



جامعة عبد الحميد بن باديس بمستغانم  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية  
تخصص: ممارسات الأسواق المالية

## فعالية الأسواق المالية الناشئة في جذب الاستثمارات دراسة حالة السوق المالية الصينية

تحت إشراف الأستاذ الدكتور  
شريف طويل نور الدين

من إعداد الطالبة  
نصيرة مسيب

### لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة	الصفة
د. محمد عمري	أستاذ محاضر أ، جامعة مستغانم	رئيسا
أ.د. شريف طويل نور الدين	أستاذ التعليم العالي، جامعة مستغانم	مقررا
د. الصادق صفيح	أستاذ محاضر أ، جامعة معسكر	مناقشا
د. مريم بوقروة	أستاذ محاضر أ، جامعة مستغانم	مناقشا
د. قдал زين الدين	أستاذ محاضر أ، جامعة مستغانم	مناقشا

السنة الجامعية 2019-2020

## شكر وتقدير

أتقدم بالشكر للأستاذ شريف طويل نورالدين على إشرافه على هذه الأطروحة، كما اشكر الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل، ولكل من ساعدني على إنجاز الأطروحة.

# فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
V-I	قائمة الجداول والأشكال
أ-و	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: الأسواق المالية والنظريات الاقتصادية المتعلقة بها
03	المطلب الأول: مفاهيم الأسواق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي
08	المطلب الثاني: النظريات الاقتصادية المتعلقة بالأسواق المالية.
11	المطلب الثالث: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.
17	المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة، نشأتها ومفهومها
17	المطلب الأول: نشأة الأسواق الناشئة.
19	المطلب الثاني: مفهوم الأسواق الناشئة
24	المطلب الثالث: خصائص الأسواق الناشئة
27	المبحث الثالث: تصنيف الأسواق المالية الناشئة
27	المطلب الأول: تصنيفات الأسواق الناشئة حسب أهم المنظمات والمؤشرات الدولية
31	المطلب الثاني: معايير تصنيف الأسواق الناشئة.
39	المطلب الثالث: أهم الأسواق المالية الناشئة ومؤشراتها الرئيسية.
44	خلاصة الفصل

45	الفصل الثاني: أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة
46	تمهيد الفصل
47	المبحث الأول: الاستثمار المحفظي بالأسواق المالية الناشئة
47	المطلب الأول: أداء مؤشرات الأسواق المالية الناشئة والقطاعات النشطة بها
61	المطلب الثاني: تدفقات الاستثمار المحفظي بالأسواق المالية الناشئة
67	المطلب الثالث: أفاق الاستثمار المحفظي بالأسواق المالية الناشئة.
70	المبحث الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة.
70	المطلب الأول: تحليل أداء عوائد الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.
73	المطلب الثاني: تحليل مخاطر الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.
79	المبحث الثالث: تقييم أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.
79	المطلب الأول: تطور أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.
85	المطلب الثاني: تقييم أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.
89	خلاصة الفصل
90	الفصل الثالث: أداء اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة
91	تمهيد الفصل
92	المبحث الأول: الأداء الاقتصادي لاقتصاديات الأسواق الناشئة.
92	المطلب الأول: أداء المؤشرات الاقتصادية للأسواق المالية الناشئة.

100	المطلب الثاني: مكانة الأسواق الناشئة ومساهمتها في الاقتصاد الحقيقي العالمي
109	المطلب الثالث: مكانة الأسواق الناشئة في القطاع المالي العالمي.
111	المبحث الثاني: أفاق وتحديات النمو بالأسواق الناشئة
111	المطلب الأول: أفاق النمو بالاقتصاديات الناشئة
113	المطلب الثاني: تحديات النمو في اقتصاديات الأسواق الناشئة
115	المبحث الثالث: دراسة تحليلية لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء الأسواق الناشئة
115	المطلب الأول: علاقة المتغيرات الاقتصادية بأداء السوق المالية الصينية
124	المطلب الثاني: علاقة المتغيرات الاقتصادية بتطور أداء الأسواق المالية الناشئة الأخرى
143	خلاصة الفصل
144	الفصل الرابع محاولة قياس أثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن
145	تمهيد الفصل
146	المبحث الأول: الدراسات السابقة المعتمدة في اختيار النموذج القياسي
148	المبحث الثاني: أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على تطور عوائد السوق المالية الصينية (بورصة شنغهاي)
156	المبحث الثالث: أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على تطور عوائد السوق المالية الصينية (بورصة تشنزن Shenzhen).
165	خلاصة الفصل
166	خاتمة عامة

173	قائمة المراجع
197	قائمة الملاحق
224	الملخصات

# فهرس الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول	
الصفحة	رقم وعنوان الجدول
27	الجدول رقم (01): التصنيف السنوي للأسواق الناشئة حسب مؤشر Financial Times Stock Exchange FTSE لسنة 2017.
28	الجدول رقم (02): الأسواق الناشئة حسب مؤشر S&P خلال سنة 2017
29	الجدول رقم (03): تصنيف الأسواق الناشئة حسب MSCI لسنة 2017
30	الجدول رقم (04): الأسواق الناشئة من منظور بعض المؤسسات الدولية
35	الجدول رقم (05): معايير تصنيف الأسواق الناشئة حسب مؤشر MSCI خلال سنة 2017
36	الجدول رقم (06): معايير تصنيف الأسواق الناشئة حسب أهم المؤشرات العالمية.
60	الجدول رقم (07): التوزيع النسبي لأهم القطاعات بالأسواق الناشئة لسنة 2017
65	الجدول رقم (08): تدفقات الاستثمار المحفظي الاجنبي لكل من الاسهم والسندات إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة 2014-2018 مليار دولار امريكي
68	الجدول رقم (09): تدفقات الاستثمار المحفظي للمقيمين وغير المقيمين للأسواق الناشئة لسنتي 2018 و 2019
70	الجدول رقم (10): التطور السنوي لأداء العوائد بالأسواق المالية الناشئة (%) خلال 2011-2017
81	الجدول رقم (11): إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة بأهم الأسواق المالية الناشئة في الفترة 2010-2017
87	الجدول رقم (12): نسب تقييم أداء الأسواق المالية قيد الدراسة والأسواق الناشئة مجمعة والولايات المتحدة الأمريكية والعالم.
101	الجدول رقم (13): تطور إجمالي الاحتياطات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي في أهم الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017 (مليار دولار)
106	الجدول رقم (14): مقارنة تطور معدلات النمو في الأسواق الناشئة والنامية والدول المتقدمة والعالم خلال الفترة 2010-2017.
107	الجدول رقم (15): نسبة الاستثمارات من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للأسواق الناشئة والدول النامية وباقي العالم (%).

## قائمة الجداول والأشكال

110	الجدول رقم (16): رصيد الحساب المالي الأسواق الناشئة والنامية والاقتصاديات المتقدمة (تريليون دولار أمريكي)
112	الجدول رقم (17): توقعات نمو الأسواق الناشئة خلال 2019-2020.
149	جدول رقم (18): المتغيرات والرموز المستخدمة في الدراسة القياسية (بورصة شنغهاي)
152	جدول رقم (19): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر (بورصة شنغهاي)
156	جدول رقم (20): المتغيرات والرموز المستخدمة في الدراسة القياسية (بورصة تشنزن)
160	جدول رقم (21): نتائج اختبار ستودنت Student للنموذج المقدر (بورصة تشنزن)

ثانيا: قائمة الأشكال	
الصفحة	رقم وعنوان الشكل
47	شكل رقم (01): تطور أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة مجمعة خلال الفترة 2010-2017 (%)
49	شكل رقم (02): تطور أداء السوق المالية الصينية MSCI ومؤشر شنغهاي خلال الفترة 2010-2017 (%) .
50	شكل رقم (03): تطور أداء السوق المالية الهندية خلال الفترة 2010-2017.
52	شكل رقم (04): تطور أداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017.
53	شكل رقم (05): تطور أداء السوق المالية المكسيكية خلال الفترة 2010-2017.
54	شكل رقم (06): تطور أداء السوق المالية التركية خلال الفترة 2010-2017.
56	شكل رقم (07): تطور أداء السوق المالية الروسية خلال الفترة 2010-2017.
57	شكل رقم (08): تطور أداء السوق المالية بجنوب إفريقيا خلال الفترة 2010-2017.
59	شكل رقم (09): تطور قطاع الصناعة في الأسواق الناشئة بين سنتي 2007 و 2017
64	شكل رقم (10): تدفقات المحافظ الاستثمارية الوافدة للأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2016
77	الشكل رقم (11): تطور معدلات المخاطر بأهم الأسواق الناشئة خلال 2000-2015.
80	شكل رقم (12): معدل دوران الأسهم المتداولة بأهم الأسواق المالية الناشئة (%)

قائمة الجداول والأشكال

	(2010-2017).
83	شكل رقم (13): الرسملة السوقية للشركات المدرجة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) خلال الفترة 2010-2017.
84	شكل رقم (14): الأسهم المتداولة في الأسواق الناشئة (دولار أمريكي).
93	شكل رقم (15): تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017.
95	شكل رقم (16): تطور نصيب الفرد من الناتج الإجمالي خلال الفترة 2010-2017 (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي).
96	شكل رقم (17): تطور معدلات التضخم في الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017.
97	شكل رقم (18): تطور الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة الى بعض الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017 (مليار دولار أمريكي).
98	شكل رقم (19): تطور أسعار صرف عملات بعض الأسواق الناشئة مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2010-2017.
103	شكل رقم (20): مساهمة الأسواق الناشئة في الناتج المحلي العالمي خلال الفترة 2010-2017.
105	شكل رقم (21): صادرات الأسواق الناشئة والنامية والدول المتقدمة وإجمالي الصادرات العالمية خلال الفترة 2010-2017 (تريليون دولار أمريكي).
115	شكل رقم (22): تطور معدل النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017.
118	شكل رقم (23): تطور المديونية الخارجية و أداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017.
120	شكل رقم (24): صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.
122	شكل رقم (25): تطور سعر صرف اليوان مقابل الدولار الأمريكي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.
123	شكل رقم (26): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية في الصين خلال الفترة 2010-2017 (%).

## قائمة الجداول والأشكال

125	شكل رقم (27): تطور النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية الهندية خلال الفترة 2010-2017 (%).
126	شكل رقم (28): تطور المديونية الخارجية و أداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017
127	شكل رقم (29): تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.
128	شكل رقم (30): تطور أسعار صرف الروبية الهندية وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.
129	شكل رقم (31): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.
130	شكل رقم (32): تطور النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017 بالبرازيل.
131	شكل رقم (33): تطور نسب المديونية الخارجية وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.
132	شكل رقم (34): تطور نسب الاستثمار الإجمالي المباشر الواردة وأداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017.
134	شكل رقم (35): تطور أسعار صرف الريال البرازيلي وأداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017.
135	شكل رقم (36): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية في البرازيل خلال الفترة 2010-2017 (%).
136	شكل رقم (37): تطور النمو الاقتصادي بروسيا وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017 (%).
137	شكل رقم (38): تطور المديونية الخارجية وأداء السوق المالية في روسيا خلال الفترة 2010-2017.
138	شكل رقم (39): تطور نسب الاستثمار الأجنبي المباشر وأداء السوق المالية في روسيا خلال الفترة 2010-2017
140	شكل رقم (40): تطور سعر صرف الروبل وتطور أداء السوق المالية الروسية خلال الفترة 2010-2017.

141	شكل رقم (41): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية بروسيا خلال الفترة 2010-2017.
-----	---

# المقدمة العامة

لقد زاد الترابط بين اقتصاديات العالم بشكل كبير بسبب التغيرات الكثيرة التي فرضتها العولمة من مظاهر التحرير المالي والاندماج الاقتصادي العالمي وحرية حركة رؤوس الأموال، ومع تعاظم حجم الأنشطة والعمليات المالية تزايدت الحاجة للتمويل وبهذا تطورت الأسواق المالية كبديل تمويلي وأصبحت تؤدي دورا متزايدا في تمويل الأنشطة والعمليات المالية.

وقد ارتبطت الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي وزيادة الأنشطة الصناعية خاصة في الدول الرأسمالية التي عملت بشكل مستمر على تعزيز الاستثمارات واستحداث طرق جديدة لتعبئة المدخرات، وهو ما يلاحظ من خلال الدور الكبير الذي تؤديه الأسواق المالية المتقدمة حاليا في تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة من خلال تجميع الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعرف عجزا ماليا.

وعلى هذا الأساس تحفزت العديد من الدول النامية لإنشاء وتطوير أسواقها المالية وعمدت إلى القيام بالكثير من الإصلاحات خاصة بعد الأزمات المالية الكثيرة التي عرفت، وبذلك عرفت منعطفا في مسارها التنموي وتمكنت من تعديل وضعيتها في المنظومة الاقتصادية العالمية لتتحول إلى أسواق ناشئة بقدرات تنافسية كبيرة وأصبحت تستقطب أموال المستثمرين وتنافس بذلك الأسواق المتقدمة بفضل الإصلاحات والتعديلات الهامة التي قامت بها في مختلف المجالات خاصة على مستوى القطاع المالي الذي ساهم بشكل كبير في تنميتها.

وانطلاقا من معدلات النمو التي حققتها هذه الاقتصاديات مؤخرا ظهرت بعض الآراء المشائمة بخصوص قدرتها على الاستمرارية في تحقيق معدلات النمو المرتفعة لكونها حسبهم قد استفادت ظرفيا فقط من العجز الكبير الذي لحق بالدول المتقدمة ومن الفجوة التي حدثت بالاقتصاد العالمي، وفي هذا الإطار ورغم القفزة النوعية للاقتصاد الصيني شكك الكثير من الاقتصاديين في إمكانية استمرارية منافسته للاقتصاد الأمريكي ومدى قدرة السوق المالية الصينية بصفة خاصة وقدرة الأسواق المالية الناشئة عموما على التأقلم مع التحديات الكثيرة والحفاظ على نفس الوتيرة في جذب المزيد من الاستثمارات.

هذا ما جعل هذه الأسواق محل اهتمام متزايد من طرف أصحاب القرارات الاستثمارية في السنوات الأخيرة، حيث يتجه المستثمرون عادة للإحاطة بمختلف المتغيرات الاقتصادية الخاصة بالاقتصاد ككل وكذا المتغيرات العالمية قصد الحصول على تقييم دقيق يمكنهم من تجنب المخاطر المختلفة وتحقيق أكبر عوائد ممكنة، ويزيد عدم الاستقرار في متغيرات الاقتصاد الكلي من تقلبات في سوق الأوراق المالية، ومع تزايد هذه التقلبات يظهر المستثمرون تردددهم في استثمار أموالهم في الأسواق غير المؤكدة، الأمر الذي ينعكس سلبا على تدفق الاستثمارات، وهذا ما يبرر ضرورة التحقق من العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية كما أن معرفة العلاقة المتبادلة تعتبر أمرا بالغ الأهمية بالنسبة لقرارات المستثمرين وواضعي السياسات في الاقتصاديات الناشئة بما في ذلك الاقتصاد الصيني.

وقد أظهرت العديد من الدراسات أن الأسواق المالية الناشئة ليست كفأة أي أن أسعار الأسهم بها لا تعكس القيمة الحقيقية أو العادلة للأسهم حيث أن من أهم خصائص الأسواق الناشئة أنها تفتقر إلى التنظيم ولم تصل بعد إلى مستويات الأسواق المتقدمة من حيث الإفصاح وشفافية المعلومات المتاحة، ولكن في المقابل فقد عرفت هذه الأسواق معدلات استثمار كبيرة خاصة خلال فترة ما بعد أزمة الرهن العقاري التي شهدت تدفقات رأسمالية كبيرة بحثا عن عوائد مرتفعة بالرغم من ارتفاع المخاطر، أي أن عدم كفاءة هذه الأسواق لا يعني عدم فعاليتها في جذب الاستثمارات على اعتبار أن التركيز يكون من جهة على مدى تحقيق السوق المالية لأهدافها التي تتمثل أساسا في جذب رؤوس الأموال ومن جهة أخرى على تحقيق أهداف المستثمرين المتمثلة في الربح، وانطلاقا من هذه الأهداف ونظرا لأهمية المتغيرات الاقتصادية المتعلقة بتحليل الأساسي الخاص بالسوق المالية كأسعار الصرف، الناتج الإجمالي ومعدلات التضخم، فإنه يتضح أهمية دراسة مدى فعالية الأسواق الناشئة في تعظيم العوائد التي هي الجاذب الرئيسي للمستثمرين.

ومن خلال دراستنا هذه سيتم التركيز على دراسة وتحليل أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء الأسواق الناشئة مع دراسة حالة للسوق المالية الصينية خلال الفترة 2001-2017 لمعرفة فعالية الأسواق الناشئة في جذب الاستثمارات.

وهذا ما يدعو إلى طرح الإشكالية التالية:

**الإشكالية الرئيسية:**

ما مدى فعالية الأسواق المالية الناشئة في جذب الاستثمارات، وما هو وضع السوق المالية الصينية في هذا الإطار؟

وتتفرع عن الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

**الأسئلة الفرعية:**

1. ما هي الأسواق الناشئة وما هي معايير تصنيفها؟
2. هل تعتبر الأسواق الناشئة جاذبة للاستثمار المحفطي؟
3. كيف هو أداء اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة وما هي مكانتها في الاقتصاد العالمي؟
4. ما هي محددات الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة عموما وبالسوق المالية الصينية خصوصا؟

## الفرضيات:

- قمنا بوضع مجموعة من الفرضيات كإجابات مؤقتة بما يتناسب مع الأسئلة المطروحة، وهي كما يلي:
1. مفهوم الأسواق المالية الناشئة واضح ومتفق عليه وهناك معايير موحدة وثابتة لتصنيفها.
  2. الأسواق الناشئة جاذبة للاستثمار المحفظي بشكل كبير.
  3. اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة حققت مستويات أداء مرتفعة، وهذا ما جعلها تحتل مكانة معتبرة في الاقتصاد العالمي.
  4. بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي في الأسواق الناشئة عموماً وفي الصين خصوصاً تمثل أهم العوامل المحددة لمدى فعالية هذه الأسواق في جذب الاستثمارات إليها.

## مبررات اختيار الموضوع:

نتيجة للمستجدات التي عرفتها الأسواق المالية الناشئة خاصة في فترة ما بعد أزمة الرهن العقاري والأهمية البالغة لموضوع الاستثمار ودوره في التنمية الاقتصادية ارتأينا القيام بهذا البحث للأسباب التالية:

- حداثة موضوع الأسواق المالية الناشئة ولكونه يندرج ضمن تخصص الأسواق المالية.
- الأهمية الكبيرة لموضوع الأسواق الناشئة والاقتصاد الصيني بصفة خاصة.
- عرض تجارب دولية توضح مدى مساهمة الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات من أجل الاستفادة منها مستقبلاً في حالة السوق المالية الجزائرية.

## أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية الرئيسية ومختلف الأسئلة المطروحة وذلك من خلال:
- معرفة مدى قدرة الأسواق المالية الناشئة على جذب الاستثمارات.
  - عرض ومتابعة أداء مؤشرات أهم البورصات الناشئة وكذا أحجام الاستثمار بها من خلال عرض لمختلف البيانات والمعطيات التاريخية والحالية وكذا التنبؤات المستقبلية.
  - دراسة وتحليل تطور بعض الاقتصاديات الناشئة في السنوات محل الدراسة.
  - توضيح محددات الاستثمار بالأسواق الناشئة مع دراسة تحليلية للمخاطر والعوائد.
  - تبيان مكانة الأسواق الناشئة على الساحة الاقتصادية العالمية مع التركيز على فترة ما بعد الأزمة 2010-2017 وتوقعات نموها للسنوات القادمة.
  - التعرف على أهم مؤشرات الأسواق الناشئة ومتابعة أدائها وتطوراتها.

- رصد معوقات الأسواق المالية الناشئة وأثرها على جذب الاستثمارات.
  - معرفة أثر أهم متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء الأسواق الناشئة من خلال دراسة قياسية لبعض المتغيرات الاقتصادية خلال الفترة 2001-2017.
  - الاستفادة من تجارب الدول الناشئة من أجل استخلاص توصيات مستقبلا فيما يخص بورصة الجزائر.
- تحديد إطار الدراسة:

باعتبار الإشكالية المطروحة خاصة بالأسواق المالية الناشئة ومدى فعاليتها في جذب الاستثمارات، فستتم الدراسة انطلاقا من الظهور الأولي للأسواق الناشئة إلى يومنا هذا مع التركيز على الفترة التي تزامنت مع أزمة الرهن العقاري وما بعد الأزمة، وكدراسة حالة سوف نهتم بأهم الأسواق الناشئة على الساحة العالمية وهي البورصة الصينية من حيث دراسة وتحليل أثر المؤشرات الاقتصادية على أداء السوق المالية خلال الفترة 2001-2017.

#### منهج الدراسة:

لغرض الوصول إلى هدف الدراسة والإجابة عن مختلف الأسئلة المطروحة تم استخدام كل من المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، ففي الجانب النظري استخدمنا المنهج الوصفي لاستعراض مختلف التعاريف المتعلقة بالأسواق المالية والنظريات المتعلقة بها وكذا المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة من حيث نشأتها وخصائصها ومعايير تصنيفها وتطور أداء الاستثمار المحفظي بها وأيضا تطور أداء المؤشرات الاقتصادية بأهم هذه الأسواق، وفي الجانب التطبيقي استخدمنا المنهج التحليلي في تحليل معدلات الخطر والعوائد بالأسواق المالية الناشئة وأيضا في تحليل مدى تأثير أداء الأسواق المالية الناشئة عموما والسوق المالية الصينية بصفة خاصة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، وقد تم في هذا الإطار الاستعانة بدراسة قياسية من خلال نموذج خطي متعدد لمعرفة أثر أهم متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2001-2017.

#### الدراسات السابقة:

الجدير بالذكر أن موضوعي الاستثمارات والأسواق الناشئة لقيتا اهتماما واسعا من قبل الاقتصاديين والباحثين، وتم التطرق إليهما من عدة جوانب، ومن بين هذه الدراسات باللغة العربية؛ أطروحة دكتوراه للباحث **بن عمر بن حاسين** بعنوان "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، السنة الجامعية 2013/2012 والتي من خلالها تم التوصل إلى أهمية الأسواق المالية ودورها الكبير في النمو الاقتصادي من خلال التأثير في حجم الاستثمار وبالتالي في الناتج المحلي الإجمالي،

ومن بين الدراسات السابقة أيضا أطروحة دكتوراه للباحث بوكساني رشيد بعنوان "دور الأسواق المالية في التنمية بالبلدان النامية"، جامعة الجزائر3، قسم علوم التسيير، 2013، شملت هذه الدراسة دور الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال التطرق إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالتنمية الاقتصادية و تمويلها مع التركيز على دور الأسواق المالية في التمويل، و بعدها تم التطرق إلى العولمة الاقتصادية مع التركيز على الأسواق المالية في ظل العولمة وأهم مظاهر التحديد التي شملتها، بعدها اهتمت الدراسة بدراسة الأسواق المالية في الدول المتطورة و الدول الناشئة وأهم الأزمات التي لحقت بهذه الاقتصاديات في ظل التحرير المالي و إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال و في الأخير تم تسليط الضوء على الأسواق المالية في دول العربية من خلال اخذ نماذج عن هذه الأسواق و معرفة دورها في تحقيق النمو و من ثم التنمية الاقتصادية.

وكذا أطروحة دكتوراه للطالبة بليل حسيبة بعنوان "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ونماذج النمو الاقتصادي دراسة تحليلية قياسية حالة الجزائر"، تخصص الاقتصاد القياسي، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2015، توصلت هذه الدراسة إلى مدى مساهمة الاستثمار المالي في تحقيق النمو الاقتصادي في الجزائر وهي عبارة عن دراسة تحليلية قياسية لأثر الاستثمار المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر و قد توصلت إلى أن وتيرة النمو الاقتصادي اكبر من حركية نشاط السوق المالي في الجزائر.

أما بالنسبة للدراسات باللغة الأجنبية فقد تطرقت العديد منها إلى محددات الاستثمار بالأسواق المالية وعلاقة أداء الأسواق بأداء المتغيرات الاقتصادية الكلية وكانت النتائج متباينة كثيرا، فعلى سبيل المثال دراسة Hua Zhao (2010) والتي كانت بعنوان:

Dynamic relationship between exchange rate and stock price: Evidence from China

اهتمت هذه الدراسة بالعلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم خلال فترة امتدت من جانفي 1991 إلى جوان 2009، وتوصلت الدراسة إلى انه لا توجد علاقة توازن طويل الأجل بين سعر صرف الريميني وأسعار الاسهم في البورصة الصينية؛

بالإضافة إلى دراسة (Guangxi Cao (2012) والتي كانت بعنوان:

Time varying effects of change in the interest rate and the RMB exchange rate on the stock markets of China evidence from the long memory TVP VAR MODEL

حيث تطرقت الى أثر التغير في سعر الفائدة وسعر صرف الريميني على سوق الأوراق المالية الصينية من 22 جويلية 2005 إلى 13 جانفي 2012، وتوصلت نتائج الدراسة الى أنه للتغير في سعر صرف الريميني أثر على عوائد السوق الصينية في المدى القصير، كما أن للتغير في أسعار الفائدة أثر على عوائد السوق في المدى القصير، في حين أن التغير في سعر الفائدة أثره محدود على عوائد السوق في المدى الطويل،

وهناك أيضا دراسة (Mondher Bellalah and Umie Habiba (2013) بعنوان:

## Impact of Macroeconomic Factors on Stock Exchange Prices: Evidence from USA, Japan and China

حيث تناولت الدراسة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على أسعار البورصة مع دراسة حالة كل من الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان والصين، وقد توصلت الدراسة في الجانب المتعلق بالصين إلى أن أسعار الأسهم الصينية مرتبطة بشكل إيجابي مع أسعار الفائدة والإنتاج الصناعي والعرض النقدي على المديين الطويل والقصير خلال الفترة 2010-2005.

### تقسيم الدراسة:

تتناول الدراسة في فصلها الأول الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة من خلالها سيتم التطرق فيه إلى أهم مفاهيم الأسواق المالية ومختلف النظريات الاقتصادية المتعلقة بها، إضافة إلى عرض نشأة الأسواق الناشئة ومفاهيم حولها وتصنيفاتها وخصائصها بالإضافة إلى معايير تصنيفها.

وفيما يخص الفصل الثاني أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة، قمنا بإعطاء نظرة عامة حول أحجام الاستثمار الناشئة من خلال عرض مفصل لأهم البورصات الناشئة ومتابعة الأداء الفردي للبورصات الناشئة وأداء مؤشر MSCI للبورصات الناشئة مجمعة مع توقعات سنة 2018 بالإضافة إلى أوزان القطاعات المهيمنة خلال الفترة 2010-2017 إلى جانب تحليل كل من عوائد ومخاطر الاستثمار بهذه الأسواق، بالإضافة إلى تقييم أداء هذه الأسواق من خلال مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية.

أما الفصل الثالث المعنون أداء اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة فقد تطرقنا من خلاله إلى أداء المؤشرات الاقتصادية لأهم الأسواق الناشئة والمتمثلة في كل من الصين، الهند، البرازيل، المكسيك، روسيا، تركيا وجنوب إفريقيا؛ ومكانتها في الاقتصاد العالمي على المستويين الحقيقي والمالي إضافة إلى التحديات التي تواجهها هذه الأسواق وإجراءات تلافيتها ثم تقديم نظرة تحليلية لعلاقة أداء هذه الأسواق ببعض مؤشرات الاقتصاد الكلي خلال الفترة 2010=2017.

وفيما يخص الفصل الرابع "دراسة قياسية لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن" قمنا فيه بدراسة أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية مع التركيز على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، سعر الصرف، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، المديونية الخارجية ومعدل الفائدة على أداء السوق المالية الصينية في فترة الدراسة 2001-2017 بغية تحديد مختلف العوامل المتعلقة بالاقتصاد الكلي والتي من شأنها تعظيم عوائد الاستثمار في هذه الأسواق والتي تعكس مدى فعالية هذه الأسواق في جذب الاستثمارات.

# الفصل الأول

## الإطار النظري للأسواق المالية

### الناشئة

المبحث الأول: الأسواق المالية والنظريات الاقتصادية المتعلقة بها

المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة، نشأتها ومفهومها.

المبحث الثالث: تصنيف الأسواق المالية الناشئة.

### تمهيد الفصل:

ارتبط تطوير الأسواق المالية ارتباطا وثيقا بالنمو الاقتصادي في الدول الرأسمالية التي اهتمت بتجميع المدخرات وتوظيفها حيث تؤدي الأسواق المالية الدولية دورا هاما في النظام المالي العالمي من خلال جمع أصحاب الفوائض والعجز المالي وتفاعل أهدافهم ومصالحهم ما يسمح بتمويل وتطوير المشاريع الاستثمارية في كل المجالات<sup>1</sup>، وهذا ما جعل الدول النامية تهتم بأسواقها المالية وإن كان بمستويات مختلفة حيث أن بعض هذه الدول عملت على تطوير أسواقها بشكل كبير وقامت بإصلاحات هامة أدت إلى اعتبارها ضمن ما يطلق عليه الأسواق المالية الناشئة، هذه الأخيرة لاقت اهتماما كبيرا من طرف الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين وأحيطت بدراسات هامة من قبل المؤسسات المالية، وهو ما أدى إلى تطوير هذه الأسواق وأصبحت تستقطب أموال المستثمرين بشكل كبير وتنافس بذلك الأسواق المتقدمة.

وقد أثبتت المؤشرات والبيانات الاقتصادية أنه كان للأسواق المالية الناشئة الفضل الكبير في النهوض بالاقتصاد العالمي وتعافيه خلال الفترة التي تلت أزمة الرهن العقاري 2007، مما أدى إلى تزايد الاهتمام بهذه الأسواق من طرف الكثير من الاقتصاديين والمؤسسات الدولية، ومن هذا المنطلق سنتطرق إلى أهم المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية الناشئة وخصائصها بالإضافة إلى المعايير المعتمدة في تصنيفها.

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2016، ص114.

### المبحث الأول: الأسواق المالية والنظريات الاقتصادية المتعلقة بها

يرتبط تاريخ نشأة الأسواق المالية بنشأة مهنة الصرافة، حيث أنه في عهد الإمبراطورية الرومانية ظهرت الحاجة إلى تبادل العملات كنتيجة لتوسع المبادلات التجارية ما أدى إلى ظهور الصرافين ومكاتب الصرافة في إيطاليا ثم بلجيكا، ومع بداية القرن الرابع عشر كانت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة في مدينة بروج البلجيكية تجتمع في منزل التاجر "فالدر بورز" لتقوم بعمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات، وانطلاقاً من اسم هذا التاجر جاءت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة، وقد كانت نشأة أول سوق مالية سنة 1339 في بلجيكا، ثم في مدينة ليون الفرنسية عام 1639 ثم في باريس وبعدها أمستردام ولندن في القرن 17، وقد انتظمت الأسواق المالية في حدود عام 1890 إلى أن أصبحت مقياساً للتطور الاقتصادي.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: مفاهيم الأسواق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي

السوق المالية هي السوق التي يتم من خلالها أو بواسطتها بيع الأوراق المالية مقابل النقد، وتساهم في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفئات إلى وحدات العجز، ويعني هذا أن السوق المالية تكون موجودة أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري بغض النظر عن تنفيذ عملية البيع والشراء باللقاء المباشر أو بوسيلة معينة (هاتف، انترنت...)، وتمثل المهام الأساسية للسوق المالية في تسجيل الشركات وقبول أسهمها والمتاجرة بها وتسوية الصفقات.<sup>2</sup>

### أولاً: تعريف، وظائف ومؤشر الأسواق المالية

سنتطرق إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية من حيث تعريف السوق المالية، مكوناتها ووظائفها إضافة إلى مفهوم مؤشر السوق وأهم المؤشرات المالية الدولية.

#### 1. تعريف الأسواق المالية:

يعرف (Patrick and Wai 1973) الأسواق المالية بأنها الأسواق التي تتعامل مع رأس المال في الأجلين القصير والطويل، حيث تبيع الشركات أوراقها المالية من أجل توليد رأس المال طويل الأجل الذي يمكن توجيهه إلى خياراتها المرهبة.<sup>3</sup>

وتعرف السوق المالية أيضاً بأنها المكان الذي يتم فيه التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً تحت إشراف وإدارة هيئة محدّدة لها نظام خاص ويحكم عملها عدة لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، حيث يعقد فيها بائعو

<sup>1</sup> - دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012، ص 34.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص 37.

<sup>3</sup> - Najeb M.H. Masoud, The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth, International Journal of Economics and Financial Issues Vol. 3, No. 4, 2013, p789.

www.econjournals.com

ومشترو الأسهم والسندات صفقات البيع والشراء بهدف الاستفادة من تقلبات الأسعار لتحقيق أرباح تمثل عائداً على الاستثمار بالنسبة لهم.<sup>1</sup>

سوق الأوراق المالية تعرف أيضاً بسوق الأسهم وهي شبكة كبيرة من المعاملات الاقتصادية التي يتعامل من خلالها مختلف المشتريين والبائعين.<sup>2</sup>

وتعرف السوق المالية أيضاً بأنها المكان الذي يجمع وسطاء وسماسرة ومندوبين يتعاملون في الأوراق المالية من خلال ضوابط وشروط منظمة لهذا التعامل وفي أوقات محددة، وفي التعاريف الحديثة لا تعتبر السوق المالية بالضرورة مكاناً بل الحيز أو النطاق الذي يمكن فيه للبائعين والمشتريين التفاوض.<sup>3</sup> وتتكون السوق المالية عموماً من سوقين هما:<sup>4</sup>

### – السوق الأولية (Primary market):

وتسمى السوق الأولية أيضاً سوق الإصدارات، وهي السوق التي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها أو بين المقرض والمقترض، بمعنى أنها سوق تتجمع فيها المدخرات ليتم تحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل، حيث توفر قناة لبيع الأوراق المالية الجديدة. وتوفر السوق الأولية الفرصة للجهات المصدرة للأوراق كالحكومة والشركات لتجميع الموارد لتلبية احتياجاتها من الاستثمار، حيث تمكنهم من إصدار الأوراق المالية بالقيمة الاسمية وقد تأخذ مجموعة متنوعة من الأشكال مثل الأسهم أو سندات وغيرها ويمكنهم إصدار الأوراق المالية في السوق المحلية أو في السوق الدولية.

### – السوق الثانوية (Secondary market):

تسمى أيضاً سوق التداول والتي تشير إلى السوق التي تكون فيها الأوراق المالية متداولة بعد أن يكون قد تم عرضها في البداية للجمهور في السوق الأولية والمدرجة في بورصة الأوراق المالية، حيث أن التغيرات التي قد تحدث في قيم هذه الأوراق المالية تكون بسبب التفاعل بين قوى العرض والطلب في هذه السوق، وتكون السوق الثانوية منظمة أو غير منظمة، فتكون منظمة في حالة وجود شروط للعضوية والتداول وفقاً لقواعد وقوانين معينة وبالتالي الأوراق المالية المسموح تداولها هي فقط التي تستوفي هذه الشروط، وقد تكون السوق الثانوية غير منظمة ويتم فيها تداول الأوراق المالية التي لم تستوف الشروط كما أن عمليات البيع والشراء غير مقيدة بالمكان والزمان فتتم مثلاً بالهاتف أو وسائل الاتصال الإلكتروني.

<sup>1</sup> حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، السنة 2011، ص8.

<sup>2</sup> - Shaik Mohammad Imran and all, RECENT TRENDS AFFECTING STOCK MARKET OF INDIAN ECONOMY, 9 th international conference on recent innovations, engineering and management, dhruva institute of engineering and management, telangana, January 2017, p 179.

<sup>3</sup> حمدي عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص10-ص11.

<sup>4</sup> حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام، عمان، الأردن، 2016، ص28-ص29.

وهناك تقسيمات أخرى منها الأسواق الحاضرة والآجلة، والسوق الثالث الذي يعتبر جزءا من السوق غير المنظم والسوق الرابع الذي يشمل المؤسسات الكبرى وتداول الأفراد فيما بينهم. ويكمن الفرق بين السوق الأولية والثانوية في أن الأسواق الأولية تقدم الأوراق المالية للجمهور للاشتراك بغرض جمع رأس المال، والسوق الثانوية هي المكان الذي يجري فيه بالفعل تداول الأوراق المالية القائمة أي سابقة الإصدار فيما بين المستثمرين.<sup>1</sup>

### 2. وظائف الأسواق المالية:

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تجميع المدخرات المالية من الوحدات الاقتصادية صاحبة الفوائض وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز ويمكن حصر أهم الوظائف الأخرى فيما يلي:<sup>2</sup>
- توفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وتسهيل تداولها والحصول على السيولة.
  - توفير المعلومات المتعلقة بالاستثمارات وتوفير التمويل اللازم الذي تحتاجه المشاريع الاستثمارية.
  - المساهمة في الرفع من الاستثمارات وبالتالي زيادة الإنتاج والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة.
  - المساعدة في تحقيق أهداف السياسة النقدية وذلك من خلال تأثير البنك المركزي على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.
  - جذب الاستثمار الأجنبي والمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة.
  - توفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل إضافة إلى تمويل المشاريع كبديل عن البنوك.
  - حماية المستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا وذلك من خلال الشروط التي تضعها السوق المالية لإدراج أسهم الشركات ومراقبة عمليات التداول.

### 3. مؤشر السوق المالية:

مؤشر السوق المالية هو قيمة رقمية تقيس حركة أسعار جميع الأسهم المدرجة والتغيرات الحاصلة في سوق راس المال للتعرف على حركات واتجاهات هذه السوق، ويعتبر مرجع رئيسي للمستثمر حول سوق او قطاع او أسهم معينة.<sup>3</sup>

ويعكس مؤشر سوق الأوراق المالية حالة اقتصاد البلد بشكل عام والأداء الاقتصادي للشركات المدرجة في السوق بصفة خاصة، فإذا كان الطلب على إنتاج الشركات مرتفع فيتوقع أن ترتفع المبيعات أيضا مما يؤدي إلى زيادة أرباح هذه الشركات وكذلك أرباح المساهمين بها، والذي بدوره يدفع مؤشر السوق بأكمله إلى الارتفاع وفي هذه

<sup>1</sup> - Ronak Nangalia Sohrab Kothari, Basics Of Stock Market, FLAME Investment Lab, FLAME University, India, p 09-10, available on: <http://www.flame.edu.in>

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 41.

<sup>3</sup> بشار ذنون محمد الشكرجي، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الوافدين، العدد 30، العراق، 2008، ص 72.

الحالة يتحول هذا الأخير إلى اللون الأخضر، وإذا كان أداء السوق في تدهور يتغير لون المؤشر إلى الأحمر<sup>1</sup>، باستثناء حالة السوق المالية الصينية حيث يحدث العكس.

وتتمثل أهم المؤشرات المالية الدولية في مؤشرات الولايات المتحدة الأمريكية المتمثلة في كل من: Nasdaq composite و Dow Jones industrial average و Standard and Poor's 500 index<sup>2</sup>، إضافة إلى مؤشر فرنسا Cac 40 ومؤشر ألمانيا DAX 30، ومؤشر اليابان Nikkei 225 ومؤشر الصين Shanghai.

ويمكن إعطاء نظرة عامة حول بعض هذه المؤشرات على النحو الموالي:<sup>3</sup>

- مؤشر داو جونز الصناعية (DJIA) هو واحد من أقدم المؤشرات والأكثر استخداماً بين مختلف المؤشرات في العالم وهو يشمل أسهم 30 من أكبر الشركات وأكثرها نفوذاً في الولايات المتحدة، ويعرف باسم مؤشر السعر المرجح.

- مؤشر ستاندر اند بورس (Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) هو مؤشر أكبر وأكثر تنوعاً من داو جونز يتكون من 500 من الأسهم المتداولة في الولايات المتحدة، ويمثل حوالي 80% من القيمة الإجمالية لأسواق الأسهم الأمريكية، ويشمل المؤشر 500 شركة في مجموعته متنوعة من القطاعات بما في ذلك الطاقة والصناعة وتكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية.

- مؤشر ناسداك المركب: (The Nasdaq Composite Index) يعد مؤشر ناسداك المركب مؤشراً مرجحاً لرسملة جميع الأسهم المتداولة في بورصة ناسداك يتضمن هذا المؤشر بعض الشركات التي لا يوجد مقرها في الولايات المتحدة ويشمل الجزء الكبير من التكنولوجيا وأيضاً الصناعات المالية والصناعية والتأمينية والنقل وغيرها.

- مؤشر نيكاي 225 هو أهم مؤشر للسوق اليابانية يقيس السوق بشكل عام ولا يركز على قطاع معين حيث يشمل أعلى 225 شركة في بورصة طوكيو.<sup>4</sup>

### ثانياً: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

أكدت العديد من الدراسات على العلاقة الوطيدة التي تربط السوق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي، حيث أن أسواق المال تسهم في زيادة النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من خلال تعبئة المدخرات وتمويل الأنشطة الإنتاجية، زيادة تخصيص الموارد، وزيادة حجم الاستثمارات، ويتضح ذلك من خلال المساهمة في:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - Financial Investments and Stock Markets, Kingdom of Saudi Arabia Capital Market Authority, p 09-10. www.cma.org.sa

<sup>2</sup> - Dawn Reiss, What You Should Know About 3 Major U.S. Indexes, May 31, 2017, (15/03/2018) <https://money.usnews.com/investing/articles/2017-05-31/what-you-should-know-about-3-major-us-indexes>

<sup>3</sup> - Kate Schick, An Introduction to Stock Market Indices, January 15, 2018, (15/03/2018) <https://www.investopedia.com/insights/introduction-to-stock-market-indices/>

<sup>4</sup> - Wendy Connett, A Guide To Japan's Nikkei 225 Index, available on: <https://www.investopedia.com/articles/investing/102114/guide-japans-nikkei-225-index.asp>

<sup>5</sup> - أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 161.

- **تعبئة المدخرات المالية:** تشجع سوق الأوراق المالية الأفراد والعائلات على استثمار فوائضهم قصد تحقيق دخول إضافية، كما توفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت ما يريدون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.
- **توفير السيولة للمستثمرين:** وذلك عن طريق عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة، حيث يستفيد المستثمرون من تعبئة الموارد المالية والمدخرات لتمويل استثماراتهم.
- **التنبؤ بحالة الاقتصاد:** أسعار الأوراق المالية المتداولة وحركتها صعوداً ونزولاً تمثل مؤشراً للحالة الاقتصادية المتوقعة، فهي تسمح للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة بالتنبؤ بوضعية القطاعات الاقتصادية المختلفة وبالتالي اتخاذ الإجراءات اللازمة المطلوبة، فانخفاض أسعار الأسهم بشكل حاد قد يكون مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يدل في الكثير من الحالات على وضعية انتعاش.
- **تحويل الفائض إلى إدارة مختصة (شركات المساهمة) بدلاً من جامعي الأموال:** يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية بدلاً من بقائها عند جامعي الأموال.
- **الرقابة على إدارة الشركات:** تعتبر البورصة جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، فالشركات التي تتبع سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفؤة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها نحو الهبوط.
- إلى جانب ذلك فإن أسواق رأس المال ترفع من درجة الوعي بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني كما تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي التقليل من نسب البطالة وتحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني، كما تعمل أسواق رأس المال في موازاة ذلك على تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، مارس/آذار 2004، ص 11-12.

## المطلب الثاني: النظريات الاقتصادية المتعلقة بالأسواق المالية.

هناك عدة نظريات اقتصادية تطرقت إلى الأسواق المالية ومختلف المفاهيم المرتبطة بدورها في النشاط الاقتصادي، وسنشير إلى أهم هذه النظريات، مع التركيز على نظرية المحددات وعلاقتها بالفعالية كأساس نظري لبحثنا هذا.

### أولاً: فعالية السوق المالية

تعرف فعالية السوق المالية بأنها مدى تعظيم هذه الأسواق لمعدلات العوائد بها بالاعتماد على المتغيرات المحيطة بهذه السوق دون الأخذ بعين الاعتبار تقييم طرق الأداء ويعتبرها بعض الباحثين على أنها محصلة تفاعل مكونات الأداء الكلي ومدى تأثره بالمحيط. كما لا يمكن الفصل بين فعالية الأسواق المالية الناشئة والأسواق الناشئة باعتبار المستثمر يستعين بمتغيرات الأداء الاقتصادي الكلي من خلال التحليل الأساسي لمعرفة أداء الاستثمار بهذه الأسواق.

والجدير بالذكر أنّ هناك تداخل وخط كبير في الكثير من الدراسات بين كفاءة السوق وفعاليتها فتربط فعالية السوق بكفاءتها في حين أن هناك تباين كبير بين الكفاءة والفعالية.

ويكمن الفرق بين الفعالية والكفاءة في أن الكفاءة تعبر عن القيام بالفعل بالطريقة الصحيحة، في حين الفعالية فتعبر عن فعل الأشياء الصحيحة.

فالمؤسسة تكون فعالة إذا حققت النتيجة المقصودة أو المتوقعة، والمؤسسة الكفؤة هي التي تقوم بالأداء أو العمل بأفضل طريقه ممكنة.<sup>1</sup>

ولعملية قياس الفعالية أهمية واسعة نظراً للحاجة إلى أساس صارم وقائم على أسس رياضية لرصد التقدم المحرز نحو أهداف محددة، غير أنه لا يوجد حالياً الأساس الرسمي لقياسها.<sup>2</sup>

وتجدر الإشارة أيضاً إلى التأثير الخارجي تجاه فعالية أي مؤسسة وأدائها الممثل في متغيرات الاقتصاد الكلي، مثل العمالة والتضخم والنمو فالحالة العامة للاقتصاد ككل تعطي إشارة إلى الشركات، ومن المؤكد أن هذه الظروف تنعكس على مستوى فعاليتها وأدائها (Frederica 2012).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Gareth Goh, The Difference Between Effectiveness And Efficiency Explained, August 9, 2013, Articles, Sales And Marketing, Available On:

[Http://www.insightsquared.com/2013/08/effectiveness-vs-efficiency-whats-the-difference/](http://www.insightsquared.com/2013/08/effectiveness-vs-efficiency-whats-the-difference/)

<sup>2</sup> - Richard K. Bullock, THEORY OF EFFECTIVENESS MEASUREMENT , Doctoral Thesis, AIR FORCE INSTITUTE OF TECHNOLOGY, Ohio, United States, September 2006, P 03.

<sup>3</sup> - Samuel PD Anantadjaya And Innge Handojo And B. Agus Finardi, Measuring Organizational Effectiveness: An Industrial Study On Indonesia's Listed Manufacturing Firms, 2012 Society Of Interdisciplinary Business Research Vol 1(1), P 140-141.

أما عن الفعالية بالسوق المالية فهي مدى قدرتها على تحقيق هدفها المتمثل في جذب رؤوس الأموال من خلال تعظيم العائد، أما كفاءة السوق المالية فهي مدى عدالة الأسعار أي توافق أسعار الأصول المالية مع المعلومات المتاحة فهي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات بشكل دقيق وسريع وشفاف<sup>1</sup>.

### ثانياً: نظرية محددات العائد

نظرية محددات العائد توضح أهم العوامل التي تقوم بتحديد عائد الاستثمار في الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة دون أن يكون لذلك علاقة بكفاءة السوق في حد ذاتها أو بتوازنها، وتقوم نظرية محددات العائد على مجموعة من الفروض أهمها:<sup>2</sup>

- عائد الاستثمار متغير تابع لأحد أو مجموعة المتغيرات الاقتصادية مثل معدل الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم وغيرها.
- عدم وجود ارتباط بين عوائد الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة للشركات بسبب اختلاف ظروف ونشاط كل شركة.
- قيمة عائد الورقة المالية المصدره من شركة في قطاع اقتصادي معين تخضع للتغيرات التي تحدث في هذا القطاع.

### ثالثاً: نظرية (McKinnon and Shaw 1973)

ترى هذه النظرية أن الاحتفاظ بأسعار الفائدة الحقيقية دون توازن السوق يمكن أن يزيد من الطلب على الاستثمار ولكن ليس الاستثمار الفعلي، حيث يجب متابعة المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل أسعار الفائدة الحقيقية والإصدار النقدي والتضخم لأنها تؤثر على الوضع الاقتصادي، فمثلاً وعلى افتراض بقاء أسعار الفائدة منخفضة عند مستوى أقل من التوازن السوقي فإن ذلك يمكن أن يزيد الطلب على الاستثمار ولكن ليس الاستثمار الحالي.<sup>3</sup>

### رابعاً: نظرية تعظيم المنفعة Theory of Markowitz

وتسمى أيضاً نظرية ماركويتز أو نظرية المحفظة المالية، تركز على أن المستثمر يهدف إلى تعظيم منفعته من خلال تنويع الأصول المكونة لمحفظته المالية والتي تكون مختلفة في العوائد المتوقعة لها، حيث يقوم المستثمر بحساب معدل عائد المحفظة ككل باستخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لكل عوائد الأصول المكونة للمحفظة المالية، ويجب عليه التفرقة بين المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تخفيضها عن طريق التنويع والمخاطر غير المنتظمة التي يمكن تخفيضها من خلال تنويعه للأصول المالكية المكونة لمحفظته الاستثمارية، ويستخدم المستثمر

<sup>1</sup> - عزاوي اعمر والدواي خيرة، تقييم لكفاءة الاسواق المالية دراسة قياسية لسوق عمان للأوراق المالية خلال 2005-2009، مجلة الحقيقة، العدد 26، جامعة أدرار، الجزائر، ص 32.

<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص 121.

<sup>3</sup> - Job wanjala barasa, macro-economic determinants of stock market performance in Kenya: case of Nairobi securities exchange, university of Nairobi, Kenya, october 2014, p 12-13.

استنادا على هذه النظرية منحنيات السواء المعبرة عن عدة توليفات من الاستثمار حيث تمكن المستثمر من حصر البدائل الاستثمارية والتي من خلالها يحصل على أفضل تشكيلة من الاصول المالية التي تحقق له أقصى عائد عند مستوى معين من المخاطر.<sup>1</sup>

### خامسا: نظرية كفاءة السوق Efficient Market Hypothesis

نظرية كفاءة السوق تشير إلى أن السوق يوفر التسعير الصحيح للأصول، أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تقترب من قيمها الأساسية.

السوق الكفؤة هي تلك التي يعكس سعر السهم الذي تصدره المؤسسة كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات في القوائم المالية ومختلف المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، أي انه في ظل السوق الكفؤة تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة وتعكس قيمته الحقيقية.<sup>2</sup>

وقد عرف يوجين فاما (Fama 1965) السوق المالية الكفؤة بأنها السوق التي تكون فيها جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدججة في سعر ذلك الأصل، كما عرف (Jones. P, Charles (1996) كفاءة السوق المالية بأنها تلك السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، كما حدد (Beaver(1981) أن سوق الأوراق المالية تكون كفؤة بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذه المعلومات معرفة كاملة.<sup>3</sup>

وقد عرف يوجين فاما سنة 1965 السوق الكفؤة لأول مرة في تحليله التاريخي لأسعار سوق الأوراق المالية التي خلصت إلى أن أسعار الأسهم دائما عادلة وبالتالي لا يمكن للمستثمرين التغلب على السوق بشكل مستمر الا اذا كان ذلك عشوائيا، وقام صامويلسون Samuelson 1965 بنفس التجربة في نفس السنة وتوصل الى نتائج منافية لما اكده فاما<sup>4</sup>،

ومن المثير للاهتمام ان الافتراضات التي وضعها كل من Fama و Samuelson ليست متناقضة من الناحية النظرية حيث افترضت كلا النظريتين وجود المنافسة في السوق (أي عدد كبير من المشاركين) وكذلك السلوك العقلاني للمستثمرين (أي تعظيم الربح) بالإضافة إلى المعلومات المشتركة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات الجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الاولى، 2012، ص 118-120.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح ومعاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفعها، مجلة الباحث - عدد 07 / 2009 - 2010، ص 181-182.

<sup>3</sup> - بن اعمر بن حاسين وحسين جديدين ومحمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية - العدد 02، الجزائر 2012، ص 236.

<sup>4</sup> - Martin Sewell, History of the Efficient Market Hypothesis, UCL DEPARTMENT OF COMPUTER SCIENCE, Research Note RN/11/04, London 20 January 2011, p 04.

<sup>5</sup> - Thomas Delcey, Efficient Market Hypothesis, Eugene Fama and Paul Samuelson: A reevaluation, Working Paper, hal archives ouvertes June 2017, p 15.

HAL Id: hal-01618347 <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01618347>

وحسب معايير كفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم بصورة سريعة لكل المعلومات الجديدة التي يتحصل عليها المتعاملين، والتي من شأنها ان تغير نظرتهم حول المؤسسة المصدرة للأسهم، وبما أن المعلومات تأتي إلى السوق مستقلة عن بعضها البعض وفي أوقات عشوائية فإنه يتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية ايضا، ولا يمكن لأي من المتعاملين تحقيق السبق في الحصول على المعلومات أو تحليلها نظرا لمبدأ المنافسة الشديدة، وعليه فلا يمكن ان تتاح أي فرصة لأي متعامل ليحقق من خلالها أرباح غير عادية.<sup>1</sup>

### سادسا: النظرية الاقتصادية الكينزية Keynesian economic theory

كينز (1930) في معالجة بحثية له أكد أهمية القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي واقترح أن الائتمان المصرفي هو أساس الإنتاج، من خلال توفيره للتسهيلات المطلوبة لكي يتسنى استخدام القوى الإنتاجية، ويركز الاقتصاد الكينزي على النتائج الفورية في النظريات الاقتصادية.<sup>2</sup>

وتركز السياسات على الاحتياجات قصيرة الأجل والكيفية التي يمكن بها للسياسات الاقتصادية ان تقوم بتصحيحات فورية لاقتصاد الدولة، وتعتبر الحكومة أيضا القوة الوحيدة لإنهاء الانتكاسات المالية والاقتصادية من خلال السياسات النقدية والمالية، وتوفير الطلب الكلي لزيادة مستوي الناتج الاقتصادي، وتيسير ذلك من خلال نظام مالي مستقر يمكن أن يحفز استمرار الاستقرار الاقتصادي.

### المطلب الثالث: أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية.

أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية تتمثل في مجموعة العوامل الأساسية وهي التي تنشأ خارج السوق، وتعلق بالتطورات الاقتصادية وترتبط بمستوى الاقتصاد الكلي ونشاطاته ويمكن ان تؤثر على أداء الاسواق ويختلف تأثيرها من سوق لأخرى، وتؤثر هذه المجموعة من العوامل الأساسية على أسعار الأوراق المالية في الأجل القصير على الأقل، طبقا لتفسير المتعاملين بها، وتأثر سلوكهم بهذا التفسير، وتتمثل أهم هذه المتغيرات في السياسة المالية والسياسة النقدية.

فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية كالضرائب على سبيل المثال، فإذا تم تخفيض معدلاتها ومنح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار فان ذلك سيشجع الاستثمار مما يزيد حجم الإنتاج الأمر الذي سينعكس إيجابا على حجم الأرباح المحققة بواسطة منشآت الأعمال، مما سينعكس بالضرورة على ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، أما في حالة الرفع من معدلات الضريبة فان ذلك سينعكس سلبا على أسعار أسهم الشركات

<sup>1</sup> - كفاءة سوق الأوراق المالية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولة الكويت - أبريل 2015 السلسلة السابعة- العدد 9، ص 02.

متاح على:

[http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT\\_Apr\\_2015\\_Efficiency\\_1447.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT_Apr_2015_Efficiency_1447.pdf)

<sup>2</sup> - Keynesian Economics, available on:

<https://www.investopedia.com/terms/k/keynesianeconomics.asp>

وعلى أرباحها<sup>1</sup>، والجدير بالذكر ان قد يكون هناك اختلاف في التأثير للمتغير نفسه فأحيانا يكون له تأثير ايجابي كما قد يكون سلبيا على أداء الاسواق وهذا حسب اراء الاقتصاديين ومقارباتهم. ويمكن التطرق إلى أهم العوامل المؤثرة على كيفية عمل سوق الأوراق المالية على النحو الآتي:

### - النمو الاقتصادي: Economic growth

قد يعكس تحسن أداء سوق الأوراق المالية الأداء الجيد لعوامل الاقتصاد الكلي كما أنه يمكن أن يكون أيضا نتيجة للنمو الاقتصادي<sup>2</sup>، إلا أن قوة التأثير والتأثر بين تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي تختلف من فترة لأخرى ومن اقتصاد لأخر، حيث يرى البعض أن العلاقة ايجابية في حين يعتقد البعض الآخر أن العلاقة سلبية بين المتغيرين، الأمر الذي يفسر أهمية دراسة أثر النمو الاقتصادي على السوق المالية وتطورها، ويرجع تاريخ دراسة هذه العلاقة إلى أوائل القرن العشرين من خلال كل من (Schumpeter 1911) و Joan Robinson (1952)) وغيرهما<sup>3</sup>، ودرس (Fama 1981) العلاقة بين الناتج الحقيقي وأسعار الأسهم وأظهرت الدراسة وجود علاقة قوية بين المتغيرين، وتوصل كل من (Macmillan 2009) و Humpe إلى وجود علاقة ايجابية طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والإنتاج الصناعي في الولايات الأمريكية<sup>4</sup>.

وعلى الصعيد العالمي تظهر أيضا العلاقة الايجابية بين النمو الاقتصادي العالمي وعوائد الأسهم وتقترن السنوات التي يرتفع فيها معدل النمو العالمي بارتفاع عوائد الأسهم وكانت عوائد الأسهم العالمية أيضا في أدنى مستوياتها خلال فترات اتسمت ببطء النمو الاقتصادي العالمي<sup>5</sup>، وتوصل (Anson Wong 2011) إلى أن تطور أسواق الأسهم في الصين والولايات المتحدة الأمريكية واليابان وهونغ كونغ بشكل مستقل له علاقة ايجابية قوية مع النمو الاقتصادي<sup>6</sup>.

ويرى بعض الاقتصاديين أن المتغيرين لا تربطهما علاقة قوية وقد تكون سلبية أحيانا حيث أن العوائد تكون مدفوعة بمجموعة من العوامل المتعلقة بالشركة كتوقعات الإيرادات المستقبلية، كما أن القطاع أو الشركة التي تحقق مستويات مرتفعة في أدائها على المدى القصير توازيا مع النمو الاقتصادي المرتفع لا تعكس عوائدها أداء

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب حسين مجد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، مارس 2002، ص 28.

<sup>2</sup> - Enock Nyanaro Njenga, The Relationship Between Stock Market Performance And Economic Growth In The East Africa Community, Research Project Of Master Of Science In Finance, University Of Nairobi, November 2016, P 01.

<sup>3</sup> - Pooja Joshi, Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Market Development: Evidences From The Indian Economy, Thesis Of Doctor Of Philosophy, Birla Institute Of Technology And Science, Pilani 2015 , P 38.

<sup>4</sup> -Nadeem Sohail And Zakir Hussain, Long-Run and Short-Run Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Prices In Pakistan The Case Of Lahore Stock Exchange, Pakistan Economic And Social Review Volume 47, No. 2 (Winter 2009), P185.

<sup>5</sup> - Norges Bank Investment Management, Global Growth And Equity Returns, Discussion Note, 01/12/2016, P 02, Available On: Www.Nbim.No

<sup>6</sup> -Muhammad Aamir Ali And Nazish Aamir, Stock Market Development and Economic Growth: Evidence From India, Pakistan, China, Malaysia And Singapore, International Journal Of Economics, Finance And Management Sciences 2014, June 10, 2014, P 221.

الاقتصاد الحقيقي ويبرر ذلك بأن الاقتصاديات الناشئة تحقق معدلات نمو مرتفعة ولا تزال أسواقها المالية أقل تطوراً<sup>1</sup>، مما يعني انه من الصعب على المستثمرين كسب عوائد زائدة بالاعتماد على تقديرات نمو الناتج المحلي فقط<sup>2</sup>، فعلى سبيل المثال الدراسة التي أجراها (Paramatiand Gupta (2011 على الاقتصاد الهندي التي استخدمت من خلالها البيانات الخاصة بمؤشر الإنتاج الصناعي وبيانات مؤشرات السوق من بورصة بومباي للأوراق المالية والبورصة الوطنية الهندية للفترة 1996-2009، وجدت علاقة سببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي باستخدام البيانات الشهرية في حين أن هذه العلاقة لم تظهر عند تغيير بيانات الدراسة إلى بيانات فصلية<sup>3</sup>.

#### - سعر الصرف: Exchange rate

لخص الاقتصاديون تفسرين نظريين محتملين فيما يخص العلاقة بين أسعار الأوراق المالية بالبورصة وسعر الصرف في نموذجين: الاتجاه الأول أسسه كل من (Branson (1981 و (Frankel (1987) يخص السوق ويسمى أيضاً بالتوازن المحفظي يرى هذا النهج بأن التحركات في أسعار الصرف قد تكون مدفوعة بالتغيرات في أسعار الأسهم وقد يؤدي التغير في أسعار الأسهم إلى تدفقات من رؤوس الأموال الأجنبية حيث يتوقع أن تجتذب الزيادة في أسعار الأسهم تدفقات رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصرف وفي حين أن انخفاض أسعار الأسهم سيؤثر سلباً على المستثمرين المحليين، الأمر الذي يؤدي إلى خفض الطلب ويحدث بذلك تدفقات عكسية لرؤوس الأموال إلى الخارج وبالتالي تنخفض أسعار الصرف<sup>4</sup>.

أما الاتجاه الثاني فيظهر من خلال الدراسة التي أجراها كل من Dornbusch And Fisher (1980)) ويخص التدفق ويسمى أيضاً النهج التقليدي، ويرى أن انخفاض العملة المحلية يحسن التنافسية لدى الشركات المحلية، التي تؤدي بدورها إلى زيادة صادراتها وتدفقاتها النقدية في المستقبل ونتيجة لذلك سترتفع الأسعار بالبورصات استجابة للزيادة في التدفقات النقدية المتوقعة<sup>5</sup>،

إذن فانخفاض قيمة العملة المحلية يجعل الشركات المحلية أكثر قدرة على المنافسة، مما يؤدي إلى زيادة صادراتها وبالتالي ترتفع أسعار الأسهم وهذا يعني وجود علاقة ايجابية بين أسعار الصرف والأسعار بالبورصة<sup>6</sup>، كما

<sup>1</sup> -David Hunkar, On The Relationship Between Chinese Economic Growth And Stock Market Returns, 01 May 2016, Available On:

<https://topforeignstocks.com/2016/05/01/on-the-relationship-between-chinese-economic-growth-and-stock-market-returns/>

<sup>2</sup> - Economic Growth And Equity Returns, Dimensional Fund Advisors, August 2016, P 03, Available On: <http://www.mkwinc.com/wp-content/uploads/2016/08/Economic-Growth-and-Equity-Returns.pdf>

<sup>3</sup> - Lei Pan And Vinod Mishra, Stock Market Development And Economic Growth: Empirical Evidence From China, Monash Business School, Department Of Economics, Paper 16/16, 2016, P 02.

<sup>4</sup> - Bala Sani Ar And Hassan A, Exchange Rate And Stock Market Interactions: Evidence From Nigeria, Arabian J Bus Manag Review, Volume 8, 2018, Page 2.

<sup>5</sup> - Walid Chkili And Duc Khuong Nguyen , Exchange Rate Movements And Stock Market Returns In A Regime-Switching Environment: Evidence For Brics Countries, Working Paper 2014-388, Ipag Business School, France, P 02.

<sup>6</sup> - Jung Wan Lee And Tianyuan Frederic Zhao, Dynamic Relationship Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence From Chinese Stock Markets, The Journal Of Asian Finance, Economics And Business Vol.1 No.1 2014, P 5.

أن انخفاض أسعار الصرف يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها، والتوجه نحو شراء الأصول بالسوق المالية وتؤدي زيادة الطلب على هذه الأصول إلى ارتفاع أسعارها كما قد يستبدل المستثمر العملة الأجنبية بال محلية من خلال بيع الأوراق المالية التي بحوزته، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وهنا تظهر العلاقة السلبية بين كل من أسعار الصرف وعوائد السوق المالية.<sup>1</sup>

وبالنظر إلى الدراسات السابقة التي درست العلاقة بين سعر الصرف وأداء الأسواق المالية نجد أن جلها ركز أساسا على الاقتصاديات المتقدمة والصناعية مثل الولايات الأمريكية واليابان والسوق الأوروبية، ولكنها اقل اهتماما بالاقتصاديات الناشئة كالصين<sup>2</sup>، إلا أنه مع فتح الصين لاقتصادها وسوق رأس المال فيها تدريجيا ونموها السريع واستمرارها في المنافسة الدولية وتوسع أسواقها، تزايدت أهمية تأثير أسعار صرف الرميني على أسواق الأوراق المالية، إضافة إلى أن مخاطر أسعار الصرف تشكل جزءا من المخاطر العامة في استثمارات الأسواق وقرارات تنويع المحافظ الاستثمارية التي تؤثر تباعا على القيمة الحالية لأصول الشركات، فان فهم هذه العلاقة يساعد ليس فقط في إيجاد احتمالات التحوط اتجاه المخاطر المتعددة ولكن أيضا معرفة دور نظام التحرير المالي وسياسات أسعار الصرف في هذه الأسواق<sup>3</sup>، ومقارنة بالماضي ازدادت تقلبات أسعار صرف الرميني وأصبح من الصعب على المستثمرين التنبؤ باتجاهات تغيره مما جعل تأثيراته على عوائد الاسوق المالية تحظى بالكثير من الاهتمام البحثي<sup>4</sup>.

### - التضخم: Inflation rate

نظريا يؤثر ارتفاع معدلات التضخم سلبا على سوق الأوراق المالية إذ يؤدي إلى تآكل عوائد المستثمرين وعلى المدى الطويل يؤدي إلى الانخفاض في النشاط الاقتصادي مما يؤثر سلبا على أرباح الشركات وأسعار الأسهم بالأسواق المالية، حيث يضعف خطر التضخم القوة الشرائية ويهدد المستثمرين ذوو الأهداف طويلة الأجل التي غالبا ما تحدد بالقيم الحقيقية<sup>5</sup>، من ابرز الآثار السلبية التي تنتج عنه فقدان النقود لوظيفتها كمخزن للقيمة مما يدفع بالمستثمرين إلى البحث عن مجالات توظيف مدخراتهم والتي تمكنهم من الحصول على عائد أعلى يكفي للتعويض عن قيمة الانخفاض في فترات التضخم، ويرى الاقتصاديون أنه يؤثر على عوائد الأسواق المالية من خلال ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية بسبب توقع المزيد من الزيادة في معدلات التضخم

<sup>1</sup> - بسبع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج Garch، مجلة دراسات وأبحاث، جامعة الجلفة، العدد 26 مارس 2017، ص 04.

<sup>2</sup> -Wen Mingjie And Tang Tang , The Relationship Between Weekly Exchange Rate Movements And Stock Returns: Empirical Evidence In Five Asian Markets, Umeå School Of Business Spring Semester 2010, P 42, Available On: Www.Diva-Portal.Org

<sup>3</sup> -Muhammad Aftab And Rubi Ahmad And Izlin Ismail., Dynamics Between Currency And Equity Markets In China, Chinese Management Studies, Vol 9 Issue 3, University Of Malaya, 2015, P 336.

<sup>4</sup> -Chien-Jen Wang, Po-Chin Wu And Huei-Hsieh Lin (2013). The Relationship Between Stock Returns And Foreign Exchange Rates In China Using Smooth Regime-Switching Approach. Investment Management And Financial Innovations, Volume 10, Issue 3, 2013, P 47.

<sup>5</sup> -Dennis Kawawa And Jamela Hoveni, Inflation Hedging with South African Stocks: A Jse Sectoral Analysis, 2017, P 01.

وانخفاض قيمتها السوقية، أي أن عوائد الأصول المالية تتبع نفس اتجاه التضخم، ووفقا لما ذكره (Bodie 1976) فإن استرجاع أي حيازات يمكن أن تفوق معدل التضخم تعتبر تحوطا ضد التضخم<sup>1</sup>، وإلى يومنا هذا لا تزال الأسهم خيارا معتمدا من الكثير من المستثمرين ضد التضخم لأنه من الناحية النظرية إيرادات الشركات ينبغي أن تنمو بنفس معدل التضخم على مر الزمن<sup>2</sup>، حيث أن العديد من المستثمرين الذين لديهم أفق طويلة المدى يقومون بالتحوط اتجاه التضخم عن طريق استثمارات الأسهم للحصول على المزيد من الضمانات الأساسية التي تكسب هذه الاستثمارات عوائد تتجاوز معدلات التضخم على المدى الطويل وبالتالي حماية القوة الشرائية<sup>3</sup>.

كما خلصت معظم الدراسات إلى أن التضخم المتوقع يمكن أن يؤثر تأثيرا إيجابيا أو سلبيا على الأسواق وهذا مرتبط بالقدرة على التحوط والسياسة النقدية للحكومة، غير أن التضخم غير المتوقع أظهر نتائج أكثر حسبا، أبرزها الارتباط الإيجابي القوي بعوائد الأسهم خلال فترات الانكماش الاقتصادي، مما يدل على أن توقيت الدورة الاقتصادية يتسم بأهمية خاصة بالنسبة للمستثمرين لقياس أثره على عوائد الأسواق المالية، ويعتقد أيضا أن هذا الارتباط يعود سببه إلى أن التضخم غير المتوقع يتضمن معلومات جديدة عن الأسعار في المستقبل<sup>4</sup>. وتعتمد الدراسات الاقتصادية لتحليل العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم على اتجاهين أساسيين: الأول، فرضية الاقتصادي الأمريكي (Ivring Fisher 1930) التي تفترض أن معدلات العوائد الاسمية للأسهم تساوي مجموع معدلات العوائد الحقيقية ومعدل التضخم المتوقع:

$$R = P + E(I)$$

(معدل العائد الاسمي = معدل العائد الحقيقي + معدل التضخم المتوقع)

وفقا لهذه النظرية يمكن التعبير عن سعر الفائدة الاسمي بوصفه مجموع العائد الحقيقي المتوقع ومعدل التضخم المتوقع<sup>5</sup>.

وهناك نظرية أخرى تتعلق بالعلاقة بين التضخم وسوق الأوراق المالية وهي نظرية الوكالة (Fama 1981) Agency Theory، التي تفسر العلاقة السلبية القوية بين عوائد الأسهم والتضخم بأنها ترجع إلى التضخم الذي يعمل كوكيل للنشاط الحقيقي المتوقع<sup>6</sup>، وتعتبر هذه الفرضية التضخم والنشاط الحقيقي مرتبطين سلبا ولكن النشاط الحقيقي وعوائد الأسهم الحقيقية تربطهما علاقة ايجابية<sup>7</sup>، حيث أكدت نتائج دراسة Fama على وجود علاقة

<sup>1</sup> -M.S.M. Khair-Afham And Siong-Hook Law And W.N. W.Azman-Saini, Is Gold Investment A Safe Haven Or A Hedge For The Malaysian Inflation?, International Journal Of Business And Society, Vol.18 N°1, 2017, P52.

<sup>2</sup> -Ken Little, Learn How Inflation Affects Stock Investments, August 31, 2017, Available On: www.Thebalance.Com

<sup>3</sup> - Werner Krämer, Equity Investments As A Hedge Against Inflation, Part 2, Investment Research, Lazard Asset Management, 14 September 2017, P 02.

<sup>4</sup> - Kristina Zucchi, Inflation's Impact On Stock Returns, August 17, 2017, Available On: Www.Investopedia.Com

<sup>5</sup> - Donovan Stefan, The Inflation Hedging Properties Of South African Asset Classes, , Master Dissertation In Investment Management, University Of Cape Town, South Africa, 13 March 2017, P 04.

<sup>6</sup> - Geert Bekaert And Eric Engstrom, Inflation And The Stock Market: Understanding The "Fed Model", September 2008, P17.

<sup>7</sup> - Caroline Geetha And Rosle Mohidin And Vivin Vincent Chandran And Victoria Chong, The Relationship Between Inflation and Stock Market: Evidence From Malaysia, United States And China. International Journal Of Economics And Management Sciences Vol. 1, No. 2, 2011, Pp. 01-16 P 03.

عكسية قوية بين التضخم وعوائد الأسهم<sup>1</sup>، إلا أن البعض يرى أن تأثير هذه النظرية قد يظهر في المدى الطويل ولكن ليس في المدى القصير.<sup>2</sup>

وقد نظرت العديد من الدراسات في أثر التضخم على عوائد الأسواق المالية والملاحظ أنها توصلت إلى نتائج متباينة حسب الاقتصاد محل الدراسة والفترة الزمنية، وعموماً يمكن تقسيمها إلى قسمين، دراسات أثبتت وجود علاقة طردية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم وأخرى توصلت إلى نتائج تؤكد وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، وعليه لا يمكن اعتماد الأسهم كوسيلة تحوط كامل أو جزئي ضد مخاطر التضخم.

مثل دراسة (Han Xuehong and Zheng Yanyan and Wu type (2008) التي ناقشت العلاقة بين معدلات التضخم وعوائد السوق الصينية باستخدام بيانات الفترة من ماي 1992 إلى غاية أوت 2007 وبينت أن الفترة 1992-1999 أظهرت ارتباطاً سالباً بين المتغيرين، في حين أنه في الفترة جانفي 2000 إلى أوت 2007 تظهر علاقة إيجابية نسبية<sup>3</sup>، ودراسة (Tripathi And Seth (2014-2013) التي بينت أن التضخم أحد العوامل الرئيسية المؤثرة على العوائد كما أظهرت أيضاً علاقة تكامل مشترك بين عوائد الأسهم والتضخم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - فاطمة صالح خليل، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق كلية الاقتصاد، 2015، ص 176.

<sup>2</sup> -Bahram Adrangi And Arjun Chatrath, Inflation, Output, And Stock Prices: Evidence From Brazil, The Journal Of Applied Business Research, Volume 18, Number 1, P72.

<sup>3</sup> -Zhongqiang Bai, Study on The Impact Of Inflation On The Stock Market In China, International Journal Of Business And Social Science Vol. 5, No. 7(1); June 2014, P 263

<sup>4</sup> - Krishna Reddy Chittedi, Macroeconomic Variables Impact On Stock Prices In A Bric Stock Markets: An Empirical Analysis, Research Article Stock & Forex Trading, 2015, P 01.  
Vanita Tripathi And Arnav Kumar, Relationship Between Inflation And Stock Returns – Evidence From Brics Markets Using Panel Co Integration Test, December 17, 2014, P 650.

### المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة، نشأتها ومفهومها

اختلف الاقتصاديون والمنظمات الدولية والمؤشرات العالمية حول إعطاء تعريف موحد للأسواق الناشئة بسبب اختلاف توجهات كل منها، ونظرا لتعدد الآراء المرتبطة بمعايير التصنيف والخصائص المميزة للسوق الناشئة، فاعتمد البعض على تحديد مفهومها انطلاقا من معايير تخص البلد الذي تنتمي إليه السوق، في حين يصنف البعض الآخر هذه الأسواق على أساس مجموعة من المعايير تخص السوق بحد ذاتها.

#### المطلب الأول: نشأة الأسواق الناشئة.

نظرا لحداثة مصطلح الأسواق الناشئة في التصنيفات الدولية وتعدد المفاهيم المتعلقة به، سنتطرق إلى آراء مختلف الاقتصاديين وتوجهات أهم المؤسسات الدولية قصد تحديد مفهوم واضح وشامل لهذه الأسواق.

مصطلح الأسواق الناشئة استعمل لأول مرة من طرف الاقتصادي الهولندي "أ. أنطوان فان" Agtmael Antoine Van في المؤسسة المالية الدولية سنة 1981 لوصف الأسواق المالية التي تطورت حديثا والإشارة إلى الأسواق التي وفرت فرص للمستثمرين في المناطق الأقل تقدما في العالم<sup>1</sup>، نتيجة دراسة قام بها آنذاك بمساعدة "ف. إرينزا" "Vihang Errunza" أستاذ بجامعة مكغيل الكندية "Mc Gill"، وهذا انطلاقا من تحليل بيانات العديد من الأسواق المالية في البلدان النامية خلال الفترة 1975-1979، وفي سنة 1987 أسس "أ. أنطوان فان" شركة تدعى إدارة الأسواق الناشئة (EMM) التي تخصصت في الاستثمار بهذه الأسواق، وخلال سنة 1988 أطلقت مؤسسة "مورغان ستانلي كاييتال إنترناشيونال (MSCI)" مؤشر عالمي خاص بالأسواق الناشئة، وهو لا يزال إلى يومنا هذا مرجعا للمستثمرين الدوليين<sup>2</sup>.

وقد استخدم هذا المصطلح بعدها من قبل العديد من الاقتصاديين والباحثين وكذلك المؤسسات الدولية والمؤشرات العالمية لوصف بعض البلدان التي عرفت باقتصاديات الأسواق الناشئة والتي سجلت معدلات نمو بوتيرة غير اعتيادية، وقد تم آنذاك اتخاذ المعايير الثلاثة التالية مجتمعة على أنها أهم معايير التفرقة بين الأسواق الناشئة وغيرها وهي متوسط نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، وتيرة النمو الاقتصادي ومدى نجاعة الحكومات في تبني سياسات من شأنها الحفاظ على معدلات نمو معتبرة وتحسين المستوى المعيشي للأفراد<sup>3</sup>.

كما كان لعولمة الأسواق المالية وإزالة القيود التنظيمية عليها وتسهيل التعامل بالعملة الأجنبية وتدفع رؤوس الأموال العالمية دور هام في عملية التنمية التي حققتها هذه الأسواق<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- Mbaloula Marcel, la problématique de l'émergence économique des pays en voie de développement, revue Congolaise de gestion, Numéro 14, 2011, P 108.

<sup>2</sup>-JULIEN VERCUEIL, Emergences Economiques: généalogie et définitions, carnet du séminaire BRICS de l'EHESS-FMSH (Fondation Maison des sciences de l'homme), 13/07/2014, page 01.

<sup>3</sup>- MUSTAFA SAKR and ANDRE JORDAAN, emerging multinational corporations: theoretical and conceptual framework-ersa, working paper n 574, january 2016, page 02.

[https://econrsa.org/system/files/publications/working\\_papers/working\\_paper\\_574.pdf](https://econrsa.org/system/files/publications/working_papers/working_paper_574.pdf)

<sup>4</sup> - ضياء مجيد الموسوي، عولمة أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2016، ص 21.

ومع تطور الأنظمة المالية العالمية قام سنة 2001 "أ.جيم" "Jim O'Neill" الخبير الاقتصادي بمؤسسة Goldman Sachs بإطلاق مصطلح "البريك" كاختصار لاقتصاديات البرازيل، روسيا، الهند والصين، واستخدم هذا المصطلح بعدها على نطاق واسع للإشارة إلى هذه المجموعة كأهم الأسواق الناشئة.<sup>1</sup> وفي سنة 2007 أَلَّف الاقتصادي "أ.أنطون فان" كتابا بعنوان "أسواق القرن الناشئة" The Emerging Markets Century يتمحور حول مستقبل الأعمال ودور الشركات الأجنبية في الأسواق الناشئة، ومدى قدرة هذه الأسواق على استيعاب التدفقات الرأسمالية الدولية<sup>2</sup>، كما ظهر بعدها ما يسمى باقتصاديات البريك التي تضم كل من الصين الهند البرازيل وروسيا ثم مجموعة البريكس بإضافة جنوب افريقيا، والتي تصنف حاليا على انها من اهم الاسواق الناشئة كإقتصاديات وبورصات كذلك.

ومنذ ظهور مصطلح الأسواق الناشئة والأداء المتزايد الذي حققته هذه الأسواق على مستوى الاقتصاد العالمي، هناك محاولات عديدة لتحديد خصائص معترف بها ومتفق عليها من قبل المنظمات المختلفة مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والأمم المتحدة والمؤشرات المالية العالمية مثل MSCI و FTSE غير انه مازال هناك اختلاف كبير في معايير تصنيف هذه الأسواق، وإضافة إلى هذا الاختلاف في المعايير والخصائص أيضا يستخدم هذا المصطلح أحيانا لوصف أسواق الأسهم والسندات أو أسواق العملات في البلدان النامية، وأحيانا لوصف البلدان نفسها، هذه المعايير المختلفة تجعل الفرق واضحا في تحديد هذه الأسواق حيث يحدد مثلا مؤشر MSCI 23 اقتصاد ضمن الأسواق الناشئة، في حين صندوق النقد الدولي يحدد 152 دولة ضمن الاقتصاديات الناشئة والنامية<sup>3</sup>، كما يدرجها البنك الدولي ضمن الدول ذات الدخل المنخفض والمتوسط دون ان يحدد مجموعة معينة من الدول للأسواق الناشئة.

ويؤكد الاقتصادي "Jim O'Neill" سنة 2017 انه بعد أكثر من 15 سنة من ظهور مجموعة البريك لايزال الاختلاف حول مفاهيم ومعايير تصنيف الأسواق الناشئة ولا تزال تصنف مجموعة متنوعة من الاقتصاديات ضمن فئة واحدة تعرف بما يسمى الأسواق الناشئة.<sup>4</sup>

إذا فنشأة الاسواق الناشئة لا يقصد به حدثها كما ان اول استخدام لهذا المصطلح كان سنة 1981، كما انه قد يطلق هذا المصطلح على الاسواق المالية أي البورصات او على البلدان كإقتصاديات ناشئة.

<sup>1</sup>- [www.worldfinance.com/banking/emerging-market-complexities](http://www.worldfinance.com/banking/emerging-market-complexities)

<sup>2</sup>- Antoine Van Agtmael, The Emerging Markets Century (Book Review), Reviewed by : Shiva Srinivasan, Indian Institute of Management, Kozhikode, 2007, p64-65.

<https://www.greatlakes.edu.in/pdf/Herald/Vol3/emergingMarkets.pdf>

<sup>3</sup>-Why Emerging Markets Is An Outdated Definition.World Economic Forum, 2015, Available On: [www.weforum.org/agenda/2015/08/why-emerging-markets-is-an-outdated-definition/](http://www.weforum.org/agenda/2015/08/why-emerging-markets-is-an-outdated-definition/)

<sup>4</sup> - Jim O'Neill, Which Way For Emerging Markets In 2017?, Jan 18, 2017, (04/03/2018) [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)

## المطلب الثاني: مفهوم الأسواق الناشئة

سنتطرق في هذا الإطار إلى مفهوم الأسواق الناشئة من منظور المؤسسات الدولية، ومن منظور الاقتصاديين الذين اهتموا بالموضوع، حيث ينظر أحيانا للأسواق الناشئة على أنها اقتصاد أو بلد وأحيانا ينظر إليها على أنها أسواق مالية.

### 1. الأسواق الناشئة حسب المؤسسات الدولية:

عرفت رئيسة صندوق النقد الدولي كريستين لاغارد Christine Laguard في 2016 الأسواق الناشئة بأنها "مجموعة تضم من 30 إلى 50 بلدا في مرحلة التحول، أي أنها ليست شديدة الثراء، ولا شديدة الفقر، كما أنها منفتحة نسبيا أمام رأس المال الأجنبي، ولديها نظم مالية وتنظيمية لم تصل بعد إلى مرحلة النضج الكامل، وهذه البلدان تتسم أيضا بقدر هائل من التنوع ثقافيا وجغرافيا وحتى اقتصاديا فهي غير متجانسة فعلى سبيل المثال يمر الاقتصادان البرازيلي والروسي بفترة ركود، بينما تتمتع الهند والمكسيك بنمو قوي في نفس الوقت، وكل من هذه البلدان حريصة على اللحاق بنظرائها الأكثر تقدما، غير أن صعوبة المتغيرات الاقتصادية الحالية تجعل من عملية اللحاق أكثر صعوبة".<sup>1</sup>

- وفي ورقة عمل لصندوق النقد الدولي عرف الأسواق الناشئة على أنها أسواق متواجدة بدول نامية تتميز بتوقعات نمو مرتفعة وعادة ما تتسم الاستثمارات في هذه الأسواق بمستوى عال من المخاطر مع احتمال ارتفاع العوائد، وهي أكثر تقلبا لكنها تعطي إمكانية اختزال مراحل النمو الاقتصادي في وقت مبكر، وهذه الأسواق تقع في البلدان الصناعية الجديدة والتي تمر بمرحلة انتقالية من الاقتصاد المخطط إلى السوق الحر.<sup>2</sup>

- كما يعرف معجم صندوق النقد الدولي الأسواق الناشئة التي يسميها بالأسواق الصاعدة بشكل عام: "بأنها أسواق رأس المال في البلدان النامية التي حررت أنظمتها المالية لتعزيز تدفقات رأس المال مع أطراف غير مقيمة"، وتعتبر قاعدة البيانات الاقتصادية العالمية لصندوق النقد الدولي الأكثر دقة وتصنف الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة أو الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية على أساس مستوى دخل الفرد، وتنوع الصادرات، ومستوى الاندماج في النظام المالي العالمي.<sup>3</sup>

وحسب البنك الدولي الأسواق الناشئة تندرج ضمن البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل<sup>4</sup>، ويراجع البنك الدولي في شهر جويلية من كل سنة التصنيف التحليلي لبلدان العالم على أساس قيم نصيب الفرد من الدخل الإجمالي للسنة السابقة<sup>5</sup>، ويحدد البنك الاقتصادات ذات الدخل المنخفض من حيث نصيب الفرد من الناتج الإجمالي، ويتم

<sup>1</sup> كريستين لاغارد، دور الأسواق الصاعدة في الشراكة العالمية الجديدة من أجل النمو، جامعة ميريلاند، الو.م.أ، 4 فيفري 2016، ص 03.

<sup>2</sup> - Ashoka Mody, What Is An Emerging Market?, IMF Working Paper Research Department. International Monetary Fund. September 2004, P 03.

<sup>3</sup> - Meg Doherty Bea, Defining Emerging Markets. December, 2012, Available On: <https://thisalreadyyhappened.com/2012/12/08/Defining-Emerging-Markets/>

<sup>4</sup> - Reem Heikal, What Is An Emerging Market Economy?, August 17, 2017, Available On: <http://www.investopedia.com/articles/03/073003.asp>

<sup>5</sup> <http://blogs.worldbank.org/opendata/ar/new-country-classifications-2016>

حسابها باستخدام طريقة أطلس، في سنة 2017 بلغ نصيب الفرد فيها 995 دولار أمريكي أو أقل، أما الاقتصادات ذات الدخل المتوسط هي تلك التي يبلغ فيها نصيب الفرد ما بين 996 - 3895 دولار أمريكي<sup>1</sup>. ويعتبر البنك الدولي البلدان بأنها مجموعة متنوعة من حيث الحجم والسكان ومستوى الدخل، ويمثل مجموع ناتج البلدان ذات الدخل المتوسط حوالي ثلث الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وهي المحرك الرئيسي للنمو العالمي<sup>2</sup>.

- وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية على أنها أسواق تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم وهي متواجدة في دول منخفضة ومتوسطة النمو<sup>3</sup>.

ونظرا لتعدد واختلاف الآراء والتعاريف مما يحول دون الوصول الى مفهوم واضح للأسواق اقترح عدد من الخبراء الاقتصاديين بدائل لإعادة تعريف الأسواق الناشئة ونشرت مؤسسة FT فاينانشل تايمز مجموعة من البدائل لتعريف الأسواق الناشئة التي أعدها خبراء من جميع أنحاء العالم<sup>4</sup>:

## 2. الأسواق الناشئة حسب الاقتصاديين:

- John Paul Smith مؤسس شركة ECSTRAT\* يرى أن أنظمة حكم الدول هي المؤشر الأقوى للتصنيف ويقترح مصفوفة تهدف إلى مساعدة المستثمرين على قياس المخاطر لكل فئة من خلال تحديد نوع مختلف أنظمة الحكم، بدءا من الأنظمة الليبرالية إلى الأنظمة الاستبدادية، حيث تقع البلدان في كل فئة بناء على التقييم الكمي والنوعي لذلك النظام ولكل نظام مخاطره المختلفة لعملية الاستثمار.

- Michael Power المحلل لدى Investec Asset Management يشير إلى ضرورة الابتعاد عن التجمعات الثابتة للأسواق الناشئة مثل بلدان بريكس (البرازيل، روسيا، الهند، الصين) نحو نظام ديناميكي من "الكتل" يقترح مصفوفة له تقسم الدول إلى أربع زوايا اعتمادا على معايير معينة (فائض أو عجز في الحساب الجاري، تصدير السلع ..).

- Richard Dobbs الخبير الاقتصادي في Mckinsey Global Institute يرى أن التصنيفات التي تتم على مستوى البلدان غير مفيدة لأنها تفوت الموضوع الحقيقي للديناميكية التنموية، ويقول أنه من بين 440 مدينة بمجمل الأسواق الناشئة هناك عدد قليل جدا منهم تعتبر من المدن الكبرى التي سوف تمثل ما يقرب نصف نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي المتوقع 2015-2025 وكثير من هذه المدن، لذلك يفترض أن يكون التصنيف على أساس المدن وليس الدول.

<sup>1</sup> <https://wcph2020.com/world-bank-classification-emerging-countries-17>

<sup>2</sup> - [Http://www.worldbank.org/en/country/mic/overview](http://www.worldbank.org/en/country/mic/overview)

<sup>3</sup> - ساعد مرابط وأسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة بملتقى سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 22 نوفمبر 2006، ص 12.

<sup>4</sup> - James Kyng. Redefining EM: Choosing the Best Matrix. World Experts Offer Six New Classifications. Financial Times. August 18, 2015, Available On: [www.ft.com](http://www.ft.com)

ECSTRAT\* هي شركة استشارية تقدم المشورة بشأن توزيع الأصول

- Peter Marber رئيس الاستثمارات في الأسواق الناشئة بمؤسسة Loomis Sayles & Company يرى انه يجب تجميع البلدان في عشرة مجموعات مرقمة حسب عدة معايير (نصيب الفرد من الدخل، القدرة التنافسية الاقتصادية، التصنيف الائتماني، الصحة والتعليم، المناخ السياسي ...) وتشمل كل مجموعة بلدان متشابهة الخصائص.
- Alexander Kozhemiakin رئيس الأسواق الناشئة في شركة STANDISH لإدارة الأصول، يقترح مصطلح Asterisks كتعريف جديد مختصر لـ "الأصول المرتبطة باقتصاديات الدول المخوفة بالمخاطر" ليحل محل "الأسواق الناشئة" ويرى أن تقييم المخاطر في الدول من خلال مجموعة من المعايير يعتبر أهم عامل للتصنيف.
- Andrew Karolvi أستاذ التمويل في الأسواق الناشئة بجامعة Cornell Johnson School يستخدم سبعون متغيراً مقسمة إلى ستة معايير رئيسية وتشمل القيود المالية السوق والقدرة، عدم الكفاءة التشغيلية في أنظمة التداول، والقيود المفروضة على الاستثمارات الأجنبية، والتعقيم، حدود الحماية القانونية وعدم الاستقرار السياسي، وخلصت دراسته إلى أن فنزويلا هي الأكثر عرضة للمخاطر بين جميع الأسواق الناشئة في حين تايبان هي الأقوى.

#### تعريف أخرى:

- وتعرف أيضا بأنها مجموعة الدول التي لها بعض خصائص الدول المتقدمة ولكنها لا تتوافق مع جميع خصائصها، وتتميز عموماً بدخل منخفض أو متوسط للفرد، وقد استطاعت هذه الأسواق جذب العديد من المستثمرين نظراً لارتفاع العوائد فيها بفضل معدلات النمو الاقتصادي السريع المحققة فيها مقارنة بالدول المتقدمة، إلا أن الاستثمار في الأسواق الناشئة يحمل الكثير من المخاطر حيث تعتبر من أكثر الأسواق مخاطرة كعدم الاستقرار السياسي في بعض هذه الأسواق إضافة إلى مشاكل في البنية التحتية وكذا تقلبات أسعار عملاتها.<sup>1</sup>
- كما تعرف الأسواق الناشئة بأنها الدول التي تحقق معدلات نمو سريعة، وهي في مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق، وتوفر أسواقها فرص كبيرة لتحقيق أرباح أعلى من الدول المتقدمة، وأهم خصائصها صغر حجم الاقتصاد، انخفاض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والانفتاح النسبي على الاستثمار الأجنبي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - ريمي محمود، تعريف الأسواق الناشئة، نظرة وجيزة عن أبرز الخصائص، أخبار وتحليلات سوق الفوركس التحليلات الفنية الخاصة بالاتجاهات المؤثرة في أسواق العملات العالمية، 18 اوت 2016، متاح على:

[www.Dailyfx.Com/Tadawul\\_Forex\\_News/Education/2016/04/09/Emerging-Markets-Charectaristics-4226.Html](http://www.Dailyfx.Com/Tadawul_Forex_News/Education/2016/04/09/Emerging-Markets-Charectaristics-4226.Html)

<sup>2</sup> - Sechel Ioana-Cristina And Ciobanu Gheorghe, Characteristics Of The Emerging Market Economies - Brics- From The Perspective Of Stock Exchange Markets, The Annals Of The University Of Oradea. Economic Sciences 2014, P 40-41.

- وتعرف الأسواق الناشئة كذلك بأنها دول تعتمد على التصنيع وتشهد معدلات نمو سريعة، كما تعرف غالباً الانتقال إلى اقتصاد السوق وتتميز أيضاً بارتفاع النمو الديمغرافي.<sup>1</sup>
- إضافة إلى تعريف الأسواق الناشئة بأنها الدول التي تعتمد وتعول على مضاعفة قدرتها الإنتاجية وتسعى للخروج من اقتصاداتها التقليدية التي تعتمد على الزراعة وتصدير المواد الخام وتهدف حكوماتها إلى تحسين المستويات المعيشية للأفراد.<sup>2</sup>
- كما تعرف الأسواق الناشئة أنها تلك الدول التي تخضع اقتصاداتها بالكامل لإعادة هيكلة اقتصادية بهدف التوجه إلى اقتصاد السوق والتجارة الحرة وتوفير فرص تجارية واستثمارية أخرى وتركز بشكل كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال نقل التكنولوجيا.<sup>3</sup>
- الأسواق الناشئة تعرف بأنها مجموعة من البلدان متوسطة الدخل استطاعت أن تندمج وتتكامل سريعاً مع الأسواق العالمية، وحققَت معدلات نمو كبيرة مع سيطرتها إلى حد كبير على الكثير من المشكلات الاقتصادية كمعدلات التضخم الكبيرة.<sup>4</sup>
- وتعرف الأسواق الناشئة كذلك بأنها الدول التي يحقق اقتصادها نمواً سريعاً، وهي في مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق ولديها قدرة لتوفير فرص للمستثمرين لتحقيق أرباح أعلى من الدول المتقدمة، وأهم خصائص الأسواق الناشئة؛ صغر حجم الاقتصاد، انخفاض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والانفتاح النسبي على الاستثمار الأجنبي.<sup>5</sup>
- وتعرف الأسواق الناشئة بأنها البلدان أقل ثراءً مقارنة بالبلدان متقدمة النمو، وتتميز بقدر أقل من الاستقرار السياسي والاقتصادي ويمكن أيضاً أن تكون عملائها عرضة للتقلبات الشديدة، كما أن التصنيع فيها أقل تقدماً، بالرغم من توفر العديد من الموارد الطبيعية اللازمة للتصنيع.<sup>6</sup>
- وحسب دراسة شملت 38 سوقاً من مختلف دول العالم، قسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقاً لتفاوتها من خلال مجموعة من الخصائص وتضمنت المجموعة الأولى الأسواق الأقل تطوراً مقارنةً بمثيلاتها من حيث عدد الشركات المسجلة، عدد الأسهم، والقيمة السوقية، السيولة والتقلبات الشديدة في الأسعار مثل

1- Justin Kuepper, What Are Emerging Markets? Finding And Investing In Emerging Markets, August 25, 2016, Available On: Www.Thebalance.Com

2- Kimberly Amadeo, What Are Emerging Markets? 5 Defining Characteristics, How To Pick The Real Winners-December 14, 2016, Available On: Www.Thebalance.Com

3- Pierre Eric Mani, L'internationalisation De La Recherche-Développement Et Cycle De L'investissement Etranger Dans Les Pays Emergents: Le Cas De La Chine, Du Brésil, De L'inde Et De L'afrique Du Sud, Universite De Nice Sophia Antipolis, France, 2013, P 106-105 .

4 - ايهان كوزي واسوار براساد، الأسواق الصاعدة تشب عن الطوق، مجلة التمويل والتنمية بعنوان مكان الأسواق الصاعدة على المائدة العالمية، المجلد رقم 47، العدد الرابع، البنك الدولي، ديسمبر 2010، ص 07.

5 - Sechel Ioana-Cristina And Ciobanu Gheorghe, Characteristics of The Emerging -Market Economies - Brics, From the Perspective Of Stock Exchange Markets, 2014. Page 40-41.

6 - Jeremy Quittner, Developed Vs Emerging Economy: What's The Difference?, June 07, 2017, Available On: Learn.Stashinvest.Com

بورصة كينيا وزيمبابوي والمجر وبولندا، أما المجموعة الثانية التي تضم على سبيل المثال بورصة البرازيل الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين، تتميز بدرجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة وكذا تنوع المحافظ الاستثمارية للأوراق المالية أما المجموعة الثالثة كبورصة الأرجنتين واندونيسيا وتايلاندا وتركيا فتميز باستقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية وزيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم وارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة، بالإضافة إلى المجموعة الرابعة تتميز هذه المجموعة بارتفاع معدلات سيولة الأوراق المالية وكبر حجم التعاملات واتساع نطاق السوق المالية وهي أسواق ذات تنافسية عالمية مثل بورصة هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان.<sup>1</sup>

وبالتالي تطلق تسمية الأسواق المالية الناشئة على كل سوق مالية في أي دولة إذا انطبقت عليها الصفتان التاليتان:<sup>2</sup>

وجود هذه السوق في اقتصاد نام ولا يزال يواجه مشكلات أساسية متعلقة بالجوانب الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وأن تكون السوق بصدد نمو، أي أنها أسواق صغيرة تشهد تطورات كبيرة مقارنة بالأسواق العالمية، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم ولو نظرنا إلى هذين الميزتين نستطيع تفهم سبب الاختلاف الكبير في قوائم هذه الأسواق المعتمدة من طرف المؤسسات والمؤشرات العالمية وحتى الاقتصاديون. إذن وما سبق نستنتج أن:

– الأسواق الناشئة هو المصطلح الذي استخدم لوصف الأسواق المالية بالبلدان النامية التي حققت عوائد أعلى نسبيا من معدلها الطبيعي بعدما كانت تعاني من حالة تباطؤ، كما أنها تمتلك قدرات كبيرة تؤهلها لمواصلة النمو والتطور، والجدير بالذكر أن معظم الأسواق الناشئة بما في ذلك الصين تبنت سلسلة من الإصلاحات في مختلف المجالات الاقتصادية والمالية تمكنت من خلالها من تحقيق تحول في اقتصاداتها، وقد ذكر مجموعة من الخبراء أن الإصلاحات التي أجريت بعد الأزمات المالية في التسعينات من القرن الماضي جعلت كثير منها في الوقت الحالي أكثر صلابة وأكثر قدرة على تجنب المتاعب التي قد تنشأ نتيجة تحول اتجاه الأوضاع الخارجية، غير أنه قد يتعين على هذه الاقتصاديات أن تسعى لإجراء المرحلة الثانية من الإصلاحات حتى تتمكن من إعطاء دفعة لمستويات النمو الممكن لديها<sup>3</sup>، لان قدرة هذه الأسواق في التعامل مع الاقتصاد المالي والحقيقي

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص167-168.

<sup>2</sup> - علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية العددان 63-64، 2013، ص87.

<sup>3</sup> - نشرة صندوق النقد الدولي الالكترونية بعنوان الأسواق الصاعد بحاجة إلى الجيل الثاني من الإصلاحات، 10 أكتوبر 2013، ص 02.

ونقاط الضعف المرتبطة بها تجعلها ملزمة بمواجهة الصدمات الخارجية والاستفادة من المدخرات العالمية المتزايدة بغرض البحث عن فرص العائد والنمو<sup>1</sup>، لتعزيز مكانتها ضمن عالميا.

- التعريف العام الذي يمكن استخلاصه مما سبق هو أنها تلك الأسواق التي تتواجد بدول تتميز بدخل متوسط أو منخفض وتمتلك المؤهلات اللازمة للاستمرار في تحقيق معدلات نمو معتبرة ومستمرة، كما أنها توفر فرص كبيرة للمستثمرين من خلال العوائد المرتفعة إلا أنها تتميز أيضا بارتفاع المخاطر نظرا لعدة عوامل سيتم توضيحها من خلال دراسة العوائد والمخاطر وتحليلها.

### المطلب الثالث: خصائص الأسواق الناشئة

تتعدد خصائص الأسواق الناشئة من حيث النظر إلى السوق الناشئة كسوق مالية أي بورصة أو كاققتصاد أي بلد، وكما سبق وتطرقتنا فإن الاختلاف في التصنيفات والمؤسسات المصنفة يجعل الخصائص المميزة لهذه الأسواق متباينة بشكل واضح وفيما يلي قمنا بجمع أهم هذه الخصائص.

1. **خصائص متعلقة بالسوق المالية:** ويقصد بها الخصائص التي يجب ان تتوفر بالبورصات حتى يمكن

القول ان هذه السوق ناشئة او غير ناشئة واهما:

- **خاصية تقلب العائد في الأسواق الناشئة وحساسية للتقلبات الخارجية:**

حيث أشارت العديد من الدراسات أن العائد في الأسواق الناشئة أكثر تقلبا منه في الأسواق المتقدمة، وكذلك خاصية حساسية العائد للتقلبات الخارجية التي ترتبط أساسا بالتنوع في المخاطرة من خلال التنوع المالي حيث أشارت العديد من الدراسات أن الأسواق الناشئة توفر عوائد أعلى من الأسواق المتقدمة.<sup>2</sup> بالإضافة إلى مجموعة الخصائص المذكورة هناك خصائص أخرى متمثلة فيما يلي:<sup>3</sup>

- **التركيز:** تقاس هذه الخاصية بمؤشر يقيس قيمة مجموعة من الشركات المقيدة بالبورصة يصل عددها إلى عشرة، تضم الشركات الأولى حسب ترتيبها في الرصمة الإجمالية للبورصة، وتمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى 60 بالمائة بينما تشهد الأسواق المتطورة نسبة لا تتعدى 20 بالمائة.

- **التذبذب:** خاصية التذبذب تقاس من خلال مؤشر يقيس مدى عدم استقرار عائدات السوق ويقاس باحتساب نسبة سعر السهم إلى أرباحه، وتسجل هذه النسبة ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة

<sup>1</sup> - Otaviano Canuto and Catiana García-Kilroy And Anderson Caputo Silva, The New Financial Landscape: What It Means For Emerging Market Economies, Number 87, The World Bank, Poverty Reduction And Economic Network (Prem), Economic Premise, September 2012, P 01.

<sup>2</sup> - بوداح عبد الجليل وخيارى إيمان، السوق المالية الناشئة وشبه الناشئة: بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، ص 436-435.

<sup>3</sup> - حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، ص 04-05.

- مما يجعلها أسواق تتميز بدرجة عالية من المخاطرة، وقد سجلت هذه النسبة في البرازيل ما قيمته ثمان مرات بالنسبة للقيمة المسجلة في بورصة هولندا.
- **التطور السريع:** تسجل الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة فيها وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة بها.
  - **افتقارها للتنظيم:** تشهد الأسواق الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة كونها أسواقا وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة بها ولم يتم عند إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل بها.
  - **ارتفاع عوائد الاستثمار فيها:** تمثل الأسواق الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية لا سيما مستثمري الأسواق المتقدمة لما تحقق من عوائد مرتفعة مقارنة بالأسواق المتقدمة حيث أن العائد على السهم في الأسواق الناشئة يعد أكبر من العائد في الأسواق المتقدمة والعائد على المحفظة في الأسواق الناشئة يحقق نموا قدره 1.5 بالمائة في السنة.
  - **عدم كفاءتها:** تشير العديد من الدراسات الى ان الاسواق بالدول الناشئة والنامية تعتبر ضعيفة وغير كفاءة ومفتقرة لكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، نظرا لغياب متطلبات كفاءة الاسواق المالية بسبب مخاطر عدم تماثل المعلومات مع عدم وجود نظام معلوماتي غير فعال<sup>1</sup>، كما اثبتت العديد من الدراسات ان أسواق الأوراق المالية الناشئة أقل كفاءة من أسواق الاقتصادات المتقدمة، أي انها لا تتسم بالكفاءة في أشكالها الثلاثة<sup>2</sup>.

### خصائص متعلقة باقتصاديات الأسواق الناشئة:

- بالإضافة إلى الخصائص المذكورة أعلاه بالنسبة للأسواق المالية الناشئة هناك أيضا خصائص تتعلق بالاقتصاد ككل والتي يمكن من خلالها تصنيف البلدان على انها ناشئة من خلال اقتصاداتها<sup>3</sup>:
- الحجم والتنوع والتنافسية والتي تبدو أكثر وضوحا في القطاعين الصناعي والزراعي.
  - قوة الأسواق الاستهلاكية.
  - فتح الأسواق في البلدان الناشئة والابتكار المالي.
  - محدودية التعامل بالأدوات الجديدة بحيث أن عملية الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يمكن أن ينقل المخاطر بين مختلف المشاركين في الأسواق.

<sup>1</sup> - بن امر بن حاسين واخرون، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية عمان تنحس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية عدد 2، 2013، ص 162-163.

<sup>2</sup> - Ceyda Aktan, Eyyup Ensari Sahin and Ilhan Kucukkaplan, Testing the Information Efficiency in Emerging Markets, Financial Management from an Emerging Market Perspective, P 62, available on: <http://dx.doi.org/10.5772/intechopen.70369>

<sup>3</sup> - Sechel Ioana Cristina and Ciobanu Gheorghe, characteristics of the emerging markets economies - BRICS - from the perspective of stock exchange markets - Babeş-Bolyai University, faculty of economics and business administration, Cluj-Napoca, Romania, 2014, page 48-49.

كما يرى البعض الآخر أن خصائص الأسواق الناشئة تختلف عن غيرها من الدول النامية والمتقدمة نظرا لاختلاف ظروف نمو اقتصاداتها وتمثل أهم خصائصها فيما يلي:<sup>1</sup>

- زيادة مطردة في الناتج المحلي الإجمالي وفي نصيب الفرد من الدخل
- نمو التجارة الخارجية يفوق المبادلات التجارية الخارجية
- وجود رؤوس الأموال الأجنبية التي يتم استثمارها لفترة طويلة
- اقتصاد متنوع لا يعتمد على تصدير المواد الأولية فقط
- امتلاكها لشركات عالمية في عدة بلدان حيث يكون كل أو جزء من رأس المال لمساهمين خواص
- تتوفر الاقتصاديات الناشئة على آفاق واعدة بفضل حيويتها الديمغرافية وعدد المستهلكين.

إذن هناك خاصيتين أساسيتين للأسواق الناشئة:<sup>2</sup>

الخاصية الأولى متعلقة بتقييم الأوراق المالية بالسوق: وتشمل كل من المعلومات المتاحة حول الاستثمار، وكذا مخاطر الاستثمار نسبة إلى الأسواق العالمية، حيث تتسم المعلومة بالأسواق الناشئة بالتعقيدات الكبيرة إضافة إلى صعوبة الوصول إليها وتخص هذه المعلومات الحجم والشفافية والسيولة في السوق بالإضافة إلى نوعية هذه المعلومات.

الخاصية الثانية: وفيما يتعلق بالاقتصاد الكلي الأسواق الناشئة لديها مستويات أعلى من الناتج المحلي الإجمالي إلا أن متوسط نصيب الفرد من الدخل أقل بكثير من الدول المتقدمة وكذا انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات.

<sup>1</sup> -François Lafague, Des économies émergentes aux puissances émergentes, l'École centrale de Paris, , pp: 102, 103.

<https://studylibfr.com/doc/2025680/des-%C3%A9conomies-%C3%A9mergentes-aux-puissances-%C3%A9mergentes>

<sup>2</sup> -Ignacio Requejo, defining & characterizing emerging capital markets, University of Strathclyde, business school, Scotland

<http://www.irequejo.es/strathclyde/ECM%20Lecture%204/ECM%20Lecture%204%20Presentation.pdf>

المبحث الثالث: تصنيف الأسواق المالية الناشئة

بعد تحديد أهم المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية الناشئة نتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى مختلف التصنيفات المتعلقة بها والمعايير المتبعة في عملية التصنيف بالإضافة إلى عرض أهم هذه الأسواق ونشأتها.

**المطلب الأول: تصنيفات الأسواق الناشئة حسب أهم المنظمات والمؤشرات الدولية**

تساعد المؤشرات في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال معرفة المستثمر للاتجاه العام لحركة الأسعار، حيث تعتبر معيار قياس الأداء الكلي للسوق المالي وتختلف من حيث طريقة حسابها، الأمر الذي جعل اختلافها كبيرا حول القوائم المعتمدة لديها فيما يخص تصنيفات الأسواق الناشئة.<sup>1</sup>

**تصنيف مؤشر فاينانشل تايمز (FTSE Financial Times Stock Exchange) :**

شركة فاينانشل تايمز FTSE هي شركة على غرار Standard & Poor's متخصصة في حساب المؤشرات والتصنيفات الائتمانية، وهي ليست جزءا من أي بورصة للأوراق المالية، ويعتبر مؤشر FTSE 100 من أهم مؤشراتهما.<sup>2</sup>

والجدول التالي يوضح التصنيف السنوي لمؤشر فاينانشل تايمز FTSE لسنة 2017.

**الجدول رقم (01): التصنيف السنوي للأسواق الناشئة حسب مؤشر Financial Times Stock Exchange FTSE لسنة 2017.**

FTSE	
أسواق ناشئة ثانوية	أسواق ناشئة متقدمة
الهند -	البرازيل - جمهورية التشيك - اليونان - المجر - ماليزيا -
مصر -	المكسيك - بولندا - جنوب أفريقيا - تايوان -
كولومبيا -	تايلاند - تركيا
الشيبي - الصين -	
اندونيسيا - باكستان - بيرو - الفلبين، قطر -	
روسيا - الإمارات العربية المتحدة - الكويت	

المصدر:

FTSE Annual Country Classification Review September 2017, p 07 .

يعرض الجدول تصنيف الأسواق الناشئة حسب مؤشر فاينانشال تايمز FTSE لسنة 2017 حيث تصنف الأسواق الناشئة إلى قسمين أسواق ناشئة متقدمة وأخرى ثانوية، والجدير بالذكر أن المؤشر بصدد ترقية كل

<sup>1</sup> Daniela-Neonila Mardiros and Roxana-Manuela Dicu, THE EMERGING ECONOMIES CLASSIFICATION IN TERMS OF THEIR DEFINING, GROUPING CRITERIA AND ACRONYMS USED FOR THIS PURPOSE, p 311, available on:

[http://www.strategiimanageriale.ro/images/images\\_site/articole/article\\_c9eb8b9383b9509f496ff60a00a7f466.pdf](http://www.strategiimanageriale.ro/images/images_site/articole/article_c9eb8b9383b9509f496ff60a00a7f466.pdf)

<sup>2</sup> - www.investopedia.com

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

من بولندا إلى مركز الاسواق المتقدمة وتصنيف الكويت إلى مركز الاسواق الناشئة الثانوية وذلك اعتبارا من شهر سبتمبر 2018.<sup>1</sup>

وبعد ملاحظة التصنيف السنوي سبتمبر 2016 FTSE يؤكد أنه لا يوجد أي تغيير فيما يخص تصنيف سبتمبر 2017 في قائمة المراقبة لإعادة التصنيف المحتملة وتشمل المعايير المتبعة كل من نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي وفقا لحسابات البنك الدولي بالإضافة إلى حجم السوق ويتم تضمين عدد من الشركات المدرجة أيضا للمساعدة في تقييم الأهمية النسبية للاقتصاد والتصنيف الائتماني إضافة إلى معايير أخرى.<sup>2</sup>

### تصنيف مؤشر ستاندر اند بورز S&P Standard & Poor's:

الجدول التالي يوضح تصنيف الاسواق الناشئة حسب مؤشر ستاندر اند بورز S&P لسنة 2017.

### جدول رقم (02): الأسواق الناشئة حسب مؤشر S&P خلال سنة 2017.

S&P emerging markets
البرازيل - الشيلي - الصين - كولومبيا - جمهورية التشيك - مصر - اليونان - المجر - الهند - اندونيسيا - ماليزيا - المكسيك - البيرو - الفلبين - بولندا - قطر - روسيا - جنوب إفريقيا - تايوان - تايلاندا - تركيا - الإمارات العربية المتحدة.

المصدر:

S&P Dow Jones Indices' Annual Country Classification Consultation, New York, June 15, 2017, P 12

يمثل الجدول السابق تصنيف الأسواق الناشئة من قبل وكالة ستاندر اند بورز S&P المتخصصة في التصنيف الائتماني في ماي 2017 ويلاحظ أنها تدرج 22 اقتصاد من الأسواق الناشئة، بالإضافة الى ما تسميه بالأسواق الحدودية والاسواق المتقدمة، وسيتم التطرق لاحقا للمعايير المتبعة من طرف الوكالة في عملية التصنيف الخاصة بالأسواق الناشئة.

### تصنيف مؤشر مورغان ستانلي:

يوضح الجدول التالي تصنيف الأسواق الناشئة من طرف مؤشر مورغان ستانلي لسنة 2017.

<sup>1</sup> - FTSE Russell, FTSE Classification Of Markets , FTSE Annual Country Classification Review, September 2017, P 07.

<sup>2</sup> - FTSE Country Classification Process, Research September 2016, Www.Ftse.Com

جدول رقم (03): تصنيف الأسواق الناشئة حسب MSCI لسنة 2017.

مؤشر الأسواق المالية الناشئة MSCI EMERGING MARKETS INDEX		
الأسواق الناشئة		
أمريكا	أوروبا، الشرق الأوسط وإفريقيا	آسيا
البرازيل، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو	روسيا، جمهورية التشيك، جنوب إفريقيا، مصر، تركيا، اليونان، هنغاريا بولندا، الإمارات العربية المتحدة، قطر	الصين، الهند، اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، الفلبين، تاوان، تايلاند، باكستان

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: [www.msci.com](http://www.msci.com)

يتتبع مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة أداء 23 سوقاً للأوراق المالية في البلدان النامية ويجمع المؤشر رسملة السوق لجميع الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لهذه البلدان، كما يعتبر المؤشر مقياساً جيداً للأداء المالي للأسواق الناشئة، وهو يمثل 13% من إجمالي رسملة السوق في العالم،<sup>1</sup> ونلاحظ من الجدول السابق أن مورغان ستانلي كايبتال انترناشيونال المؤشر الذي أنشأ سنة 1988 تصنف الأسواق الناشئة وفقاً لمعيار عدد الشركات المدرجة من حجم معين وكذا التعويم الحر أي نسبة الأسهم المتاحة للشراء للمستثمرين العاديين، بالإضافة إلى انفتاح السوق على الملكية الأجنبية لرأس المال<sup>2</sup>، ونظراً لتطور مجموعة المعايير التي يعتمدها المؤشر في قياس أداء هذه الأسواق فسيتم اعتبار تقسيم سنة 2016 هو التصنيف المعتمد عليه في هذه الدراسة.

وكانت قد انطلقت المشاورات حول امكانية تصنيف مؤشر مورغان ستانلي للمملكة العربية السعودية وادراجها ضمن الاسواق الناشئة كما أعلن المؤشر ايضاً انه سيحتفظ بمقترحات إعادة التصنيف الخاصة بالأرجنتين، وتشمل قائمة الأسواق قيد الاستعراض من أجل التصنيف المحتمل لكل من المملكة العربية السعودية (من مركز السوق المستقل إلى الأسواق الناشئة) والأرجنتين (من الأسواق الحدودية إلى الأسواق الناشئة)، وسينقل المؤشر النتائج النهائية حول امكانية الادراج في جويلية 2018<sup>3</sup>، وبالفعل تم اعلان انضمام السوق المالية السعودية تداول الى المؤشر العالمي للأسواق الناشئة MSCI في 2 جويلية 2018 ويتم ذلك على مرحلتين.<sup>4</sup>

- تصنيفات أهم المؤسسات الدولية:

اختلفت تصنيفات أهم المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي IMF و منظمة التنمية والتعاون الدولية OECD و المؤسسة المالية الدولية IIF و مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD، حيث هناك عدم وضوح حول كيفية وضع هذه العتبات المستخدمة في التصنيف من قبل جميع المنظمات العتبة المستخدمة

<sup>1</sup> Kimberly Amadeo, MSCI Index: What Is It And What Does It Measure? July 06, 2017, available on: <https://www.thebalance.com/msci-index-what-is-it-and-what-does-it-measure-3305948>

<sup>2</sup> - Financial Times. <http://lexicon.ft.com/term?term=emerging-markets>

<sup>3</sup> - Results Of Msci 2017 Market Classification Review, 2017 Market Classification Announcement Press Release Final, New York, June 20, 2017, P 01. [www.msci.com](http://www.msci.com)

<sup>4</sup> - [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

ونظام التصنيف الخاص بها، ولا يزال الاستفهام مطروحا حول التشكيل الأمثل لعدد من الفئات المكونة وكذا الخيار المناسب المستخدم من طرف المؤسسات المعنية بتصنيف مستويات التنمية<sup>1</sup>، ويوضح الجدول مختلف التصنيفات الخاصة ببعض من أهم المؤسسات العالمية.

جدول رقم (04): الأسواق الناشئة من منظور بعض المؤسسات الدولية.

*IMF	UNCTAD*	*OECD	IIF	Bloomberg
الارجنتين وبلغاريا	الارجنتين البرازيل	الارجنتين الصين	الارجنتين البرازيل	البرازيل - الشيلي -
الصين استونيا	الصين	كولومبيا الشيلي	بلغاريا الشيلي الصين	الصين - كولومبيا
هنغاريا الهند لاتفيا	الجنوبية كوريا	جمهورية البرازيل	جمهورية كولومبيا	- جمهورية التشيك
ماليزيا لتوانيا	تايلاندا	مصر	مصر	مصر - هنغاريا -
المكسيك باكستان	تايبوان البيرو	الهند	الاكوادور غواتيمالا	الهند - اندونيسيا -
البيرو الفلبين بولندا	المكسيك ماليزيا	ماليزيا	الامارات هنغاريا الهند	لاتفيا - ماليزيا -
رومانيا جنوب افريقيا		المغرب	اندونيسيا لبنان ماليزيا	المكسيك -
سيريلانكا تركيا اكرانيا وفنزويلا		باكستان البيرو	المكسيك نيجيريا البيرو	المغرب - البيرو -
		بولندا	الفلبين بولندا رومانيا	بنما - الفلبين -
		روسيا جنوب	روسيا السعودية جنوب	بولندا - روسيا -
		تايلاندا	افريقيا كوريا الجنوبية	جنوب افريقيا -
		افريقيا فنزويلا	تايلاند تركيا اكرانيا	كوريا الجنوبية -
			الامارات فنزويلا	تركيا

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

Mustafa Sakr and Andre Jordaan. Emerging multinational corporations: Theoretical and conceptual framework . ERSA working paper 574 January 2016. page 27-28

يوضح الجدول تصنيفات الأسواق الناشئة حسب أهم المؤسسات الدولية، والملاحظ أنه هناك تباين ملحوظ فيما يخص التصنيف وهذا نظرا لاختلاف المعايير التي تحددها كل مؤسسة، حيث لا يوجد توافق يمكن أن يذكر على وجه التحديد حول الدول التي تندرج ضمن الأسواق الناشئة، غير ان الملاحظ هو ان معظم الدول المشتركة بين هذه المؤسسات هي: الصين، الأرجنتين، البرازيل، الهند، الشيلي، جمهورية التشيك، كوريا الجنوبية، المكسيك، البيرو، كوريا الجنوبية، ماليزيا، تايلاند.

<sup>1</sup> - Classifications Of Countries Based On Their Level Of Development: How It Is Done And How It Could Be Done. Lynge Nielsen. IMF Working Paper. Strategy, Policy, And Review Department, 2011 International Monetary Fund, P 18.

والجدير بالذكر ان البنك الدولي ليس لديه قائمة خاصة بالدول التي تدرج ضمن ما يسمى بالأسواق الناشئة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: معايير تصنيف الأسواق الناشئة.

كما سبق وتطرقتنا إلى مفهوم وتصنيفات الأسواق الناشئة اتضح أنه هناك تباين كبير فيهما وذلك نتيجة للمعايير المتبعة من طرف كل مؤسسة للقيام بعملية التصنيف، وبما أن لفظ سوق ناشئ يطلق على سوق الأوراق المالية في أي بلد إذا توفر على الأقل أحد المعيارين إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام وإذا كان السوق نفسه بصدد نمو، استوجب التطرق إلى مختلف المعايير التي تتعلق بالبلد وكذا المعايير المتعلقة بالسوق المالية نفسها، وهناك مجموعات مختلفة من المؤشرات من أهمها:

تصنيف البنك الدولي باستخدام معيار نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي 2016:<sup>2</sup>

البنك الدولي يصنف الاقتصاديات العالمية من حيث الدخل إلى أربع مجموعات: بلدان مرتفعة الدخل، والشريجة العليا من البلدان المتوسطة الدخل، الشريجة الدنيا من البلدان المتوسطة الدخل، وبلدان منخفضة الدخل، وهذا التصنيف يتم استنادا إلى نصيب الفرد من الناتج الإجمالي وفي 01 جويلية من كل سنة تنشر التحديثات المتعلقة بهذه التصنيفات، وتتحدد العتبات الجديدة في بداية السنة المالية للبنك في جويلية وتبقى ثابتة لمدة 12 شهرا بغض النظر عن التحديثات اللاحقة للتقديرات.

واعتبارا من 1 جوان 2017 فإن العتبات الجديدة للتصنيف حسب الدخل هي: إجمالي الدخل / رأس المال بالسعر الحالي للدولار الأمريكي، الشريجة الدنيا من البلدان المتوسطة الدخل 1,006 - 3,955 دولار والشريجة العليا من البلدان المتوسطة الدخل 3,956 - 12,235 دولار أمريكي.<sup>3</sup>

لقياس التنمية الاقتصادية لبلد ما يعتمد بشكل كبير البنك الدولي على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لترتيب البلدان وتصنيفها على مدار أكثر من 50 عاما يركز تصنيفه على العاملين التاليين الخاصين بكل بلد: التعداد السكاني. نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مقوما بالدولار الأمريكي.

ولا يزال هذا الأخير يمثل المعيار الأهم في تصنيف الدول ومع أن إجمالي الدخل الإجمالي لا يمثل الخيار الأمثل إلا أنه يرتبط ارتباطا كبيرا بالعديد من المؤشرات الأخرى التي يشيع استخدامها في عملية تقييم الاقتصاديات إضافة إلى توفر البيانات المتعلقة به كما تحدث التقديرات المتعلقة بإجمالي الناتج المحلي الإجمالي والتعداد السكاني في الوقت المناسب الذي يسمح بتحديث التصنيفات سنويا، وقيمة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

<sup>1</sup> - <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/114958-what-are-emerging-markets>

<sup>2</sup> - Neil Fantom And Umar Serajuddin, Classifying Countries By Income, A New Working Paper, 01/12/2016, Available On:

[Http://Blogs.Worldbank.Org/Opendata/Classifying-Countries-Income-New-Working-Paper](http://Blogs.Worldbank.Org/Opendata/Classifying-Countries-Income-New-Working-Paper)

<sup>3</sup> - فريق البيانات في البنك الدولي، تصنيفات البلدان الجديدة حسب مستوى الدخل: 2017-2018، السبت 07/01/2017، متاح على:

<https://Blogs.Worldbank.Org/Opendata/Ar/New-Country-Classifications-Income-Level-2017-2018>

وبالنسبة لسنة 2018 تعرف الاقتصاديات المنخفضة والمتوسطة الدخل هي البلدان التي يبلغ فيها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ما بين 1006 دولار و3955 دولار الاقتصاديات العليا ذات الدخل المتوسط هي البلدان التي يبلغ فيها الدخل القومي الإجمالي للفرد ما بين 3956 دولار و12235 دولار أمريكي.

ويرى الاقتصاديون أن النشوء بالنسبة للاقتصاديات يمثل نقطة تحول حقيقية تمر بها البلدان منخفضة النمو إلى مرحلة النمو القوي والمستدام، وقد أسهمت الأسواق الناشئة إسهاما كبيرا في نظرية النمو، ويتطلب النشوء ثلاثة شروط أساسية:<sup>1</sup>

- زيادة في معدل الاستثمار الإنتاجي أي ارتفاع قيمة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي لاقتصاد ما إلى حوالي 15% - 30%.

- تطوير قطاع واحد أو أكثر من القطاعات المصنعة مع تحقيق معدلات نمو كبيرة.

- والتوسع في القطاعات الحديثة وتطوير الإمكانيات الاقتصادية لإعطاء نمو ذو طابع مستمر.

وفيما يخص تصنيفات كل من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي فهناك اختلاف كبير في التصنيفات الحالية تتميز بعدم الوضوح فيما يخص التمييز بين مختلف المجموعات المصنفة، فالبنك الدولي لا يفسر لماذا عتبة بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية هو مستوى دخل الفرد، وكذلك الأمم المتحدة لم تقدم المبررات الكافية حول تصنيفاتها، أما بالنسبة إلى صندوق النقد الدولي ونظام التصنيف الخاص به فإنه لا يوجد وضوح تام حول العتبة المستخدمة في التصنيف، ولا يزال الاستفهام مطروحا حول التشكيل الأمثل لعدد من الفئات وكذا الخيار المناسب المستخدم من طرف المؤسسات المعنية بتصنيف مستويات التنمية.<sup>2</sup>

ويمكن القول أن مستوى التكنولوجيا المحلية والتعليم حسب الاقتصاديين هو المعيار الأهم للفرقة بين العالمين ويمكن تعريف الدول المتقدمة بأنها تلك الدول التي تتمتع بمستوى عال من التكنولوجيا المحلية والتعليم أما فيما يخص الدول النامية فهي تلك الدول التي تتمتع بخصائص معينة مثل انخفاض متوسط الدخل الحقيقي للفرد وانخفاض في الادخار العام، انخفاض مستوى التعليم والتكنولوجيا المحلية، انخفاض إنتاجية العمل ووجود ما يسمى بالبطالة المقنعة (عمالة زائدة في مواقع العمل)، تقديم القطاع الزراعي نسبيا عن باقي القطاعات الأخرى.<sup>3</sup>

وكذلك معايير حدود الملكية الأجنبية والمساواة في الحقوق الاقتصادية ومعاملة المستثمرين الأجانب، القيود المفروضة على تدفقات رأس المال الأجنبية الخارجة، سوق الصرف، والإطار القانوني والتنظيمي الذي ينظم

<sup>1</sup> Moubarak Lo, L'urgence Economique Des Pays, Centre Africain De Formation Et De Recherche Administratives Pour Le Développement, Cafrad, P 8.

<sup>2</sup> - Lynge Nielsen, Classifications Of Countries Based On Their Level Of Development: How It Is Done And How It Could Be Done, International Monetary Fund Working Paper, 2011.

<sup>3</sup> - أحمد علي دغيم، الطريق إلى المعجزة الاقتصادية والقضاء نهائيا على البطالة، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى 2006، القاهرة، ص 23-24.

الأسواق المالية، الشفافية ونقص الغموض، تطبيق للقوانين واللوائح وكذا العمل بما يتوافق والمعايير الدولية (المقاصة والتسوية) وغيرها.<sup>1</sup>

بالإضافة إلى أن تدفقات الاستثمار الأجنبي مرتبطة ارتباطا وثيقا بالاستقرار السياسي والاقتصادي، وانخفاض تكاليف العمالة الماهرة بالإضافة إلى الإطار المؤسسي والقانوني والشفافية "الحكم الراشد"، وكذا البنية التحتية، والنمو الاقتصادي السريع والوضعية الإجمالية للنشاط الاقتصادي ككل.<sup>2</sup>

ولتصنيف الأسواق الناشئة يركز تصنيف الدول حسب Grellet على ثلاثة معايير:<sup>3</sup>

- مستوى دخل الفرد يكون أكثر من 1000 دولار أمريكي بأسعار 1982.
- نسبة مساهمة الصناعة في الناتج المحلي الإجمالي تقدر بـ 20 % وهي تعكس تنوع الصناعة في الاقتصاد.

- قدرة الاقتصاد على تلبية الحاجيات الأساسية للسكان.

كما يلخص Philippe Hugon 2010 مجموعة من المعايير لتصنيف الأسواق الناشئة أهمها:<sup>4</sup>

- معدل النمو الاقتصادي.
  - حجم السكان.
  - تنوع الإنتاج.
  - أهمية الصادرات والواردات.
  - التكامل في العالم المالي الدولي.
  - الدور الاستراتيجي للدولة في التنمية.
  - الاستثمارات في البحوث والتنمية.
- ومما سبق نستنتج ان معايير التي وضعت من قبل الاقتصاديين والتي يمكن من خلالها التفرقة بين المستويات الاقتصادية لدول العالم متعدد، ويمكن تبيان أهمها فيما يلي:<sup>5</sup>
- نصيب الفرد الصافي من الناتج المحلي الإجمالي.
  - قياس نصيب الفرد من استهلاك الطاقة.
  - نسبة العاملين بالزراعة والوظائف الأولية إلى إجمالي قوة العمل.

<sup>1</sup> - Susan Mcdermott, What Defines AN Emerging Market? Institutional Advisory, Pavilion Advisory Group TM. Pa 02.

<sup>2</sup> - Are Emergions Markets the Next Developed Markets? Blackrock Investment Institute August 2011, P 04-05.

<sup>3</sup> - عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي في الدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2012-2013، ص 58.

<sup>4</sup> - Mbaloula Marcel, La Problématique De L'émergence Economique Des Pays En Voie De Développement, Revue Congolaise De Gestion, Numéro 14, 2011, P 109.

<sup>5</sup> - إبراهيم الأخرس، التجربة الحديثة في النمو هل يمكن الاقتداء بها، ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية 2008، القاهرة، ص 62-63.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

- معدل النمو السكاني السنوي والاستثمارات الرأسمالية.
  - مدى تطبيق التقنيات والأساليب الحديثة في العمليات الإنتاجية.
  - معدل الاستهلاك العام للسلع والخدمات.
  - دخول الدولة مرحلة الإنتاج القائمة على التصنيع.
  - **معايير التصنيف الخاصة بالبنك الدولي:**
- يستخدم البنك الدولي معيار نصيب الفرد من الدخل المحلي الإجمالي (بالدولار) لأنها تتبع نفس المنهجية التي يتبعها البنك الدولي عند تحديد سياسة الإقراض التشغيلية، وعلى الرغم من أن معيار نصيب الفرد من الدخل الإجمالي لا يلخص بالكامل مستوي التنمية في البلد أو يقيس الرفاهية، إلا أنه مؤشر مفيد ومتاح بسهولة ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بالمؤشرات الأخرى.
- وهناك بعض النقائص المرتبطة باستخدام مؤشر الدخل الإجمالي كمعيار للتصنيف حيث أن الطريقة المستخدمة لتحويل العملات المحلية إلى الدولار الأمريكي تستند إلى أسعار الصرف الرسمية التي لا تراعي الفروق في مستويات الأسعار المحلية.<sup>1</sup>
- كما أن البنك الدولي لم يحدد قائمة بمختلف البلدان التي يدرجها ضمن الأسواق الناشئة حسب تصنيفه لمعيار نصيب الفرد من الناتج الإجمالي.
- **معايير تصنيف الأسواق الناشئة حسب شركة مورغان ستانلي MSCI:**
- ويعتبر تصنيف الأسواق مدخلا رئيسيا في عمليه بناء المؤشرات وتعكس الطريقة التي تعتمدها MSCI مورغان ستانلي لتصنيف الأسواق الناشئة آراء وممارسات المستثمرين الدوليين بإقامة توازن بين التنمية الاقتصادية للبلد وإمكانية الوصول إلى أسواقه، ويتألف إطار تصنيف الأسواق الناشئة في مورغان ستانلي من ثلاثة معايير متمثلة في كل من<sup>2</sup>:
- التنمية الاقتصادية.
  - الحجم والسيولة.
  - وإمكانية الوصول إلى الأسواق.
- ويحتوي الجدول التالي على معايير التصنيف الخاصة بمؤشر مورغان ستانلي الخاص بالأسواق الناشئة خلال سنة 2017.

<sup>1</sup> - Why Use GNI Per Capita To Classify Economies Into Income Groupings?, Country Classification. Datahelpdesk.Worldbank.Org

<sup>2</sup> - MSCI Market Classification Framework June 2014, P 01. Wwww.Msci.Com

جدول رقم (05): معايير تصنيف الأسواق الناشئة حسب مؤشر MSCI خلال سنة 2017.

الأسواق الناشئة	معايير التصنيف الخاصة بمؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة MSCI EM
لا يوجد شروط بالنسبة للأسواق الناشئة	1. التنمية الاقتصادية: استدامة التنمية الاقتصادية
03 1260 دولار أمريكي	2. الاحتياجات من الحجم والسيولة: عدد الشركات التي تستوفي معايير المؤشر القياسية. حجم الشركة (الرسملة السوق الكلية بالمليون دولار أمريكي).
630 %15	حجم الأوراق المالية المتاحة (تعويم القيمة السوقية بمليون دولار أمريكي) السيولة الأمنية
هامية هامية جيده ومختبرة معتدل	3. معايير الوصول إلى الأسواق: الانفتاح على الملكية الأجنبية سهولة تدفقات رأس المال الداخلة / الخارجة كفاءة الإطار التنفيذي استقرار الإطار المؤسسي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد بيانات مؤسسة مورغان ستانلي متاح على: [www.msci.com](http://www.msci.com)

ولا يستخدم معيار التنمية الاقتصادية إلا في تحديد تصنيف الأسواق المتقدمة وهو لا يندرج ضمن معايير تصنيفات مورغان ستانلي للأسواق الناشئة نظرا لتنوعها الواسع جدا من حيث مستويات التنمية. ويستند معيار الاحتياجات من الحجم والسيولة إلى الحد الأدنى من متطلبات الاستثمار ويعكس معيار إمكانية الوصول إلى الأسواق تجربة المستثمرين الدوليين في الاستثمار بهذه الأسواق.

**معايير التصنيف حسب أهم المؤشرات الدولية:**

يمكن تلخيص معايير التصنيف الخاصة بالأسواق الناشئة حسب أهم المؤشرات العالمية التي تختلف في مؤشرات التصنيف الخاصة بها من خلال الجدول التالي:

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

جدول رقم (06): معايير تصنيف الأسواق الناشئة حسب أهم المؤشرات العالمية.

المعايير		MSCI	S AND P	FTSE	DOW JONS	RUSSEL
حجم السوق والأوراق المالية الفردية	رسملة السوق		√	√	√	√
	القيمة السوقية الكلية والفردية	√				
	تعميم القيمة السوقية الشركات الفردية	√		√		
السوق	حدود الملكية الأجنبية	√	√	√	√	√
والتنظيمات	هيئات تنظيمية نشطة	√		√	√	
هيكل الشركات/	اجراءات تسجيل المستثمرين الأجانب	√		√	√	
الحكومة	معاملة حاملي أسهم الأقلية					
	معاملة المستثمرين الأجانب	√		√	√	
	العملات الأجنبية المتداولة بحرية	√	√	√	√	
	تدفقات رؤوس الأموال الداخلة / الخارجة	√		√	√	√
الحجز / التسوية	طريقة التسوية	√	√	√	√	√
	فترة التسوية		√	√	√	√
	الخدمات البنكية	√			√	√
	مراقبة التسجيل والإيداع	√		√	√	√
DEALIN G LANDSC APE	سيولة السوق					√
	سيولة الشركات الفردية	√				√
	كفاءة التداول	√		√	√	
	البيع على المكشوف وإقراض الأوراق المالية	√	√	√	√	
	استقرار الإطار المؤسسي	√	√	√		
	تصنيف الديون السيادية		√		√	
	تكلفة المعاملات			√	√	

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

	عدم تواجد التضخم الجامح		√			
	توفر إيصالات الإيداع		√		√	
	نسبة تطور السوق		√		√	
	قيمة التداول السنوية		√			
المشتقات	مشتقات الأسواق				√	
توقعات السوق	مخرجات دولة أخرى		√			√
مجموع المعايير	مجموع المعايير	15	13	14	16	10

المصدر:

Dr. Nasser Saidi And Aathira Prasad And Vineeth Naik, From Frontier To Emerging: Does Market Reclassification Matter?, Economic Note No19, Dific Dubai International Financial Centre, January 2012 , P 07.

نلاحظ من خلال الجدول أن كل من المؤشرات العالمية RUSSEL و DOWJONS و FTSE و P&S و MSCI تعتمد مجموعة من المعايير لتصنيف الأسواق الناشئة تتمثل أهم المعايير المتفق عليها من قبل هذه المؤشرات في رصمة السوق وحدود الملكية الأجنبية ومعاملة المستثمرين الأجانب واستقرار الإطار المؤسسي وفترة و طريقة التسوية.

حيث حددت داوجونز 16 معيار يضم مختلف المؤشرات المتعلقة بالسوق المالية وكذا الأطر القانونية المنظمة لها بالإضافة إلى عوامل أخرى تتعلق بالعوامل المؤثرة على تدفقات رؤوس الأموال، في حين تعتمد مورغان ستانلي لتصنيف الأسواق الناشئة على 15 معيار تشترك في العديد منها مع ما تعتمد داوجونز، أما بالنسبة لفاينانشل تايمز فهي تعتمد 14 معيار وتضع P & S المتخصصة في التصنيف الائتماني 13 معيار أما راشل فقد وضعت 10 معايير في تصنيفها للأسواق الناشئة.

والجدير بالذكر أن هذه المعايير ليست ثابتة وقد تحدث المؤسسات المعنية عليها بعد التعديلات أو الإضافات معايير تصنيف الأسواق الناشئة حسب فاينانشل تايمز FTSE، وتنقسم أسواق الأسهم في سلسلة مؤشرات الأسهم العالمية في السوق إلى واحدة من فئتين: الأسواق ناشئة متقدمة وأخرى ناشئة ثانوية، وتشمل عملية التصنيف فرزا أوليا للبلدان حسب الدخل القومي الإجمالي للفرد، باستخدام بيانات البنك الدولي.

وتشكل المستويات النسبية للدخل في البلدان نقطة انطلاق جيدة لتصنيف أسواق الأسهم العالمية ولكن لإثبات فائدتها بالنسبة للمستثمرين، يجب ان ننظر عملية التصنيف إلى نطاق أوسع بكثير.<sup>1</sup> ويمكن تلخيص معايير التصنيف من خلال ما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - Country Classification: Not Just A Question Of Income, 31/07/2014, Available On: Www.Ftserussell.Com

– **المعيار الأول:** وهو مستوى التنمية الاقتصادية، هو أكثر المعايير المستخدمة فهناك من يصنفه على أساس نمو الناتج المحلي الإجمالي أو كذلك من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتصنف بيانات البنك الدولي البلدان على أساس نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

– **المعيار الثاني:** وهو معيار متعلق أساساً بمفهوم السوق الناشئة والذي يصنف الأسواق الناشئة بأنها تلك التي تتمتع بمعدلات نمو مغرية للمستثمر ويبلغ متوسط الناتج المحلي الإجمالي لمعظمها سنوياً أكثر من 5% منذ 1990، بمعدلات تقترب من 10% في شرق آسيا، وهذا لا يعني أن كل الاقتصاديات واصلت نموها ولم تحقق تباطؤاً خلال فترة معينة كروسيا على سبيل المثال.

– **المعيار الثالث:** يتمثل في مخاطر الاستثمار وهو معيار بالغ الأهمية بالنسبة للمستثمرين المحتملين في الأسواق الناشئة، ومن الأفضل تقييمها في مؤشرات مخاطر الاستثمار التي تجمعها منظمات معلومات الأعمال التجارية.

وعليه فإننا نستنتج أن معايير تصنيف الأسواق الناشئة مختلفة ومتعددة، لكن يمكن القول أنه هناك معايير تتعلق بالاقتصاد ككل وأهم معيار يعتمد عليه هو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والذي يعتبره بعض الاقتصاديين أنه غير كاف ولا يعكس الأداء الحقيقي للاقتصاد، بالإضافة إلى بعض المعايير الأخرى المتعلقة كذلك بالاقتصاد كتحقيق معدلات نمو سريعة وكبيرة ومستمرة في الوقت نفسه.

كذلك يعتمد في تصنيف الأسواق الناشئة على مجموعة من المعايير المتعلقة بالسوق المالية التي حددتها أهم المؤشرات العالمية والمتمثلة في قدرة هذه الأسواق على توفير السيولة اللازمة بالإضافة إلى أحجامها ومدى انفتاحها على رؤوس الأموال الأجنبية وقدرتها على توفير معلومات ذات شفافية، وكذلك الإطار التنظيمي للسوق المالية وحقوق المستثمرين الأجانب.

<sup>1</sup> - David J. Arnold And John A. Quelch, New Strategies In Emerging Markets, Available On:

<https://Sloanreview.Mit.Edu/Article/New-Strategies-In-Emerging-Markets/>

المطلب الثالث: أهم الأسواق المالية الناشئة ومؤشراتها الرئيسية.

سنتطرق فيما يلي إلى الأسواق المالية بأهم الاقتصاديات الناشئة بما في ذلك الصين، الهند، البرازيل، المكسيك، روسيا وجنوب إفريقيا، وهذا من حيث النشأة وأهم نقاط التحول الخاصة بها وأهم المؤشرات فيها إضافة إلى القطاعات الرئيسية النشطة فيها.

- الأسواق المالية الصينية:

تاريخياً مرت الأسواق المالية الناشئة في الصين بالكثير من التعقيدات نظراً للأحداث التي كانت آنذاك، فقد تأسست سنة 1886 وأوقفت تعاملاتها سنة 1941 لتعود إلى النشاط سنة 1990، حيث أنشأت الحكومة الصينية سوق الأوراق المالية شنغهاي SHANGHAI في ديسمبر 1990 وشنزن SHENZEN في جويلية 1991<sup>1</sup>، وذلك بهدف تطوير الاقتصاد وجذب تدفقات رؤوس الأموال الدولية وتغيير النظام الاقتصادي من خلال الانتقال من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة، وقد تأسست كمنظمة غير ربحية من قبل لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية والتي تدير الأسواق المالية الصينية، وبسبب الإدارة الحكومية المركزية وصرامة لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية فإن تلك السوق ليست مفتوحة بشكل مباشر للمستثمرين الأجانب، وعلى الرغم من تلك القيود الصريحة إلا أن هناك أكثر من 861 شركة أجنبية مختلفة الجنسيات مسجلة في تلك السوق، وبالنظر إلى تاريخ تأسيس السوق المالية الصينية فإنها تعتبر من بين أحدث الأسواق إذا ما قورنت بباقي الأسواق المالية العالمية.

يعتبر سوقا شنغهاي SHANGHAI وشنزن SHENZEN من أكبر الأسواق المالية في الصين، استطاعت سوق شنغهاي SSE رفع قيمتها السوقية في السنوات القليلة الماضية بشكل لافت ففي ديسمبر 2012 بلغت رسملتها السوقية أكثر من 15.86 تريليون يوان وفاقت الشركات المدرجة بها 950 شركة<sup>2</sup>، وفي 2015 صنفت من أكبر الأسواق في العالم بعد كل من سوق WALL STREET وNASDAQ وسوق لندن لتحتل سوق شنغهاي للأوراق المالية المرتبة الرابعة وتليها كل من سوق طوكيو وشنزن .

يتم التعامل في السوق الصينية للأوراق المالية بنوعين من الأسهم؛ أسهم "أ" shares A ويتم تداولها بالعملة المحلية للأفراد والمؤسسات الصينية وأسهم "ب" B shares يتم تداولها بالدولار الأمريكي من قبل المستثمرين الأجانب إضافة إلى الصينيين الذين يملكون حسابات بالدولار خارج الصين والمستثمرين الأجانب المقيمين في كل من هونغ كونغ وماكاو وتايوان.

أما في الأسواق العالمية الأخرى فتتم معظم الصفقات للأسهم الصينية من قبل الأفراد وليس المؤسسات، حيث 85% من هذه الصفقات تتم في قطاع التجزئة.

<sup>1</sup> - Jason Chavis, The History Of China's Stock Market, September 26, 2017, Available On: <https://Bizfluent.Com/About-5070399-History-Chinas-Stock-Market.Html>

<sup>2</sup> - David Zou, The China Stock Exchange – Ipo Overview, August 2013, P 01, Available On: [www.legalink.ch](http://www.legalink.ch)

سوق هونج كونج للأوراق المالية: القيمة السوقية لها 2,831 ترليون دولار، سوق هونج كونج لديها سياسات أكثر تساهلا للمستثمرين الأجانب بالمقارنة مع سوق شنغهاي للأوراق المالية، تأسست سوق هونج كونج لأول مرة في سنة 1891 وأعيد تسميتها مرة أخرى عام 1914 وعلى الرغم من المنافسة الشديدة بين أسواق المال المختلفة في هونج كونج وباقي الأسواق المالية في الصين وآسيا إلا أن تلك السوق المالية بقيت هي الرائدة وهي أكبر سوق في الصين وسادس أكبر سوق مال في العالم، وتشمل في نشاطاتها اليومية أكثر من 1470 شركة عالمية مدرجة في قوائمها من جميع أنحاء العالم.

ومن أهم مميزات السيطرة التامة للحكومة على قوانين التعاملات كإدراج الشركات، كما أن أكبر الشركات المدرجة هي شركات حكومية وتتركز في البنوك وقطاع شركات التأمين والطاقة، وبخلاف الأسواق المالية المتواجدة بالاقتصاديات الأخرى؛ سوق الأوراق المالية الصينية تستند في نموها إلى الاقتصاد الاشتراكي وتحت تدخل الحكومة المكثف.

### - الأسواق المالية الهندية:

أنشأت سوق بومباي للأوراق المالية BSE سنة 1875 وتأسست السوق الوطنية الهندية للأوراق المالية NSE في 1992 وبدأت العمل سنة 1994، وتحتل أسواق الأوراق المالية الهندية مكانة هامة ليس فقط في آسيا بل أيضا في الساحة العالمية، فسوق بومباي واحدة من أقدم الأسواق عالميا، بينما الأوراق المالية الوطنية (NSE) من بين الأفضل من حيث التطور والنهوض بالتكنولوجيا.<sup>1</sup>

المعاملات في السوق المالية الهندية يجرى أغلبها في سوق بومباي للأوراق المالية والسوق الوطنية للأوراق المالية، وقد أدرجت جميع الشركات الكبيرة في الهند تقريبا في هاتين السوقين، وتتمتع السوق المالية الوطنية بحصة مهيمنة في التداول حيث بلغت نسبتها نحو 70% من حصة السوق منذ سنة 2009.

يتبع السوقان نفس الآليات في معاملاتهما التجارية من حيث التوقيت وعملية التسوية، وتدرج سوق بومباي (BSE) حوالي 4700 شركة بينما تدرج السوق الوطنية (NSE) حوالي 1200 شركة.

**المؤشرات الرئيسية:** المؤشران البارزان في السوق الهندية هما مؤشر SENSEX ومؤشر NIFTY نيودلهي، ويعتبر هذا الأخير من المؤشرات الهامة في السوق المالية الهندية أنشأ في سنة 1996 ويشمل 50 سهما مدرجا في السوق المالية الوطنية التي تمثل نحو 62% من رأسمال السوق<sup>2</sup>، أما فيما يتعلق بالقطاعات الرئيسية الخاصة بمؤشر نيفتي فتتمثل في قطاع الخدمات والبنوك وقطاع الصحة.

ويعتبر مؤشر SENSEX أقدم مؤشر بالسوق ويشمل أسهم 30 شركة مدرجة بسوق بومباي، التي تمثل حوالي 45% القيمة السوقية أنشأ سنة 1986 ويوفر بيانات زمنية منذ أبريل 1979.

<sup>1</sup> -Debjiban Mukherjee, Comparative Analysis Of Indian Stock Market With International Markets, Great Lakes Herald –Volume 1, Issue 1 , Great Lakes Institute Of Management, Chennai, April 2007 , P 40.

<sup>2</sup> - Manoj Singh, An Introduction To The Indian Stock Market, May 17, 2017, [Http://Www.Investopedia.Com/Articles/Stocks/09/Indian-Stock-Market.Asp](http://Www.Investopedia.Com/Articles/Stocks/09/Indian-Stock-Market.Asp)

– الأسواق المالية البرازيلية:

سوق الأوراق المالية في البرازيل تضم العديد من الأسواق المالية التي ظهرت تدريجياً على مر السنوات واندجت معاً لتشكيل سوقاً واحدة سميت بـ BM&Fbovespa وهي واحدة من أكبر بورصات العالم حيث تطورت بشكل كبير من حيث رسملة السوق والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ومعدل الدوران؛ ويعود الفضل في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية البرازيلية إلى مجموعة من الإصلاحات التي استهدفت الأسواق المالية والتي نفذت على مر السنوات كإعادة هيكلة السوق المالية التي جاءت مع سن قوانين جديدة وتنقيح القوانين القائمة التي تحكم سوق الأوراق المالية، وإنشاء لجنة مكلفة برصد وتنظيم سوق الأوراق المالية وكذا تطوير ما يسمى بالابتكار التكنولوجي الذي كان جزءاً من السوق البرازيلية للأوراق المالية<sup>1</sup>.

**المؤشرات الرئيسية:** مؤشر بوفيسبا BVSP ويعكس هذا المؤشر السلوك العام للسوق البرازيلية للأوراق المالية، ويمثل أكثر من 80% من عدد المعاملات أو قيمه التبادلات التجارية بها<sup>2</sup>، وتعد سوق ساو باولو للأوراق المالية الأبرز في المنطقة.

أما بخصوص القطاعات الرئيسية فتتمثل في قطاعات الاستهلاك، المواد الأساسية، القطاع المالي، القطاع الصناعي وقطاع العقارات.

– الأسواق المالية المكسيكية:

توجد سوق أوراق مالية وحيدة في المكسيك ويعرف مؤشرها الرئيسي باسم Bolsa de Valores de Mexico<sup>3</sup>، تحتل السوق المالية المكسيكية المرتبة 27 من أصل أكبر 77 سوق من بورصات العالم وبلغت القيمة السوقية لمؤشر بولسا للأوراق المالية حوالي 355.72 مليار دولار مارس سنة 2017، ونسبة رسملة السوق إلى نسبة الناتج المحلي الإجمالي 26.81%<sup>4</sup>، وهي ثاني أكبر سوق في أمريكا اللاتينية وتضم السوق المالية المكسيكية كل من الأسهم، السندات، السندات الحكومية وسندات الشركات والأوامر والمشتقات أخرى ويجري التداول على نظام التداول الإلكتروني<sup>5</sup>، والجدير بالذكر أنه في 29 أوت 2017 منحت وزارة المالية والائتمان

<sup>1</sup> - Sheilla Nyasha And Nm Odhiambo, The Brazilian Stock Market Development: A Critical Analysis Of Progress And Prospects During The Past 50 Years, Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions / Virtusinterpress, Volume 3, Issue 3, 2013, P 14.  
[Http://www.virtusinterpress.org](http://www.virtusinterpress.org)

<sup>2</sup> - Ademir Clemente, Marinês Taffarel And Robert A, The Brazilian Stock Market - Dimension, Structure, And Main Features, Business Dynamics In The 21st Century, Espejo (2012), P 228, Available From:  
[Http://www.intechopen.com/books/business-dynamics-in-the-21st-century/the-brazilian-stock-market-structure-dimension-and-main-features](http://www.intechopen.com/books/business-dynamics-in-the-21st-century/the-brazilian-stock-market-structure-dimension-and-main-features).

<sup>3</sup> - [Http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Mexican+Stock+Exchange](http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Mexican+Stock+Exchange)

<sup>4</sup> - [www.stockmarketclock.com](http://www.stockmarketclock.com)

<sup>5</sup> - Mexican\_Financial\_Market, Podzim2011, Masaryk University, P 03-04, Available On:

[https://is.muni.cz/el/1456/podzim2011/mpf\\_afin/um/27608616/27608949/Mexican\\_Financial\\_Market.pdf?lang=En](https://is.muni.cz/el/1456/podzim2011/mpf_afin/um/27608616/27608949/Mexican_Financial_Market.pdf?lang=En)

العام امتياز جديد لتشغيل سوق جديدة في المكسيك وسوف يطلق هذه السوق المالية الجديدة Bolsa Mexicana de Valores (BMV)، ومن المتوقع أنها ستبدأ نشاطها في بداية سنة 2018.<sup>1</sup>

**المؤشرات الرئيسية:** المؤشر الرئيسي هو أي بي سي المكسيك (MXX)

**القطاعات الرئيسية:** القطاع الصناعي، السلع الاستهلاكية، القطاع المالي، قطاع الصحة، الموارد، وقطاع الاتصالات وقطاع المواد الغذائية الأساسية.

### - الأسواق المالية التركية:

تعتبر سوق الأوراق المالية في تركيا أقدم بورصة في العالم<sup>2</sup>، حيث أنشأت بورصة ديساديت التركية للأوراق المالية (Dersaadet Securities) في 1873، أما سوق الأوراق المالية التركية الحديثة أنشأت 1985 وأصبحت نشطه رسميا بنهاية سنة 1985 وواصلت عملياتها كهيئة حكومية ونمت بالتوازي مع نمو الاقتصاد التركي وخلال نهاية سنة 2012 وأصبحت جميع البيانات المتعلقة بأسواق رأس المال متوافقة مع لوائح الاتحاد الأوروبي والمعايير العالمية.<sup>3</sup>

مؤشر إسطنبول الوطنية 100 مؤشر XU100 هو مؤشر رئيسي لسوق الأسهم الذي يتبع أداء 100 شركة مختارة من السوق الوطنية،

ومؤشر 100 إسطنبول الذي يعد مؤشرا ترجيحيا للرسملة يتألف من شركات السوق الوطنية باستثناء صناديق الاستثمار وقد اختيرت مكونات المؤشر الوطني لمائة شركة صنفت على أساس معايير محددة مسبقا لإدراج الشركات في المؤشرات.<sup>4</sup>

المؤشرات الرئيسية: آي إس إيه 100.

القطاعات الرئيسية الخاصة بمؤشر أي إس أي 100: قطاع البنوك، والمعادن الأساسية، قطاع الكهرباء، الاستثمار العقاري، الخدمات، الاتصالات، المنسوجات والجلود، قطاع السياحة.

### - الأسواق المالية الروسية:

أنشأ البنك المركزي في روسيا بورصة موسكو للعمليات المصرفية (MICEX) في 9 جانفي 1992<sup>5</sup>، ووفقا للتقديرات فإن أكثر من 30% من المستثمرين في السوق المحلية هم من غير المقيمين، وقد أنشأت البنية التحتية الحديثة للسوق المالية الروسية في التسعينات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - Rafael Carmona, Biva - The New Mexican Stock Exchange, September 13 2017, Www.Lexology.Com

<sup>2</sup> - Borsa İstanbul A Story Of Transformation, P 05, (03/03/2018), Available On: [Http://Www.Borsaistanbul.Com/Data/Kilavuzlar/Borsa\\_Istanbul\\_A\\_Story\\_Of\\_Transformation.Pdf](http://www.borsaistanbul.com/Data/Kilavuzlar/Borsa_Istanbul_A_Story_Of_Transformation.Pdf)

<sup>3</sup> - From Dersaadet Securities Exchange To Borsa İstanbul: The History Of Transformation In The Turkish Capital Markets, (03/03/2018), Available On: [Http://Www.Listingistanbul.Com/Docs/Default-Source/Default-Documents/Transformation-Of-Turkish-Capital-Markets-And-Value-Creation-By-Borsa-Istanbul.Pdf?Sfvrsn=0](http://www.listingistanbul.com/Docs/Default-Source/Default-Documents/Transformation-Of-Turkish-Capital-Markets-And-Value-Creation-By-Borsa-Istanbul.Pdf?Sfvrsn=0)

<sup>4</sup> - [Https://Www.Bloomberg.Com/Quote/Xu100:Ind](https://www.bloomberg.com/quote/xu100:ind)

<sup>5</sup> - [Https://Www.Moex.Com/En/Report/2013/History.Html](https://www.moex.com/en/report/2013/history.html)

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

المؤشرات الرئيسية: مؤشر اري تي اس ومؤشر سوق موسكو.

القطاعات الرئيسية: قطاع المواد الكيميائية، القطاع المالي، قطاع الصناعة التحويلية، قطاع التعدين، قطاع النفط والغاز.

### - الأسواق المالية بجنوب إفريقيا:

تأسست سوق جوهانسبرج للأوراق المالية سنة 1887 استجابة إلى الحاجة إلى رأس المال لتمويل الاستثمارات المزدهرة في قطاع التعدين الذي نما آنذاك بسرعة، وهي واحدة من أكبر عشرين سوقا عالمية وسادس أكبر الاسواق الناشئة (بعد الصين والبرازيل والهند وتايوان وكوريا الجنوبية) وحتى الآن الأكبر في إفريقيا<sup>2</sup>، بقيمة سوقية قدرت بحوالي 1007 مليار دولار في نهاية سنة 2013، استحوذت بورصة جوهانسبرج على بورصة جنوب أفريقيا للعقود الآجلة (SAFEX) في سنة 2001 وبورصة جنوب إفريقيا (BESA) في سنة 2009 وحاليا تقدم خدمة التعامل في كل من الأسهم والسندات وكذلك المشتقات المالية والسلع وأسعار الفائدة<sup>3</sup>، اهم القطاعات النشطة بهذه السوق قطاع الزراعة والقطاع التكنولوجي.

المؤشرات الرئيسية:<sup>4</sup>

مؤشر جوهانسبرج FTSE/JSE Top 40 ومؤشر جنوب إفريقيا 40 ومؤشر FTSE SOUTH AFRICA

بعض من أهم الشركات المدرجة<sup>5</sup>:

،Anglo American ،Sasol ،Standard Bank Group ،Old Mutual ،FirstRand Limited ،Richemont ،MTN Group

<sup>1</sup> - Sergeeva Irina, Russian Stock Market,

<sup>2</sup> - Shakill Hassan, South African Capital Markets: An Overview, Working\_Paper, October 2013, P 02.

<sup>3</sup> - <https://www.jse.co.za/about/history-company-overview>

<sup>4</sup> - [Www.Investing.Com](http://Www.Investing.Com)

<sup>5</sup> - staff writer, The biggest companies in South Africa by market cap , 16 March 2017, available on: <https://businesstech.co.za/news/business/164635/the-biggest-companies-in-south-africa-by-market-cap/>

### خلاصة الفصل:

تم التركيز في هذا الفصل على الاساس النظري للدراسة وأهم النظريات التي اعتمد عليها في التطرق الى موضوع الأسواق الناشئة، وهذا كمنطلق لدراسة مدى فعالية أي مدى تعظيم الارباح من طرف السوق المالية بالنظر الى محددات العائد من خلال توضيح أهم العوامل المحددة لعائد الاستثمار في الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة دون أن يكون لذلك علاقة بكفاءة السوق في حد ذاتها أو بتوازنها، أي مدى تحقيق الاسواق الناشئة لهدها دون تقييم كفاءتها.

اما فيما يخص مفهوم الأسواق الناشئة فهي المصطلح الذي استخدم لوصف الأسواق المالية بالبلدان النامية التي حققت عوائد أعلى نسبيا من معدلها الطبيعي، كما أنها تمتلك قدرات كبيرة تؤهلها لمواصلة النمو والتطور؛ ولا يقصد بمصطلح الناشئة حداثة النشوء وإنما الاستمرار في النمو المحقق.

لم يحدد الاقتصاديون مفهوم موحد ومتفق عليه للأسواق الناشئة إلى يومنا هذا، واختلفت المعايير المتبعة في تصنيف هذه الأسواق من قبل معظم الهيئات والمؤشرات الدولية، غير أن التعريف العام الذي يمكن استخلاصه مما سبق هو أنها تلك الأسواق التي تتواجد باقتصاديات تتميز بدخل متوسط أو منخفض وتمتلك المؤهلات اللازمة للاستمرار في تحقيق معدلات نمو معتبرة ومستمرة، كما أنها توفر فرص كبيرة للمستثمرين من خلال العوائد المرتفعة إلا أنها تتميز أيضا بارتفاع المخاطر بها.

تختلف معايير تصنيفها باختلاف الهيئات والمؤشرات العالمية المهتمة بعرض وتحديث هذه التصنيفات، وقد تتعلق هذه المعايير بالاقتصاد ككل أو بالسوق نفسها، وتعتبر كل من الصين والهند من أهم هذه الأسواق.

# الفصل الثاني

## أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة

المبحث الأول: الاستثمار المحفظي بالأسواق المالية الناشئة  
المبحث الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة.  
المبحث الثالث: تقييم أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.

### تمهيد الفصل:

بعد التطرق إلى مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومعايير تصنيفها ومختلف خصائصها وأهم هذه الأسواق، توصلنا إلى أنها مجموعة غير متجانسة ويصعب تقييمها ككتلة واحدة لذلك ارتأينا اختيار عينة من أهم هذه الأسواق التي تتوفر فيها أهم معايير التصنيف والمتفق عليها من طرف أغلب المؤسسات والمؤشرات الدولية بالمجمل على أنها أسواق ناشئة، والمتمثلة في كل من الصين، الهند، البرازيل، روسيا، تركيا، المكسيك وجنوب إفريقيا، ومن خلال هذا الفصل تم التركيز على الأداء الاستثماري الخاص بهذه الأسواق من خلال عرض البيانات المتعلقة بتطور مؤشراتنا ومختلف القطاعات النشطة بها.

كما تطرقنا أيضا إلى الاستثمار المحفظي بهذه الأسواق بالإضافة إلى تحليل تطور مختلف عوائد ومخاطر الاستثمار بها، وكذا تقييم أداءها انطلاقا من مختلف النسب المعتمدة في عملية تقييم أداء الأسواق المالية بالتركيز على الفترة 2010-2017 لأن الكثير من الاقتصاديين يرون أن سنة 2016 هي مؤشر واضح عن انتهاء قيادة هذه الأسواق للعالم من حيث جذب رؤوس الأموال، وأن أداءها سيكون في أقل مستوى له ويعود الوضع إلى مرحلة أداء الأسواق في فترة ما قبل سنة 2007.

وتم أيضا دراسة وضعية الأسواق الناشئة والتدفقات الاستثمارية المحفظية الوافدة إليها من أسهم وسندات خلال سنة 2018 بالإضافة إلى عرض آفاقها لسنة 2019.

المبحث الأول: الاستثمار المحفظي بالأسواق المالية الناشئة

نُتَم في هذا الجزء بدراسة تطورات الأسواق المالية الناشئة من حيث أداء أسواقها المالية بعرض أهم مؤشراتنا بالإضافة إلى مؤشر مورغان ستانلي كاييتال إنترناشيونال للأسواق الناشئة Emerging Markets MSCI، والذي اختص منذ سنة 1988 في عرض أداء هذه الأسواق، وحاليا يدرج المؤشر 23 دولة ضمن الأسواق الناشئة، من خلال عرض البيانات التاريخية التي يوفرها المؤشر من حيث الأداء الكلي والفردى لها، بالإضافة إلى مجمل القطاعات النشطة بها وكذا وضعيتها من حيث تدفقات وآفاق الاستثمار المحفظي.

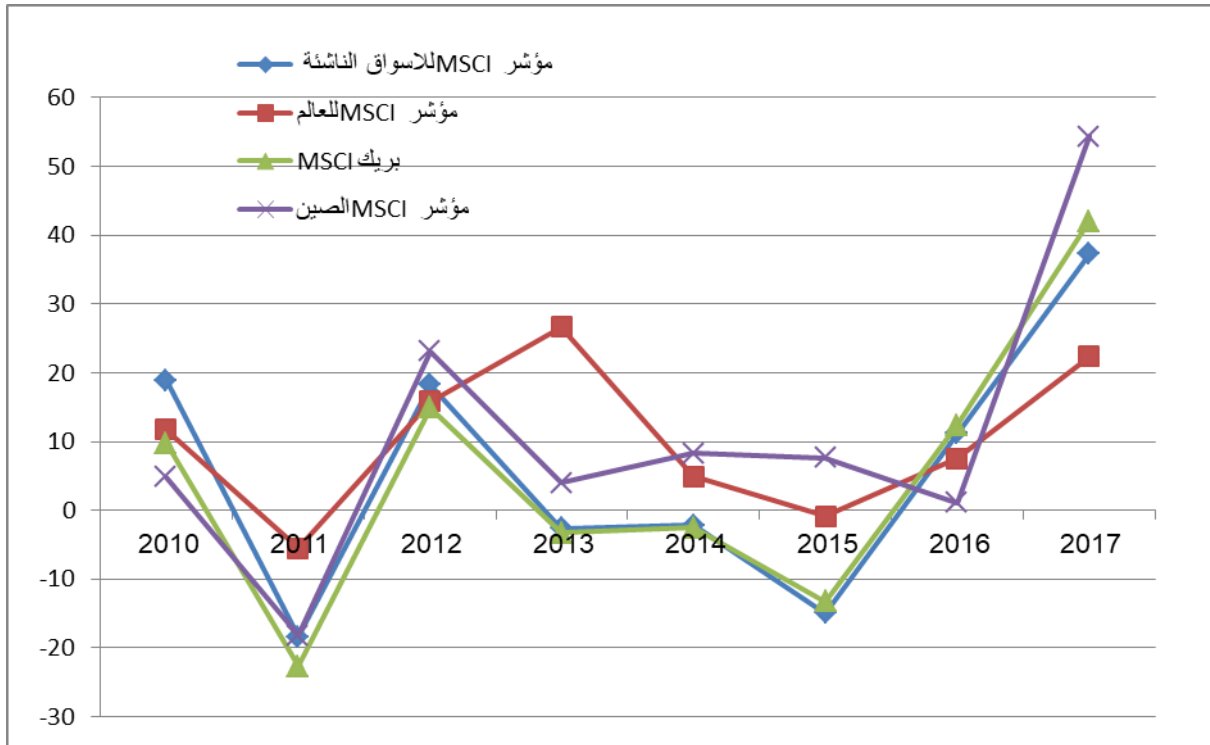
المطلب الأول: أداء مؤشرات الأسواق المالية الناشئة والقطاعات النشطة بها

من خلال هذا المطلب سيتم عرض الأداء الاستثماري الخاص بالأسواق المالية الناشئة محل الدراسة والمتمثلة في الصين، الهند، البرازيل، روسيا، تركيا، المكسيك وجنوب إفريقيا، من خلال عرض البيانات المتعلقة بتطور أدائها، بالإضافة لمختلف القطاعات النشطة بهذه الأسواق خلال الفترة 2010-2017.

أولاً: أداء مؤشرات الأسواق المالية الناشئة

يوضح الشكل الموالي تطور أداء مؤشر الأسواق الناشئة كمجموعة واحدة خلال الفترة 2010-2017

شكل رقم (01): تطور أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة مجمعة خلال الفترة 2010-2017 (%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: [www.msci.com](http://www.msci.com).

بالنظر إلى أداء مؤشر مورغان ستانلي للعالم وأداء مؤشر الأسواق الناشئة مجتمعة، نلاحظ أنها تأخذ نفس منحى الاتجاه مما يعني أن الأسواق الناشئة يؤثر أداؤها بصفة كبيرة على مؤشر العالم وهناك اختلاف فقط خلال سنة 2013 حيث واجهت الأسواق المالية اضطرابات عديدة نتيجة انتعاش الاقتصاد الأمريكي البطيء، والركود الذي شهده كل من الاقتصادين الصيني والياباني، واستمرار مشاكل ديون منطقة اليورو بالإضافة الى اضطرابات منطقة الشرق الأوسط<sup>1</sup>، ونلاحظ أيضا أن المؤشر شهد أدنى مستوى له خلال سنة 2011 قدرت بنسبة -18.88% وذلك نتيجة للركود الكبير الذي شهده الاقتصاد العالمي عقب أزمة الرهن العقاري ومخلفاتها، ليعود إلى التحسن تدريجيا خلال الفترة 2012-2014 ليعاود الانخفاض مرة أخرى ولكن بدرجة أقل خلال سنة 2015، ويرجع الاقتصاديون السبب في ذلك إلى الأزمة الصينية التي أثرت بشكل كبير على باقي الأسواق الناشئة وبالتالي أثر ذلك على مؤشر MSCI لهذه الأسواق مجتمعة، ثم ارتفع إلى حوالي 11.09% المستوى الذي لم تشهده هذه الأسواق لمدة تفوق السنة، وقد حققت بعض الأسواق الأخرى منفردة تحسنا كبيرا حيث ارتفعت مؤشرات كل من تركيا والهند.

كما نلاحظ ان مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة مطابق تماما لأداء مؤشر مورغان للبريك، مما يعكس الدور الكبير الذي تلعبه هذه الاخيرة كمجموعة بارزة ضمن الاسواق الناشئة وموجهة له بشكل كبير جدا، كما نلاحظ ايضا ان منحى اتجاه أداء السوق الصينية يعكس دورها الكبير ضمن مجموعة البريك وكذا الاسواق الناشئة ككل.

ورغم التنبؤات غير الايجابية لأداء الأسواق المالية الناشئة خلال سنة 2017 إلا أنها حققت نموا ملحوظا في عوائدها، فقد حقق مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة عوائد أكثر من 6.5% كما حقق مؤشر S & P 500 للأسواق الناشئة عوائد قدرت بـ 4.5%<sup>2</sup>.

وفيما يلي سنقوم بمتابعة أداء بعض الأسواق المالية الناشئة منفردة وأهم مؤشراتهما، وتمثل الاسواق المختارة في كل من الصين الهند روسيا المكسيك تركيا وجنوب افريقيا:

### 1. أداء مؤشرات السوق المالية الصينية:

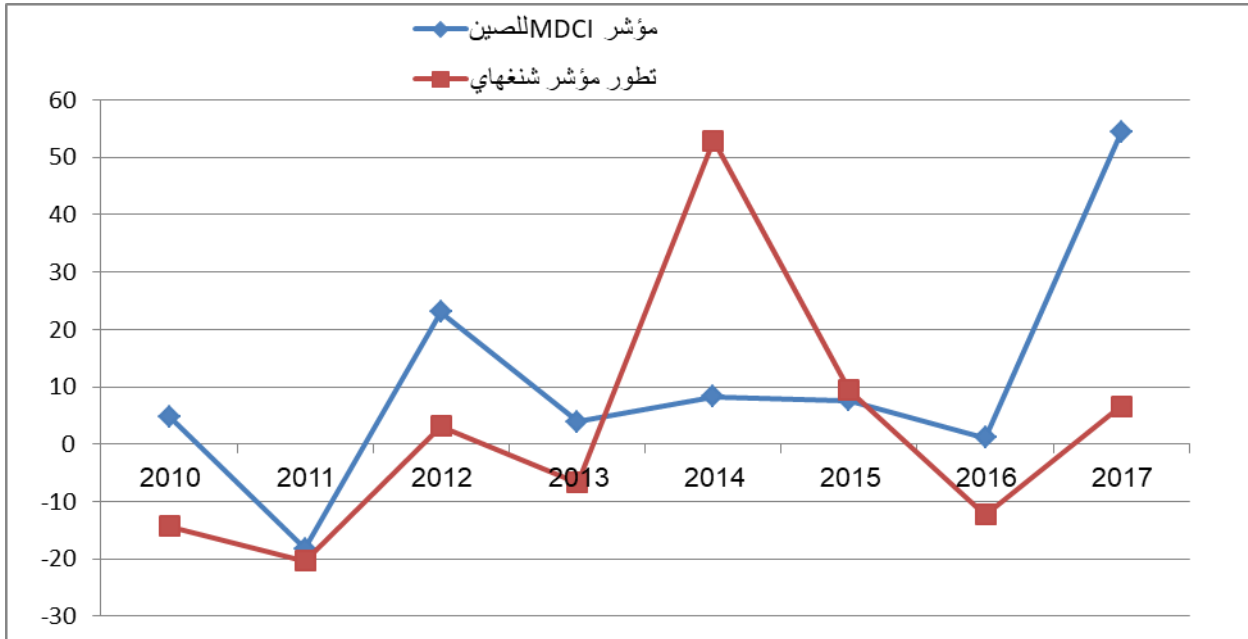
يعرض مؤشر مورغان ستانلي للصين تمثيلا للأوراق المالية ذات الرسملة الكبيرة والمتوسطة لجميع أنحاء الصين مع 152 شركة، ويغطي المؤشر نحو 85% من الأسهم الصينية.<sup>3</sup> ويوضح الشكل التالي تطور أداء السوق المالية الصينية ومؤشر شنغهاي خلال الفترة 2010-2017.

<sup>1</sup> -<https://www.avalanwealth.com/2013-review-economy-markets-2/>

<sup>2</sup> - Marvin Appel, Why Emerging Markets Remain Attractive, 08/16/2017, Available On: [www.moneyshow.com](http://www.moneyshow.com)

<sup>3</sup> - MSCI China Index, Jan 31, 2018, P 01, (02/03/2018), Available On: [www.msci.com](http://www.msci.com)

شكل رقم (02): تطور أداء السوق المالية الصينية MSCI ومؤشر شنغهاي خلال الفترة 2010-2017 (%).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع:

www.msci.com  
www.1stock1.com

نلاحظ أنه لكل من مؤشر مورغان ستانلي للصين ومؤشر شنغهاي نفس اتجاه النمو ويظهر ذلك بالنسبة لكلا المؤشرين خلال السنوات 2011، 2013، 2015 و 2016 لكن على العموم يعتبر الاتجاه العام لأداء بورصة الصين متزايداً، أما الانخفاض الملحوظ سنة 2011 فيعود إلى انعكاسات أزمة الرهن العقاري وحالة الاقتصاد المالي العالمي وإفلاس العديد من المؤسسات المالية، وبالنظر إلى أداء أسواق بعض الاقتصاديات المتقدمة وخاصة الأوروبية منها باستثناء سنة 2016 يمكننا القول أن الانخفاض في الصين لم يكن كبيراً حيث ساعدت تدخلات الحكومة الصينية في وصول المؤشر إلى أعلى مستوى له بين جويلية 2014 وجويلية 2015<sup>1</sup>، كما أننا نلاحظ أن هناك انخفاضاً ملحوظاً خلال سنة 2016 وهذا راجع إلى الخسائر التي تعرض لها مؤشر شنغهاي في نهاية سنة 2015 والتي انعكست على مؤشر مورغان ستانلي للصين وبعض الأسواق الناشئة الأخرى.

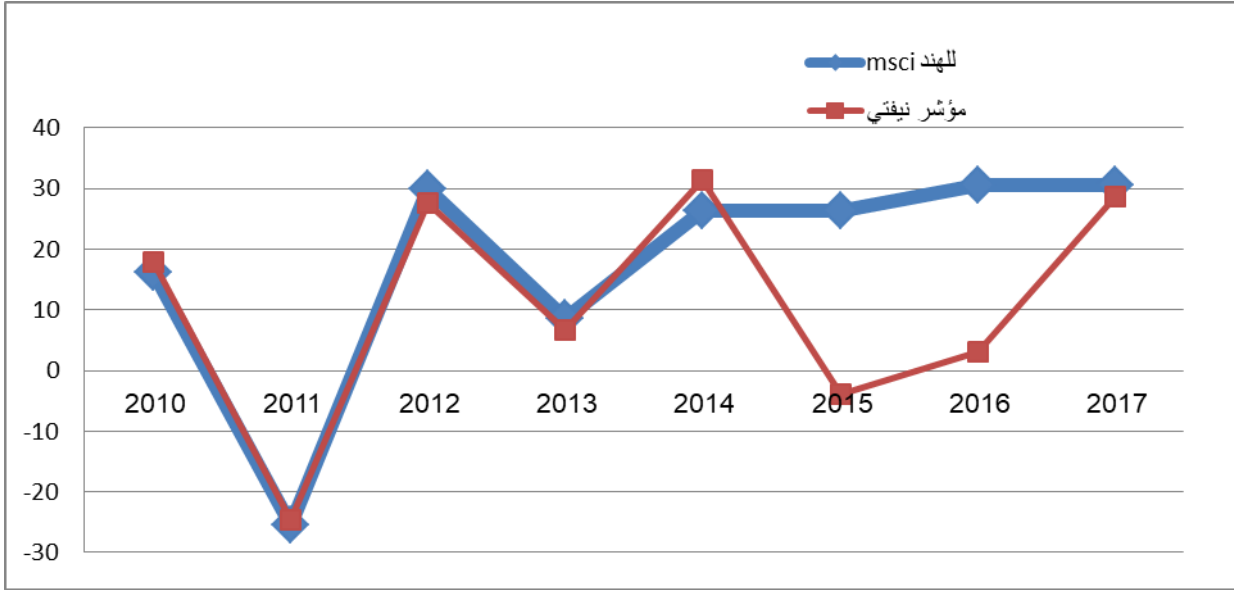
كما حقق كل من المؤشرين تحسناً في الأداء خلال سنة 2017 وكانت سنة للمكاسب القوية، حيث اتجه المستثمرون المحليون والأجانب إلى الاستثمار بالسوق الصينية على الرغم من المخاوف من تباطؤ الاقتصاد والمزيد من الإجراءات التنظيمية وتزايد الشكوك حول قدرة السوق المالية الصينية على جذب الاستثمارات خلال هذه السنة بالنظر إلى تباطؤ أدائها الاقتصادي وعملية التحول التي يشهدها الاقتصاد الصيني.

<sup>1</sup> - Timothy B. Leetim, China's stock market crash, explained in charts, Aug 26, 2015, available on: <https://www.vox.com/2015/7/8/8911519/china-stock-market-charts>

2. أداء مؤشرات السوق المالية الهندية:

تم إطلاق مؤشر مورغان ستانلي للهند في 30 أبريل 1993، وقد أنشأ لقياس أداء الشركات ذات الرصمة الكبيرة والمتوسطة في السوق الهندية ويضم 79 شركة ويغطي المؤشر نحو 85% من الأسهم الهندية.<sup>1</sup> ويوضح الشكل التالي تطور أداء السوق المالية الهندية خلال فترة الدراسة

شكل رقم (03): تطور أداء السوق المالية الهندية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع:

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

[www.1stock1.com](http://www.1stock1.com)

نلاحظ أن كلا من مؤشر مورغان ستانلي للهند ومؤشر نيفتي حققا نفس الأداء للفترة 2010=2014، فقد شهدا تراجعاً كبيراً خلال سنة 2011 من حيث معدل التغير الذي انخفض بشكل واضح مقارنة بسنة 2010، ويرجع الاقتصاديون السبب في ذلك إلى تسجيل الأسهم الهندية تراجعاً سنوياً سالباً لها خلال سنة 2011 للعوامل الاقتصادية المتعلقة بالاقتصاد الهندي والعالمي بما في ذلك ارتفاع معدلات التضخم التي قاربت 10% وتباطؤ النمو الاقتصادي وعدم اتخاذ إجراءات فعلية لتفادي نزوح المستثمرين الذين أثرت التقلبات في الأسواق المالية العالمية على قراراتهم الاستثمارية، كما تحسن أداء المؤشر الهندي سنة 2012 بالرغم من تراجع أداء الاقتصاد بعد نمو بمتوسط سنوي بلغ نحو 8% لعدة سنوات وفقدت عملة البلد الروبية حوالي 24% من قيمتها مقابل الدولار الأمريكي سنة 2011، والجدير بالذكر أن الهند نجحت بشكل ملحوظ في تشجيع الاستثمار الأجنبي الوارد على مدار خمسة وعشرون سنة من جهود الإصلاح التدريجي في مجال الاستثمار المحفزي من خلال فتح

<sup>1</sup> - MSCI India Index, Jan 31, 2018, P 01, Available On : (28/02/2018) [www.msci.com](http://www.msci.com)

اقتصادها تدريجياً أمام السيولة الأجنبية<sup>1</sup>، في حين تحسن أداء المؤشر خلال سنتي 2013 و2014 وذلك بسبب مساهمة انخفاض معدلات الاقتراض في زيادة تعزيز النمو الاقتصادي وكذا الإنتاج الصناعي وقد شهدت سنة 2014 نمواً جيداً في مؤشر الإنتاج الصناعي في الهند، وخلال النصف الأول من سنة 2014 بلغ معدل التضخم مستوى 8%، أما فيما يخص أداء المؤشرين خلال سنتي 2015 و2016 فقد شهدت انخفاً كبيراً مقارنة بمجمّل الأحجام المحققة خلال الفترة 2010-2014 ويرجع بعض الاقتصاديين ذلك عموماً إلى التحسن الكبير الذي شهده الوضع الاقتصادي بالنسبة للأسواق المتقدمة إلى جانب التراجع الذي تعرضت له السوق الصينية نهاية سنة 2015 مما أدى إلى توجه المستثمرين إلى الأسواق الكبرى بدلاً من الأسواق الناشئة وهو ما دفع إلى خروج رؤوس الأموال المستثمرة من السوق المالية الهندية وتوجهها نحو أسواق البلدان المتقدمة بالإضافة إلى تباطؤ نموها الاقتصادي وارتفاع معدلات التضخم فيها،

كما أننا نلاحظ أنه هناك تحسن في الأداء على مستوى مؤشر مورغان ستانلي للهند خلال سنة 2017، مما يجعلها أفضل سنة للاستثمار في أسواق الأسهم الهندية منذ سنة 2014 حسب معظم الاقتصاديين، وهذا بسبب التدفقات القوية للمحافظ الاستثمارية والتوقعات المتفائلة حول حدوث تحسن في النمو الاقتصادي وكذلك في أرباح الشركات الهندية<sup>2</sup>، كما أشارت التوقعات المنقحة إلى تحسن أدائها بصفة بطيئة خلال السنوات القليلة القادمة.

وبما أن الأسواق الهندية تنافس الأسواق الناشئة الأخرى وحتى الأسواق المتقدمة على اجتذاب الاستثمار المحفّظ الأجنبي والمحلي، ولإدامة تدفق الاستثمارات المحفّظة الكبيرة إلى أسواقها يتعين عليها ضمان أن تكون وجهة استثمارية جاذبة لرؤوس الأموال وهذا يجبرها على ضمان عوائد استثمارية مرتفعة وفوائد مغرية عن الاستثمار في السندات الحكومية المعروضة<sup>3</sup>.

### 3. أداء مؤشرات السوق المالية البرازيلية:

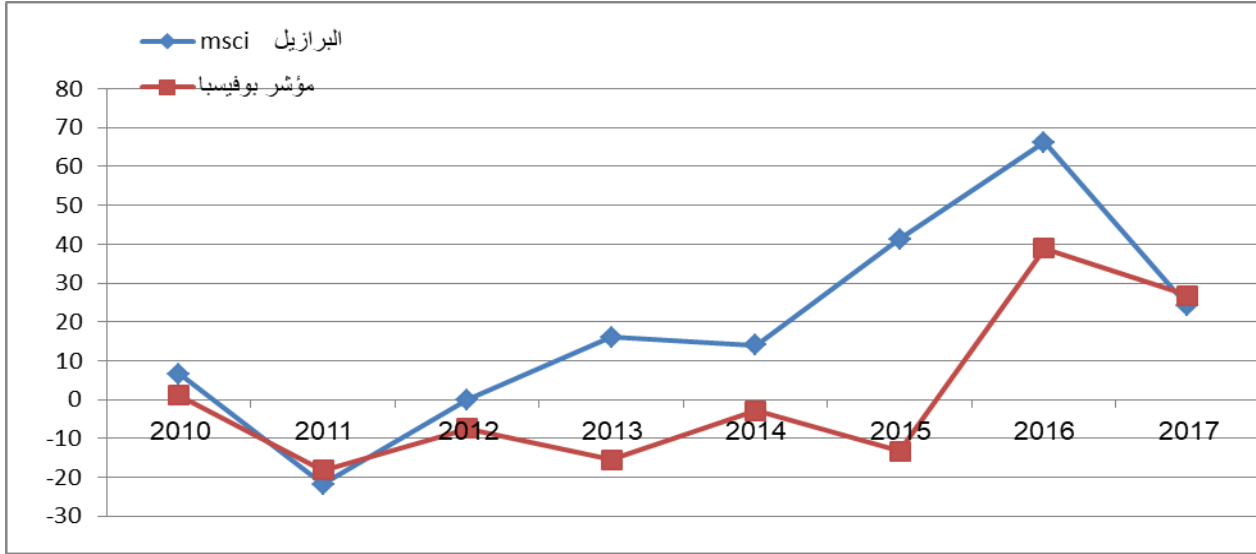
تم إطلاق مؤشر مورغان ستانلي البرازيلي في 01 جانفي 2001، وقد أنشأ لقياس أداء الأوراق المالية ذات الرسملة الكبيرة والمتوسطة من السوق البرازيلية ويضم المؤشر 53 شركة كما يغطي نحو 85% من الأسهم البرازيلية. ويوضح الشكل التالي تطور أداء السوق المالية البرازيلية خلال فترة الدراسة.

<sup>1</sup>- Peter N Varghese AO, AN INDIA ECONOMIC STRATEGY TO 2035 NAVIGATING FROM POTENTIAL TO DELIVERY, The Investment Story, AN INDIA ECONOMIC STRATEGY TO 2035 NAVIGATING FROM POTENTIAL TO DELIVERY A report to the Australian Government, 27 April 2018, <https://dfat.gov.au/geo/india/ies/chapter-2.html>

<sup>2</sup>- Pavan Burugula, In 2017, Indian markets clock best returns in three years, December 30, 2017, available on: [https://www.business-standard.com/article/markets/in-2017-markets-clock-best-returns-in-three-years-117122901088\\_1.html](https://www.business-standard.com/article/markets/in-2017-markets-clock-best-returns-in-three-years-117122901088_1.html)

<sup>3</sup>- Priya Behal And Kriti Awasthi, Foreign Portfolio Investment Fpi, P 8, available on: <https://Sims.Edu/Wp-Content/Uploads/2017/01/Document4.Pdf>

شكل رقم (04): تطور أداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017 (%).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقعي:

www.msci.com

www.1stock1.com

نلاحظ أن كل من مؤشر مورغان ستانلي ومؤشر سوق ساو باولو بوفيسيبا (BVSP) حققا أدنى مستوى لهما خلال سنة 2011 نتيجة انعكاسات أزمة الرهن العقاري على الأسواق العالمية والبرازيلية، في حين ان ادائها كان متذبذبا خلال الفترة 2012-2017، كما تراجعت مؤشرات السوق المالية البرازيلية بصفة عامة خلال سنتي 2013 و 2015 و 2017 وبدأت خلال 2016 تدريجيا باستعادة ثقة المستثمرين بعد التباطؤ الذي شهدته، بالرغم من تراجع العملة البرازيلية الريال أمام الدولار بنحو 5% خلال نفس السنة، وتزايد المخاوف من تداعيات انتخاب دونالد ترامب رئيسا للولايات المتحدة، بالإضافة إلى ارتفاع مستويات التضخم وارتفاع أحجام الدين العام وكذا نقص إمكانيات تطوير المشاريع التنموية الزراعية والصناعية بشكل كبير وكذلك معدلات النمو بسبب حالة الركود الاقتصادي مع انكماش إجمالي الناتج المحلي وتراجع كل من الإنتاج والطلب وارتفاع معدل البطالة والعجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات.<sup>1</sup>

وبالرغم من الأداء غير الجيد للاقتصاد البرازيلي خلال سنة 2016 الا ان السوق المالية حققت أداء معتبرا ويرجع الاقتصاديون ذلك إلى ارتفاع أسعار المواد الأولية، ويتركز سوق الأوراق المالية البرازيلية بدرجة كبيرة على عدد مخفض من الشركات مقارنة بالأسواق المتقدمة، ويعود تراجع النمو عموما بهذه السوق إلى الانكماش الكبير في قطاع الإنتاج الصناعي بالإضافة إلى المستهلك البرازيلي المتقل بالديون، الى جانب تراجع النمو العالمي خاصة في الصين وانخفاض أسعار السلع التي تقوم البرازيل بتصديرها، وعلى عكس بعض الأسواق الناشئة الأخرى حققت السوق البرازيلية تراجعا خلال سنة 2017.

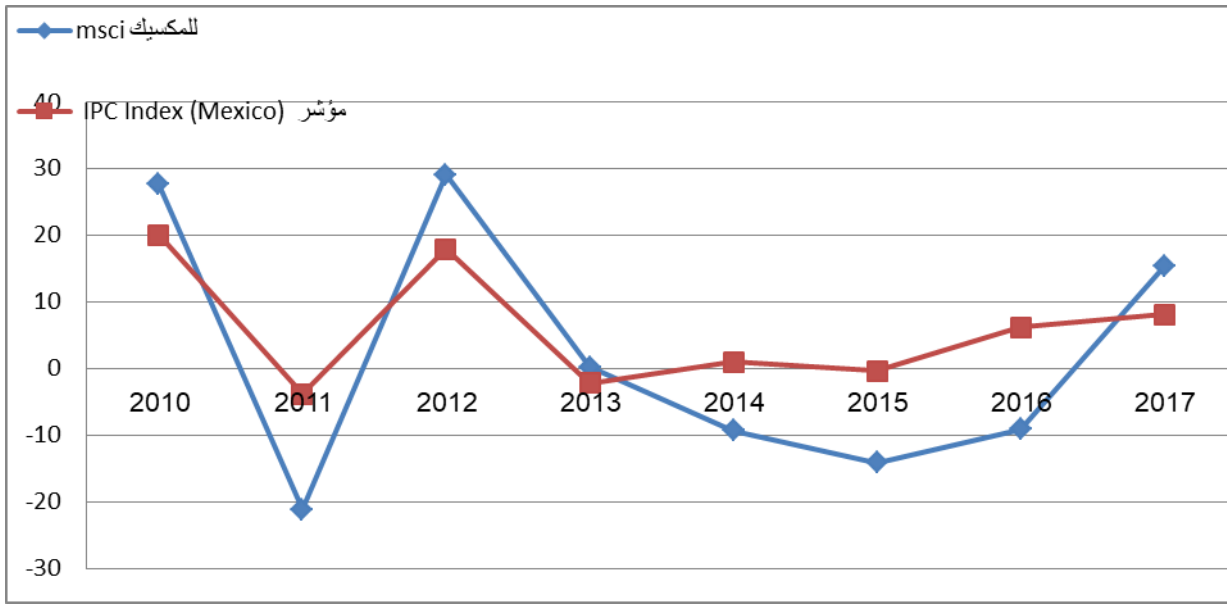
<sup>1</sup> - Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean ▪ 201, p 01, Available On: [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40826/1601259BP\\_Brazil\\_en.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40826/1601259BP_Brazil_en.pdf)

4. أداء مؤشرات السوق المالية المكسيكية:

تم إطلاق مؤشر مورغان ستانلي المكسيكي في 01 جانفي 2001 وقد صمم مؤشر مورغان ستانلي لقياس أداء الشركات ذات الرسملة الكبيرة والمتوسطة من السوق المكسيكية ويضم المؤشر 26 شركة ويغطي ما يقرب من 85% من رسملة السوق في المكسيك.<sup>1</sup>

ويوضح الشكل التالي تطور أداء السوق المالية المكسيكية خلال فترة الدراسة

شكل رقم (05): تطور أداء السوق المالية المكسيكية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

www.msci.com  
www.investing.com

نلاحظ أن كل من مؤشر MSCI ومؤشر IPC حققا أداء ضعيفا خلال سنة 2011، وعلى عكس أداء السوق المالية حقق الاقتصاد المكسيكي نموا سريعا خلال 2011، وتصدر المصانع المكسيكية كميات قياسية من التلفزيونات والسيارات والكمبيوترات والأجهزة المنزلية، لتحل محل بعض السلع الصينية التي تستوردها الولايات المتحدة فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي للمكسيك نموا 3,9%، في حين أن الانخفاض كان واضحا في نسبة تغير المؤشر خلال سنتي 2014-2015 ويعود هذا التذبذب إلى عدة عوامل تتمثل في أن الاقتصاد المكسيكي يعتمد بشكل كبير على اقتصاد الولايات المتحدة، حيث إن 80% من الصادرات المكسيكية تتجه إلى الولايات المتحدة الأمريكية، وخلال سنة 2016 أظهرت بيانات السوق المالية انخفاض المؤشر الرئيسي لسوق مكسيكو حيث تعتبر المكسيك أكثر دولة تأثرت بنتيجة الانتخابات الأمريكية، جراء تخوفها من تلميحات ترامب خلال حملته باحتمال إلغاء اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية نافتا وسببت تصريحات المتحدث باسم البيت الأبيض هبوط البيزو

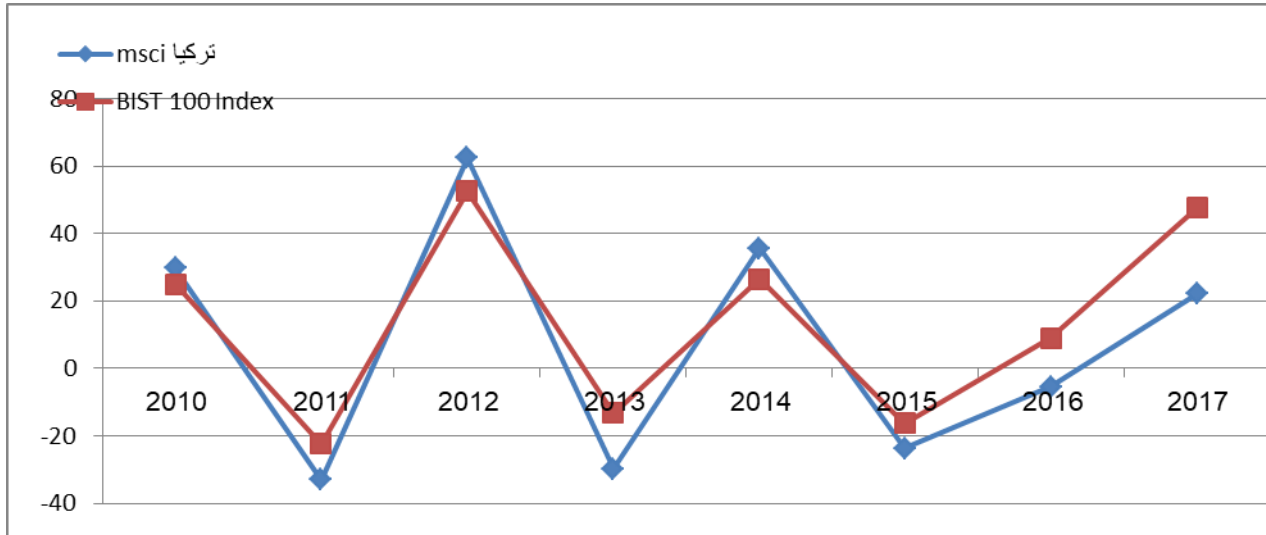
<sup>1</sup> - MSCI Mexico Index, Jan 31, 2018, P 01, Available On: (28/02/2018)  
www.msci.com

المكسيكي إلى أدنى مستوياته وتراجعت العملة المكسيكية أمام الدولار بنسبة 3% سنة 2016، ليتحسن بشكل طفيف أداء السوق المالية خلال سنة 2017 في حين ان البيانات الاقتصادية للمكسيك كشفت عن انكماش الناتج المحلي الإجمالي في هذه السنة على الرغم من انتعاش نشاط كل من قطاع الإنتاج وقطاع الخدمات، إلا أن القطاع الصناعي استمر في التراجع خاصة في مجالي التعدين والبناء اللذان شهدا حالة من الركود الكبير.<sup>1</sup>

#### 5. أداء مؤشرات السوق المالية التركية:

تم إطلاق مؤشر مورغان ستانلي التركي في 31 جانفي 1990 وأنشأ لقياس أداء فئات السوق ذات الرصعة الكبيرة والمتوسطة للسوق التركية والتي تشمل 25 مكونا ويغطي المؤشر نحو 85% من الأسهم في تركيا.<sup>2</sup> ويوضح الشكل تطور أداء السوق المالية التركية خلال فترة الدراسة

شكل رقم (06): تطور أداء السوق المالية التركية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

www.msci.com  
www.investing.com

نلاحظ من خلال البيانات التاريخية لمؤشر مورغان ستانلي ومؤشر سوق اسطنبول XU100 أن أحجام الاستثمار في السوق المالية التركية حققت معدلات التغيير فيها انخفاضا ملحوظا خلال السنوات 2011، 2013 و 2015، أما فيما يخص السنوات الأخرى فقد كان الأداء بها جيدا، كما يلاحظ أن مؤشر MSCI كان أكثر انخفاضا، ويرجع الاقتصاديون أسباب الانخفاض الكبير في سنة 2011 إلى مخلفات أزمة الرهن العقاري التي أثرت على الدول الأوروبية بشكل مباشر وكبير والتي انعكست تداعيتها على الاقتصاد التركي أيضا وبالتالي اثر ذلك على السوق المالية التركية، وكذا التذبذبات التي شهدتها الأسواق الناشئة عند نهاية 2013، وقد انخفض

<sup>1</sup> - <https://www.focus-economics.com/country-indicator/mexico/stock-market>

<sup>2</sup> - Msci Turkey Index, Jan 31, 2018, P 01. (28/02/2018), Available On: [www.Msci.Com](http://www.Msci.Com)

أداء جميع الأسواق الناشئة وكان تأثير ذلك محسوساً أيضاً على الأسواق المتقدمة إضافة إلى تأثيره كذلك بانخفاض قيمة العملة التركية الليرة<sup>1</sup>، وفي سنة 2014 ظلت عوائد السندات الحكومية ثابتة عند 8,77% بالرغم من الأداء غير المحفز لمختلف المؤشرات الاقتصادية كالنمو الاقتصادي الذي نما بنسبة تقل عن 3% والذي اعتبر أقل من المتوقع بكثير، وكذا التراجع الملحوظ لسعر صرف الليرة أمام الدولار الأمريكي<sup>2</sup>.

ويربط الاقتصاديون التراجع في أداء السوق المالية التركية خلال سنة 2015 بتراجع النشاط الاقتصادي، وزيادة معدلات البطالة حيث ارتفع معدل البطالة إلى 10.3% في 2015 بسبب انخفاض أسعار الطاقة والمعادن التي تحتل جزءاً كبيراً من الواردات كما انخفضت الصادرات إلى 8.7% وكل هذه المؤشرات يعتقد أنها أثرت على أداء السوق التركية خلال نفس الفترة.

كما لاحظنا ان السوق شهدت تراجعاً معتبراً خلال سنتي 2015 و2016 مقارنة بسنة 2014، حيث انخفضت أسعار الأسهم بشكل حاد لتلحق خسائر كبيرة في السوق المالية التركية عقب الاضطرابات التي تلت محاولة الانقلاب على الرئيس اردوغان، حيث انخفض مؤشر السوق بنسبة سالبة قدرت بحوالي 7.1%-، وانخفضت معظم مكوناته باستثناء البعض منها فقط<sup>3</sup>، وكان متوقع ان تؤثر حالة عدم اليقين والاضطراب السياسي المصاحب لها لسنوات متتالية الا ان أداء السوق كان عكس التوقعات وتحسن خلال السنوات الموالية 2016-2017.

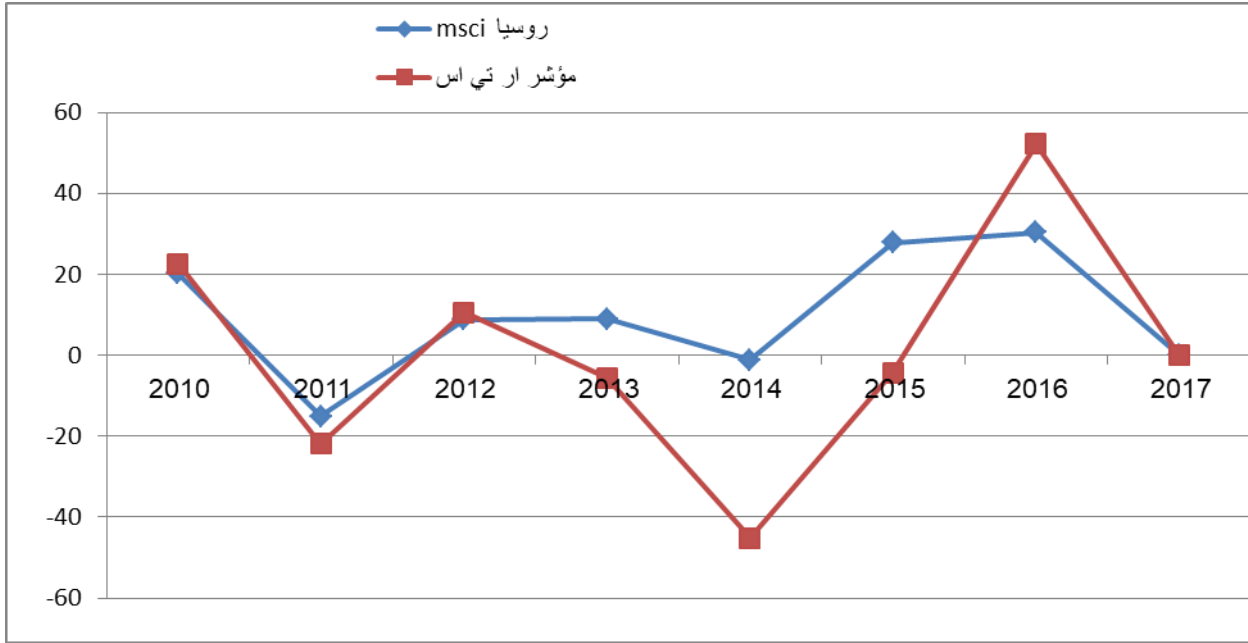
وقد لوحظ أيضاً خلال سنة 2017 تحسن مؤشر مورغان ستانلي التركي مقارنة بسنة 2016 كما هو الحال بالنسبة لجل الاسواق الناشئة الاخرى، وتعتبر سنة 2017 الاقل تقلباً من حيث أداء الاسواق المالية العالمية والناشئة إذ بعد السنوات العصيبة التي شهدتها اقتصاديات هذه الاسواق وتأثر عملاتها بشكل ملحوظ تناقص تخوف المستثمرين من هذه التقلبات وتحسن بذلك أداء اسواقها.

### 6. أداء مؤشرات السوق المالية الروسية:

تم إطلاق مؤشر مورغان ستانلي الروسي في 01 ديسمبر 1996 وقد أنشأ لقياس أداء الشركات الكبيرة والمتوسطة من السوق الروسية يضم المؤشر 22 مكوناً، ويغطي ما يقرب من 85% من رسملة السوق في روسيا. ويوضح الشكل التالي تطور أداء السوق المالية الروسية خلال فترة الدراسة.

<sup>1</sup> - Matthew Lynn, Why an Emerging-Markets Crash Wouldn't Matter, Jan 29, 2014  
[Http://www.marketwatch.com/story/why-an-emerging-markets-crash-wouldnt-matter-2014-01-29](http://www.marketwatch.com/story/why-an-emerging-markets-crash-wouldnt-matter-2014-01-29)  
<sup>2</sup> - <https://www.wsj.com/articles/turkeys-2014-gdp-below-official-expectations-1427817362>  
<sup>3</sup> - Ciara Linnane, Turkish Etf Falls with Losses In Domestic Market, July 18, 2016,  
[Http://www.marketwatch.com/story/turkish-etf-falls-with-losses-in-domestic-market-2016-07-18](http://www.marketwatch.com/story/turkish-etf-falls-with-losses-in-domestic-market-2016-07-18)

شكل رقم (07): تطور أداء السوق المالية الروسية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

www.msci.com

www.investing.com

نلاحظ أن كل من مؤشر RTS ومؤشر MSCI لروسيا لهما نفس الاتجاه عموماً مما يعني أن مؤشر RTS الأكثر تأثيراً في السوق الروسية وأهم مؤشراً، كما نلاحظ أن مؤشر RTS حقق تراجعاً كبيراً من حيث نسب التغير خلال سنة 2014 و 2015 قدر بحوالي -45,19% و -4,26% وهذا بسبب اتخاذ الحكومة الروسية العديد من الإجراءات التي من شأنها التأثير على العملة كرفع أسعار الفائدة في سنة 2014 للحد من الانخفاض السريع في قيمة العملة الروسية الروبل، وإضافة لارتباط مؤشر RTS بتقلبات أسعار صرف الروبل فإنه كان أيضاً أكثر حساسية للأحداث الخارجية العالمية فقد ظل هذا المؤشر منخفضاً خلال الفترة (2011-2015) كما أظهر اتجاهها تنازلياً طويلاً الأجل<sup>1</sup>، ويعود السبب في ذلك إلى فقد الروبل ما يقارب من نصف قيمته منذ بداية سنة 2014 بسبب التوترات الدولية الناجمة عن الأزمة الأوكرانية، ولكن بشكل رئيسي يعود ذلك إلى انخفاض أسعار النفط حيث يعتمد الاقتصاد الروسي بقوة على أسعار النفط والغاز، اللذين يشكلان نحو 60% من صادرات البلاد، وفي سنة 2015 قام البنك المركزي الروسي بتخفيض أسعار الفائدة بشكل كبير وذلك لمنح الاقتصاد فرصة للنمو الأمر الذي سمح بتراجع نسبة الانخفاض قليلاً.

كما نلاحظ أنه خلال سنة 2016 حقق المؤشرين معدلات نمو معتبرة واعتبرت السوق الروسية من بين الأسواق الناشئة الأفضل أداءً لهذه السنة كما عززت وكالة ستاندرد آند بورز تصنيفها الائتماني الروسي من سلبي

<sup>1</sup> - Boris Rubtsov and Natalya Annenskaya, Factor Analysis of the Russian Stock Market, Journal of Reviews on Global Economics, Canada, 2018, Vol. 7 P 418.

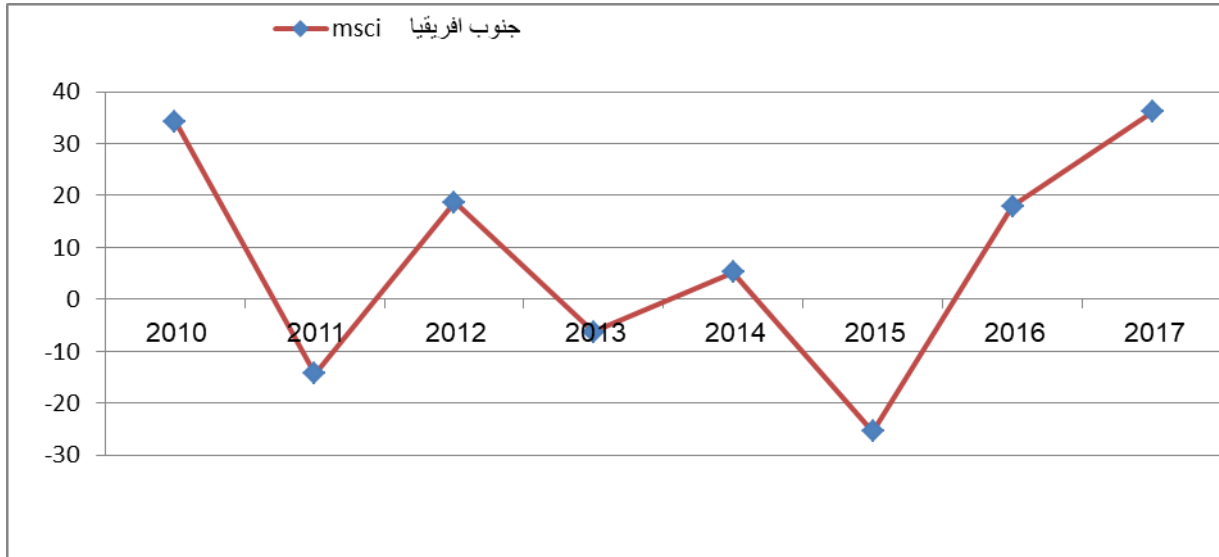
إلى مستقر نظرا لانخفاض المخاطر الخارجية<sup>1</sup>، في حين أنها وعلى غرار مؤشر تركيا حقق مؤشر روسيا انخفاضا كبيرا خلال سنة 2017 بالرغم من التوقعات الايجابية السابقة ويرجع بعض الاقتصاديين هذا الانخفاض الى التخوف من استمرار فرض العقوبات على الاقتصاد الروسي الذي خلق تخوفا من انعكاساتها الامر الذي أثر بشكل كبير على قرارات المستثمرين وتوجهاتهم.

#### 7. أداء السوق المالية لجنوب إفريقيا:

تم إطلاق مؤشر مورغان ستانلي لجنوب إفريقيا يوم 01 جانفي 2001، وأنشأ هذا المؤشر لقياس أداء الاوراق المالية ذات الرسملة الكبيرة والمتوسطة، يضم المؤشر 52 شركة ويغطي نحو 85 % من رسملة السوق المالية في جنوب إفريقيا.<sup>2</sup>

والشكل التالي يبين تطور أداء السوق المالية بجنوب إفريقيا خلال فترة الدراسة

شكل رقم (08): تطور أداء السوق المالية بجنوب إفريقيا خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: [www.msci.com](http://www.msci.com)

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن مؤشر MSCI لجنوب إفريقيا وعلى غرار السوق المالية التركية حقق انخفاضات ملحوظة في السنوات 2011 و 2013 و 2015 ويعود السبب في ذلك إلى الانخفاض الملموس في مختلف الأسواق الناشئة وتراجع الاقتصاد العالمي ككل بسبب مخلفات أزمة الرهن العقاري وبسبب الحالة الاقتصادية العالمية والتباطؤ الكبير أيضا في بعض الاقتصاديات الناشئة، بالإضافة إلى الأزمة التي حدثت بالسوق المالية الصينية في أوت 2015 التي أثرت على بعض الأسواق الناشئة الأخرى والتي تربطها علاقات اقتصادية بها كجنوب إفريقيا؛

<sup>1</sup> - Russian Stock Market Soars In 2016, Feb. 14, 2017, available on: <https://seekingalpha.com/article/4045602-russian-stock-market-soars-in-2016>

<sup>2</sup> - Msci South Africa Index, Feb 28, 2018, P 1, (03/03/2018) , Available On: [www.msci.com](http://www.msci.com)

إلا أن هذا التراجع الذي شهدته السوق المالية بجنوب إفريقيا تحسن بشكل لافت خلال سنة 2016 كما هو الحال بالنسبة لمعظم الأسواق الناشئة الأخرى كروسيا وتركيا وحتى الصين، ليحقق المؤشر سنة 2017 نموا كبيرا وملحوظا، حيث قدر أداء العوائد خلال هذه السنة بما يقارب 36% بارتفاع قدر بأكثر من الضعف.

إذن نلاحظ أن أداء الأسواق المالية الناشئة كان متباينا ويختلف من مؤشر لآخر إلا أنه على العموم يمكن القول أنه في المجمل حققت هذه الأسواق انخفاضات ملحوظة خلال السنوات 2011 و 2013 و 2015 وهذا بسبب كل من أزمة الرهن العقاري ومخلفاتها والحالة الاقتصادية العامة للاقتصاد العالمي والتي اتسمت بالتباطؤ، وكذا التباطؤ الكبير الذي حدث في السوق الصينية سنة 2015 نتيجة تراجع أسعار الأسهم الصينية لمدة 30 اسبوع منذ منتصف 2015 وتعليق المئات من الشركات الصينية تعاملاتها، وتدخل السلطات في العديد من التدابير بما في ذلك التخفيض المفاجئ لسعر الفائدة والذي يرى بعض المحللين إنه أزم الأمر وأدى فقط إلى زيادة القلق لدى المستثمرين، وقد أثر ذلك أيضا على أداء بعض الأسواق الناشئة الأخرى، كما لاحظنا أنه هناك تراجع في الأداء عموما خلال سنة 2016 خاصة في الاسواق الصينية التي تؤثر بشكل كبير على أداء الاسواق الناشئة مجمعة، و ظهر الاختلاف جليا في سنة 2017 حيث حققت بعض الاسواق تحسنا كبيرا كجنوب إفريقيا والهند في حين أن البعض الآخر تراجع أداء مؤشراتهما خلال نفس السنة كروسيا والبرازيل، ولكن على العموم اعتبر الاقتصاديون سنة 2017 استثناء ومخالفا للتوقعات المتشائمة بخصوص هذه الاسواق.

### ثانيا: القطاعات النشطة بالأسواق المالية الناشئة

لقد أصبحت المنافسة السوقية بعد سنة 2000 بالأسواق الناشئة أكثر ابتكار من قبل، فقد تزايدت التنافسية بشكل ملحوظ بالشركات المتخصصة في قطاع التكنولوجيا والرعاية الصحية وقطاع الخدمات وغيرها من القطاعات الأخرى التي ساهمت كثيرا في زيادة فرص نمو الأسواق الناشئة بالعالم، والواقع أننا نشهد تحولا في نمو الفرص المتاحة بمختلف القطاعات<sup>1</sup>؛

وتنافس الاسواق الناشئة فيما يخص قطاع الموارد في إفريقيا الاسواق العالمية على الموارد الثلاث الأساسية والمتمثلة في المعادن والنفط والأرض، إذ يشهد الاستثمار الصيني في قطاع التعدين تطورا كبيرا كما تعتبر شركات الطاقة الآسيوية خاصة الأكثر استثمارا بقطاعي النفط والغاز في إفريقيا، وهناك الكثير من الاهتمام من قبل الصين والهند بهذا القطاع، كما أصبحت البرازيل والهند والصين من أكبر المستثمرين في الزراعة الإفريقية في السنوات الأخيرة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Howard Schwab And Trent Debruin, The Evolving Emerging Markets Opportunity Set, January 2016 // Driehaus Capital Management, P01.

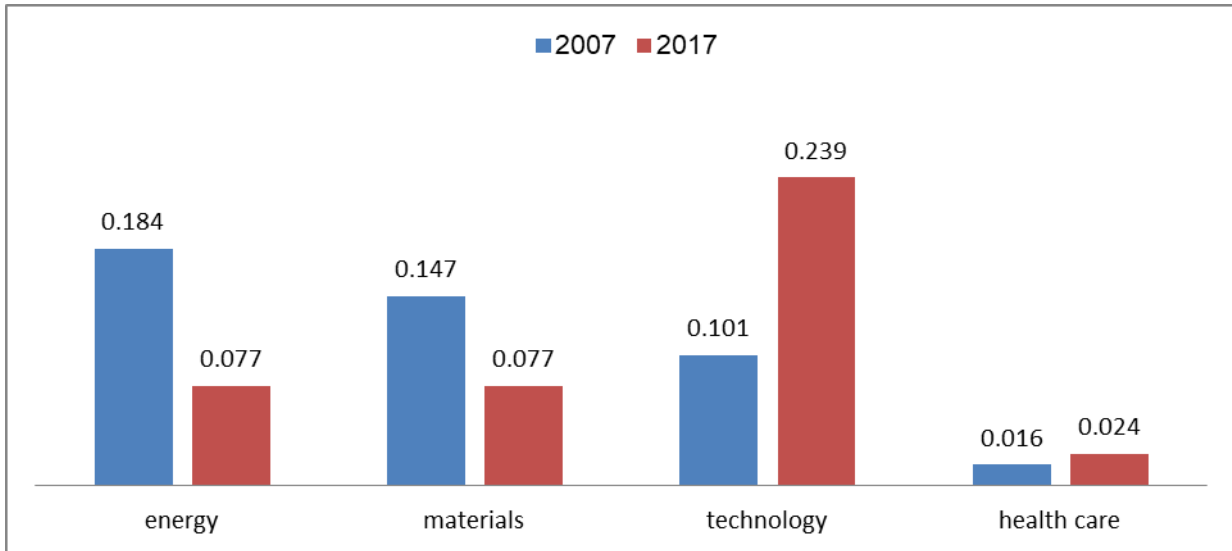
<sup>2</sup> - Fantu Cheru, Les Economies Emergentes Et Les Ressources Naturelles De L'afrique : Eviter La « Malédiction Des Ressources » Et Bâtir Des Sociétés Plus Résilientes, L'institut Nord-Sud, 2014, P 06-07-08  
[Http://www.nsi-ins.ca/wp-content/uploads/2014/05/Brief-Cheru-Emerging-Economies-French](http://www.nsi-ins.ca/wp-content/uploads/2014/05/Brief-Cheru-Emerging-Economies-French)

إذن فالطاقة والموارد قطاعان أساسيان بهذه الأسواق هذا بالإضافة إلى العديد من القطاعات الأخرى كقطاع الاتصالات والسلع الاستهلاكية والقطاع المالي وغيرها.

وتشمل الأسواق الناشئة التي توفر أفضل الفرص للاستثمارات في القطاع المالي بلدان البرازيل وروسيا والهند والصين فضلا عن المكسيك واندونيسيا وتركيا ومن المتوقع أن تحتفظ مجموعته السبعة بما يزيد عن 50% من الودائع المصرفية في جميع أنحاء العالم بحلول 2035.<sup>1</sup>

كما حقق قطاع الصناعة في مجال التكنولوجيا قفزة نوعية في الأداء بالأسواق الناشئة وتعتبر الصين رائدة في هذا القطاع حيث هناك بعض الصناعات مثل التجارة الإلكترونية وتصنيع التكنولوجيا الفائقة التي اجتذبت الكثير من الاستثمارات للصين وساعدت في الوصول إلى مستويات كبيرة من النمو الذي شهدته قبل سنوات<sup>2</sup>، كما أنه لقطاع الطاقة أيضا مكانة معتبرة بالأسواق الناشئة حيث تعتمد عليه كل من جنوب إفريقيا وروسيا، ويمثل الشكل تطور القطاع الصناعي بالأسواق الناشئة بين سنتي 2007 و2017.

شكل رقم (09): تطور قطاع الصناعة في الأسواق الناشئة بين سنتي 2007 و2017



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على [www.msci.com](http://www.msci.com)

تعتبر الصناعة من أهم القطاعات النشطة بالأسواق الناشئة والتي ساهمت بشكل كبير في تطوير هذه الأسواق وتحقيقها لمعدلات نمو معتبر وتعتبر تكنولوجيا المعلومات الصناعة الرائدة بهذا القطاع ويوضح الشكل تطور قطاع تكنولوجيا المعلومات من 10.1% سنة 2007 ليرتفع إلى ما يقارب 24% خلال سنة 2017 وهذا يعكس اهتمام القائمين على السياسات الاقتصادية بالبلد بهذا النوع من الصناعات بالإضافة إلى قطاع

<sup>1</sup> - J.B. Maverick, What Emerging Markets Are Best Suited For Investing In The Financial Services Sector?, (05/03/2016), Available On:

<https://www.investopedia.com/ask/answers/030215/what-emerging-markets-are-best-suited-investing-financial-services-sector.asp>

<sup>2</sup> - Sara Hsu , China Is Set To Lose Its 'Emerging Market' Status As Growth Continues To Decline, Jan 25, 2018, [www.forbes.com](http://www.forbes.com)

الطاقة الذي شهد تطورا ملحوظا وارتفاعا كبيرا مقارنة بسنة 2007 ثم يليهما كل من قطاع الموارد وكذلك العناية الصحية، وكذلك خلال سنة 2016 حقق القطاع التكنولوجي معدلات معتبرة تؤكد تأثيره الكبير على السياق الكلي لمؤشر الأسواق الناشئة.

كما يمثل الجدول التالي الأوزان النسبية لهذه القطاعات بأهم الأسواق الناشئة لسنة 2017.

جدول رقم (07): التوزيع النسبي لأهم القطاعات بالأسواق الناشئة لسنة 2017.

القطاعات	الأوزان النسبية
تكنولوجيا المعلومات	27.38%
القطاع المالي (البنوك والمؤسسات المالية)	24.27%
قطاع المستهلكين	9.86%
القطاع الأول "الموارد"	7.46%
قطاع الطاقة	7.2%
السلع الاستهلاكية	6.3%
القطاع الصناعي	5.18%
قطاع الخدمات الاتصالية	4.58%
قطاع الصحة	2.76%
قطاع العقارات	2.67%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

MSCI Emerging Markets Index, Feb 28, 2018, P 02.

نلاحظ أن قطاع تكنولوجيا المعلومات حقق ما يعادل 27.38% من إجمالي القطاعات النشطة بالأسواق الناشئة خلال سنة 2017 ويليه القطاع المالي بنسبة مساهمة قدرت 24.27% وكذلك يعتبر كل من قطاع الخدمات وقطاع العقارات من بين أهم القطاعات النشطة بسوق الأسواق الناشئة خلال 2017، كما يعتبر قطاع المستهلكين أيضا من القطاعات ذات الأهمية الكبيرة بهذه الأسواق ففي الصين اعتمدت شركات المنتجات الاستهلاكية تاريخيا على الكثير من الإجراءات لحماية حصتها في السوق حيث اعتمدت التسويق من خلال شبكة الإنترنت وزادت المنافسة والابتكار وأصبحت سوق التجزئة في الصين عبر الإنترنت الأكبر في العالم، حوالي 80% أكبر من الأسواق الأمريكية مع ما يقارب 630 مليار دولار أمريكي من المبيعات في سنة 2015<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Jerry Zhang, How To Track China's Fast-Changing Consumer Sector, June 2016, P 02.  
Www.Wellscap.Com/Pdf/Expert\_Commentary/Chinas\_Fast\_Changing\_Consumer

وخلال سنة 2011 مثل قطاع الطاقة 58 % من سوق الأوراق المالية الروسية وهذا هو السبب في أن ارتفاع أسعار السلع الأساسية ولاسيما الغاز والنفط، التي لها تأثير كبير على الشركات ذات الصلة بهذا النوع من السلع على الرغم من أن الدراسات السابقة أثبتت أن العلاقة بين أسعار النفط وسوق الأسهم الروسية لا تعتمد بالضرورة اعتمادا كبيرا على سعر النفط في السنوات الأخيرة، حيث ان تأثير أسعار النفط وأسعار صرف العملات الأجنبية على معدلات العوائد بالأسواق الروسية قد تضاعف في حين أن تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية العالمية قد ارتفع<sup>1</sup>، كما تحسن أداء الأسواق الناشئة بنسبة 18.5% لسنة 2017، بقيادة قطاع التكنولوجيا الذي ارتفعت عوائده بنسبة 35% وقد ساهمت العديد من العوامل في ذلك كالتحول إلى التجارة عبر الإنترنت وقدرة شركات الإنترنت على توليد إيرادات إعلانية معتبرة<sup>2</sup>، ولعل احسن مثال على ذلك شركة علي اكسبريس الصينية، كما يعتبر قطاع المستهلكين من بين القطاعات المساهمة بشكل كبير في تطور أداء المؤشر الإجمالي للأسواق الناشئة حيث حققت عوائده نموا ملحوظا خلال 2016 و2017، حيث قدرت عوائد قطاع المستهلكين بـ 1.9 % خلال سنة 2016 و2.1 % في 2017<sup>3</sup>.

### المطلب الثاني: تدفقات الاستثمار المحفزي بالأسواق المالية الناشئة

تم التطرق في هذا المطلب إلى عرض وتحليل تدفقات المحافظ الاستثمارية بالأسواق الناشئة كون تدفقات المحافظ هي أهم مكون للتدفقات الرأسمالية بالأسواق المالية والتي عادة ما تكون أكثر أنواع التدفقات تقريبا وأكثرها تأثرا بالتقلبات<sup>4</sup>، وذلك من خلال عرض بيانات هذه التدفقات خلال الفترة 2010-2017 ثم التفصيل فيها أكثر من خلال التدفقات المحفزية الخاصة بالأسهم والتدفقات الخاصة بالسندات في أهم الأسواق الناشئة كالصين الهند وروسيا وتركيا وجنوب إفريقيا والمكسيك والبرازيل والتي من شأنها إعطاء نظرة عامة حول جاذبية الأسواق الناشئة للاستثمار المحفزي.

### أولا: التدفقات الاستثمارية الوافدة للأسواق الناشئة

يعكس تدفق المحافظ الاستثمارية بالأسواق الناشئة قدرتها على توفير فرص استثمارية للمستثمرين سواء الأجانب أو المحليين، وقد تم التطرق من خلال هذا الجزء إلى أحجام تدفقات المحافظ عموما من خلال عرض صافي التدفقات لعينة من الأسواق المالية الناشئة.

<sup>1</sup> - Nataliamillidahl, Risk And Return In The Russian Stock Market: Is Russia Different?, 2012, P 19. <https://Brage.Bibsys.No/Xmlui/Bitstream/Handle/11250/187418/2012.%20nataliamillidahl.Pdf?Sequence=1>

<sup>2</sup> - Paul Weisbruch, Staggering Inflows Continue For Emerging Markets Funds, April 20, 2017, Nyse <https://Etfdailynews.Com/2017/04/20/Staggering-Inflows-Continue-For-Emerging-Markets-Funds/>

<sup>3</sup> - Edward Kerschner And Neeraj Agarwal, Developing Affluence The Emerging Market Consumer Opportunity, November 2016, P10.

<http://Www.Columbiathreadneedle.com/Emergingmarkets/Pdf/Articles/Isc%20-%20developing%20affluence%20-%20the%20em%20consumer%20opportunity>.

<sup>4</sup> - Robin Koepke And Saacha Mohammed, Introducing The Iif Portfolio Flows Tracker March 12, 2014, P2.

تزايدت تدفقات المحافظ الاستثمارية بشكل ملحوظ في الأسواق المالية الناشئة كالبرازيل وروسيا والهند والصين منذ 1992 إلى 2010، وسجل الاستثمار المحففي نموا قويا منذ سنة 2000 في بلدان البريكس، إلا أن معظم الأسواق الناشئة عموما عرفت انخفاضات عديدة بالنسبة لتدفقات الاستثمار المحففي بها خلال الفترة 2014-2016 ويمكن تفسير هذه الانخفاضات في اقتصاديات الأسواق الناشئة إلى تلك الزيادات في التدفقات التي شهدتها الاقتصاديات المتقدمة<sup>1</sup>،

وأرجع الاقتصاديون سبب هذا التراجع إلى انخفاض توقعات النمو باعتباره الأكثر تقبلا من تدفقات رأس المال وتعكس أهمية هذه التنبؤات وتأثيراتها الدور الذي تؤديه تدفقات رأس المال من الأسواق الناشئة واليهما في السوق العالمية<sup>2</sup>، وقد تراجعت تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة بشكل ملحوظ خلال سنة 2015، بما في ذلك التدفقات الواردة من الاستثمار المحففي وهذا الانخفاض الحاد في تدفقات رؤوس الأموال غير المقيمة ناتج عن مجموعة من العوامل الأساسية، حيث تزامنت هذه التراجعات في التدفقات الاستثمارية مع التباطؤ الذي شهده نمو الاقتصاد الصيني والتراجع الكبير الذي حدث بالسوق المالية الصينية،

إضافة إلى الشكوك حول الوضع الاقتصادي في الصين وسط مخاوف مستمرة من استمرارية هذا الانهيار الذي شهدته تدفقات رؤوس المال والذي كان انعكاسا للازمة المالية والتباطؤ الشديد في الاقتصاديات المتقدمة التي امتدت بسرعة إلى الأسواق الناشئة، حيث تسببت أزمة 2008 في حدوث توقف مفاجئ واسع النطاق بعد سنوات من التدفقات الرأسمالية القوية التي خلفت تراجعا كبيرا في تدفقات المحافظ المالية 2012<sup>3</sup>؛ ولكن على العموم يعتبر أداء هذه الاسواق وجذبها لرؤوس الاموال أداء مميزا مقارنة بالحالة الاقتصادية العالمية.

وحسب بيانات البنك الدولي يظهر أنه هناك تحسن ملحوظ في أحجام التدفقات الوافدة للأسواق الناشئة التي شهدت انخفاضا محسوسا خلال سنة 2016، وفيما يخص الاقتصاد عموما وبعد سنة 2015 وما شهدته من تراجع في أداء الأسواق الناشئة توقع الاقتصاديون أن تتراجع المؤشرات الاقتصادية بصفة كبيرة إلا أنها لم تتباطأ كما كان متوقعا في بداية 2017 وهذا بفضل دعم النمو الاقتصادي في 2016 عن طريق تحسين أسعار السلع الأساسية واستقرار الدولار الأمريكي بشكل عام وقد ثبت ان اقتصاد الصين اقوى مما كان متوقع والنمو يعود في كل البرازيل وروسيا ويرى الاقتصاديون أن الاقتصاديات الناشئة ككل تنمو بنسبه 3.9 % سنة 2017، بعد أن نمت بـ 4.0 % في 2015.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Capital Flows And Global Liquidity, Imf Note For G20 Ifa Wg February 2016, P 13.

<sup>2</sup> - Bryan J. Noeth And Rajdeep Sengupta, Emerging Markets: A Source Of And Destination For Capital, January 2012, Federal Reserve Bank Of St.Louis -The Regional Economist-, P 11.  
<https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2012/emerging-markets-a-source-of-and-destination-for-capital>

<sup>3</sup> - October 1, 2015 Capital Flows To Emerging Markets, The Institute Of International Finance, P 01-02.

<sup>4</sup> - How Will Emerging Markets Perform In 2017?, November 22, 2016,  
<https://www.focus-economics.com/blog/emerging-market-outlook-forecasts-2017>

وقد تحسنت قليلا التدفقات الداخلة من المحافظ الاستثمارية خلال الأشهر الأولى من سنة 2016 مقارنة بالتدفقات الصافية لرؤوس الأموال الخارجة من الأسواق الناشئة مدفوعة بالتدفقات الصافية من الصين وكذا استقرار أسعار السلع الأساسية<sup>1</sup>، ووفقا لما ذكره معهد التمويل الدولي ارتفعت تدفقات المحافظ الاستثمارية إلى الأسواق الناشئة إلى 17.1 مليار دولار أمريكي في فيفري منذ جوان 2016، وينظر إلى آسيا الناشئة على أنها أكبر المستفيدين إذ بلغت التدفقات الداخلة إليها في جانفي وفيفري ما يفوق 16.6 مليار دولار أمريكي، وتعد كل من السوق الهندية والتايبانية وكذا سوق كوريا الجنوبية واندونيسيا وتايلند المستفيدين الرئيسيين من هذه التدفقات الداخلة إلى آسيا الناشئة.<sup>2</sup>

وخلال سنة 2017 لا تزال التدفقات الكبيرة للأموال في الأسواق الناشئة تشهد ارتفاعا حيث شهدنا استمرار التدفقات الأخيرة في الأسواق الناشئة أكثر من 200 مليار دولار<sup>3</sup>، كما تمثل صناديق الاستثمار بهذه الأسواق جزءا كبيرا من قاعدة المستثمرين الأجانب بها<sup>4</sup>.

وأثرت الأحداث الخاصة في عدد من بلدان مجموعة الأسواق الناشئة بما فيها تركيا والهند على الأفاق المحلية للتدفقات الاستثمارية مما أدى إلى تزايد تدفقات المحافظ الخارجة منها، حيث تشير التقديرات إلى أن التدفقات الخارجة من الأسواق الناشئة قد بلغت 3,4 مليار دولار أمريكي في شهر ديسمبر من سنة 2016 وقدرت تدفقات المحافظ لنفس السنة بما يقارب 28 مليار دولار أمريكي فقط، وهي السنة الأضعف منذ سنة 2008 وقل بكثير من متوسط تدفقات المحافظ الاستثمارية للسنوات 2010-2014، وظلت الأسواق الناشئة ماعدا الصين تشهد تدفقات رأسمالية صافية حيث قدرت في نوفمبر 2016 بـ 18 مليار دولار أمريكي على الرغم من التدفقات الخارجة من الصين، حققت الأسواق الناشئة الأخرى معدلات لا بأس بها فقد ارتفع صافي تدفقات رأس المال إلى الهند إلى 8.7 مليار دولار، بينما شهدت تركيا وجنوب إفريقيا والبرازيل والمكسيك انخفاضا في التدفقات الداخلة إلا أن التدفقات الاستثمارية الخارجة والداخلة من وإلى كل من السوق الصينية والهندية يبقى لها التأثير الأكبر على أداء الاستثمار المحفظي بالأسواق الناشئة ككل.

وعلى العموم تعتبر سنة 2016 أسوأ سنة لتدفقات المحافظ الاستثمارية إلى الأسواق الناشئة منذ 2008<sup>5</sup>، فمنذ الارتفاع المحقق خلال سنة 2014 انخفضت التدفقات بشكل مستمر، والجدير بالذكر أن تدفقات رؤوس الأموال للأسواق الناشئة كانت موجهة في معظمها نحو آسيا وخاصة الصين وبالرغم من ان

<sup>1</sup> - Pierre-Yves Bateau, Time To Revisit Emerging Markets, Emerging Market Debt Strategy Q2 2016,

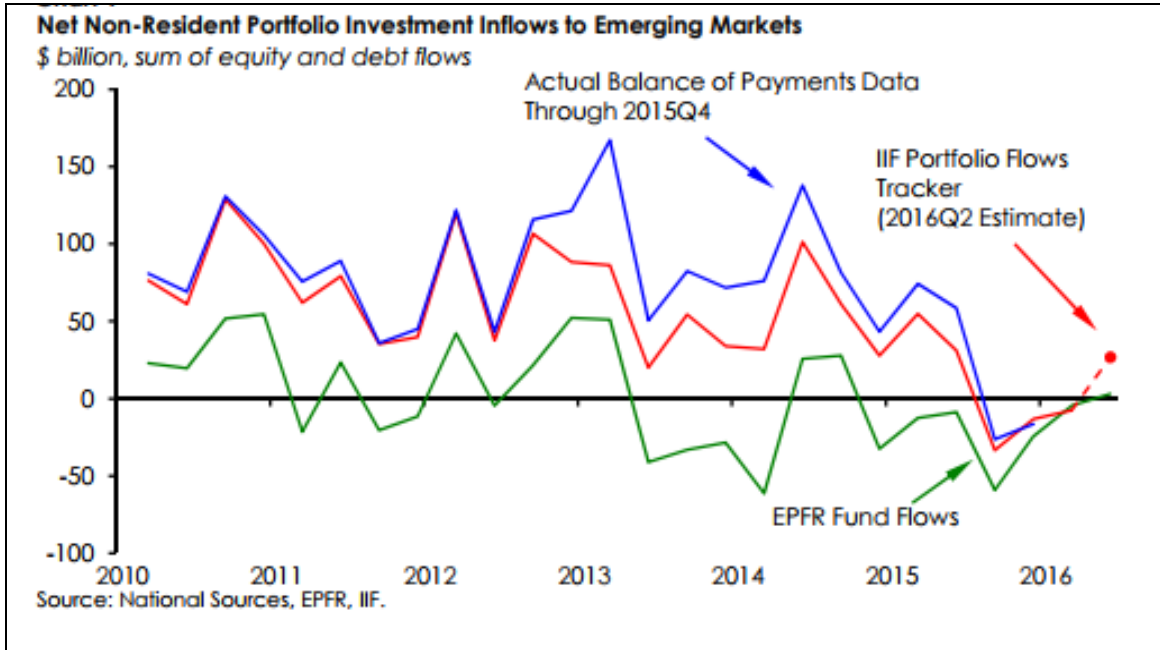
<sup>2</sup> - Julia Goh Malaysia: Stable Reserves At Us\$95bn But Foreign Selling Persists P 01.

<sup>3</sup> - Outlook On Emerging Markets, Jul 2017, Lazard Asset Management, P 02.

<sup>4</sup> - Regulated Funds, Emerging Markets, And Financial Stability Ici Global Research Perspective, Vol. 2, No. 1 April 2015, P 29.

<sup>5</sup> - IIF CAPITAL FLOWS TRACKER December 2016, January 3, 2017, p 01, available on [https://enterprise.press/wp-content/uploads/2017/01/iif\\_capital\\_flows\\_tracker\\_dec161.pdf](https://enterprise.press/wp-content/uploads/2017/01/iif_capital_flows_tracker_dec161.pdf)

تقييمات الأسواق الناشئة قد ارتفعت، وفقا لما ذكرته تقارير صندوق النقد الدولي فان بعض الأسواق الناشئة يمكن أن تواجه ثغرات كبيرة في عملية التمويل في حال حدوث أزمات اقتصادية<sup>1</sup>. ويوضح الشكل التالي تدفقات المحافظ الاستثمارية الوافدة للأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2016. شكل رقم (10): تدفقات المحافظ الاستثمارية الوافدة للأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2016. (مليار دولار امريكي)



المصدر: Em Portfolio Flows Tracker 3.0 Methodology, September 1, 2016, P 01

إذا وكما هو ملاحظ من الشكل أعلاه استطاعت الاسواق الناشئة استقطاب رؤوس اموال معتبرة خلال 2010-2015، كما لا حظنا ان تدفقات المستثمرين الاجانب الوافدة الى هذه الاسواق شهدت انخفاضا ملحوظا خلال نهاية سنة 2015 وبداية سنة 2016 وهذا راجع الى التراجع الذي شهدته السوق الصينية والذي أثر بشكل كبير على تدفقات الاجانب للأسواق الناشئة بشكل عام.

### ثانيا: تدفقات الاستثمار المحفزي للأسهم والسندات بالأسواق المالية الناشئة

تنقسم تدفقات المحافظ الاستثمارية إلى تدفقات خاصة بالأسهم وأخرى خاصة بالسندات بالإضافة الى استثمارات اخرى كالعقارات والمشتقات المالية، ولكن للاستثمار في الاسهم والسندات من خلال المحافظ حصة الاسد من هذه الاستثمارات ككل، ويعنى هذا الجزء من الدراسة بتحليل هذه التدفقات.

<sup>1</sup>-Dan Moskowitz, Etf's: How To Play Emerging Markets Rebound (Vwo), <http://www.investopedia.com/articles/investing/041316/etfs-how-play-emerging-markets-rebound-vwo.asp>

في العادة يقوم المستثمرون بتنويع محافظهم الاستثمارية بين كل من الأسهم والسندات، التي تعتبر أدوات مالية تستثمر من خلال الاسواق المالية، وتختلف من حيث ان الاسهم حقوق ملكية تصدر من قبل من الشركات وعوائدها هي أرباح غير مضمونة وتعتمد على أداء الشركة، في حين أن السندات هي أدوات دين يتم إصدارها من قبل الشركات والمؤسسات الحكومية والمؤسسات المالية وغيرها، وتتمتع السندات بعوائد ثابتة واجبة الدفع بغض النظر عن أداء المؤسسة او الجهة المقترضة<sup>1</sup>.

وفيما يلي سنتطرق إلى أداء تدفقات هذا النوع من الأوراق المالية بأهم الأسواق الناشئة خلال الفترة 2014-2018، والجدول الموالي يوضح تدفقات الاستثمار المحفظي الاجنبي لكل من الاسهم والسندات خلال الفترة 2014-2018.

**جدول رقم (08):** تدفقات الاستثمار المحفظي الاجنبي لكل من الاسهم والسندات إلى الأسواق الناشئة خلال الفترة 2014-2018 مليار دولار امريكي

2018	2017	2016	2015	2014	البيان	
64	85	68	12	94	الاسهم	تدفقات الاستثمار المحفظي
246	331	125	39	218	السندات	لغير المقيمين الى الاسواق الناشئة
83	34	23	15	52	الاسهم	تدفقات الاستثمار المحفظي
151	83	27	-8	41	السندات	لغير المقيمين الى الصين
20-	51	44	2-	42	الاسهم	تدفقات الاستثمار المحفظي
96	248	98	47	176	السندات	لغير المقيمين الى الاسواق الناشئة باستثناء الصين

المصدر:

Capital Flows to Emerging Markets Looking past the turbulence, October 2018, available on:

[http://enterprise.press/wp-content/uploads/2018/10/CFR\\_Oct18](http://enterprise.press/wp-content/uploads/2018/10/CFR_Oct18)

نلاحظ من خلال الجدول ان التدفقات الاستثمارية للمستثمرين غير المقيمين الوافدة الى الاسواق الناشئة بالنسبة للسندات أكبر بكثير من التدفقات الاستثمارية للاسهم وذلك بالنسبة للأسواق الناشئة مجتمعة والسوق الصينية، وفي مجملها تعرف تدفقات الاستثمار المحفظي الخاص بالسندات في الأسواق المالية الناشئة تغيرات موجبة من حيث أحجامها إلا أنها عرفت انخفاضاً ملحوظاً خلال السنتين 2015 و2016.

<sup>1</sup> -Thomas Kenny, Differences Between Stocks and Bonds, available on:

<https://www.thebalance.com/the-difference-between-stocks-and-bonds-417069>

والجدير بالذكر أن سندات الأسواق الناشئة هي فئة أصول تجتذب المستثمرين الذين يرغبون في المعدل فوق المتوسط لمخاطر الائتمان في السعي لتحقيق عوائد مرتفعة على المدى الطويل، وتستثمر سندات الأسواق الناشئة في الديون الصادرة في بلدان الأسواق الناشئة وتتميز سندات الأسواق الناشئة بكونها ذات نوعية ائتمانية اقل من جودة الائتمان التي تقدمها الدول المتقدمة وبالتالي فإنها توفر بشكل عام عوائد أعلى بكثير، وينظر إلى سندات الأسواق الناشئة على أنها أكثر عرضة للمخاطر لان الاقتصاديات الأقل تطورا تعتبر أكثر عرضة للتقلبات الاقتصادية الحادة والاضطرابات السياسية وغيرها من الاختلالات التي لا توجد عادة في الأسواق المتقدمة وبما أن المستثمرين بحاجة إلى التعويض عن هذه المخاطر الإضافية فان على الأسواق الناشئة أن تقدم عوائد أعلى من الأسواق الأخرى.

وخلال العشر سنوات السابقة المؤشر العالمي لمورغان والذي يعتبر معيارا يستخدم عادة لقياس أداء سندات الأسواق الناشئة حقق متوسط عائد سنوي قدر بحوالي 8.43% وخلال نفس الفترة سندات الاستثمار في الولايات المتحدة حققت متوسط عائد سنوي قدر بحوالي 4.71%، ومع ان الاستثمار في السندات بالأسواق الناشئة شهد الكثير من التقلبات إلا أنه حقق أداء جيدا.<sup>1</sup>

وتعود أسباب الأداء القوي لسندات السوق الناشئة الى انها تطورت من كونها فئة أصول جد متقلبة في أوائل التسعينات إلى قطاع كبير وأكثر نضجا في الأسواق المالية العالمية حاليا، بفضل تحقيق الاقتصاديات الناشئة كمجموعة لمعدلات نمو اقتصادي اقوى من نظرائها في الأسواق المتقدمة، إلا أن سندات الأسواق الناشئة تظل عرضة للصدمات الخارجية التي تؤثر على قرارات المستثمرين كما يمكن أن يوفر التنوع في الاستثمار في السندات بين الأسواق الناشئة والمتقدمة مما يعني أن أسواق السندات في المجموعتين يمكن أن تقدم أيضا أداء متباينا، ونتيجة لذلك فانه يمكن أن توفر قدرا من التنوع .

في الآونة الأخيرة ارتفع طلب المستثمرين على ديون سندات حكومات الأسواق الناشئة كونها توفر عوائد مرتفعة، حيث حقق المؤشر المرجعي لسندات هذه الأسواق المقومة بالدولار عوائد إجمالية بلغت 10.2% في 2016، ومع ارتفاع الطلب عليها عاد عدد من حكومات الأسواق الناشئة بما فيها البرازيل وتركيا إلى أسواق السندات في 2016 لبيع سندات جديدة للمستثمرين، وفي المقابل انخفض الطلب على سندات البلدان المتقدمة مثل الولايات الأمريكية وألمانيا التي تعتبر من بين اقل الاستثمارات مخاطرة، وبلغت عوائد السندات الحكومية التركية التي تبلغ مدتها خمس سنوات حوالي 13% خلال سنة 2017، بينما بلغت عوائد المكسيك 7.5%، وكلاهما يتجاوز معدل الهند والبالغ حوالي 7.3% وهو أعلى نسبة بين الدول الاسيوية، في حين تنتج الصين عوائد على السندات قدرت بحوالي 3.9%.<sup>2</sup>

<sup>1</sup><http://www.investopedia.com>

<sup>2</sup> Capital Flows to Emerging Markets Looking past the turbulence, October 2018, available on: [http://enterprise.press/wp-content/uploads/2018/10/CFR\\_Oct18](http://enterprise.press/wp-content/uploads/2018/10/CFR_Oct18)

وبالرغم من تحسن الاستثمار في سندات الأسواق الناشئة وعوائدها المرتفعة إلا أن المستثمرين لا يزالون متخوفين من اتجاهها، إلا أن أدائها العام كان مرنا نسبيا، وشهدت سنة 2017 أفضل أداء لها، فقد استحوذت صناديق سندات الأسواق الناشئة على 67 مليار دولار من رأس المال الإضافي في حين استثمرت المحافظ الاستثمارية في أسهم الأسواق الناشئة ما يقدر بحوالي 61 مليار دولار أمريكي لهذه السنة<sup>1</sup>، ومنذ الأزمة المالية العالمية حقق أداء الاستثمار في سندات الأسواق الناشئة عوائد إيجابية خلال السنوات اللاحقة باستثناء سنة 2013، وفي جانب الأسهم تراجعت خلال سنة 2015 رؤوس الأموال المتدفقة بالنسبة للصين والاسواق الناشئة على حد سواء، حيث تسببت الأزمة الصينية في خروج رؤوس الأموال بقيمة 2 مليار دولار أمريكي بالنسبة للاستثمار في الاسهم وقد قدمنا سابقا الاسباب الرئيسية التي اثرت بشكل كبير على تدفقات المحافظ الاستثمارية الداخلة الى الصين والتي اثرت بدورها على الاسواق الناشئة.

والجدير بالذكر ان التدفقات الى السوق الصينية اثرت بشكل كبير على احجام التدفقات الكلية للأسواق الناشئة ولكن للهند ايضا دور كبير خاصة خلال سنتي 2017 و 2018 اد سجلت الأسهم الهندية عائدا قويا في سنة 2017 وقد حقق مؤشر مورغان ستانلي الهندي عوائد بحوالي 39% بالدولار الأمريكي، متجاوزا بذلك مؤشرات مورغان ستانلي العالمية والأسواق الناشئة، التي قدرت بـ 22% و 37% على التوالي، وفي الوقت نفسه تم رفع مستوى تصنيف الهند إلى زائد درجة واحدة فوق رتبها السابقة من حيث الاستثمار من طرف وكالة تقييم مودى للتصنيف الائتماني<sup>2</sup>، وبعد تراجع أدائها لمدة خمس سنوات السابقة حققت أسهم الأسواق الناشئة تفوقا على أداء أسهم الأسواق المتقدمة خلال سنة 2017.<sup>3</sup>

وتوقعت مؤسسة التمويل الدولية ان تدفقات المحافظ الاستثمارية لغير المقيمين الى الاسواق الناشئة لسنة 2019 بالنسبة للأسهم 121 مليار دولار أمريكي والسندات قدرت بحوالي 222 مليار، اما بالنسبة لتوقعات التدفقات الاستثمارية الى الصين فيما يخص الاسهم قدرت بـ 100 مليار دولار و 140 مليار دولار.<sup>4</sup>

### المطلب الثالث: أفاق الاستثمار المحفطي بالأسواق المالية الناشئة.

بعد التطرق إلى كل من التدفقات الاستثمارية بالأسواق المالية الناشئة وأدائها خلال الفترة 2010-2017 ارتأينا عرض التدفقات الاستثمارية بهذه الاسواق خلال سنة 2018-2019 من خلال هذا الجزء من الدراسة بالإضافة الى عرض افاق الاستثمار المحفطي سنة 2020.

<sup>1</sup> <https://alborsaaneews.com/2017/12/31/1075732>

<sup>2</sup> - Andrew Rymer, Investing In India: How Might Reforms Affect Stockmarket Returns?, 13 February 2018. <Http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Investing-In-India-How-Might-Reforms-Affect-Stockmarket>Returns/>

<sup>3</sup> - The Case For Emerging Markets Asia, Etf Investment Strategy, Ishares Blackrock, October 2017,P 01.

<sup>4</sup> Capital Flows to Emerging Markets Looking past the turbulence, The Institute of International Finance, October2018, Page 2.

## الاستثمار المحفظي بالأسواق المالية الناشئة خلال الفترة 2018-2019

تواصل الأسواق المالية الناشئة تقديم فرص استثمارات جاذبة بعد الأداء القوي الذي شوهد خلال سنة 2017، وهذا بسبب سياسة الحكومة الصينية لإصلاح مؤسساتها الحكومية مع التركيز على تحسين نوعية المعيشة لأفرادها، والعمل على تخفيف تراكم ديونها.

وفي اقتصاديات أمريكا اللاتينية فإننا نرى أن هناك فرصا مغرية للاستثمار في الأسهم على المدى الطويل في المنطقة وتستفيد بلدان أمريكا اللاتينية من تحول واسع النطاق نحو القادة السياسيين الذين يميلون إلى تنفيذ سياسات ملائمة للمستثمرين.

كما ساعدت مختلف الإصلاحات وتصحيح الاختلالات الأساسية في كل من الهند واندونيسيا على تدفقات رأسمالية قوية خلال سنة 2017 إلى هذه البلدان مما حسن من موازين الحسابات الجارية وكشوف الميزانية، وفي البرازيل وروسيا والهند يتوقع أن بدء الشركات في مراقبة التكاليف سيؤدي إلى تحسين في هوامش الربح وزيادتها<sup>1</sup>، حيث ساعدت السياسات الاقتصادية للهند على التفوق في نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مع تخفيض التضخم والبطالة ومن ناحية أخرى أدت هذه السياسات إلى تحسين بيئة الأعمال.

كما تبرز كل من المكسيك وتركيا بوصفهما أكثر الأسواق الناشئة جاذبية لسنة 2018 استنادا على تحليل بلومبرغ القائم على مجموعة من المقاييس بما في ذلك النمو والعوائد ووضع الحساب الجاري وتقييم الأصول، حيث سجل البلدان أعلى نسبة بين 20 اقتصادا ناميا كما أن أسعار الصرف الفعلية فيهما أكثر تنافسية، ووفقا للتحليل فإن الهند والصين من غير المرجح أن يكون نموها الاقتصادي بالسرعة التي كانا عليها في العقد الماضي حسبما تشير التقديرات، وقد ارتفع مؤشر الأسهم في السوق الناشئة في مورغان ستانلي بنسبة 80% خلال 2016-2017 متجاوزا بذلك التقدم الذي حققه مقياس السوق المتقدمة بنسبة 47% خلال هذه الفترة<sup>2</sup>.

إذن فقد تراجعت التدفقات الاستثمارية بالأسواق المالية الناشئة خلال سنة 2016، وبعد أن وضع الاقتصاديون توقعات سلبية بخصوص الأداء الكلي للأسواق الناشئة وتدققاتها الاستثمارية يبدو أن الواقع غير ذلك لأنه خلال سنة 2017 حققت أداء اعتبر عكس التوقعات الموضوعة من طرف المؤسسات والمؤشرات الدولية وتحسن تدريجيا مما دعا إلى إعادة تعديل التوقعات المتشائمة بشأنها.

ويمثل الجدول التالي تدفقات الاستثمار المحفظي للأسواق الناشئة لسنة 2018 وتوقعات سنة 2019.

<sup>1</sup> - Lawrence Carrel, Emerging Markets Offer Attractive Investment Opportunities In 2018, Jan 30, 2018  
Www.Forbes.Com

<sup>2</sup> - Yumi Teso, Masaki Kondo, And Hannah Dormido, These Are 2018's Most (And Least) Attractive Emerging Markets, 21 Janvier 2018.  
Www.Bloomberg.Com

جدول رقم (09): تدفقات الاستثمار المحفظي للمقيمين وغير المقيمين للأسواق الناشئة لسنتي 2018 و2019. (2019\* توقعات)

USD billion + inflow of capital, - outflow of capital

*2019	2018	البيان
344	310	تدفقات الاستثمار المحفظي لغير المقيمين
223-	232-	تدفقات المقيمين من الاستثمار المحفظي

المصدر:

Capital Flows to Emerging Markets Looking past the turbulence, The Institute of International Finance, October 2018, Page 2.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن التدفقات الاستثمارية الداخلة للأسواق الناشئة أي الاجنبية تعتبر كبيرة ويتوقع لها الزيادة خلال سنة 2019 حيث قدرت بحوالي 310 مليار دولار سنة 2018 ويتوقع ان تحقق ما قيمته 344 مليار دولار خلال سنة 2019، في حين أن التدفقات الخارجة من قبل المقيمين اقل، فقد قدرت التدفقات الخارجة من هذه الاسواق بحوالي 332 مليار دولار ويتوقع ان تنخفض خلال سنة 2019 الى حوالي 323 مليار دولار، مما يعني ان الاسواق المالية الناشئة جاذبة بشكل كبير للاستثمارات الاجنبية في المحافظ الاستثمارية كما ان التوقعات بشأنها تعتبر متفائلة.

ولو قارنا بين الاستثمارات الاجنبية المحفظية في كل من الاسهم والسندات التي يحددها هدف وطبيعة المستثمر لوجدنا التدفقات الاستثمارية للاستثمار في السندات أكبر بكثير من تدفقات الاستثمار في الاسهم، إذن يمكن القول أن الأسواق الناشئة تعتبر جاذبة للمستثمرين الراغبين في النمو أو للمستثمرين الساعين إلى توسيع أفاق استثماراتهم بإضافة الاستثمارات الدولية، وهنا تجدر الإشارة الى نوع آخر من الاستثمار بالأسواق الناشئة والذي يلقي رواجاً كبيراً بين المستثمرين ويسمى الاستثمار في صناديق الأسواق الناشئة التي تعتبر صناديق استثمارية تستثمر معظم أصولها في الأوراق المالية من البلدان المصنفة على أنها ناشئة، وتتيح عوائد مرتفعة مع مخاطر أكبر من أسواق البلدان المتقدمة، وتمثل هذه الصناديق استثماراً جذاباً للمستثمرين وتشمل الأوراق المالية بمختلف فئات الأصول التي تقدم مجموعة من الخيارات<sup>1</sup>.

إذن يمكن أن تكون الأسواق الناشئة أسواقاً جاذبة للاستثمار بسبب أن الاستثمار في الاقتصاديات التي تنمو بشكل أسرع توفر إمكانية لبعض المكاسب والعوائد الكبيرة حيث خلال الفترة 2003-2007 كان للأسواق الناشئة نمو وتطور كبيرين حيث بلغ متوسط العائد السنوي 37%.

<sup>1</sup> - <https://www.investopedia.com/terms/e/emergingmarketfund.asp>

غير أن الأسواق الناشئة يمكن أن تكون محفوفة بالمخاطر فبالرغم من أن الاستثمار بها يمكن أن ينتج عوائد معتبرة فإنه من المهم أن تكون جزء من أصول محفظة استثمارية متنوعة ومدروسة بشكل جيد<sup>1</sup>، ولعل هذا ما يفسر توجه المستثمرين في المحافظ بهذه الأسواق بكثرة إلى الاستثمار في ديون السندات الحكومية بسبب انخفاض مخاطرها عموماً، إلا أن ذلك يرجع إلى طبيعة المستثمر وهدفه ومدى مخاطرته. وبعد التطرق لتدفقات المحافظ الاستثمارية لاحظنا أن الأسواق الناشئة كانت وجهة مفضلة للكثير من المستثمرين الأجانب، وتفوق الاستثمار في السندات على الاستثمار في الأسهم بشكل واضح، وفيما يلي سنتطرق إلى تحليل مخاطر الاستثمار بهذه الأسواق وعوائده.

### المبحث الثاني: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة.

عني هذا المبحث بتحليل كل من عوائد ومخاطر الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة مع الإشارة إلى علاقتها بجذب ودفع التدفقات الاستثمارية بصفة عامة.

### المطلب الأول: تحليل أداء عوائد الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.

حققت أسهم الأسواق الناشئة تاريخياً ارتفاعاً سنوياً أكبر من تلك العوائد التي حققتها الأسواق المتقدمة فعلى مدى 25 سنة حققت أسهم الأسواق الناشئة عوائد سنوية أعلى من الأسهم الأمريكية والأسهم الدولية المتقدمة ولكنها أظهرت أيضاً تقلبات أكبر حيث تزامنت هذه العوائد المرتفعة مع الكثير من التقلبات في هذه الأسواق<sup>2</sup>. كما تتيح الأسواق الناشئة فرصاً للاستثمار في الشركات ذات النمو المرتفع وعموماً فإن نموها يبلغ تقريباً ضعف معدل النمو في البلدان المتقدمة النمو اعتباراً من 2015 وهناك مخاطر تخص الاستثمار بها، ولكن احتمال تحقيق أرباح كبيرة لا يزال يوجه المستثمرين ويعتبر الاستثمار بها خياراً جيداً للمستثمرين الذين يرغبون في تنويع محافظهم المالية<sup>3</sup>.

ومن المتوقع أن تتفوق أسهم الأسواق الناشئة على أسهم الأسواق المتقدمة علي مدى السنوات الخمس القادمة ويرجع ذلك إلى التوسع في تقييمات الأسواق المتقدمة، كما يرى بعض الاقتصاديين أنه ستعود الأسهم بشكل عام بين 7 و 9% خلال السنوات الخمس القادمة وأن ترتفع أسعار الفائدة تدريجياً بفضل النمو العالمي المعقول والبطيء منذ الازمة المالية وتبلغ العوائد المتوقعة للأسواق المتقدمة للسنوات الخمس القادمة نسبة 7.2%

<sup>1</sup> Matthew Frankel, The Vanguard Emerging Markets Fund: High Risk With Huge Potential, Sep 7, 2016.

<https://www.fool.com/investing/2016/09/07/the-vanguard-emerging-markets-fund.aspx>

<sup>2</sup> - Philip M. Fabrizio And Allen Liu, Investment Basics: A Primer On Emerging Markets Equities, Arthur J. Gallagher & Co , 2015, P 05;

<https://www.ajg.com/media/1503957/investment-basics-a-primer-on-emerging-markets-equities>.

<sup>3</sup> - J.B. Maverick , Top 3 Emerging Markets Etf's (Vwo, Eem) | August 12, 2015

<http://www.investopedia.com/articles/investing/081215/top-3-emerging-markets-etfs.asp?Lgl=Rira-Baseline-Vertical>

سنويا بانخفاض طفيف عن 7.4 % التي تم تقديرها في تقرير توقعات سنة 2014 ويتوقع أن تصل أسهم الأسواق الناشئة إلى عائد سنوي لمدة خمس سنوات نسبة 9%<sup>1</sup>.  
والجدول الموالي يبين التطور السنوي لأداء العوائد بالأسواق المالية الناشئة.

جدول رقم (10): التطور السنوي لأداء العوائد بالأسواق المالية الناشئة (%) خلال 2011-2017

السنة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	*2017
أداء العوائد	16.34-	16.04	7.21-	10.61	5.72-	13.92	35.7

المصدر:

www.morningstarfunds.ie

\*-<https://seekingalpha.com/article/4146437-banner-year-for-emerging-markets-in-2017>

ويسمح الاستثمار في الأسواق الناشئة للمستثمر بتحقيق عوائد كبيرة للمحفظة الواحدة حيث أن العائد على السهم في الأسواق الناشئة يعد أكبر من العائد في الأسواق الأخرى والعائد على المحفظة في الأسواق الناشئة يحقق متوسط نمو قدره 1.5% في السنة، إلا أن هذه العوائد المرتفعة تكون في إطار المخاطر المرتفعة.<sup>2</sup>

وقد حدث تحسن ملحوظ في آسيا من حيث النمو في 2017 بعد ست سنوات متعاقبة من الانخفاض، وهو أحد الأسباب الرئيسية لتعافي الأسواق في 2017 ويتوقع أن يشهد أداء أفضل للعوائد في 2018 في بعض القطاعات المالية بما في ذلك شركات التأمين في الصين والمصارف الرئيسية في هونغ كونغ بالإضافة إلى بعض شركات السفر والرعاية الصحية والسلع الاستهلاكية والخدمات وقد تستمر في تحقيق مزيد من النمو في العوائد بفضل الطلب القوي وسط التحسن المستمر في الاستهلاك.<sup>3</sup>

وبالنسبة للعوائد المتعلقة بالمخاطر يرى الاقتصاديون ان الشيلي تعتبر البلد الوحيد ذو التقلبات الأقل مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، لذلك فان المستثمرين كانوا يستثمرون في الشيلي دون تعديل مخصصاتهم وهذا لانخفاض متوسط التقلبات، فبالتالي تقلبات اقل تعني مخاطر اقل.<sup>4</sup>

وفي سنة 2016 مثلت الصناديق الاستثمارية المخصصة للتداول وسيلة استثمار للوصول إلى الأسواق الناشئة ونظرا لعدم اليقين والتقلبات في أسواق الأوراق المالية العالمية فان بعض المستثمرين يتطلعون إلى تقليل تعرضهم العام للمخاطر في استثمارات الأسواق الناشئة عن طريق اختيار الأسواق التي تقدم عوائد تفوق المتوسط

<sup>1</sup> Economic Analysis - Brl: Near-Term Bounce Unsustainable Without Structural Reform - 12 Oct 2015, Bmi Research A Fitch Group Company.

<http://www.emergingmarketsmonitor.com/economic-analysis-brl-near-term-bounce-unsustainable-without-structural-reform-12-oct-2015>

<sup>2</sup> <https://seekingalpha.com/article/4146437-banner-year-for-emerging-markets-in-2017>

<sup>3</sup> - Louisa Lo, Outlook 2018: Greater China Equities, 11 December 2017.

<http://www.schroders.com/en/insights/economics/outlook-2018-greater-china-equities/>

<sup>4</sup> Vanguard Research, Emerging Markets: Individual Country Or Broad-Market Exposure?, April 2011, P 02.03

وكثيرا ما توفر الأسواق الناشئة عوائد مغرية لان أسعار الفائدة في عدد من بلدانها أعلى من أسعار الفائدة بالنسبة للاستثمار في الدول الأكثر تقدما.<sup>1</sup>

ويرى بعض الخبراء أن الأسواق المالية الناشئة تواصل تقديم استثمارات جاذبة الفرص حتى بعد الأداء القوي الذي شوهد في 2017 وكثير من هذه الأسواق أصبحت في وضع أفضل بكثير بفضل التقدم الجاري في الإصلاحات الاقتصادية والسياسية المحدية في البلدان النامية الرئيسية وقد تحسن كثير من أوجه الضعف التقليدية التي تعاني منها مثل العجز الكبير في الحساب الجاري وانخفاض معدلات الفائدة المعدلة حسب التضخم بعد الأداء القوي في 2017، فان التقييمات للأسهم والسندات تظل جاذبة مقارنة بتقييماتها التاريخية.<sup>2</sup>

وقد كانت دوافع عوائد الأسهم الناشئة في الأسواق متوازنة بشكل معقول على مدى السنوات الثلاث الماضية وقد ارتفعت التقييمات ولكنها لم تمدد كما في بعض الأسواق الأخرى، كما أن الأرباح يمكن أن تستفيد من الانتعاش العالمي المتزامن وضعف الدولار الأمريكي.<sup>3</sup>

كما ساد اتجاه تفاؤلي بشأن الأسهم الصينية خاصة بعد إعلان مورغان في 20 جويلية 2017 بإدراج أسهم "أ" في مؤشراتها القياسية العالمية اعتبارا من ماي 2018 ويعتقد أن يستغرق الإدراج الكامل خمس سنوات<sup>4</sup>، ومع ذلك ينبغي للمستثمرين الحذر من عوائد الأسواق الناشئة وأخذ مختلف المخاطر بعين الاعتبار.

ويرى بعض المحللين أن النسبة الحالية للعوائد المرتفعة للأسعار في سوق الأوراق المالية كعلامة على أن سوق الأسهم قد تكون متجهة نحو الانكماش وعادة ما تكون نسب عوائد الأسهم متبوعة بضعف أداء سوق الأوراق المالية، وعندما تكون نسب عوائد الأسعار مرتفعة فان أسعار الأسهم تحقق نمواً أبطأ في السنوات اللاحقة.<sup>5</sup>

إذن حققت الأسواق المالية الناشئة عوائد مرتفعة خلال السنوات الماضية مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة باستثناء سنة 2016 وارتفع النمو بأداء الأسواق المالية الناشئة خلال سنة 2017 بشكل لافت كما أن بعض الاقتصاديين يتوقعون أداء أفضل ابتداء من سنة 2018 في حين يرى البعض الآخر أن الارتفاع الكبير في العوائد سيتبعه انخفاض في السنوات القادمة حسب البيانات التاريخية التي تؤكد تصحيح مسارها بعد الارتفاعات الكبيرة التي حققتها سابقا.

<sup>1</sup> - J.B. Maverick, 3 Best Dividend-Paying Emerging Markets Equity Etf's (Dvye, Ediv), March 31, 2016, <http://www.investopedia.com/articles/investing/033116/3-Best-Dividendpaying-Emerging-Markets-Equity-Etfs-Dvye-Ediv.asp?Lg>

<sup>2</sup> - Lawrence Carrel, Emerging Markets Offer Attractive Investment Opportunities In 2018, Jan 30, 2018, [www.forbes.com](http://www.forbes.com)

<sup>3</sup> - Duncan Lamont, What Has Driven Stockmarket Returns And What Will Drive Them In Future?, 5 February 2018.

<http://www.schroders.com/en/insights/economics/what-has-driven-stockmarket-returns-and-what-will-drive-them-in-future/>

<sup>4</sup> [www.msci.com](http://www.msci.com)

<sup>5</sup> - Pu Shen, The P/E Ratio And Stock Market Performance, Federal Reserve Bank Of Kansas City, Economic Review • Fourth Quarter 2000, P 33.

المطلب الثاني: تحليل مخاطر الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.

توفر الأسواق الناشئة فرص استثمارية كبيرة، ويرجع البعض ذلك الى الأداء الجيد للاقتصاد بهذه الأسواق مثل معدلات النمو الاقتصادي الكبيرة والمتسارعة التي تعطي للمستثمر مؤشرات ايجابية حول الاستثمار بالأسواق المالية، الى جانب فوائد التنوع للمحافظ الاستثمارية بين مختلف الاصول المالية، وفيما يلي سنتطرق الى نظرة تحليلية حول مخاطر الاستثمار بهذه الأسواق.

وكما سبق الذكر تمنح الأسواق الناشئة المستثمرين عوائد مرتفعة ومع ذلك فإنها أيضا أكثر خطورة من الأسواق المتقدمة نظرا لما يميزها من حالة عدم اليقين، بالإضافة إلى التقييم غير الدقيق للأسس الاقتصادية والمالية في هذه الأسواق، لذا يجب على المستثمرين الأخذ بعين الاعتبار المناخ السياسي فيها واحتمالات التطورات السياسية غير المتوقعة، حيث يشمل الاستثمار في الخارج تحليل دقيق للمخاطر الاقتصادية والسياسية والتجارية التي قد تؤدي إلى خسائر استثمارية غير متوقعة وذلك لتلافي هذه المخاطر وتقليلها، ويعتبر هذا التحليل خطوة أساسية في بناء ومتابعة أي محفظة دولية فعلى المستثمرين استخدام العديد من مصادر المعلومات المتاحة لتقييم المخاطر الموجودة والمخاطر المتوقعة من عملية الاستثمار<sup>1</sup>.

وقد حدد الاقتصاديون العديد من المخاطر التي تواجه المستثمرين سواء لمقيمين أو الأجانب ولعل أهمها المخاطر الاقتصادية بما في ذلك مخاطر التضخم وتقلبات اسعار الصرف لعملات الأسواق ومخاطر الأسواق الدولية، الى جانب عدم استقرار اتجاه التعاملات، بالإضافة الى مخاطر الأعمال او المخاطر التشغيلية الخاصة بالشركة والقطاع والنشاط وكذلك المخاطر المتعلقة بالتكاليف<sup>2</sup>.

وفيما يلي سنتطرق إلى أهم المخاطر المتعلقة بالأسواق الناشئة:

– **مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية:** يمكن أن تؤثر تقلبات أسعار العملات على مجموع العوائد فمثلا تم تعزيز الدولار الأمريكي بنسبة 8% منذ أوت 2015 وأثر ذلك تأثيرا سلبيا كبيرا على عملات الأسواق الناشئة، حيث اتخذ البنك الاحتياطي الفيدرالي إجراءات بوتيرة متباطئة لرفع الفائدة ومستويات الدولار<sup>3</sup>.  
وحيث يلاحظ أن الدول الناشئة غير قادرة على إصدار الأوراق المالية بعملتها المحلية في الأسواق المالية العالمية وهو ما يعتبر من المخاطر بالنسبة لاقتصاديات الأسواق الناشئة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- Brian Perryevaluating Country Risk For International Investing

Ww.investopedia.com/articles/stocks/08/country-risk-for-international-investing.asp

<sup>2</sup>- حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 100-101.

<sup>3</sup> Arthur Pinkasovitch, The Risks Of Investing In Emergings Markets, Updated March 28, 2014, Available On: <http://www.investopedia.com/articles/basics/11/risks-investing-in-emerging-markets.asp>

<sup>4</sup> - عزيزة بن ياسمين، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الايام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017، ص 213.

– ارتفاع قيمة المديونية بالأسواق الناشئة: قدر بنك التسويات الدولية (BIS) إجمالي ديون الشركات في الأسواق الناشئة سنة 2015 بحوالي 25 تريليون دولار أمريكي، بمعدل نمو 10 تريليون دولار في السنوات 2010-2014، كما أصدرت هذه البلدان 30% من الديون المقومة بالدولار الأمريكي، وفي دراسة خاصة بديون الشركات الأضعف في قطاع الشركات بالأسواق الناشئة التي تسمى بالديون المعرضة للخطر سنة 2014 خلصت إلى إمكانية ارتفاع قدره 740 مليار دولار في الديون المعرضة للخطر لتصل إلى 53% من مجموع ديون الشركات<sup>1</sup>، وقد حذر بنك غولدمان ساكس من الارتفاع الكبير لحجم الديون حيث أنه إذا ما ارتفعت ديون الدولة لمستويات قياسية دون أن يكون هناك طلب وحركة اقتصادية قادرة على دفع معدلات النمو ستواجه هذه الدولة أحد الحالتين إما أن يشهد اقتصادها أزمة أو أن تتسبب في انخفاض معدلات النمو لفترات طويلة، وبالنسبة للصين مثلاً بلغ مستوى الدين الصيني لسنة 2016 حوالي 25 تريليون دولار حيث ارتفع من 148% نسبة إلى الناتج سنة 2007 إلى 237% سنة 2016<sup>2</sup>، ومن المتوقع أن ترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي وقد تدهورت الموازين المالية في الأسواق الناشئة في المتوسط منذ 2013 وفيما يتعلق بالاقتراض الخارجي فإن نسب الدين إلى الأسهم آخذة في الارتفاع في معظم الأسواق الناشئة ببلدان أمريكا اللاتينية وأوروبا الناشئة وإفريقيا. وبالنظر لقوة الدولار فإن هذا يعني أن بعض البنوك المركزية في الأسواق الناشئة قد تضطر إلى استخدام مخزون الاحتياطي الأجنبي لديها للحد من تقلبات العملة مما سيؤدي إلى تراجع أحجام احتياطياتها من النقد الأجنبي وقد يؤثر ذلك على الأسواق المالية على المدى الطويل.

والجدير بالذكر أنه لا يمكن الجزم بالأثر السلبي أو الإيجابي الذي قد تسببه سواء الديون أو الاحتياطي الأجنبي في أداء السوق فذلك يختلف باختلاف البلد المعني، إلا أنها تدرج ضمن المخاطر.

**خطر انخفاض السيولة:** الأسواق الناشئة بشكل عام أقل سيولة من تلك الموجودة في الدول المتقدمة وقد أدى هذا النقص في السوق إلى ارتفاع مستوى عدم اليقين من حيث الأسعار، والأسواق الناشئة هي عموماً أقل سيولة من تلك الموجودة في الدول المتقدمة، ويؤدي هذا النقص في السوق إلى ارتفاع رسوم السمسرة وارتفاع مستوى عدم اليقين من الأسعار ويواجه المستثمرون الذين يحاولون بيع الأسهم في سوق غير سائله مخاطر كبيرة بأن أوامرهم لن تكون بالسعر الحالي حيث تمنع الأسواق السائلة المستثمرين من تحقيق فوائد المعاملات السريعة.

**المخاطر السياسية:** تشير المخاطر السياسية لعدم اليقين بشأن القرارات السياسية السلبية بالإضافة إلى احتمال نشوب حروب، وزيادة الضرائب والتغير في سياسة السوق، وعدم القدرة على السيطرة على التضخم والتغير الكبير في القوانين، حيث ارتفعت المخاطر في 12 من الأسواق الناشئة العشرين الأولى هذا العام الذي يمكن أن

<sup>1</sup> – نشرة صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي يظل محاطاً بالتحديات، 09 أبريل 2014.

<sup>2</sup> قاعدة بيانات البنك الدولي.

يؤدي إلى انخفاض مكاسب المستثمرين، بما في ذلك الصراع على السلطة في الحزب الحاكم في جنوب إفريقيا وتأثير الانتخابات في كل من البرازيل والمكسيك وكولومبيا.

وهناك بعض المخاطر الإضافية المتعلقة بالاستثمار الدولي التي تحتاج إلى معرفة مسبقة كمخاطر العملة فإذا كانت العملة المحلية أقوى من العملة الأجنبية فستكون العوائد اقل ومن ناحية أخرى إذا كانت العملة الأجنبية قوية مقارنة بعملة المستثمر فان هذه القوة تزيد من عوائد الاستثمار، ويلاحظ أن الاضطرابات السياسية والاضرابات أو الانقلابات العسكرية والحروب تؤدي إلى تراجع النمو بالنسبة لاقتصاديات الدول وبورصاتها كما أن التغيرات في السياسات الاقتصادية أو التنظيمية أو التجارية لبلد ما يمكن أن تؤدي أيضا إلى تحسن أو تراجع أداء سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

- **مخاطر أسعار الصرف الأجنبي:** وتنتج عادة عن الاستثمارات الأجنبية في الأسهم والسندات والحصول على عوائد بالعملة المحلية للاستثمار ونتيجة لذلك سيتعين على المستثمرين تحويل هذه العملة المحلية مره أخرى إلى عملتهم المحلية، فعلى سبيل المثال المستثمر الأمريكي الذي يشتري الاصل المالي البرازيلي ستكون معاملاته بعملة الريال البرازيلي ولذلك فان تقلبات العملات يمكن أن تؤثر على العائد الإجمالي للاستثمار حيث هناك إمكانية مواجهة المستثمر لخسارة من حيث العوائد الإجمالية عند البيع والتحويل إلى الدولار الأمريكي.
- **ضعف نظام إدارة الشركات:** في بعض الأحيان تكون الأسواق الناشئة أضعف من حيث نظم إدارة الشركات حيث تكون الإدارة أو حتى الحكومة أكثر تأثيرا في الشركة من المساهمين فيها.
- **زيادة احتمالات الإفلاس:** نظرا لان الأسواق الناشئة تعتبر أكثر مخاطرة فإنها تضطر إلى إصدار سندات تدفع أسعار فائدة أعلى وزيادة عبء الديون يزيد من تكاليف الاقتراض ويعزز احتمالات الإفلاس، إذ يمكن للاستثمار في الأسواق الناشئة أن يحقق عوائد كبيرة للمستثمرين ومع ذلك يجب عليهم أن يدركوا أن جميع العوائد المرتفعة ترتبط ارتباطا وثيقا بالمخاطر المرتفعة، وزيادة فرص الإفلاس ترتبط بهذه الأسواق ارتباطا كبيرا لأنها تعتبر أكثر مخاطرة من الأسواق المتقدمة.

وما هو معروف أن احجام المخاطر في الاستثمارات الدولية أكبر من مخاطر الاستثمارات المحلية، إذ تشمل مخاطر الاستثمار العالمية العديد من أنواع عوامل الخطر الدولية المختلفة بما في ذلك مخاطر العملة والمخاطر السياسية ومخاطر أسعار الفائدة، ويجب على المستثمرين الدوليين دراسة عوامل الخطر هذه بعناية قبل الاستثمار في الأسهم العالمية<sup>2</sup>، وقد تكون المخاطر العالية علامة إيجابية إذ تعكس المزيد من الانفتاح والاندماج الكبير في

<sup>1</sup> - Investor Education, Vanguard Investments, Canada Inc 2017, Learn About International Investing, P 03.

<sup>2</sup> - Justin Kuepper, Global Investment Risk, June 25, 2019, Available on :  
<https://www.thebalance.com/what-is-global-investment-risk-4148455>

الأسواق العالمية، كما قد تكون أيضا علامة على الضعف المتزايد وتميل البلدان ذات الانفتاح الأعلى في حساب رأس المال إلى أن تكون أكثر استجابة للتغيرات الخارجية العالمية.

**الوضعية الاقتصادية غير المؤكدة:** يمكن أن تؤدي التحديات الاقتصادية الكبيرة والهيكلية مثل تباطؤ النمو وارتفاع معدلات التضخم والاعتماد على رأس المال الأجنبي إلى تراجع بعض الأسواق الناشئة، كما يمكن أن يؤثر ذلك بشكل مباشر على السوق المالية لبلد آخر حيث شهدت كل من البرازيل والهند واندونيسيا وتركيا وجنوب إفريقيا عدة مخاطر مشتركة فيما بينها، في حين ظلت الأفاق الاقتصادية للهند تتحسن تدريجيا منذ سنة 2014، كما أن الاعتماد المتزايد على الائتمان في كل من الصين والبرازيل وتايلندا شكل خطرا آخر، وكذلك سوق الصين للعقارات التي يمكن أن تؤثر سلبا على مصدري السلع الأساسية في أمريكا اللاتينية وبعض من دول إفريقيا<sup>1</sup>؛ والجدير بالذكر أن بعض الاقتصاديين يرون ان الاستثمار في الاسواق المالية الناشئة يتأثر بالصدمات التي يشهدها النمو الاقتصادي طويل الأجل في هذه الاقتصاديات في حين أن يرى البعض الاخر ان بعض من هذه الصدمات هي من اهم الخصائص المميزة لها.<sup>2</sup>

وقد شهد مستوى المخاطر في الأسواق الناشئة الرئيسية زيادة كبيرة في 2015 قدرت بحوالي (+ 4) مقارنة بالتحسن الطفيف في الدول المتقدمة، أما بالنسبة للسوق البرازيلية فقد مر بما يعادل (+ 10) وروسيا (+ 9) وبدرجة اقل السوق التركية (+3)، ويرى الاقتصاديون أن سنة 2016 مؤشر واضح عن انتهاء قيادة هذه الأسواق للعالم، وأن أداء هذا الأسواق سيشهد أقل مستوى له خلال هذه السنة وتبدأ بذلك مرحلة العودة إلى سياق السوق الى فترة ما قبل سنة 2007 أي الفترة التي سبقت أزمة الرهن العقاري<sup>3</sup>، كما ان لتحليلات وتوقعات الاقتصاديين والمؤسسات الدولية ومؤشرات التنقيط من وكالات التصنيف العالمية دور كبير في توجيه قرارات المستثمرين والتأثير على توجهاتهم، بما في ذلك مخاطر تخفيض التصنيف الائتماني للبلدان التي تشهد تقلبات سياسية او اقتصادية حادة،

إلى جانب بعض المخاطر الأخرى التي حددتها مؤسسة بلومبيرغ سنة 2018 كارتفاع معدلات التضخم والسياسة النقدية المتبعة من طرف البنوك المركزية في هذه الاسواق الى جانب المخاطر التجارية الكبيرة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Alanna Petroff , 4 Risks For Emerging Markets , July 4, 2014, London

[Http://Money.Cnn.Com/2014/07/04/Investing/Emerging-Markets-Risks/Index.Html](http://Money.Cnn.Com/2014/07/04/Investing/Emerging-Markets-Risks/Index.Html)

<sup>2</sup> - Fredrik Wilander, Risk And The Capital “Paradox” Of Emerging Markets, 20-01-15,

[Https://Www.Nordea.Com/En/Press-And-News/News-And-Press-Releases/Fredrik-Wilanders-Blog/2015/2015-01-20-Risk-And-The-Capital-Paradox-Of-Emerging-Markets.Html](https://Www.Nordea.Com/En/Press-And-News/News-And-Press-Releases/Fredrik-Wilanders-Blog/2015/2015-01-20-Risk-And-The-Capital-Paradox-Of-Emerging-Markets.Html)

<sup>3</sup> -Gruppo Cdp, 2016 Risk Map: Risk Returns To Emerging Markets, Sace, 25 January 2016, P 01

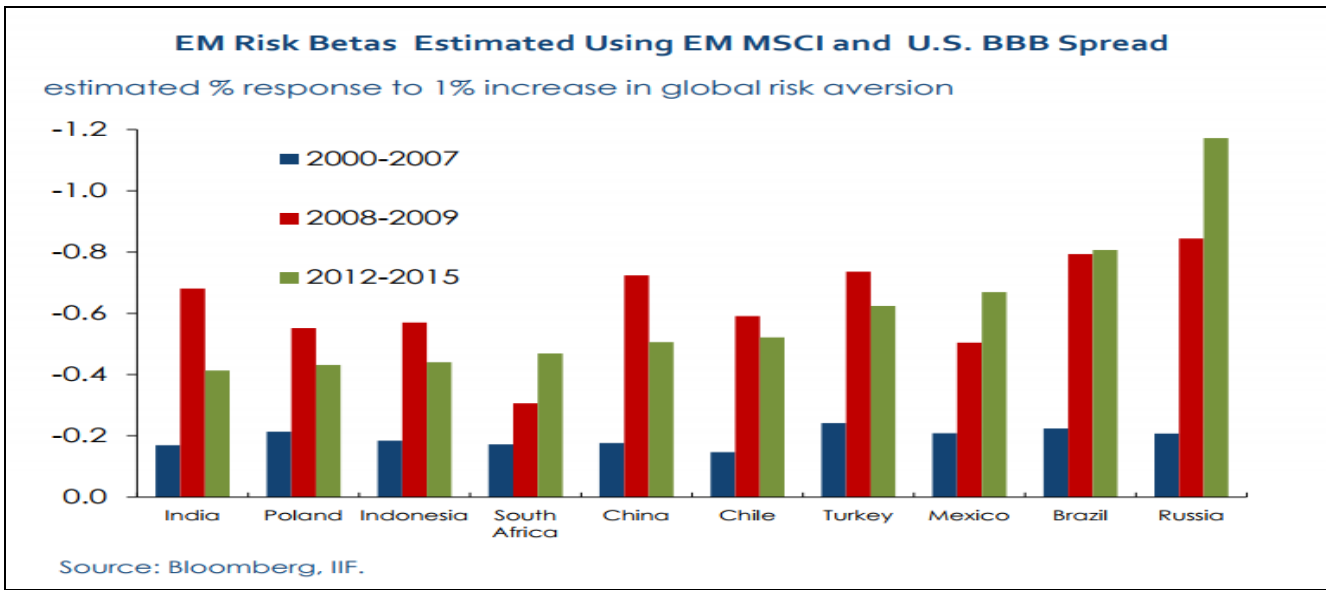
[Http://Www.Sace.It/En/Media/Press-Releases/Press-Release/2016-Risk-Map-Risk>Returns-To-Emerging-Markets](http://Www.Sace.It/En/Media/Press-Releases/Press-Release/2016-Risk-Map-Risk>Returns-To-Emerging-Markets),

<sup>4</sup> - Bloomberg News, What’s In Store For Emerging Markets In 2018, December 15, 2017.

[Www.Bloomberg.Com](http://Www.Bloomberg.Com)

إضافة إلى خطر التوزيع غير العادل لهذه الأسواق لأنها مختلفة وتغيراتها كبيرة، فإنه يكاد يكون من المستحيل للاستفادة من المعلومات التاريخية من أجل التنبؤ بالارتباط السليم بين الأحداث وتوقع أداء معين يمكن الاعتماد عليه في عملية التنبؤ، وكذا خطر تراخي القيود التجارية الداخلية حيث نجد شتى أشكال التلاعب في السوق، حيث أكدت العديد من الدراسات عدم كفاءة هذه الأسواق باعتبار أن أسعار الأسهم لا تعكس قيمتها الحقيقية، مما يرجح إمكانية حدوث مضاربات كبيرة، كما يمكن أيضا التحكم في السوق بشكل كبير من قبل المستثمرين الذين يحملون معلومات سرية.<sup>1</sup>

ويمثل الشكل التالي تطور نسب المخاطر خلال الفترة 2000-2015 بأهم الأسواق الناشئة.  
الشكل رقم (11): تطور معدلات المخاطر بأهم الأسواق الناشئة خلال 2000-2015.



المصدر:

Charles Collyns, Where Next? Prospects For Em Capital Flows , April 15, 2015, P13.

نلاحظ أن معدلات الخطر بالأسواق الناشئة خلال الفترة 2008-2009 شهدت ارتفاعا واضحا نتيجة لأزمة الرهن القاري وما صاحبها من حالة عدم الاستقرار بالأسواق العالمية وعزوف المستثمرين عن استثمار رؤوس أموالهم تخوفا من الخسائر المحتملة في ظل إفلاس وتراجع أداء العديد من الشركات والمؤسسات الكبرى، كما نلاحظ أنه خلال الفترة 2000-2015 أيضا اعتبرت المخاطر مرتفعة نوعا ما لكن بصفة أقل حدة من فترة الأزمة وخاصة بالسوق المالية الروسية وتليها السوق المالية البرازيلية ثم المكسيكية والتركية، ترجع ارتفاع معدلات المخاطر بهذه الأسواق في الحتم إلى التقلبات والانخفاضات المتتالية التي شهدتها أسعار صرف عملات معظم هذه الأسواق بما في ذلك اليوان الصيني والبيزو البرازيلي والريال المكسيكي وكذا الليرة التركية والاجراءات المتبعة لمحاولة

<sup>1</sup> - Arthur Pinkasovitch, The Risks Of Investing In Emerging Markets, February 28, 2018, Available On: [Www.Investopedia.Com](http://Www.Investopedia.Com)

التقليل من حدة التقلبات في اسعار صرفها بالإضافة الى النزاعات والمشاكل السياسية والجيوسياسية التي ساهمت بشكل كبير في رفع مخاطر الاستثمار بهذه الاسواق.

والجدير بالذكر أن هذه الأسواق توفر فرصا استثمارية جديدة ترتبط ارتباطا كبيرا بالحالة العامة للاقتصاد الكلي مثل ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي مما جعلها تتميز بارتفاع العوائد المتوقعة وكذا الفوائد المغربية لعملية التنوع في المحافظ الاستثمارية إلا ان ذلك لا يعني بالضرورة انها اسباب كافية لجذب التدفقات الاستثمارية، فهناك من ناحية اخرى مخاطر متعلقة بهذه الاستثمارات سواء بالنسبة للمستثمرين المقيمين أو المستثمرين الأجانب، وخير مثال على ذلك من الأمثلة التي برزت في الآونة الأخيرة السوق التركية كون تركيا البلد الذي كثيرا ما أشيد به من ناحية الاقتصاد المزدهر والذي اعتبره البعض بمثابة المعجزة، الا ان الاضطرابات السياسية التي عصفت به أدت في كثير من الأحيان إلى نتائج سلبية وغير متوقعة وهذه التقلبات والاضطراب تجعل المستثمرين الأجانب المحتملين يترددون في استثمار أموالهم في هذه الاسواق، الى جانب العديد من المخاطر التي تحول دون تحقيق الهدف الرئيسي لمختلف الاسواق المالية والذي يتمثل في جذب التدفقات الاستثمارية.

وعلى الرغم من أن الاقتصاديات الناشئة قد تكون قادرة على توفير فرص أكبر وخلق مجالات جديدة للاستثمار فان صناعات القرار في هذه الأسواق يحتاجون إلى النظر في آثار الانفتاح الاقتصادي ويحتاج المستثمرون إلى تحديد المخاطر قبل عملية الاستثمار وقد تكون الأسواق الناشئة قد استطاعت النهوض باقتصاداتها بالرغم من التحديات العالمية والمحلية في الماضي فان عليها أن تتغلب على بعض العقبات التي تحول دون ذلك مستقبلا<sup>1</sup>. وقد وضحت وكالة بلومبيرغ الأمريكية أبرز خمس مخاطر التي قد تؤثر على أداء الاسواق الناشئة لسنة 2019، بما في ذلك سياسات الاحتياطي الفدرالي وسعر الدولار في ظل توجه البنك المركزي الأمريكي الى الابقاء على اسعار الفائدة عكس ما توقعه المستثمرين، بالإضافة الى تخطيط البنك المركزي الأوربي لإنهاء خطة شراء الاصول المالية ذات العوائد المرتفعة بالأسواق الناشئة خاصة الاسيوية، الى جانب الحرب التجارية بين الولايات الأمريكية والصين وفرض الرسوم الجمركية على الواردات من قبل كلا البلدين في ظل المفاوضات الجارية، علاوة على العقوبات المفروضة على روسيا والقلق المصاحب لتداعيات ثبوت تدخل روسيا في الانتخابات الأمريكية 2016، وكذلك استعداد بعض الدول لإجراء الانتخابات الرئاسية مما يزيد القلق لدى المستثمرين حول سياسة الرؤساء الجدد في هذه البلدان كالهند وجنوب افريقيا.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Reem Heikal, What Is An Emerging Market Economy?, August 17, 2017  
[Http://Www.investopedia.Com/articles/03/073003.Asp](http://www.investopedia.com/articles/03/073003.asp)

<sup>2</sup> - Paul Wallace, These Are the Biggest Risks for Emerging Markets Right Now, 30 avril 2018, available on:  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-29/april-agony-nears-end-as-emerging-market-investors-reassess-risk>

المبحث الثالث: تقييم أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.

سنستعرض فيما يلي تطور بعض المؤشرات الأساسية لمعرفة وضعية الاسواق الناشئة محل الدراسة خلال الفترة 2010-2017 الى جانب عرض اهم مؤشرات التقييم الفني لقيمة الاصول المالية بهذه الأسواق خلال نفس الفترة.

المطلب الأول: تطور أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.

يستوجب الإشارة إلى عدم التجانس الكبير بين هذه الأسواق في مجملها لذا فمن الضروري التفصيل في أهم الأسواق، ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى عينة من أهم الأسواق المالية الناشئة والمتمثلة في الصين والهند وروسيا والبرازيل والمكسيك، تركيا وجنوب إفريقيا، وسنستعرض تطور بعض المؤشرات الأساسية لأدائها خلال الفترة 2010-2017.

تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية:

يتم تقييم أداء الاسواق المالية من خلال المؤشرات الأساسية المتعلقة بوضعية السوق المالية بصفة عامة وتتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- مؤشر الطاقة الاستيعابية للسوق: تقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول.
- مؤشر تحقيق السيولة: يقاس من خلال مؤشر دوران الأسهم.
- مؤشر الحجم النسبي لسوق الأوراق المالية: في سوق الإصدار يقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة ونسبة الإصدارات أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس من خلال مقارنة القيمة السوقية بالأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وكذا إجمالي السيولة المحلية.
- مؤشر نسبة رسملة السوق: تقاس من خلال مؤشري الحجم والسيولة حيث يدل الحجم على رسملة الأسواق كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (Market Capitalization Ratio (MCR) وتشير السيولة إلى القيمة الإجمالية المتداولة كنسبة مئوية واستخدمت معظم الدراسات الأخرى مؤشرات أخرى لتنمية أسواق الأوراق المالية مثل عدد الشركات المدرجة في البورصة وحجم سوق الأوراق المالية والتغيرات في مؤشر سوق الأوراق المالية، وتعرف السيولة بأنها السهولة والسرعة التي تمكن المستثمرين من شراء الأوراق المالية وبيعها وتتميز سوق الأوراق المالية المتطورة بشكل جيد بارتفاع السيولة التي من شأنها تمكين المستثمرين من القدرة على الحصول على أموالهم خلال فترة الاستثمار كما تعتبر البورصة السائلة الأكثر توفيراً للمشاريع.<sup>2</sup>

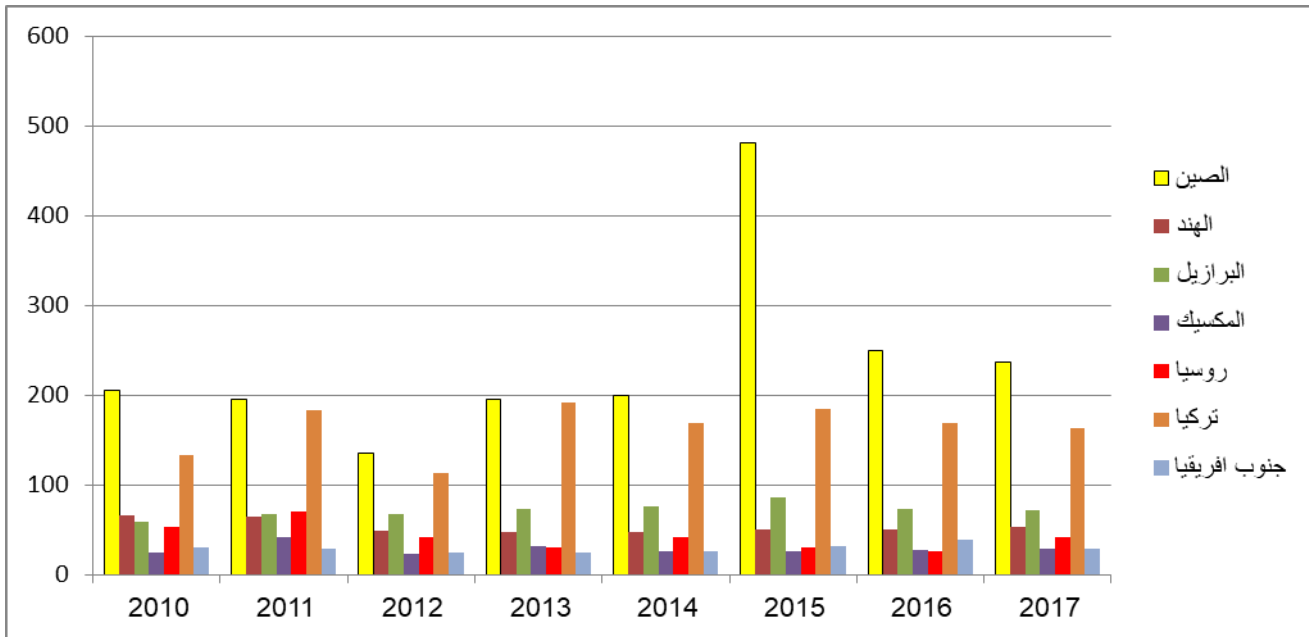
<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79، الكويت 2004. ص 21.

<sup>2</sup> -Www.Ccsenet.Org/Ijbm International Journal Of Business And Management Vol. 9, No. 11; 2014, Stock Exchange Development And Economic Growth: Empirical Evidence From Jordan Ali Mustafa Al-Qudah1, P 26.

مؤشر معدل دوران الأسهم المتداولة:

يعرف معدل الدوران بأنه حاصل قسمة القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة أثناء الفترة على متوسط رسملة السوق لنفس الفترة، ويعتبر معدل الدوران أحسن معيار لقياس سيولة السوق<sup>1</sup>، وهو يكمل خاصية رسملة السوق، لمعرفة درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها ولكن معدل الدوران فيها مرتفع فتتميز بالنشاط وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول ولكن معدل الدوران فيها ضعيفا. والشكل التالي يوضح تطور معدل الدوران بكل من بورصة الصين، الهند، البرازيل، المكسيك، روسيا، تركيا وجنوب إفريقيا.

شكل رقم (12): معدل دوران الأسهم المتداولة بأهم الأسواق المالية الناشئة (%) (2010-2017).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي. (بيانات 2017 تمثل متوسط الفترة)

نلاحظ أن معدل الدوران في الصين قد تراوح خلال الفترة 2010-2017 بين حوالي 136% ونسبة 480% التي مثلت أعلى نسبة سنة 2015، وعموما كان متوسط معدل دوران الأسهم في السوق الصينية حوالي 237%.

بينما كان متوسط معدل الدوران في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا في حدود 29%، وكان في حدود 42% و53% في كل من روسيا والهند على التوالي.

أما معدل دوران الأسهم في تركيا فبالرغم من أنه عرف تذبذبا نوعا ما بين الارتفاع والانخفاض إلا أنه بقي عند متوسط 163%، وفي المقابل عرف هذا المعدل ارتفاعا متواصلا في البرازيل طوال فترة الدراسة باستثناء سنتي 2016 و2017 اللتين عرف فيهما تراجعاً نسبياً إلى حدود 72%.

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الاسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003، نفس المرجع السابق، ص 15.

ومما سبق وإن تعذر تحليل معدل الدوران في الأسواق الناشئة كمجموعة متجانسة، إلا أنه يعتبر على العموم مرتفع بشكل كبير في الصين مقارنة بغيرها من البورصات المذكورة تليها تركيا ثم الهند، ويعتبر منخفض نوعاً ما في كل من المكسيك وروسيا، ومن منظور السنوات فقد انخفض معدل الدوران سنة 2012 بشكل ملحوظ في الصين وهذا راجع إلى ارتفاع مخاوف المستثمرين المحليين والأجانب حول المخاطر والعوائد خاصة مع تداعيات انخفاض عملات الأسواق الناشئة أمام الدولار الأمريكي بالإضافة إلى تداعيات تراجع سوق العقارات بسبب الاستدانة من الخارج بفوائد منخفضة.

#### - مؤشر إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة:

الشركات المحلية المدرجة هي الشركات التي يتم تأسيسها محلياً وتكون أسهمها مدرجة في بورصات الأسهم في البلد المعني في نهاية السنة، وهو مقياس يعبر أيضاً على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر، كما يوضح هذا المؤشر خاصية ضيق السوق التي تتصف بها البورصات الناشئة حيث تتميز هذه الأخيرة بضيقها بالنظر إلى عدد الشركات المدرجة أو من معدل الرسملة. ويمثل الجدول الموالي تطور إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة بأهم الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة 2010-2017.

#### جدول رقم (11): إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة بأهم الأسواق المالية الناشئة في الفترة 2010-2017

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الصين	2063	2342	2494	2489	2613	2827	3052	3485
الهند	5031	5112	5191	5294	5541	5835	5820	5615
البرازيل	373	366	353	352	351	345	338	335
المكسيك	130	128	131	138	141	136	137	141
روسيا	556	817	292	261	254	251	242	230
تركيا	263	263	242	235	226	392	380	374
ج إفريقيا	352	347	338	322	322	316	303	294

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة ببورصتي الهند والصين قد زاد عددها خلال الفترة 2010-2017 بشكل واضح، حيث ارتفع في الهند من حوالي 5000 شركة إلى أكثر من 5600 شركة وارتفع في الصين من حوالي 2000 شركة إلى أكثر من 3400 شركة، وبهذا تتفوق الهند في هذه الخاصية على الصين من حيث عدد الشركات المحلية المدرجة بالبورصة، أما فيما يخص الشركات الأجنبية فتعتبر

الصين رائدة ومتقدمة بشكل واضح على باقي الأسواق الناشئة بالنظر إلى التدفق الكبير للاستثمارات الأجنبية إليها.

ونلاحظ أيضا أنّ عدد الشركات المحلية المدرجة في تركيا قد انخفض بشكل مستمر من 263 شركة سنة 2010 إلى 226 شركة سنة 2014 ثم ارتفع سنتي 2015 و2016 إلى أكثر من 380 شركة، كما انخفض أيضا عدد الشركات المحلية المدرجة بالبرازيل من 373 شركة سنة 2010 إلى من 335 سنة 2017. أما في روسيا فيظهر أن عدد الشركات المحلية المدرجة متذبذب خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع بشكل كبير بين سنتي 2010 و2011 من 556 شركة محلية إلى 817 شركة، ثم عرف بعد ذلك انخفاضا مستمرا خلال الفترة 2012-2017 ليصل إلى 230 شركة.

وبخصوص جنوب إفريقيا فقد عرف عدد الشركات المحلية المدرجة بها انخفاضا مستمرا خلال فترة الدراسة من 352 شركة سنة 2010 إلى 294 شركة سنة 2017، وفي المقابل عرف هذا العدد استقرارا نسبيا في المكسيك خلال نفس الفترة بين 130 و141 شركة.

ويعكس زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة مدى قدرتها على التطور السريع<sup>1</sup>، وكذا التطور السريع للاقتصاد ككل أي تحقيق معدلات نمو مرتفعة ومستمرة فيها وهذا ما يعكس ارتفاع عدد الشركات المدرجة في كل من الصين والهند، كما حققت باقي الأسواق الناشئة أداء متباينا من حيث عدد الشركات المدرجة ولكن في المجمل يمكن تفسير الانخفاض في عدد الشركات المدرجة بها إلى تزايد حجم الديون حيث بلغت حوالي 47 % من حجم الديون العالمية خلال 2007-2014 بالإضافة إلى الانهيار في سوق العملات مما أثر بشكل كبير على التدفقات المالية الداخلة إليها.

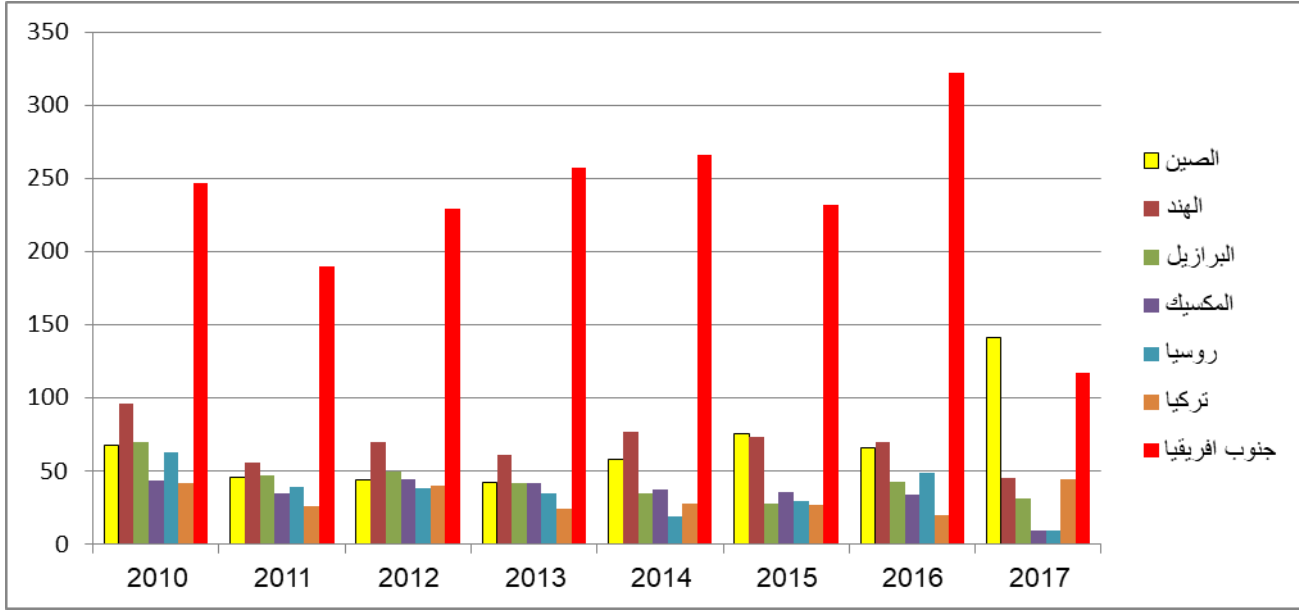
### - مؤشر الرسملة السوقية للشركات المدرجة:

رسملة السوق وتعرف أيضا بالقيمة السوقية هي سعر السهم مضروبا في عدد الأسهم المتداولة، وهي من أهم المؤشرات لأنها تعكس مدى قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال، ويحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

ويمثل الشكل التالي تطور الرسملة السوقية للشركات المدرجة بالأسواق الناشئة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2010-2017.

<sup>1</sup> - الشريف ريجان والطاوس حمداوي، بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، عدد 34 جامعة باجي مختار عنابة، جوان 2013، ص 52.

شكل رقم (13): الرسملة السوقية للشركات المدرجة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) خلال 2010-2017



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

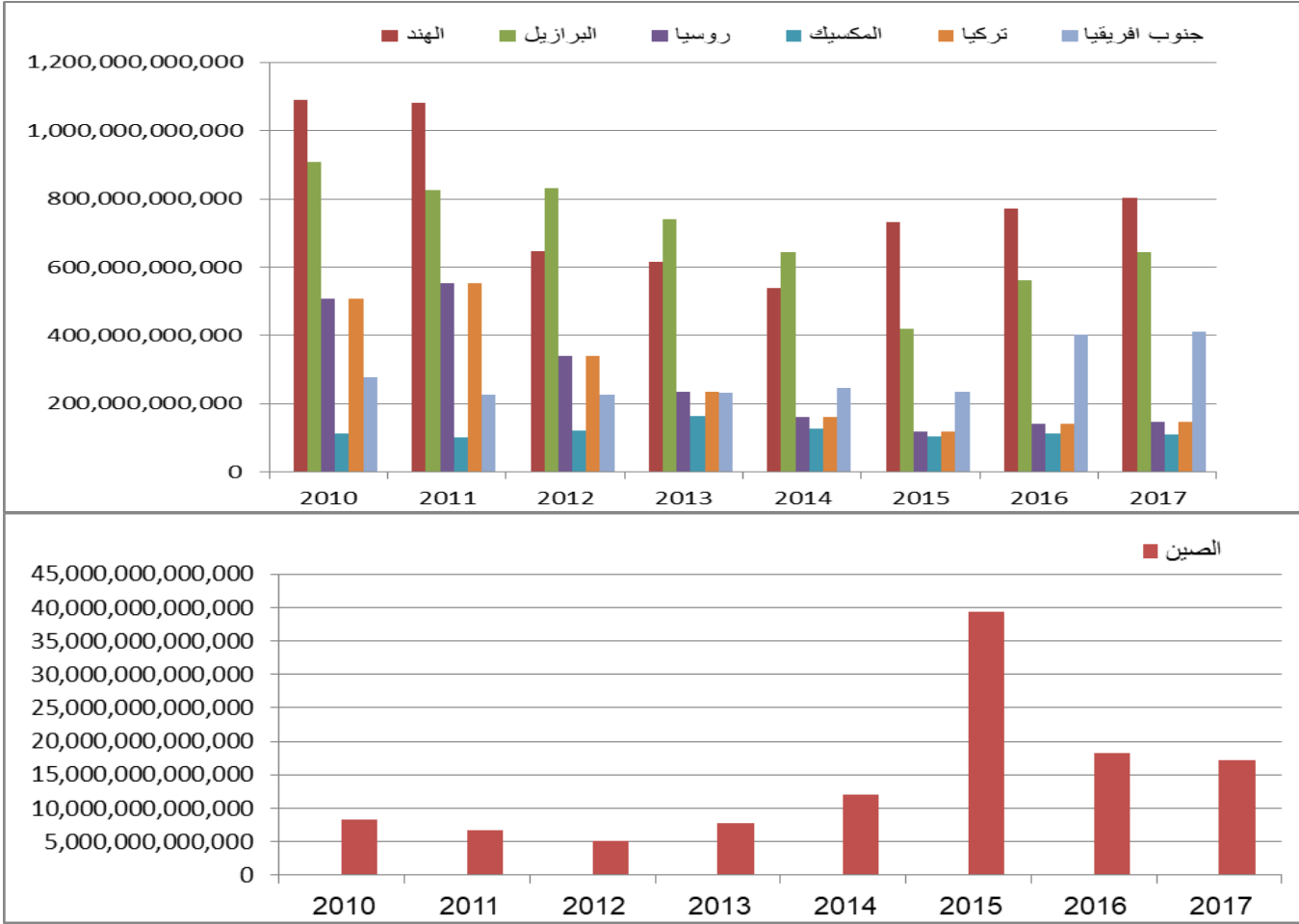
نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي تعتبر مرتفعة بشكل كبير في جنوب إفريقيا مقارنة بالأسواق الأخرى قيد الدراسة حيث حققت ارتفاعا متواصلا خلال 2010-2017 باستثناء سنوات 2011، 2015 و 2017.

كما نلاحظ أن نسب القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي شهدت انخفاضا في كل الأسواق في سنة 2011 مقارنة بسنة 2010، وكذلك لوحظ هذا الانخفاض في سنة 2013 ماعدا في جنوب إفريقيا. وشهدت روسيا انخفاضا متتاليا لنسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات 2011-2014 وبدرجة أكثر انخفاضا سنة 2017، في حين عرفت كل من الهند والصين تذبذبا في هذه النسب خلال فترة الدراسة باستثناء سنة 2017 التي عرفت فيها الصين ارتفاعا ملحوظا.

ويرجع الاقتصاديون الانخفاض لكل هذه الأسواق خلال سنة 2011 إلى مخلفات الأزمة المالية 2008 التي أثرت بشكل كبير على الاقتصاد المالي العالمي ككل وانعكس ذلك على الأسواق الناشئة أيضا بالإضافة إلى ارتفاع إجمالي الناتج المحلي بمعظم الأسواق الناشئة خلال هذه السنة، إلا أن الرسملة السوقية للأسواق الناشئة عموما ارتفعت خلال فترة الدراسة مقارنة بالأسواق المتقدمة حيث أثرت الأزمة العالمية بشكل كبير على جذبها للاستثمار وانتقلت بذلك رؤوس الأموال من أسواقها إلى الأسواق الناشئة نظرا لما حققته هذه الأسواق من نمو مقارنة بباقي الأسواق وقدرتها الكبيرة على تجاوز صدمة الأزمة بل ودورها الكبير في النهوض بالاقتصاد العالمي بعد الأزمة، في حين أن هذه النسب بدأت في الانخفاض تدريجيا إلى غاية 2013 حيث بدأت بعدها بالصعود تدريجيا إلى أنها لم تصل بعد إلى القيم المعتبرة التي حققتها سابقا، وهذا لا يعني أنها غير قادرة على جذب رؤوس الأموال أو تحقيق معدلات نمو كبيرة مقارنة بالحالة الاقتصادية العالمية الإجمالية.

– مؤشر الأسهم المتداولة:

الأسهم المتداولة هي القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة أثناء الفترة، ويعتبر هذا المؤشر مرتبط بمجم التداول ويأخذ بعين الاعتبار قيمة الناتج المحلي الإجمالي المحققة بالدولة المعنية. ويوضح الجدول التالي نسبة تطور الأسهم المتداولة بأهم الأسواق الناشئة. شكل رقم (14): الأسهم المتداولة في الأسواق الناشئة (دولار امريكي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

نلاحظ أن قيم الاسهم المتداولة في الصين كبيرة جدا ويصعب مقارنتها بباقي الأسواق الناشئة فهي تقارب 40 تريليون دولار في سنة 2015 في حين ان قيم الاسهم المتداولة بالأسواق الناشئة متفاوتة لكن في المجمل تعتبر الهند الاكثر تفوقا بأكثر من تريليون دولار كأعلى قيمة محققة خلال الفترة 2010-2017 وكان ذلك سنتي 2010 و2011، كما نلاحظ ان سنة 2012 شهدت تراجعاً في قيم الاسهم المتداولة لدى معظم هذه الاسواق عدا السوق المكسيكية والسوق البرازيلية، الا انه وعلى العموم تعتبر قيم الاسهم المتداولة بالأسواق الناشئة مجتمعة معتبرة وهذا راجع كما سبق واشرنا إلى العوامل التي ساعدت على إعطاء نظرة تفاؤلية للمستثمرين حول انخفاض مخاطر التداول في الأسهم مقارنة بالأسواق العالمية الأخرى ويرجع الانخفاض في سنة 2012 إلى

الحالة الاقتصادية العالمية أو التباطؤ الاقتصادي العالمي وفي نفس الوقت تحسن بعض الاقتصاديات كبريطانيا وأمريكا و كندا خلال هذه الفترة الذي انعكس بشكل مباشر وكبير على تحول التيارات المالية البورصات والتداول فيها بالإضافة إلى عوامل أخرى مرتبطة بعملات هذه الدول، كما تعتبر السيولة من أهم مؤشرات تنمية سوق الأوراق المالية وتعرف بأنها السهولة والسرعة التي تمكن المستثمرين من شراء الأوراق المالية وبيعها مع سوق الأوراق المالية المتطورة بشكل جيد مع ارتفاع السيولة وتقديم للمستثمرين القدرة على الحصول على أموالهم خلال فترة الاستثمار في المشاريع وتمكن المستثمرين من البيع بسهولة وسرعة في مشاريعهم، وتعتبر السوق المالية السائلة الأكثر توفيرا للمشاريع<sup>1</sup>.

**خصائص أخرى متعلقة باقتصاديات الأسواق الناشئة:** بالإضافة إلى الخصائص المذكورة أعلاه بالنسبة للأسواق المالية الناشئة هناك أيضا خصائص تتعلق بالاقتصاد ككل والتي من بينها:<sup>2</sup>

- الحجم والتنوع والتنافسية والتي تبدو أكثر وضوحا في القطاعين الصناعي والزراعي.
- قوة الأسواق الاستهلاكية.
- فتح الأسواق في البلدان الناشئة والابتكار المالي.
- محدودية التعامل بالأدوات الجديدة بحيث أن عملية الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يمكن أن ينقل المخاطر بين مختلف المشاركين في الأسواق.
- الأسواق الناشئة لديها مستويات أعلى من الناتج المحلي الإجمالي إلا أن متوسط نصيب الفرد من الدخل أقل بكثير من الدول المتقدمة وكذا انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات.<sup>3</sup>

**بالإضافة إلى بعض الخصائص الأخرى مثل:**

نمو التجارة الخارجية يفوق المبادلات التجارية الخارجية، زيادة مطردة في الناتج المحلي الإجمالي وفي نصيب الفرد من الدخل الإجمالي، وجود رؤوس أموال أجنبية يتم استثمارها لفترة طويلة، اقتصاد متنوع لا يعتمد على تصدير المواد الأولية فقط، امتلاكها لشركات عالمية في عدة بلدان حيث يكون كل أو جزء من رأس المال لمساهمين خاص، تتوفر الاقتصاديات الناشئة على آفاق واعدة بفضل حيويتها الديمغرافية والاستهلاك المرتفع.

**المطلب الثاني: تقييم أداء الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة.**

فيما يلي سيتم عرض أشهر وأهم أربع مؤشرات لتقييم قيمة الاصول المالية بالأسواق الناشئة تقييما فنيا دقيقا بالإضافة الى مؤشر متوسط العوائد الذي يعتبر من بين اهم العوامل الجاذبة للمستثمرين، كما ارتأينا مقارنة

<sup>1</sup>- WwW.Ccsenet.Org/Ijbm International Journal Of Business And Management Vol. 9, No. 11; 2014, Stock Exchange Development And Economic Growth: Empirical Evidence From Jordan Ali Mustafa Al-Qudah1, P 126.

<sup>2</sup>- Sechel Ioana Cristina And Ciobanu Gheorghe, Characteristics Of The Emerging Markets Economies - Brics - From The Perspective Of Stock Exchange Markets -Babeş - Bolyai University, Faculty Of Economics And Business Administration, Cluj-Napoca, Romania, 2014, P 48-49.

<sup>3</sup>- Ignacio Requejo, Defining & Characterizing Emerging Capital Markets, University Of Glasgow, Strathclyde Business School, 2010/2011.

كل من الاسواق الناشئة مجمعة مجموعة البريك والاسواق العالمية والاسواق الناشئة محل الدراسة الصين الهند روسيا تركيا البرازيل المكسيك وجنوب افريقيا ومقارنتها بمؤشرات السوق المالية الامريكية.

### طرق تقييم أداء الأسواق المالية:

استخدام النسب هي أكثر الطرق المستخدمة لتقييم الشركة وتتمثل أهم هذه النسب في نسب الأسعار على الأرباح (p/e) والأسعار على المبيعات (p/s) والأسعار الدفترية p/bv او تسمى القيمة الدفترية.<sup>1</sup>

#### 1. أرباح الأسعار ويسمى مكرر الربح P/E:

وهو السعر الحالي للأسهم مقسوما على أرباح الشركة خلال الأشهر الـ 12 الماضية، ارتفاع P/Es يشير إلى أن السوق أكثر خطورة وانخفاضها يدل على أنها رخيصة وآمنة نسبيا.

وعموما فان نسبة التقييم الأدنى أفضل للاستثمار لأنه يعني أن المستثمر يدفع ثمنا اقل، في حين تلاحظ أن ارتفاع هذه النسبة ليس بالضرورة أمر سلبي وفي الواقع فان بعض من أفضل الشركات من حيث الأداء مثل شركة أمازون لم تظهر نسب تقييم منخفضة منذ سنوات عديدة ومع ذلك كان أدائها جيدا ويرجع ذلك إلى ان المستثمرين يعتبرون الشركات ذات النسب الأعلى تملك فرص نمو أكبر في المستقبل.<sup>2</sup>

2. الأسعار والمبيعات (P/S): تقارن نسبة السعر إلى قيمة البيع بين القيمة التي يضعها السوق على الشركة بالقيمة التي اشترى بها الأصل.

#### 3. نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (P/B) Price to book value ratio

تقارن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية بين القيمة التي يضعها السوق على الشركة بالقيمة التي ذكرتها الشركة في دفاتها المالية، ويتم حسابه بقسمة السعر الحالي للسهم حسب القيمة الدفترية للسهم الواحد، والقيمة الدفترية هي الأسهم الحالية للشركة، على النحو الوارد في التقرير السنوي معظم الوقت وانخفاض هذه النسبة هو أفضل وهذا لأن المستثمر يدفع اقل لمزيد من القيمة الدفترية.<sup>3</sup>

والقيمة الدفترية للشركة هي أصولها مخصوما منها التزاماتها وهذا يعني ان القيمة الإجمالية لأصولها لا تشمل الأصول غير الملموسة التي لا توجد لها قيمة نقدية فورية، إذا القيمة الدفترية = الأصول - الخصوم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - John Divine, The Best Ways To Value A Stock, May 15, 2017, Available On: (20/02/2018)  
<https://Money.Usnews.Com/Investing/Articles/2017-05-15/The-Best-Ways-To-Value-A-Stock>

<sup>2</sup> - Jeff Brown, 5 Ratios Investors Need To Know, April 3, 2017,  
<https://Money.Usnews.Com/Investing/Articles/2017-04-03/5-Ratios-Investors-Need-To-Know>

<sup>3</sup> - 6 Indicators Used To Assess Stocks, Get Smarter About Money, June 19, 2017  
<https://Www.Getsmarteraboutmoney.Ca/Invest/Investment-Products/Stocks/6-Indicators-Used-To-Assess-Stocks/>

<sup>4</sup> - Ken Little, When Evaluating Stocks, A Growing Business Should Be Worth More Than Its Book Value, January 29, 2018. (17/3/2018)  
[Www.Thebalance.Com/Understanding-Book-Value-3140780](http://Www.Thebalance.Com/Understanding-Book-Value-3140780)

ويسمى مضاعف القيمة الدفترية الذي يحسب بقسمة السعر السوقي على القيمة الدفترية، وكل ما كان أقل من 3 كل ما كان أفضل ويخضع فالأخير للقرار الشخصي للمستثمر.

#### 4. عائد الأرباح Dividend yield

ويقاس مؤشر عائد الأرباح العائد على الربح كنسبة مئوية من سعر السهم أي انها تحسب عن طريق تقسيم الأرباح السنوية للسهم حسب السعر للسهم الواحد.<sup>1</sup>

ويسمى أيضا ربحية السهم ويستحسن ان تقسم الارباح الصافية لا الاجمالية على عدد الاسهم. ويمثل الجدول الموالي مختلف نسب المقارنة المذكورة أعلاه بالإضافة إلى متوسط العوائد لعشر سنوات الأخيرة لكل من الولايات المتحدة الأمريكية والصين والهند والبرازيل وروسيا والمكسيك وتركيا وجنوب إفريقيا ومجموعة البريك بالإضافة إلى النسب المتعلقة بمجمل الأسواق الناشئة وكذا العالم.

جدول رقم (12): نسب تقييم أداء الأسواق المالية قيد الدراسة والأسواق الناشئة والو م ا والعالم.

البيانات	توزيعات الارباح Div Yld (%)	السعر / الربحية P/E	السعر / القيمة الدفترية P/BV	متوسط العوائد خلال الفترة 2017-2010	مجموع
الو.م الأمريكية	1.87	24.28	3.32	9.75	
الصين	2.09	17.11	2.09	2.65	
الهند	1.35	23.35	3.22	7.03	
البرازيل	2.95	18.80	1.98	2.10-	
المكسيك	2.37	17.75	2.41	0.67	
روسيا	4.32	8.24	0.93	5.23	
تركيا	1.47	9.43	2.80	2.15	
جنوب إفريقيا	2.74	21.57	2.53	8.16	
مجموعة البريك	1.94	16.74	2.00	6.53	
الأسواق الناشئة	2.28	15.45	1.82	5.27	
العالم	2.34	21.03	2.40	6.64	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات مورغان ستانلي كايبتال إنترناشيونال.

<sup>1</sup> - 6 Indicators Used To Assess Stocks, Get Smarter About Money, June 19, 2017

<https://www.getsmarteraboutmoney.ca/invest/investment-products/stocks/6-indicators-used-to-assess-stocks/>

نلاحظ من خلال الجدول نسب تقييم الأداء تختلف باختلاف نشاط السوق المالية وقدرتها على جذب الاستثمارات وحجم التداول بها، فبالنسبة لتوزيعات الأرباح نلاحظ أن حاصل قسمة الأرباح السنوية للسهم حسب سعر السهم الواحد، وتعتبر روسيا الأعلى نسبة مقارنة بالأسواق الأخرى كما انه للصين والمكسيك والبرازيل وجنوب أفريقيا والولايات المتحدة نسب معتبرة أيضا مما يعني ان كل من الصين والاسواق الناشئة بصفة عامة بالنظر الى مكرر الارباح تعتبر وضعيتها مناسبة للاستثمار في اسواقها المالية.

كما نلاحظ من خلال الجدول أيضا أن نسبة السعر إلى الربحية تتفوق من خلالها الولايات المتحدة الأمريكية والهند على باقي الأسواق الأخرى وتعكس هذه النسبة المرتفعة أن المستثمرين يعتبرون الشركات ذات النسب الأعلى تملك فرص نمو أكبر في المستقبل، في حين أن الصين تتخلف عنهما بنسبة اقل قدرت ب 17 %، إلا أن نسبة التقييم الأدنى أفضل للاستثمار لأنه يعني أن المستثمر يدفع ثمنا اقل، وبالتالي تعتبر السوق الصينية الاحسن أداء.

أما بالنسبة إلى نسبة السعر إلى القيمة الدفترية او مضاعف القيمة الدفترية فهي مرتفعة أيضا بالنسبة لسوق الولايات المتحدة الأمريكية في حين ان نسبة معتدلة في الصين والبرازيل وعموما ارتفاع هذه النسبة لا يعد امرا جيدا للمستثمرين وهذا لأن المستثمر يدفع أكثر، وبهذا تتفوق الاسواق الناشئة والصين من حيث نسبة مضاعف القيمة الدفترية.

وفيما يخص متوسط مجموع العوائد خلال الفترة 2010-2017 نلاحظ من خلال الجدول أن الأسواق الناشئة توفر عوائد معتبرة قدرت بما يعادل 5.27 كمتوسط مقارنة بالقيمة التي توفرها الأسواق العالمية ككل والتي قدرت بحوالي 6.64، وتستحوذ الولايات المتحدة الأمريكية على حصة الأسد حيث توفر عوائد مرتفعة جدا، في حين لاحظنا أن الهند تفوقت على الصين من حيث متوسط العوائد الذي قارب 7 وكذلك روسيا توفر عوائد معتبرة إضافة إلى جنوب إفريقيا التي تعتبر هي الأخرى الأعلى في الأسواق الناشئة من حيث متوسط مجموع العوائد بما يفوق 8.

والجدير بالذكر انه على المستثمر المقبل على بناء محافظ استثمارية للاستثمار بالأسواق الناشئة دراسة وتقييم هذه النسب بشكل تفاعلي ومتكامل أي ان أداء السوق الجيد من حيث نسبة معينة لا يعني بالضرورة قدرة هذه السوق على توفير عوائد اعلى للمستثمر.

### خلاصة الفصل:

ركزنا في هذا الفصل على أداء الاستثمار بأهم هذه الأسواق الناشئة والمتمثلة في كل من الصين الهند روسيا المكسيك البرازيل تركيا وجنوب إفريقيا نظرا لإجماع أهم المؤشرات والمؤسسات الدولية على إدراجها ضمن قائمة الأسواق المالية الناشئة، إذ لاحظنا أن أداء هذه الأسواق كان متباينا ويختلف من مؤشر لآخر إلا أنه في المجمل حققت هذه الأسواق أداء جيدا من حيث جذبها لرؤوس اموال معتبرة خلال الفترة 2010-2015، كما انها سجلت انخفاضات ملحوظة خلال سنة 2011 وهذا بسبب كل من أزمة الرهن العقاري ومخلفاتها والحالة الاقتصادية العامة للاقتصاد العالمي والتي اتسمت بالتباطؤ مما يعني ان حركة رؤوس الاموال العالمية كانت متباطئة بالإجمال ولم يكن ذلك حكرًا على الاسواق الناشئة، وأيضا نهاية سنة 2015 ويرجع الانخفاض الى التباطؤ الكبير الذي حدث في السوق الصينية في ماي 2015 الامر اثر أيضا على أداء بعض الأسواق الناشئة الأخرى، وبالنظر الى أداء الاستثمار العالمي نلاحظ انه كانت لها مكانة معتبرة من حيث جذبها للتدفقات الاستثمارية وخاصة الاجنبية منها.

لكن بعد سنوات من التدفقات الاستثمارية الكبيرة الوافدة للأسواق الناشئة بدأ المستثمرون في البحث عن مخرج من هذه الأسواق نهاية سنة 2015 نتيجة شعورهم بالقلق إزاء التحول الاقتصادي الصعب في الصين، إلى جانب ضعف الطلب على السلع الاستهلاكية، واعتبرت سنة 2016 الاضعف من حيث الاستثمار بهذه الاسواق مما جعل التنبؤات متشائمة بخصوصها الا انها خالفت هذه التوقعات في سنة 2017 وتحسن أداؤها نسبيا في بعض هذه الاسواق.

وأظهرت الدراسة أيضا في الجزء المتعلق بالاستثمار المحفظي بهذه الأسواق أن قطاع تكنولوجيا المعلومات يعتبر من اهم القطاعات النشطة بالأسواق الناشئة خلال سنة 2017 ويليه القطاع المالي وكذلك يعتبر كل من قطاع الخدمات وقطاع العقارات من بين أهم القطاعات النشطة، كما يعتبر قطاع المستهلكين وقطاع الطاقة أيضا من القطاعات ذات الأهمية الكبيرة بهذه الأسواق.

وفيما يخص ومختلف مؤشرات تقييم أداء الأسواق الناشئة ومتوسط مجموع العوائد فوجدنا انها توفر عوائد مرتفعة قدرت بما يعادل 5.27 كم متوسط مقارنة بالقيمة التي توفرها الأسواق العالمية ككل كما تفوقت الهند على الصين من حيث متوسط العوائد وتليهما روسيا وجنوب إفريقيا.

# الفصل الثالث

## أداء اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة

المبحث الأول: الأداء الاقتصادي لاقتصاديات الأسواق الناشئة

المبحث الثاني: آفاق وتحديات النمو بالأسواق الناشئة

المبحث الثالث: دراسة تحليلية لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء الأسواق الناشئة

### تمهيد الفصل:

نظرا لأهمية المؤشرات الاقتصادية للدول وعلاقتها بالمؤشرات المالية وبعد التطرق لوضعية الأسواق المالية الناشئة من حيث الاستثمار المحفظي وتقديم دراسة تحليلية لمختلف العوائد والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسواق نتطرق في هذا الفصل إلى دراسة الوضعية الاقتصادية لهذه الأسواق من خلال عرض تطور أهم المؤشرات الاقتصادية المتعلقة بها خلال فترة الدراسة 2010-2017 وكذا التطرق الى تبيان مكانتها ومدى مساهمتها في الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى عرض نظرة تحليلية حول علاقة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية بتطور أداء المؤشرات المالية لهذه الأسواق محل الدراسة خلال نفس الفترة بالنسبة للأسواق قيد الدراسة مع التركيز على السوق المالية الصينية.

وتتمثل أهم هذه المؤشرات الاقتصادية في كل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وكذا أسعار صرف عملات أهم الأسواق الناشئة ومجملي ديونها الخارجية، بالإضافة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر.

### المبحث الأول: الأداء الاقتصادي لاقتصاديات الأسواق الناشئة.

بعد تقديم مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق الناشئة وأهم التصنيفات والمعايير المحددة من طرف المؤشرات والهيئات الدولية، وبعد التطرق إلى أداء الاستثمار المحفطي بهذه الأسواق سنبحث في هذا الجزء من الدراسة الوضعية الاقتصادية لهذه الأسواق من حيث أهم المؤشرات الاقتصادية المتعلقة بها خلال الفترة 2010-2017 ومكانتها ضمن المنظومة الاقتصادية والمالية العالمية ومساهمتها في الناتج العالمي.

### المطلب الأول: أداء المؤشرات الاقتصادية للأسواق المالية الناشئة.

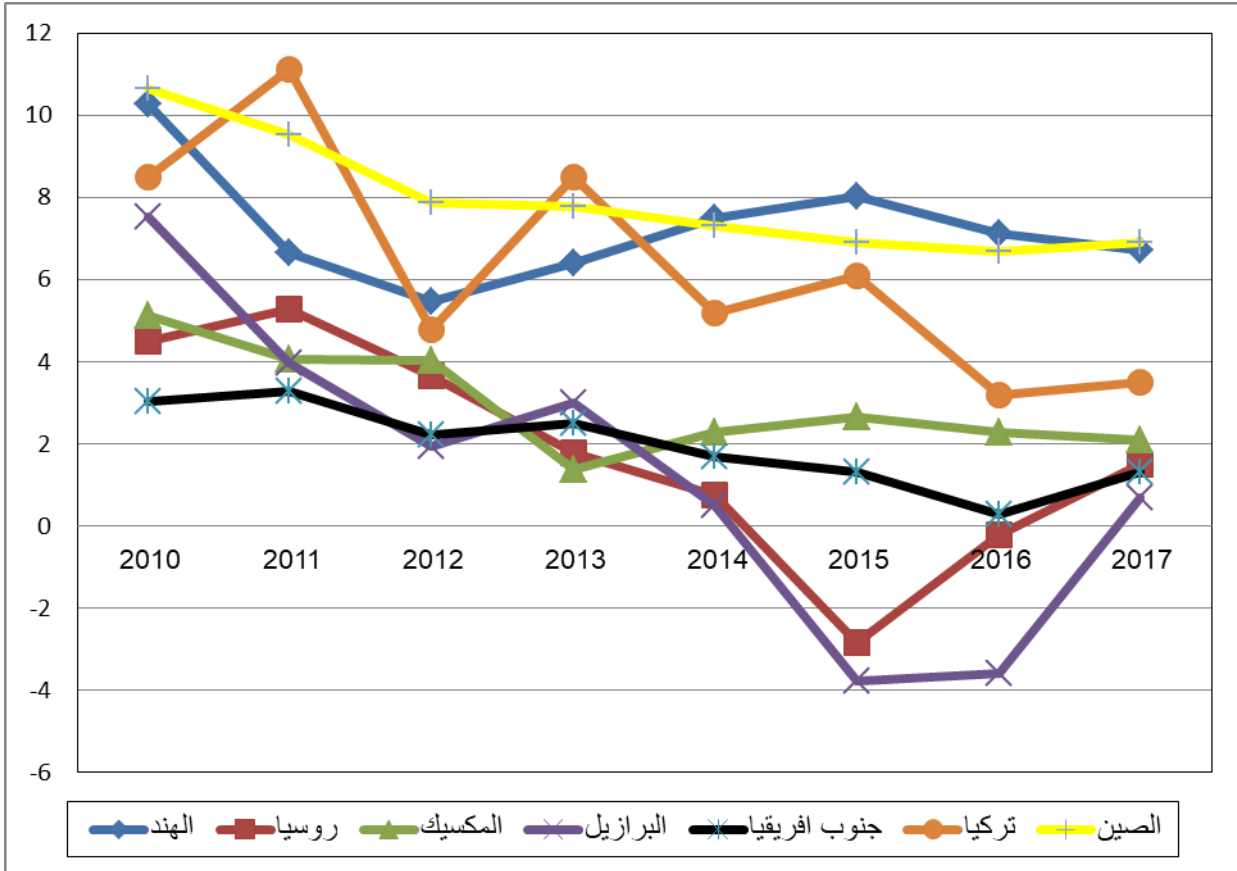
تطرقنا من خلال هذا المطلب إلى أداء المؤشرات الاقتصادية الخاصة بأهم الأسواق الناشئة المتمثلة في الصين، الهند، البرازيل، المكسيك، جنوب إفريقيا، تركيا وروسيا وكذا مكانتها في الساحة الاقتصادية العالمية. ونظرا لوجود علاقة تكاملية بين القطاعين المالي والحقيقي فإنه من خلال عرض وتحليل مجموعة من المؤشرات الاقتصادية الخاصة بعينة من الأسواق الناشئة يمكن استخلاص بعض العوامل المؤثرة في استقطاب رؤوس الأموال ومن بين هذه المؤشرات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم وأسعار الصرف.

#### 1. معدل النمو الاقتصادي:

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات لقياس أداء الاقتصاديات وهو مقياس لقوة وحجم الاقتصاد، حيث يسمح بمعرفة أداء الاقتصاد من خلال مقارنة الناتج المحلي الإجمالي خلال فترات معينة لمعرفة وضعية الاقتصاد محل الدراسة من حيث النمو أو الانكماش أو التباطؤ.

والشكل الموالي يوضح تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة خلال فترة الدراسة

شكل رقم (15): تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات البنك الدولي.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي تراجعت كثيرا في جميع الأسواق الناشئة محل الدراسة خلال الفترة 2010-2017 من حيث اتجاهها العام، ويُظهر أداء النمو الاقتصادي انخفاضاً واضحاً في جميع هذه الأسواق خلال سنة 2012 حيث انخفض في الصين من 10.63% سنة 2010 إلى 9.53% خلال سنة 2012 وفي الهند انخفض كذلك معدل النمو حيث تراجع من 10.26% إلى 6.63%، و بالنسبة لتركيا انخفض سنة 2012 إلى 4.78% بعدما قدر بحوالي 8.48% سنة 2010، كما انخفض أيضاً في جنوب إفريقيا من حوالي 3% إلى 2% خلال سنة 2010 و 2012 على التوالي.

وبعد هذا شهدت كل من الصين وروسيا انخفاضا مستمرا خلال الفترة 2012-2016 ليتحسن أداء النمو الاقتصادي نسبيا في 2017 ويصل الى حوالي 6.9% و 1.5% على التوالي مع ملاحظة التحسن النسبي لمعدل نمو روسيا بين سنتي 2015 و 2016.

وبالمقابل كانت الهند السوق الوحيدة من بين الأسواق الناشئة التي شهدت تحسنا في معدلات النمو الاقتصادي بعد انخفاض سنة 2012 حيث ارتفع معدل النمو بها خلال الفترة 2013-2015 وحققت في سنة 2016 و 2017 نموا ملحوظا تراوح معدله بين 6% و 7%.

وعموماً عرفت الاقتصاديات الناشئة في مجملها انخفاضاً ملحوظاً في معدلات النمو الاقتصادي خلال السنوات 2012-2015 ويرجع الاقتصاديون تباطؤ النمو في الأسواق الناشئة إلى العديد من العوامل، بما في ذلك الأثر المترتب على انخفاض أسعار السلع الأولية وضيق الأوضاع المالية الخارجية خاصة في أمريكا اللاتينية والبلدان المصدرة للنفط، وكذا استعادة التوازن في الصين، إلى جانب سوء الأوضاع الاقتصادية المرتبط بالعوامل الجغرافية-السياسية وخاصة في كومنولث الدول المستقلة وبعض بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.<sup>1</sup>

أما فيما يخص سنة 2016 تعتبر الأضعف من حيث أداء معدلات النمو في الأسواق الناشئة بما في ذلك الصين البرازيل المكسيك روسيا وتركيا وهناك ثلاثة عوامل تؤثر في هذا الاتجاه العام لمعدل النمو في هذه الأسواق وتشمل التراجع النسبي في نمو الاستثمار في الصين وتأثيره على باقي دول آسيا، وانكماش اقتصاد روسيا بسبب الانخفاض الحاد في سعر النفط بالتزامن مع التوترات ولا يتوقع الارتفاع في النمو بالأسواق الناشئة المصدرة للسلع نظراً لانعكاسات الانخفاض في أسعار النفط وأسعار باقي السلع على شروط التبادل التجاري.<sup>2</sup>

وشهدت هذه الأسواق تحسناً في معدلات النمو خلال سنة 2017 باستثناء المكسيك والهند بدرجة طفيفة، وهذا بالرغم من التوقعات السلبية السابقة للنمو بهذه الأسواق وخاصة الصين فبعد اهتزاز الأسواق المالية العالمية نهاية 2015 والانخفاض المتواصل لأسعار السلع الأولية وتراجع النمو الاقتصادي العالمي في سنة 2016 والذي هو الأدنى منذ سنة 2009 ثم بدأ التفاؤل الاقتصادي يعود في منتصف سنة 2016 بفضل حدوث طفرة في نشاط الصناعة التحويلية تحسن النمو في كثير من بلدان العالم، مما أدى إلى انتعاش عالمي هو الأكثر توازناً منذ سنة 2010.<sup>3</sup>

## 2. نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي:

نصيب الفرد من إجمالي الناتج هو قيمة للناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان، هذا المؤشر يعبر عن قدرة الفرد في حصوله على السلع والخدمات الاستهلاكية، فالارتفاع في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يشير إلى اتجاه النمو الاقتصادي وتكمن أهمية مؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بأنه أحد مؤشرات قياس مستوى الرفاه الاجتماعي ويستخدم عادة للمقارنة بين بلد وآخر.

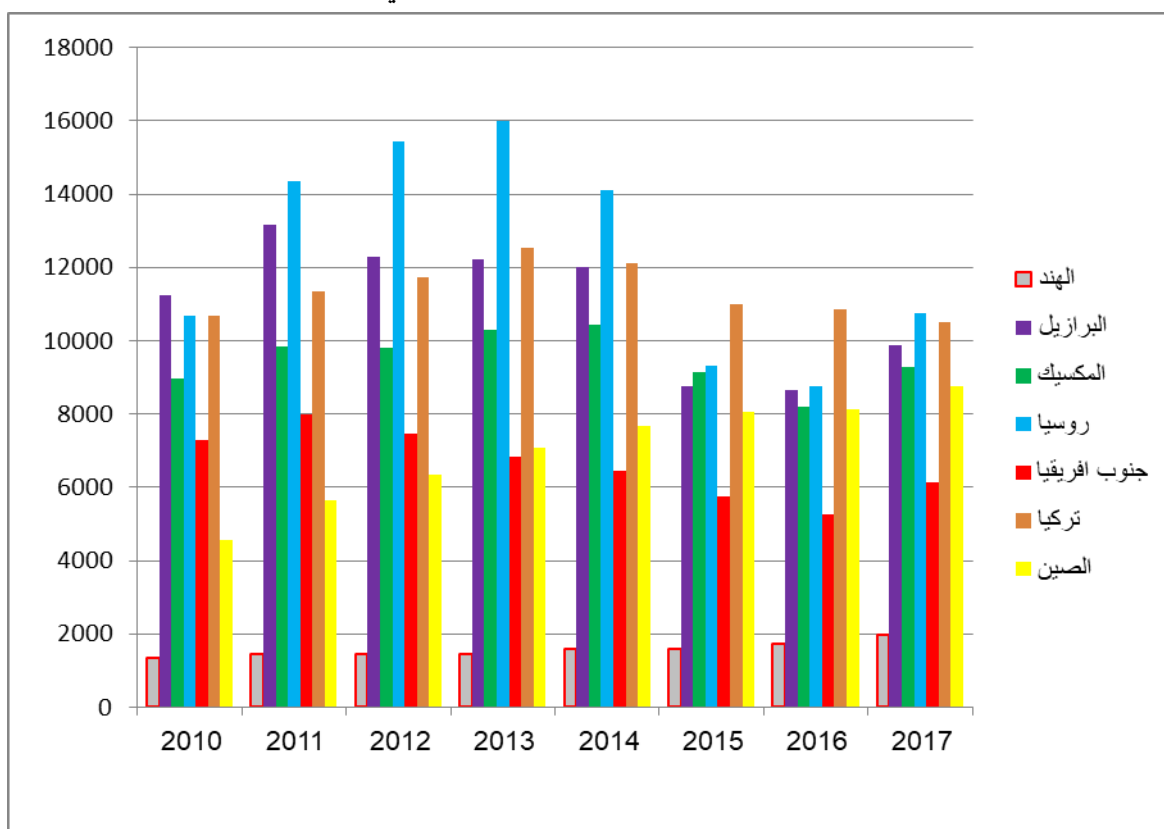
والشكل الموالي يوضح أكثر التطور في نصيب الفرد بأهم الأسواق الناشئة في الفترة 2010-2017

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، تباطؤ النمو في الأسواق الصاعدة وتحسن تدريجي في الاقتصاديات المتقدمة، جويلية 2015، ص 01.

<sup>2</sup> - استشراف الآفاق الاقتصادية العالمية والعربية 2015-2016 في ظل تزامم التحولات والمتغيرات، التقرير السنوي رقم (8) الاتحاد العام لغرف التجارة والصناعة والزراعة للبلاد العربية، أبريل 2015، ص 11.

<sup>3</sup> آفاق الاقتصاد العالمي، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2018، ص 3

شكل رقم (16): تطور نصيب الفرد من الناتج الإجمالي خلال الفترة 2010-2017  
(بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

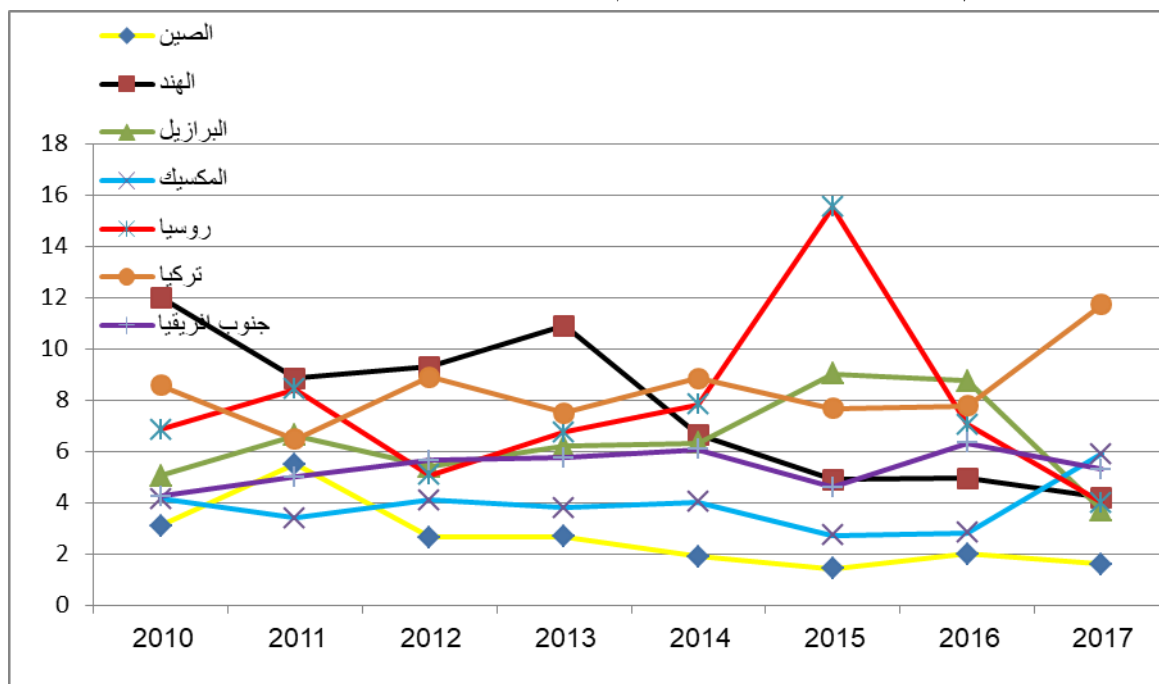
نلاحظ من الجدول أن روسيا متفوقة على باقي الأسواق الناشئة من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2011-2014 بالإضافة لسنة 2017، بينما كانت البرازيل الأعلى نصيب سنة 2010 وتركيا سنتي 2015 و 2016.

في حين أنه وعلى الرغم من ارتفاع قيمة الناتج المحلي الإجمالي المحقق في الصين إلا أنها من ناحية نصيب الفرد يبقى ضعيف إلى متوسط نسبيا وهذا راجع للارتفاع الكبير في عدد السكان حيث تراوح في الفترة 2010-2015 بين 1.35 و 1.37 مليار نسمة وتعمل الصين جاهدة لتصحيح مسارها التنموي وتحسين مستوى دخول أفرادها ورفع الاستهلاك والطلب، وتليها الهند من حيث السكان بتعداد تراوح بين 1.23 و 1.31 مليار نسمة، وقد احتلت الهند المرتبة الأخيرة في نصيب الفرد طيلة فترة الدراسة بسبب التأثير الكبير لعدد السكان، أما روسيا، البرازيل، المكسيك، تركيا وبدرجة أقل جنوب إفريقيا فقد وصل عدد سكانها نهاية فترة الدراسة إلى حوالي 145 مليون نسمة، 208، 125، 82 مليون نسمة على التوالي، وهو ما جعل قيم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تتراوح بين المتوسط والمرتفع.

3. معدلات التضخم:

يشير التضخم إلى معدل تغير الأسعار في الاقتصاد ككل، وتعكس معدلات التضخم قوة العملة ومدى استقرارها وارتباطها بالقطاع الحقيقي للاقتصاد.<sup>1</sup> ويوضح الشكل الموالي تطور معدلات التضخم في بعض الأسواق الناشئة كتركيا، روسيا، الصين، الهند، المكسيك، البرازيل وجنوب إفريقيا خلال الفترة محل الدراسة.

شكل رقم (17): تطور معدلات التضخم في الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

نلاحظ أن متوسط معدل التضخم في الصين والمكسيك يعتبر الأقل مقارنة بباقي الأسواق الناشئة حيث يقدر بحوالي 2.6% بالنسبة للصين و 3.8% بالمكسيك، في حين أن متوسط معدلات التضخم في كل من روسيا وتركيا هي الأكثر ارتفاعا، حيث يشهد ارتفاعا كبيرا خلال في روسيا قدر بـ 15% خلال سنة 2015 وهذا بسبب انخفاض أسعار النفط إضافة إلى حظر استيراد فئات معينة من المنتجات الغذائية وكذلك بسبب الانهيار الحاد في العملة الروسية الروبل.<sup>2</sup>

في حين تشهد انخفاضا كبيرا في كل من المكسيك والصين حيث قدرت سنة 2011 بـ 5.5% لتتخفف إلى ما يقارب 2% في 2016 بالنسبة للصين.

<sup>1</sup> قاعدة بيانات البنك الدولي.

<sup>2</sup> - Dmitry Dokuchaev, What's happening to the inflation rate in Russia?, Jul 14, 2016,

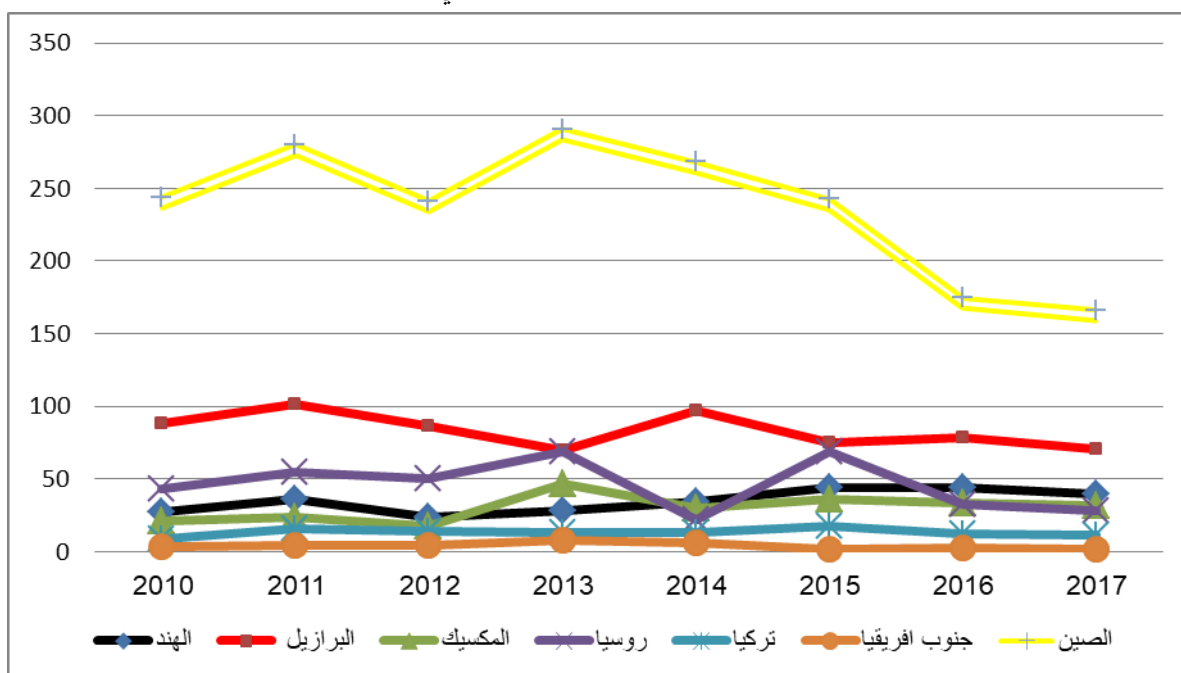
<http://www.russia-direct.org/analysis/whats-happening-inflation-rate-russia>

وتعتبر معدلات التضخم مرتفعة في كل من الهند البرازيل وروسيا وتركيا وجنوب افريقيا حيث يصل متوسطه فيها إلى أكثر من 5%، ويعود السبب إلى ضعف الطلب والتراخي الاقتصادي الذي شهدته بعض الأسواق الناشئة<sup>1</sup>، ومستويات التضخم المخطط لها على المدى المتوسط تفوق تلك التي تحققت على المستوى المحلي وهذا يعني أن هناك حيزا كبيرا يسمح بوضع السياسات النقدية، وفي اقتصاديات الأسواق الناشئة يلاحظ أن القيود الجديدة على الطاقة الإنتاجية تشير إلى احتمال ارتفاع التضخم بصورة مفاجئة متجاوزا التوقعات، مما يستوجب تشديد السياسة النقدية مرة أخرى وإلا ارتفع معدل التضخم إلى مستويات أكبر<sup>2</sup>.

#### 4. الاستثمار الأجنبي المباشر:

الاستثمار الأجنبي المباشر هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة، وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعوائد المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل، كما هو مبين في موازين مدفوعات الدول<sup>3</sup>، والشكل التالي يوضح تطورات أحجام الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالأسواق الناشئة المعنية بالدراسة خلال السنوات 2010-2017.

شكل رقم (18): تطور الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة الى بعض الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

<sup>1</sup> - سامية بيداس ستروم ودافيد فوسيري وبرتراند غروس، مكافحة الانخفاض المزمع في معدل التضخم: تحدٍ لكثير من البنوك المركزية، بحوث صندوق النقد الدولي، 27 سبتمبر 2016.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص 11.

<sup>3</sup> قاعدة بيانات البنك الدولي.

نلاحظ أن التدفقات الاستثمارية بالصين تفوق وبشكل كبير الاستثمار بالأسواق الناشئة الأخرى، حيث تعتبر الصين من أكثر الأسواق جذبا للاستثمار الأجنبي المباشر نظرا لتوفر اليد العاملة المؤهلة والرخيصة بها، بالإضافة إلى وفرة المؤسسات المنافسة والنمو الكبير الذي تشهده الصين والذي ينعكس إيجابا على أداء الاستثمار بها، وتعتبر جنوب إفريقيا أقل الأسواق الناشئة جذبا للتدفقات الاستثمارية لكن على العموم عرفت ارتفاعا مستمرا خلال الفترة 2010-2013 وبلغت أعلى مستوياتها سنة 2013 بقيمة 8.23 مليار دولار. وانطلاقا من سنة 2015 بدأت التدفقات الاستثمارية تأخذ منحى متناقصا وتوجه إلى الأسواق الأقل تذبذبا والسبب يعود إلى عدة عوامل منها انخفاض عوائد سوق العقارات بسبب الاستدانة من الخارج حيث يعتبر حجم المديونية كبيرا جدا، وانحياز العملات بأهم الأسواق الناشئة، وتخوف المستثمرين من تضاعف المخاطر.

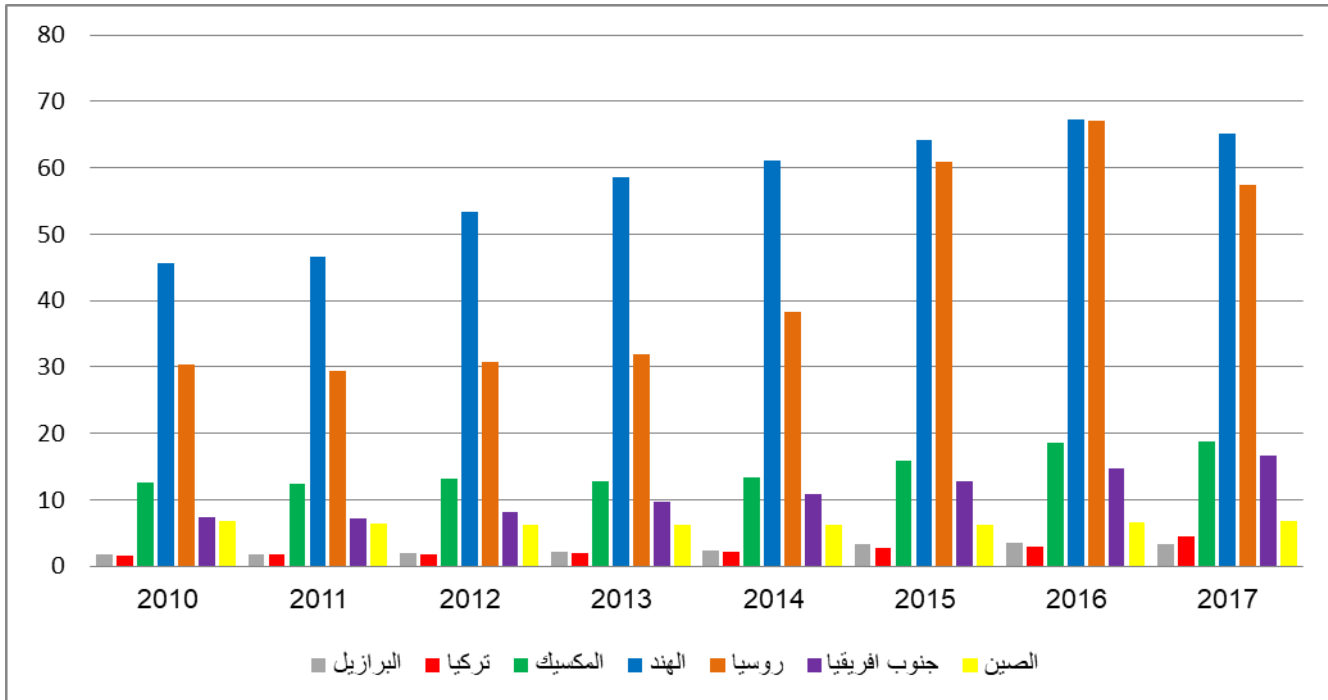
### 5. أسعار الصرف

يشير سعر الصرف الرسمي إلى سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانونا، ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي)

والرسم البياني الآتي يعرض تطورات أسعار صرف عملات أهم الأسواق الناشئة مقابل الدولار الأمريكي

**شكل رقم (19):** تطور أسعار صرف عملات بعض الأسواق الناشئة مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة

2010-2017



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

نلاحظ من خلال الشكل أن سعر صرف اليوان الصيني أمام الدولار الأمريكي بقي عند حدود 6 دولار، وهذا بسبب سياسة الصين النقدية القائمة على الحفاظ على سعر صرف مقبول ومتحكم فيه.

بينما نلاحظ انخفاضاً كبيراً في سعر صرف العملة الروسية الروبل أمام الدولار، فبعد أن كان الدولار الواحد يساوي حوالي 30 روبل خلال الفترة 2010-2013 ارتفع إلى حوالي 38 روبل سنة 2014 وواصل الارتفاع حيث تراوح بين حوالي 57.5 و 67 روبل خلال الفترة 2015-2017.

وكذلك بالنسبة لكل من الهند وتركيا فقد انخفضت عملتهما أمام الدولار انخفاضاً مستمراً طوال فترة الدراسة فبعد أن كان سعر صرفهما سنة 2010 عند حوالي 45 روبية و 1.50 ليرة على التوالي وصل سنة 2017 إلى حوالي 65.24 روبية و 4.53 ليرة، أما بالنسبة لكل من جنوب إفريقيا والبرازيل فبالرغم من الاستثناء الذي حدث سنة 2011 بارتفاع عملتيهما نسبياً إلا أن باقي الفترة عرفت تراجعاً مستمراً في كل من الراند عملة جنوب إفريقيا والعملة البرازيلية الريال أمام الدولار.

وبخصوص المكسيك فقد حافظت على سعر صرف عند حدود 12 و 13 بيزو خلال الفترة 2010-2014، لكن انخفضت عملتها بعد ذلك ليقترب سعر الدولار الواحد من 19 بيزو في نهاية فترة الدراسة.

وعليه فقد عرفت أسعار صرف عملات أهم الأسواق الناشئة على العموم تراجعاً كبيراً خلال فترة الدراسة، هذا الهبوط أدى إلى هروب السيولة إلى عملات أكثر أمناً واستقراراً كالدولار الأمريكي حيث سقطت عملة الأرجنتين البيزو بأكثر من 30% واليرة التركية بأكثر من 10% وروسيا بأكثر من 5% مما أثر على بقية الدول، والجدير بالذكر أن الكثير من الدول قامت برفع معدلات الفائدة لكن الأزمة لم تتوقف وأثر ذلك على ثقة المستثمر خاصة في كل من تركيا وجنوب إفريقيا لأن معدل الفائدة الجديد لم يغط الهبوط في سعر الصرف لأنه يجب أن يفوق معدل الفائدة الجديد نسبة الهبوط في سعر صرف العملة.

ويحتل اليوان الصيني المركز الخامس في ترتيب العملات الأكثر استخداماً بعد الدولار الأمريكي بنسبة 45% واليورو في المرتبة الثانية بنسبة 28% والجنيه الإسترليني بنسبة 7.9% والين بنسبة 2.6%.<sup>1</sup>

كما تعتبر تقلبات العملة بالأسواق الناشئة من بين القضايا الهيكلية التي لا تزال تثقل حكوماتها، وهناك الكثير من مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق متعلقة بتقلب أسعار العملات حيث تقلبات العملة السلبية يمكن إلى حد كبير أن يدفع بالولايات المتحدة إلى التقليل من عوائد المستثمرين على أساس الدولار.<sup>2</sup>

وبالنسبة للبرازيل وعملتها فقد شهد اقتصادها فترة ازدهار ترجمت من خلال نمو قوي واستثمارات أجنبية عالية بدأت فترة الازدهار هذه تتضاءل ابتداءً من منتصف سنة 2013 عندما ارتفعت أسعار الفائدة الأمريكية

<sup>1</sup> - Bulletin Economique Chine., Publication Des Services Economiques, Ambassade de France à Pkin, N°76 – Juin 2015, Page 09.

<sup>2</sup> - Alexander Muromcew and Katherine Renfrew, Differences Matter Inemerging Markets, TIAA-CREF Association, Financial Services, New York, Page 05.

ارتفاعا حادا اضطرت كميات كبيرة من السيولة إلى الخروج من الأسواق الناشئة بالنظر إلى اعتمادها الكبير على رأس المال الأجنبي لتمويل عجز حسابها الجاري وكانت البرازيل من الأكثر تضررا من جراء ضغط السيولة هذا عليها وحتى سنة 2015 حيث شهدت البرازيل انكماشاً حاداً في الاستثمار الأجنبي والنشاط الاقتصادي وهذا الانكماش في النشاط الاقتصادي وما يقابله من ارتفاع في ديون الدولار الأمريكي ينتشر في الشركات البرازيلية مما يؤدي بدوره إلى مزيد من الضغط على العملة<sup>1</sup>؛

وانخفاض أسعار صرف عملات الأسواق الناشئة قد يساهم في رفع صادراتها ولكنه يؤثر سلباً على المدى الطويل على استراتيجيات النمو فيها لأن انخفاضها الكبير يؤدي إلى توجه المستثمرين إلى عملات أكثر استقراراً. إذن وبالنظر إلى أداء اقتصاديات الأسواق الناشئة فقد لاحظنا أنها متباينة كثيراً في أدائها في حين أن الأداء الكلي لها اتسم بالتراجع خاصة في الفترة 2010-2016 ليتحسن أداء معظمها نسبياً في 2017. وعموماً تعتبر كل من الهند روسيا الصين والبرازيل من أهم الأسواق الناشئة من حيث مؤشرات الاقتصاد الحقيقي بما في ذلك قيم الناتج المحلي الإجمالي المعادلة للقوة الشرائية كما سبق وأشرنا، كما تعتبر كل من كوريا الجنوبية واندونيسيا والمكسيك من بين مجموعة الاقتصاديات الواعدة في المستقبل<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: مكانة الأسواق الناشئة ومساهمتها في الاقتصاد الحقيقي العالمي

تؤدي الأسواق الناشئة والدول النامية دوراً رئيسياً في نمو الاقتصاد العالمي حيث أن ثلاثة أرباع النمو العالمي ناتج عن نمو هذه الدول، وبعد سنوات من التراجع بالاقتصاديات الناشئة والركود الحاد بسبب تذبذب أسعار المواد الأولية والتي يعتمد عليها كل من الاقتصاديين البرازيلي والروسي اعتماداً كبيراً إضافة إلى الأزمة الصينية في نهاية سنة 2015، شهدت نمواً طفيفاً في سنة 2016 تبعاً لاستقرار نمو الاقتصاد الصيني في حدود 6% الذي ساهم في دعم نمو هذه الأسواق<sup>3</sup>، وهذا التباين الكبير في الأداء فيما بينها وبالمقارنة بتطورها فإن المخاطر تتزايد خاصة تلك المرتبطة باحتمال تباطؤ النمو أكثر في الاقتصاديات الناشئة الرئيسية لذا يجب اتخاذ مجموعة من السياسات للتخفيف من هذه المخاطر ومواصلة النمو<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Katina Stefanova , Brazil Beyond the Olympics: Good News For Emerging Market Investors, Aug 23, 2016 <https://www.forbes.com/sites/katinastefanova/2016/08/23/brazil-beyond-the-olympics-good-news-for-emerging-market-investors/#5bcdabcf2398>

<sup>2</sup> - J.B. Maverick, Top 3 Emerging Markets Etf's (Vwo, Eem), August 12, 2015 <http://www.investopedia.com/articles/investing/081215/top-3-emerging-markets-etfs.asp?lgl=Rira-Baseline-Vertical>

<sup>3</sup> - C. Jeanrenaud, Conjoncture Economique, 4e Trimestre 2016, No 56 , République et Canton de Neuchâtel, Novembre 2016, P 01, Available On: [www.ne.ch/conjoncture](http://www.ne.ch/conjoncture)

<sup>4</sup> - البنك الدولي، بيان صحفي بعنوان "ضعف التعافي في الأسواق الصاعدة يُؤثّر بشدة في النمو العالمي في 2016"، 06/01/2016. [-http://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2016/01/06/anemic-recovery-in-emerging-markets-to-weigh-heavily-on-global-growth-in-2016](http://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2016/01/06/anemic-recovery-in-emerging-markets-to-weigh-heavily-on-global-growth-in-2016)

## الفصل الثالث: أداء اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة

والجدير بالذكر أن التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لسنة 2017 أكد أنه رغم أن نمو اقتصاديات الأسواق الناشئة والنامية تباطأ كثيراً إلا أنه حقق زيادات أكبر مقارنة بأداء نمو الاقتصاديات المتقدمة بالرغم من تباطؤ وتيرة النمو الاقتصادي في أنحاء العالم منذ 2008.<sup>1</sup>

### أولاً: مكانة الأسواق الناشئة

يمكن توضيح مكانة الأسواق الناشئة من خلال تتبع تطور إجمالي الاحتياطيات Total reserves، ويعرف البنك الدولي إجمالي الاحتياطيات بأنها تشمل حيازات الذهب النقدي، وحقوق السحب الخاصة، واحتياطيات البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي في حوزته، وحيازات النقد الأجنبي التي تحت سيطرة السلطات النقدية.<sup>2</sup> احتياطي النقد الأجنبي يبقى مقياساً مهماً يمكن أن يعكس مستوى الجدارة الائتمانية للبلد وقدرته على سداد ديونه الخارجية، ويقيم عادةً بالدولار الأمريكي ويلعب دوراً مهماً في مواجهة الصدمات الخارجية والأزمات الاقتصادية التي يمكن أن تعصف بالبلدان جراء دخول أو خروج رؤوس الأموال. ويوضح الجدول التالي تطور قيم الاحتياطيات في أهم الأسواق الناشئة.

جدول رقم (13): تطور إجمالي الاحتياطيات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي في أهم الأسواق الناشئة خلال الفترة 2010-2017 (مليار دولار)

البيان	الهند	روسيا	البرازيل	المكسيك	تركيا	الصين	ج إفريقيا
2010	300,48	479,22	288,57	120,58	85,96	2929	43.82
2011	298,74	497,41	352,01	149,21	87,94	3254	48.75
2012	300,43	537,82	373,16	167,08	119,18	3387	50.69
2013	298,09	509,69	358,82	180,2	131,05	3880	49.71
2014	325,08	386,22	363,57	195,68	127,42	3900	49.12
2015	353,32	368,04	356,46	177,6	110,49	3405	45.89
2016	361	377	364,98	177	105	3097	47.18
2017	412.67	432.73	373.96	175.47	107.66	3235	50.72

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

1. التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي 2017، ص 18

2 <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD> -

نلاحظ من خلال الجدول أن الصين رائدة وتحتل المرتبة الأولى من حيث حيازتها لمجموع الاحتياطات مقارنة بباقي الأسواق الناشئة، تليها كل من روسيا الهند البرازيل المكسيك تركيا في حين تتذيل جنوب إفريقيا ترتيب الأسواق محل الدراسة، ولطالما احتلت الصين المركز الأول في العالم من حيث الاحتفاظ بالعملات الأجنبية، حيث تحتفظ باستمرار بأكثر من 3 تريليون دولار من هذه الاحتياطات منذ سنة 2010، وتشكل الاحتياطات الرسمية في الصين تحوط ليس فقط لعملة اليوان، ولكن لنظامها المالي بأكمله<sup>1</sup>. وعلى العموم استمرت احتياطات النقد الأجنبي طويلة الأجل بالأسواق الناشئة في النمو منذ سنة 2007 ويبقى الاستثناء خلال سنة 2015 ويعود تراجعها قليلا للجهود المبذولة لتدارك خروج رؤوس الأموال حيث قدرت مؤسسة التمويل الدولية أن الدول الناشئة أنفقت أكثر من 340 مليار دولار من احتياطاتها في سنة 2015 لمواجهة تدفقات رأس المال الخارجة<sup>2</sup>، في حين انه حدث نوعا ما تحسن في قيمة الاحتياطات بمعظم هذه الأسواق خلال سنة 2017 مقارنة بسنتي 2015 و2016.

### ثانيا: مساهمة الأسواق الناشئة في القطاع الحقيقي العالمي

تملك الأسواق الناشئة بما في ذلك مجموعة البريكس قاعدة سكانية وإنتاجية هائلة وقد حافظت معدلات النمو فيها على مستوياتها بالرغم من تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية ويعكس ذلك الدور الذي تؤديه في الأداء الاقتصادي العالمي الحالي حيث استفادت من تجربة الأزمة المالية في التسعينات من القرن الماضي وباتت أكثر حذرا ودراية في إدارة أمورها الاقتصادية، فالاقتصاد الروسي على سبيل المثال يعتبر أكبر منتج للنفط وله دور كبير في صندوق النقد الدولي كما تمكنت من مواجهة أزمة الرهن العقاري وما زالت تحقق معدلات نمو مرتفعة وتملك احتياطات كبيرة، وقاعدة سكانية ضخمة ومن المتوقع أن يبدأ عدد سكان الصين في الانخفاض خلال 10 سنوات وبحلول عام 2050 سينخفض عدد سكانها من 1.341 إلى 1.285 مليار نسمة، في حين يتوقع ارتفاع عدد السكان بالهند من 1.224 إلى 1.7 مليار نسمة خلال سنة 2050، كما أن حصة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي هي قريبة من 48%<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Salvatore Babones, China Is Sitting On \$3 Trillion In Currency Reserves, But Is That Enough?, May 24, 2018, available on:

<https://www.forbes.com/sites/salvatorebabones/2018/05/24/china-is-sitting-on-3-trillion-in-currency-reserves-but-is-that-enough/#1c3e65345fce>

<sup>2</sup> - Rob Drikkonigen and Conrad Saldanha, Emerging Markets: The Fear, The Facts and The Future, March 2016, p 04.

<sup>3</sup> David Hale Founding Chairman David Hale The Importance Of Emerging Markets Cfa Institute, September 2012, P 43-44.

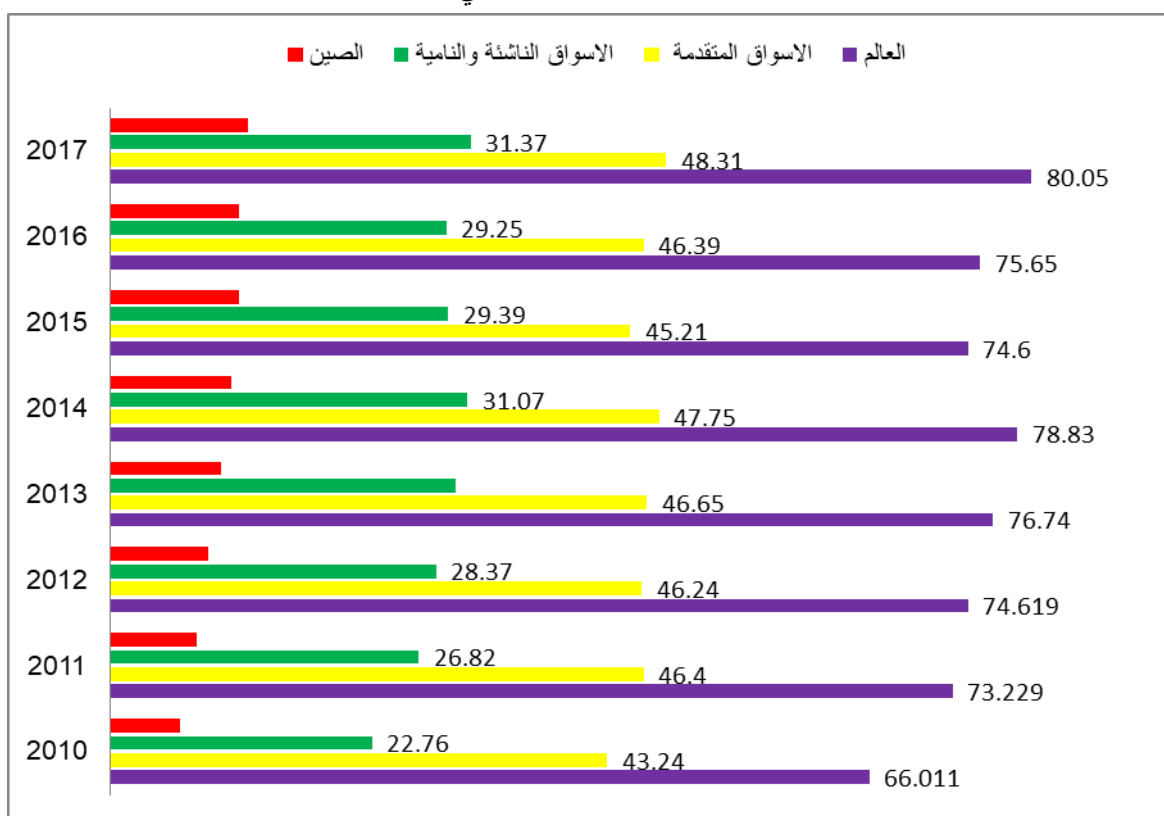
إذن فمكثانة الأسواق الناشئة تزايدت خلال سنوات الأزمة المالية العالمية 2007 والتي تجلت في العديد من المظاهر الواضحة في قدرة هذه الأسواق على النهوض باقتصادياتها ودعم الاقتصاديات المتضررة جراء الأزمة وكذا التأثير بشكل مباشر على مسار الاقتصاد العالمي الذي شهد تباطؤا كبيرا خلال تلك الفترة، وساهمت هذه الاقتصاديات بأكثر من 80% من النمو العالمي منذ الأزمة المالية، كما مثل ناتج الاقتصاديات الناشئة والنامية ما يقارب 60% من إجمالي الناتج المحلي العالمي، مما ساعد على حماية الكثير من الوظائف في الاقتصاديات المتقدمة كما أنها كانت المحرك الرئيسي لنمو الاقتصاد العالمي.<sup>1</sup>

وقد تجسدت هذه المساهمات المعتمدة في كلا القطاعين المالي والحقيقي.

ويوضح الشكل التالي حجم مساهمة الأسواق الناشئة في القيمة الإجمالية العالمية للناتج المحلي خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (20): مساهمة الأسواق الناشئة في الناتج المحلي العالمي خلال الفترة 2010-2017.

تريليون دولار أمريكي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي

نلاحظ أن للأسواق الناشئة والدول النامية مساهمة معتبرة في إجمالي الاقتصاد العالمي من خلال أحجام الناتج المحلي الإجمالي وهي متزايدة منذ سنة 2010، ولكن وكما سبق وذكرنا أن هذه الأسواق غير متجانسة

<sup>1</sup> بيانات صندوق النقد الدولي.

ومن الصعب تحليلها ككتلة واحدة، فالصين لوحدها مثلا حققت ما يفوق 6 تريليون دولار كمتوسط حجم الناتج المحلي خلال الفترة 2010-2017 وهي قيمة كبيرة جدا وأثرت بشكل كبير على اتجاه النمو الاقتصادي العالمي، كما نلاحظ أيضا تراجع أحجام الناتج المحلي بها خلال سنة 2012 ويفسر ذلك بالتباطؤ الاقتصادي الذي شهدته خلال الفترة التي تلت أزمة الرهن العقاري، وتراجعت مساهمة الأسواق الناشئة في النمو العالمي خلال سنة 2015 و 2016، وفي المقابل ارتفعت نسبة مساهمة الأسواق المتقدمة نظرا لتحسن أدائها الاقتصادي نسبيا، واستمرت مساهمة الأسواق الناشئة في التراجع في حين ارتفعت مساهمة الأسواق المتقدمة وأخذت تسترجع مكانتها الاقتصادية من حيث النمو الاقتصادي العالمي وبعد التراجع خلال سنة 2015 شهد الاقتصاد العالمي انتعاشا سريعا في سنة 2016 مع تحسن أسعار السلع الأساسية وتحسن أداء أسواق رأس المال<sup>1</sup>، وبدأ هذا الفارق يتقلص نوعا ما على مر السنوات ليتراجع إلى 4.2% سنة 2016 بسبب تباطؤ النشاط الاقتصادي في الصين واستعادته للتوازن بالتدريج مع تحوله نحو الاستهلاك والخدمات بعيدا عن الاستثمار والصناعات التحويلية، انخفاض أسعار الطاقة وغيرها من السلع الأولية وتشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة في ظل صلابه التعافي الأمريكي بينما تواصل البنوك المركزية في العديد من الاقتصاديات المتقدمة الرئيسية الأخرى تيسير السياسة النقدية<sup>2</sup>، وكذا المشاكل الهيكلية التي تعاني منها معظم الأسواق الناشئة، إلا أنها تبقى عنصرا فاعلا في نمو الاقتصاد العالمي، ولا تزال تساهم بما يزيد عن 21% من النمو العالمي بينما لا يزال التعافي في الاقتصاديات المتقدمة محدودا.

ولم تقدم الاقتصاديات الناشئة مساهمات كبيرة للاقتصاد العالمي من حيث النمو فقط، بل نجحت أيضا في تعزيز نمو التجارة العالمية<sup>3</sup>.

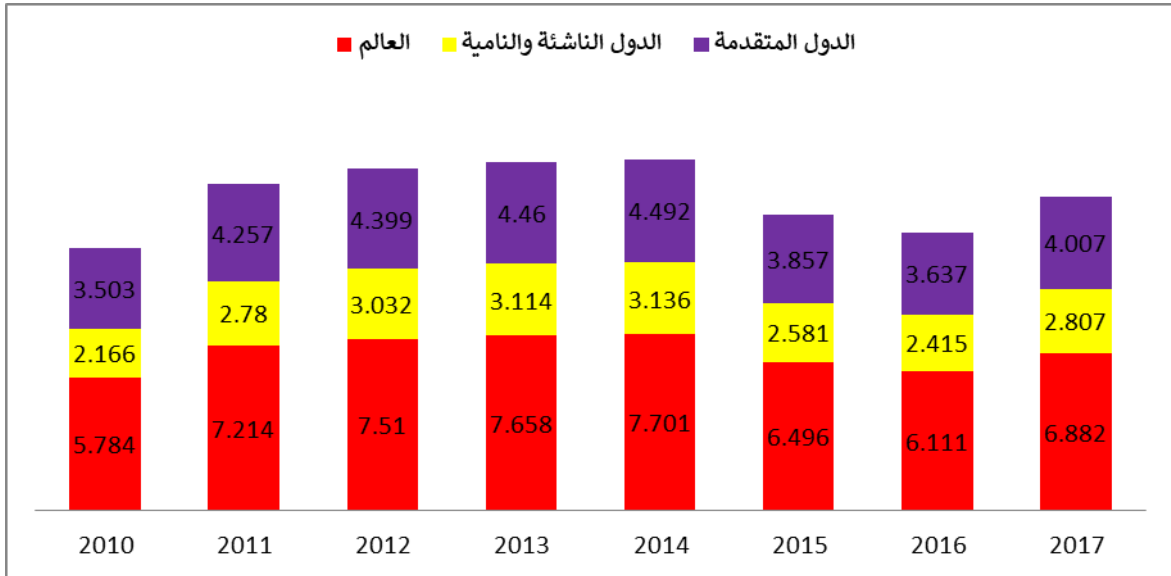
وفيما يلي سنتطرق إلى مساهمة الدول الناشئة والنامية في الصادرات العالمية خلال الفترة 2010-2017

<sup>1</sup> - Adrian Espallargas, 3 Economic Challenges Facing Emerging Markets In 2017, 3 January, 2017, available on: [www.thebusinessyear.com](http://www.thebusinessyear.com)

<sup>2</sup> - انكماش الطلب وتراجع الأفق المتوقع، مستجدات أفق الاقتصاد العالمي، 19 جانفي 2016، ص 01.

<sup>3</sup> - Ding Yifan, How Will the BRICS Lead the Global Economy? Jan 03 , 2018, available on: <https://www.chinausfocus.com/finance-economy/how-will-the-brics-lead-the-global-economy>

شكل رقم (21): صادرات الأسواق الناشئة والنامية والدول المتقدمة وإجمالي الصادرات العالمية خلال الفترة 2010-2017 (تريليون دولار أمريكي).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي

نلاحظ من الشكل أعلاه أن قيمة الصادرات العالمية بشكل عام انخفضت نتيجة تراجع النشاط الاقتصادي العالمي ككل، كما أن مساهمة الدول الناشئة والنامية في الصادرات العالمية تراجعت كذلك بتراجع النمو في اقتصاديات الأسواق الناشئة إلا أنها ارتفعت بنسب متواضعة بالنسبة للدول المتقدمة حيث ارتفعت من 4.87 إلى 5.55 تريليون دولار وهذا راجع إلى تحسن الظروف الاقتصادية بها وتعافيتها من مخلفات الأزمة المالية عليها في حين أن الأسواق الناشئة تراجعت فيها معدلات النمو بنسب معتبرة بما في ذلك الصين التي تراجعت معدلات نموها إضافة إلى عوامل متعلقة بأسعار الصرف وتقلباتها وأسعار المواد الأولية. وفيما يلي سنعرض مقارنة بين مساهمة الأسواق الناشئة والنامية والدول المتقدمة في الاقتصاد العالمي.

#### (1) المساهمة من حيث معدلات النمو:

يوضح الجدول التالي تطور معدلات النمو بالأسواق الناشئة والنامية ومقارنتها بمعدلات النمو بالأسواق المتقدمة خلال الفترة 2012-2016.

جدول رقم (14): مقارنة تطور معدلات النمو في الأسواق الناشئة والنامية والدول المتقدمة والعالم (%) خلال الفترة 2010-2017.

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العالم	5.4	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4	2.5
الدول المتقدمة	3.1	1.7	1.2	1.4	2.1	2.3	1.7	3.8
الأسواق الناشئة والدول النامية	7.4	6.4	5.4	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.

نلاحظ من الجدول أن معدلات نمو اقتصاديات الأسواق الناشئة والدول النامية الممتلئة في الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول أكبر من معدلات نمو الناتج المحلي بالأسواق المتقدمة خلال الفترة 2010-2017، كما نلاحظ أن كل من معدل النمو الاقتصادي العالمي ومعدل نمو الدول المتقدمة والناشئة والنامية انخفض بشكل ملحوظ خلال الفترة 2011-2014، إلا إن نمو الأسواق المتقدمة كان الأكثر تراجعاً بسبب مخلفات أزمة الرهن العقاري وانعكاساتها المباشرة على اقتصاديات هذه الدول.

وقد ساهمت الأسواق الناشئة بشكل كبير في نمو الاقتصاد العالمي خلال فترة ما بعد الأزمة وظهر ذلك جلياً في سنة 2014 حيث بلغت نسبة مساهمة الاقتصاديات الناشئة في الناتج المحلي الإجمالي العالمي 60.1%، في حين بلغت ما يعادل 39.9% فقط بالنسبة لمساهمة لدول المتقدمة في النمو العالمي، ويعود ذلك إلى سببين رئيسيين هما عدد السكان حيث تمثل مجمل عدد السكان بالأسواق الناشئة 80.7% من سكان العالم وهذه النسبة بلغت 77.2% في عام 1990 وتسارع وتيرة النمو حيث عادة تكون معدلات نمو الأسواق الناشئة بوتيرة أسرع بكثير من تلك التي تحقق بالدول المتقدمة بالرغم من قوة اقتصادياتها وصلابتها فمنذ سنة 2000 بلغ متوسط النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للأسواق الناشئة 3.5 مرة أسرع من أن نمو الاقتصاديات المتقدمة.<sup>1</sup>

## 2) مساهمة الأسواق الناشئة من حيث الاستثمارات:

تحظى الأسواق الناشئة بمكانة معتبرة من حيث مساهمتها في النمو الاقتصادي ككل بما في الاستثمار المباشر وتحتل الصين المركز الأول بين الأسواق الناشئة والثاني عالمياً من حيث جذبها للاستثمارات الأجنبية، ويوضح الجدول التالي مقارنة بين تطور أداء الاستثمار بكل من الأسواق الناشئة والمتقدمة والعالم ككل.

<sup>1</sup> - Francis Genereux, Le Poids Grandissant De La Chine et des Economies Emergentes, 19 Janvier 2016, Point de vue Economique, Page 1-2.  
<https://www.Desjardins.Com/Ressources/Pdf/Pv160119-F.Pdf>

جدول رقم (15): نسبة الاستثمارات من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للأسواق الناشئة والدول النامية وباقي العالم (%).

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العالم	24.374	25.214	25.398	25.466	25.770	25.951	25.452	25.779
الدول المتقدمة	20.633	21.211	21.195	21.114	21.429	21.529	21.289	21.616
الأسواق الناشئة والدول النامية	31.605	32.276	32.392	32.355	32.578	32.873	32.169	32.229

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة الاستثمارات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة والدول النامية ساهمت أعلى بكثير من نسب الاستثمارات إلى الناتج المحلي للأسواق الناشئة والدول النامية خلال الفترة 2010-2017، كما نلاحظ أن استثمارات الأسواق الناشئة والدول النامية ساهمت بشكل كبير في نمو نسبة الاستثمارات العالمية 2012-2017 حيث كانت الزيادات في كل منهما مطردة ماعدا سنة 2015 التي انخفضت فيها نسبة الاستثمارات في الأسواق الناشئة والدول النامية في حين ارتفعت نسبة الاستثمارات العالمية وهذا راجع إلى المساهمات الكبيرة والمعتبرة للدول المتقدمة التي شهدت نزوح كبير للأموال والاستثمارات إليها، حيث خلال نفس السنة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من وإلى الاقتصاديات الناشئة شهدت مستويات انخفاض لم تشهدها تقريبا منذ 10 سنوات وحسب التقارير الدولية ستستمر هذه التدفقات بالتراجع طالما هناك انخفاض في أسعار السلع الأساسية وضعف الأسواق المحلية والتغيرات التنظيمية، إلا أنه يتوقع أن تزيد التدفقات بشكل معتدل وبطيء بعد فترة من الركود والتراجع.<sup>1</sup>

إذن ومما سبق فلا تزال الخطى كبيرة أمام الأسواق الناشئة لتصبح رائدة وموجهة للاقتصاد العالمي بما في ذلك الصين رغم ما وصلت إليه من قوة اقتصادية مما يفرض على هذه الأسواق مواصلة جهودها لتلافي التحديات والصعوبات التي لازالت تواجهها ومحاولة التكيف بشكل جيد والتغيرات الاقتصادية العالمية الجديدة.<sup>2</sup> ويمكن أن نوضح أكثر مساهمة وأهمية الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي من خلال استعراض ترتيبها من خلال أدائها وإمكاناتها المستقبلية.

<sup>1</sup> -World Investment Report Investor Nationality: Policy Challenges 2016, Investor Nationality: Policy Challenges, United Nations Conference On Trade And Development (Unctad), P 59.

<sup>2</sup> - اللطيف عبد الكريم، دول البر يكس شراكة من أجل التنمية والتعاون والتكامل من أجل نظام اقتصادي عالمي متعدد الأقطاب، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة العدد 30، ديسمبر 2014، جامعة الجزائر 3، ص 25.

### ▪ ترتيب الأسواق الناشئة حسب أهم المؤشرات الاقتصادية:

قامت وكالة بلومبيرغ بترتيب أكبر 10 اقتصاديات في الأسواق الناشئة خلال سنة 2018 بالنظر إلى أدائها وإمكاناتها في المستقبل، وتحتل الأسواق الناشئة قيد الدراسة المراتب التالية<sup>1</sup>:

#### أولاً- الاقتصاد الصيني:

تصنف الصين كإقتصاد ناشئ منذ أكثر من 25 سنة على الرغم من كونها ثاني أكبر إقتصاد في العالم، فقد حققت نمو هائلا لفترات طويلة، إلا أنها شهدت تباطؤا إقتصاديا خلال العقد الماضي بسبب ارتفاع المخاطر المالية، وفي سنة 2017 ارتفع معدل النمو في الصين لأول مرة منذ سنة 2010 ليصل إلى 6.9 %، حيث زاد الطلب على المنتجات الصينية في الداخل والخارج، كما شهد تحسنا مرة أخرى خلال سنة 2018 وسط سياسات تخفيض الديون المالية في ظل الحرب التجارية المتصاعدة بين الصين والولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الرغم من المخاوف المتزايدة حول التوترات التجارية إلا أن معدل النمو المتوقع فيها خلال 2019 بلغ 6.2%.

#### ثانياً- الاقتصاد الهند الهندي:

الهند ثالث أكبر إقتصاد ناشئ وسابع أكبر إقتصاد في العالم، بفضل تطبيق الحكومة سياسات لتعزيز المنافسة في السوق، وتحسين مستوى المعيشة ودخل الفرد، سنة 2015 حقق الإقتصاد الهندي نموا قدر بنسبة 7.2 % واعتبر الأسرع مقارنة بباقي الأسواق الناشئة، ومن المتوقع أن يستمر النمو سنة 2019 بمعدل 7.4 %.

#### ثالثاً- الاقتصاد البرازيلي:

لقد حقق الإقتصاد البرازيلي نموا كبيرا خلال السنوات السابقة، لكن ابتداء من سنة 2010 أثرت عدة مشاكل على هذا الأداء ودفع المستثمرين إلى التشكيك في مستقبل البلاد الإقتصادي، وذلك نتيجة تزايد المخاوف من عدم استقرار الحكومة البرازيلية السابقة بعد فضيحة سنة 2016، وعلى الرغم من هذا التفاؤل الذي صاحب السياسات الاقتصادية المتبعة من قبل الحكومة الجديدة إلا أن تراجع أداء الإقتصاديات الناشئة في سنة 2018 أثر كثيرا على توقعات النمو في البرازيل، حيث توقع صندوق النقد الدولي في سنة 2019 زيادة بنسبة 2.4%.

#### رابعاً- الاقتصاد الروسي:

تعد روسيا ثاني أكبر إقتصاد في العالم من حيث حجم الناتج المحلي الإجمالي، وفي أواخر سنة 2014 ازدادت المخاوف بشأن اعتماد روسيا على صادرات النفط في مواجهة العقوبات الدولية المفروضة عليها ولكن بعد بذلها لجهود كبيرة بهدف ضمان الاستقرار المالي، قام صندوق النقد الدولي برفع توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الروسي لسنة 2019 من 1.7 % إلى 1.8 %.

<sup>1</sup> - Top 10 emerging market economies, Friday 18 January 2019, available on: <https://www.ig.com/au/news-and-trade-ideas/other-news/top-10-emerging-market-economies-190117>

#### خامسا - الاقتصاد المكسيكي:

يصنف الاقتصاد المكسيكي على انه ثاني أكبر اقتصاد في أمريكا اللاتينية والثالث عشر على مستوى العالم، يعتمد بشكل كبير على الصادرات إلى الولايات المتحدة، مما يعني أن البورصة والعملية المحلية يرتبطان ارتباطا وثيقا بالدولار الأمريكي، ارتفع الناتج المحلي الإجمالي سنة 2016 واستمر في الزيادة إلى غاية سنة 2018 من 1.07 دولار تريليون إلى ما حوالي 1.2 تريليون دولار، وتشير التوقعات إلى استمرارية النمو بالنسبة لاقتصاد المكسيك بمعدل 2.5 % في سنة 2019.

#### سابعاً - الاقتصاد التركي:

نتيجة التحسينات الكبيرة التي أدخلت على التنمية الاقتصادية والاجتماعية منذ سنة 2000 جذبت تركيا انتباه المستثمرين في جميع أنحاء العالم، إلا انه خلال سنة 2018 شهدت تراجعا كبيرا، وقد كانت الآثار المترتبة على الركود التركي محسوسة في الأسواق الناشئة الأخرى مثل الأرجنتين وجنوب أفريقيا، اما فيما يخص توقعات النمو فإن فقدرت بحوالي 0.4% فقط لسنة 2019.

#### تاسعاً - اقتصاد جنوب أفريقيا:

اقتصاد جنوب إفريقيا يعتمد اعتمادا كبيرا على الموارد الطبيعية مما يعني أنه عندما تكون أسعار السلع منخفضة فإن الاقتصاد يكون في كثير من الأحيان أسوأ من نظرائه، في النصف الأول من سنة 2018، حدث أول تراجع كبير لها منذ سنة 2009 وسط مخاوف المستثمرين بشأن مسار الأسواق الناشئة، ويتوقع أن يشهد اقتصاد جنوب إفريقيا نموا في إجمالي الناتج المحلي قدره 0.9% في سنة 2019.

#### المطلب الثالث: مكانة الأسواق الناشئة في القطاع المالي العالمي.

شهدت الاقتصاديات الناشئة موجات من التدفقات الرأسمالية الدولية نتيجة تباطؤ النمو وقلة السيولة وانخفاض أسعار الفائدة في الدول المتقدمة، مما جعل هذه الأسواق تشكل وجهات جاذبة لرؤوس الأموال.<sup>1</sup> الحساب المالي هو مقياس للزيادة أو النقصان في ملكية الدولية للأصول، تشمل الأصول الاستثمارات المباشرة والأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والسلع مثل الذهب والعملات الصعبة، رصيد الحساب المالي يتمثل في فارق الملكية المحلية للأصول الأجنبية والملكية الأجنبية للأصول المحلية<sup>2</sup>، ويمثل الجدول التالي تطور رصيد الحساب المالي بكل من الاقتصاديات المتقدمة والأسواق الناشئة.

<sup>1</sup> - تقرير التجارة والتنمية، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، جنيف 2013، ص 27.

<sup>2</sup> - Kimberly Amadeo, Financial Account and How It Works When a Rise in the Financial Account Is Bad, available on: <https://www.thebalance.com/what-is-the-financial-account-3306269>

جدول رقم (16): رصيد الحساب المالي للأسواق الناشئة والنامية والاقتصاديات المتقدمة  
(تريليون دولار أمريكي)

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	*2016
الاقتصاديات المتقدمة	82.8-	185.6-	77.5-	237.3	456.8	643.2	691.9
الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية	134.3	257.6	119.6	58.6	49.8-	182.1-	98.6-
العالم	51.5	72.0	42.1	295.9	407.0	461.1	593.3

المصدر: من إعداد الطالبة مع الاعتماد على:

Too Slow For Too Long, International Monetary Fund, April 2016, Page 191.

نلاحظ من خلال الجدول أن رصيد الحساب المالي للأسواق حقق مستويات موجبة خلال الفترة 2010-2013 موجبة وذلك نتيجة تحقيقها لمعدلات معتبرة بالنسبة لصافي الحساب الرأسمالي الذي يعد احد مكونات ملكية الاصول الاجنبية خلال السنوات 2010-2013 بسبب التدفقات الكبيرة لرؤوس الاموال الوافدة اليها من الاجانب في حين أنها ابتداء من سنة 2014 بدأت الأرصدة تشهد معدلات سالبة لتسجل اقل مستوى لها بأكثر من -182 تريليون دولار امريكي أي تراجع الملكية المحلية للأصول الاجنبية بشكل كبير جدا، وهذا راجع تقلص خروج رؤوس الاموال الكبير خلال هذه الفترة خاصة في السوق الصينية وبعض الاسواق الناشئة الاخرى بالإضافة الى تراجع الاحتياطات وارتفاع قيم الديون الخارجية لدى هذه الاسواق .

وبالنظر الى مراكزها المالية قبل سنة 2015 نلاحظ ان الاسواق الناشئة لعبت دورا كبيرا في الفترة التي تلت ازمة الرهن العقاري وخاصة الصين، ولكن بسبب التدهور السريع للميزانيات العمومية الحكومية بالنسبة للصين وفي كثير من اقتصاديات الأسواق الناشئة والذي كان مسبقا بارتفاع حاد ومماثل للديون، فإن توسعها الكبير وباقي اقتصاديات الأسواق الناشئة في الديون مؤخرا يثير تساؤلات حول مدى سلامة مراكزها المالية العامة التي تستند إليها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - Vitor Gaspar And Marialuz Moreno Badia, Big Bad Actors: A Global View Of Debt, October 5, 2016  
<https://Blog-Imfdirect.Imf.Org/2016/10/05/Big-Bad-Actors-A-Global-View-Of-Debt/>

### المبحث الثاني: أفاق وتحديات النمو بالأسواق الناشئة.

حققت الأسواق الناشئة مستويات نمو معتبرة ومتباينة لكن وضعيتها لا تزال غير واضحة، فهي تواجه عقبات كبيرة وشكوك من قبل الاقتصاديين حول قدرتها على مواصلة النمو والحفاظ على مكانتها التي حققتها في الفترة السابقة وخلال ما يلي سنحاول تحديد مختلف العقبات والتحديات التي تواجهها في السنوات القادمة وأفاق نموها.

### المطلب الأول: أفاق النمو بالاقتصاديات الناشئة.

النمو الاقتصادي بالأسواق الناشئة خلال 2018 بقى قويا حيث توقع الاقتصاديون أن يستمر النمو العالمي عند 3.3 % في 2018، وسيساهم ذلك في دعم التجارة العالمية التي تعتبر ايجابية بالنسبة للأسواق الناشئة، وتم التوقع أن تنمو الأسواق الناشئة بنسبة إجمالية تقدر بحوالي 4.9% في 2018<sup>1</sup>، وحسب صندوق النقد الدولي بالفعل حققت هذه الأسواق الناشئة والدول النامية نموا اقل من التوقعات قدر بما يقارب 4.5%، نتيجة تزايد الضغوط على الصين بسبب تقلص طلبات التصدير مع بدء ترسخ الإجراءات الخاصة بالتعريفية الجمركية في الولايات المتحدة إلى جانب انخفاض مبيعات السيارات فيها خلال نهاية سنة 2018 بعد انتهاء مدة برامج التحفيز على شراء سيارات وساهمت هذه التطورات في إبطاء معدلات النمو في الصين ومجموعة الأسواق الناشئة والدول النامية ككل<sup>2</sup>، في حين بلغ معدل النمو الاقتصادي العالمي خلال نفس السنة 3.6% وحققت الدول المتقدمة نموا قدر بحوالي 2.2% في سنة 2018 حسب نفس المصدر، وفيما يلي سنتطرق الى توقعات النمو بهذه الاسواق خلال السنوات القليلة القادمة.

### توقعات النمو بالأسواق الناشئة خلال سنتي 2019 و2020:

من المتوقع أن تنمو مجموعة الأسواق الناشئة والدول النامية بنسبة 4.1 % في سنة 2019، ويرى الاقتصاديون بان هذه النسبة سترتفع إلى 4.7 % خلال سنة 2020، والجدير بالذكر أن هذه التوقعات لسنتي 2019 و2020 أقل بمقدار 0.3 % و0.1 % على التوالي عن التوقعات السابقة لصندوق النقد الدولي<sup>3</sup>.

وفيما يلي توقعات النمو بالأسواق قيد الدراسة خلال سنتي 2019-2020

<sup>1</sup> - Tom Wilson, Outlook 2018: Emerging Market Equities, 5 DECEMBER 2017, Available On: <http://www.schroders.com/en/insights/economics/outlook-2018-emerging-market-equities/>

<sup>2</sup> - تقرير صندوق النقد الدولي أفاق الاقتصاد العالمي، افريل 2019.

<sup>3</sup>-Still Sluggish Global Growth, July 23, 2019, World Economic Outlook Reports, World Economic Outlook, July 2019, p 04.

جدول رقم (17): توقعات نمو الأسواق الناشئة خلال 2019-2020.

البلدان	توقعات النمو لسنة 2019	توقعات النمو لسنة 2020
الصين	6.2%	6.0%
الهند	6.8%	7.0%
البرازيل	0.7%	2.4%
روسيا	1.2%	1.9%
المكسيك	0.9%	1.9%
تركيا	0.2%	3%
جنوب إفريقيا	0.7%	1.1%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على توقعات صندوق النقد الدولي.

نلاحظ أن كل الأسواق الناشئة تحسنت توقعات النمو فيها بدرجات متفاوتة ما عدا الصين فقد أشارت توقعات صندوق النقد الدولي إلى أن انخفاض نسبة 0.2%- وذلك نتيجة الصراع مع الولايات المتحدة وتوقع استمرار التوترات التجارية، في حين ارتفعت توقعات الهند ب 0.2%+ وهي نسبة منخفضة جدا جدا مقارنة بنمو الهند السريع قبل سنوات ويرجع ذلك تباطؤ في العديد من القطاعات كالصناعة و الزراعة والبناء إلى جانب ضعف الطلب المحلي، كما ارتفعت توقعات النمو بالبرازيل بنسبة ضئيلة بسبب النمو البطيء جدا خلال سنة 2018 وبداية سنة 2019، بالنسبة لروسيا يتوقع ارتفاع معدلات النمو ب 0.7 نقطة مئوية وهذا نتيجة التوقع بتنفيذ مختلف المشاريع الوطنية المخطط لها، وبالرغم من تأثر النمو الاقتصادي بجنوب إفريقيا بضغط الطاقة والبطالة إلا أنه يتوقع لها تحسن في النمو خلال 2019-2020 نتيجة الإصلاحات الاقتصادية التي ينتظر أن تساهم في النمو على المدى القصير.

ويرى بعض الاقتصاديين أنه بحلول سنة 2020 الاقتصاد الروسي سوف يتفوق على الاقتصاد الألماني حسب التوقعات، وتصبح البرازيل خامس أكبر اقتصاد حيث ستتجاوز اقتصاد كل من المملكة المتحدة وفرنسا لتصبح سابع أكبر اقتصاد خلال سنة 2020، وتعتبر إمكانات النمو في روسيا والبرازيل متفائلة على الرغم من افتقارها إلى التنوع الأمر الذي قد يسبب مشاكل اقتصادية على المدى الطويل للاقتصاديين يتوقع أن يتجاوز الاقتصاد المكسيكي الاقتصاد الإيطالي وبحلول سنة 2020<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Sarah Bounphrey, Top 10 Largest Economies in 2020, July 7th, 2010, available on: <https://blog.euromonitor.com/2010/07/special-report-top-10-largest-economies-in-2020.html>

### المطلب الثاني: تحديات النمو في اقتصاديات الأسواق الناشئة.

تواجه الأسواق الناشئة الكثير من التحديات والعراقيل التي قد تعيق النمو الاقتصادي وتؤثر سلبا على الوتيرة المتسارعة التي حققتها هذه الأسواق، وتلخص كريستين لاغارد التحديات التالية من أهم التحديات الجديدة التي تواجه الأسواق الناشئة فيما يلي:<sup>1</sup>

- **تباطؤ النمو في الصين:** وصلت نسبة النمو في الصين إلى 07 % وهو أقل معدل تحفقه الصين منذ حوالي 30 سنة، وقد قامت الصين لاستعادة توازن اقتصادها بالتحول من الصناعة إلى الخدمات، ومن الصادرات إلى الأسواق المحلية، ومن الاستثمار إلى الاستهلاك، وهذه الإصلاحات ضرورية ستؤدي على المدى الطويل إلى استمرارية النمو إلا أنها ستتسبب في إبطاء النمو على المدى القصير، مما يولد تداعيات فيما يخص التجارة وانخفاض الطلب على السلع الأولية، بالإضافة إلى تراجع أسواق الأسهم في الآونة الأخيرة ويتوقع أن تتقارب مستويات الدخل في الاقتصاديات الناشئة والنامية مع تلك المستويات بالدول المتقدمة بوتيرة بطيئة جدا تخالف التوقعات السابقة للهيئات الدولية كصندوق النقد الدولي.

وعلى الرغم من أن ذلك لن يحدث أزمة بسبب المرونة المستمرة للسياسة الصينية، فانه قد يكون له تأثير على توقعات النمو العالمي وأسعار السلع الأساسية.<sup>2</sup>

- **تراجع أسعار السلع الأولية:** فقد شهدت أسعار النفط والمعادن تراجعا كبيرا، ومن المتوقع أن تظل منخفضة خلال الفترات القادمة مما يؤثر على الكثير من الأسواق الناشئة المصدرة لهذه السلعة الرئيسية، ويظهر ذلك جليا في الاقتصاد الروسي الذي يعتبر من أهم الاقتصاديات المصدرة للنفط.

- **السياسات النقدية غير المتزامنة:** فقد رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة لمواجهة القوة المتزايدة التي يشهدها الاقتصاد الأمريكي، بينما لم ترفعها اقتصاديات متقدمة أخرى، أو سارت في اتجاه معاكس وساهم ذلك في ارتفاع سعر الدولار الأمريكي مما فرض ضغطا كبيرا على شركات الأسواق الصاعدة التي تحملت قدرا كبيرا من الدين المقوم بالدولار الأمريكي، وخاصة في قطاع الطاقة ويعني هذا أن كل مقرض لهذه الشركات، سواء في ذلك البنوك والحكومات، قد يكون معرضا للخسائر، وبالإضافة إلى هذه التحديات، يواجه العالم تزايدا في مخاطر الأسواق الناشئة.

- **التداعيات المالية والتجارية والاقتصادية:** فبعد إعلان الصين اعتمادها ترتيبا جديدا لسعر صرف عملتها اليوان اهتزت الأسواق المالية العالمية، وفي بداية سنة 2016 شهدت سوق الأسهم تراجعا جعل المستثمرين الأجانب في شنغهاي يقومون ببيع أسهمهم، وهناك خوف كبير من انتقال التداعيات المالية الناشئة عن ضعف أساسيات المؤسسات في هذه الأسواق إلى بقية أنحاء العالم، وفيما يخص التداعيات

<sup>1</sup> - كريستين لاغرد، دور الأسواق الصاعدة في الشراكة العالمية الجديدة من أجل النمو، مرجع سبق ذكره، ص 3-4.

<sup>2</sup> - James Barrineau, Outlook 2018: Emerging Markets Debt Relative, 5 December 2017, Available on: <http://www.schroders.com/en/insights/economics/outlook-2018-emerging-markets-debt-relative/>

التجارية فنتيجة لتباطؤ الاقتصاد الصيني شهدت التجارة العالمية تراجعاً كبيراً في السنوات الأخيرة الأمر الذي يعتبر خطراً كون التجارة هي عامل أساسي في عملية النمو بالإضافة إلى أن التجارة بين الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة تفوق تلك التعاملات التي تتم بين الاقتصاديات المتقدمة فيما بينها، أما التداعيات الاقتصادية فحدوث تباطؤ قدره 1% في الأسواق الناشئة من شأنه تخفيض النمو في البلدان المتقدمة بنحو 2.0 نقطة مئوية وهذا سيؤثر كثيراً في الاقتصاديات المتقدمة.

ويمكن القول أن إعادة رسم سياسات الاقتصاد الكلي نحو تحقيق النمو في التوظيف وتحقيق تنمية مستدامة يمثل تحدياً مهماً بالنسبة للأسواق الناشئة وانتقالها إلى وضع سياسات تخص التغييرات الهيكلية نحو نمو اقتصادي مستدام بما في ذلك الاستثمار في البنية التحتية والتقنيات الحديثة، إلا أنه في أغلب الأحوال يؤدي الإنفاق الحكومي إلى توليد آثار أقوى على التوظيف والتعامل مع التقلبات في أسعار السلع والصراف وفي السوق المالية الدولية.

ولتجنب الآثار السلبية لتراجع النمو بالأسواق الناشئة وتلافي التحديات الكبيرة التي تواجهها يستوجب عليها اتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهة عقبات استمرارية نموها والتي تتمثل فيما يلي:

- معالجة تأثير العسر المالي في الشركات من خلال إثبات القروض المتعثرة بسرعة وشفافية و تقوية وتعزيز قدرات المراقبة والاستجابة من خلال إجراء إصلاحات في أطر الرقابة الاحترازية وضمان استمرار إمكانية الحصول على الخدمات المالية الدولية، وذلك بسبل تشمل النظم الرقابية والتنظيمية القوية التي تساعد على خفض تقديرات المخاطر، وقد أدت جهود الإصلاح التي بذلتها السلطات الصينية مؤخراً إلى تحقيق نمو أكثر توازناً في السوق، مما عزز صلابته الاقتصاد والنظام المالي في الصين والمعالجة السريعة لمشكلة أعباء الديون المفرطة في قطاع الشركات الصينية وغيرها من نقاط الضعف المتزايدة في القطاع المالي.<sup>1</sup>

- كما يمكن لتعزيز الروابط الإقليمية بين هذه الأسواق أن يولد فرصاً كبيرة للنمو بالرغم من تباطؤ الاقتصاد الصيني، حيث تستفيد الشركات من مختلف الاتفاقيات التجارية الإقليمية القائمة، ولا تزال هناك تحديات في مجالات كتجارة السلع والخدمات، والهياكل الأساسية والتنمية البشرية والاجتماعية من أجل تحقيق النمو والتنمية وعلى واضعي السياسات التركيز على الحد من الفجوات الاقتصادية والتفاوتات الكبيرة من حيث النمو وتوفير مناخ جاذب للاستثمارات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - تقرير الاستقرار المالي العالمي صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2016 تحديات الاستقرار المالي في حقبة من الانخفاض في النمو وأسعار، ص 4-5.  
<sup>2</sup> - Business Insights On Emerging Markets 2017, Oecd 2017, P 56, Available On: www.oecd.org

المبحث الثالث: دراسة تحليلية لعلاقة متغيرات الاقتصاد الكلي بأداء الأسواق الناشئة

كتمهيد نظري للدراسة القياسية الخاصة بالصين تم التطرق فيما يلي إلى دراسة تحليلية لعلاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بأداء السوق المالية الصينية مع الإشارة لمختلف الأسواق الأخرى محل الدراسة، من خلال عرض وتحليل أهم المؤشرات المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي وسعر الصرف والاستثمار المباشر ومعدلات التضخم والمديونية الخارجية واستنتاج علاقتها بأداء الأسواق المالية بهذه الاقتصاديات خلال الفترة 2010-2017.

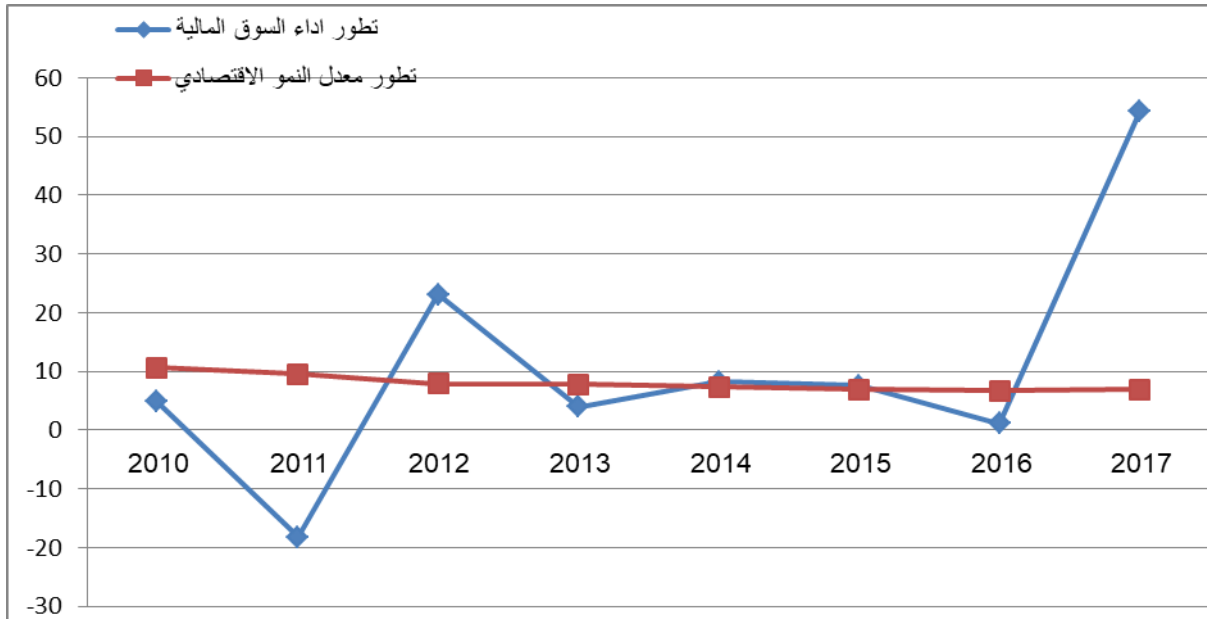
المطلب الأول: علاقة المتغيرات الاقتصادية بأداء السوق المالية الصينية

سنعرض فيما يلي دراسة تحليلية لعلاقة أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي بالصين على أداء السوق المالية بها، من خلال عرض مختلف البيانات والمعطيات التاريخية المتعلقة بها خلال الفترة 2010-2017.

1. علاقة النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية الصينية:

معرفة علاقة النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية الصينية نتبع تطور معدل النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة 2010-2017 بالتوازي مع ملاحظة تطور أداء السوق المالية الصينية في نفس الفترة، والشكل الموالي يوضح تطور المتغيرين خلال هذه الفترة.

شكل رقم (22): تطور معدل النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI.

نلاحظ أن أداء السوق المالية الصينية عرف تراجعاً بين سنتي 2010 و 2011 من 4.83 % إلى حوالي -18.24 % ليعاود الارتفاع سنة 2012 إلى حوالي 23% ثم بقي في حدود 1 % و 8% خلال الفترة 2013-2016 ليرتفع بعد ذلك بشكل كبير سنة 2017 إلى أكثر من 54%.

أما بخصوص معدل النمو الاقتصادي في الصين فبعد الطفرة الإيجابية التي شهدتها خلال الفترة 2000-2010، نلاحظ أنه قد تباطأ بشكل ملحوظ ومستمر في الفترة 2011-2017 بمتوسط حوالي 7.5%، حيث انتقل من حوالي 10% سنة 2010 إلى أقل من 7% خلال الفترة 2015-2017 وهي من أبطأ المعدلات له منذ عدة سنوات.

وقد كان لقطاع الخدمات مساهمة هامة في نمو الناتج المحلي الإجمالي إضافة إلى قطاعي الصناعة والبناء، كما نما الاستهلاك بشكل أسرع قليلاً من الاستثمار<sup>1</sup>، حيث زادت حصة قطاع الخدمات في الناتج المحلي الإجمالي إلى 51.6% في 2016 بزيادة قدرت بحوالي 1.4% عن سنة 2015 وأصبح للطلب الداخلي أثر إيجابي على النمو أقوى من الصادرات<sup>2</sup>، وبلغ الاستهلاك 77.2% من نمو الناتج المحلي الإجمالي للصين في الربع الأول من سنة 2017 بزيادة عن 64.6% خلال سنة 2016<sup>3</sup>، وقد سجل الاقتصاد أداءً أبطأ لكنه مستقر وبلغ الناتج المحلي الإجمالي 74.41 تريليون يوان أي ما يعادل 10,83 تريليون دولار أمريكي في 2016، مما يمثل معدل نمو قدره 6.7%، وساهم بأكثر من 30% من النمو العالمي<sup>4</sup>.

وبفضل الاستقرار النسبي في السوق العقارية وارتفاع أسعار السلع الأساسية، واصل الاقتصاد الصيني نموه لسنة 2016 وفاق كل توقعات النمو لسنة 2017<sup>5</sup>، حيث بلغ الناتج المحلي الإجمالي للصين 82.71 تريليون يوان، بمعدل نمو قدره 6.9%، وهي المرة الأولى التي يفوق فيها الناتج المحلي الإجمالي 80 تريليون يوان<sup>6</sup>، وقد تم تعديل توقعات النمو بنسبة تصل إلى 6.4% لسنة 2018 استجابة للنمو القوي الذي حقق في 2017 المدعوم بالسياسات المالية التوسعية والطلب الخارجي غير المتوقع<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> - China Economic Update, June 2015, Macroeconomics And Fiscal Management Global Practice, P 03, Available On: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

<sup>2</sup> - China 2017 Economic Report, Embassy Of Switzerland In The People's Republic Of China, June 2017, P 03.

<sup>3</sup> - David Pierson And Makeda Easter - Moody's Cuts China Credit Rating Over Rising Debt, La Times, May 24, 2017, Available On: [www.latimes.com](http://www.latimes.com)

<sup>4</sup> - 2017 Growth Strategy – (China), Dokumente G20 Germany 2017 Hamburg, 30 June 2017, P 02, Available On: [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)

<sup>5</sup> - China's Economic And Financial Outlook, Bank Of China, Institute Of International Finance 2017, P 01.

<sup>6</sup> - Two More Cities Join China's Trillion Yuan Gdp Club In 2017, Chinadaily, 05/02/2018, Available On: [www.chinadaily.com.cn](http://www.chinadaily.com.cn)

<sup>7</sup> - People's Republic Of China: Economy, Asian Development Outlook (Ado) 2017, Available On: [www.adb.org](http://www.adb.org)

إلا أن الاقتصاد الصيني لازال يواجه تحولا نحو نموذج جديد للنمو ليكون أكثر توازنا واستدامة، وتشمل عملية التحول هذه على بعض المخاطر المرتبطة بالاختلال في الاقتصاد ككل، وخاصة ما يواجهه الاقتصاد الصيني من الارتفاع في مستوى المديونية وانخفاض مساهمة الإنتاجية في النمو<sup>1</sup>.

وبالنسبة لعلاقة النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية في الصين، قد تنعكس مستويات النمو الكبيرة إيجابا على أداء الاقتصاد ككل إلا أن السوق المالية لا تشهد نفس مستوى الأداء المحقق في نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث لا يرقى إلى المعدلات الكبيرة التي يحققها النمو الاقتصادي، وتعكس الفجوة بين المتغيرين شكوكا حول إمكانية الحفاظ على هذه الوتيرة الاستثنائية للنمو في السنوات الأخيرة<sup>2</sup>.

قد تفسر عدة عوامل هذا التباين ففي ظل العولمة يحتاج المستثمرون إلى النظر إلى الأسواق العالمية بدلا من السوق المحلية، وكذلك يرى الاقتصاديون أن جزءا كبيرا من النمو الاقتصادي يأتي من مؤسسات جديدة وليس من ارتفاع للنمو القائم ويؤدي ذلك إلى تميع نمو الناتج المحلي الإجمالي قبل أن يصل إلى مستثمري السوق المالية كما يمكن أن يؤثر معدل النمو الاقتصادي المرتفع على توقعات المستثمرين بتحسين أداء السوق المالية قليلا لكن هذا لا يعني وجود تطابق كامل بين المتغيرين<sup>3</sup>.

### 2. علاقة المديونية الخارجية بأداء السوق المالية الصينية:

الديون الخارجية هي جزء من ديون الدول التي تم إقراضها من قبل المقرضين الأجانب، سواء بنوك تجارية أو حكومات أو مؤسسات مالية دولية، وفي العادة يتوجب على البلد المقترض دفع قيم القروض مع الفوائد بالعملة التي تم بها تقديم هذه القروض<sup>4</sup>.

ولمعرفة وضعية الصين من حيث المديونية الخارجية في الصين وعلاقتها بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور البيانات التاريخية لأحجام مديونية الخارجية خلال فترة الدراسة 2010-2017 بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الصينية في نفس الفترة،

والشكل الموالي يوضح تطور المديونية الخارجية للصين وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

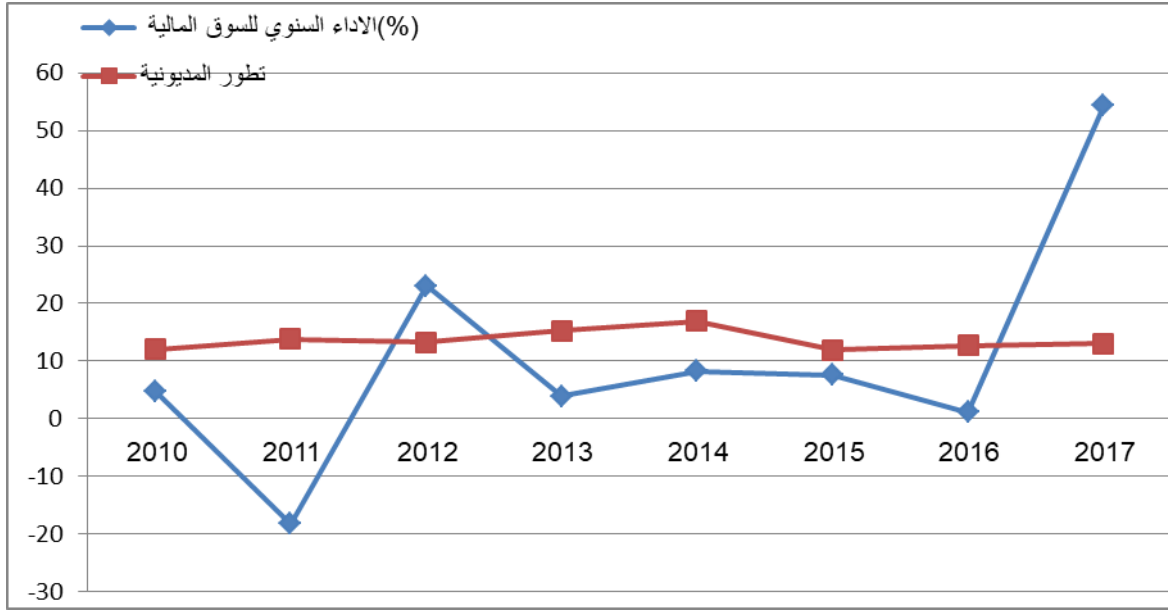
<sup>1</sup> - Jacopo Timini, China's Economic Imbalances And The Role Of The Financial Sector, Analytical Articles , Economic Bulletin, Banco De España, 5 October 2017, P 09.

<sup>2</sup> - Martin Small, There's A Disconnect Between China's Growth And Its Stock Market, Jun. 27, 2017, Available On: [www.Businessinsider.Com](http://www.Businessinsider.Com)

<sup>3</sup> - Is There A Link Between Gdp Growth And Equity Returns? | May 2010, Msci Barra Research; P 7, Available On: [www.Msci.Com](http://www.Msci.Com)

<sup>4</sup> - <https://www.investopedia.com/terms/e/external-debt.asp>

شكل رقم (23): تطور المديونية الخارجية و أداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

بيانات سنة 2017 من موقع <https://www.indexmundi.com>

نلاحظ أن نسبة المديونية الخارجية من الناتج المحلي الإجمالي في الصين قد ارتفعت بشكل مستمر خلال الفترة 2010-2014 حيث انتقلت من حوالي 12% سنة 2010 إلى أكثر من 16% سنة 2014، ثم عاودت الانخفاض خلال الفترة 2015-2016 إلى حدود 12% لترتفع من جديد سنة 2017 إلى أكثر من 13%.

وقد بلغ إجمالي الديون الخارجية في الصين حوالي 1.42 تريليون دولار نهاية 2016، بعد أن شهدت انخفاضاً بين أواخر 2014 وبداية 2016<sup>1</sup>، واستمرت الديون الخارجية في الارتفاع خلال 2017 حيث بلغت 1.56 تريليون دولار في نهاية جويلية<sup>2</sup>.

وبالنسبة للصين هناك من يرى أن الديون الخارجية ليست مؤشراً جيداً خاصة مع ضعف عملة الرمينبي الذي سيزيد من عبء الدين الخارجي، ولا يؤثر تقلب أسعار الصرف على خدمة الديون المقومة باليوان فقط بل يمكن أن يتحول البنك المركزي الصيني إلى مقرض يلجأ إليه لمساعدة المقترضين، كما يؤدي الانكماش الاقتصادي المتزايد إلى تفاقم المخاطر الائتمانية العامة بالنسبة للشركات الصينية وخاصة تلك النشطة في القطاعات المتعلقة بالسلع الأساسية، إضافة إلى أن انخفاض سعر اليوان أمام الدولار يحول دون سداد الديون المقومة بالدولار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Xinhua, China's External Debt Expected To Grow, Risks Controllable, Article Chinadaily, 01/04/2017, Available On: [www.Chinadaily.Com](http://www.Chinadaily.Com)

<sup>2</sup> - China External Debt Rises To \$1.56 Trn At June-End On Short-Term Borrowing, Article Business Standard, Beijing , September 29, 2017, Available On: [www.Business-Standard.Com](http://www.Business-Standard.Com)

<sup>3</sup> - Jacqueline Rong, Does China's External Debt Pose A Major Risk? , Article Barron's, October 14, 2015, Available On: [www.Barrons.Com](http://www.Barrons.Com)

كما أعرب صندوق النقد الدولي عن قلقه حول الأساليب المستخدمة للإبقاء على مستوى النمو الاقتصادي السريع، ففي حالة أزمة مالية يكون من الصعب اتخاذ الإجراءات اللازمة في ظل تراكم الديون، وأشار إلى أن الديون أصبحت أقل فعالية كوسيلة لتحفيز النمو، حيث أنها تحتاج إلى ثلاثة أضعاف الديون في 2016 لتحقيق نفس النمو المحقق في 2008<sup>1</sup>.

وحول أثر المديونية الخارجية على قرارات المستثمرين بالسوق المالية الصينية، يمكن أن تؤدي ارتفاع أرصدة الديون الخارجية والتخوفات من عدم سدادها إلى تخفيض التصنيفات الائتمانية للصين من قبل وكالات التصنيف العالمية كما حدث مؤخرا، حيث خفضت شركة Moody's للتصنيف الائتماني تقديرها الائتماني لديون الصين إلا أن تلك التصنيفات الصادرة من قبل وكالات التصنيف الأجنبية لن تؤثر كثيرا على عملية بيع السندات، حيث معظم ديون الصين هي ديون المؤسسات محلية والأفراد وشركات معظمها مملوكة للدولة ويتعاملون بأمر من الحكومة المركزية وحتى لو قرر الحائزون على الدين الصيني البيع فلن يكون له اثر يذكر على أسعار السندات مقارنة ببلد آخر يملك فيه الأجانب نسبة كبيرة من الديون السيادية، كما أن اغلب الديون مقومه بعملة الرمينبي وليس بالعملة الأجنبية<sup>2</sup>، إذن يمكن أن تكون الديون السبب في أزمة مالية ولكن ليس بالنسبة للصين لان معدل الصادرات في الصين مرتفع جدا والصين تستخدم الديون الخارجية أساسا لأغراض التنمية الاقتصادية<sup>3</sup>، كما أنها لا تشكل خطرا كون المؤشرات الرئيسية تقل كثيرا عن مستويات الإنذار<sup>4</sup>.

وفي دراسة للباحث Fayyaz Ahmad سنة 2015 حول مختلف العوامل التي تؤثر على الاستثمار المحفظي بما في ذلك المديونية الخارجية للصين، توصلت هذه الدراسة إلى أن أرصدة الديون الخارجية ومتغيرات أخرى تعتبر من محددات الاستثمار المحفظي في السوق الصينية وأكدت كذلك أن الديون الخارجية هي أهم هذه المحددات<sup>5</sup>.

### 3. علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر بأداء السوق المالية الصينية:

لمعرفة علاقة تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة الى الناتج المحلي الاجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الصينية في نفس الفترة.

<sup>1</sup> - Larry Elliott, Imf Warns China Over 'Dangerous' Growth In Debt, Washington, 15/08/2017, Available On: [www.theguardian.com](http://www.theguardian.com)

<sup>2</sup> - Why China Has So Little Foreign Debt, Stansberry Churchouse Research , May 29, 2017, Available On: [www.valuwalk.com](http://www.valuwalk.com)

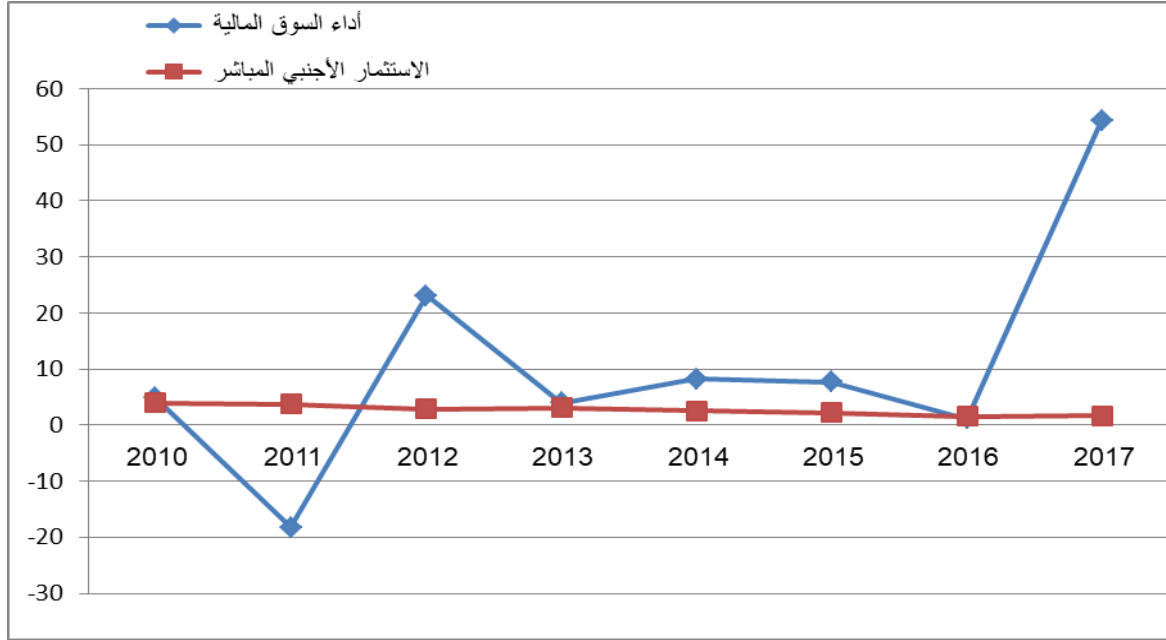
<sup>3</sup> - Huseyin Cetin And Salih Kalaycı , The Impact Of China's Economic Growth And External Debt On China's Foreign Direct Investment (1982-2010), Ipedr, V52, 2012, P 51, Available On: [www.ipedr.com](http://www.ipedr.com)

<sup>4</sup> - Xinhua, China's External Debt Expected To Grow, Risks Controllable, Article Chinadaily, 01/04/2017, Available On: [www.chinadaily.com.cn](http://www.chinadaily.com.cn)

<sup>5</sup> - Fayyaz Ahmad, Determinants Of Foreign Portfolio Inflows: Analysis And Implications For China, Asian Journal Of Finance & Accounting, 2015, Vol 7, No 2, P 75-76.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الصين نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017 قصد معرفة العلاقة بينهما.

شكل رقم (24): صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2017-2010



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع أطلس بيانات العالم (knoema) ومؤشر MSCI.

نلاحظ من خلال الشكل أن نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الصين قد عرفت تراجعاً طويلاً خلال فترة الدراسة باستثناء سنتي 2013 و 2017 حيث عرف ارتفاعاً نسبياً، وفي المقابل عرف أداء السوق المالية خلال نفس الفترة تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض حيث عرف هذا الأخير تراجعاً بين سنتي 2010 و 2011 من 4.83% إلى حوالي -18.24% في حين مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في الناتج المحلي لم تشهد انخفاضاً كبيراً حيث انخفض من حوالي 3.9% إلى 3.6%، ليعاود أداء السوق المالية الارتفاع سنة 2012 إلى حوالي 23% إلا أن الاستثمار الأجنبي المباشر نسبة إلى الناتج المحلي انخفض إلى 2.8%، وبقي أداء السوق المالية في حدود 1% و 8% خلال الفترة 2013-2016 ليرتفع بعد ذلك بشكل كبير سنة 2017 إلى أكثر من 54%، إلا أن نسب مساهمة الاستثمار الأجنبي في الناتج المحلي الإجمالي بلغ متوسطها خلال الفترة 2013-2017 حوالاً 2.19%.

ووفقاً لتقرير الاستثمار العالمي 2017 احتلت الصين المرتبة الثالثة بين أكبر متلق للاستثمار الأجنبي المباشر في العالم بعد الولايات المتحدة وبريطانيا، وفي 2016 بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر 133 مليار دولار أمريكي بعد أن كانت 135 مليار دولار أمريكي في 2015<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Foreign Investment -China- , Santander Trade Portal, December 2017, Available On: En.Portal.Santandertrade.Com

وقد ساعدت الإصلاحات والحوافز التجارية والاستثمارية في الصين على جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ابتداء من أوائل التسعينات وكانت هذه التدفقات دافعا للنمو الاقتصادي السريع<sup>1</sup>.

وخلال الفترة 2007-2016 ارتفعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الصين بما يقارب 27 مليار دولار أمريكي إلى 183 مليار دولار أمريكي بزيادة قدرها 578 %، بينما زادت التدفقات الواردة خلال هذه الفترة بنسبة 60%، وفي 2016 كانت الصين ثاني أكبر مصدر للاستثمار الأجنبي المباشر العالمي وثالث أكبر متلق للاستثمار الأجنبي المباشر<sup>2</sup>.

وخلال سنة 2017 احتلت الصين المرتبة الثالثة من حيث مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر بانخفاض قدر بحوالي 1.83- عن سنة 2016 بعد الولايات المتحدة وألمانيا بعدما احتلت المرتبة الثانية سنة 2015 وأيضاً سنة 2016<sup>3</sup>.

وقد كان من المتوقع أن تزيد تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى آسيا الناشئة بنسبة 15% في سنة 2017 نظراً للتوقعات الاقتصادية المحسنة في الاقتصاديات الآسيوية الرئيسية وجهود اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر وقد كان من المرجح أن تعزز ثقة المستثمرين بخصوصها، وأهم الجهات المستفيدة هي الصين الهند واندونيسيا<sup>4</sup>، وفعلياً ارتفع الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبه 7.9 % ليصل إلى 878 مليار يوان أي ما يعادل 135 مليار دولار أمريكي<sup>5</sup>.

وحول العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وأداء السوق المالية في الصين خلال الفترة 2010-2017 نلاحظ أنها شهدت في الكثير من الحالات أداء متبايناً ويظهر ذلك جلياً خلال سنة 2011 و2012 و2017.

وتشير العديد من التقارير إلى أن سنة 2016 شهدت ارتفاعاً في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في حين عرفت السوق المالية تراجعاً في ادائها.

<sup>1</sup> - Robert D Gay Jr, Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China, International Business & Economics Research Journal, May/June 2016 Volume 15, Number 3, P 119.

<sup>2</sup> - Wayne M. Morrison, China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, And Implications For The United States. September 15, 2017, Congressional Research Service, P 15, Available On: [www.crs.gov](http://www.crs.gov)

<sup>3</sup> - The 2017 A T Kearney F+Oreign Direct Investment Confidence Inde, Glass Half Full, P 05, Available On: [www.atkearney.com](http://www.atkearney.com)

<sup>4</sup> - United Nations Conference On Trade And Development, World Investment Report Investment And The Digital Economy 2017.

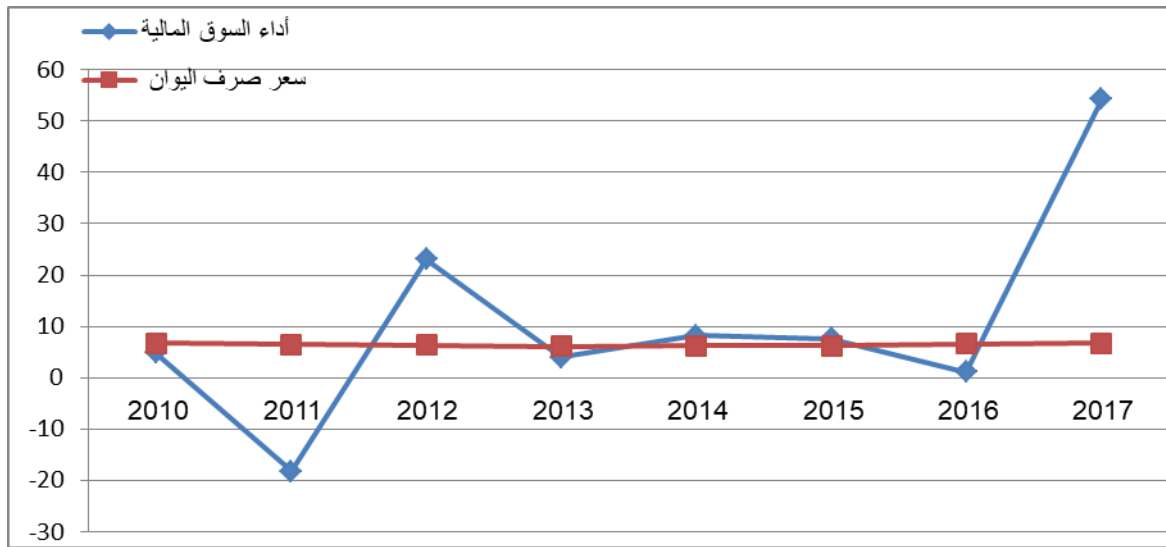
<sup>5</sup> - : Zhou Xin, China Focus: China 2017 Fdi Rises To Record High, Odi Falls, 16/01/2018, Available On: [www.xinhuanet.com](http://www.xinhuanet.com)

4. علاقة أسعار صرف اليوان بأداء السوق المالية الصينية:

بسبب المستجدات الاقتصادية العالمية قامت الصين بتغيير سياستها المتعلقة بأسعار صرف عملتها الرنمينبي للمرة الأولى في جويلية 2005 وكان نظام سعر الصرف قبل هذه الفترة مرتبطا أساسا بالدولار الأمريكي، في حين أن نظام سعر الصرف الجديد مرتبط بسلة من العملات أصبح سعر العملة يتحدد بشروط الطلب والعرض في أسواق العملات الأجنبية وحركة العملات الرئيسية<sup>1</sup>، والجدير بالذكر أن الرنمينبي (RMB) هي العملة الرسمية للصين واليوان (CNY) هو وحدة الحساب.<sup>2</sup>

ويوضح الشكل التالي تطور سعر صرف اليوان مقابل الدولار الأمريكي وتطور أداء السوق المالية.

شكل رقم (25): تطور سعر صرف اليوان مقابل الدولار وتطور أداء السوق خلال الفترة 2010-2017



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بنك الاحتياطي الفيدرالي (Federal Reserve Bank of St Louis)

من خلال الشكل السابق نلاحظ وفي المقابل عرف أداء السوق المالية خلال نفس الفترة تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، غير أنه لا تظهر علاقة واضحة بين المتغيرين خلال فترة الدراسة.

كما نلاحظ أن سعر صرف الرنمينبي بالدولار قد كان عند متوسط 6.44 رنمينبي خلال فترة الدراسة، حيث سجل أكبر قيمة له سنة 2010 بحوالي 6.77 رنمينبي ثم انخفض طوال الفترة 2011-2013 إلى حوالي 6.3 رنمينبي، وارتفع بعدها خلال الفترة 2014-2017 ليصل متوسطه إلى حوالي 6.46 رنمينبي، وفي جانفي 2014 بلغ 6.09 يوان، وفي نهاية فيفري 2017 سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الاسمي حققا زيادة

<sup>1</sup> - How Does China Control Exchange Rates?, Market Insights, 4 March 2016, Available On: [Www.Fxcm.Com](http://www.fxcm.com)

<sup>2</sup> - Prableen Bajpai, Yuan Vs Rmb: Understanding The Difference, 23 March 2016, Available On: [Www.Investopedia.Com](http://www.investopedia.com)

بنسبة 7.48% و 5.72% علي التوالي مقارنة مع نهاية النصف الأول من 2014 سعر صرف اليوان مقابل الدولار الأمريكي ارتفع بنسبه 20% منذ إصلاح 2005.<sup>1</sup>

وحول العلاقة بين سعر صرف اليوان وأداء السوق المالية في الصين نلاحظ أن انخفاض العملة الصينية أو تخفيضها يرفع من صادراتها وتدفعاتها النقدية ويحسن التنافسية لدى الشركات المحلية، وبذلك ساعد في رفع الأسعار بالبورصات استجابة للزيادة في هذه التدفقات.

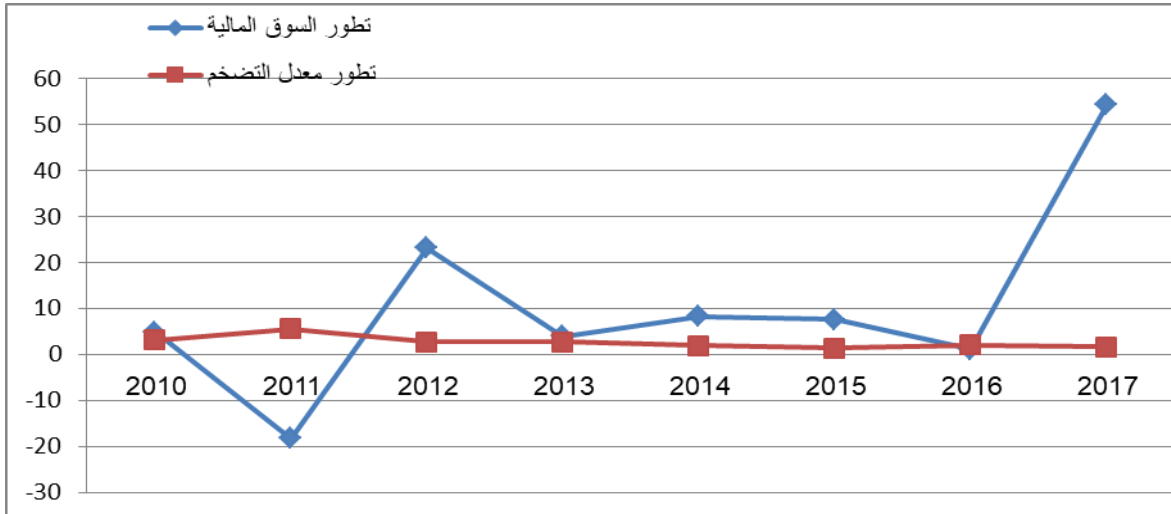
لذا نلاحظ على العموم أن سعر صرف اليوان منخفض بالنظر إلى أسعار صرف عملات الأسواق الناشئة الأخرى وكذا السوق المالية حققت أداء مريحا باستثناء بعض الفترات فقط.

#### 5. علاقة تطور معدلات التضخم بأداء السوق المالية في الصين:

معرفة علاقة معدلات التضخم في الصين بأداء السوق المالية فيها نتابع هذه المعدلات خلال فترة الدراسة 2010-2017 بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الصينية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور معدل التضخم بالصين وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017 قصد معرفة العلاقة بينهما.

شكل رقم (26): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية في الصين خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI.

تظهر من خلال الشكل أعلاه نلاحظ انه عموما معدلات التضخم في الصين تعتبر منخفضة، وتتجلى العلاقة السلبية بين كل من معدل التضخم في الصين وأداء السوق المالية خلال سنة 2011 حيث عندما ارتفع معدل التضخم إلى حوالي 5.5% انخفض أداء السوق المالية إلى أكثر من 18%، وعندما انخفض معدل التضخم في السنة الموالية إلى حوالي 2.6% ارتفع أداء البورصة إلى 23% وكذلك خلال السنوات 2014-2017 أظهرت البيانات انه في سنوات انخفاض معدلات التضخم تحقق السوق المالية الصينية أعلى مستوياتها

<sup>1</sup> - Research Report On China-US Economic And Trade Relations, Ministry Of Commerce Of The People's Republic Of China May 25th , 2017, P 72-73.

ويظهر ذلك جليا في سنة 2017 حيث حققت السوق المالي اداء كبيرا قدر بأكثر من 54% في ظل انخفاض معدل التضخم إلى 1.6%.

وتدعم وجود علاقة سلبية قوية بين التضخم وأسعار الأسهم في الصين الدراسة التي قام بها Zhao (1999)<sup>1</sup>، بالإضافة إلى دراسة (Tripathy And Kumar 2014) حول العلاقة طويلة الأجل بين التضخم وعوائد الأسهم في أسواق الأوراق المالية لمجموعة البريكس باستخدام بيانات للفترة ما بين جانفي 2000 وسبتمبر 2013 وكشفت نتائج الارتباط عن وجود علاقة سلبية كبيرة بين مؤشر الأسهم ومعدل التضخم في روسيا وعلاقة ايجابية بالنسبة للهند والصين<sup>2</sup>.

#### المطلب الثاني: علاقة المتغيرات الاقتصادية بتطور أداء الأسواق المالية الناشئة الأخرى.

يرى بعض الاقتصاديين أن أداء الأسواق المالية في أي اقتصاد لا بد أن يتأثر بالمتغيرات الخارجية المحيطة به، إلا انه لا بد أن يكون هناك تباين بين درجة الاستجابة لهذه المتغيرات حسب الاقتصاد نفسه، ولمعرفة تأثير هذه المتغيرات على أداء الأسواق المالية الناشئة تم عرض مختلف البيانات التاريخية خلال الفترة 2010-2017 التي تعكس علاقة كل من النمو الاقتصادي والمديونية الخارجية، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، أسعار الصرف ومعدلات التضخم ومعدلات الفائدة على أداء أسواق كل من الهند والبرازيل والمكسيك وروسيا وجنوب إفريقيا.

#### أولا: علاقة المتغيرات الاقتصادية بأداء السوق المالية الهندية.

تعتبر الهند من بين أهم الأسواق الناشئة من حيث الأداء المالي والأداء الاقتصادي على حد سواء خلال الفترة المدروسة، وفيما يلي سنتطرق إلى تقديم نظرة وجيزة حول العلاقة بين أهم متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

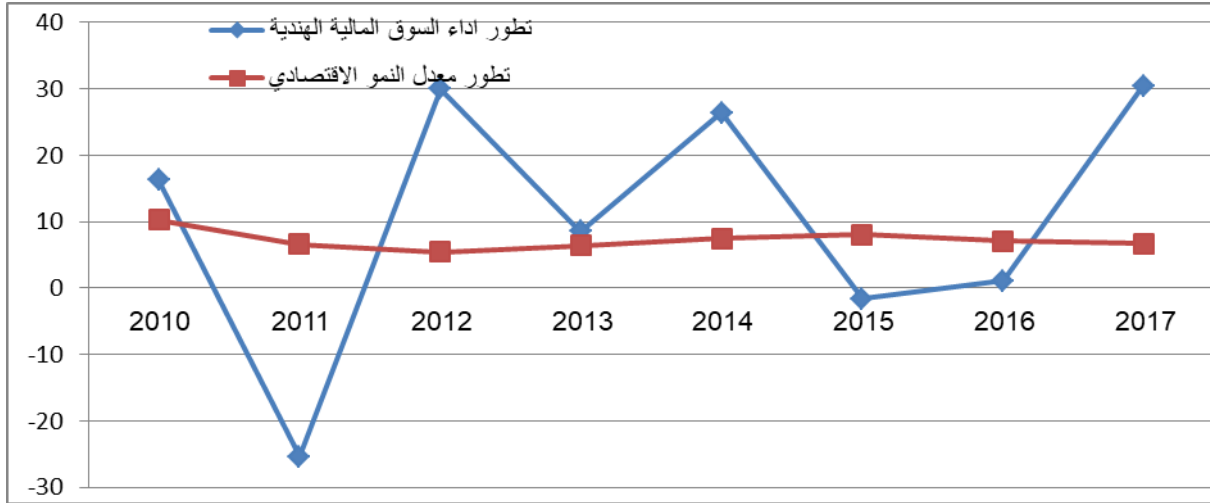
#### 1) النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية في الهند:

لمعرفة علاقة النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية الهندية نتبع تطور معدل النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة 2010-2017 بالتوازي مع ملاحظة تطور أداء السوق المالية في الهند في نفس الفترة، والشكل الموالي يوضح تطور المتغيرين خلال هذه الفترة.

<sup>1</sup> - L.M.C.S. Menike, The Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Prices In Emerging Sri Lankan Stock Market, Department Of Accountancy & Finance Sabaragamuwa University, Belihuloya, P 52.

<sup>2</sup> - Mike Mugambi And Timothy C. Okech, Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Returns Of Listed Commercial Banks In Kenya, International Journal Of Economics, Commerce And Management United Kingdom, 2016, P 397.

شكل رقم (27): تطور النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية الهندية خلال الفترة 2010-2017 (%).



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI.

نلاحظ أن معدل النمو الاقتصادي في الهند ورغم أنه عرف أكبر قيمة سنة 2010 بحوالي 10% إلا أنه بقي بين حوالي 5.5% و 8% خلال الفترة 2011-2017، كما نلاحظ بأنّ هذا المعدل قد انخفض بشكل مستمر خلال سنتي 2011 و 2012، ثم ارتفع نسبيا خلال الفترة 2013-2015، ليعاود الانخفاض سنتي 2016 و 2017، وعموما فقد كان متوسط معدل النمو خلال الفترة 2010-2017 حوالي 7.5%. كما نلاحظ أن كل من معدل النمو وأداء السوق قد حققا انخفاضا خلال سنة 2011 ليعود أداء السوق المالية إلى التحسن في حين انخفض معدل النمو الاقتصادي خلال سنتي 2012 و 2013 ثم تحسن أداء النمو الاقتصادي قليلا وانخفض في المقابل أداء السوق المالية بشكل ملحوظ، ليتحسن أداء كلاهما خلال سنة 2014، ثم حافظت معدلات النمو الاقتصادي على تزايدها الطفيف خلال سنة 2015 في حين حقق أداء البورصة أدنى مستوى له خلال فترة الدراسة ليصل إلى -1.61% ، وفي سنة 2016 واصل معدل النمو ارتفاعه بحوالي 1% كما نلاحظ أن أداء السوق المالية حقق 1.12% ، ليواصل ارتفاعه ويحقق أعلى مستوى له خلال سنة 2017 إلا أن أداء النمو الاقتصادي انخفض خلال نفس السنة.

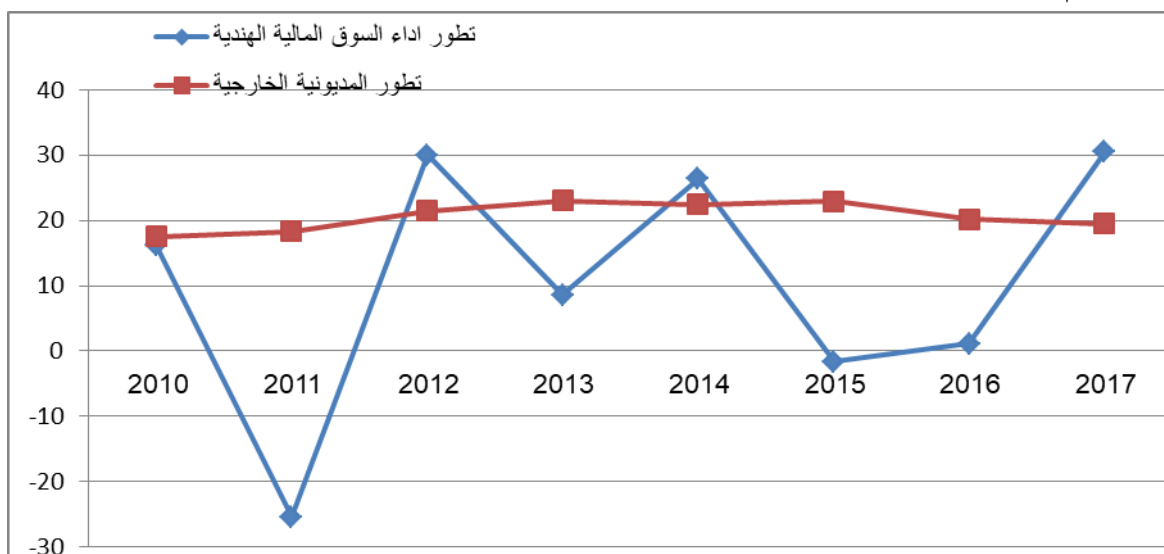
إذا نلاحظ أنه عموما معدلات النمو الاقتصادي لا تؤثر على أداء الأسواق المالية الهندية خلال فترة الدراسة.

## (2) علاقة المديونية الخارجية بأداء السوق المالية الهندية:

لمعرفة علاقة المديونية الخارجية في الهند بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور المديونية الخارجية خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الهندية في نفس الفترة.

والشكل الموالي يوضح تطور المديونية الخارجية للهند وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017

شكل رقم (28): تطور المديونية الخارجية و أداء السوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ أن نسب المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالية الهندية قد تراوحت بين نسبة 17.5% التي مثلت أقل نسبة سنة 2010 و 23% التي مثلت أكبر نسبة سنة 2013، كما نلاحظ أن هذه النسب عرفت منحنى متزايدا طوال الفترة 2010-2013 ثم تناقصت خلال الفترة 2013-2016. كما نلاحظ أنه مقارنة بسنة 2010 ارتفعت نسب المديونية خلال سنة 2011 إلا أن أداء السوق المالية انخفض بشكل كبير، وفي سنة 2012 ارتفعت نسب المديونية وفي المقابل تحسن أداء السوق المالية، لينخفض الأداء مرة أخرى سنة 2013 من حوالي 29% إلى حوالي 8% إلا أن نسب الديون الخارجية واصلت ارتفاعها سنة 2013 لتراجع قليلا سنة 2014 عكس أداء السوق المالية الذي حقق ارتفاعا ملحوظا، وخلال سنة 2015 واصلت نسب الديون الخارجية ارتفاعها لتتخفف بعد ذلك سنة 2016 في حين أن أداء السوق المالية انخفض بشكل كبير سنة 2015 ثم تحسن قليلا سنة 2016.

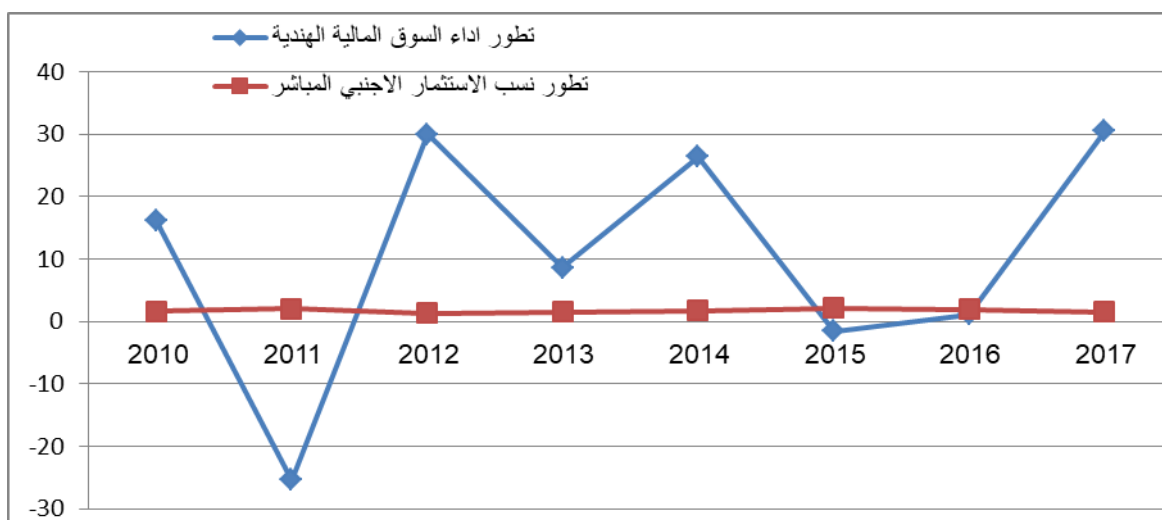
إذن يمكن القول أن العلاقة بين تطور نسب المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي وأداء السوق المالية في السوق الهندية لم تكن علاقة قوية واضحة رغم أن المنحنى كان عكسيا خلال فترة الدراسة ما عدا سنة 2012.

### 3) علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر بأداء السوق المالية الهندية:

ولمعرفة علاقة تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الهندية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الهند نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (29): تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ أن نسب تطور الاستثمار الأجنبي المباشر قد تراوحت بين نسبة 1.3% التي سجلت في 2012 ونسبة 2.1% في سنة 2015، بمتوسط سنوي قدر بحوالي 1.7%، ونلاحظ كذلك أنه فترة 2010-2013 أظهرت علاقة عكسية بين المتغيرين حيث عندما ارتفعت مساهمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة من 1% إلى 2% انخفض أداء السوق المالية من 16% إلى حوالي 25% خلال سنة 2010-2011، وارتفع أداء هذا الأخير خلال سنة 2012 أثناء انخفاض نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى حوالي 1%، وظهرت كذلك العلاقة العكسية خلال سنة 2013 و2015، باستثناء سنة 2014.

ومن خلال ما سبق يمكن تفسير ذلك بالمكانة التي تحتلها الهند إلى جانب الصين في جذب التدفقات الأجنبية للاستثمارات المباشرة حيث تحتل الهند المرتبة الثانية بعد الصين من حيث قدرتها على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، مما يعني أن القطاع الحقيقي في الهند قادر على استقطاب التدفقات الاستثمارية كبديل عن السوق المالية نظراً لارتفاع مخاطر الاستثمار بالأسواق المالية الناشئة عموماً.

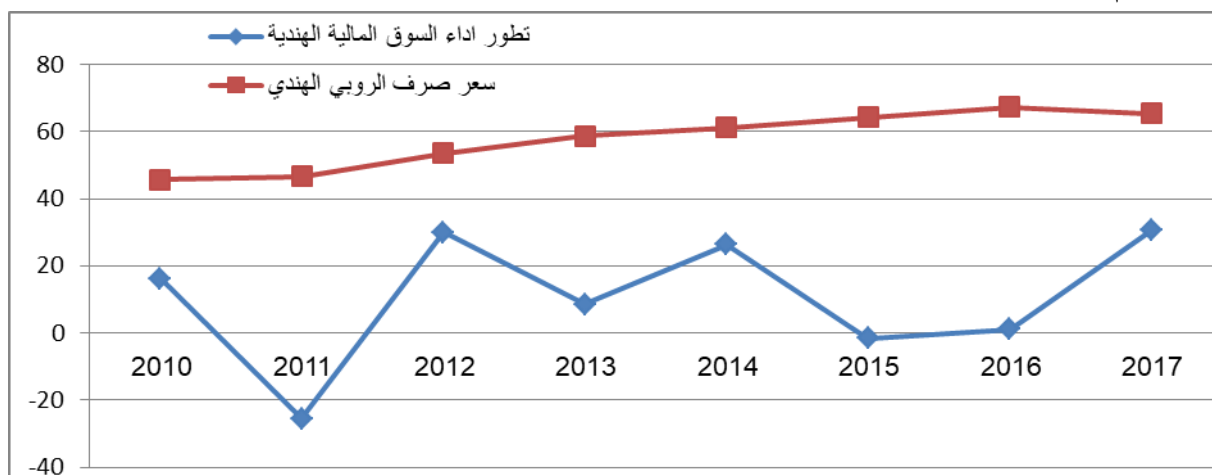
#### 4) علاقة سعر صرف الروبية الهندي بأداء السوق المالية في الهند:

ولمعرفة علاقة تطور سعر صرف الروبية بأداء السوق المالية الهندية نتابع تطوره خلال فترة الدراسة 2010-2017 ومقارنته مع تطور أداء السوق المالية الهندية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور أسعار صرف الروبية الهندية وأداء السوق المالية في الهند خلال الفترة

2010-2017.

شكل رقم (30): تطور أسعار صرف الروبية الهندية وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ أن أسعار صرف الروبية في ارتفاع مستمر منذ سنة 2010 وهي مرتفعة جدا مقارنة باليونان الصيني حيث يصل متوسطها إلى حوالي 57.75% خلال الفترة 2010-2017، وقد توصلت العديد من الدراسات الى عدم وجود اثر واضح لتغير أسعار صرف الروبية على أداء السوق المالية في الهند وهذا ما يؤكد أيضا الشكل السابق الذي يوضح ارتفاع أسعار صرف الروبية في حين يظهر تذبذب أداء السوق المالية.

وفي دراسة لكل من Golaka C Nath و G P Samanta في سنة 2003 لدراسة اثر تغير أسعار صرف الروبية الهندي على أداء السوق المالية باستخدام بيانات يومية ابتداء من مارس 1993 إلى غاية ديسمبر 2002، كانت النتائج هي عدم وجود علاقة سببية عموما على الرغم من انه في السنوات الأخيرة كان هناك تأثير سبي قويًا.<sup>1</sup>

وفي دراسة أخرى لكل من Divyang Patel و Nikita Kagalwala تطرقت إلى اثر أسعار الصرف في الهند على أداء كل من بورصة بومباي للأوراق المالية والبورصة الوطنية واستخدمت البيانات الخاصة بالسنوات 2005-2012 وتوصلت إلى انه لا يوجد اثر لتغير أسعار الصرف على الأسواق المالية الهندية.<sup>2</sup>

#### 5) علاقة معدل التضخم في الهند بأداء السوق المالية الهندية:

لمعرفة علاقة تطور معدل التضخم بأداء السوق المالية الهندية نتابع تطوره خلال فترة الدراسة 2010-2017 ومقارنته مع تطور أداء السوق المالية الهندية في نفس الفترة.

ويعمل الشكل التالي تطور معدل التضخم وأداء السوق المالية في الهند خلال الفترة 2010-2017.

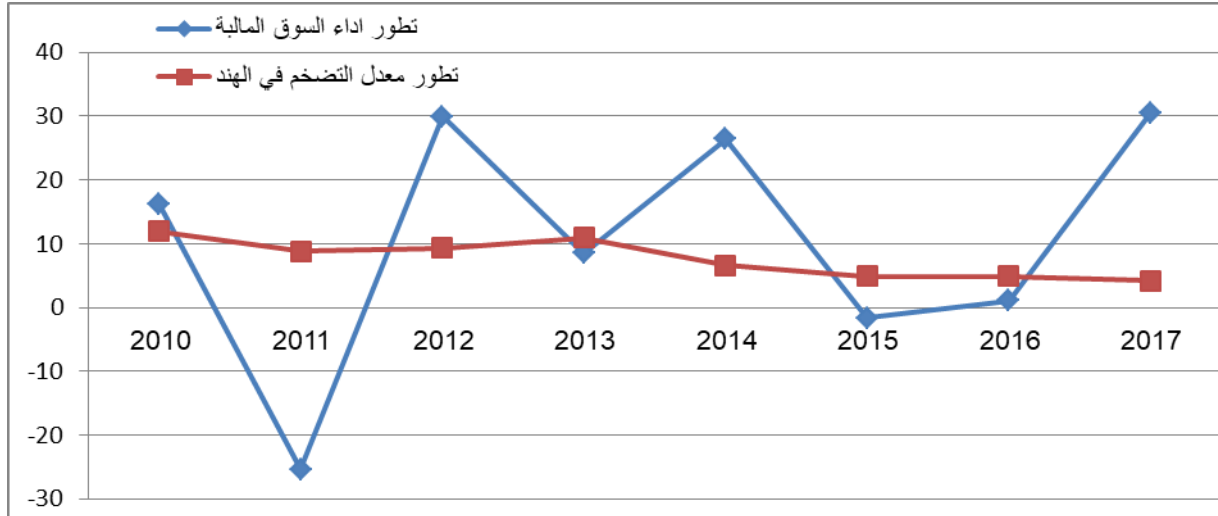
<sup>1</sup> - Golaka C Nath And G P Samanta, Relationship Between Exchange Rate And Stock Prices In India – An Empirical Analysis, January 2003, P 01.

[Http://Unpan1.Un.Org/Intradoc/Groups/Public/Documents/Apcity/Unpan025797.Pdf](http://Unpan1.Un.Org/Intradoc/Groups/Public/Documents/Apcity/Unpan025797.Pdf)

<sup>2</sup> - Divyang Patel And Nikita Kagalwala, The Impact Of Exchange Rate On Indian Stock Exchanges Like Bse & Nse, Ijsr - International Journal Of Scientific Research, Research Paper, (Nov, 2012), P 01.

[Http://Citeseerx.Ist.Psu.Edu/Viewdoc/Download?Doi=10.1.1.683.3357&Rep=Rep1&Type=Pdf](http://Citeseerx.Ist.Psu.Edu/Viewdoc/Download?Doi=10.1.1.683.3357&Rep=Rep1&Type=Pdf)

شكل رقم (31): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ أن معدل التضخم في الهند يعتبر مرتفعاً نوعاً ما إلا أنها بدأت تتناقص تدريجياً خلال السنوات 2010-2017، حيث قدر في سنة 2010 بأكثر من 11% ليتراجع خلال الفترة 2015-2015 بمعدل أقل من 5%، في حين أن أداء السوق المالية كما تطرقنا له سابقاً يعتبر غير مستقر حيث شهدت انخفاضات عديدة خلال 2011 و2013 و2015 وشهدت أيضاً ارتفاعاً في الأداء خلال 2010 و2012 و2017. وتنعكس مستويات التضخم المرتفعة على السوق المالية من خلال الشركات الهندية الأمر الذي يدفع الحكومة الهندية إلى القيام بإجراءات تمكنها من السيطرة على مستويات الارتفاع، تكاد تكون هذه الإجراءات دائماً متبوعة بتحسين في الأسعار بالأسواق المالية بالهند وتستجيب السوق لبعض من هذه المحفزات بسرعة كبيرة، في المقابل يحدث العكس في حال لم يتم القيام بهذه الإجراءات من قبل الحكومة الهندية، وتترك السوق لتتخذ الاحتياطات فيما أن تنخفض الأسعار أو تتوقف عن الزيادة.<sup>1</sup>

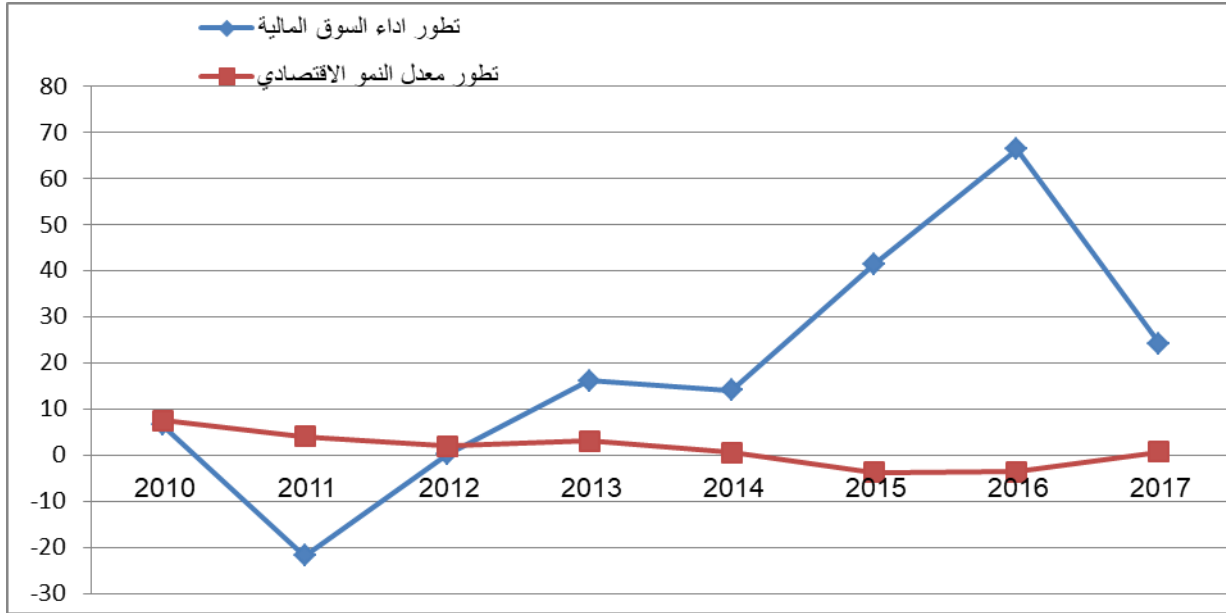
ثانياً: علاقة المتغيرات الاقتصادية بأداء السوق المالية البرازيلية

1) علاقة النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية البرازيلية:

لمعرفة علاقة تطور النمو الاقتصادي للبرازيل بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية البرازيلية في نفس الفترة. ويمثل الشكل التالي كل من تطور النمو للاقتصاد البرازيلي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

<sup>1</sup> - [Http://www.A1intradaytips.in/What-Is-Inflation.Asp](http://www.A1intradaytips.in/What-Is-Inflation.Asp)

شكل رقم (32): تطور النمو الاقتصادي وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017 بالبرازيل.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ انه خلال الفترة 2010-2014 كان أداء كل من السوق المالية البرازيلية وتطور النمو الاقتصادي تأخذ نفس الاتجاهات حيث كلما انخفض معدل النمو الاقتصادي انخفض بذلك تطور أداء لبسوق المالية كما هو ملاحظ في سنة 2011 وسنة 2014، وكلما حقق معدل النمو الاقتصادي أداء أحسن من السنة الماضية كان الحال كذلك بالنسبة لأداء السوق وهذا ما يلاحظ في السنوات 2010 و 2012 و 2013 وسنة 2017.

أما خلال الفترة 2015-2016 لم يظهر أي تأثير لانخفاض النمو الاقتصادي على أداء السوق المالية البرازيلية بل حقق أعلى مستوى له في سنة 2016 بأكثر من 66% في حين كان مستوى النمو في أدنى مستوياته بأقل من 3%.

وبعد أن شهد الاقتصاد البرازيلي نموا هائلا في 2007 و 2018، تراجع بنسبه 0.3 % في 2009 بسبب انخفاض الطلب على الصادرات البرازيل من السلع الأساسية وخلال سنة 2010 ارتفع النمو بقوة ليحقق ما يقارب 7.5 % وهو أعلى مستوى نمو شهدته البرازيل منذ 25 سنة، وانطلاقا من سنة 2011 تباطأ النمو باستمرار ويرجع ذلك إلى ارتفاع معدل التضخم ونما بمعدل سنوي قدر بحوالي 2.1% فقط سنويا من 2011 إلى 2013.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - <https://Www.Focus-Economics.Com/Count>

وتشير توقعات صندوق النقد الدولي بخصوص نمو الناتج المحلي الإجمالي للبرازيل خلال سنة 2018 تبلغ حوالي 1.3% وأعرب عن تفاؤله بشأن الاقتصاد البرازيلي وان الكساد الحاد يقترب من نهايته، وفي الأجل المتوسط ينبغي أن يحقق النمو الاقتصادي للبرازيل إلى زيادة سنوية قدرها 2%<sup>1</sup>.

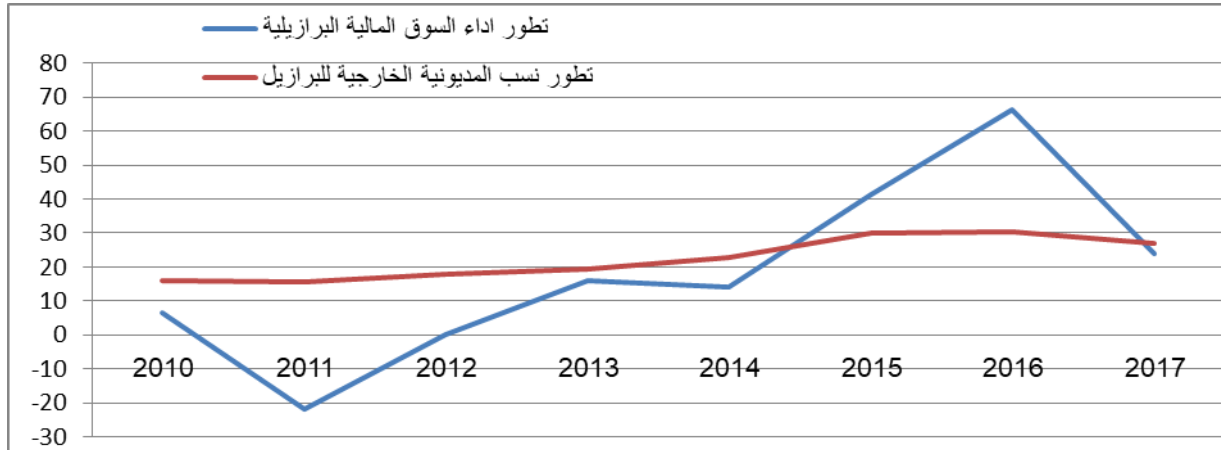
وحول العلاقة بين النمو الاقتصادي في البرازيل وأداء السوق المالية بما لا يمكن القول انه كان للنمو الاقتصادي اثر على أداء السوق المالية بالبرازيل من بداية فترة الدراسة 2010 إلى غاية 2014، وكذا في سنة 2017، في حين لم يظهر تأثيره خلال الفترة 2015-2016، ووفقا لصندوق النقد الدولي يتوقع أن يؤثر النمو البطيء على الأسواق والعوائد في جميع القطاعات ومن المتوقع أن يؤثر تباطؤ النمو على الأسواق المالية علي المدى الطويل.<sup>2</sup>

## (2) علاقة المديونية الخارجية بأداء السوق المالية في البرازيل:

ولمعرفة علاقة تطور المديونية الخارجية في البرازيل بأداء السوق المالية فيها نتابع تطورها مقارنة مع تطور أداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017.

ويعمل الشكل التالي كل من تطور المديونية الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (33): تطور نسب المديونية الخارجية وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI.

نلاحظ من خلال الشكل ارتفاع المديونية الخارجية نسبة الى الناتج المحلي الإجمالي بصفة مستمرة ابتداء من سنة 2012 في حين أن أداء السوق المالية البرازيلية يعتبر متذبذب وغير مستقر إلا أننا نلاحظ انه متزايد خلال نفس الفترة 2012-2016 ماعدا سنة 2014 التي شهد فيها انخفاضا طفيفا من حوالي 16 بالمائة سنة 2013 إلى 14 بالمائة سنة 2014.

<sup>1</sup> - Brazil: Imf Increases Gdp Growth Forecast For 2017, Cuts 2018 Estimate

<sup>2</sup> - Rttnews, Mary Sadler, Is Brazil Showing Improvement In Its Economic Growth?, Jul. 16, 2017, (04/03/2018) [Http://Markets.Businessinsider.Com/News/Interestrates/Brazil-Imf-Increases-Gdp-Growth-Forecast-For-2017-Cuts-2018-Estimate-1002176719](http://Markets.Businessinsider.Com/News/Interestrates/Brazil-Imf-Increases-Gdp-Growth-Forecast-For-2017-Cuts-2018-Estimate-1002176719)

Macroeconomic Analysis, Feb 28, 2017, Avaialable On: (04/03/2018)

[Https://Marketrealist.Com/2017/02/Brazil-Showing-Improvement-Economic-Growth](https://Marketrealist.Com/2017/02/Brazil-Showing-Improvement-Economic-Growth)

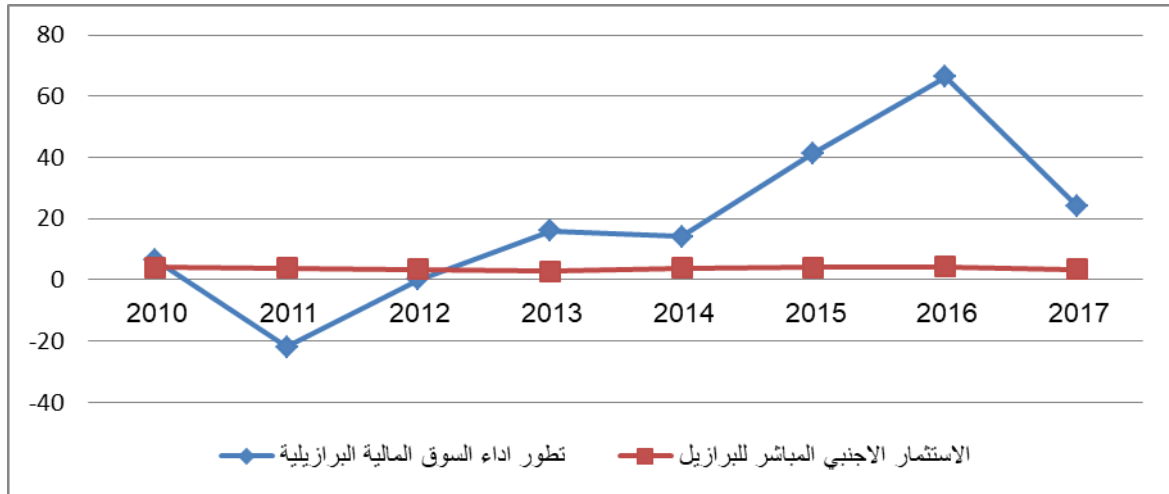
وبالرغم من ارتفاع نسبة المديونية الخارجية من الناتج المحلي الإجمالي إلا أن العديد من الاقتصاديين لا يرون في ذلك مشكلة بالنسبة للبرازيل مع وجود احتياطات أجنبية مرتفعة ويرون أنها لها موقف خارجي قوي ولا تمثل التزاماتها قصيرة الأجل سوى 10 بالمائة من مجموع الخصوم الخارجية<sup>1</sup>، كما أن تعرض الشركات البرازيلية لمخاطر العملات الأجنبية ليس كبيرا لأنه لدى معظمها شكل من أشكال الحماية من تقلبات أسعار العملات.<sup>2</sup> وحول العلاقة بين المتغيرين نلاحظ انه لا توجد علاقة سلبية بين نسب المديونية الخارجية وأداء السوق المالية بالنظر إلى تطورها خلال الفترة 2010-2016 باستثناء سنتي 2011 و2014 ولكنه لا يظهر أيضا علاقة ايجابية واضحة بينها.

### (3) علاقة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة وأداء السوق المالية في البرازيل:

ولمعرفة علاقة تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية البرازيلية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى البرازيل نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

**شكل رقم (34):** تطور نسب الاستثمار الإجمالي المباشر الواردة واداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017.



**المصدر:** إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ ان أداء السوق المالية تزايد بصفة مستمرة منذ سنة 2012 باستثناء سنة 2014 التي سجل فيها الاقتصاد ككل تراجعاً خلال هذه السنة، كما نلاحظ أن نسبة مساهمة الاستثمار الاجنبي المباشر في الناتج

<sup>1</sup> -Brazil Slow deterioration, economic-research, BNP PARIBAS? April 2014, p 05.

economic-research.bnpparibas.com

<sup>2</sup> - Julia Gottlieb, What Is The Real Size Of Brazil's External Debt?, Macro Research – Itaú, Tuesday, July 28, 2015, P 02.

Www.Itau.Com.Br

المحلي الاجمالي تعتبر غير معتبرة وبدأت في الانخفاض من 4 بالمائة سنة 2010 الى حوالي 2 بالمائة سنة 2013 كما انها تبقى عند معدل 3.8 بالمائة خلال الفترة وبرجع الاقتصاديون السبب في انخفاض الاستثمار الاجنبي المباشر في البرازيل الى التباطؤ في الطلب الصيني الذي اثر تأثيرا سلبيا علي الاقتصاد الكلي للبرازيل وفي سنة 2014 سجل عجزا في الحساب الجاري الذي يمثل الفرق بين الصادرات والواردات بلغ 4.17 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي وهو أكبر عجز له منذ 2001، مما يعني أن الاستثمار الأجنبي اقل تدفقا إلى الاقتصاد وأدى ذلك إلى انخفاض قيمة الريال البرازيلي وجعل الواردات مكلفة.

بالإضافة إلى الفساد وفضائح أثرت بشكل سلبي على جذب المستثمرين كفضيحة الفساد في Petrobras أكبر شركة نفط في البرازيل حيث خفضت شركة Moody للتصنيف الائتماني تقييم الاستثمارات سندات شركة Petrobras في فيفري 2015 مما أثر سلبا على الاستثمارات في قطاع النفط والغاز الذي يمثل 13% من إجمالي الناتج المحلي.<sup>1</sup>

يبدو ان الاستثمار الأجنبي المباشر أصبح مؤخرا لا يساهم مساهمة كبيرة في دفع نمو الاقتصاد البرازيلي بما في ذلك نمو السوق المالية.

#### 4) علاقة سعر صرف الريال البرازيلي بأداء السوق المالية في البرازيل:

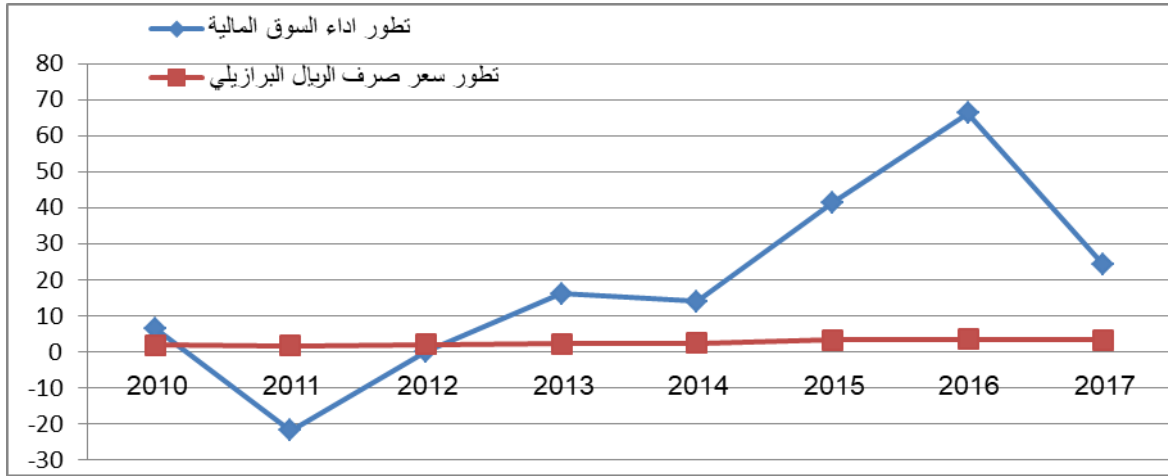
ولمعرفة علاقة تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الهندية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الهند نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

<sup>1</sup> - Rakesh Sharma, Brazil's Recession And Its Effect On The World Economy, September 8, 2015, Available On: (03/03/2018)

<https://www.investopedia.com/articles/forex/090815/Brazils-Recession-And-Its-Effect-World-Economy.asp>

شكل رقم (35): تطور أسعار صرف الريال البرازيلي وأداء السوق المالية البرازيلية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ على العموم أن سعر صرف الريال كان مستقرًا حيث قدر متوسطه بحوالي 2.5 % خلال فترة الدراسة 2010-2017، ففي سنة 2011 اعتبر الريال البرازيلي من أكثر العملات المغالي في قيمتها على مستوى العالم، وكانت وضعية الاقتصاد حرجة 2012 مع ارتفاع معدلات التضخم وزيادة تكلفة المعيشة، مما اضطر الحكومة إلى اعتماد أسعار فائدة مرتفعة للتقليل من معدلات التضخم وبدأ الريال يفقد قوته في منتصف سنة 2012، ووضع البنك المركزي هدف سعر صرف 2.50 ريال لكل دولار بحلول سنة 2015، وانخفضت أسعار الفائدة وفي سنة 2012 أصبح بالفعل 2 ريال للدولار الواحد وعلى الرغم من توقعات استقرار أسعار صرفه سنة 2014، استمر الانخفاض مقابل الدولار بنسبة 9.5% في الربع الثالث من سنة 2014 اعتبر ثاني أسوأ أداء بين عملات الأسواق الناشئة، وفي نهاية سنة 2015 حقق الريال 4.00 لكل دولار، هي الأعلى منذ سنة 2002 ويفترض بانتهاء الاضطرابات السياسية في البرازيل ستتوقف معوقات السياسات الداعمة للنمو واستعادة الثقة في الاقتصاد.<sup>1</sup>

وخلال سنة 2016 حافظ الريال البرازيلي على اتجاه تقديرات البنك المركزي على الرغم من بعض التقلبات في بداية السنة وساعد هذا الاتجاه في تقدير الميزان للمدفوعات مع وجود عجز في الحساب الجاري من- 1.8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، وما زلنا نأمل الميزان القوي للمدفوعات والتضخم، وتخفيف السياسة النقدية، الإصلاحات الهيكلية باعتبارها المحركات الرئيسية للحفاظ على ثقة وتقدير الريال.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Sean Ross, The Brazilian Real: A Case Study (PBR), April 5, 2016. www.investopedia.com

<sup>2</sup> - Lazard Emerging Markets Debt , Emerging Markets Sovereign Outlook Brazil, 24 February 2017, P 384-385. Http://Www.Lazardnet.Com/Wm/Docs/Sp0/10394/Emergingmarketssovereign-Razil\_En.Pdf?Pagename=Emerging+Markets+Sovereign+Outlook

كما توقع الاقتصاديون أن تستفيد البرازيل من ضعف الدولار وسيكون أقوى بكثير في 2017 مقارنة بتوقعات أسعار عملات الأسواق الناشئة الأخرى<sup>1</sup>.

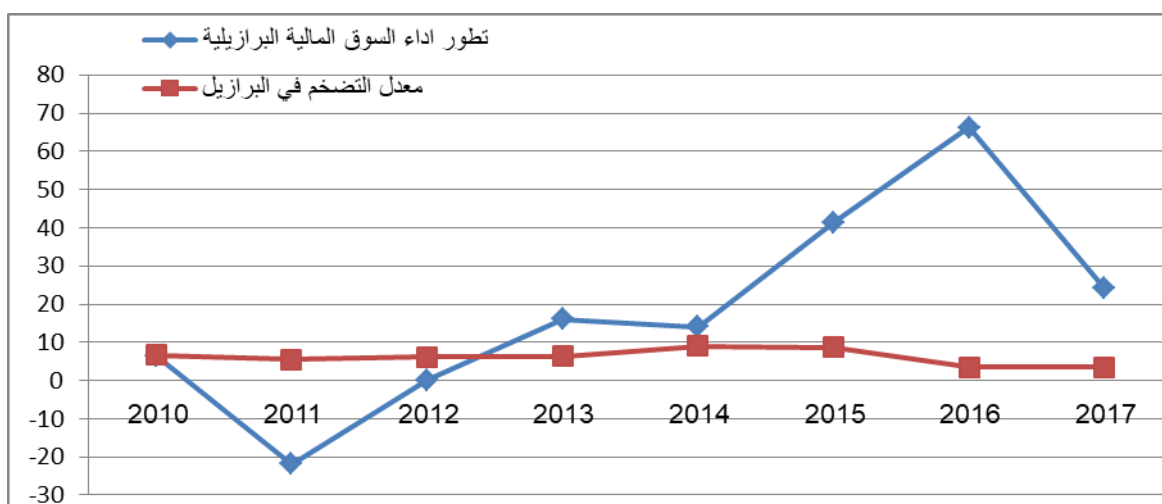
إذن هذا التقلب الكبير في أسعار صرف الريال من شأنها التأثير على أداء السوق المالية من خلال فقدان ثقة المستثمر بهذه العملة ومع ارتفاع معدلات التضخم تزداد مخاوف المستثمرين بشأن مخاطر الاستثمار بهذه السوق.

#### 5) علاقة التضخم بأداء السوق المالية في البرازيل:

معرفة علاقة تطور معدل التضخم في البرازيل بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير هذه المعدلات بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية البرازيلية في فترة الدراسة 2010-2017.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (36): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية في البرازيل خلال الفترة 2010-2017 (%).



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ أن معدل التضخم في البرازيل مرتفع جدا بمتوسط يقدر بأكثر من 6.5% خلال الفترة 2010-2016 الامر الذي اثر سلبا على اداء البورصة حيث نلاحظ انه خلال سنة 2012 قدر أداء السوق المالية بما يقارب 0.05% في المقابل معدل التضخم فاق 5.4% كما اننا نلاحظ انه في سنة 2016 حقق أداء السوق المالية اعلى مستوى له بعدما كان حوالي 41 بالمائة بالمقابل انخفض معدل التضخم من أكثر 9% الى حوالي 8% ويعتبر مستوى كبير جدا إذا ما قورن بأداء النمو الاقتصادي.

<sup>1</sup> - Kenneth Rapoza ; Forget Cheap Brazil, It's About To Get Expensive Again; Aug 8, 2017, <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2017/08/08/forget-cheap-brazil-its-about-to-get-expensive-again/#20d3c46a1ea8>

وعلى الرغم من تباطؤ النمو الاقتصادي ككل الذي تشهده البرازيل فنلاحظ معدلات تضخم عالية جدا ويرجع هذا الانخفاض أيضا إلى ضعف الوضع الكلي في البرازيل، الذي أدى إلى تدفق الأموال من البرازيل إلى الخارج، ارتفاع تكاليف الاستيراد، وهذا هو السبب الرئيسي لارتفاع التضخم مما يجعل الاقتصاد البرازيلي في وضع محفوف بالمخاطر وفي حين ان الناتج المحلي الإجمالي معدل النمو لا يزال منخفضا.<sup>1</sup>

إذن فمعدلات التضخم الكبيرة تنعكس بشكل مباشر على الأداء الاقتصادي ككل والسوق المالية بصفة خاصة كون العملة تفقد الكثير من قيمتها في ظل هذا الارتفاع، وعلى البنك المركزي للبرازيل أن يركز على كبح معدلات التضخم المرتفعة.

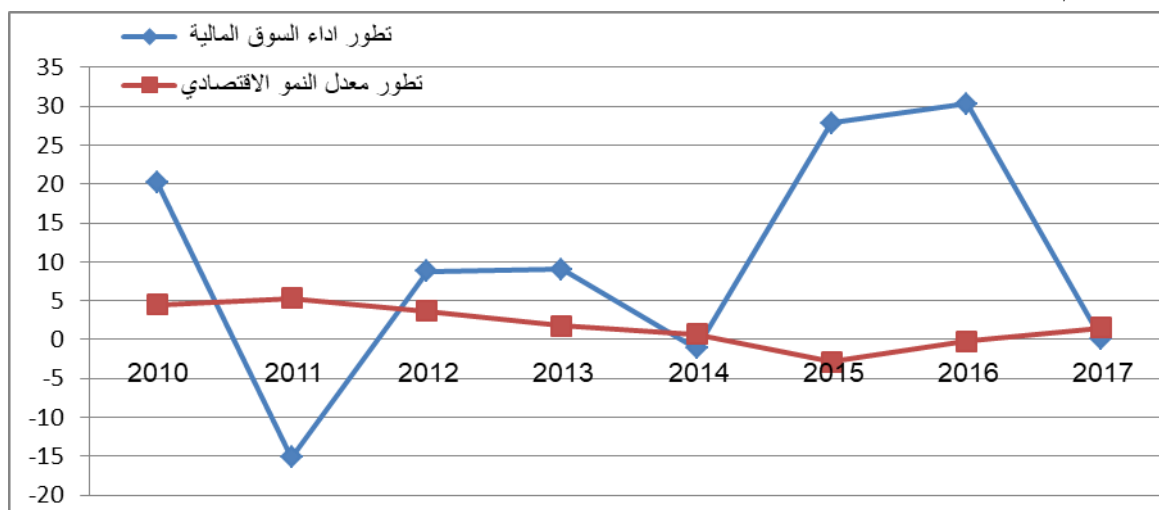
ثالثا: دراسة تحليلية لعلاقة أداء المتغيرات الاقتصادية بأداء السوق المالية الروسية

### 1) علاقة النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية الروسية:

معرفة علاقة تطور النمو الاقتصادي بأداء السوق المالية في روسيا نتابع تطور نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الروسية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور النمو الاقتصادي الممثل بالناتج المحلي الإجمالي في روسيا وتطور أداء السوق المالية خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (37): تطور النمو الاقتصادي بروسيا وأداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017 (%).



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI.

نما الاقتصاد الروسي بوتيرة حسنة خلال 2010-2012 حيث حقق متوسط نمو قدر بأكثر من 4.8 %، ولكنه تباطأ خلال سنة 2013 إلى أقل من 1.8 % بسبب القضايا الهيكلية واستمر في التباطؤ خلال الفترة 2014-2016 ليصل إلى أقل من 2 % بسبب تهاوي أسعار النفط والضغوط والعقوبات المفروضة على

<sup>1</sup> - Y Russ Koesterich, some ingredients are missing for a turnaround in Brazil, Market Realist, Mar 23, 2015, P05.

<https://Marketrealist.Com/2015/03/Brazilian-Government-Debt-Galloped-Years>

روسيا وارتفاع معدل التضخم وهبطت سوق الأسهم وعانى الاقتصاد الروسي من تباطؤ بين 2015 و2016 بانخفاض بنسبه 0.2% خلال سنة 2016.

وبعد الانخفاض الكبير في أداء السوق المالية الذي وصل إلى اقل من -1% تحسن أدائها نسبيا خلال الفترة 2015-2016 بمعدل قدر بأكثر من 27%، وفي سنة 2017 وكما توقع الاقتصاديون ارتفع نمو الناتج المحلي الإجمالي الروسي إلى 1.5%، وحققت السوق المالية اداء ضعيفا خلال نفس السنة.

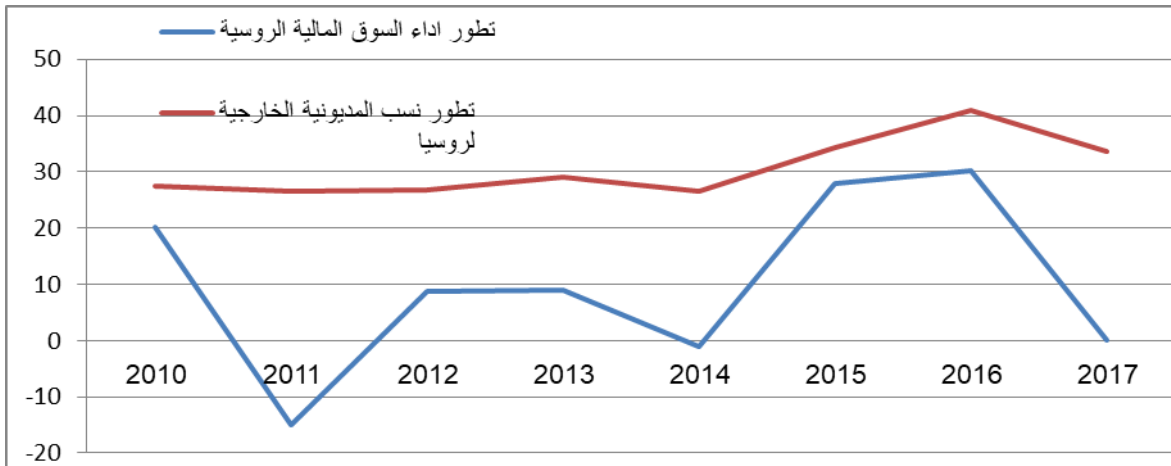
ويساهم كل من القطاع الزراعي بنسبة 4% في الناتج المحلي الإجمالي يليه قطاع الصناعة الذي يساهم بنسبة 32% وقطاع الخدمات بحوالي 63% وتحتاج روسيا إلى زيادة تنوع اقتصادها لإقامة اقتصاد أكثر توازنا، وعلى الرغم من الأهمية المتزايدة للخدمات، فان صادرات النفط تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على باقي القطاعات<sup>1</sup>، حيث يعتبر الاقتصاد الروسي اقتصادا ريعيا إذ يعتمد اعتمادا كبيرا على إيرادات النفط والغاز لدعم الاقتصاد.<sup>2</sup>

## (2) علاقة المديونية الخارجية بأداء السوق المالية بروسيا:

معرفة علاقة تطور نسب المديونية الخارجية من الناتج المحلي الإجمالي لروسيا بأداء السوق المالية فيها تتابع تطور نسب تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الهندية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور المديونية الخارجية نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (38): تطور المديونية الخارجية وأداء السوق المالية في روسيا خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

<sup>1</sup> - Prableen Bajpai, Emerging Markets: The Parts Of Russia's Gdp, December 17, 2017, <https://www.investopedia.com/articles/investing/120615/emerging-markets-analyzing-russias-gdp.asp>

<sup>2</sup> - Daniel J. Graeber Russian Gdp Growth Still Forecast Below 2 Percent, Feb. 2, 2018, Available On: <https://www.upi.com/Russian-Gdp-Growth-Still-Forecast-Below-2-Percent/6811517575490/>

نسبة الدين إلى الناتج المحلي روسيا بالعملة الأجنبية كانت ثاني أعلى نسبة بين الأسواق الناشئة كحصة من الناتج المحلي الإجمالي وبلغت 37 في المائة بعد تركيا الأسواق الناشئة بنسبه 41 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، في حين أن الصين لديها ادبي مستوي بنسبه 10 في المائة، وعلى الرغم من ذلك تعتبر نسبة الدين الإجمالي إلى الناتج المحلي نسبة منخفضة جدا مقارنة بالدول الأخرى وقد كان مسار الدين الروسي في الاتجاه المعاكس للأسواق المتقدمة النمو حيث ان مستوياته انخفضت في الوقت الذي كانت فيه البلدان التي ترتفع مستويات الديون فيها بصفة كبيرة ومستمرة ويرجع الاقتصاديون ذلك إلى زيادة القدرة الإنتاجية لروسيا وارتفاع أسعار النفط.<sup>1</sup>

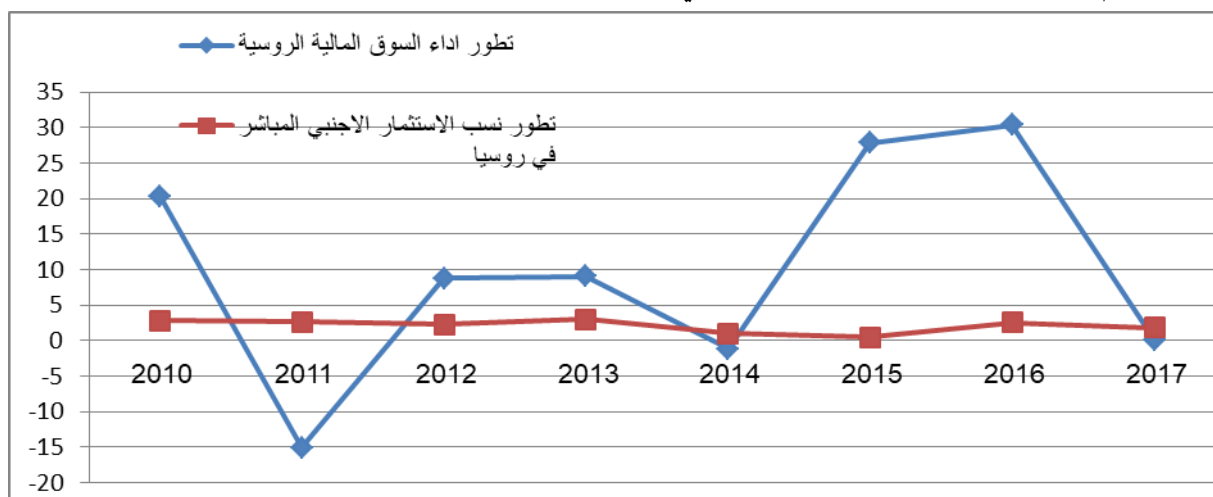
كما نلاحظ أن أداء السوق المالية في روسيا وتطور نسب ديونها يأخذان نفس الاتجاه باستثناء سنتي 2011 و2014، ويعود سبب انخفاض الأداء إلى عدة أسباب منها انعكاسات أزمة الرهن العقاري على الاقتصاديات الأوروبية سنة 2011 وكذا الوضعية الاقتصادية الصعبة التي مر بها الاقتصاد الروسي سنة 2014.

### 3) علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر بأداء السوق المالية في روسيا:

لمعرفة علاقة تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة ومقارنتها مع تطور أداء السوق المالية الروسية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى روسيا نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (39): تطور نسب الاستثمار الأجنبي المباشر وأداء السوق المالية في روسيا للفترة 2010-2017



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

<sup>1</sup> - Anthony Harrington, The Secret Behind Russia's Low Public Debt To Gdp Ratio, May 6, 2011, <http://www.financepractitioner.com/blogs/anthony-harrington/2011/05/06/the-secret-behind-economy-of-russia>

نلاحظ أن نسب مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو الاقتصادي كان اداؤها مرضيا خلال الفترة 2010-2013 بمتوسط قدر بأكثر من 2.7 بالمائة إلا انه بدأ في التناقص تدريجيا خلال الفترة 2014-2016 ليشهد مستويات ضعيفة وصلت الى 0.5 بالمائة سنة 2015.

ويرجع الاقتصاديون تراجع المناخ الاستثماري بشكل واضح نهاية سنة 2013 إلى مشاكل هيكلية والاعتماد الكبير للاقتصاد على الموارد فالانحياز في أسعار البرميل الواحد من النفط في سنة 2014 اثرت على الاقتصاد الروسي بشكل سلبي الأمر الذي أدى إلى خروج المستثمرين الأجانب، كما زادت العقوبات الدولية المفروضة على روسيا من تفاقم اثر انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الروسي وأداء الاستثمار الاجنبي المباشر<sup>1</sup>، وتناقصت سرعة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في روسيا منذ 2014-2016 بسبب التوترات بين روسيا وأوكرانيا والدول الغربية، وفي السنوات الأخيرة، اتخذت روسيا الإصلاحات الاقتصادية، ولكن المشاكل الإدارية والفساد وعدم اليقين بشأن الاستقرار الإقليمي لا تزال تؤثر على التدفقات الاستثمارية بها.<sup>2</sup>

اذن وكما هو الحال بالنسبة للبرازيل تراجع أداء الاستثمار الأجنبي المباشر في روسيا خلال السنوات الأخيرة بصفة كبيرة مع اختلاف أسبابه لكلا الاقتصادين، إلا انه اثر على النمو الاقتصادي وعلى أداء السوق المالية التي شهدت هي الأخرى انخفاضا خلال سنة 2014 لتحسن قليلا خلال سنة 2016.

#### 4) علاقة سعر صرف الروبل الروسي بأداء السوق المالية في روسيا:

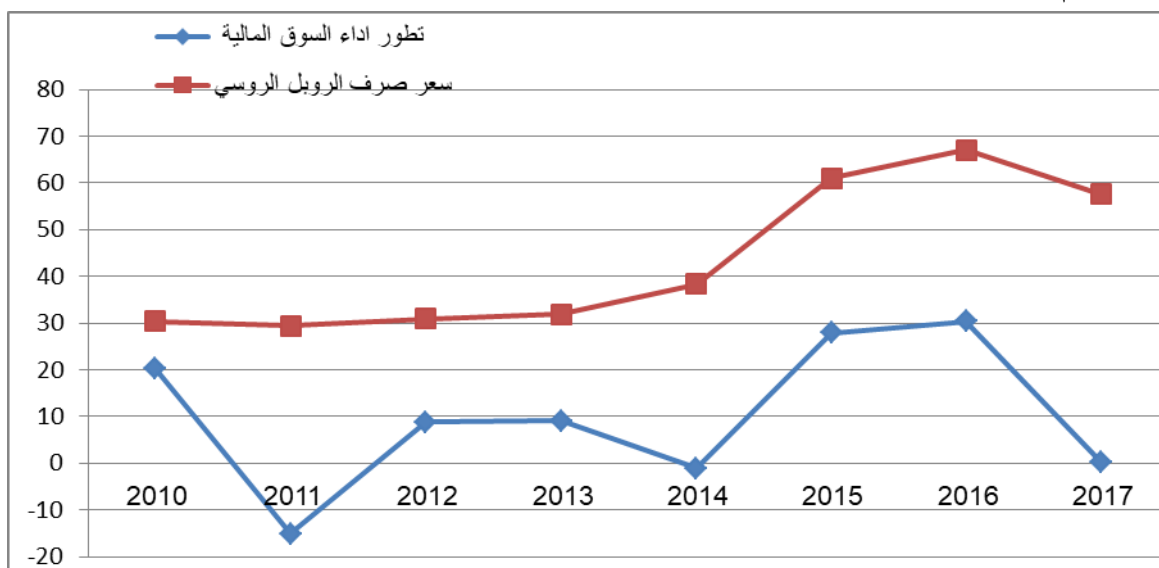
لمعرفة علاقة تطور أسعار صرف الروبل بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور أسعار صرفه خلال فترة الدراسة بالتوازي مع تطور أداء السوق المالية الروسية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور أسعار صرف الروبل الروسي وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

<sup>1</sup> - David Szakonyi, Foreign Direct Investment into Russia Since the Annexation of Crimea, RUSSIAN ANALYTICAL DIGEST No. 205, 12 July 2017, p 0 2.

<sup>2</sup> - <https://en.portal.santandertrade.com/establish-overseas/russia/foreign-investment>

شكل رقم (40): تطور سعر صرف الروبل وتطور أداء السوق المالية الروسية خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI

نلاحظ أن أداء سعر صرف الروبل مرتبط بأداء السوق المالية الروسية حيث أن سعر صرف الروبل أخذ منحاً متزايداً خلال الفترة 2010-2017 باستثناء سنتي 2011 و 2017 وكذلك أداء السوق المالية كان متزايداً على العموم ما عدا سنة 2011 و 2014 و 2017.

تشير الدراسات إلى أن أداء الروبل الروسي تحرك تاريخياً متأثراً بأسعار النفط، في سنة 2014 التي أظهر فيها الاقتصاد الروسي تباطؤاً كبيراً وارتفاعاً في معدل التضخم واعتبر أداء الروبل الروسي الأسوأ بين عملات الأسواق الناشئة.

وخلال سنة 2016 اعتبر أداء الروبل الروسي من بين أفضل الأسواق الناشئة من حيث أداء العملات ومع ذلك انخفض اعتباراً من أفريل 2017 إلى 56.9 روبل لكل دولار أمريكي.<sup>1</sup>

واهم العوامل المؤثرة على أداء أسعار الصرف في روسيا تقلبات الأسواق المالية متأثرة بالتغيرات العالمية وارتباطها بأسعار الفائدة ويعتبر المعدل الأساسي للبنك المركزي الروسي من أعلى المعدلات بالأسواق الناشئة.<sup>2</sup> وبالنظر إلى أداء الاقتصاد الروسي ككل وكما تم التطرق له سابقاً فإنه مرتبط ارتباطاً وثيقاً بأسعار النفط بما في ذلك أداء السوق المالية، كما أن أسعار الصرف ترتبط كذبك بأداء أسعار النفط، وكما يظهر في الشكل فهناك علاقة بين أسعار النفط وأداء السوق المالية.

<sup>1</sup> - Mary Sadler, Can Crude Recovery Get Russia Back On Track?, Market Realist, May 04, 2017, P 04. <https://Marketrealist.Com/2017/05/Russias-Gdp-Is-Back-To-Positive-Territory>

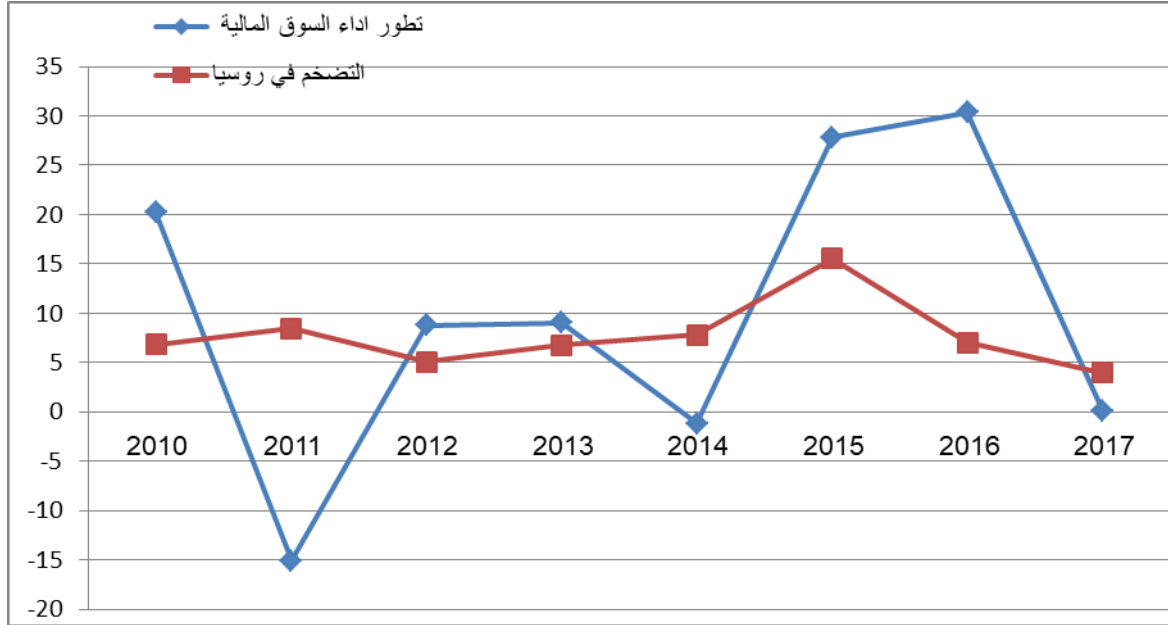
<sup>2</sup> - JACQUES SAPIR, Is the Russian Ruble on the path to overvaluation?, 4 MARS 2017, [HTTPS://RUSSEUROPE.HYPOTHESES.ORG/5779](https://RUSSEUROPE.HYPOTHESES.ORG/5779)

5) علاقة معدل التضخم في روسيا بأداء السوق المالية:

لمعرفة علاقة تطور معدل التضخم في روسيا بأداء السوق المالية فيها نتابع تطور نسب تغير معدلات التضخم خلال فترة الدراسة ومقارنتها مع تطور أداء السوق المالية الروسية في نفس الفترة.

ويمثل الشكل التالي كل من تطور معدل التضخم في روسيا وتطور أداء السوق المالية خلال الفترة 2010-2017.

شكل رقم (41): تطور معدل التضخم وتطور أداء السوق المالية بروسيا خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ومؤشر MSCI.

نلاحظ أن معدل التضخم في روسيا قد تراوح عموماً خلال فترة الدراسة بين 4% و 8.4% باستثناء سنة 2015 التي تجاوز فيها 15.5%، وإذا استثنينا سنة 2015 فقد كان متوسط معدل التضخم عند حوالي 6.5%، كما يلاحظ أنّ سنة 2017 سجلت أدنى معدل للتضخم بحوالي 4%.

بدأت المخاوف من التضخم الجامح في روسيا ظهرت كرد فعل على الوضعية الاقتصادية السيئة ابتداء من 2014، فقد استقر التضخم في روسيا في نهاية مايو السنوي بمعدل 7.3%، وفي ديسمبر 2014 ظل انخفاض حاد في قيمة الروبل وارتفع معدل التضخم، وارتفعت أسعار المستهلك في 2015 لتحقيق أعلى مستوى له منذ 2003 باستثناء سنة 2008 وتبين الإحصاءات انه على مدى السنوات الثماني الماضية ومنذ 2008 تضاعفت الأسعار وكان ربع هذه الزيادة في سنتي 2014 و 2015، عندما شهد الاقتصاد صدمات تضخمية متعددة بسبب انخفاض أسعار النفط فضلاً عن حظر الحكومة استيراد فحجات معينه من المنتجات الغذائية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - Dmitry Dokuchaev, What's happening to the inflation rate in Russia?, Jul 14, 2016.

<http://www.russia-direct.org/analysis/whats-happening-inflation-rate-russia>

خلال سنة 2017 انخفض معدل التضخم في روسيا بشكل حاد بسبب ارتفاع سعر صرف العملة الروسية الروبل حيث ساعد تقدير الروبل المنخفض على هبوط حاد لمعدل التضخم.<sup>1</sup>

إذا فقد انعكس تباطؤ أداء الاقتصاد الروسي على أداء السوق المالية حيث انخفض أدائها إلى أقل من 1- % وارتفاع في معدلات التضخم خلال نفس الفترة، كما أننا لاحظنا انخفاض في معدل التضخم خلال سنة 2016 إلى 7% وهو رقم كبير بالنسبة لمعدلات التضخم لكن عندما يتعلق الأمر بالاقتصاد الروسي يعتبر إنجازا بالنسبة لحكومتها، كما لاحظنا بالنسبة لسنة 2016 تحسنا في أداء السوق المالية.

وبالتالي بالنظر إلى البيانات التاريخية لمتغيرات الاقتصاد الكلي وكذا أداء السوق المالية لاحظنا ان اتجاهات النمو بها ليس مرتبطة فيما بينها في معظم الاسواق فقد اختلفت باختلاف السوق نفسها فمثلا بالنسبة لمعدلات النمو احيانا يكون لها أثر واضح على أداء السوق في حين نلاحظ في بيانات اخرى انه ليس للنمو الاقتصادي واداء السوق علاقة واضحة في فترات مختلفة.

<sup>1</sup> - Mary Sadler, Can Crude Recovery Get Russia Back On Track?, Market Realist, May 04, 2017, P 03.

### خلاصة الفصل:

بالنظر إلى الأداء الاقتصادي لاقتصاديات الأسواق المالية الناشئة من خلال عرض مجموعة من المؤشرات الاقتصادية توصلت الدراسة إلى انه هناك تباين واختلاف في الوضعية الاقتصادية لهذه الأسواق، كما لاحظنا انه هناك انقلاب لموازن القوى على مستوى هذه الاقتصاديات، حيث لاحظنا تباطؤ الاقتصاد الصيني من حيث الأداء في حين الاقتصاد الهندي حافظ على خطى ثابتة ومستقرة إلى غاية تفوقه سنة 2017 على الاقتصاد الصيني في حين تشهد بقية الاقتصاديات قيد الدراسة أداء متذبذبا بسبب مجموعة من القضايا والعراقيل التي حالت دون استقرار النمو بها.

كما أن مساهمتها في القطاع الحقيقي العالمي تبدو جليا من خلال نصيبها من مجمل الصادرات العالمية وكذا مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي العالمي.

وأشارت مختلف توقعات النمو الخاصة بهذه الاقتصاديات إلى تراجع نموها خلال السنوات القادمة وخاصة الاقتصاد الصيني وبدرجة اقل الاقتصاد الهندي إلا أن هذه التوقعات تحسنت بمجرد تعافي هذه الاقتصاديات وتحقيق معظمها معدلات نمو ايجابية خلال سنة 2017، وباعتبار الاقتصاد الصيني هو أقوى اقتصاد في مجموعة الأسواق الناشئة فان تباطؤ هذا الاقتصاد يعتبر من أهم التحديات التي تواجهها.

وبالنظر إلى مختلف البيانات التاريخية لكل من أداء الأسواق المالية وأداء أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية للفترة 2010-2017 لاحظنا انه ليس بالضرورة أن يتبع نفس اتجاهات النمو، حيث تختلف مدى استجابة المتغيرين لبعضهما بطبيعة الاقتصاد نفسه.

## الفصل الرابع

محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية  
الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن.

### تمهيد الفصل:

من أجل معرفة مدى فعالية الأسواق المالية الناشئة في جذب الاستثمار أي مدى قدرتها على تعظيم عوائد الاستثمار بها ولتدعيم دراستنا أكثر استعنا في هذا الفصل بدراسة قياسية لإحدى أهم الأسواق المالية الناشئة وهي السوق الصينية من خلال كل من سوق شنغهاي وتشنزن. اعتمدنا في دراستنا هذه على نموذج خطي متعدد يدرس أثر أهم متغيرات الاقتصاد الكلي كمتغيرات مستقلة والمتمثلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، أسعار الصرف، معدلات التضخم وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على المتغير التابع المتمثل في عوائد كل من سوق شنغهاي وسوق تشنزن في دراستين منفصلتين تهتم الأولى بتحديد محددات العوائد بسوق شنغهاي في حين عيّنت الأخرى بمحددات العوائد بسوق تشنزن للأوراق المالية الصينية خلال الفترة 2001-2017.

### المبحث الأول: الدراسات السابقة المعتمدة في اختيار النموذج القياسي

اهتمت الكثير من الدراسات القياسية بالعلاقة بين عوائد السوق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي واعتمدت في ذلك على نماذج مختلفة حسب الغرض من الدراسة والفترة الزمنية وكذا ظروف السوق المالية محل الدراسة، ولتقدير النموذج القياسي المتعلق بالعلاقة بين عوائد السوق المالية في الصين ومتغيرات الاقتصاد الكلي استعنا بمجموعة من الدراسات أهمها:

- NADEEM SOHAIL and ZAKIR HUSSAIN, "Long-Run and Short-Run Relationship between Macroeconomic variables and Stock prices in Pakistan, The Case of Lahore Stock Exchange", Pakistan Economic and Social Review, Volume 47, No. 2 (Winter 2009).

بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين خمسة من متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم، وهذا في الأجل طويل وقصير المدى في بورصة لاهور بباكستان وهي إحدى الأسواق الناشئة، توصلت الدراسة إلى النموذج القياسي التالي:

$$LLSE25 = \beta_1 L CPI + \beta_2 LIP + \beta_3 LREER + \beta_4 L M_2 + \beta_5 LTTBR + \varepsilon_t$$

وقد بينت الدراسة إلى أن السلسلة المستخدمة في هذا التحليل غير ثابتة على المستويات ولكن ثابتة في أول فرق.

كما وجدت الدراسة أن العلاقة طويلة المدى قوية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المدروسة ومؤشر LSE 25، حيث كان للتضخم أثر سالب على أسعار الأسهم، في حين كان لمتغيرات مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الصرف، عرض النقود أثر إيجابي على عوائد الأسهم، لكن أظهر سعر سندات الخزانة تأثيراً إيجابياً ضئيلاً لمدة ثلاثة أشهر.

- Joseph Tagne Talla, "Impact of Macroeconomic Variables on the Stock Market Prices of the Stockholm Stock Exchange (OMXS30)", JÖNKÖPING International Business School JÖNKÖPING UNIVERSITY, Sweden.

تناولت الدراسة تأثير بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم في بورصة ستوكهولم (OMXS30). وقد تم تقدير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع باستخدام نموذج خطي متعدد خلال الفترة 1993-2012.

تم تقدير النموذج كالتالي:

$$Dlog(OMXS30)_t = \alpha_1 + \beta_1 Dlog(CPI)_t + \beta_2 Dlog(MS)_t + \beta_3 Dlog(ER)_t + \beta_4 Dlog(IR)_t + \varepsilon_{it}$$

وبالتركيز على معاملات الانحدار المقدرة وإحصاءات  $t$  وجدت الدراسة أن التضخم وسعر الصرف لهما تأثير سلبي كبير على أسعار الأسهم، كما يرتبط أيضا سعر الفائدة ارتباطا سلبيا بالتغير في أسعار الأسهم ولكن ليس لسعر الفائدة أهمية في النموذج.

من ناحية أخرى، يرتبط عرض النقود بشكل إيجابي بأسعار الأسهم وهذا على الرغم من عدم أهميته الكبيرة.

- POOJA SINGH, "An Empirical Relationship between selected Indian Stock Market Indices and Macroeconomic Indicators", International Journal of Research in Business Management, Faculty of Commerce, Banaras Hindu University, Varanasi, Uttar Pradesh, India, Vol. 2, Issue 9, Sep 2014

تطرق هذه الدراسة إلى العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأوراق المالية الهندية، حيث تم تطبيق ارتباط بيرسون والانحدار التدريجي متعدد المتغيرات لتحليل أثر الاقتصاد الكلي على أداء البورصة.

تضمنت الدراسة المتغير المستقل المتمثل في متوسط سعر الإغلاق الشهري لبورصتي BSE 100 و CNX 100، والمتغيرات المفسرة وهي مؤشر الإنتاج الصناعي (IIP)، مؤشر أسعار الجملة (WPI)، عرض النقود (M3)، أسعار الفائدة (IR)، العجز التجاري (TD)، الاستثمار الأجنبي (FII)، سعر الصرف (ER)، سعر النفط الخام (CP) وسعر الذهب (GP)، وشملت فترة الدراسة من يناير 2011 إلى ديسمبر 2012.

أظهرت النتائج تأثيرا كبيرا لمتغيرات الاقتصاد الكلي على سوق الأسهم الهندي، كما تم صياغة النموذج في البورصتين على النحو الموالي:

$$BSE100 = \alpha_0 + \beta_1 IIP + \beta_2 WPI + \beta_3 M3 + \beta_4 IR + \beta_5 TD + \beta_6 FII + \beta_7 ER + \beta_8 CP + \beta_9 GP + \epsilon$$

$$CNX100 = \alpha_0 + \beta_1 IIP + \beta_2 WPI + \beta_3 M3 + \beta_4 IR + \beta_5 TD + \beta_6 FII + \beta_7 ER + \beta_8 CP + \beta_9 GP + \epsilon$$

- Hosseini Mehdi , Ahmad Zamri, & Lai Yew Wah, "The role of macroeconomic variables on stock market index in China and India", International Journal of Economics and Finance Vol. 3, No. 6; Canadian Center of Science and Education (CCSE), November 2011.

اهتمت الدراسة بالبحث في العلاقة بين مؤشرات سوق الأوراق المالية و متغيرات الاقتصاد الكلي الأربعة وهي:

أسعار النفط الخام (COP)، عرض النقود (M2)، الإنتاج الصناعي (IP) ومعدل التضخم (IR) في كل من الصين والهند.

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنغزين

الفترة الزمنية في هذه الدراسة كانت بين يناير 1999 إلى يناير 2009. استخدمت الدراسة جذر وحدة Dickey-Fuller

بينت الدراسة أن السلسلة الأساسية غير ثابتة على المستوى ولكنها ثابتة في الاختلاف الأول، كما أثبتت الدراسة وجود علاقة ارتباط طويلة وقصيرة المدى بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق الأوراق المالية في كل من بورصة شنغهاي بالصين SSE وبورصة بومباي بالهند BSE، وهذا ما يتضح من خلال النموذجين اللذين وصلت لهما الدراسة:

$$SSE = 84.45 + 0.028COP + 0.701M2 - 17.74IP + 0.139 IR$$
$$BSE = 87.72 - 3.54 COP - 22.53 M2 + 52.51 IP + 0.32 IR$$

المبحث الثاني: أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على تطور عوائد السوق المالية الصينية (بورصة شنغهاي).

ولغرض التوصل إلى نتائج أدق حول أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء العوائد بسوق شنغهاي الصينية استعنا إلى جانب الدراسة النظرية بدراسة قياسية تم من خلالها استخدام نموذج خطي متعدد.

1. البيانات والطريقة: انطلاقاً من النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، تم صياغة علاقة خطية بين العائد المالي للسوق الصينية لمؤشر شنغهاي المركب والمتغيرات المفسرة له، حيث تكون معادلة العائد على النحو التالي:

$$R = \beta_1 a_1 + \beta_2 a_2 + \beta_3 a_3 + \beta_4 a_4 + \beta_5 a_5 + \beta_6 a_6 + \beta_7 a_7 + \beta_8 a_8 + \beta_9 a_9 + \beta_{10} a_{10} + C$$

تمثل المتغيرات  $a_1, a_2, \beta_3, a_4, a_5, a_6, a_7, a_8, a_9, a_{10}$  متغيرات الاقتصاد الكلي المحتمل أن تؤثر في العائد  $R$  وهذا انطلاقاً من التحليل الاقتصادي الذي يدرس محددات العائد في السوق المالية.

وتمثل  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}$  معاملات النموذج المقدر.  $C$ : يمثل الثابت الناتج عن المتغيرات غير المدرجة.

وللتوضيح أكثر سوف نستخدم الرموز التالية:

الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

جدول رقم (18): المتغيرات والرموز المستخدمة في الدراسة القياسية (بورصة شنغهاي)

المتغير	نوع المتغير	الوحدة	الترميز
عوائد مؤشر بورصة شنغهاي للأوراق المالية Shanghai composite index returns	متغير تابع	نسبة مئوية (%)	R
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي Growth of Gross Domestic Product	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	GDP
مؤشر أسعار الاستهلاك Consumer Price Index	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	CPI
أسعار صرف الرنمينبي بالدولار الأمريكي Exchange rate USD/CNY	متغير مستقل	1RMN=? USD	EXR
صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة نسبة من الناتج المحلي الإجمالي Foreign Direct Investment/GDP(%)	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	FDI
نسبة الدين الخارجي من الناتج المحلي الإجمالي External Debt/GDP(%)	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	EXD
سعر الفائدة الحقيقي	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	IR
نسبة إجمالي الاستهلاك من م إ	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	C01
نسبة عرض النقود من م إ	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	M
مؤشر أسعار الانتاج	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	PPI
نسبة إجمالي الادخار من م إ	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	S

المصدر: من إعداد الطالبة.

البيانات المستخدمة مأخوذة من موقع البنك الدولي للفترة 2001-2017 لأغلب المتغيرات، باستثناء بيانات العوائد الخاصة بمؤشر شنغهاي المركب فمأخوذة من موقع الأسواق (<http://www.1stock1.com>) وبيانات مؤشر أسعار الانتاج مأخوذة من موقع <https://www.arabictrader.com>

البيانات المتعلقة بجميع المتغيرات أخذت على أساس سنوي، وحدة العملة دولار أمريكي ويتألف التحليل مبدئياً من عشرة متغيرات مستقلة ومتغير واحد تابع للفترة 2001-2017.

## 2. أفضل تقدير للنموذج الخطي:

نلاحظ أنه في حالة إدخال كل المتغيرات السابقة فإننا نجد أن كل المتغيرات ليس لها معنوية إحصائية ( $prob > 0.05$ ) كما أن إشاراتها لا تتفق كلها مع النظرية الاقتصادية.

وعليه سوف نقوم بمحاولة إيجاد أفضل تقدير للنموذج من خلال الحذف والإضافة بالتوالي

(المحاولات موضحة في الملاحق)

من خلال المحاولات السابقة يتضح أن أفضل نموذج هو الذي يحتوي على المتغيرات:

$$EXD, FDI, EXR, CPI, GDP$$

وهذا لأن مستوى المعنوية الإحصائية مقبول ( $Prob < 0.05$ ) كما أن إشاراتها تتفق مع النظرية الاقتصادية، وعليه فإن أفضل تقدير للنموذج يكون كما يلي:

$$R = B_{(1)} * GDP + B_{(2)} * EXD + B_{(3)} * FDI + B_{(4)} * EXR + B_{(5)} * CPI + C$$

بعد إدخال جميع المتغيرات المستخدمة في تقدير النموذج الخطي في البرنامج الإحصائي وبعد حذف المتغيرات التي ليس لها معنوية إحصائية أو إشاراتها لا تتفق مع النظرية الاقتصادية تم الحصول على أفضل تقدير كما هو موضح في ما يلي:

Estimation Command: LS R GDP EXD FDI EXR CPI C

Estimation Equation:

$$R = C(1)*GDP + C(2)*EXD + C(3)*FDI + C(4)*EXR + C(5)*CPI + C(6)$$

Substituted Coefficients:

$$R = 44.313 * GDP + 8.300 * EXD - 50.298 * FDI - 29.338 * EXR - 15.761 * CPI - 93.748$$

$$\text{t-Statistic: } (6.106) \quad (2.210) \quad (-3.103) \quad (-2.590) \quad (-3.628)$$

$$R^2 = 0.812 \quad \bar{R}^2 = 0.727 \quad D.W = 2.52 \quad F = 9.537 \quad n = 17$$

R: معامل التحديد،  $\bar{R}^2$ : معامل التحديد المعدل، n: عدد المشاهدات،

D.W: إحصائية Durbin-Watson، F: إحصائية فيشر.

### 3. الدراسة الاقتصادية والإحصائية والقياسية للنموذج المقدر:

لمعرفة مدى صلاحية النموذج المقدر والمتعلق بأهم محددات العوائد في السوق المالية الصينية يجب معرفة مدى صلاحيته من منطلق النظرية الاقتصادية كما يجب القيام بمجموعة من الاختبارات المتعلقة بصلاحيته من الناحية الإحصائية والقياسية.

#### أ- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: من خلال النموذج السابق لدينا:

- معلمة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP): نلاحظ أن إشارتها في النموذج موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين المتغير التابع المتمثل في نسبة عوائد السوق المالية الصينية (R) والمتغير المفسر (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي)، بحيث إذا حدث تغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% فإن هذا يؤدي إلى تغير في نسبة عوائد السوق المالية بنسبة 44.31%، حيث أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي في الصين يعتبر محفزاً للمستثمرين ويمثل عنصراً مهماً في تحديد قرارات الاستثمار في البورصة لأن المستثمرين يبنون توقعات إيجابية انطلاقاً من المعدلات الكبيرة التي يحققها الاقتصاد، وهذه النتيجة تتفق مع منطلق النظرية الاقتصادية، إذا معلمة ( $b_1$ ) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة إجمالي الديون الخارجية (EXD): إشارتها موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين نسبة الديون الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي والمتغير التابع نسبة عوائد السوق المالية الصينية (R)، ويفسر ذلك بأن هذه الديون قابلة للسداد ولم تصل بعد إلى مؤشرات الإنذار، علاوة على أنها تستخدم بشكل كفاء وتغزز من النمو الاقتصادي؛ كلها عوامل تولد تفاعلاً لدى مستثمري السوق المالية وبذلك تنعكس إيجاباً على أداء السوق المالية أيضاً، فإذا حدث تغير في نسبة الديون الخارجية بنسبة 1% فإن هذا يؤدي إلى تغير في نسبة عوائد السوق المالية الصينية بنسبة 8.3%، إذا معلمة ( $b_2$ ) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة (FDI): نلاحظ أن إشارتها سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين عوائد السوق المالية الصينية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن الصين تعتبر رائدة في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر والذي يعتبره المستثمرون بديلاً آمناً عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الصين، وهذا ما يفسره ارتباطه السلبي بأداء السوق المالية، وهذا يعني أنه إذا تغيرت نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% فإن هذا سيؤدي إلى التغير العكسي في عوائد الاستثمار ببورصة شنغهاي الصينية بنسبة - 50.29%، إذا معلمة ( $b_3$ ) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة أسعار الصرف (EXR): نلاحظ أن إشارتها سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين عوائد السوق المالية الصينية كمتغير تابع وسعر الصرف كمتغير مستقل، حيث أن انخفاض أسعار الصرف يرفع من صادرات الشركات المحلية وتدفقاتها النقدية في المستقبل ونتيجة لذلك سترتفع أسعار الأوراق المالية بالأسواق،

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

أي أن التغير في أسعار الصرف بنسبة 1% يؤدي إلى التغير العكسي في عوائد الاستثمار ببورصة شنغهاي الصينية بنسبة -29.33%، إذا معلمة ( $b_4$ ) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI): إشارتها سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين عوائد السوق المالية والمتغير المفسر معدل التضخم حيث يؤثر ارتفاع معدلات التضخم سلبا على العوائد كونه يؤدي إلى تآكل عوائد المستثمرين الحاليين كما أنها تؤثر أيضا على قرارات المستثمرين حول إمكانية التحوط اتجاه معدلات التضخم حيث أنه إذا تغير معدل التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى التغير العكسي في عوائد الاستثمار ببورصة شنغهاي الصينية بحوالي -15.76%، إذا معلمة ( $b_5$ ) لها معنوية اقتصادية.

### ب- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

▪ اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج: تستخدم إحصائية ستودنت T لتقييم معنوية معالم النموذج، ومن ثم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع باختبار الفرضيات الخاصة بالمعلمات المقدرة كالتالي:

$$H_0 : b_0=b_1=\dots=b_3=0 \quad \text{فرضية العدم :}$$

$$H_1 : b_0 \neq b_1 \neq \dots \neq b_3 \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة:}$$

يمكن توضيح نتائج اختبار ستودنت (Student) للنموذج من خلال الجدول الموالي الذي يبين القيم المحسوبة  $T_{cal}$  للمعلمات المقدرة و القيم الجدولة  $T_{tab}$  وأدنى احتمال الخطأ (prob) وذلك عند مستوى معنوية 5%، القيمة الجدولة  $T_{tab}$  نستخرجها من جدول ستودنت عند معنوية 5% و بدرجة حرية  $df$ . حيث أن :

$$df = (n-k) = 12 \quad \text{، } n: \text{ عدد المشاهدات ، } K: \text{ عدد المتغيرات المقدرة ، ومنه } df = (17-5) = 12$$

$$t_{n-k}^a = t_{12}^{0.05} = 1.782 \quad \text{أي أن}$$

جدول رقم (19): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر (بورصة شنغهاي)

المقدرات	المعلمات	القيمة المحسوبة $T_{cal}$	القيمة الجدولية $T_{tab}$	مستوى معنوية prob
GDP	$b_1$	6.106622	1.782	0.0001
EXD	$b_2$	2.210075	1.782	0.0492
FDI	$b_3$	-3.103937	1.782	0.0100
EXR	$b_4$	-2.590638	1.782	0.0251
CPI	$b_3$	-3.628454	1.782	0.0040
C الثابت	$b_0$	-0.981201	1.782	0.3476

المصدر: من إعداد الطالبة.

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزين

من خلال إحصائية ستودنت يلاحظ أن معاملات المتغيرات لها معنوية إحصائية، حيث أن القيمة الجدولية  $T_{tab}$  أقل من المحسوبة  $T_{cal}$  عند مستوى معنوية 5%، بحيث:

$$T_{tab} = T_{n-k}^a = T_{(17-5)}^{0.05} = T_{12}^{0.05} = 1.782$$

إذن سنرفض فرضية العدم و نقبل بالفرضية البديلة.

▪ اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نستخدم اختبار فيشر ومعامل التحديد  $R^2$

– اختبار فيشر:

نلاحظ من إحصائية فيشر ان القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  و التي تساوي  $F_{cal}=9.537$  أكبر من القيمة

$$F_{tab} \text{ الجدولية التي تساوي } F_{n-k-1}^k = F_{17-5-1}^5 = F_{11}^5 = 3.204$$

و عليه سنرفض فرضية العدم، مما يدل على وجود علاقة معنوية بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة، إذن النموذج ككل له معنوية إحصائية.

– معامل التحديد  $R^2$  :

إن القيمة المتحصل عليها لمعامل التحديد  $R^2=0.812$  وهذا يعني أن الناتج المحلي الإجمالي (GDP) والديون الخارجية (EXD) والاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) وسعر الصرف (EXR) ومؤشر أسعار الاستهلاك (CPI) تتحكم بأكثر من 81% من التغيرات التي تحدث في العائد (R)، أما النسبة الباقية 18.8% فتفسرها المتغيرات الأخرى غير المدرجة في النموذج.

▪ دراسة مدى استقرارية النموذج :

النموذج الخطي المقدر لا يمكن اعتباره نموذج قياسي صالح للاستعمال ما لم نتأكد من صلاحيته على طول فترة الدراسة (2001-2017)، ولهذا يجب إجراء اختبار آخر هو اختبار Chow لمعرفة مدى استقرارية معاملات النموذج، وهذا الاختبار يساعد على الكشف عن نقطة الانعطاف إن وجدت وهي نقطة زمنية حدثت فيها تغيرات اقتصادية مؤثرة أو سياسية أو اجتماعية، وبسبب الأزمة العالمية سنة 2008 وتداعياتها على الاقتصاد الصيني يمكن أن نفترض وجود نقطة انعطاف للنموذج المتحصل عليه سنة 2008. ويتم هذا الاختبار بمقارنة قيمة F المحسوبة التي نتحصل عليها من اختبار Chow مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية  $n-2k$  و k للسط والمقام على التوالي عند مستوى معنوية 5% ، وذلك كما يلي:

قيمة F المحسوبة تساوي  $F_{cal}=1.239$  عند نقطة الانعطاف المفترضة لسنة 2008 أقل من قيمتها

$$F_{n-2k}^k = F_{17-2(5)}^5 = F_7^5 = 3.972$$

إذن نقبل فرضية العدم و نرفض الفرضية البديلة أي أن النموذج مستقر إلى غاية سنة 2008 وبالتالي سنة 2008 لا تعتبر نقطة انعطاف بالنسبة للنموذج.

### ج- اختبار النموذج من الناحية القياسية:

بعد التأكد من صلاحية النموذج من الناحية الاقتصادية والإحصائية نختبره من الناحية القياسية من خلال اختبار عدم تجانس التباين واختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر بالإضافة إلى اختبار ديرين واتسون.

▪ **اختبار عدم تجانس التباين:** من بين افتراضات نموذج الانحدار الخطي هو ثبات حد الخطأ، ويترتب على إسقاط هذا الافتراض، حدوث مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ أي أن حدود الأخطاء ليس لها نفس التباين، سيتم اعتماد اختبار "وايت" white للكشف عن ما إذا كان هناك عدم التجانس بين الخطأ أم لا، وللقيام باختبار white نقوم بما يلي:

• تقدير  $(obs * R^2)$ : حيث أن obs تمثل حجم العينة و  $R^2$  يمثل معامل التحديد.

• نقوم باختبار فرض العدم:  $H_0 : b_1=b_2=b_3=...=0$

و ذلك بمقارنة قيمة  $(obs * R^2)$  مع  $\chi^2$  (كاي مربع) عند معنوية 5% ودرجة حرية تساوي عدد المعلمات الانحدارية فإذا كانت  $(obs * R^2)$  أكبر من  $\chi^2$  فإننا نرفض فرضية العدم أي انه توجد مشكلة عدم تجانس التباين وإذا كان العكس فنقبل  $H_1$  أي لا توجد مشكلة تجانس التباين، ونستخدم في ذلك اختبار White .

نقوم بحساب إحصائية white عند مستوى معنوية معين 5% ودرجة حرية تساوي  $k=5$  والتي تعطى بالعلاقة التالية :

$$\chi_k^2 0.05 = \chi_{5,0.05}^2 = 11.07$$

ومن نتائج اختبار White لدينا  $Obs * R^2 = 8.87$  وهي أقل من إحصائية كاي مربع إذن نقبل بفرضية العدم، وهذا يعني ثبات تباين حد الخطأ.

▪ **اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر (Jarque-Bera):** بالاستعانة بالبرنامج الاحصائي E-views-10 نحصل على نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي هذا النموذج المقدر.

من أجل اختبار فرضية العدم نقوم بمقارنة إحصائية "جاك-بيرا" بقيمة إحصائية كاي مربع، حيث لدينا قيمة كاي مربع تساوي  $\chi_k^2 0.05 = \chi_5^2 0.05 = 11.07$  وهي أكبر من إحصائية جارك بيرا  $Jarque-bera=0.214$ ، لذلك فإننا نقبل بفرضية العدم والتي مفادها التوزيع الطبيعي للبواقي عند مستوى معنوية 5%.

**اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:** يفترض اختبار " ديرين واتسون" (Test de Durbin-Waston) وجود فرضيتين أساسيتين هما:

فرضية العدم : وتنص على انعدام الارتباط الذاتي:  $H_0: p = 0$

الفرضية البديلة : وتنص على وجود الارتباط الذاتي:  $H_1: p \neq 0$

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

ويختبر وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى باستخدام جدول إحصائية ديربن-واتسون عند مستوى معنوية 5% لعدد  $n$  مشاهدات و  $k$  متغيرات مفسرة (باستثناء الثابت)، فإذا كانت القيمة  $D.W$  المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية ( $d_L$  الحد الأدنى) نقبل فرض وجود ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى، ويرفض الفرض في حالة ( $D.W < d_U$  الحد الأعلى)، ويكون الاختبار غير محدد في حالة إذا كانت قيمة ديربن واتسون بين  $d_U$  و  $d_L$ .

ومن خلال هذا الاختبار نقارن بين  $D.W_{cal}$  المحسوبة التي تساوي  $D.W_{cal}=2.52$  و بين إحصائية  $D.W_{tab}$  الجدولية عند  $n=17$  (عدد المشاهدات) و  $k=5$  (عدد المتغيرات المقدره باستثناء الثابت) ومنه نجد:  $d_L=0.67$  و  $d_U=2.10$  حيث نلاحظ أن  $D.W_{cal} > d_U$ ، أي أنها تقع ضمن منطقة عدم وجود ارتباط ذاتي وبالتالي النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء. وهذا ما يؤكد أيضا اختبار LM حيث نجد أن  $\text{Prob } F(2,9)=0.4944 > 0.05$  إذن نقبل فرضية العدم، أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

المبحث الثالث: أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على تطور عوائد السوق المالية الصينية (بورصة تشنزن Shenzhen):

لغرض التوصل إلى أدق النتائج حول اثر متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء العوائد بالصين ندرس أيضا هذا الأثر في سوق تشنزن Shenzhen الصينية من خلال استخدام نفس متغيرات النموذج الخطي المتعدد مع تغيير المتغير التابع المتمثل في العائد حيث نستبدل عائد سوق شنغهاي بعائد سوق تشنزن.

1. البيانات والطريقة: انطلاقا من النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، تم صياغة علاقة خطية

بين العائد المالي للسوق الصينية لمؤشر تشنزن المركب والمتغيرات المفسرة له، حيث تكون معادلة العائد

على النحو التالي:

$$R = \beta_1 a_1 + \beta_2 a_2 + \beta_3 a_3 + \beta_4 a_4 + \beta_5 a_5 + \beta_6 a_6 + \beta_7 a_7 + \beta_8 a_8 + \beta_9 a_9 + \beta_{10} a_{10} + C$$

تمثل المتغيرات  $a_1, a_2, \beta_3, a_4, a_5, a_6, a_7, a_8, a_9, a_{10}$  متغيرات الاقتصاد الكلي المحتمل أن تؤثر في العائد  $R$  وهذا انطلاقا من التحليل الاقتصادي الذي يدرس محددات العائد في السوق المالية.

وتمثل  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}$  معاملات النموذج المقدر.

$C$ : يمثل الثابت الناتج عن المتغيرات غير المدرجة.

وللتوضيح أكثر سوف نستخدم الرموز التالية:

جدول رقم (20): المتغيرات والرموز المستخدمة في الدراسة القياسية (بورصة تشنزن).

المتغير	نوع المتغير	الوحدة	الترميز
عوائد مؤشر بورصة شنغهاي للأوراق المالية Shenzhen composite index returns	متغير تابع	نسبة مئوية (%)	Rchn
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي Growth of Gross Domestic Product	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	GDP
مؤشر أسعار الاستهلاك Consumer Price Index	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	CPI
أسعار صرف الرمينبي بالدولار الأمريكي Exchange rate USD/CNY	متغير مستقل	1RMN=? USD	EXR
صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة نسبة من الناتج المحلي الإجمالي Foreign Direct Investment/GDP(%)	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	FDI
نسبة الدين الخارجي من الناتج المحلي الإجمالي External Debt/GDP(%)	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	EXD
سعر الفائدة الحقيقي	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	IR
نسبة إجمالي الاستهلاك من م ن م إ	متغير مستقل	نسبة مئوية (%)	C01

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

M	نسبة مئوية (%)	متغير مستقل	نسبة عرض النقود من م ن م إ
PPI	نسبة مئوية (%)	متغير مستقل	مؤشر أسعار الانتاج
S	نسبة مئوية (%)	متغير مستقل	نسبة إجمالي الادخار من م ن م إ

المصدر: من إعداد الطالبة.

البيانات المستخدمة مأخوذة من موقع البنك الدولي للفترة 2001-2017 لأغلب المتغيرات، باستثناء بيانات العوائد الخاصة بمؤشر تشنزن المركب فمأخوذة من موقع الأسواق (<http://www.1stock1.com>) وبيانات مؤشر أسعار الانتاج مأخوذة من موقع <https://www.arabictrader.com>

البيانات المتعلقة بجميع المتغيرات أخذت على أساس سنوي، وحدة العملة دولار أمريكي ويتألف التحليل مبدئياً من عشرة متغيرات مستقلة ومتغير واحد تابع للفترة 2001-2017.

### 2. تقدير النموذج الخطي:

نلاحظ أنه في حالة إدخال كل المتغيرات السابقة فإننا نجد أن كل المتغيرات ليس لها معنوية إحصائية ( $prob > 0.05$ ) كما أن اشاراتها لا تتفق مع النظرية الاقتصادية.

وعليه سوف نقوم بمحاولة إيجاد أفضل تقدير للنموذج من خلال الحذف والإضافة بالتوالي

(المحاولات موضحة في الملاحق)

من خلال المحاولات السابقة يتضح أن أفضل نموذج هو الذي يحتوي على المتغيرات:

$$EXD, FDI, EXR, CPI, GDP$$

وهذا لأن مستوى المعنوية الإحصائية مقبول ( $Prob < 0.05$ ) كما أن إشاراتها تتفق مع النظرية

الاقتصادية، وعليه فإن أفضل تقدير للنموذج يكون كما يلي:

$$Rchn = B_{(1)} * GDP + B_{(2)} * EXD + B_{(3)} * FDI + B_{(4)} * EXR + B_{(5)} * CPI + C$$

بعد إدخال جميع المتغيرات المستخدمة في تقدير النموذج الخطي في البرنامج الإحصائي وبعد

حذف المتغيرات التي ليس لها معنوية إحصائية أو إشاراتها لا تتفق مع النظرية الاقتصادية تم الحصول على أفضل تقدير للنموذج.

نلاحظ أن تقدير النموذج الخطي لسوق شنزن يقترب إلى حد كبير من التقدير المتعلق بنموذج

سوق شنغهاي، سواء بالنسبة لمعامل الارتباط أو معاملات المتغيرات المفسرة، لكن نظراً لأن احتمال الخطأ

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

الخاص بمعلمة المديونية (Prob EXD=0.38) أكبر من 0.05، ولغرض تقدير النموذج من الناحية القياسية بشكل أفضل نقوم بتحويل بسيط يتمثل في أخذ قيم متغيرة المديونية بإبطاء سنة واحدة، ويمكن تبرير هذا التحويل البسيط من الناحية الاقتصادية بظهور تأثير مديونية السنة السابقة على العائد للسنة الحالية أكبر منه من تأثير مديونية السنة الحالية. وعليه نتحصل على النموذج التالي:

```
Estimation Command: LS R GDP EXD FDI EXR CPI C
Estimation Equation: R2 = C(1)*GDP + C(2)*EXD + C(3)*FDI + C(4)*EXR + C(5)*CPI +
C(6)
=====
Substituted Coefficients:
=====
R = 61.774*GDP + 10.240*EXD - 67.424*FDI - 59.569*EXR - 18.23*CPI - 0.081
t-Statistic: (11.38) (4.06) (-5.98) (-6.93) (-6.00)
R2=0.939 R2= 0.908 D.W=2.14 F=30.80 n=17
```

R: معامل التحديد،  $\overline{R^2}$ : معامل التحديد المعدل، n: عدد المشاهدات، D.W: إحصائية ديرين واتسون Durbin Watson test، F: إحصائية فيشر.

### 3. الدراسة الاقتصادية والإحصائية والقياسية للنموذج المقدر:

لمعرفة مدى صلاحية النموذج المقدر والمتعلق بأهم محددات العوائد في السوق المالية الصينية (تشنزن) يجب معرفة مدى صلاحيته من منطق النظرية الاقتصادية كما يجب القيام بمجموعة من الاختبارات المتعلقة. بصلاحيته من الناحية الإحصائية والقياسية.

أ- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية: من خلال النموذج السابق نلاحظ ما يلي

- معلمة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP): نلاحظ أن إشارتها في النموذج موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين المتغير التابع المتمثل في نسبة عوائد السوق المالية الصينية (R) والمتغير المفسر (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي)، بحيث إذا حدث تغير في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% فإن هذا يؤدي إلى تغير في نسبة عوائد السوق المالية بنسبة 61.77%، حيث أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي في الصين يعتبر محفزاً للمستثمرين ويمثل عنصراً مهماً في تحديد قرارات الاستثمار في البورصة لأن المستثمرين يبنون توقعات إيجابية انطلاقاً من المعدلات الكبيرة التي يحققها الاقتصاد، وهذه النتيجة تتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، إذا معلمة ( $b_1$ ) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة إجمالي الديون الخارجية (EXD): إشارتها موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين نسبة الديون الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي والمتغير التابع نسبة عوائد السوق المالية الصينية (R)، ويفسر ذلك بأن هذه الديون قابلة للسداد ولم تصل بعد إلى مؤشرات الإنذار، علاوة على أنها تستخدم بشكل كفاء وتعزز من النمو الاقتصادي؛ كلها عوامل تولد تفاعلاً لدى مستثمري السوق المالية وبذلك تنعكس إيجاباً على أداء السوق المالية أيضاً، فإذا حدث تغير في نسبة الديون الخارجية للسنة السابقة بنسبة 1% فإن هذا يؤدي إلى تغير في نسبة عوائد السوق المالية الصينية للسنة الحالية بـ 10.24%، إذا معلمة (b<sub>2</sub>) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة (FDI): نلاحظ أن إشارتها سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين عوائد السوق المالية الصينية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن الصين تعتبر رائدة في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر والذي يعتبره المستثمرون بديلاً آمناً عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الصين، وهذا ما يفسره ارتباطه السلبي بأداء السوق المالية، وهذا يعني أنه إذا تغيرت نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% فإن هذا سيؤدي إلى التغير العكسي في عوائد الاستثمار ببورصة شنغهاي بنسبة - 67.42%، إذا معلمة (b<sub>3</sub>) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة أسعار الصرف (EXR): نلاحظ أن إشارتها سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين عوائد السوق المالية الصينية كمتغير تابع سعر الصرف كمتغير مستقل، حيث أن انخفاض أسعار الصرف يرفع من صادرات الشركات المحلية وتدفقاتها النقدية في المستقبل ونتيجة لذلك سترتفع أسعار الأوراق المالية بالأسواق، أي أن التغير في أسعار الصرف بنسبة 1% يؤدي إلى التغير العكسي في عوائد الاستثمار ببورصة تشنزن الصينية بنسبة - 59.57%، إذا معلمة (b<sub>4</sub>) لها معنوية اقتصادية.

- معلمة مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI): إشارتها سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين عوائد السوق المالية والمتغير المفسر معدل التضخم حيث يؤثر ارتفاع معدلات التضخم سلباً على العوائد كونه يؤدي إلى تآكل عوائد المستثمرين الحاليين كما أنها تؤثر أيضاً على قرارات المستثمرين حول إمكانية التحوط اتجاه معدلات التضخم حيث إذا تغير معدل التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى التغير العكسي في عوائد الاستثمار ببورصة تشنزن الصينية بحوالي: - 18.23%، إذا معلمة (b<sub>5</sub>) لها معنوية اقتصادية.

#### ب- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

■ اختبار المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج: تستخدم إحصائية ستودنت T لتقييم معنوية المعالم، ومن ثم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع باختبار الفرضيات الخاصة بالمعاملات المقدرة كالتالي:

$$H_0 : b_0=b_1=\dots=b_3=0 \quad \text{فرضية العدم :}$$

$$H_1 : b_0 \neq b_1 \neq \dots \neq b_3 \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة:}$$

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

يمكن توضيح نتائج اختبار ستودنت للنموذج من الجدول الموالي الذي نوضح من خلاله القيم المحسوبة  $T_{cal}$  للمعاملات المقدرة و القيم الجدولة  $T_{tab}$  وأدنى احتمال الخطأ (prob) وذلك عند مستوى معنوية 5%، القيمة الجدولة  $T_{tab}$  نستخرجها من جدول ستودنت عند مستوى معنوية 5% و بدرجة حرية  $df$ .

حيث أن:  $df = (n-k)$  ،  $n$ : عدد المشاهدات ،  $K$ : عدد المتغيرات المقدرة ،

$$\text{ومنه } df = (17-5) = 12$$

$$t_{n-k}^a = t_{12}^{0.05} = 1.782 \quad \text{أي أن}$$

جدول رقم (21): نتائج اختبار ستودنت Student للنموذج المقدر (بورصة تشنزن).

المقدرات	المعاملات	القيمة المحسوبة $T_{cal}$	القيمة الجدولية $T_{tab}$	مستوى معنوية prob
<b>GDP</b>	$b_1$	11.38673	1.782	0.0000
<b>EXD</b>	$b_2$	4.066276	1.782	0.0023
<b>FDI</b>	$b_3$	-5.989361	1.782	0.0001
<b>EXR</b>	$b_4$	-6.933049	1.782	0.0000
<b>CPI</b>	$b_3$	-6.006861	1.782	0.0001
<b>C الثابت</b>	$b_0$	-0.001362	1.782	0.9989

المصدر: من اعداد الطالبة.

من خلال إحصائية ستودنت يلاحظ أن معاملات المتغيرات لها معنوية إحصائية، حيث أن القيمة الجدولية  $T_{tab}$  أقل من المحسوبة  $T_{cal}$  عند مستوى معنوية 5%، بحيث:

$$T_{tab} = T_{n-k}^a = T_{(17-5)}^{0.05} = T_{12}^{0.05} = 1.782$$

إذن سنرفض فرضية العدم و نقبل بالفرضية البديلة.

▪ اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نستخدم اختبار فيشر ومعامل التحديد  $R^2$

– اختبار فيشر:

نلاحظ من إحصائية فيشر Fisher ان القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  و التي تساوي  $F_{cal} = 30.80$

$$F_{n-k-1}^k = F_{17-5-1}^5 = F_{11}^5 = 3.204$$

أكبر من القيمة الجدولية  $F_{tab}$  التي تساوي  $F_{11}^5 = 3.204$  و عليه سنرفض فرضية العدم، مما يدل على وجود علاقة معنوية بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة، إذن النموذج ككل له معنوية إحصائية.

– معامل التحديد  $R^2$ :

إن القيمة المتحصل عليها لمعامل التحديد  $R^2 = 0.939$  وهذا يعني أن الناتج المحلي الإجمالي (GDP) والديون الخارجية (EXD) والاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) وسعر الصرف (EXR) ومؤشر أسعار

## الفصل الرابع: محاولة قياس لأثر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية على أداء بورصتي شنغهاي وتشنزن

الاستهلاك (CPI) تتحكم بحوالي 94% من التغيرات التي تحدث في العائد (R)، أما النسبة الباقية 6% فتفسرها المتغيرات الأخرى غير المدرجة في النموذج.

### ■ دراسة مدى استقرارية النموذج :

إن النموذج الخطي المقدر لا يمكن اعتباره نموذج قياسي صالح للاستعمال ما لم نتأكد من مدى صلاحيته على طول فترة الدراسة (2001-2017)، ولهذا يجب إجراء اختبار آخر هو اختبار Chow لمعرفة مدى استقرارية معاملات النموذج ، وهذا الاختبار يساعد على الكشف عن نقطة الانعطاف إن وجدت وهي نقطة زمنية حدثت فيها تغيرات اقتصادية مؤثرة أو سياسية أو اجتماعية، وبسبب الأزمة العالمية سنة 2008 وتداعيتها على الاقتصاد الصيني يمكن أن نفترض وجود نقطة انعطاف للنموذج المتحصل عليه سنة 2008.

ويتم هذا الاختبار بمقارنة قيمة F المحسوبة التي نتحصل عليها من اختبار Chow مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية  $n-2k$  و k للسط والمقام على التوالي عند مستوى معنوية 5% .

نلاحظ ان قيمة F المحسوبة والتي تساوي  $F_{cal}=1.001611$  عند نقطة الانعطاف المفترضة

$$F_{n-2k}^k = F_{17-2(5)}^5 = F_7^5 = 3.972$$

لسنة 2008 أقل من قيمتها الجدولية التي تساوي  $F_7^5=3.972$  إذن نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي أن النموذج مستقر إلى غاية سنة 2008 و بالتالي سنة 2008 لا تعتبر نقطة انعطاف بالنسبة للنموذج.

### ج- اختبار النموذج من الناحية القياسية:

بعد التأكد من صلاحية النموذج من الناحية الاقتصادية والإحصائية نقوم باختبار النموذج من الناحية القياسية من خلال اختبار عدم تجانس التباين واختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر بالإضافة إلى اختبار ديربن واتسون.

### ■ اختبار عدم تجانس التباين:

من بين افتراضات نموذج الانحدار الخطي ثبات حد الخطأ، و يترتب على إسقاط هذا الافتراض، حدوث مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ أي أن حدود الأخطاء ليس لها نفس التباين، سيتم اعتماد اختبار "وايت" white للكشف عن ما إذا كان هناك عدم التجانس بين الخطأ أم لا، وللقيام باختبار white نقوم بما يلي:

• تقدير  $(obs * R^2)$  : حيث أن obs تمثل حجم العينة و  $R^2$  يمثل معامل التحديد.

• نقوم باختبار فرض العدم:  $H_0 : b_1=b_2=b_3=...=0$

و ذلك بمقارنة قيمة  $(obs * R^2)$  مع  $x^2$  (كاي مربع) عند معنوية 5% ودرجة حرية تساوي

عدد المعلمات الانحدارية فإذا كانت  $(obs * R^2)$  أكبر من  $x^2$  فإننا نرفض فرضية العدم أي انه توجد

مشكلة عدم تجانس التباين و إذا كان العكس فنقبل  $H_1$  أي لا توجد مشكلة تجانس التباين، ولذلك نستخدم اختبار White .

نقوم بحساب إحصائية white عند مستوى معنوية معين 5% ودرجة حرية تساوي  $k=5$  وتعطى بالعلاقة التالية :

$$x_{k,0.05}^2 = x_{5,0.05}^2 = 11.07$$

لدينا  $Obs * R^2 = 2.96$ : وهي أقل من إحصائية كاي مربع إذن نقبل بفرضية العدم، وهذا يعني ثبات تباين حد الخطأ.

#### ▪ اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر (Jarque-Bera):

بالاستعانة ببرنامج E-views-10 نحصل على نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي هذا النموذج المقدر، ولاختبار فرضية العدم نقوم بمقارنة إحصائية "جاك-بيرا" بقيمة إحصائية كاي مربع.

$$x_{k,0.05}^2 = x_{5,0.05}^2 = 11.07$$

وهي أكبر من إحصائية جارك بيرا  $Jarque-bera=1.26$ ، لذلك فإننا نقبل بفرضية العدم والتي مفادها التوزيع الطبيعي للبواقي عند مستوى معنوية 5%.

#### ▪ اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

يفترض اختبار "ديربن واتسون" (Durbin-Waston test) وجود فرضيتين أساسيتين هما:

فرضية العدم : وتنص على انعدام الارتباط الذاتي:  $H_0: p = 0$

الفرضية البديلة : وتنص على وجود الارتباط الذاتي:  $H_1: p \neq 0$

ويختبر وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى باستخدام إحصائية ديربن-واتسون عند مستوى معنوية 5% لعدد  $n$  مشاهدات و  $k$  متغيرات مفسرة (باستثناء الثابت)، فإذا كانت القيمة  $D.W$  المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية ( $d_L$  الحد الأدنى) نقبل فرض وجود ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى، ويرفض الفرض في حالة ( $D.W < d_U$  الحد الأعلى)، ويكون الاختبار غير محدد إذا كانت قيمة ديربن واتسون بين القيمتين  $d_L$  و  $d_U$  .

و من خلال هذا الاختبار نقارن بين  $D.W_{cal}$  المحسوبة التي تساوي  $D.W_{cal}=2.14$  و بين إحصائية  $D.W_{tab}$  الجدولية عند  $n=17$  (عدد المشاهدات) و  $k=5$  (عدد المتغيرات المقدرة باستثناء الثابت) ومنه نجد:  $dL=0.67$  و  $dU=2.10$  حيث نلاحظ أن  $D.W_{cal} > dU$  أي أنها تقع ضمن منطقة عدم وجود ارتباط ذاتي وبالتالي لا توجد مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

وهذا ما يؤكد أيضا اختبار LM حيث أن  $Prob F(2,8)= 0.6890 > 0.05$

إذن نقبل بفرضية العدم، أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

تحليل ومناقشة النتائج:

- توصلت الدراسة النظرية إلى أن المتغيرات الاقتصادية تعكس مدى قوة أو ضعف الاقتصاد الصيني ويؤثر ذلك على تدفق الاستثمارات بالسوق المالية تبعاً لأداء هذا الاقتصاد ومن خلال الدراسات السابقة تم تبيان التباين في مدى تأثير هذه المتغيرات من فترة لأخرى ومن اقتصاد لأخر وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.
- توصلت الدراسة القياسية إلى تحديد مختلف المؤشرات الاقتصادية التي تفسر تطور أداء مؤشر شنغهاي المركب ومؤشر سوق تشنزن Shenzhen من حيث العوائد، والمتمثلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وتطور كل من الديون الخارجية وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وكذا أسعار صرف الرمينبي أمام الدولار ونسب التغير في مؤشر أسعار الاستهلاك، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين هذه المتغيرات وعوائد سوق الأوراق المالية الصينية وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية، حيث قدرت علاقة الارتباط بحوالي 81.2% بالنسبة لسوق شنغهاي و قدرت بحوالي 0.94% بالنسبة لسوق تشنزن، أي أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع العوائد بنسبة كبيرة والنسبة المتبقية تشمل المتغيرات الأخرى التي لم تدرج ضمن النموذج المدروس كمعدلات الفائدة.
- أشارت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وتطور عوائد السوق المالية بنسبة 44.31% بالنسبة لسوق شنغهاي و قدرت بحوالي 61.77% بالنسبة لسوق تشنزن، ما يؤكد صحة الرؤى الاقتصادية التي تدعم التكامل بين المتغيرين بسبب الدفعة التفاضلية التي تشجع المستثمرين، والأمر الملاحظ أن معدلات النمو المحققة خلال 2001-2017 تؤثر بشكل إيجابي على العوائد ولكن أداء السوق المالية لا يزال لا يحقق نفس معدلات النمو المحققة في الناتج المحلي الإجمالي ويعود السبب إلى تشكيك العديد من المستثمرين في مدى مواصلة الاقتصاد الصيني تحقيق معدلات نمو مرتفعة في ظل الظروف الحالية.
- أكدت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الديون الخارجية وتطور العوائد بكل من سوق شنغهاي وسوق تشنزن، فقد قدرت العلاقة بحوالي 8.3% و 10.24% على التوالي، وهذا يتوافق مع بعض الدراسات السابقة ويعود ذلك إلى الاستغلال الكفء للديون الخارجية حيث يعتبر الدين الخارجي دافعا للنمو الاقتصادي إذا أدير بشكل مدروس<sup>1</sup>، كما أنها تعتبر متواضعة نوعاً ما إذا

<sup>1</sup> - Victor Ushahemba Ijirshar And Fefa Joseph And Mile Godoo, The Relationship Between External Debt And Economic Growth In Nigeria, International Journal Of Economics & Management Sciences, Research Article Omics Internationa,L (2016), P 01.

- قورنت بمؤشرات الإنذار كما أن كل من الصادرات وأرصدة الاحتياطات تعتبر مرتفعة، إضافة إلى أنها مقومة بالعملة المحلية أي أنها لا تشكل خطراً من شأنه التأثير على قرارات المستثمرين.
- أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة وتطور العوائد بسوق شنغهاي وسوق تشنزن Shenzhen للأوراق المالية بنسبة -50.29% و - 67.42% ويمكن التفسير بالتوجه الاقتصادي الذي يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر كبديل عن الاستثمار المحفظي خاصة في البلدان النامية والتي ترتفع فيها مخاطر الاستثمار غير المباشر، كما أن الصين حققت على المستوى العالمي مكانة معتبرة في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر نظراً لانخفاض تكاليف الإنتاج فيها وخاصة اليد العاملة وكذلك القدرة التنافسية التي تتميز بها في مجال الإنتاج والتصنيع الأمر الذي يفسر توجه المستثمرين للاستثمار المباشر بدل الاستثمار غير المباشر.
- أشارت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية واضحة بين كل من معدلات التضخم وأسعار الصرف وعوائد السوق المالية في كل من سوقي شنغهاي للأوراق المالية وتشنزن، وبالاعتماد على النظريات الاقتصادية المفسرة للعلاقة بين المتغيرين والعوائد نجد أنه من المنطقي أن تكون سلبية لكنها تتفاوت من اقتصاد لآخر، وذلك لأن انخفاض أسعار الصرف يدفع بالمستثمرين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى شراء الأصول بالسوق المالية (كالأسهم والسندات) مما يرفع من أسعارها كما أن انخفاض قيمة العملة يرفع من صادراتها مما يحفز الطلب على أصولها المالية فترتفع بذلك أسعارها، ويؤثر ارتفاع معدلات التضخم سلباً على العوائد كونها تؤدي إلى تآكل عوائد المستثمرين على المدى القصير كما يؤدي إلى انخفاض النشاط الاقتصادي مما يؤثر سلباً على أرباح الشركات وأسعار أسهمها على المدى الطويل.

### خلاصة الفصل:

يعمل صناع القرار في الصين جاهدين للحفاظ على معدلات النمو الكبيرة التي حققها الاقتصاد خلال الفترة السابقة، ولكن العديد من الاقتصاديين والهيئات بما في ذلك صندوق النقد الدولي يرون أن ذلك يتم على حساب العديد من المؤشرات الأخرى، مما يعزز المخاوف من أن تؤثر هذه الإجراءات على قدرة الصين على مواصلة النمو وجذب تدفقات أكثر للاستثمارات بالسوق المالية الصينية.

وتؤكد الدراسة اختلاف محددات جذب الاستثمار للأسواق المالية من اقتصاد لآخر وهي تتوافق بهذا مع نتائج الدراسات السابقة، حيث تم تحديد المتغيرات التي تؤثر على العوائد في الصين والتي تعكس أداء السوق المالية استناداً إلى نموذج الانحدار المتعدد وتشمل هذه المتغيرات كل من نمو الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الصرف والتضخم والاستثمار الأجنبي المباشر وكذا الديون الخارجية وأثرها على العوائد بسوق شنغهاي وسوق تشنزن للأوراق المالية، وتوصلت الدراسة إلى أنه للنمو الاقتصادي والديون الخارجية أثر إيجابي على العوائد في حين أنه لسعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل التضخم أثر سلبي، وتوضح الدراسة أن النمو الاقتصادي والديون الخارجية وكذلك أسعار الصرف هي أهم محددات العوائد بالنسبة لبورصة شنغهاي وبورصة تشنزن، كما تبين النتائج بأنه ينبغي على الصين أن تحافظ على نموها الاقتصادي إضافة إلى مراجعة سياساتها المالية ولا سيما تلك المتعلقة بالانفتاح المالي وتوازن الاقتصاد الكلي وسياسات أسعار الصرف المتبعة لجذب المزيد من رأس المال الأجنبي والمحلي لأسواقها المالية.

# خاتمة عامة

## خاتمة عامة:

تمثل الهدف من القيام بهذه الدراسة في معرفة مدى فعالية الأسواق المالية الناشئة في جذب الاستثمارات مع دراسة حالة للسوق المالية الصينية خلال الفترة 2010-2017، بمعنى معرفة محددات تعظيم عوائد الأسواق المالية الناشئة ومدى قدرتها على جذب الاستثمارات بغض النظر عن كفاءتها.

ولذلك فقد تم أولاً الإلمام بمختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق الناشئة، من النشأة والتعريف إلى مختلف التصنيفات والمعايير التي تستند عليها الجهات المصنفة، حيث تبين في هذا الصدد أن الأسواق المالية الناشئة قد يقصد بها سوقاً مالية أو بلداً، حيث بالنظر إلى السوق الناشئة كسوق مالية تعرف على أنها تلك الأسواق التي تتواجد بدول تتميز بدخل متوسط أو منخفض وتمتلك المؤهلات اللازمة للاستمرار في تحقيق معدلات نمو معتبرة ومستمرة، كما إنها توفر فرص تحقيق عوائد كبيرة للمستثمرين إلا أنها تتميز أيضاً بارتفاع معدلات المخاطرة، كما يعرف العديد من الاقتصاديين الأسواق الناشئة كبلد وتعرف على أنها مجموعة تضم أكثر من ثلاثين بلداً في مرحلة التحول، تتميز بانفتاحها النسبي أمام رأس المال الأجنبي، ولديها نظم مالية وتنظيمية لم تصل بعد إلى مرحلة النضج الكامل، وتعمل على اللحاق بالدول الأكثر تقدماً، وتتميز أيضاً بأنها مجموعة غير متجانسة، وتجدد الإشارة هنا إلى أن مختلف المؤشرات المصنفة للأسواق الناشئة تصنف البلد الذي تعتبر سوقه المالية ناشئة على أنه سوق ناشئة.

كما اتضح وجود تصنيفات مختلفة للأسواق الناشئة تختلف حسب اختلاف المعايير المعتمدة نظراً لاعتماد كل من المؤشرات والمؤسسات الدولية على مجموعة مختلفة من المعايير في عملية تصنيفها للأسواق المالية أو لاقتصاديات الدول، وعليه فإنها مختلفة ومتعددة، لكن يمكن القول أن هناك معايير تتعلق بالاقتصاد ككل وأهم معيار يعتمد عليه هو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى معايير أخرى كتتحقيق معدلات نمو سريعة وكبيرة ومستمرة في الوقت نفسه، كذلك يعتمد في تصنيف الأسواق الناشئة على مجموعة من المعايير المتعلقة بالسوق المالية التي حددتها أهم المؤشرات العالمية والمتمثلة في قدرة هذه الأسواق على توفير السيولة اللازمة بالإضافة إلى أحجامها ومدى انفتاحها على رؤوس الأموال الأجنبية وقدرتها على توفير معلومات ذات شفافية، وكذلك الإطار التنظيمي للسوق المالية وحقوق المستثمرين الأجانب.

وقد ركزت الدراسة على أهم هذه الأسواق الناشئة والمتمثلة في كل من الصين، الهند، روسيا، المكسيك، البرازيل، تركيا وجنوب إفريقيا نظراً لإجماع أهم المؤشرات والمؤسسات الدولية على إدراجها ضمن قائمة الأسواق المالية الناشئة، إذ لاحظنا أن أداء هذه الأسواق كان متبايناً ويختلف من مؤشر لآخر إلا أنه في الجمل حقق هذه الأسواق انخفاضات ملحوظة خلال السنوات 2011، 2013 و 2015 وهذا بسبب كل من أزمة الرهن العقاري ومخلفاتها والحالة الاقتصادية العامة للاقتصاد العالمي والتي اتسمت

بالتباطؤ، وكذا التباطؤ الكبير الذي حدث في السوق الصينية سنة 2015 أثر أيضا على أداء بعض الأسواق الناشئة الأخرى، كما لاحظنا أن هناك تحسنا لبعضها خلال سنة 2016 حيث حققت بعض هذه الأسواق معدلات كبيرة كجنوب إفريقيا والهند في حين تراجع أداء مؤشرات البعض الآخر منها خلال نفس السنة كتركيا وروسيا.

وأظهرت الدراسة أيضا في الجزء المتعلق بالاستثمار المحفظي بهذه الأسواق أن قطاع تكنولوجيا المعلومات يعتبر من أهم القطاعات النشطة بالأسواق الناشئة خلال فترة الدراسة ويليه القطاع المالي وكذلك يعتبر كل من قطاع الخدمات وقطاع العقارات من بين أهم القطاعات النشطة، كما يعتبر قطاع المستهلكين وقطاع الطاقة أيضا من القطاعات ذات الأهمية الكبيرة بهذه الأسواق.

وبالنظر لأداء اقتصاديات هذه الأسواق فقد حققت معدلات نمو مرتفعة ومتسارعة سابقا، واستطاعت أن تأخذ مكانة معتبرة في الاقتصاد العالمي إلا أن أداءها انخفض في الفترة 2015-2016 بسبب تراجع أداء الاقتصاد الصيني خلال هذه الفترة، ثم تحسن نسبيا سنة 2017 وخالفت بذلك كل توقعات النمو السابقة كما يتوقع أن تشهد تحسنا أيضا خلال السنوات القليلة القادمة.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نعرضها على جزئين، الجزء الأول يوضح نتائج اختبار الفرضيات الموضوعية، والجزء الثاني يلخص النتائج العامة على شكل مجموعة من العناصر. وفيما يلي يتم عرض اختبار الفرضيات وأهم نتائج الدراسة:

#### أولا: نتائج اختبار الفرضيات

أظهرت دراسة موضوع فعالية الأسواق المالية الناشئة في جذب الاستثمارات من الناحيتين النظرية والتطبيقية من خلال الفرضيات الموضوعية في بداية الدراسة النتائج الآتية:

### – الفرضية الأولى:

مفهوم الأسواق المالية الناشئة واضح ومتفق عليه وهناك معايير موحدة وثابتة لتصنيفها.

بينت الدراسة خطأ الفرضية الأولى، حيث أن الأسواق الناشئة هي مجموعة غير متجانسة لم يحدد لها الاقتصاديون تعريفاً موحداً ويختلف عددها وخصائصها باختلاف المعايير المتبعة في تصنيفها وباختلاف الهيئات والمؤشرات العالمية المصنفة، غير أن المتفق عليه هو أنها تلك الأسواق التي تتواجد باقتصاديات تتميز بدخل متوسط أو منخفض وتمتلك مؤهلات تحقيق معدلات نمو معتبرة ومستمرة، كما أنها توفر فرص كبيرة للمستثمرين من خلال العوائد المرتفعة إلا أنها تتميز أيضاً بارتفاع المخاطر بها.

### – الفرضية الثانية:

الأسواق الناشئة جاذبة للاستثمار المحففي بشكل كبير.

بينت الدراسة صحة الفرضية الثانية نسبياً حيث أن الأسواق الناشئة بالفعل توفر عوائد استثمارية معتبرة إلا أن مخاطر الاستثمار تعتبر هي الأخرى مرتفعة جداً مقارنة بالأسواق المتقدمة، وقد جعلت منها العوائد المرتفعة وجهة جاذبة للاستثمار المحففي خاصة السوق المالية الصينية، إذ تضاعفت التدفقات الاستثمارية الوافدة إليها بشكل ملحوظ خلال الفترة التي تلت أزمة الرهن العقاري، إلا أن التباطؤ الكبير الذي شهدته خلال سنة 2015 اثر أيضاً على أداء بعض الأسواق الأخرى، إذ لاحظنا أن بعضها تحسن أداءها خلال سنة 2016 كجنوب إفريقيا والهند في حين تراجع أداء البعض الآخر منها خلال نفس السنة كتركيا وروسيا.

### – الفرضية الثالثة:

اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة حققت مستويات أداء مرتفعة، وهذا ما جعلها تحتل مكانة معتبرة في الاقتصاد العالمي.

تشير الدراسة إلى صحة هذه الفرضية حيث أن أداء اقتصاديات الأسواق الناشئة كان متبايناً ومختلفاً إلا أنه بالنظر إلى عينة من أهم هذه الأسواق خلال الفترة 2010-2017 بينت الدراسة أنها ساهمت بشكل كبير في تعافي الاقتصاد العالمي وخاصة الصين التي لعبت دوراً هاماً على مستوى الاقتصاد الحقيقي العالمي، وتظهر مساهمة الأسواق الناشئة جلياً من خلال نصيبها من مجمل الصادرات العالمية وكذا مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي العالمي في فترة ما بعد الأزمة، إلا أن أداء بعضها شهد تباطؤاً كبيراً من حيث الأداء خاصة

الاقتصاد الصيني في حين الاقتصاد الهندي حافظ على خطى ثابتة ومستقرة إلى غاية تفوقه سنة 2017 على الاقتصاد الصيني في حين تشهد بقية الاقتصاديات أداء متذبذبا.

#### – الفرضية الرابعة:

بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي في الأسواق الناشئة عموما وفي الصين خصوصا تمثل أهم العوامل المحددة لمدى فعالية هذه الأسواق في جذب الاستثمارات إليها.

أثبتت الدراسة صحة الفرضية، فالأسواق المالية الناشئة قادرة على تحقيق عوائد مرتفعة من شأها التأثير على قرارات المستثمرين وجذب الاستثمار إلى أسواقها وملتغيرات الاقتصاد الكلي الأثر الكبير على أداء هذه العوائد، وبالنظر إلى نتائج الدراسة القياسية توصلنا إلى انه توجد علاقة كبيرة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد السوق المالية الصينية منها ما يؤثر سلبا كاستثمار المباشر والتغير في أسعار الصرف ومعدلات التضخم ومنها ما يؤثر إيجابا وبشكل كبير كالنمو الاقتصادي والديون الخارجية حيث تساعد في رفع العوائد وبالتالي تحقيق الهدف الذي تقوم عليه الفعالية المتمثل في تعظيم العوائد المنتظرة من عملية الاستثمار.

#### ثانيا: نتائج الدراسة

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

– الأسواق المالية الناشئة قد تكون سوقا أو اقتصادا ولا يعني النشوء حداثة النشأة بل هو مرتبط بمواصلة واستمرارية النمو، ولا يزال مفهومها ومعايير تصنيفها غير موحدة إلى يومنا هذا، واستخدم مصطلح الأسواق الناشئة لوصف الأسواق المالية بالبلدان النامية التي حققت عوائد أعلى نسبيا من معدلها الطبيعي، كما أنها تمتلك قدرات كبيرة تؤهلها لمواصلة النمو والتطور، وليس هناك مفهوم موحد ومتفق عليه للأسواق الناشئة من قبل معظم الهيئات والمؤشرات الدولية، غير أن التعريف العام الذي يمكن استخلاصه مما سبق هو أنها تلك الأسواق التي تتواجد باقتصاديات تتميز بدخل متوسط أو منخفض وتمتلك المؤهلات اللازمة للاستمرار في تحقيق معدلات نمو معتبرة ومستمرة، كما أنها توفر فرص كبيرة للمستثمرين من خلال العوائد المرتفعة إلا أنها تتميز أيضا بارتفاع المخاطر بها، كما أن معايير تصنيفها تختلف باختلاف الهيئات والمؤشرات المعتمدة لهذا التصنيف.

– بينت نتائج الدراسة أنه في سنة 2017 صنفت معظم المؤسسات الدولية والمؤشرات العالمية ما يزيد عن 30 اقتصادا ضمن الأسواق الناشئة، وهذا اعتمادا على مجموعة من المعايير أهمها

- معدلات النمو المرتفعة والمتسارعة التي شهدتها هذه الاقتصاديات، وقد استطاعت الأسواق الناشئة أن تأخذ مكانة معتبرة في الاقتصاد العالمي إلا أن أداءها انخفض في الفترة 2015-2016 بسبب تراجع أداء الاقتصاد الصيني خلال هذه الفترة وتعافي الاقتصاديات المتقدمة من مخلفات أزمة 2008، ثم تحسن سنة 2017 وخالفت بذلك كل توقعات النمو السابقة كما يتوقع أن يشهد تحسنا أيضا خلال السنوات القليلة القادمة.
- بالرغم من وصف الأسواق الناشئة بالأسواق غير الكفأة إلا أنها توفر عوائد مرتفعة للمستثمرين في حين أن معدلات المخاطر مرتفعة فيها أيضا، كما أنها تعتبر أسواقا جاذبة للاستثمار المحفظي.
- تتسم هذه الأسواق كمجموعة بالأداء المختلف وغير المتجانس ولا يمكن الحكم عليها كمجموعة واحدة لذا كان من الضروري أخذ عينة من هذه الأسواق، وقد اختيرت كل من الصين روسيا تركيا الهند البرازيل وجنوب إفريقيا باعتبارها أهم الأسواق الناشئة ومتفق عليها نسبيا من طرف العديد من المؤشرات والمؤسسات الدولية في عملية التصنيف.
- استطاعت هذه الأسواق وخاصة الصين أخذ مكانة معتبرة من حيث الأداء الاقتصادي وكذا جذب رؤوس الأموال إلى أسواقها إلا أنه خلال السنوات الأخيرة تباينت بسبب مجموعة من الأسباب لعل أهمها تعافي الاقتصاديات المتطورة من مخلفات أزمة الرهن العقاري بالإضافة إلى أسباب داخلية لكل دولة ومتعلقة ببعض الأزمات كأزمة الصين اواخر 2015 ومختلف فضائح الفساد في روسيا والبرازيل إلا أن الهند استطاعت أن تنأى بنفسها وتخطو خطى ثابتة في مسارها وحققت أعلى معدل نمو سنة 2017.
- ومن خلال الدراسة القياسية ارتأينا تحديد مدى مساهمة مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي في جذب الاستثمارات أو بعبارة أخرى ما هي العوامل التي تعزز فعالية الصين في تعظيم عوائد أسواقها المالية مما يؤدي إلى جذب استثمارات أكثر، توصلت الدراسة القياسية إلى تحديد مختلف المؤشرات الاقتصادية والمتمثلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وتطور كل من الديون الخارجية وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي وكذا أسعار صرف الرمينبي أمام الدولار ونسب التغير في مؤشر أسعار الاستهلاك والتي تفسر تطور أداء مؤشر شنغهاي المركب ومؤشر سوق تشنزن Shenzhen من حيث العوائد، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين هذه المتغيرات وعوائد سوق الأوراق المالية الصينية وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية، حيث قدرت علاقة الارتباط بحوالي 81.2% بالنسبة لسوق

- شنغهاي وقدرت بحوالي 94 % بالنسبة لسوق تشنزن، والنسبة المتبقية تشمل المتغيرات الأخرى التي لم تدرج ضمن النموذج المدروس كمعدلات الفائدة.
- أشارت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وتطور عوائد السوق المالية بنسبة 44.31% بالنسبة لسوق شنغهاي وقدرت بحوالي 61.77 % بالنسبة لسوق تشنزن، ما يؤكد صحة الرؤى الاقتصادية التي تدعم التكامل بين المتغيرين بسبب الدفعة التفاضلية التي تشجع المستثمرين، والأمر الملاحظ أن معدلات النمو المحققة خلال فترة الدراسة 2001-2017 تؤثر بشكل ايجابي على العوائد، كما أكدت الدراسة وجود علاقة ايجابية بين الديون الخارجية وتطور العوائد بكل من سوق شنغهاي وسوق تشنزن، فقد قدرت العلاقة بحوالي 8.3 % و 10.24 % على التوالي، اذن فان كل من معدلات النمو الاقتصادي ومجمل الديون الخارجية ترفع من فعالية سوق شنغهاي وتشنزن في تعظيم العوائد وجذب الاستثمارات.
- في حين أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة وتطور العوائد بسوق شنغهاي وسوق تشنزن Shenzhen للأوراق المالية بنسبتي -50.29% و -67.42 % ، كما أشارت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية أيضا بين كل من معدلات التضخم وأسعار الصرف وعوائد السوق المالية في السوقين، وبالاعتماد على النظريات الاقتصادية المفسرة للعلاقة بين المتغيرين والعوائد نجد أنه من المنطقي أن تكون سلبية لكنها تتفاوت من اقتصاد لآخر، وذلك يعني أن كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والتغير في أسعار الصرف وكذا معدلات التضخم هي من بين المحددات غير المساعدة على الرفع من فعالية السوق المالية الصينية.
- إذن قد تكون الأسواق المالية الناشئة غير كفأة ولكنها فعالة في تحقيق عوائد مرتفعة من شأها التأثير على قرارات المستثمرين وجذب الاستثمار إلى أسواقها، ومن خلال وجود علاقة كبيرة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد السوق المالية الصينية فان أهم المؤشرات التي تتسم بقوتها في الصين كالنمو الاقتصادي مثلا تساعد في رفع العوائد والتأثير عليها ايجابا وبشكل كبير وبالتالي تحقيق الهدف الذي تقوم عليه الفعالية ألا وهو القدرة على تعظيم الأرباح.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

- (1) اللطيف عبد الكريم، دول البريكس شراكة من أجل التنمية والتعاون والتكامل من أجل نظام اقتصادي عالمي متعدد الأقطاب، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة العدد 30، ديسمبر 2014، جامعة الجزائر 3.
- (2) ضعف التعافي في الأسواق الصاعدة يُؤثّر بشدة في النمو العالمي في 2016، بيان صحفي، البنك الدولي، 06/01/2016.
- (3) كفاءة سوق الأوراق المالية، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولة الكويت، أبريل 2015 السلسلة السابعة، العدد 9.
- (4) أحمد علي دغيم، الطريق إلى المعجزة الاقتصادية والقضاء نهائياً على البطالة، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى 2006، القاهرة.
- (5) استشراف الآفاق الاقتصادية العالمية والعربية 2015 - 2016 في ظل تزامم التحولات والمتغيرات، التقرير السنوي رقم (8) الاتحاد العام لغرف التجارة والصناعة والزراعة للبلاد العربية، أبريل 2015.
- (6) اللطيف عبد الكريم، دول البريكس شراكة من أجل التنمية والتعاون والتكامل من أجل نظام اقتصادي عالمي متعدد الأقطاب، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة العدد 30، ديسمبر 2014، جامعة الجزائر 3.
- (7) انكماش الطلب و تراجع الآفاق المتوقعة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، 19 جانفي 2016.
- (8) ايهان كوزي واسوار براساد، الأسواق الصاعدة تشب عن الطوق، مجلة التمويل والتنمية بعنوان مكان الأسواق الصاعدة على المائدة العالمية، المجلد رقم 47، العدد الرابع، البنك الدولي، ديسمبر 2010.
- (9) بن اعمر بن حاسين وحسين جديدين ومحمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية - العدد 02، الجزائر 2012.
- (10) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005-2006.
- (11) تقرير الاستقرار المالي العالمي صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2016 تحديات الاستقرار المالي في حقبة من الانخفاض في النمو وأسعار.

- (12) تقرير التجارة والتنمية، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، جنيف 2013.
- (13) حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 79، الكويت 2004.
- (14) حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.
- (15) حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام، عمان، الأردن، 2016.
- (16) خالد أحمد فرحان المشهداني و رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2016.
- (17) دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012.
- (18) رمي محمود، تعريف الأسواق الناشئة، نظرة وجيزة عن أبرز الخصائص، أخبار وتحليلات سوق الفوركس التحليلات الفنية الخاصة بالاتجاهات المؤثرة في أسواق العملات العالمية، 18 اوت 2016.
- (19) تباطؤ النمو في الأسواق الصاعدة وتحسن تدريجي في الاقتصاديات المتقدمة، صندوق النقد الدولي مستجدات أفاق الاقتصاد العالمي، جويلية 2015 .
- (20) ضياء مجيد الموسوي، عولمة أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2016.
- (21) عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي في الدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2012-2013.
- (22) عزيزة بن ياسمين، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الايام للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، الأردن، 2017 .
- (23) علا عادل علي عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية العددان 63-64 صيف خريف 2013.
- (24) كريستين لاغرد، دور الأسواق الصاعدة في الشراكة العالمية الجديدة من أجل النمو، جامعة ميريلاند، 4 فيفري 2016.
- (25) مفتاح صالح ومعارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفعها، مجلة الباحث - عدد 07 / 2009 - 2010.

- (26) نشرة صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي يظل محاطا بالتحديات، 09 افريل 2014.
- (27) إبراهيم الأخرس، التجربة الحديثة في النمو هل يمكن الاقتداء بها، ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية 2008، القاهرة.
- (28) أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
- (29) الشريف ريجان و الطاوس حمدوي، بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، عدد 34 جامعة باجي مختار عنابة، جوان 2013.
- (30) بحوث صندوق النقد الدولي، مقال إخباري في الموقع الالكتروني لصندوق النقد الدولي، 04 أكتوبر 2016.
- (31) بسبع عبد القادر، قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج Garch، مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 26 مارس 2017.
- (32) حسان خبايا، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة سطيف.
- (33) حسين عبد المطلب الاسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003،.
- (34) حسين عبد المطلب حسين مُجدَّ الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، مصر، مارس 2002.
- (35) ساعد مرابط و أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة بملتقى سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة ، مُجدَّ خيضر بسكرة، 22 نوفمبر 2006.
- (36) سامية بيداس ستروم ودافيد فوسيري وبرتراند غروس، مكافحة الانخفاض المزمع في معدل التضخم: تحدٍ لكثير من البنوك المركزية، بحوث صندوق النقد الدولي، 27 سبتمبر 2016.
- (37) فاطمة صالح خليل، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق كلية الاقتصاد 2015 .
- (38) فريق البيانات في البنك الدولي، تصنيفات البلدان الجديدة حسب مستوى الدخل: 2017-2018، السبت 2017/01/07.

- (39) نشرة صندوق النقد الدولي الالكترونية بعنوان الأسواق الصاعد بحاجة إلى الجيل الثاني من الاصلاحات، 10 أكتوبر 2013.
- (40) البنك الدولي، بيان صحفي بعنوان "ضعف التعافي في الأسواق الصاعدة يُؤثّر بشدة في النمو العالمي في 2016"، 06/01/2016.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 41) J.B. Maverick, What Emerging Markets Are Best Suited For Investing In The Financial Services Sector?, (05/03/2016).
- 42) Job Wanjala Barasa, Macro-Economic Determinants Of Stock Market Performance In Kenya: Case Of Nairobi Securities Exchange.
- 43) Lawrence Carrel, Emerging Markets Offer Attractive Investment Opportunities In 2018, Jan 30, 2018
- 44) M&G Investments; Six Myths About Emerging Markets, 10/11/2017.
- 45) Mary Sadler, Can Crude Recovery Get Russia Back On Track?, Market Realist, May 04, 2017.
- 46) Tregub, A.Ya.And Athers, Russian Stock Market: 2015 Events And Facts, Naufor.
- 47) Kate Schick, An Introduction to Stock Market Indices, January 15, 2018, (15/03/2018)
- 48) Manoj Singh, An Introduction To The Indian Stock Market, May 17, 2017.
- 49) Prableen Bajpai, Emerging Markets: The Parts Of Russia's Gdp, December 17, 2017.
- 50) Rafael Carmona, Biva - The New Mexican Stock Exchange, September 13, 2017.
- 51) Reem Heakal, What Is An Emerging Market Economy?, August 17, 2017.
- 52) Yumi Teso, Masaki Kondo, And Hannah Dormido, These Are 2018's Most (And Least) Attractive Emerging Markets, 21 Janvier 2018.
- 53) Zhou Xin, China Focus: China 2017 Fdi Rises To Record High, Odi Falls, 16/01/2018, Available On: [www.xinhuanet.com](http://www.xinhuanet.com)
- 54) 2017 Growth Strategy – (China), Dokumente G20 Germany 2017 Hamburg, 30 June 2017, Available On: [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de)

- 55) 6 Indicators Used To Assess Stocks, Get Smarter About Money, June 19, 2017.
- 56) Ademir Clemente, Marinês Taffarel And Robert A, The Brazilian Stock Market - Dimension, Structure, And Main Features, Business Dynamics In The 21st Century, Espejo (2012).
- 57) Adrian Espallargas, 3 Economic Challenges Facing Emerging Markets In 2017, 3 January, 2017.
- 58) Alanna Petroff , 4 Risks For Emerging Markets , July 4, 2014, London
- 59) Alexander Muromcew And Katherine Renfrew. Differences Matter Inemerging Markets. TIAA CREF FINANCIAL SERVICES.
- 60) Andrew Rymer, Investing In India: How Might Reforms Affect Stockmarket Returns?, 13 February 2018.
- 61) Are Emergions Markets The Next Developed Markets?, Blackrock Investment Institute August 2011.
- 62) Arthur Pinkasovitch, The Risks Of Investing In Emerging Markets, February 28, 2018, Available On: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- 63) Bala Sani Ar And Hassan A, Exchange Rate And Stock Market Interactions: Evidence From Nigeria, Arabian J Bus Manag Review, Volume 8, 2018.
- 64) Bloomberg News, What's In Store For Emerging Markets In 2018, December 15, 2017.
- 65) Brazil: Imf Increases Gdp Growth Forecast For 2017, Cuts 2018 Estimate
- 66) Bryan J. Noeth And Rajdeep Sengupta, Emerging Markets: A Source Of And Destination For Capital, January 2012, Federal Reserve Bank Of St.Louis -The Regional Economist-.
- 67) Bulletin Economique Chine, Direction Générale Trésor, Publication des services économiques. . N°76 – Juin 2015.
- 68) Business Insights On Emerging Markets 2017, OECD 2017.
- 69) C. Jeanrenaud, Conjoncture Economique, 4e Trimestre 2016, No 56 , République Et Canton De Neuchâtel, Novembre 2016.
- 70) Capital Flows And Global Liquidity, Imf Note For G20 Ifa Wg February 2016.
- 71) Charles Colllyns And Robin Koepke, Which Ems Would Suffer From A Risk Shock?.
- 72) Chien-Jen Wang, Po-Chin Wu And Huei-Hsieh Lin (2013). The Relationship Between Stock Returns And Foreign Exchange Rates In

- China Using Smooth Regime-Switching Approach. Investment Management And Financial Innovations, Volume 10, Issue 3, 2013.
- 73) China 2017 Economic Report, Embassy Of Switzerland In The People's Republic Of China, June 2017.
- 74) China External Debt Rises To \$1.56 Trn At June-End On Short-Term Borrowing, Article Business Standard, Beijing , September 29, 2017, Available On: [Www.Business-Standard.Com](http://www.business-standard.com)
- 75) China's Economic And Financial Outlook, Bank Of China, Institute Of International Finance 2017.
- 76) Ciara Linnane, Turkish Etf Falls With Losses In Domestic Market, July 18, 2016.
- 77) Classifications Of Countries Based On Their Level Of Development: How It Is Done And How It Could Be Done. Lynge Nielsen.+ IMF Working Paper. Strategy, Policy, And Review Department, 2011 International Monetary Fund.
- 78) Country Classification: Not Just A Question Of Income, 31/07/2014, Available On: [Www.Ftserussell.Com](http://www.ftserussell.com)
- 79) Daniel J. Graeber Russian Gdp Growth Still Forecast Below 2 Percent, Feb. 2, 2018.
- 80) David J. Arnold And John A. Quelch, New Strategies In Emerging Markets.
- 81) David Szakonyi, Foreign Direct Investment into Russia Since the Annexation of Crimea, RUSSIAN ANALYTICAL DIGEST No. 205, 12 July 2017.
- 82) David Zou, The China Stock Exchange – Ipo Overview, August 2013, Available On: [www.legalink.ch](http://www.legalink.ch)
- 83) Dawn Reiss, What You Should Know About 3 Major U.S. Indexes, May 31, 2017, (15/03/2018)
- 84) Dennis Kawawa And Jamela Hoveni, Inflation Hedging With South African Stocks: A Jse Sectoral Analysis, 2017.
- 85) Divyang Patel And Nikita Kagalwala, The Impact Of Exchange Rate On Indian Stock Exchanges Like Bse & Nse, Ijsr - International Journal Of Scientific Research, Research Paper, (Nov, 2012).
- 86) Dmitry Dokuchaev, What's happening to the inflation rate in Russia?, Jul 14, 2016,
- 87) Donovan Stefan, The Inflation Hedging Properties Of Sout Town H African Asset Classes, Master Dissertation In Investment Management, University Of Cape Town, South Africa, 13 March 2017.

- 88) Duncan Lamont, What Has Driven Stockmarket Returns And What Will Drive Them In Future?, 5 February 2018.
- 89) Economic Growth And Equity Returns, Dimensional Fund Advisors, August 2016.
- 90) Edward Kerschner And Neeraj Agarwal, Developing Affluence The Emerging Market Consumer Opportunity, November 2016.
- 91) Emerging Markets 2018 Economic Outlook, Emerging Markets Bonds Etf's, 03/02/2018.
- 92) Enock Nyanaro Njenga, The Relationship Between Stock Market Performance And Economic Growth In The East Africa Community, Research Project Of Master Of Science In Finance, University Of Nairobi, November 2016.
- 93) Fantu Cheru, Les Economies Emergentes Et Les Ressources Naturelles De L'afrique : Eviter La « Malédiction Des Ressources » Et Bâtir Des Sociétés Plus Résilientes, L'institut Nord-Sud, 2014.
- 94) Fayyaz Ahmad, Determinants Of Foreign Portfolio Inflows: Analysis And Implications For China, Asian Journal Of Finance & Accounting, 2015, Vol 7, No 2.
- 95) Financial Investments and Stock Markets, Kingdom of Saudi Arabia Capital Market Authority, www.cma.org.sa
- 96) Financial Times. [Http://Lexicon.Ft.Com/Term?Term=Emerging-Markets](http://Lexicon.Ft.Com/Term?Term=Emerging-Markets)
- 97) Foreign Investment -China- , Santander Trade Portal, December 2017.
- 98) Francis Genereux, Le Poids Grandissant De La Chine Et Des Economies Emergentes, 19 Janvier 2016, Point De Vue Economique.
- 99) François Lafague, Des économies émergentes aux puissances émergentes.
- 100) Fredrik Wilander, Risk And The Capital “Paradox” Of Emerging Markets, 20-01-15,
- 101) From Dersaadet Securities Exchange To Borsa İstanbul: The History Of Transformation In The Turkish Capital Markets, (03/03/2018).
- 102) FTSE Russell | FTSE Classification Of Markets , FTSE Annual Country Classification Review September 2017.
- 103) Gareth Goh, The Difference Between Effectiveness And Efficiency Explained, August 9, 2013, Articles, Sales And Marketing.
- 104) Geert Bekaert And Eric Engstrom, Inflation And The Stock Market: Understanding The “Fed Model”, September 2008.

- 105)** Golaka C Nath And G P Samanta, Relationship Between Exchange Rate And Stock Prices In India – An Empirical Analysis, January 2003.
- 106)** Gruppo Cdp, 2016 Risk Map: Risk Returns To Emerging Markets, Sace, 25 January 2016.
- 107)** How Does China Control Exchange Rates?, Market Insights, 4 March 2016, Available On: [Www.Fxcm.Com](http://www.fxcm.com)
- 108)** How Will Emerging Markets Perform In 2017?, November 22, 2016,
- 109)** Howard Schwab And Trent Debruin, The Evolving Emerging Markets Opportunity Set, January 2016 // Driehaus Capital Management.
- 110)** [Http://FinancialDictionary.Thefreedictionary.Com/Mexican+Stock+Exchange](http://FinancialDictionary.Thefreedictionary.Com/Mexican+Stock+Exchange)
- 111)** <http://www.a1intradaytips.in/what-is-inflation.asp>
- 112)** <http://www.worldbank.org/en/country/mic/overview>
- 113)** <https://en.portal.santandertrade.com/establish-overseas/russia/foreign-investment>
- 114)** <https://www.bloomberg.com/quote/xu100:ind>
- 115)** <https://Www.Focus-Economics.Com/Count>
- 116)** <https://www.investopedia.com/terms/e/emergingmarketfund.asp>
- 117)** <https://Www.Moex.Com/En/Report/2013/History.Html>
- 118)** Huseyin Cetin And Salih Kalaycı , The Impact Of China's Economic Growth And External Debt On China's Foreign Direct Investment (1982-2010), Ipedr, V52, 2012
- 119)** Iif Capital Flows Tracker December 2016, January 3, 2017
- 120)** Impact Of Inflation Indices Mirae Asset Knowledge Academy, An Investor Education Initiative.
- 121)** Investor Education, Vanguard Investments, Canada Inc 2017, Learn About International Investing.
- 122)** Is There A Link Between Gdp Growth And Equity Returns? | May 2010, Msci Barra Research; P 7, Available On: [Www.Msci.Com](http://www.msci.com)
- 123)** J.B. Maverick , Top 3 Emerging Markets Etf's (Vwo, Eem) ,August 12, 2015
- 124)** Jacopo Timini, China's Economic Imbalances And The Role Of The Financial Sector, Analytical Articles , Economic Bulletin, Banco De España, 5 October 2017.
- 125)** JACQUES SAPIR, Is the Russian Ruble on the path to overvaluation?, 4 MARS 2017.

- 126) James Barrineau, Outlook 2018: Emerging Markets Debt Relative, 5 December 2017
- 127) James Kynge. Redefining EM: Choosing The Best Matrix. World Experts Offer Six New Classifications. Financial Times. August 18, 2015, Available On: [Www.Ft.Com](http://www.ft.com)
- 128)** Jason Chavis, The History Of China's Stock Market, September 26, 2017, Available On: [Https://Bizfluent.Com/About-5070399-History-Chinas-Stock-Market.Html](https://bizfluent.com/about-5070399-history-chinas-stock-market.html)
- 129)** Jeff Brown, 5 Ratios Investors Need To Know, April 3, 2017,
- 130) Jeremy Quittner, Developed Vs Emerging Economy: What's The Difference?, June 07, 2017, Available On: [Learn.Stashinvest.Com](http://learn.stashinvest.com)
- 131) Jerry Zhang, How To Track China's Fast-Changing Consumer Sector, June 2016.
- 132) Jim O'Neill, Which Way For Emerging Markets In 2017?, Jan 18, 2017, (04/03/2018)
- 133) Julia Goh Malaysia: Stable Reserves At Us\$95bn But Foreign Selling Persists.
- 134) Julia Gottlieb, What Is The Real Size Of Brazil's External Debt?, Macro Research – Itaú, Tuesday, July 28, 2015.
- 135)** Jung Wan Lee And Tianyuan Frederic Zhao, Dynamic Relationship Between Stock Prices And Exchange Rates: Evidence From Chinese Stock Markets, The Journal Of Asian Finance, Economics And Business Vol.1 No.1 2014.
- 136)** Katina Stefanova , Brazil Beyond The Olympics: Good News For Emerging Market Investors, Aug 23, 2016
- 137)** Ken Little, Learn How Inflation Affects Stock Investments, August 31, 2017
- 138)** Ken Little, **When Evaluating Stocks**, A Growing Business Should Be Worth More Than Its Book Value, January 29, 2018. (17/3/2018)
- 139) Krishna Reddy Chittedi, Macroeconomic Variables Impact On Stock Prices In A Bric Stock Markets: An Empirical Analysis, Research Article Stock & Forex Trading, 2015, P 01.
- 140) L.M.C.S. Menike, the effect of macroeconomic variables on stock prices in.
- 141)** Larry Elliott, Imf Warns China Over 'Dangerous' Growth In Debt, Washington, 15/08/2017, Available On: [Www.Theguardian.Com](http://www.theguardian.com)
- 142)** Lawrence Carrel , Emerging Markets Offer Attractive Investment Opportunities In 2018, Jan 30, 2018,

- 143) Lazard Emerging Markets Debt , Emerging Markets Sovereign Outlook Brazil, 24 February 2017.
- 144) Lei Pan And Vinod Mishra, Stock Market Development And Economic Growth: Empirical Evidence From China, Monash Business School, Department Of Economics, Paper 16/16, 2016, P 02.
- 145) Louisa Lo, Outlook 2018: Greater China Equities, 11 December 2017.
- 146) Lynge Nielsen, Classifications Of Countries Based On Their Level Of Development: How It Is Done And How It Could Be Done, International Monetary Fund Working Paper, 2011.
- 147) M. S. M. Khair-Afham And Siong-Hook Law And W. N. W. Azman-Saini, Is Gold Investment A Safe Haven Or A Hedge For The Malaysian Inflation?, International Journal Of Business And Society, Vol. 18 No. 1, 2017.
- 148) Martin Sewell, History of the Efficient Market Hypothesis, UCL DEPARTMENT OF COMPUTER SCIENCE, 20 January 2011, p 04.
- 149) Martin Small, There's A Disconnect Between China's Growth And Its Stock Market, Jun. 27, 2017, Available On: [Www.Businessinsider.Com](http://Www.Businessinsider.Com)
- 150) - Marvin Appel, Why Emerging Markets Remain Attractive, 08/16/2017
- 151) - Mary Sadler, Can Crude Recovery Get Russia Back On Track?, Market Realist, May 04, 2017.
- 152) - Matthew Lynn, Why An Emerging-Markets Crash Wouldn't Matter, Jan 29, 2014
- 153) - Mexican\_Financial\_Market, Podzim2011, Masaryk University.
- 154) - Mike Mugambi And Timothy C. Okech, Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Returns Of Listed Commercial Banks In Kenya, International Journal Of Economics, Commerce And Management United Kingdom, 2016.
- 155) - Msci Brazil Index, Jan 31, 2018, P 01, Available On: (28/02/2018)
- 156) - Msci China Index, Jan 31, 2018, P 01, Available On: (02/03/2018),
- 157) Msci India Index, Jan 31, 2018, P 01, Available On : (28/02/2018)
- 158) Msci Mexico Index, Jan 31, 2018, P 01, Available On: (28/02/2018)
- 159) Msci South Africa Index, Feb 28, 2018, P 1, Available On: (03/03/2018) ,
- 160) Msci Turkey Index, Jan 31, 2018, P 01. Available On: (28/02/2018),

- 161) Muhammad Aamir Ali And Nazish Aamir, Stock Market Development And Economic Growth: Evidence From India, Pakistan, China, Malaysia And Singapore, International Journal Of Economics, Finance And Management Sciences 2014, June 10, 2014.
- 162) Muhammad Aftab And Rubi Ahmad And Izlin Ismail,, Dynamics Between Currency And Equity Markets In China, Chinese Management Studies, Vol 9 Issue 3, University Of Malaya, 2015.
- 163) Nadeem Sohail And Zakir Hussain, Long-Run And Short-Run Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Prices In Pakistan The Case Of Lahore Stock Exchange, Pakistan Economic And Social Review Volume 47, No. 2 (Winter 2009).
- 164) Najeb M.H. Masoud, The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth, International Journal of Economics and Financial Issues Vol. 3, No. 4, 2013.
- 165) Nataliamillidahl, Risk And Return In The Russian Stock Market: Is Russia Different?, 2012.
- 166) Norges Bank Investment Management, Global Growth And Equity Returns, Discussion Note, 01/12/2016, P 02, Available On: [Www.Nbim.No](http://www.nbim.no)
- 167) Capital Flows To Emerging Markets, The Institute Of International Finance ,October 1, 2015.
- 168) Otaviano Canuto and Catiana García-Kilroy And Anderson Caputo Silva, The New Financial Landscape: What It Means For Emerging Market Economies, Number 87, The World Bank, Poverty Reduction And Economic Network (Prem), Economic Premise, September 2012.
- 169) Outlook On Emerging Markets, Jul 2017, Lazard Asset Management.
- 170) **Paul Weisbruch**, Staggering Inflows Continue For Emerging Markets Funds, April 20, 2017, **Nyse**
- 171) People's Republic Of China: Economy, Asian Development Outlook (Ado) 2017, Available On: [Www.Adb.Org](http://www.adb.org)
- 172) Philip M. Fabrizio And Allen Liu, Investment Basics: A Primer On Emerging Markets Equities, Arthur J. Gallagher & Co , 2015,
- 173) Pierre Eric Mani, L'internationalisation De La Recherche-Développement Et Cycle De L'investissement Etranger Dans Les Pays Emergents: Le Cas De La Chine, Du Brésil, De L'inde Et De L'afrique Du Sud, Universite De Nice Sophia Antipolis, France, 2013, P
- 174) Pierre-Yves Bateau, Time To Revisit Emerging Markets, Emerging Market Debt Strategy Q2 2016,

- 175) Pooja Joshi, Relationship Between Macroeconomic Variables And Stock Market Development: Evidences From The Indian Economy, Thesis Of Doctor Of Philosophy, Birla Institute Of Technology And Science, Pilani 2015 .
- 176) Priya Behal And Kriti Awasthi, Foreign Portfolio Investment Fpi, .
- 177) Pu Shen, The P/E Ratio And Stock Market Performance, Federal Reserve Bank Of Kansas City, Economic Review • Fourth Quarter 2000.
- 178) Regulated Funds, Emerging Markets, And Financial Stability Ici Global Research Perspective, Vol. 2, No. 1 | April 2015.
- 179) Research Report On China-US Economic And Trade Relations, Ministry Of Commerce Of The People’s Republic Of China May 25th , 2017.
- 180) Results Of Msci 2017 Market Classification Review, 2017 Market Classification Announcement Press Release Final, New York, June 20, 2017, Www.Msci.Com
- 181) Richard K. Bullock, THEORY OF EFFECTIVENESS MEASUREMENT , Doctoral Thesis, AIR FORCE INSTITUTE OF TECHNOLOGY , September 2006.
- 182) Robert D Gay Jr, Effect Of Macroeconomic Variables On Stock Market Returns For Four Emerging Economies: Brazil, Russia, India, And China, International Business & Economics Research Journal, May/June 2016 Volume 15, Number 3.
- 183) Robin Koepke And Saacha Mohammed, Introducing The Iif Portfolio Flows Tracker March 12, 2014.
- 184)** Ronak Nangalia Sohrab Kothari, Basics Of Stock Market, FLAME Investment Lab, FLAME University, available on: <http://www.flame.edu.in>
- 185) Rttnews, Mary Sadler, Is Brazil Showing Improvement In Its Economic Growth?, Jul. 16, 2017, (04/03/2018)
- 186) Samuel PD Anantadjaya And Innge Handojo And B. Agus Finardi, Measuring Organizational Effectiveness: An Industrial Study On Indonesia’s Listed Manufacturing Firms, 2012 Society Of Interdisciplinary Business Research Vol 1(1).
- 187)** Sara Hsu , China Is Set To Lose Its 'Emerging Market' Status As Growth Continues To Decline, Jan 25, 2018,
- 188)** Sarah Boumphrey, Top 10 Largest Economies in 2020, July 7th, 2010.
- 189)** Sean Ross | Performance Review: Emerging Markets Equities In 2015, February 11, 2016.

- 190) Sean Ross, Top 5 Emerging Market Etf's (Eem, Gmm), | September 30, 2015,
- 191) Sechel Ioana-Cristina And Ciobanu Gheorghe, Characteristics Of The Emerging -Market Economies - Brics, From The Perspective Of Stock Exchange Markets, 2014.
- 192) Sergeeva Irina, Russian Stock Market,
- 193) Shaik Mohammad Imran and all, RECENT TRENDS AFFECTING STOCK MARKET OF INDIAN ECONOMY, 9 th international conference on recent innovations, engineering and management, dhruva institute of engineering and management, telangana, January 2017,
- 194) Shakill Hassan, South African Capital Markets: An Overview, Working\_Paper, October 2013
- 195) Sheilla Nyasha And Nm Odhiambo, The Brazilian Stock Market Development: A Critical Analysis Of Progress And Prospects During The Past 50 Years, Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions / Virtusinterpress, Volume 3, Issue 3, 2013,
- 196) Susan Mcdermott, What Defines AN Emerging Market?, Institutional Advisory, Pavilion Advisory Group TM.
- 197) The 2017 A T Kearney Foreign Direct Investment Confidence Inde, Glass Half Full, Available On: Www.Atkearney.Com
- 198) The Case For Emerging Markets Asia, Etf Investment Strategy, Ishares Blackrock, October 2017
- 199) Thomas Delcey, Efficient Market Hypothesis, Eugene Fama and Paul Samuelson: A reevaluation, Working Paper, hal archives ouvertes June 2017,
- 200) Thomas Kenny, Bond Investing Introduction To Emerging Market Bonds, November 06, 2016,
- 201) Tom Wilson, Outlook 2018: Emerging Market Equities, 5 DECEMBER 2017, Avaikable On:
- 202) Tregub, A. Ya And Posokhov, Yu. Ye, Russian Stock Market: Events And Facts, 2012.
- 203) Two More Cities Join China's Trillion Yuan Gdp Club In 2017, Chinadaily, 05/02/2018, Available On: Www.Chinadaily.Com.Cn
- 204) United Nations Conference On Trade And Development, World Investment Report Investment And The Digital Economy 2017.
- 205) - Victor Ushahemba Ijirshar And Fefa Joseph And Mile Godoo, The Relationship Between External Debt And Economic Growth In Nigeria, International Journal Of Economics & Management Sciences, Research Article Omics Internationa,L (2016),

- 206)** Vitor Gaspar And Marialuz Moreno Badia. Big Bad Actors: A Global View Of Debt. October 5, 2016
- 207) Walid Chkili And Duc Khuong Nguyen , Exchange Rate Movements And Stock Market Returns In A Regime-Switching Environment: Evidence For Brics Countries, Working Paper 2014-388, Ipag Business School, France,
- 208) Wayne M. Morrison, China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, And Implications For The United States. September 15, 2017, Congressional Research Service,
- 209) Wen Mingjie And Tang Tang , The Relationship Between Weekly Exchange Rate Movements And Stock Returns: Empirical Evidence In Five Asian Markets, Umeå School Of Business Spring Semester 2010, P 42, Available On: [Www.Diva-Portal.Org](http://Www.Diva-Portal.Org)
- 210) Wendy Connett, A Guide To Japan's Nikkei 225 Index, available on: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- 211) Werner Krämer, Equity Investments As A Hedge Against Inflation, Part 2, Investment Research, Lazard Asset Management, 14 September 2017,
- 212) Why China Has So Little Foreign Debt, Stansberry Churchouse Research , May 29, 2017, Available On: [Www.Valuwalk.Com](http://Www.Valuwalk.Com)
- 213) Why Use GNI Per Capita To Classify Economies Into Income Groupings?, Country Classification. [Datahelpdesk.Worldbank.Org](http://Datahelpdesk.Worldbank.Org)
- 214) [Www.Ccsenet.Org/Ijbm](http://Www.Ccsenet.Org/Ijbm) International Journal Of Business And Management Vol. 9, No. 11; 2014, Stock Exchange Development And Economic Growth: Empirical Evidence From Jordan Ali Mustafa Al-Qudah1, P 126.
- 215) [Www.Investopedia.Com](http://Www.Investopedia.Com)
- 216) [Www.Stockmarketclock.Com](http://Www.Stockmarketclock.Com)
- 217) Xinhua, China's External Debt Expected To Grow, Risks Controllable, Article Chinadaily, 01/04/2017, Available On: [www.chinadaily.com.cn](http://www.chinadaily.com.cn)
- 218) Y Russ Koesterich, Some Ingredients Are Missing For A Turnaround In Brazil, Market Realist, Mar 23, 2015.
- 219) - Kristina Zucchi, Inflation's Impact On Stock Returns, August 17, 2017, Available On: [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).
- 220) Prableen Bajpai, Yuan Vs Rmb: Understanding The Difference, 23 March 2016 , Available On: [Www.Investopedia.Com](http://Www.Investopedia.Com)

- 221) Rakesh Sharma, Brazil's Recession And Its Effect On The World Economy, September 8, 2015, Available On: (03/03/2018)
- 222) Sean Ross, The Brazilian Real: A Case Study (PBR), April 5, 2016.
- 223) Anthony Harrington, The Secret Behind Russia's Low Public Debt To Gdp Ratio
- 224) Antoine van Agtmael, The Emerging Markets Century (Book Review), Reviewed by : Shiva Srinivasan, Indian Institute of Management, Kozhikode, 2007.
- 225) Arthur Pinkasovitch, The Risks Of Investing In Emergings Markers, Updated March 28, 2014, Available On:
- 226) Ashoka Mody, What Is An Emerging Market?, IMF Working Paper Research Department. International Monetary Fund. September 2004.
- 227) Bahram Adrangi And Arjun Chatrath, Inflation, Output, And Stock Prices: Evidence From Brazil, The Journal Of Applied Business Research, Volume 18, Number 1, P72.
- 228) Bloomberg Markets Most Influential Summit 2016, December 7 Abu Dhabi, 2016.
- 229) Brazil Slow deterioration, economic-research, BNP PARIBAS? April 2014.
- 230) Brian Perryevaluating Country Risk For International Investing Ww.Investopedia.Com/Articles/Stocks/08/Country-Risk-For-International-Investing.Asp
- 231) China Economic Update, June 2015, Macroeconomics And Fiscal Management Global Practice, P 03, Available On: Www.Worldbank.Org
- 232) David Ashworth, Will The Indian Stock Market Crash In 2016? - Have Indian Equities Run Up Ahead Of Their Fundamentals?-, Jul 3, 2015
- 233) David Hale Founding Chairman David Hale The Importance Of Emerging Markets Cfa Institute, September 2012,
- 234) David Pierson And Makeda Easter - Moody's Cuts China Credit Rating Over Rising Debt, La Times, May 24, 2017, Available On: Www.Latimes.Com
- 235) David, On The Relationship Between Chinese Economic Growth And Stock Market Returns, 01 May 2016.**
- 236) Debjiban Mukherjee, Comparative Analysis Of Indian Stock Market With International Markets, Great Lakes Herald –Volume 1, Issue 1 , Great Lakes Institute Of Management, Chennai, April 2007 .

- 237) Economic Analysis - Brl: Near-Term Bounce Unsustainable Without Structural Reform - 12 Oct 2015, Bmi Research A Fitch Group Company.
- 238) FTSE Country Classification Process. Research September 2016 .  
Www.Ftse.Com
- 239) [Http://Blogs.Worldbank.Org/Opendata/Ar/New-Country-Classifications-2016](http://Blogs.Worldbank.Org/Opendata/Ar/New-Country-Classifications-2016)
- 240) [Http://Www.Albankaldawli.Org/Ar/News/Press-Release/2016/01/06/Anemic-Recovery-In-Emerging-Markets-To-Weigh-Heavily-On-Global-Growth-In-2016](http://Www.Albankaldawli.Org/Ar/News/Press-Release/2016/01/06/Anemic-Recovery-In-Emerging-Markets-To-Weigh-Heavily-On-Global-Growth-In-2016)
- 241) [Https://Www.Investopedia.Com/Terms/F/Financial\\_Sector.Asp](https://Www.Investopedia.Com/Terms/F/Financial_Sector.Asp)
- 242) Ignacio Requejo, Defining & Characterizing Emerging Capital Markets, University Of Glasgow, Strathclyde Business School, 2010/2011.
- 243) J.B. Maverick, 3 Best Dividend-Paying Emerging Markets Equity Etf's (Dvye, Ediv) | March 31, 2016,
- 244) Jacqueline Rong, Does China's External Debt Pose A Major Risk? , Article Barron's, October 14, 2015, Available On: [Www.Barrons.Com](http://Www.Barrons.Com)
- 245) John Divine, The Best Ways To Value A Stock, May 15, 2017, Available On: (20/02/2018)
- 246) Justin Kuepper, What Are Emerging Markets? Finding And Investing In Emerging Markets, August 25, 2016, Available On: [Www.Thebalance.Com](http://Www.Thebalance.Com)
- 247) Kenneth Rapoza ; Forget Cheap Brazil, It's About To Get Expensive Again; Aug 8, 2017,
- 248) - Keynesian Economics, available on:
- 249) Kimberly Amadeo, MSCI Index: What Is It And What Does It Measure?, July 06, 2017, available on:
- 250) - Kimberly Amadeo, What Are Emerging Markets? 5 Defining Characteristics, How To Pick The Real Winners- December 14, 2016, Available On: [Www.Thebalance.Com](http://Www.Thebalance.Com)
- 251) Matthew Frankel, The Vanguard Emerging Markets Fund: High Risk With Huge Potential, Sep 7, 2016.
- 252) - Mbaloula Marcel, La Problématique De L'émergence Economique Des Pays En Voie De Développement, Revue Congolaise De Gestion, Numéro 14, 2011.

- 253) - Mbaloula Marcel, la problématique de l'émergence économique des pays en voie de développement, revue Congolaise de gestion, Numéro 14, 2011.
- 254) Moubarack Lo, L'émergence économique des pays, centre africain de formation et de recherche administratives pour le développement, Cafrad.
- 255) MSCI Market Classification Framework, June 2014, ww.Msci.Com
- 256) MUSTAFA SAKR and ANDRE JORDAAN, emerging multinational corporations: theoretical and conceptual framework-ersa, working paper n 574, january 2016.
- 257) Sechel ioana cristina and ciobanu gheorghe, characteristics of the emerging markets economies - brics - from the perspective of stock exchange markets -babeş - bolyai university, faculty of economics and business administration, cluj-napoca, romania, 2014.
- 258) Sechel Ioana Cristina And Ciobanu Gheorghe, Characteristics Of The Emerging Markets Economies - Brics - From The Perspective Of Stock Exchange Markets -Babeş - Bolyai University, Faculty Of Economics And Business Administration, Cluj-Napoca, Romania, 2014.
- 259) Sechel Ioana-Cristina And Ciobanu Gheorghe, Characteristics Of The Emerging Market Economies - Brics- From The Perspective Of Stock Exchange Markets, The Annals Of The University Of Oradea. Economic Sciences,2014.
- 260) Vanguard Research, Emerging Markets: Individual Country Or Broad-Market Exposure?, April 2011
- 261) World Investment Report Investor Nationality: Policy Challenges 2016, Investor Nationality: Policy Challenges, United Nations Conference On Trade And Development (Unctad).
- 262) Www.Ccsenet.Org/Ijbm International Journal Of Business And Management Vol. 9, No. 11; 2014, Stock Exchange Development And Economic Growth: Empirical Evidence From Jordan Ali Mustafa Al-Qudah1.
- 263) Www.Worldfinance.Com/Banking/Emerging-Market-Complexities
- 264) Yelizcandemir And Emrepeker, Turkish Markets Reverse Rally After Erdogan Victory, Aug 11, 2014 .
- 265) -Zhongqiang Bai, Study On The Impact Of Inflation On The Stock Market In China, International Journal Of Business And Social Science Vol. 5, No. 7(1); June 2014
- 266)** - David Ashworth, Will The Indian Stock Market Crash In 2016?, How Do India's Economic Indicators Look?- , **Jul 3, 2015**

- 267) - Dzmitry Lipski, Best Opportunities In Emerging Market Bonds, 31st August 2017.
- 268) Dan Moskowitz, Etf's: How To Play Emerging Markets Rebound (Vwo), <http://www.investopedia.com/articles/investing/041316/etfs-how-play-emerging-markets-rebound-vwo.asp>
- 269) economic-research.bnpparibas.com
- 270) Emerging Sri Lankan Stock Market, Department Of Accountancy & Finance
- 271) En.Portal.Santandertrade.Com
- 272) HAL Id: hal-01618347 <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01618347>
- 273) <http://blogs.worldbank.org/opendata/classifying-countries-income-new-working-paper>
- 274) <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.683.3357&rep=rep1&type=pdf>
- 275) <http://etfdb.com/etfdb-category/emerging-markets-bonds>
- 276) <http://marketrealist.com/2015/07/indian-equities-run-ahead-fundamentals/>
- 277) <http://marketrealist.com/2015/07/indias-economic-indicators-look/>
- 278) <http://markets.businessinsider.com/news/interestrates/brazil-imf-increases-gdp-growth-forecast-for-2017-cuts-2018-estimate-1002176719>
- 279) [http://miraeassetmf.co.in/uploads/downloads/impact\\_of\\_inflation.pdf](http://miraeassetmf.co.in/uploads/downloads/impact_of_inflation.pdf)
- 280) <http://money.cnn.com/2014/07/04/investing/emerging-markets-risks/index.html>
- 281) <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan025797.pdf>
- 282) <http://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2016/01/06/anemic-recovery-in-emerging-markets-to-weigh-heavily-on-global-growth-in-2016>
- 283) <http://www.bloomberg.com/news/photo-essays/2013-01-31/the-top-20-emerging-markets>
- 284) <http://www.bloomberg.com/news/photo-essays/2013-01-31/the-top-20-emerging-markets>
- 285) [http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/borsa\\_istanbul\\_a\\_story\\_of\\_transformation.pdf](http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/borsa_istanbul_a_story_of_transformation.pdf)

- 286) [Http://Www.Columbiathreadneedleetf.Com/Emergingmarkets/Pdf/Articles/Isc%20-%20developing%20affluence%20-%20the%20em%20consumer%20opportunity](http://Www.Columbiathreadneedleetf.Com/Emergingmarkets/Pdf/Articles/Isc%20-%20developing%20affluence%20-%20the%20em%20consumer%20opportunity).
- 287) [Http://Www.Emergingmarketsmonitor.Com/Economic-Analysis-Brl-Near-Term-Bounce-Unsustainable-Without-Structural-Reform-12-Oct-2015](http://Www.Emergingmarketsmonitor.Com/Economic-Analysis-Brl-Near-Term-Bounce-Unsustainable-Without-Structural-Reform-12-Oct-2015)
- 288) [Http://Www.Financepractitioner.Com/Blogs/Anthony-Harrington/2011/05/06/The-Secret-Behind-Economy-Of-Russia](http://Www.Financepractitioner.Com/Blogs/Anthony-Harrington/2011/05/06/The-Secret-Behind-Economy-Of-Russia)
- 289) [Http://Www.Iii.Co.Uk](http://Www.Iii.Co.Uk)
- 290) <http://www.imf.org/ar/News/Articles/2016/10/03/AM2016-NA100416-WEO>
- 291) <http://www.insightsquared.com/2013/08/effectiveness-vs-efficiency-whats-the-difference/>
- 292) <http://www.intechopen.com/books/business-dynamics-in-the-21stcentury/the-brazilian-stock-market-structure-dimension-and-main-features>.
- 293) <http://www.investopedia.com/articles/03/073003.asp>
- 294) <http://www.investopedia.com/articles/03/073003.asp>
- 295) <http://www.investopedia.com/articles/basics/11/risks-investing-in-emerging-markets.asp>
- 296) <http://www.investopedia.com/articles/investing/033116/3-best-dividendpaying-emerging-markets-equity-etfs-dvye-ediv.asp?lg>
- 297) <http://www.investopedia.com/articles/investing/081215/top-3-emerging-markets-etfs.asp?lgl=rira-baseline-vertical>
- 298) <http://www.investopedia.com/articles/investing/081215/top-3-emerging-markets-etfs.asp?lgl=rira-baseline-vertical>
- 299) <http://www.investopedia.com/articles/investing/093015/top-5-emerging-market-etfs.asp?lgl=rira-baseline-vertical>
- 300) <http://www.investopedia.com/articles/markets/021116/performance-review-emerging-markets-equities-2015.asp>
- 301) [Http://Www.Investopedia.Com/Articles/Stocks/09/Indian-Stock-Market.Asp](http://Www.Investopedia.Com/Articles/Stocks/09/Indian-Stock-Market.Asp)
- 302) [http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT\\_Apr\\_2015\\_Efficiency\\_1447.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT_Apr_2015_Efficiency_1447.pdf)
- 303) [Http://Www.Lazardnet.Com/Wm/Docs/Sp0/10394/Emergingmarketssovereign-Razil\\_En.Pdf?Pagename=Emerging+Markets+Sovereign+Outlook](http://Www.Lazardnet.Com/Wm/Docs/Sp0/10394/Emergingmarketssovereign-Razil_En.Pdf?Pagename=Emerging+Markets+Sovereign+Outlook)

- 304) [Http://Www.Listingistanbul.Com/Docs/Default-Source/Default-Documents/Transformation-Of-Turkish-Capital-Markets-And-Value-Creation-By-Borsa-Istanbul.Pdf?Sfvrnsn=0](http://Www.Listingistanbul.Com/Docs/Default-Source/Default-Documents/Transformation-Of-Turkish-Capital-Markets-And-Value-Creation-By-Borsa-Istanbul.Pdf?Sfvrnsn=0)
- 305) [Http://Www.Mandg.Co.Uk](http://Www.Mandg.Co.Uk),
- 306) [Http://Www.Marketwatch.Com/Story/Turkish-Etf-Falls-With-Losses-In-Domestic-Market-2016-07-18](http://Www.Marketwatch.Com/Story/Turkish-Etf-Falls-With-Losses-In-Domestic-Market-2016-07-18)
- 307) [Http://Www.Marketwatch.Com/Story/Turkish-Markets-Reverse-Rally-After-Erdogan-Victory-2014-08-11](http://Www.Marketwatch.Com/Story/Turkish-Markets-Reverse-Rally-After-Erdogan-Victory-2014-08-11)
- 308)** [Http://Www.Marketwatch.Com/Story/Why-An-Emerging-Markets-Crash-Wouldnt-Matter-2014-01-29](http://Www.Marketwatch.Com/Story/Why-An-Emerging-Markets-Crash-Wouldnt-Matter-2014-01-29)
- 309) [Http://Www.Naufor.Ru](http://Www.Naufor.Ru)
- 310) [Http://Www.Nsi-Ins.Ca/Wp-Content/Uploads/2014/05/Brief-Cheru-Emerging-Economies-French](http://Www.Nsi-Ins.Ca/Wp-Content/Uploads/2014/05/Brief-Cheru-Emerging-Economies-French)
- 311)** <http://www.russia-direct.org/analysis/whats-happening-inflation-rate-russia>
- 312)** <http://www.russia-direct.org/analysis/whats-happening-inflation-rate-russia>
- 313) [Http://Www.Sace.It/En/Media/Press-Releases/Press-Release/2016-Risk-Map-Risk>Returns-To-Emerging-Markets](http://Www.Sace.It/En/Media/Press-Releases/Press-Release/2016-Risk-Map-Risk>Returns-To-Emerging-Markets),
- 314) [Http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Investing-In-India-How-Might-Reforms-Affect-Stockmarket>Returns/](http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Investing-In-India-How-Might-Reforms-Affect-Stockmarket>Returns/)
- 315) [Http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Outlook-2018-Emerging-Market-Equities/](http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Outlook-2018-Emerging-Market-Equities/)
- 316) [Http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Outlook-2018-Emerging-Markets-Debt-Relative/](http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Outlook-2018-Emerging-Markets-Debt-Relative/)
- 317) [Http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Outlook-2018-Greater-China-Equities/](http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/Outlook-2018-Greater-China-Equities/)
- 318) [Http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/What-Has-Driven-Stockmarket>Returns-And-What-Will-Drive-Them-In-Future/](http://Www.Schroders.Com/En/Insights/Economics/What-Has-Driven-Stockmarket>Returns-And-What-Will-Drive-Them-In-Future/)
- 319) [Http://Www.Virtusinterpress.Org](http://Www.Virtusinterpress.Org)
- 320)** <https://blog.euromonitor.com/2010/07/special-report-top-10-largest-economies-in-2020.html>
- 321) [Https://Blog-Imfdirect.Imf.Org/2016/10/05/Big-Bad-Actors-A-Global-View-Of-Debt/](https://Blog-Imfdirect.Imf.Org/2016/10/05/Big-Bad-Actors-A-Global-View-Of-Debt/)
- 322)** [Https://Blogs.Worldbank.Org/Opdata/Ar/New-Country-Classifications-Income-Level-2017-2018](https://Blogs.Worldbank.Org/Opdata/Ar/New-Country-Classifications-Income-Level-2017-2018)

- 323) <https://Brage.Bibsys.No/Xmlui/Bitstream/Handle/11250/187418/2012.%20nataliamillidahl.Pdf?Sequence=1>
- 324) [https://econrsa.org/system/files/publications/working\\_papers/working\\_paper\\_574.pdf](https://econrsa.org/system/files/publications/working_papers/working_paper_574.pdf)
- 325) <https://Etfdailynews.Com/2017/04/20/Staggering-Inflows-Continue-For-Emerging-Markets-Funds/>
- 326) [https://Is.Muni.Cz/EI/1456/Podzim2011/Mpf\\_Afin/Um/27608616/27608949/Mexican\\_Financial\\_Market.Pdf?Lang=En](https://Is.Muni.Cz/EI/1456/Podzim2011/Mpf_Afin/Um/27608616/27608949/Mexican_Financial_Market.Pdf?Lang=En)
- 327) <https://Marketrealist.Com/2015/03/Brazilian-Government-Debt-Galloped-Years>
- 328) <https://Marketrealist.Com/2017/02/Brazil-Showing-Improvement-Economic-Growth>
- 329) <https://Marketrealist.Com/2017/05/Russias-Gdp-Is-Back-To-Positive-Territory>
- 330) <https://Money.Usnews.Com/Investing/Articles/2017-04-03/5-Ratios-Investors-Need-To-Know>
- 331) <https://Money.Usnews.Com/Investing/Articles/2017-05-15/The-Best-Ways-To-Value-A-Stock>
- 332) <https://money.usnews.com/investing/articles/2017-05-31/what-you-should-know-about-3-major-us-indexes>
- 333) <https://RUSSEUROPE.HYPOTHESES.ORG/5779>
- 334) <https://Sims.Edu/Wp-Content/Uploads/2017/01/Document4.Pdf>
- 335) <https://Sloanreview.Mit.Edu/Article/New-Strategies-In-Emerging-Markets/>
- 336) <https://Www.Ajg.Com/Media/1503957/Investment-Basics-A-Primer-On-Emerging-Markets-Equities>
- 337) <https://Www.Desjardins.Com/Ressources/Pdf/Pv160119-F.Pdf>
- 338) <https://Www.Focus-Economics.Com/Blog/Emerging-Market-Outlook-Forecasts-2017>
- 339) <https://Www.Fool.Com/Investing/2016/09/07/The-Vanguard-Emerging-Markets-Fund.aspx>
- 340) <https://Www.Forbes.Com/Sites/Katinastefanova/2016/08/23/Brazil-Beyond-The-Olympics-Good-News-For-Emerging-Market-Investors/#5bcdabcf2398>
- 341) <https://Www.Forbes.Com/Sites/Kenrapoza/2017/08/08/Forget-Cheap-Brazil-Its-About-To-Get-Expensive-Again/#20d3c46a1ea8>
- 342) <https://Www.Getsmarteraboutmoney.Ca/Invest/Investment-Products/Stocks/6-Indicators-Used-To-Assess-Stocks/>

- 343) <https://Www.Getsmarteraboutmoney.Ca/Invest/Investment-Products/Stocks/6-Indicators-Used-To-Assess-Stocks/>
- 344) <https://www.greatlakes.edu.in/pdf/Herald/Vol3/emergingMarkets.pdf>
- 345) <https://Www.Investopedia.Com/Articles/Forex/090815/Brazils-Recession-And-Its-Effect-World-Economy.Asp>
- 346) <https://www.investopedia.com/articles/investing/102114/guide-japans-nikkei-225-index.asp>
- 347) <https://Www.Investopedia.Com/Articles/Investing/120615/Emerging-Markets-Analyzing-Russias-Gdp.Asp>
- 348) <https://Www.Investopedia.Com/Ask/Answers/030215/What-Emerging-Markets-Are-Best-Suited-Investing-Financial-Services-Sector.Asp>
- 349) <https://www.investopedia.com/insights/introduction-to-stock-market-indices/>
- 350) <https://www.investopedia.com/terms/k/keynesianeconomics.asp>
- 351) <https://www.nordea.com/en/press-and-news/news-and-press-releases/fredrik-wilanders-blog/2015/2015-01-20-risk-and-the-Capital-Paradox-Of-Emerging-Markets.Html>
- 352) <https://Www.Stlouisfed.Org/Publications/Regional-Economist/January-2012/Emerging-Markets-A-Source-Of-And-Destination-For-Capital>
- 353) <https://www.thebalance.com/introduction-to-emerging-market-bonds-417021>
- 354) <https://www.thebalance.com/msci-index-what-is-it-and-what-does-it-measure-3305948>
- 355) <https://www.upi.com/russian-gdp-growth-still-forecast-below-2-percent/6811517575490/>
- 356) JULIEN VERCUEIL, *emergences économiques: généalogie et définitions*, carnet du séminaire BRICS de l'ehec-fmsh, 13/07/2014.
- 357) *Macroeconomic Analysis*, Feb 28, 2017, Available On: (04/03/2018), May 6, 2011,
- 358) -Meg Doherty Bea, *Defining Emerging Markets*. December, 2012, Available On: <https://Thisalreadyhappened.Com/2012/12/08/Defining-Emerging-Markets/>
- 359) Neil Fantom And Umar Serajuddin, *Classifying Countries By Income, A New Working Paper*, 01/12/2016.

- 360) The Relationship Between Inflation And Stock Market: Evidence From Malaysia, United States And China. Nternational Journal Of Economics And Management Sciences Vol. 1, No. 2, 2011.
- 361) Vanita Tripathi And Arnav Kumar, Relationship Between Inflation And Stock Returns – Evidence From Brics Markets Using Panel Co Integration Test, December 17, 2014, P 650.
- 362) Why Emerging Markets Is An Outdated Definition. World Economic Forum, 2015, Available On: [Www.Weforum.Org/Agenda/2015/08/Why-Emerging-Markets-Is-An-Outdated-Definition/](http://Www.Weforum.Org/Agenda/2015/08/Why-Emerging-Markets-Is-An-Outdated-Definition/)
- 363) [Www.Bloomberg.Com](http://Www.Bloomberg.Com)
- 364) [Www.Crs.Gov](http://Www.Crs.Gov)
- 365) [Www.Dailyfx.Com/Tadawul\\_Forex\\_News/Education/2016/04/09/Emerging-Markets-Charectaristics-4226.Html-](http://Www.Dailyfx.Com/Tadawul_Forex_News/Education/2016/04/09/Emerging-Markets-Charectaristics-4226.Html-)
- 366) [www.econjournals.com](http://www.econjournals.com)
- 367) [www.forbes.com](http://www.forbes.com)
- 368) [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- 369) [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- 370) [www.ipedr.com](http://www.ipedr.com)
- 371) [www.itau.com.br](http://www.itau.com.br)
- 372) [www.lexology.com](http://www.lexology.com)
- 373) [www.moneyshow.com](http://www.moneyshow.com)
- 374) [www.msci.com](http://www.msci.com)
- 375) [www.ne.ch/conjoncture](http://www.ne.ch/conjoncture)
- 376) [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- 377) [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)
- 378) [www.thebalance.com/understanding-book-value-3140780](http://www.thebalance.com/understanding-book-value-3140780)
- 379) [www.thebusinessyear.com](http://www.thebusinessyear.com)
- 380) [www.wellscap.com/pdf/expert\\_commentary/chinas\\_fast\\_changing\\_consumer](http://www.wellscap.com/pdf/expert_commentary/chinas_fast_changing_consumer)

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق
199	محاولة تقدير النموذج بإدراج كل المتغيرات المقترحة (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
200	محاولة تقدير النموذج بإدراج المتغيرات: GDP، CPI، EXR، FDI، EXD (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
201	محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الادخار S إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، FDI (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
202	محاولة تقدير النموذج بإضافة سعر الفائدة IR إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، FDI (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
203	محاولة تقدير النموذج بإضافة مؤشر أسعار الإنتاج PPI إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، FDI (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
204	محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الاستهلاك C01 إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، FDI (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
205	محاولة تقدير النموذج بإضافة عرض النقود M إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، FDI (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
206	نتائج تقدير أفضل نموذج خطي للعائد R (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
207	نتائج اختبار Chow (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
208	نتائج اختبار White (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
209	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر (Jarque-Bera) (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
210	نتائج اختبار وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء (اختبار LM) (بورصة شنغهاي SHANGHAI)
211	محاولة تقدير النموذج بإدراج كل المتغيرات المقترحة (بورصة تشنن SHENZHEN)
212	محاولة تقدير النموذج بإدراج المتغيرات: GDP، CPI، EXR، FDI، EXD (بورصة تشنن SHENZHEN)

213	محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الادخار $S$ إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، EXD، FDI (بورصة تشنزن SHENZHEN)
214	محاولة تقدير النموذج بإضافة سعر الفائدة IR إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، EXD، FDI (بورصة تشنزن SHENZHEN)
215	محاولة تقدير النموذج بإضافة مؤشر أسعار الإنتاج PPI إلى المتغيرات GDP، CPI، EXD، FDI، EXR (بورصة تشنزن SHENZHEN)
216	محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الاستهلاك $C01$ إلى المتغيرات GDP، CPI، EXD، FDI، EXR (بورصة تشنزن SHENZHEN)
217	محاولة تقدير النموذج بإضافة عرض النقود $M$ إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، EXD، FDI (بورصة تشنزن SHENZHEN)
218	نتائج تقدير أفضل نموذج خطي للعائد $R$ (بورصة تشنزن SHENZHEN)
219	نتائج اختبار Chow (بورصة تشنزن SHENZHEN)
220	نتائج تقدير أفضل نموذج خطي للعائد $R$ (بورصة SHENZHEN) (النموذج المعدل مع فترة إبطاء سنة للمديونية)
221	نتائج اختبار White (بورصة تشنزن SHENZHEN)
222	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر (Jarque-Bera) (بورصة تشنزن SHENZHEN)
223	نتائج اختبار وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء (اختبار LM) (بورصة تشنزن SHENZHEN)

- محاولة تقدير النموذج بإدراج كل المتغيرات المقترحة (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: MODEL\_ALL\_VAR Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent variable: k  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/16/21 Time: 22:53  
 Sample: 2001 2017  
 Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	35.74055	14.82713	2.410483	0.0525
EXD	13.66547	6.706474	2.037653	0.0877
FDI	-32.86887	47.84457	-0.686993	0.5177
EXR	-9.388861	58.56634	-0.160312	0.8779
CPI	-12.36740	13.25165	-0.933273	0.3867
IR	-7.259533	16.84896	-0.430859	0.6816
C01	21.73866	28.04679	0.775085	0.4677
M	1.140879	5.093102	0.224005	0.8302
S	22.81940	24.99372	0.913005	0.3964
PPI	-6.555828	6.629386	-0.988904	0.3609
C	-1958.919	2953.465	-0.663261	0.5318

R-squared	0.878407	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.675752	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	28.24541	Akaike info criterion	9.772403
Sum squared resid	4786.819	Schwarz criterion	10.31154
Log likelihood	-72.06542	Hannan-Quinn criter.	9.825994
F-statistic	4.334495	Durbin-Watson stat	2.829231
Prob(F-statistic)	0.043097		

- محاولة تقدير النموذج بإدراج المتغيرات: **EXD ، FDI ، EXR ، CPI ، GDP** (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: FIRST\_MODEL Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: R  
Method: Least Squares  
Date: 01/16/21 Time: 22:39  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	44.31304	7.256556	6.106622	0.0001
EXD	8.300819	3.755899	2.210075	0.0492
FDI	-50.29808	16.20461	-3.103937	0.0100
EXR	-29.33872	11.32490	-2.590638	0.0251
CPI	-15.76109	4.343746	-3.628454	0.0040
C	-93.74821	95.54439	-0.981201	0.3476

R-squared	0.812571	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.727375	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	25.89952	Akaike info criterion	9.616891
Sum squared resid	7378.639	Schwarz criterion	9.910966
Log likelihood	-75.74357	Hannan-Quinn criter.	9.646122
F-statistic	9.537750	Durbin-Watson stat	2.523283
Prob(F-statistic)	0.001018		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الادخار S إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، EXD، FDI (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: MODEL\_S Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: R  
Method: Least Squares  
Date: 01/16/21 Time: 22:47  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	43.49987	9.802120	4.437803	0.0013
EXD	8.616455	4.610299	1.868958	0.0912
FDI	-50.34083	16.98398	-2.964019	0.0142
EXR	-26.53452	24.40911	-1.087075	0.3025
CPI	-15.95570	4.786485	-3.333489	0.0076
S	0.630490	4.795790	0.131467	0.8980
C	-138.9711	358.2601	-0.387906	0.7062

R-squared	0.812894	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.700630	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	27.14021	Akaike info criterion	9.732811
Sum squared resid	7365.908	Schwarz criterion	10.07590
Log likelihood	-75.72889	Hannan-Quinn criter.	9.766914
F-statistic	7.240937	Durbin-Watson stat	2.481298
Prob(F-statistic)	0.003434		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة سعر الفائدة IR إلى المتغيرات GDP، CPI، EXR، FDI، EXD (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: MODEL\_IR Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: R  
Method: Least Squares  
Date: 01/16/21 Time: 22:42  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	44.37187	6.964641	6.371021	0.0001
EXD	7.206535	3.689284	1.953370	0.0793
FDI	-53.55227	15.72679	-3.405162	0.0067
EXR	-20.61665	12.54248	-1.643745	0.1313
CPI	-6.128680	8.072198	-0.759233	0.4652
IR	7.645456	5.486476	1.393509	0.1937
C	-169.9450	106.7643	-1.591777	0.1425

R-squared	0.843048	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.748878	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	24.85719	Akaike info criterion	9.557072
Sum squared resid	6178.798	Schwarz criterion	9.900160
Log likelihood	-74.23511	Hannan-Quinn criter.	9.591176
F-statistic	8.952323	Durbin-Watson stat	2.943929
Prob(F-statistic)	0.001512		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة مؤشر أسعار الإنتاج PPI إلى المتغيرات GDP، CPI، EXD، FDI، EXR (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: MODEL\_PPI Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: R  
Method: Least Squares  
Date: 01/16/21 Time: 22:48  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	43.77851	6.790725	6.446810	0.0001
EXD	8.964511	3.534716	2.536133	0.0296
FDI	-50.47075	15.14660	-3.332152	0.0076
EXR	-20.20236	12.01096	-1.681993	0.1235
CPI	-8.775674	5.942773	-1.476697	0.1705
PPI	-3.080169	1.913543	-1.609668	0.1385
C	133.7218	167.1678	0.799925	0.4423

R-squared	0.851141	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.761825	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	24.20792	Akaike info criterion	9.504138
Sum squared resid	5860.233	Schwarz criterion	9.847226
Log likelihood	-73.78517	Hannan-Quinn criter.	9.538241
F-statistic	9.529575	Durbin-Watson stat	2.845462
Prob(F-statistic)	0.001178		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الاستهلاك C01 إلى المتغيرات GDP، CPI، EXD، FDI، EXR (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: MODEL\_C Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: R  
Method: Least Squares  
Date: 01/16/21 Time: 22:46  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	45.25154	9.748062	4.642107	0.0009
EXD	7.974173	4.471221	1.783444	0.1048
FDI	-50.00291	17.08362	-2.926951	0.0151
EXR	-33.36751	28.75705	-1.160325	0.2729
CPI	-15.58320	4.695087	-3.319043	0.0078
C01	0.874946	5.689038	0.153795	0.8808
C	-117.7945	185.6450	-0.634515	0.5400

R-squared	0.813013	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.700821	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	27.13158	Akaike info criterion	9.732175
Sum squared resid	7361.227	Schwarz criterion	10.07526
Log likelihood	-75.72349	Hannan-Quinn criter.	9.766279
F-statistic	7.246601	Durbin-Watson stat	2.578703
Prob(F-statistic)	0.003424		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة عرض النقود  $M$  إلى المتغيرات  $GDP$ ،  $CPI$ ،  $EXR$ ،  $EXD$ ،  $FDI$  (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: MODEL\_M Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: R  
Method: Least Squares  
Date: 01/16/21 Time: 22:45  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

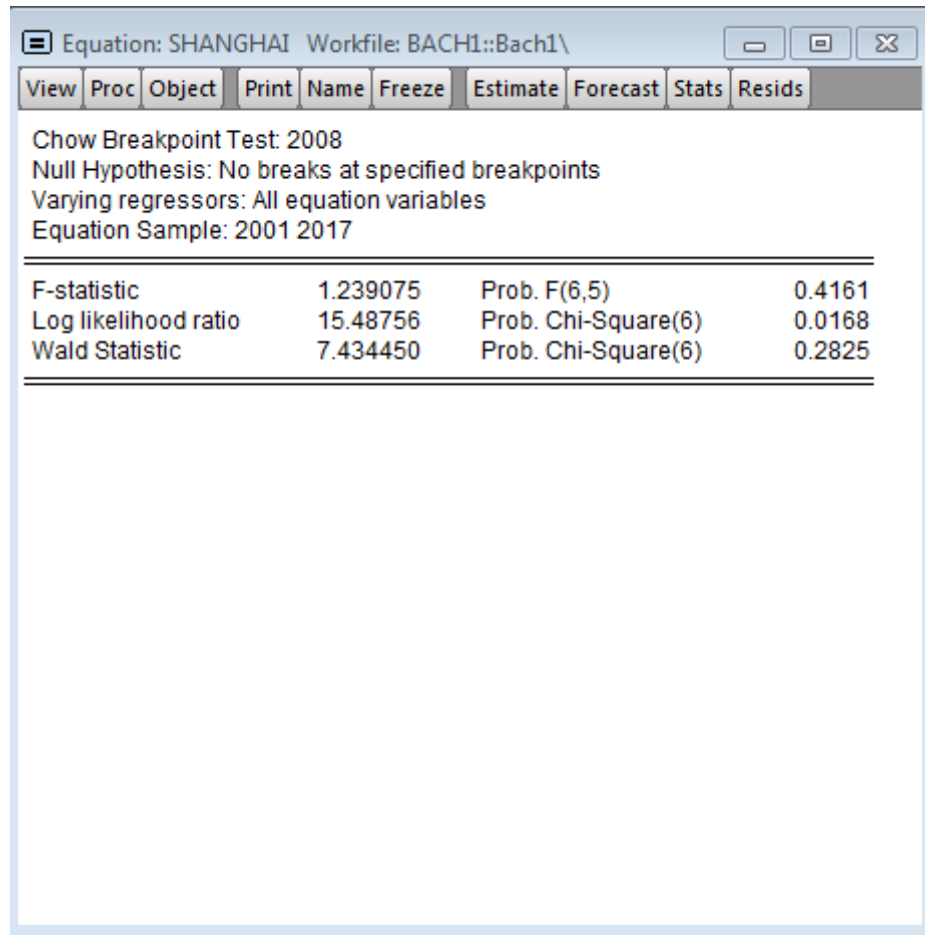
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	48.44539	7.477270	6.479021	0.0001
EXD	9.590791	3.687781	2.600694	0.0265
FDI	-79.42403	25.30172	-3.139076	0.0105
EXR	-53.47093	19.80500	-2.699870	0.0223
CPI	-16.72742	4.192639	-3.989712	0.0026
M	-3.724943	2.563226	-1.453225	0.1768
C	518.3199	430.9091	1.202852	0.2567

R-squared	0.845251	Mean dependent var	12.26000
Adjusted R-squared	0.752402	S.D. dependent var	49.60315
S.E. of regression	24.68213	Akaike info criterion	9.542937
Sum squared resid	6092.076	Schwarz criterion	9.886025
Log likelihood	-74.11497	Hannan-Quinn criter.	9.577041
F-statistic	9.103485	Durbin-Watson stat	2.533752
Prob(F-statistic)	0.001415		

نتائج تقدير أفضل نموذج خطي للعائد  $R$  (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: SHANGHAI Workfile: BACH1::Bach1\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: R									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 02:55									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	44.31304	7.256556	6.106622	0.0001					
EXD	8.300819	3.755899	2.210075	0.0492					
FDI	-50.29808	16.20461	-3.103937	0.0100					
EXR	-29.33872	11.32490	-2.590638	0.0251					
CPI	-15.76109	4.343746	-3.628454	0.0040					
C	-93.74821	95.54439	-0.981201	0.3476					
R-squared	0.812571	Mean dependent var	12.26000						
Adjusted R-squared	0.727375	S.D. dependent var	49.60315						
S.E. of regression	25.89952	Akaike info criterion	9.616891						
Sum squared resid	7378.639	Schwarz criterion	9.910966						
Log likelihood	-75.74357	Hannan-Quinn criter.	9.646122						
F-statistic	9.537750	Durbin-Watson stat	2.523283						
Prob(F-statistic)	0.001018								

## نتائج اختبار Chow (بورصة شنغهاي SHANGHAI)



Equation: SHANGHAI Workfile: BACH1::Bach1\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

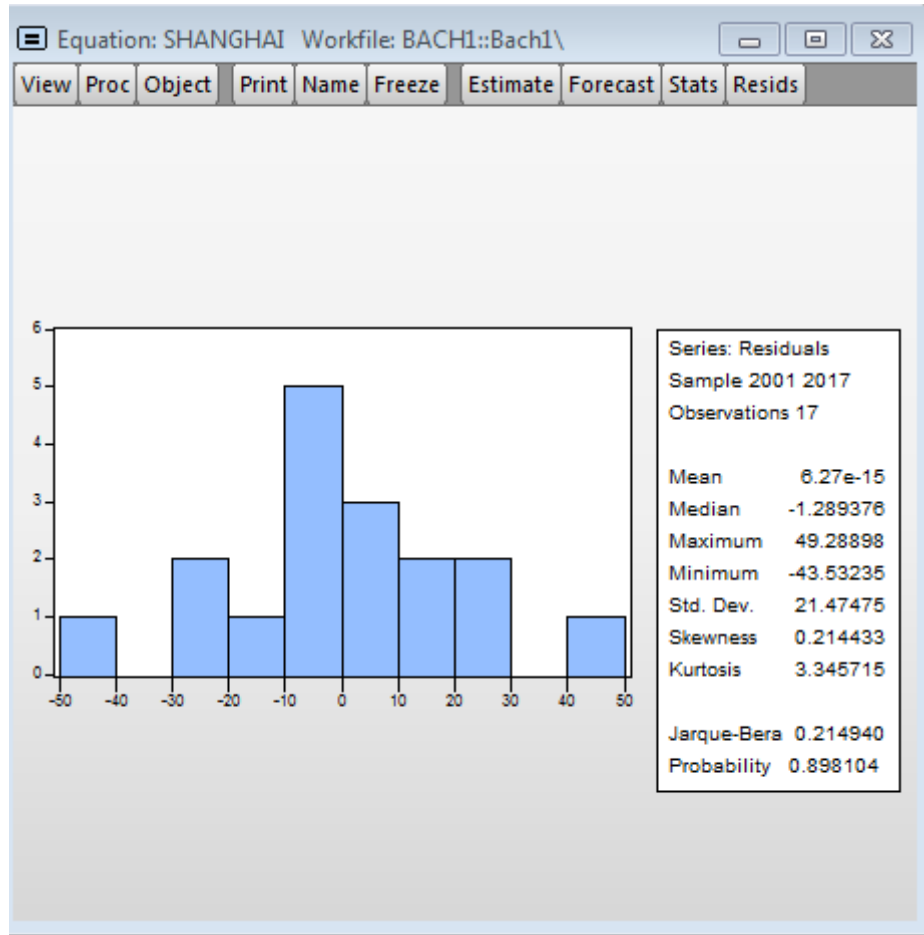
Chow Breakpoint Test: 2008  
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints  
Varying regressors: All equation variables  
Equation Sample: 2001 2017

F-statistic	1.239075	Prob. F(6,5)	0.4161
Log likelihood ratio	15.48756	Prob. Chi-Square(6)	0.0168
Wald Statistic	7.434450	Prob. Chi-Square(6)	0.2825

## نتائج اختبار White (بورصة شنغهاي SHANGHAI)

Equation: SHANGHAI Workfile: BACH1::Bach1\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: White									
F-statistic	2.401653	Prob. F(5,11)	0.1049						
Obs*R-squared	8.872486	Prob. Chi-Square(5)	0.1143						
Scaled explained SS	4.356906	Prob. Chi-Square(5)	0.4993						
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 03:20									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	1420.892	1126.519	1.261313	0.2333					
GDP^2	-2.384345	7.421922	-0.321257	0.7540					
EXD^2	-1.982196	3.401649	-0.582716	0.5718					
FDI^2	132.4157	58.81093	2.251549	0.0458					
EXR^2	-30.66033	16.79739	-1.825303	0.0952					
CPI^2	-41.23591	16.89162	-2.441206	0.0328					
R-squared	0.521911	Mean dependent var	434.0376						
Adjusted R-squared	0.304598	S.D. dependent var	685.2191						
S.E. of regression	571.4096	Akaike info criterion	15.80465						
Sum squared resid	3591598.	Schwarz criterion	16.09873						
Log likelihood	-128.3396	Hannan-Quinn criter.	15.83389						
F-statistic	2.401653	Durbin-Watson stat	3.079150						
Prob(F-statistic)	0.104940								

- نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر (Jarque-Bera)  
(بورصة شنغهاي SHANGHAI)



- نتائج اختبار وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء (اختبار LM) (بورصة شنغهاي)  
(SHANGHAI)

Equation: SHANGHAI Workfile: BACH1::Bach1\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:									
F-statistic	0.762643	Prob. F(2,9)	0.4944						
Obs*R-squared	2.463579	Prob. Chi-Square(2)	0.2918						
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 03:07									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Presample missing value lagged residuals set to zero.									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	0.956860	7.956032	0.120269	0.9069					
EXD	-1.858936	4.277616	-0.434573	0.6741					
FDI	-2.583842	16.90110	-0.152880	0.8819					
EXR	-1.305415	11.75472	-0.111055	0.9140					
CPI	-0.960937	4.644927	-0.206879	0.8407					
C	34.77610	103.0417	0.337495	0.7435					
RESID(-1)	-0.450712	0.370080	-1.217876	0.2542					
RESID(-2)	-0.229424	0.374080	-0.613303	0.5549					
R-squared	0.144916	Mean dependent var	6.27E-15						
Adjusted R-squared	-0.520149	S.D. dependent var	21.47475						
S.E. of regression	26.47715	Akaike info criterion	9.695629						
Sum squared resid	6309.353	Schwarz criterion	10.08773						
Log likelihood	-74.41284	Hannan-Quinn criter.	9.734604						
F-statistic	0.217898	Durbin-Watson stat	1.698098						
Prob(F-statistic)	0.971497								

■ محاولة تقدير النموذج بإدراج كل المتغيرات المقترحة: (بورصة shenzhen)

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids	
Dependent Variable: RCHN										
Method: Least Squares										
Date: 01/17/21 Time: 02:18										
Sample: 2001 2017										
Included observations: 17										
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.						
GDP	55.98381	14.29852	3.915358	0.0078						
EXD	5.390396	6.467377	0.833475	0.4365						
FDI	-66.48173	46.13883	-1.440906	0.1997						
EXR	-68.51880	56.47835	-1.213187	0.2706						
CPI	-11.38484	12.77920	-0.890888	0.4073						
S	3.967973	24.10265	0.164628	0.8746						
IR	-5.229067	16.24827	-0.321823	0.7585						
PPI	-5.790437	6.393038	-0.905741	0.4000						
C01	8.621741	27.04687	0.318770	0.7607						
M	-1.891809	4.911525	-0.385178	0.7134						
C	314.8959	2848.169	0.110561	0.9156						
R-squared	0.920579	Mean dependent var	18.36176							
Adjusted R-squared	0.788211	S.D. dependent var	59.18749							
S.E. of regression	27.23841	Akaike info criterion	9.699797							
Sum squared resid	4451.587	Schwarz criterion	10.23894							
Log likelihood	-71.44828	Hannan-Quinn criter.	9.753389							
F-statistic	6.954683	Durbin-Watson stat	2.600793							
Prob(F-statistic)	0.013737									

- محاولة تقدير النموذج بإدراج المتغيرات: **EXD ، FDI ، EXR ، CPI ، GDP** (بورصة SHENZHEN)

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: RCHN  
Method: Least Squares  
Date: 01/17/21 Time: 02:07  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	50.79980	8.530312	5.955211	0.0001
EXD	3.971472	4.415179	0.899504	0.3877
FDI	-56.22991	19.04903	-2.951852	0.0132
EXR	-45.42112	13.31278	-3.411843	0.0058
CPI	-17.96610	5.106212	-3.518479	0.0048
C	45.86555	112.3155	0.408364	0.6908

R-squared	0.818086	Mean dependent var	18.36176
Adjusted R-squared	0.735398	S.D. dependent var	59.18749
S.E. of regression	30.44571	Akaike info criterion	9.940332
Sum squared resid	10196.35	Schwarz criterion	10.23441
Log likelihood	-78.49282	Hannan-Quinn criter.	9.969563
F-statistic	9.893656	Durbin-Watson stat	1.884856
Prob(F-statistic)	0.000871		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الادخار S إلى المتغيرات: GDP، CPI، EXR، EXD، FDI (بورصة SHENZHEN)

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: RCHN									
Method: Least Squares									
Date: 01/17/21 Time: 02:22									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	59.81518	10.61085	5.637169	0.0002					
EXD	0.472099	4.990676	0.094596	0.9265					
FDI	-55.75587	18.38526	-3.032639	0.0126					
EXR	-76.51056	26.42301	-2.895604	0.0160					
CPI	-15.80849	5.181400	-3.051007	0.0122					
S	-6.990078	5.191471	-1.346454	0.2079					
C	547.2399	387.8188	1.411071	0.1886					
R-squared	0.846005	Mean dependent var	18.36176						
Adjusted R-squared	0.753608	S.D. dependent var	59.18749						
S.E. of regression	29.37944	Akaike info criterion	9.891368						
Sum squared resid	8631.514	Schwarz criterion	10.23446						
Log likelihood	-77.07663	Hannan-Quinn criter.	9.925472						
F-statistic	9.156183	Durbin-Watson stat	1.912635						
Prob(F-statistic)	0.001383								

- محاولة تقدير النموذج بإضافة سعر الفائدة IR إلى المتغيرات: GDP، CPI، EXR، FDI، EXD (بورصة SHENZHEN)

Equation: MODEL_IR Workfile: UNTITLED::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: RCHN									
Method: Least Squares									
Date: 01/17/21 Time: 03:11									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	50.90926	6.887415	7.391636	0.0000					
EXD	1.935406	3.648376	0.530484	0.6074					
FDI	-62.28480	15.55241	-4.004833	0.0025					
EXR	-29.19248	12.40341	-2.353585	0.0404					
CPI	-0.043673	7.982691	-0.005471	0.9957					
IR	14.22543	5.425640	2.621890	0.0255					
C	-95.90922	105.5805	-0.908399	0.3850					
R-squared	0.892195	Mean dependent var	18.36176						
Adjusted R-squared	0.827512	S.D. dependent var	59.18749						
S.E. of regression	24.58156	Akaike info criterion	9.534772						
Sum squared resid	6042.533	Schwarz criterion	9.877860						
Log likelihood	-74.04556	Hannan-Quinn criter.	9.568875						
F-statistic	13.79334	Durbin-Watson stat	2.769953						
Prob(F-statistic)	0.000253								

- محاولة تقدير النموذج بإضافة مؤشر أسعار الإنتاج PPI إلى المتغيرات: GDP، CPI، EXD، FDI، EXR (بورصة SHENZHEN)

Equation: MODEL\_PPI Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: RCHN  
Method: Least Squares  
Date: 01/17/21 Time: 03:13  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	49.80515	6.234016	7.989256	0.0000
EXD	5.206470	3.244937	1.604490	0.1397
FDI	-56.55123	13.90487	-4.067010	0.0023
EXR	-28.42017	11.02629	-2.577491	0.0275
CPI	-4.967654	5.455580	-0.910564	0.3839
PPI	-5.731576	1.756669	-3.262752	0.0085
C	469.1415	153.4633	3.057028	0.0121

R-squared	0.911887	Mean dependent var	18.36176
Adjusted R-squared	0.859020	S.D. dependent var	59.18749
S.E. of regression	22.22333	Akaike info criterion	9.333064
Sum squared resid	4938.766	Schwarz criterion	9.676152
Log likelihood	-72.33104	Hannan-Quinn criter.	9.367168
F-statistic	17.24850	Durbin-Watson stat	2.734975
Prob(F-statistic)	0.000096		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة إجمالي الاستهلاك C01 إلى المتغيرات: GDP، CPI، EXD، FDI، EXR (بورصة SHENZHEN)

Equation: MODEL\_C Workfile: UNTITLED::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: RCHN  
Method: Least Squares  
Date: 01/17/21 Time: 03:17  
Sample: 2001 2017  
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	61.07873	10.23041	5.970312	0.0001
EXD	0.393890	4.692462	0.083941	0.9348
FDI	-52.99711	17.92893	-2.955954	0.0144
EXR	-89.54633	30.17998	-2.967077	0.0141
CPI	-16.01777	4.927405	-3.250752	0.0087
C01	9.582822	5.970539	1.605018	0.1396
C	-217.5005	194.8309	-1.116355	0.2904

R-squared	0.855350	Mean dependent var	18.36176
Adjusted R-squared	0.768559	S.D. dependent var	59.18749
S.E. of regression	28.47408	Akaike info criterion	9.828767
Sum squared resid	8107.735	Schwarz criterion	10.17185
Log likelihood	-76.54452	Hannan-Quinn criter.	9.862871
F-statistic	9.855365	Durbin-Watson stat	2.073155
Prob(F-statistic)	0.001029		

- محاولة تقدير النموذج بإضافة عرض النقود M إلى المتغيرات: GDP، CPI، EXR، EXD، FDI (بورصة SHENZHEN)

Equation: MODEL_M Workfile: UNTITLED::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: RCHN									
Method: Least Squares									
Date: 01/17/21 Time: 03:20									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	56.92937	8.221774	6.924220	0.0000					
EXD	5.884905	4.054970	1.451282	0.1773					
FDI	-99.43282	27.82099	-3.574022	0.0051					
EXR	-81.21674	21.77696	-3.729480	0.0039					
CPI	-19.39948	4.610096	-4.208043	0.0018					
M	-5.525258	2.818444	-1.960393	0.0784					
C	953.7543	473.8143	2.012929	0.0718					
R-squared	0.868589	Mean dependent var	18.36176						
Adjusted R-squared	0.789743	S.D. dependent var	59.18749						
S.E. of regression	27.13971	Akaike info criterion	9.732774						
Sum squared resid	7365.636	Schwarz criterion	10.07586						
Log likelihood	-75.72858	Hannan-Quinn criter.	9.766877						
F-statistic	11.01623	Durbin-Watson stat	2.170860						
Prob(F-statistic)	0.000653								

■ نتائج تقدير أفضل نموذج خطي للعائد R (بورصة SHENZHEN)

Equation: UNTITLED Workfile: MODEL2 ::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: RCHN									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 04:32									
Sample: 2001 2017									
Included observations: 17									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	50.79980	8.530312	5.955211	0.0001					
EXD	3.971472	4.415179	0.899504	0.3877					
FDI	-56.22991	19.04903	-2.951852	0.0132					
EXR	-45.42112	13.31278	-3.411843	0.0058					
CPI	-17.96610	5.106212	-3.518479	0.0048					
C	45.86555	112.3155	0.408364	0.6908					
R-squared	0.818086	Mean dependent var	18.36176						
Adjusted R-squared	0.735398	S.D. dependent var	59.18749						
S.E. of regression	30.44571	Akaike info criterion	9.940332						
Sum squared resid	10196.35	Schwarz criterion	10.23441						
Log likelihood	-78.49282	Hannan-Quinn criter.	9.969563						
F-statistic	9.893656	Durbin-Watson stat	1.884856						
Prob(F-statistic)	0.000871								

- نتائج تقدير أفضل نموذج خطي للعائد R (بورصة SHENZHEN)  
(النموذج المعدل مع فترة إبطاء سنة للمديونية)

Equation: UNTITLED Workfile: MODEL2 ::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Dependent Variable: RCHN									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 04:36									
Sample (adjusted): 2002 2017									
Included observations: 16 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	61.77468	5.425145	11.38673	0.0000					
EXD(-1)	10.24094	2.518506	4.066276	0.0023					
FDI	-67.42489	11.25744	-5.989361	0.0001					
EXR	-59.56983	8.592155	-6.933049	0.0000					
CPI	-18.23993	3.036516	-6.006861	0.0001					
C	-0.081291	59.66338	-0.001362	0.9989					
R-squared	0.939040	Mean dependent var	21.08000						
Adjusted R-squared	0.908560	S.D. dependent var	60.02266						
S.E. of regression	18.15030	Akaike info criterion	8.915247						
Sum squared resid	3294.333	Schwarz criterion	9.204968						
Log likelihood	-65.32198	Hannan-Quinn criter.	8.930083						
F-statistic	30.80834	Durbin-Watson stat	2.145798						
Prob(F-statistic)	0.000009								

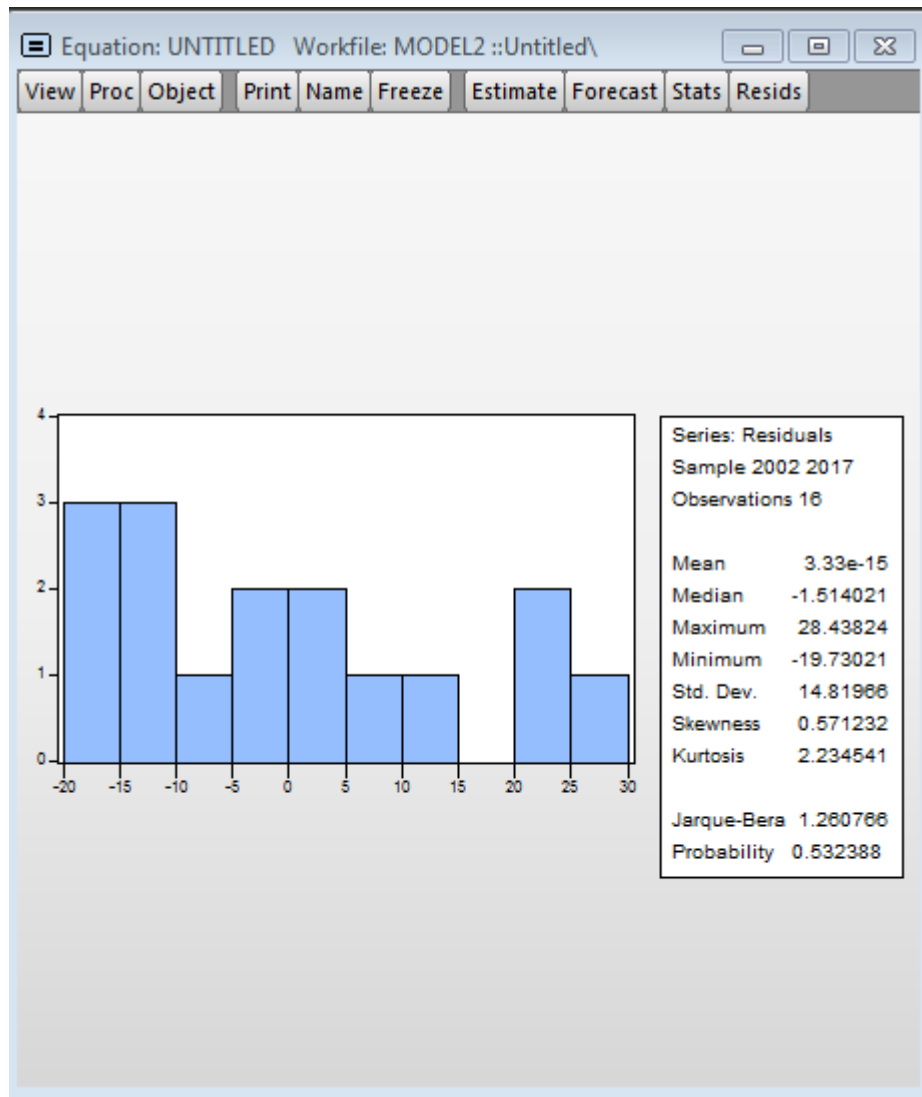
▪ نتائج اختبار Chow (بورصة SHENZHEN)

Equation: UNTITLED Workfile: MODEL2 ::Untitled\			
View	Proc	Object	Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids
Chow Breakpoint Test: 2008			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 2002 2017			
F-statistic	1.001611	Prob. F(6,4)	0.5241
Log likelihood ratio	14.67611	Prob. Chi-Square(6)	0.0229
Wald Statistic	6.009667	Prob. Chi-Square(6)	0.4221

▪ نتائج اختبار White (بورصة SHENZHEN)

Equation: UNTITLED Workfile: MODEL2 ::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Heteroskedasticity Test: White									
F-statistic	0.454340	Prob. F(5,10)	0.8014						
Obs*R-squared	2.961870	Prob. Chi-Square(5)	0.7059						
Scaled explained SS	0.714170	Prob. Chi-Square(5)	0.9822						
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID^2									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 04:48									
Sample: 2002 2017									
Included observations: 16									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
C	344.9845	448.9779	0.768377	0.4600					
GDP^2	-1.163317	3.393663	-0.342791	0.7389					
EXD(-1)^2	-1.231845	1.430802	-0.860947	0.4094					
FDI^2	-14.66404	25.66357	-0.571395	0.5803					
EXR^2	6.316718	7.913205	0.798250	0.4433					
CPI^2	0.719306	7.537868	0.095426	0.9259					
R-squared	0.185117	Mean dependent var	205.8958						
Adjusted R-squared	-0.222325	S.D. dependent var	236.2733						
S.E. of regression	261.2209	Akaike info criterion	14.24861						
Sum squared resid	682363.6	Schwarz criterion	14.53833						
Log likelihood	-107.9888	Hannan-Quinn criter.	14.26344						
F-statistic	0.454340	Durbin-Watson stat	2.163435						
Prob(F-statistic)	0.801366								

■ نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبقاى النموذج المقدر Jaque-Bera  
(بورصة SHENZHEN)



- نتائج اختبار وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء (اختبار LM)  
(بورصة SHENZHEN)

Equation: UNTITLED Workfile: MODEL2 ::Untitled\									
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Estimate	Forecast	Stats	Resids
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:									
F-statistic	0.390343	Prob. F(2,8)	0.6890						
Obs*R-squared	1.422551	Prob. Chi-Square(2)	0.4910						
Test Equation:									
Dependent Variable: RESID									
Method: Least Squares									
Date: 01/19/21 Time: 04:55									
Sample: 2002 2017									
Included observations: 16									
Presample missing value lagged residuals set to zero.									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
GDP	-0.882534	5.968741	-0.147859	0.8861					
EXD(-1)	-0.274496	2.759785	-0.099463	0.9232					
FDI	2.509523	12.55845	0.199827	0.8466					
EXR	-0.601856	9.195163	-0.065453	0.9494					
CPI	-0.889021	3.401646	-0.261350	0.8004					
C	11.03837	65.70675	0.167994	0.8708					
RESID(-1)	-0.276296	0.409389	-0.674899	0.5188					
RESID(-2)	-0.313203	0.411133	-0.761805	0.4680					
R-squared	0.088909	Mean dependent var	3.33E-15						
Adjusted R-squared	-0.708295	S.D. dependent var	14.81966						
S.E. of regression	19.36955	Akaike info criterion	9.072134						
Sum squared resid	3001.435	Schwarz criterion	9.458429						
Log likelihood	-64.57707	Hannan-Quinn criter.	9.091916						
F-statistic	0.111527	Durbin-Watson stat	2.150455						
Prob(F-statistic)	0.995464								

## الملخص:

أظهرت الدراسة أن تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفها يختلف باختلاف الهيئات والمؤشرات، ولكن عموماً هي أسواق تتواجد بدول تتميز بدخل متوسط أو منخفض وتمتلك المؤهلات اللازمة للاستمرار في تحقيق معدلات نمو معتبرة ومستمرة.

وبالرغم من وصف الأسواق الناشئة بالأسواق غير الكفاءة إلا أنها توفر عوائد مرتفعة للمستثمرين، ولكنها تتميز أيضاً بارتفاع معدلات المخاطرة، ولديها نظم مالية وتنظيمية لم تصل بعد إلى مرحلة النضج الكامل، وقد جعلت منها العوائد المرتفعة وجهة جاذبة للاستثمار المحففي خاصة في السوق المالية الصينية.

وقد أثبتت الدراسة أن هناك علاقة كبيرة بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد السوق المالية الصينية منها ما يؤثر سلباً كالأستثمار المباشر والتغير في أسعار الصرف ومعدلات التضخم، ومنها ما يؤثر إيجاباً وبشكل كبير كالنمو الاقتصادي والديون الخارجية حيث تساعد في رفع العوائد وجعل هذه السوق أكثر فعالية في جذب الاستثمار.

**الكلمات المفتاحية:** السوق المالية، الأسواق الناشئة، الفعالية، الاستثمار المحففي.

**Résumé:**

L'étude a montré que la définition et la classification des marchés émergents varient selon les différentes organisations et indicateurs, Mais en général, ce sont les marchés situés dans les pays à revenu intermédiaire ou faible qui ont le potentiel de continuer à atteindre des taux de croissance importants et soutenus.

Et malgré l'inefficience des marchés émergents, ils offrent des rendements élevés aux investisseurs, mais ils se caractérisent également par des taux de risque élevés, et leurs systèmes financiers et réglementaires sont caractérisés par de nombreuses lacunes, Ces rendements élevés en ont fait une destination attractive pour les investissements de portefeuille, en particulier sur le marché financier chinois.

L'étude a également prouvé qu'il existe une relation étroite entre certaines variables macroéconomiques et les rendements du marché financier chinois, dont certaines ont un impact négatif, comme les investissements directs, les variations des taux de change et des taux d'inflation, et d'autres qui ont un effet positif et significatif, comme la croissance économique et la dette extérieure, ce qui contribue à augmenter les rendements et à rendre ce marché plus efficace. Pour attirer les investissements.

**Mots-clés:** marché financier, les marchés émergents, l'efficacité, investissements de portefeuille

**Abstract :**

The study showed a various definitions of Emerging market which are classified by different organizations and indicators, but in general the EM are stock markets located in countries with low incomes and high growth prospects.

Portfolio investment inflows increased in EM due to These markets offer a high return, especially Chinese stock market, although they are typically characterized as an inefficient markets, in addition to the high rates of risk.

This study proved a strong relationship between some macroeconomic variables and the returns of Chinese stock market, it establish that there exists a negative correlation between direct investment, exchange rates, inflation rates and the returns, while GDP and external debt has a positive effect on the Chinese stock returns which means that it helps in maximizing returns and thus making this market more effective in attracting investment..

**Key words:** stock market, emerging markets, effectiveness, portfolio investments.