



الأسواق المالية الدولية

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة أولى ماستر
تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد:

الدكتور بن معتوق صابر

قسم:

العلوم الاقتصادية

| الصفحة | محتوى المطبوعة |
|--------|---|
| 05 | مقدمة |
| 07 | المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية وأهميتها الاقتصادية |
| 20 | المحور الثاني : أنواع الأسواق المالية الدولية |
| 30 | المحور الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية |
| 43 | المحور الرابع: أسواق الأسهم الدولية |
| 51 | المحور الخامس: أسواق السندات الدولية |
| 65 | المحور السادس: أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية |
| 73 | المحور السابع: أسواق المشتقات المالية |
| 99 | المحور الثامن: أسواق العملات الأجنبية |
| 117 | المحور التاسع: تقسيم وتنظيم الأسواق المالية الدولية |
| 135 | المحور العاشر: المراكز المالية الدولية |
| 148 | خاتمة |
| 150 | نماذج امتحانات سنوات سابقة |
| 160 | قائمة المراجع |

| الصفحة | فهرس الأشكال |
|--------|--|
| 12 | الشكل رقم (01): الفرق بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة في حال وصول معلومات سارة |
| 14 | الشكل رقم (02): المعلومات التي تركز عليها مستويات كفاءة الأسواق المالية |
| 24 | الشكل رقم (03): موقع الأسواق المالية الدولية ضمن التقسيم العام للأسواق المالية |
| 26 | الشكل رقم (04): تطور السوق النقدية الدولية |
| 31 | الشكل رقم (05): أهم الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية |
| 35 | الشكل رقم (06): آلية عمل القبول المصرفي |
| 37 | الشكل رقم (07): العلاقة بين الدولار والأورو دولار |
| 38 | الشكل رقم (08): الفرق بين الين والأوروين |
| 75 | الشكل رقم (09): قيمة إجمالي المشتقات المالية خلال الفترة (2001-2014) |
| 77 | الشكل رقم (10): قيمة إجمالي المشتقات المالية حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2014) |
| 81 | الشكل رقم (11): أنواع عقود الخيارات |
| 82 | الشكل رقم (12): تحديد ربح وخسارة المشتري في حالة خيار الشراء |
| 83 | الشكل رقم (13): تحديد ربح وخسارة البائع في حالة خيار الشراء |
| 85 | الشكل رقم (14): تحديد ربح وخسارة المشتري في حالة خيار البيع |
| 85 | الشكل رقم (15): تحديد ربح وخسارة البائع في حالة خيار البيع |
| 91 | الشكل رقم (16): وضعية المشتري والبائع في العقد الأجل |
| 95 | الشكل رقم (17): تبادل رأس المال بين الشركتين (A) و (B) في إطار عملية المبادلة |
| 96 | الشكل رقم (18): تبادل الفائدة بين الشركتين (A) و (B) في إطار عملية المبادلة |
| 96 | الشكل رقم (19): تبادل رأس المال بين الشركتين (A) و (B) في إطار عملية المبادلة |
| 109 | الشكل رقم (20): تبادل زوج الجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي |

| الصفحة | فهرس الجداول |
|--------|---|
| 53 | الجدول رقم (01): أسماء أهم السندات الأجنبية |
| 61 | الجدول رقم (02): قيمة تداول السندات الدولية حسب نوع السند |
| 61 | الجدول رقم (03): نسب تداول السندات الدولية حسب نوع السند |
| 62 | الجدول رقم (04): قيمة تداول السندات الدولية حسب نوع العملة |
| 63 | الجدول رقم (05): نسب تداول السندات الدولية حسب نوع العملة |
| 74 | الجدول رقم (06): قيمة إجمالي المشتقات المالية خلال الفترة (2001-2014) |
| 76 | الجدول رقم (07): قيمة إجمالي المشتقات المالية حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2014) |
| 89 | الجدول رقم (08): تحديد أرباح وخسائر المشتري والبائع في العقد المستقبلي |
| 93 | الجدول رقم (09): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية |
| 107 | الجدول رقم (10): ترميز بعض العملات الأجنبية |
| 138 | الجدول رقم (11): أنواع المراكز المالية الدولية |

مقدمة

تحظى الأسواق المالية الدولية في وقتنا الحالي بأهمية كبيرة جداً، نظراً لأهميتها الاقتصادية ودورها الكبير في تعبئة وتجميع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو أصحاب العجز المالي، وذلك في إطار دولي، من أجل تمويل المشاريع المختلفة وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

لقد ساهمت العديد من العوامل في النمو الهائل والسريع للأسواق المالية الدولية، مثل العولمة المالية، التحرير المالي وإزالة القيود على تدفقات رأس المال، ظهور الابتكارات في الأسواق المالية الكبرى، التطور التكنولوجي، إضافة إلى اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات المالية، والتوجه نحو الاندماج والتكتل، حيث أصبحت الأسواق المالية الدولية بمثابة قرية كونية صغيرة مالياً، إذ يصفها أحد الاقتصاديين قائلاً "إذا أصاب البرد نيويورك عطست بورصة طوكيو"، وهذا دليل على الترابط الشديد بين الأسواق المالية في العالم، ولقد رافق هذا النمو السريع ظهور وابتكار أدوات وأصول نقدية ومالية جديدة قادرة على كسب ثقة شريحة كبيرة من المستثمرين الدوليين، وتوفير رؤوس الأموال المطلوبة بالحجم والتكلفة المطلوبين، ومن بين هذه الأدوات والأصول نجد القروض المصرفية بعملات أجنبية، الأوراق التجارية الأوروبية، القسيمة الأوروبية، المشتقات المالية، إلى جانب الأسهم الدولية والسندات الدولية، ونظراً للتطور الملحوظ والترابط والتشابك الذي ميز الأسواق المالية الدولية بداية من ثمانينيات القرن الماضي، خاصة أسواق رأس المال، أصبح يتم تخصيص سوق لكل أداة تقريبا، كسوق الأسهم الدولية، سوق السندات الدولية، سوق المشتقات المالية، سوق العملات الأجنبية وسوق القروض المصرفية بعملات أجنبية، بهدف تنظيم هذه الأسواق وتحقيق الكفاءة المرجوة.

تأتي هذه المطبوعة التي هي عبارة عن محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية، من أجل تسليط الضوء على كل ما يتعلق بالأسواق المالية الدولية، والتي تم إعدادها حسب المقرر الخاص بالمقياس، وذلك من خلال تناول المحاور الرئيسية الخاصة به، ولقد حاولنا تقديم هذه المطبوعة في صورة مبسطة ومدعمة بأمثلة تطبيقية عند الحاجة لذلك حتى نحافظ على سلاسة وسلامة الأفكار والمفاهيم المراد معالجتها في هذا المقياس.

سنقوم من خلال هذه المطبوعة بدراسة أهم العناصر الأساسية التي تحكم الأسواق المالية الدولية،

لنغطي بذلك جميع مكونات هذا المقياس، وذلك من خلال المحاور التالية:

المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية وأهميتها الاقتصادية؛

المحور الثاني: أنواع الأسواق المالية الدولية؛

المحور الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية؛



- المحور الرابع: أسواق الأسهم الدولية؛
- المحور الخامس: أسواق السندات الدولية؛
- المحور السادس: أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية؛
- المحور السابع: أسواق المشتقات المالية؛
- المحور الثامن: أسواق العملات الأجنبية؛
- المحور التاسع: تقسيم وتنظيم الأسواق المالية الدولية؛
- المحور العاشر: المراكز المالية الدولية.

وفي إطار تقديم هذا العمل نتمنى من جميع طلبتنا وزملائنا الأساتذة وذوي الاختصاص أن لا يبخلوا علينا في تقديم الملاحظات والنصائح، حتى يتم الاستفادة منها في الطبقات المقبلة بحول الله وعونه.

المحور الأول

ماهية الأسواق المالية الدولية وأهميتها الاقتصادية

الأهداف التعليمية

- نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:
- ضبط مفهوم الأسواق المالية الدولية وتحديد أهم خصائصها؛
 - التعرف على أهم وظائف الأسواق المالية الدولية وأهم المتعاملين فيها؛
 - فهم كفاءة الأسواق المالية الدولية؛
 - إبراز الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية الدولية.

المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية وأهميتها الاقتصادية

تُعتبر الأسواق المالية الدولية مصدراً هاماً من مصادر التمويل الدولي لمختلف الجهات والمؤسسات والحكومات التي تعاني من عجز في مواردها، وقد تكون هذه المصادر قصيرة الأجل (سوق النقد الدولية) أو متوسطة وطويلة الأجل (سوق رأس المال الدولية).

أولاً: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الدولية

1- مفهوم الأسواق المالية الدولية

قُدمت عدة تعاريف للأسواق المالية الدولية، نذكر أهمها في ما يلي:

- الأسواق المالية الدولية هي تلك الأسواق التي يسمح فيها بتداول أوراق مالية لمنشآت أو هيئات في دول أخرى، أو هي تلك الأسواق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية، وبعبارة أخرى فالأسواق المالية الدولية هي الأسواق التي يتواجد بها المستثمرين والأوراق المالية من دول أخرى أجنبية¹.

- الأسواق المالية الدولية هي أسواق المساهمات والديون بما في ذلك السندات والمقومة بالعملة الأجنبية المختلفة، أهمها الدولار الأمريكي USD، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات، والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي دولة بمفردها، كما تضطلع بتمويل العمليات الدولية المختلفة، كالصادرات والواردات من سلع وخدمات، إضافةً إلى العمليات الداخلية كقروض الشركات المحلية².

- الأسواق المالية الدولية هي تلك الأسواق التي يلتقي فيها طالبي الأموال وعارضها على مستوى العالم ككل، وتتكون هذه الأسواق من البنوك التجارية والمتخصصة، البنوك المركزية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار والادخار، صناديق التقاعد والمعاشات، حكومات مختلف الدول، المؤسسات المالية الدولية والشركات متعددة الجنسيات³.

- الأسواق المالية الدولية هي ذلك الفضاء الدولي الذي يلتقي فيه الطالبين والعارضين للأموال المختلفة، من خلال تداول مجموعة من الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية والأدوات المالية طويلة

¹ منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية- مصر، 2006، ص 689.

² جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، الجزء2، عين مليلة- الجزائر، 2011، ص 570.

³ قطاف نبيل: السوق المالية الدولية، ص: 06، في الموقع الإلكتروني: <https://www.scribd.com> (21/07/2021).

الأجل كالأسهم والسندات الدولية، إضافة إلى القروض بعملات أجنبية مختلفة، الهدف من ذلك هو تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو القطاعات ذات العجز المالي والاستثمارات المختلفة في إطار دولي¹.
- الأسواق المالية الدولية هي الأسواق التي تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بمعاملات دولية، وعادة ما تقسم إلى ثلاثة أنواع، وهي: أسواق العملات الأجنبية، أسواق القروض الأوروبية وأسواق السندات الدولية².

2- خصائص الأسواق المالية الدولية

تتمتع الأسواق المالية الدولية بمجموعة من الخصائص، أهمها ما يلي³:

- المتعاملون في الأسواق المالية الدولية يتمتعون بثقة ائتمانية كبيرة من الدرجة الأولى، مثل المؤسسات الكبرى العامة والخاصة، المؤسسات الدولية، حكومات الدول المختلفة؛
- لا تخضع الأسواق المالية الدولية لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي بلد بمفرده؛
- قد تصل قيمة القروض المطلوبة في هذه الأسواق إلى حوالي 500 مليون دولار، وفترات القروض تصل إلى 15 سنة، أما أسعار الفائدة فإنها تتحدد حسب درجة الثقة الائتمانية التي يوليها الدائن للمقترض؛
- شمولية وعالمية هذه الأسواق، حيث أصبح في الإمكان التعامل مع جميع الأسواق في العالم وبصفة متواصلة طيلة ساعات اليوم الواحد باستخدام أحدث أجهزة الاتصال، وما شجع هذا التطور هو انفتاح الأسواق وإلغاء الحواجز والقيود المحلية التي تفرضها أحياناً السلطات النقدية.
- التعامل في هذه الأسواق يتم من خلال عدة عملات أجنبية، مثل الدولار الأمريكي USD، الأورو الأوروبي EUR، الين الياباني JPY، الجنيه الإسترليني GBP، الفرنك السويسري CHF... الخ.

ثانياً: وظائف الأسواق المالية الدولية

تتمثل وظائف الأسواق المالية الدولية فيما يلي⁴:

- 1- حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي؛
- 2- تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية؛
- 3- المساهمة في تمويل خطط التنمية على المستوى الدولي؛

¹. بن معنوق صابر: دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية- تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، ديسمبر 2019، ص 264.

². Younes Meskini: **Les marchés financiers internationaux**, p 3, Sur le site: <https://fr.scribd.com/document/54551692/mfi>. (27/09/2021).

³. هيثم عجام، علي سعد: التمويل الدولي، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2014، ص 114-115.

⁴. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة-الجزائر، ط1، 2019، ص 36.

4- تحديد السعر العادل للأدوات النقدية والمالية في السوق المالي الدولي من خلال مفهوم كفاءة الأسواق المالية؛

5- تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها؛

6- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة وذات فعالية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية؛

7- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية؛

8- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛

9- المساهمة في زيادة وعي المستثمرين لواقع الشركات والمشاريع ذات الطابع الدولي.

ثالثاً: المتعاملون في الأسواق المالية الدولية

توجد عدة أطراف تتعامل في الأسواق المالية الدولية، أهمها ما يلي¹:

1- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملة الأجنبية؛

2- البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والبنوك المتخصصة؛

3- شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى؛

4- الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية؛

5- شركات التأمين وصناديق التقاعد؛

6- المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي للإنشاء والتعمير، بنك التسويات الدولية)؛

7- بيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية؛

8- الشركات متعددة الجنسيات، وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية؛

9- الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية؛

10- كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

رابعاً: كفاءة الأسواق المالية الدولية

لا يختلف مفهوم كفاءة الأسواق المالية الدولية عن مفهوم الكفاءة بصفة عامة في الأسواق المالية الوطنية، إلا أن الأسواق المالية الدولية عادة هي أسواق كفؤة تتسم بالعمق وجودة تسييل الأوراق المالية المتداولة فيها، عكس الأسواق المالية المحلية التي عادة ما تكون أسواق ضعيفة تفتقر إلى الكفاءة وخاصة العمق، مثل الأسواق المالية في الدول العربية.

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية الدولية

قدمت لكفاءة الأسواق المالية (Efficient Market) عدة تعاريف، نذكر أهمها فيما يلي:

¹. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: مرجع سابق، ص 37.

- عرفها ديلكوي (Delkaoui) بأنها السوق الذي تكونت فيه حالة توازن مستمرة، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها¹.

- عرفها أوغن فاما (Eugene Fama) على أنها السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية².

- عرفها بيفر (Beaver) على أنها السوق الذي تكون فيه أسعار الأوراق المالية بالنسبة لنظام معلومات معين، تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة³.

يمكن أن نعرف السوق المالي الكفاء على أنه السوق الذي يقوم بالتخصيص الكفاء للموارد المتاحة وتوجيهها نحو المجالات الأكثر ربحية.

2- أنواع كفاءة الأسواق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة في الأسواق المالية الدولية، هما:

- الكفاءة الكاملة

يُقصد بالكفاءة الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف⁴.

تجدر الإشارة إلى أن تغير الأسعار بما تحمله من أنباء سارة أو غير سارة، يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره من أجل تحقيق مكاسب رأسمالية على حساب بقية المتداولين أو المستثمرين.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر الشروط التالية⁵:

¹. مسعداوي يوسف: متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 05، العدد 02، جامعة البليدة 2، 2014، ص 10.

². المرجع نفسه، ص 10.

³. بن أعمربن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، ص 250.

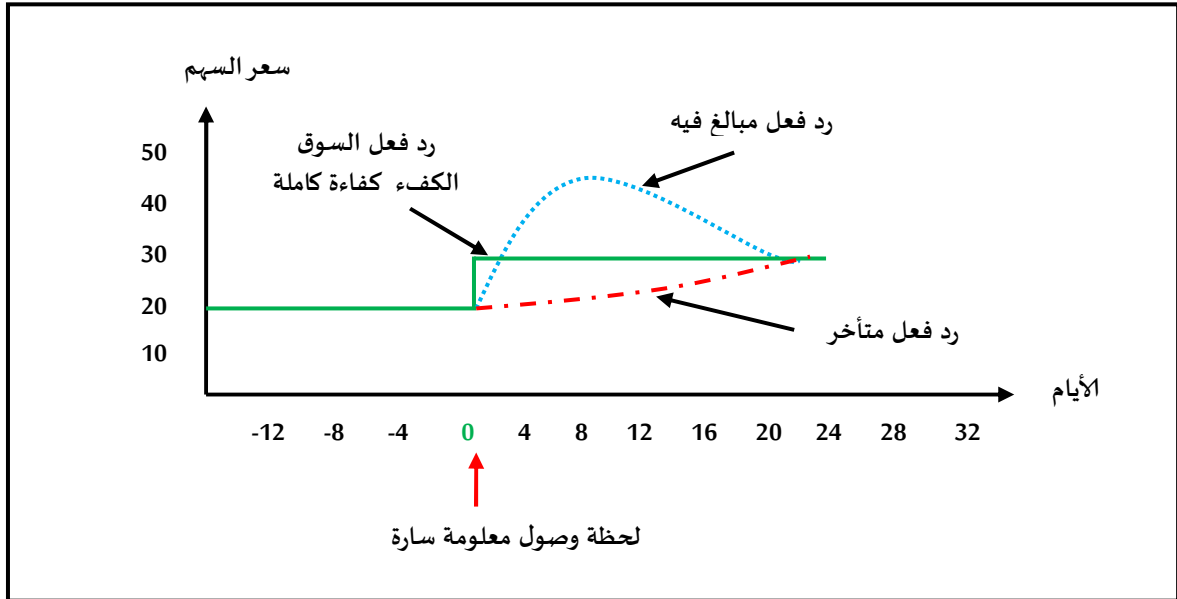
⁴. مفتاح صالح، معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009، ص 183.

⁵. المرجع نفسه، ص 183.

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود، كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.
- الكفاءة الاقتصادية

تعني الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى اختلاق القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن قيمتها الحقيقية لبعض الوقت، كما يقتضي مفهوم الكفاءة الاقتصادية سعي المستثمرين لتعظيم منافعهم وثرواتهم. ويمكن التمييز بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة في حال وصول معلومات سارة وإيجابية على سلوك المستثمر في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (01): الفرق بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة في حال وصول معلومات سارة



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على عدة مراجع.

3- مستويات كفاءة الأسواق المالية

توجد 03 مستويات لكفاءة الأسواق المالية، وهي:

- مستوى الكفاءة الضعيفة: تفترض مستوى الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما يطرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الاستثمار في السوق من

خلال استخدام معلومات تاريخية سابقة عن اتجاهات أسعار الأسهم¹. وتعرف صيغة المستوى الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار * Random Walk Theory؛

- مستوى الكفاءة المتوسطة: تفترض مستوى الكفاءة المتوسطة للأسواق المالية بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأوراق، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات، سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور²؛

- مستوى الكفاءة القوية: تفترض مستوى الكفاءة القوية للأسواق المالية بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي جميع المعلومات المتاحة العامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين³، وبعبارة أخرى يعني هذا المستوى أن الأسعار تنعكس فيها المعلومات التاريخية، الحالية والخاصة، بما يحول أمام المتعاملين في السوق على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على الأسعار، وبالتالي عدم قدرة المستثمر على احتكار معلومات قد يكون لها تأثير على السعر، إضافة إلى أنه لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية⁴.

¹. مداني أحمد: الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2018، ص: 142-143.

* تعني الحركة العشوائية للأسعار عدم وجود ترابط بين سعر الورقة المالية الحالي وأسعارها المستقبلية، أي أن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، وتكون مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي.

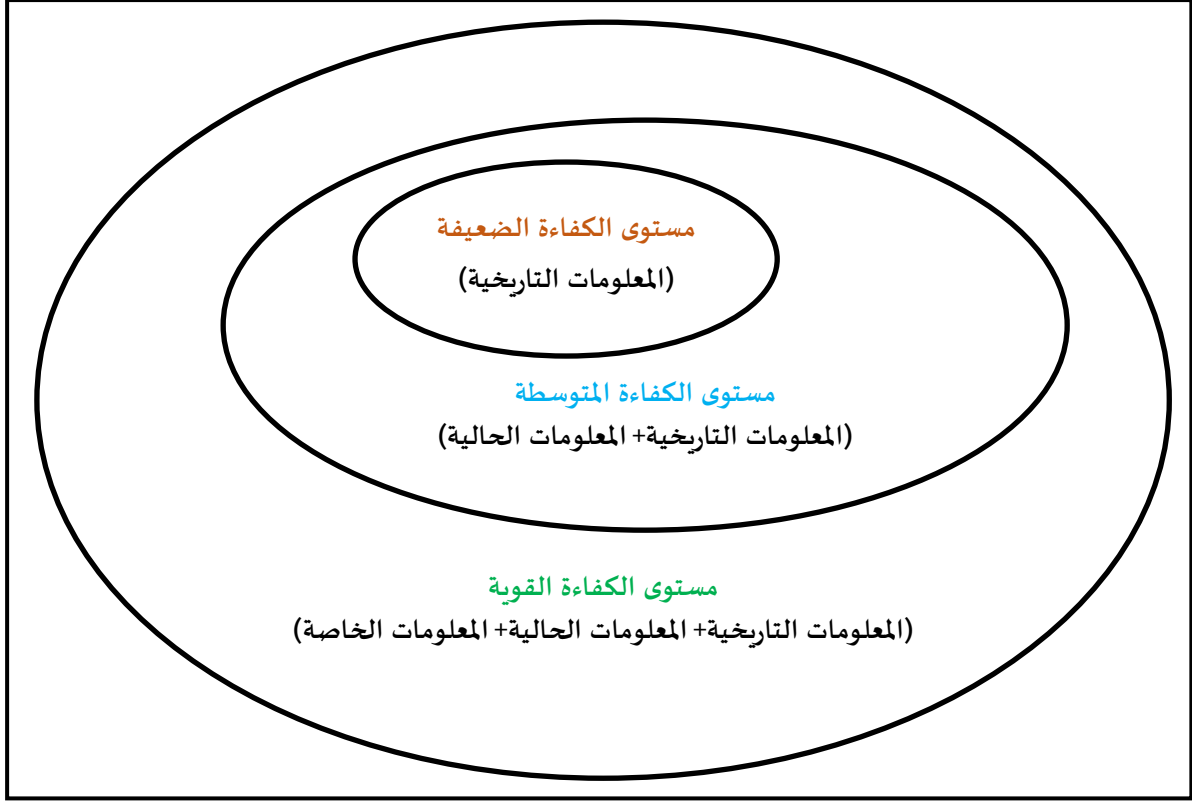
². منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 506-507.

³. المرجع نفسه، ص 510.

⁴. أشرف دوابه، تمارا الحكيمي: كفاءة الأسواق المالية- دراسة تطبيقية على البورصة المصرية، المؤتمر الدولي الثاني حول الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، إسطنبول- تركيا، 8 و9 نوفمبر 2019، ص 121.

ويمكن تلخيص مستويات الكفاءة في الشكل التالي:

الشكل رقم (02): المعلومات التي تركز عليها مستويات كفاءة الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على ما سبق.

4- مقومات كفاءة الأسواق المالية

لكفاءة الأسواق المالية عدة مقومات، نذكر أهمها في العناصر التالية:

- دقة وسرعة وصول المعلومات: تقوم السوق المالية بتزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة وفي الوقت المناسب، سواء تعلق هذه المعلومات بالمستوى الجزئي (حول المنشآت المسجلة بالسوق) أو المستوى الكلي (مستوى القطاعات الاقتصادية)، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية المحلية والدولية... الخ، فالهدف من توفير هذه المعلومات هو إعطاء فرصة لكافة المتعاملين لتقييم الأصول المالية التي تهتمهم، وبالتالي كشف المنشآت التي تعمل بكفاءة ولديها فرص استثمارية واعدة في المستقبل، والأخرى التي تفتقد للكفاءة والفرص الاستثمارية المستقبلية، وبالتالي فإن دقة وسرعة وصول المعلومات تزيد من فعالية تخصيص الموارد إلى المنشآت والقطاعات ذات المزايا النسبية¹؛

- السيولة: يقصد بالسيولة أن يستطيع كل من البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، فللسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن

¹. شوقي بورقبة: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف،

المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام، أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى¹؛

- كفاءة التسعير (Price Efficiency) أو الكفاءة الخارجية: تعرف أحيانا بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية، وهي تعبر عن توفر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق، بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة، كما تسعى أن يمتلك كافة المشاركين نفس الفرص في تحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين²؛

- كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية: تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي فرد أو جهة (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى³؛

- عدالة السوق: تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها⁴.

خامسا: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية الدولية

يمكن إبراز الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية الدولية من خلال العناصر التالية:

1- تعبئة المدخرات: تتضح أهمية الأسواق المالية الدولية في كونها حلقة وصل بين الادخار ذو البعد الدولي والاستثمار ذو البعد الدولي كذلك، فالسوق المالي الدولي يمثل القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا إلى الوحدات التي تعاني عجزا، إذ تعمل على جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد، وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال طرح الأسهم الدولية والسندات الدولية، وتشجيع الأفراد والشركات والحكومات والمؤسسات الدولية

¹ بن أعمار بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان- الجزائر، 2012-2013، ص 70-71.

² مسعداوي يوسف: مرجع سابق، ص 14.

³ المرجع نفسه، ص 14.

⁴ شوقي بورقية: مرجع سابق، ص 141.

على الاستثمار فيها، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد، المتمثلة في عدم قدرة البنوك على التوسع في الائتمان متوسط وطويل الأجل، لأسباب كثيرة، من أبرزها مخاطر التضخم، ومخاطر التغيير في هامش سعر الفائدة...¹؛

2- توفير السيولة: تبرز أهمية الأسواق المالية الدولية في أنها توفر سوقا مستمرة Continuous Market لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وتشجع ميزة السيولة المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية طالما أنه يمكن تحويلها بسهولة وسرعة إلى نقدية دون تحمل خسائر معتبرة، لذلك تساهم سيولة الأسواق المالية الدولية في تدعيم الاستثمارات طويلة الأجل وتوسيعها، مما ينعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي، ويتميز الاستثمار في الأسواق المالية الدولية بإمكانية استثمار أي مبلغ ولأي مدة زمنية وعملات أجنبية مختلفة²؛

3- جذب العملة الصعبة: تسعى الأسواق المالية الدولية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية، وذلك بإتباع شتى الطرق، أهمها إزالة القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق المالية، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها، حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات، ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة، ومركزها المالي المقبول، ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، وتخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها³؛

4- معالجة أزمة المديونية: من خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، تساهم الأسواق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين، كما تساهم الأسواق المالية الدولية في تخفيف عبء المديونية الخارجية بتحويلها إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال الدولية، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق الدولية⁴؛

¹. عبد الحفيظ خزان: تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي- دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2013-2014، ص 108.

². رفيق مزاهدية: كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص: الاقتصاد الدولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007، ص 15-16.

³. عبد الحفيظ خزان: مرجع سابق، ص 110.

⁴. المرجع نفسه، ص 110-111.

5- تفعيل عملية الخصخصة: عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي، وذلك من عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد، ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام وبيعه أو تحويل إدارته منشآته إلى القطاع الخاص، وهو ما يعرف بالخصخصة، ولكن عملية الخصخصة يعترضها العديد من الصعوبات الناتجة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الدولية بصفة خاصة، حيث أن العلاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق، وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مالية منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها، ومن هنا تلعب الأسواق المالية الدولية دورا هاما في إتمام عمليات الخصخصة بنجاح، وكذا الخصخصة بحاجة إلى أسواق مالية قادرة على تسهيل عمليات الخصخصة¹؛

6- تمويل مخططات التنمية: من خلال طرح أوراق مالية حكومية في الأسواق الدولية، فقد رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء حكومات مختلف الدول إلى الاقتراض العام لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشاريع التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات الدولية وأذونات الخزينة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا أصبحت السندات الدولية مجالا لتوظيف الأموال، وهي لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى²؛

7- الحد من معدلات التضخم: تساعد الأسواق المالية الدولية على جذب المدخرات من الجمهور والمؤسسات المختلفة، وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية، واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك، كما تساعد على تمويل المشاريع دون الإفراط في خلق الائتمان من قبل البنوك التجارية³؛

8- المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية: نتيجة لعمليات وصفقات الاندماج والاستحواذ الكبرى التي تتم بين الشركات الصناعية، التجارية والمالية، وحتى الخدمية، نلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لمالك آخر نتيجة عملية الاستحواذ، فالاستحواذ (Acquisition) أو ما يعرف بالتملك

¹. نورين بومدين: صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف- الجزائر، 2014-2015، ص 16-17.

². المرجع نفسه، ص 17.

³. عبد الحفيظ خزان: مرجع سابق، ص 110.

هو قيام شركة ما بشراء جميع أسهم شركة أخرى، بمقابل نقدي أو بمقابل أسهم أو أصول أو مزيج من هذه الوسائل، وذلك إما عن طريق سوق الأوراق المالية، أو عن طريق الاتصال المباشر بالمساهمين، ونتيجةً لهذا الشراء فإن الشركة التي تم شراؤها يتم تصفيها وتخرج من مجال النشاط بعد ضمها إلى الشركة المُشترية، والتي تسمى في الغالب باسم الشركة المُغيّرة¹، كما نلاحظ ذوبان شركات في شركات أخرى وظهور شركات ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة نتيجة عملية الاندماج، فالاندماج (Merger) عبارة على نوع من التوسع ينطوي على ضم شركة لشركة أخرى مستهدفة، لتمحي شخصيتها تماما وتظهر شركة جديدة إلى الوجود²، وهذا على مستوى البلد الواحد، كما تأخذ هذه العمليات والصفقات بعدا دوليا^{*} بانتقال الشركات من بلد لبلد آخر ومن مالك أجنبي إلى مالك أجنبي آخر، وهكذا، وهذا ما يعرف بحركية الهياكل الصناعية، التجارية والمالية، وكل هذه الحركية تتم عن طريق الأسواق المالية الدولية بتداول الأوراق المالية لتلك الشركات، وبذلك تسهل السوق المالية هذه الحركية كثيرا، ودوافع هذه الحركية المستمرة كثيرة ومتنوعة، فبعض الشركات تشتري أسهم شركات أخرى بهدف القضاء على أو الحد من منافستها، أو من أجل رفع فعالية ومردودية منتجاتها، أو بكل بساطة لأنها ترى فيها صفقة مربحة³؛

9- نشر رأس مال المؤسسات: إن نشر رأس مال أي مؤسسة يعني وصول أوراقها المتداولة إلى الجمهور الذي يرغب في الاستثمار فيها، وتتم هذه العملية عبر السوق المالية بإمكاناتها المادية والبشرية ومكانيزماتها المتطورة، حيث تتيح السوق المالية للشركة أو المؤسسة المعنية انتشار أوراقها بصورة واسعة، فبدون السوق المالية لا تعرف الشركة إلى من قبل عدد قليل من المستثمرين، ويبقى وصولها إلى هدفها المنشود وهو تجميع الادخار محدودا، وأن عملية التمويل فيها تكون أصعب وبتكلفة أعلى، وتبدأ عملية نشر رأس مال الشركة ببيع أسهمها في السوق الأولية ثم بإدخالها للبورصة لتداول أوراقها المالية هناك، وبذلك تنتشر أو تتوزع تلك الأوراق بين الجمهور الواسع ويرتفع عدد المساهمين المحليين والأجانب. ومن جهة أخرى فإن نشر رأس مال المؤسسات يعني استعمال جزء من الادخار واستثماره، والذي قد يكون عاطلا، وعليه يؤدي نشر رأس مال

¹. بن منصور موسى: آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف - الجزائر، 2010/2009، ص 12.

². منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 2003، ص 529.

* نقصد بذلك الاندماج بين الشركات متعددة الجنسيات، أو ما يُعرف بالاندماج الدولي، وهو ذلك الاندماج الذي يتم بين شركتين أو أكثر من جنسيات مختلفة، وقد ظهر هذا النوع كنتيجة للمحاولات الاقتصادية العالمية لإعادة صياغة العلاقات الدولية في مختلف الأنشطة الاقتصادية والمحاولات العديدة لتحرير هذه الأنشطة من القيود بما يمكنها من الانتقال بين دول العالم بيسر، إذ أسفرت هذه المحاولات على ضرورة إيجاد كيانات اقتصادية أكثر قدرة على أداء أنشطتها بفاعلية وكفاءة، ولتحقيق ذلك سعت الدول بشكل عام والشركات بشكل خاص لإيجاد صياغات عديدة تحقق التفاعل الدولي وتكامله مع تحقيق قدرات تنافسية متميزة، ومن بين أهم تلك الصياغات والاستراتيجيات الاندماج بين الشركات بأشكاله المتنوعة تبعاً لتنوع الأهداف وآليات الارتباط (بن منصور موسى، مرجع سابق، ص 27).

³. جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 442.

المؤسسات إلى حركية دائمة في الاقتصاد، وأن الاستعمال العقلاني لأي مبلغ من الادخار يتوفر في السوق سوف يرفع من حجم الاستثمارات، وبالتالي تزايد ونمو النشاط الاقتصادي بصفة عامة، وتجدر الإشارة إلى أن نشر رأس مال الشركة عبر السوق المالية يعد بمثابة حملة إخبارية دائمة لها تزايد في شهرتها وإقبال الجمهور على الاستثمار فيها بشراء أوراقها المالية وزيادة إمكانياتها التمويلية التي تمكنها من التوسع والنمو المستمرين¹.

أسئلة المحور الأول

السؤال الأول

- اشرح الفرق بين الأسواق المالية الدولية والأسواق المالية المحلية؟.

السؤال الثاني

- حسب رأيك، ما هي أهم أسباب ودوافع ظهور وانتشار الأسواق المالية الدولية؟.

السؤال الثالث

- تركز كفاءة الأسواق المالية الدولية على ثلاثة عناصر أساسية، أذكرها؟.

السؤال الرابع

- ما هو الفرق بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة في الأسواق المالية الدولية؟ وكيف تؤثر المعلومات غير السارة على تغيرات أسعار الأسهم حسب مفهوم الكفاءة؟.

السؤال الخامس

- اشرح أهمية الأسواق المالية الدولية في الحياة الاقتصادية؟.

¹. جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 439-440.

المحور الثاني

أنواع الأسواق المالية

الدولية

الأهداف التعليمية

- نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:
- إبراز موقع الأسواق المالية الدولية ضمن التقسيم العام للأسواق المالية؛
 - معرفة التقسيم الشائع للأسواق المالية الدولية؛
 - التعرف على أسباب ظهور وتطور السوق النقدية الدولية إلى أن أصبحت على ما هي عليه الآن؛
 - التمييز بين الأسواق الأولية والثانوية في كل من أسواق رأس المال المحلية وأسواق رأس المال الدولية.

المحور الثاني: أنواع الأسواق المالية الدولية

سنحاول في هذا المحور إبراز موقع الأسواق المالية الدولية ضمن التقسيم العام للأسواق المالية،

إضافة إلى التطرق إلى تقسيمات الأسواق المالية الدولية.

أولاً: موقع الأسواق المالية الدولية ضمن التقسيم العام للأسواق المالية

نظراً للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية فإننا نجد هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها وكذا المتدخلين في هذه السوق، فنجد السوق الأول والثاني والثالث والرابع. معيار ثان للتقسيم يعتمد على آجال العمليات؛ حيث نجد السوق النقدية التي تخص الآجال القصيرة، وسوق رؤوس الأموال التي تتضمن الآجال الطويلة. المعيار الثالث للتقسيم يرتكز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق؛ بورصة السلع، أسواق الأوراق المالية، أسواق القروض. أما المعيار الرابع فيعتمد على المجال الجغرافي المغطى من طرف هذه السوق؛ أسواق رأس المال الدولية، أسواق المال الإقليمية، أسواق المال المحلية. وسنتناول هذه التقسيمات بنوع من التفصيل كما يلي¹.

1- التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار: وفقاً لهذا المعيار نجد التقسيمات التالية:

1-1- السوق الأولية: السوق الأولية Primary Market هي السوق التي يتم فيها شراء وبيع أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وغيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة، لذلك تدعى هذه السوق بسوق الإصدارات الجديدة، وتتم عملية التنظيم والإشراف على الإصدار مؤسسات مالية متخصصة تدعى بنوك الاستثمار كما هو الحال في الأسواق المالية المتطورة؛

1-2- السوق الثانوية: تسمى السوق الثانوية Secondary Market ببورصة الأوراق المالية، وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة، وهي بمثابة مكان لالتقاء المشتريين والبائعين للأوراق المالية، وتوفر هذه السوق للمستثمرين ميزتين هما السيولة وفرصة تحقيق الأرباح الرأسمالية.

وتنقسم السوق الثانوية إلى سوق منظمة وهي البورصة والسوق غير المنظمة والتي تضم المعاملات

التي تتم خارج البورصة.

1-3- السوق الثالث: يمثل السوق الثالث The Third Market قطاعاً من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم

¹ بوراس أحمد: دروس في مقياس الأسواق المالية، 2005-2006، ص 67-80، في الموقع الإلكتروني:

- <https://elibrary.medi.u.edu.my/books/MAL00082.pdf>. (02/07/2021).



لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وهي تمارس دورا منافسا للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية.. هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذه السوق فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغر بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة. هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة.

4-1- السوق الرابع: يقصد بالسوق الرابع The Fourth Market المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة. وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.

2- التقسيم حسب آجال العمليات: استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين أساسيين يتمثلان في:

1-2- السوق النقدية: تعرف السوق النقدية Money Market على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد أو جهات حكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة، كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

2-2- سوق رؤوس الأموال: بصورة عامة يمكن تعريف سوق رؤوس الأموال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات. وهذه الأوراق المالية ممكن أن تصدر عن منشآت الأعمال كما أنها ممكن أن تصدر عن الحكومة.

3- التقسيم حسب المنتجات المتداولة: تقسم الأسواق المالية من منظور طبيعة المنتجات المتداولة، والتي قد تكون سلعا، قروضا أو أوراقا مالية إلى عدة أسواق فرعية نذكر منها ما يلي:

1-3- بورصة السلع: تعرف هذه البورصة على أنها جمعية من الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة، كالحبوب، اللحوم، المعادن، القهوة، الخشب... الخ، وعليه فإن بورصة السلع Bourse de Merchandises أو كما تعرف ببورصة التجارة هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة والمشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم اندثارها بسرعة كالفاكهة وإمكانية قياسها وغيرها من الشروط.

2-3- أسواق الأوراق المالية: ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة. وتمتاز الأسواق المالية

للأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي ممكن أن تجرى، حيث تكون على نوعين؛ العمليات الفورية والعمليات الآجلة. إذ تتم العمليات الفورية بالاتفاق على الصفقة، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري أن يتسلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فوراً. أما العمليات الآجلة فيتم الاتفاق فيها مسبقاً على يوم التسليم وعلى سعر التبادل.

3-3- أسواق القروض: تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل الالتقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي بمختلف آجاله وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية. ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل.

4- التقسيم حسب المجال المغطى: تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية:

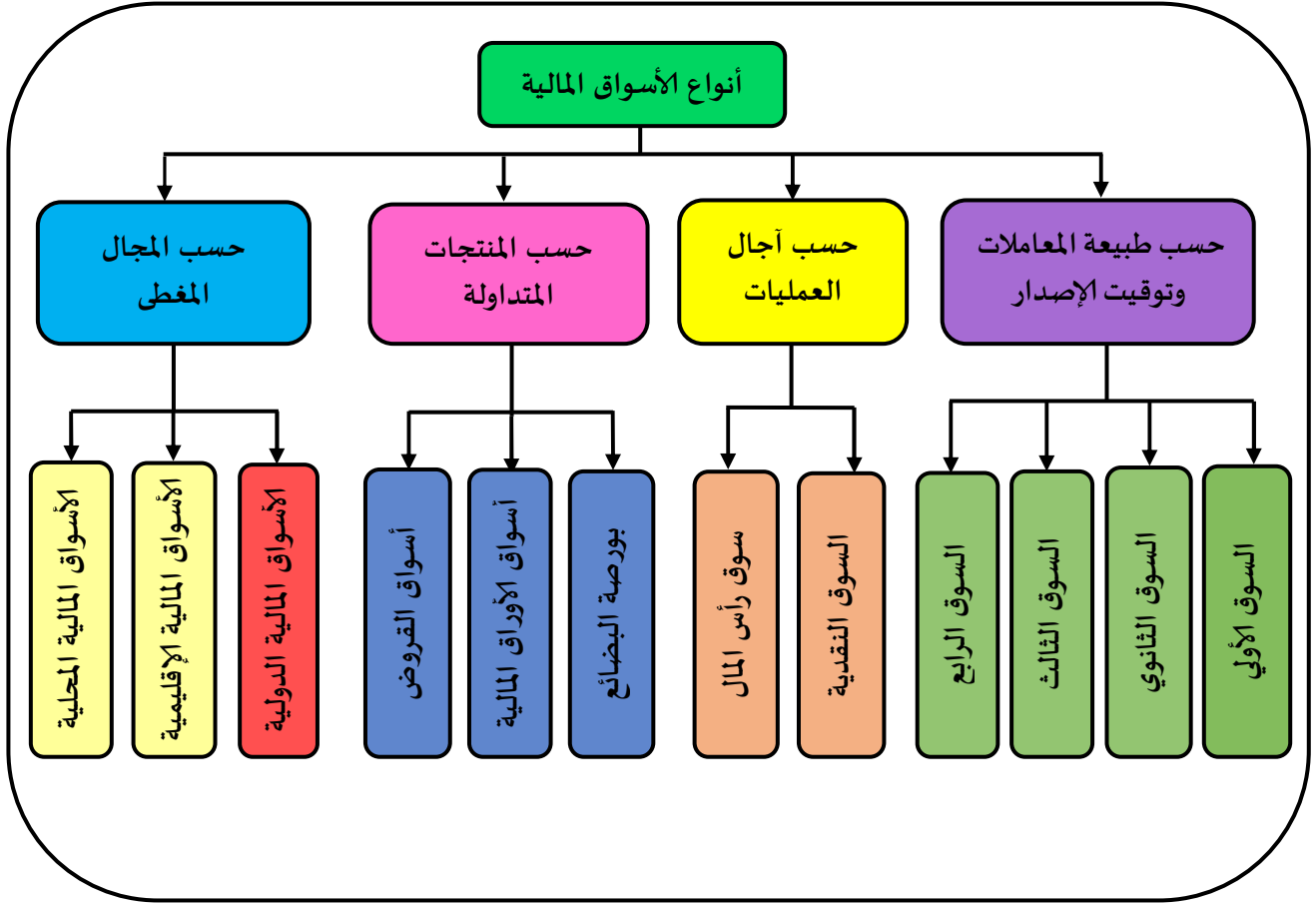
4-1- الأسواق المالية الدولية: تعتبر أسواق المال الدولية مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا بالنسبة للحكومات من أجل تمويل العجز أو المشاريع المختلفة. هذه المصادر أو الودائع قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، والتي يتم جمعها من الجمهور والمؤسسات المالية المختصة من طرف البنوك والمؤسسات المالية المرخصة، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لمصادر التمويل.

4-2- أسواق المال الإقليمية: يقصد بأسواق المال الإقليمية تلك الأسواق التي يشترك فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها؛ كدول الخليج، أو الدول المغاربية، أو غيرها من الاتحادات القائمة.

4-3- أسواق المال المحلية: هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال الوطنية والخاصة، وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة، وهي وسيلة تستطيع من خلالها المنشآت العمومية والخاصة وكذا الحكومة من إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بحسب رغبتهم واحتياجاتهم للأموال، أوراق ملكية أم أوراق دين، أوراق قصيرة الأجل أم متوسطة وطويلة.

ويمكن تلخيص ما سبق في المخطط التالي:

الشكل رقم (03): موقع الأسواق المالية الدولية ضمن التقسيم العام للأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على ما سبق.

ثانياً: أقسام الأسواق المالية الدولية

تنقسم الأسواق المالية الدولية حسب الأدوات المتداولة وأجل الاستحقاق إلى نوعين رئيسيين، هما:

سوق النقد الدولية وسوق رأس المال الدولية.

1- سوق النقد الدولية International Money Market

تعرف السوق النقدية الدولية على أنها المكان أو الميكانيكية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال

المستثمرة لأجل قصيرة، ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل بعملات أجنبية، وبالتالي فهي مختصة

بالودائع المصرفية بالعملات الدولية القابلة للتحويل، والتي يتم التعامل بها يومياً أو لفترة زمنية محددة

قصيرة الأجل، ويُطلق على هذه السوق سوق القروض النقدية¹.

¹ صالح مفتاح: المالية الدولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2005-2006، ص: 159-160، في الموقع الإلكتروني:

كما تُعتبر سوق النقد الدولية مصدراً من مصادر التمويل قصير الأجل، فهو يوفر الفرصة للمقترضين من الحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية دولية ذات سيولة مرتفعة، إلى جانب تداول وتبادل الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل بعملات مختلفة، كالأوراق التجارية الأوروبية، وشهادات الإيداع المصرفية الدولية¹.

السوق النقدية الدولية هي بمثابة خزان يحتوي على رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الأجنبية، أو هي مجموعة من الصفقات التجارية والمالية التي تتم بواسطة العملات الأجنبية خارج بلدانها، أي خارج بلدانها التي أصدرتها كأن نتكلم عن الأورو دولار Euro-Dollar أو البترو دولار Pétro-Dollar، ولهذا يمكن القول أن السوق النقدية الدولية هي ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التزود برؤوس الأموال قصيرة الأجل بعملات أجنبية مختلفة².

أما عن أسباب ظهور وتطور السوق النقدية الدولية إلى أن أصبحت ما عليه هي الآن، فيمكن ذكرها في النقاط التالية³:

- إعلان معظم الدول الأوروبية قابلية تحويل عملاتها للدولار؛
- سيطرت الحرب الباردة على العلاقات الاقتصادية الدولية وإيداع الأرصدة بالدولار بالبنوك الأجنبية، خاصة الأوروبية، وبالتحديد في لندن؛
- أزمة الجنيه الإسترليني GBP عام 1957، عندما منعت بريطانيا بنوكها من إقراض غير المحليين بالجنيه الإسترليني، وبالتالي تم منحهم قروض وقبول الودائع بالدولار الأمريكي؛
- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي وظهور التعلية Q في عام 1963، مفادها فرض قيود صارمة على حركة رؤوس الأموال، خاصة وضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار، مما أدى بالدولار إلى التسرب خارج أمريكا؛
- ارتفاع أسعار البترول عام 1973 وتكون الفوائض المالية الدولارية للدول المصدرة للنفط، والتي تم إيداعها بالمراكز المالية الرئيسية بأوروبا؛

¹. وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2009، ص 102.

². جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 571-572.

³. صالح مفتاح: العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 02، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2002، ص 5-6.

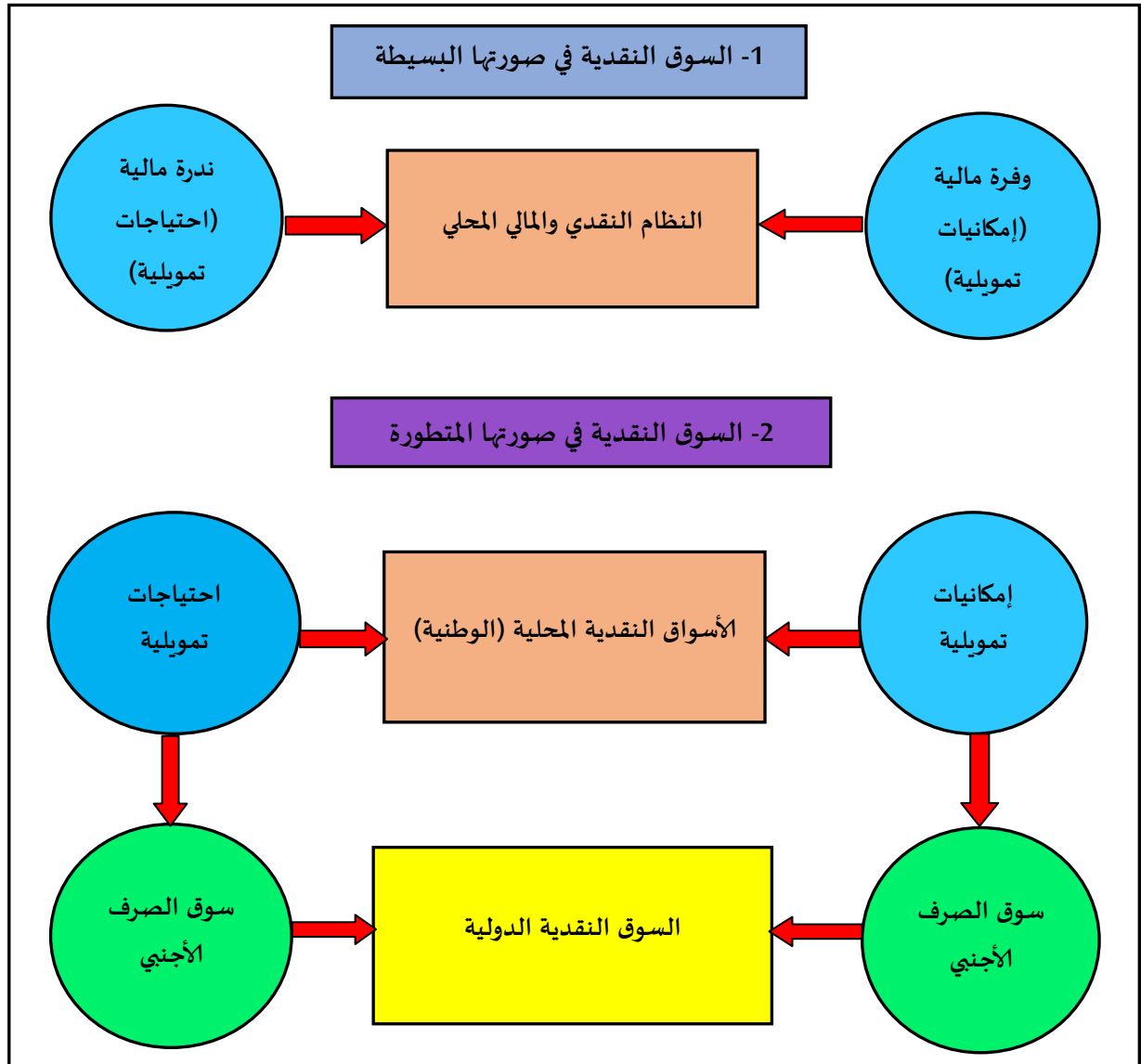
- عدم وجود قيود تنظيمية ورقابية على هذه الأسواق، وبالتالي انخفاض تكلفة الائتمان، وقد قامت البنوك التي تتلقى الودائع بمنحها في شكل قروض للدول النامية في آسيا وإفريقيا، مما وسع من السوق النقدية الدولية؛

- انتشار مصارف الأوفشور Off shore والجنات الضريبية؛

- فرض نسبة الاحتياطي الإجباري في البنوك الأمريكية، وعدم فرضها في العديد من الدول الأجنبية، كبريطانيا، وبالتالي تدفق الدولار إلى هذه الدول.

أما عن شكل هذه السوق فقد تطور من صورة بسيطة جدا إلى أن وصل إلى ما هو عليه الآن من تعقد، وذلك تبعا لتطور المعاملات التجارية والمالية الدولية التي خضعت بدورها للتطورات الاقتصادية بصورة شاملة. ويمكن توضيح تطور السوق النقدية الدولية في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (04): تطور السوق النقدية الدولية



المصدر: جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 572-573.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن السوق النقدية الدولية قد انطلقت من وضعية بسيطة جدا وقليلة الأطراف إلى وضعية جد معقدة وكثيرة الأطراف، وبين هذه الوضعية وتلك شهدت تلك الأسواق أحداثا وتغيرات كثيرة أوصلتها إلى ما هي عليه الآن، ولعل ما يمكن ملاحظته من الجزء الأول من الشكل السابق هو بساطة العمليات التي تتم عبر السوق النقدية المحلية، إذ هناك طرفان، أحدهما في حاجة إلى تمويل والآخر يتوفر على وسائل التمويل، وبذلك يمكن للطرف الأول أن يتوجه للطرف الثاني للتزود بما يحتاجه من رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وكل ذلك يتمك بين أفراد، شركات ومؤسسات مالية لنفس البلد، إلا أن السوق الوطنية (المحلية) قد لا تستجيب لكافة احتياجات الأفراد والمؤسسات، إذ قد تكون المبالغ المدخرة من قبل الجمهور والمؤسسات المالية المختصة غير كافية لتلبية احتياجات الاقتصاد الوطني من وسائل التمويل، كما قد يفضل أصحاب الأموال ادخارها خارج الوطن، أو أن المؤسسات المحتاجة لرؤوس الأموال تريد الحصول عليها من مؤسسات مالية أجنبية بأسعار أقل أو شروط أخف، باختصار كل من له ودائع لا يمكنه استثمارها إلا داخل وطنه وكذا المحتاج لتلك الودائع لا يمكنه الحصول عليها إلا داخل وطنه أيضاً، وهذا ما يميز السوق النقدية في أوائل الخمسينيات من القرن الماضي وقبيل توسعها على المستوى الدولي¹.

أما الجزء الثاني من الشكل السابق فيعبر عما وصلت إليه السوق النقدية الدولية من توسع وتعقد وكثرة الأطراف المتدخلة والمساهمة في تغذية هذه السوق برؤوس الأموال، فميكانيزمات هذه السوق قد بلغت مستوى من التشابك إلى درجة أن وصفت بأنها أصبحت لغزا محيرا، خاصة منذ أوائل الثمانينات، واتضح أنه يمكن لأصحاب رؤوس الأموال أن يتوجهوا لأي نظام نقدي أو مالي سواء كان وطنيا أو أجنبيا لاستثمار أموالهم، وذلك بالمرور بسوق الصرف الأجنبي، فالمستثمر الألماني مثلا يمكنه توظيف أمواله في ألمانيا أو توظيفها في أية سوق نقدية أجنبية حسب المردودية، كالسوق الأمريكية أو اليابانية أو غيرها بشرط المرور بسوق الصرف لمعادلة العملة التي بحوزته، وهي الأورو في هذه الحالة، وبنفس الطريقة يمكن لمن يبحث عن مصادر التمويل قصيرة الأجل أن يطلبها من السوق النقدية الوطنية أو يتجه للأسواق النقدية الدولية لسبب أو لآخر، وذلك مرورا بسوق الصرف الأجنبي أيضا، فمثلا إذا أرادت الحكومة الفرنسية الاستدانة من السوق النقدية فيمكنها اللجوء إلى السوق الفرنسية أو إلى أي سوق أجنبية كالسوق البريطانية أو الأمريكية أو غيرها، وبذلك يمكنها الحصول على مصادر التمويل تفوق قدرات التمويل الوطنية أو تغطية عجز الموازنة².

¹. جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 573-574.

². المرجع نفسه، ص 574.

2- سوق رأس المال الدولية International Capital Market

سوق رأس المال الدولية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون للتعامل في الأصول المالية طويلة الأجل ذات البعد الدولي، كالأسهم الدولية والسندات الدولية، حيث يتم فيها مبادلة تلك الأصول برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها¹.

سوق رأس المال الدولية هي السوق التي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل التي يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة بعملات أجنبية مختلفة، كالأسهم الدولية والسندات الدولية.

كما أن هناك تقسيم آخر للأسواق المالية الدولية، يتمثل في ما يلي²:

-السوق الأولية العالمية: السوق الأولية العالمية Primary market هي مكان بيع الأصول المالية قصيرة الأجل من السوق النقدية الدولية والمتوسطة وطويلة الأجل من سوق رأس المال الدولية لأول مرة، وبذلك يمكن للمحتاجين لرؤوس الأموال إصدار الأدوات المالية المناسبة والحصول على الأموال المطلوبة لتمويل مشاريعهم، بمساعدة هيئات دولية مختصة تقوم بضمان وتسويق أو التكفل بإصدار تلك الأدوات في مختلف الدول، كما تقوم باختيار العملة والتقنيات الضرورية للإصدارات وإنجاح عملية جمع المدخرات من تلك الدول، وشأنها في ذلك شأن السوق الأولية المحلية، وتتوقف السوق الأولية الدولية إلى حد كبير على شهرة الهيئة أو المؤسسة المصدرة ومدى قدرتها على التسديد، أي ملاءتها للسنوات الأخيرة، كما يعتبر تحقيق الأرباح بمثابة المحرك الرئيسي فيها.

-السوق الثانوية العالمية: السوق الثانوية العالمية Secondary market هي سوق غير رسمية أو موازية، يتم فيها تبادل الأصول المالية الدولية مثل السندات الدولية، الأسهم الدولية، الأصول الدولية قصيرة الأجل وغيرها، والتي سبق بيعها في السوق العالمية الأولية، ولذلك فكل من سبق له وان استثمر في تلك الأصول يمكنه بيعها في هذه السوق متى شاء، حيث تستعمل في ذلك تقنيات الاتصال الحديثة مثل أجهزة الإعلام الآلي، التلفون، الفاكس والانترنت، وعليه فإن السوق الثانوية تساعد على توفير السيولة للأصول المالية المتداولة من جهة وعلى تنشيط السوق الأولية من جهة أخرى، فهي تمثل ضمانا للمستثمرين في تلك الأصول باعتبارها توفر لهم الشروط الملائمة لبيعها (السيولة) متى أرادوا في ظروف معقولة.

¹. بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 43. (بتصرف).

². جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 585-586.

أسئلة المحور الثاني

السؤال الأول

- اشرح المصطلحات التالية بدقة:

- السوق الرابعة، أسواق القروض، بورصة البضائع، أزمة الجنيه الإسترليني GBP، التعليلة Q، البترو دولار Pétro-Dollar.

السؤال الثاني

- قارن بين كل من الأسواق المالية المحلية، الأسواق المالية الإقليمية والأسواق المالية الدولية؟.

السؤال الثالث

- اشرح أهم أسباب ظهور وتطور السوق النقدية الدولية؟.

السؤال الرابع

- قارن بين السوق الأولية العالمية والسوق الأولية المحلية؟.

السؤال الخامس

- ما لفرق بين السوق الثانوية العالمية والسوق الثانوية المحلية؟.

المحور الثالث

الأدوات المتداولة في

الأسواق المالية الدولية

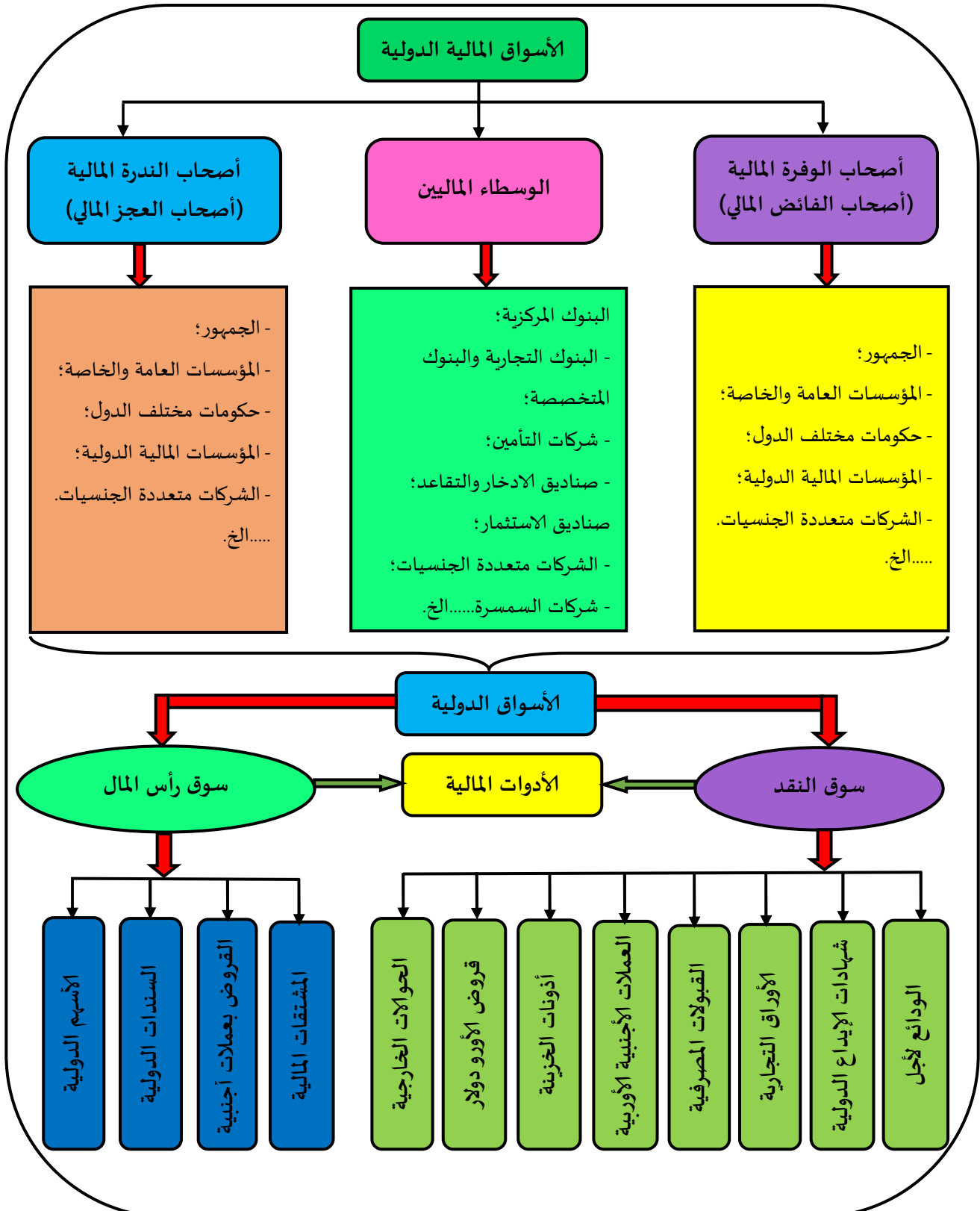
الأهداف التعليمية

- نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:
- معرفة أهم الأدوات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية والفرق بينها وبين الأدوات المتداولة في الأسواق المالية المحلية؛
 - فهم التكامل بين الأدوات والأصول المتداولة في سوق النقد الدولية والأدوات والأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال الدولية.

المحور الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية

تختلف الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية باختلاف نوع السوق، كما يلي:

الشكل رقم (05): أهم الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية



المصدر: من إعداد الباحث.



أولاً: الأدوات المتداولة في سوق النقد الدولية: يتم تداول العديد من الأدوات والأصول المالية قصيرة الأجل في السوق النقدية الدولية، نذكر منها ما يلي:

1- **الودائع لأجل Time Deposits:** الودائع لأجل هي عبارة عن مبلغ مالي يتم إيداعه من طرف الزبون في البنك لمدة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها، بحيث لا تتعدى السنة الواحدة مقابل فائدة، ولا يمكن لصاحب هذه الوديعة سحبها كاملة أو جزء منها إلا عند حلول تاريخ استحقاقها، وتعتبر الودائع لأجل أول أداة تم التعامل بها في السوق النقدية الدولية، وتتراوح مدة استحقاقها من عدة أيام إلى سنة، ولكن معظم المدد تقل عن 06 أشهر، أما سعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق فهما محل تفاوض بين المودع والبنك، وعادة ما يحدد المبلغ الأدنى الذي يمكن قبوله كوديعة في السوق النقدية الدولية بـ 25000 دولار؛

2- **شهادات الإيداع المصرفية الدولية*:** هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، ولا تعطي الحق لحاملها في استرداد قيمتها من الجهة المصدرة لها إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية وبيوت السمسرة التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل¹، أو هي شهادات تصدرها البنوك الدولية، وتثبت فيها أن البنك يحتفظ بوديعة لحامل الشهادة، ويمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون في الشهادة، ولا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، والسبيل الوحيد لتسليمها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق النقدي الدولي².

* يتم التمييز بين كل من شهادات الإيداع المصرفية الدولية وشهادات الإيداع الدولية التي هي عبارة عن أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك (Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ويتم إيداع الأوراق المالية الخاصة بتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار، ومن ثم فإن هذه الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية، ولأن مالك الشهادة هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المقابلة لها فإن له كافة حقوق مالك السهم من حيث التوزيعات النقدية أو العينية ومن حيث بيع الأسهم... الخ، ويمكن التمييز بين نوعين من شهادات الإيداع الدولية، هما: شهادات الإيداع الأمريكية (American Depository Receipts (ADRs)، وهي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية. وشهادات الإيداع الدولية (Global Depository Receipts (GDRs)، وهي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في أكثر من سوق مالي من أسواق المال الدولية، خاصة في أوروبا، وذلك وفقاً لشروط ومتطلبات تلك الأسواق. (البورصة المصرية: نبذة عن شهادات الإيداع، ص 1، في الموقع الإلكتروني:

https://www.egx.com.eg/getdoc/85aaabc7-f701-4e3a-b998-4ff93176581b/GDR_ar.aspx. (24/07/2021).

1. أشرف محمد دوابه: شهادات الإيداع القابلة للتداول- رؤية إسلامية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 30 نوفمبر 2009، ص 943.

2. ماهر كنج شكري، مروان عوض: المالية الدولية – العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2004، ص: 74.



بدأ إصدار شهادات الإيداع المصرفية الدولية القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961، ثم امتد التعامل بها إلى سوق الدولار الأوربي في لندن Euro-Dollar، ونتيجة للنجاح الذي حققته هذه الإصدارات في نيويورك فقد تم أول إصدار لها عام 1966 في لندن، ومنذ ذلك الوقت أخذ سوق هذه الشهادات في التطور السريع، حيث يوجد أكثر من 140 بنكا في لندن يقوم بإصدار شهادات الإيداع بالدولار، كما أن هناك العديد من المؤسسات التي تتعامل في السوق الثانوي بهذه الشهادات، وفي عام 1986 تم إصدار أول شهادة إيداع دولية بالجنيه الإسترليني، وصدرت بعدها شهادات إيداع في أسواق مالية أخرى وبعملات أجنبية مختلفة، حتى فاق عدد البنوك التي تتعامل بهذه الأداة الاستثمارية قصيرة الأجل 2500 بنكا دوليا¹.

تتميز شهادات الإيداع المصرفية الدولية بعدة خصائص، أهمها ما يلي²:

- السيولة: شهادات الإيداع الدولية لحاملها قابلة للتداول بحرية، ويمكن بيعها قبل تاريخ الاستحقاق في السوق الثانوي حسب سعر الفائدة السائد عند البيع والذي تحدده أوضاع السوق النقدي، ودرجة السيولة مرتبطة باسم البنك المصدر لشهادات الإيداع لما له من أهمية في تداولها، كما أن درجة السيولة أيضا مرتبطة بمدى حياة الشهادة:

- الضمان: إن شهادات الإيداع عبارة عن التزام مالي مباشر على البنك المصدر لها بالنسبة لكل من القيمة الاسمية والفائدة المستحقة عليها، وعليه فإنه يتوجب على المستثمر أن يتأكد من شراء الشهادات من البنوك المقبولة عالميا من قبل المستثمرين الآخرين؛

- المرونة: يمكن إصدار شهادات الإيداع بحيث تستحق في التاريخ الذي يناسب كل من المصدر والمقرض، ويرتبط سعر الفائدة على الشهادات بأسعار الفائدة الراضجة في السوق النقدي، ويمكن للمستثمر بيع هذه الشهادات قبل الاستحقاق أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق؛

- التسليم: يتم دفع ثمن شهادة الإيداع للبنك المصدر لها في الموعد الذي يتم الاتفاق عليه كبتدائية لمدة الوديعة، وإما أن يتم تسليم الشهادة للمشتري عند الدفع أو يتم الاحتفاظ بها برسم الحفظ لدى البنك المصدر لحساب المشتري، ويتم تسليمها له عند الطلب، ويقوم البنك المصدر بإعادة دفع القيمة بتاريخ الاستحقاق لمالك شهادة الإيداع أو لأي طرف آخر يعينه بمجرد تسلمه الشهادة، وبالطبع فإذا قدمت الشهادة إلى أي فرع من فروع البنك المصدر فإن هذا الفرع يدفع قيمتها فورا ويرسلها بدوره إلى مركزه الرئيسي لتحصيل القيمة؛

¹. ماهر كنج شكري، مروان عوض: مرجع سابق، ص 74.

². المرجع نفسه، ص 75-77.

- السرية: إن شهادات الإيداع التي تصدر لحاملها تمتاز بسريتها الكاملة، إذ أن المشتري يعرف البائع الأخير فقط ولا يعرف المالكين السابقين أو أسعار الشراء أو تواريخ البيع؛

- تنوع الإصدارات: يمكن إصدار شهادات الإيداع إما حسب طلب العميل (Tap Issue) أو بشكل إصدارات دورية، وهو ما يعرف بالإصدارات المعلنة (Tranche Issue).

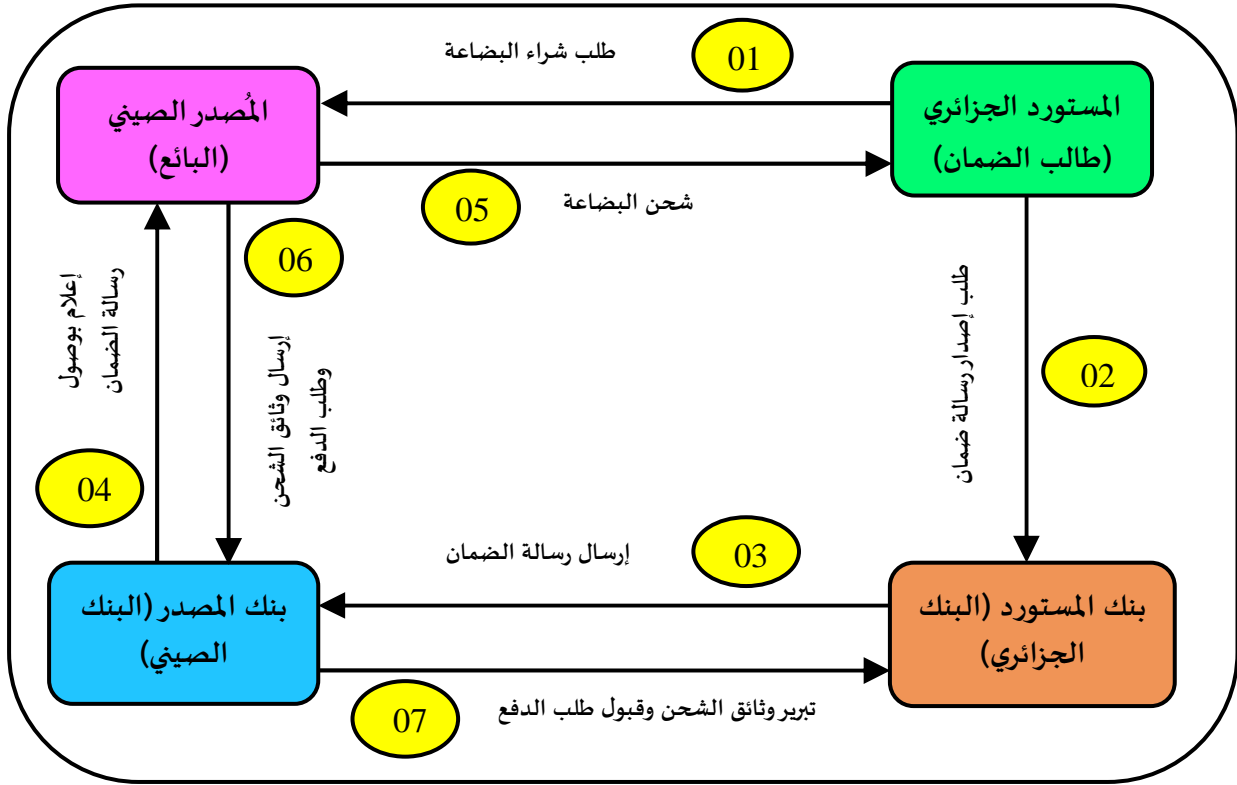
3- القبولات المصرفية Bankers Acceptances: يعني القبول المصرفي قبول المصرف تحمل المسؤولية في دفع مبلغ نقدي مستقبلي، ويستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب، حيث يفضل المصدرون الأجانب أن يضمن المصرف حصولهم على أثمان بضائعهم عندما يرسلونها إلى المستوردين، ويسهل المصرف عملية التصدير هذه عبر الختم على ورقة السحب بكلمة (مقبول) والتي تلزمه بسداد مبلغ نقدي في وقت محدد، وفي المقابل يسدد المستورد للمصرف ذلك المبلغ مضافا إليه عمولة للبنك مقابل ذلك التعهد¹.

وتعرف القبولات المصرفية كذلك على أنها عبارة عن سحبات مقبولة من طرف بنك معين، وتعتبر مقبولة من البنك في حالة توقيع البنك على وجهها تحت عبارة "مقبول الدفع" أو تحت كلمة "مقبول"، وقبول السحب من طرف البنك يعني تعهده بالدفع في تاريخ الاستحقاق (تقديم ضمان)، ويصبح السحب قابل للتداول في السوق النقدية الدولية إلى أن يُستحق الدفع في تاريخ الاستحقاق، وتكمن أهمية القبولات المصرفية في تمويل التجارة الدولية.

ولفهم آلية عمل القبول المصرفي نفترض أن مستوردا جزائريا يرغب في استيراد بضاعة صينية، والشكل الموالي يوضح آلية عمل القبول المصرفي.

¹. سليمان موصللي، عدنان سليمان: الأسواق المالية، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2013، ص 101.

الشكل رقم (06): آلية عمل القبول المصرفي



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على: سليمان موصلي، عدنان سليمان: مرجع سابق، ص 104.

- 01- يرسل المصدر الجزائري طلب شراء البضاعة إلى المصدر الصيني؛
 - 02- إذا كان المصدر الجزائري غير معروفا لدى المصدر الصيني، فإنه قد يطلب هذا الأخير من المصدر الجزائري تسديد ثمن البضاعة كاملاً قبل إرسالها له، وبالتالي يلجأ المصدر الجزائري في هذه الحالة إلى استخدام القبول المصرفي، حيث يطلب من مصرفه إصدار رسالة ضمان أو تعهد باسمه، أي اسم المصدر، بحيث تمثل رسالة الضمان هذه تعهداً من البنك بضمان تسديد قيمة الصفقة إلى المصدر الصيني؛
 - 03- يرسل بنك المصدر الجزائري رسالة الضمان هذه إلى بنك المصدر الصيني؛
 - 04- يبلغ بنك المصدر الصيني المصدر باستلام رسالة الضمان؛
 - 05- يرسل المصدر الصيني البضاعة إلى المصدر الجزائري؛
 - 06- يرسل في ذات الوقت المصدر الصيني وثائق الشحن التي تثبت شحن البضاعة إلى بنكه؛
 - 07- يرسل بنك المصدر الصيني بدوره وثائق الشحن هذه إلى بنك المصدر الجزائري.
- بعد هذه الخطوة يتم إصدار القبول المصرفي، والذي يلزم بنك المصدر الجزائري بدفع قيمة البضاعة لحامل القبول المصرفي في الوقت المحدد في المستقبل، ويمكن أن يتم بيع القبول المصرفي بخصم في

سوق النقد، وعندما يستحق القبول المصرفي يدفع المستورد الجزائري قيمة البضاعة إلى بنك المستورد والذي بدوره يسدد قيمة القبول المصرفي للمستثمر الذي يقدمه للتحصيل¹.

4- الأوراق التجارية **Commercial Papers**: تعد الأوراق التجارية من الاستثمارات قصيرة الأجل، ويتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من الشركات العريقة الراسخة التي تتميز بمركز مالي متين بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل وهي ذات دخل ثابت تصدر لحاملها وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر وتصدر الأوراق التجارية لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر ويتم تداولها في السوق النقدي بدخل ثابت على أساس سعر الخصم².

تُعتبر الأوراق التجارية من أهم أدوات السوق النقدية الدولية، وتُصدر هذه الأوراق عادةً الشركات أو المؤسسات التي تتمتع بملاءة مالية كبيرة وسمعة تجارية طيبة لأجل أقصاها 09 أشهر، وهي قابلة للتداول وتمتاز بدرجة عالية من الأمان والسيولة، وتعتبر الأوراق التجارية الأوروبية أهم الأدوات الاستثمارية الدولية قصيرة الأجل المتوفرة تقريباً في كافة أنحاء العالم³.
تتميز الأوراق التجارية بعدة خصائص، أهمها⁴:

- من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، فالضامن الأساسي للمتعاملين بها هو سمعة الشركة ومكانتها، والتي بفضلها تقبل البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق؛

- إن التزام البنوك بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدوداً، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضاً ويعادل تقريباً معدل الفائدة على القبولات المصرفية؛
- تسهم الطبيعة المتميزة للأوراق التجارية في خلق سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسة والبنوك التجارية؛

- نظراً لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز الشركة المصدرة لها فإنه رغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة، مثل مؤسسة ستاندر أند بور Standard & Poor في الولايات المتحدة الأمريكية، دليلاً خاصاً بأسماء الشركات التي تصدر مثل هذه الأوراق.

5- العملات الأجنبية الأوروبية: وتضم الودائع والقروض بعملات مُعينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة، سواء كانت هذه الودائع والقروض من قبل غير المقيمين، وهو ما يمثل تدويل العملة

¹. سليمان موصلي، عدنان سليمان: مرجع سابق، ص 103.

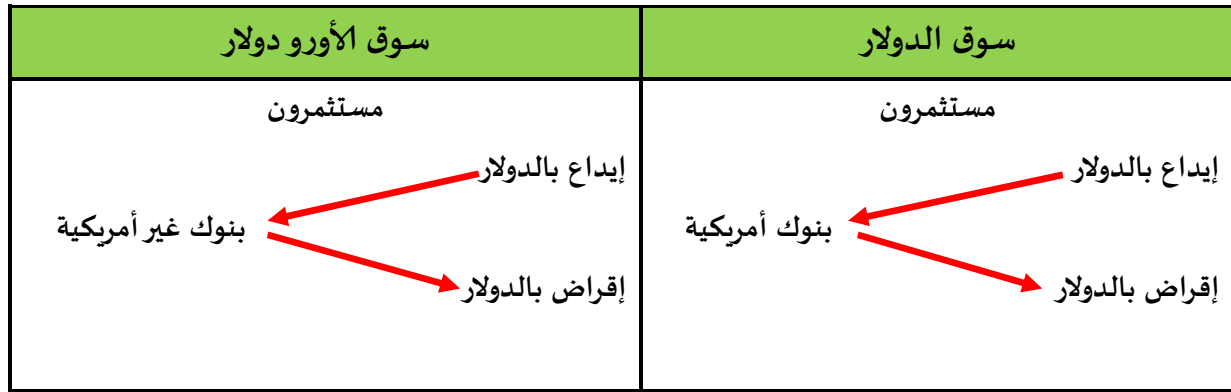
². دريد كامل آل شيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان-الأردن، 2012، ص 228.

³. ماهر كنج شكري، مروان عوض: مرجع سابق، ص 81-82.

⁴. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 54.

الوطنية، أو المقيمين وهو ما يُمثل لا مكانية العملة الوطنية، وبالتالي فإن سوق العملة الأجنبية الأوروبية هي سوق الإيداع والإقراض بتلك العملات لدى البنوك المتواجدة خارج دولة إصدار تلك العملات¹. والشكل الموالي يوضح ذلك مع استخدام الدولار كمثال.

الشكل رقم (07): العلاقة بين الدولار والأورو دولار



المصدر: جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 86.

نلاحظ خلال الشكل السابق الفرق بين سوق الدولار الذي هو سوق محلي، أي الإيداع والإقراض بالدولار في بنوك أمريكية فقط، وسوق الأورو دولار أو كما يسمى بسوق الدولار الأوربي Euro-Dollar Market، الذي يتكون من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، وتتميز القروض * Euro-Dollar Loans التي تقدمها هذه البنوك بضخامة قيمتها وقصر تاريخ استحقاقها، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى هذه البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع للأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار لعدة أسباب أهمها ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها².

تجدر الإشارة إلى أن مصطلح الأورو دولار هو أصل التسمية فقط، لأنه ظهر نتيجة منح القروض وقبول الودائع بالدولار الأمريكي من بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وبالتحديد من بنوك متواجدة في الدول الأوربية، خاصة لندن، وبالتالي فإن هذا المصطلح يعني أي قرض أو وديعة يتمان خارج الدولة المصدرة للعملة المقومة بها هذه القروض أو الودائع، كأن نتكلم مثلا عن قروض الأورو ين أو قروض الين الأوربي،

¹. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 03، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، جوان 2008، ص 86.

* قروض الأورو دولار هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة الواحدة مقومة بالدولار الأمريكي، ويتم منحها من خارج الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة من الدول الأوربية، ولهذا تسمى بقروض الدولار الأوربي، أي قروض ممنوحة بالدولار المتواجد في أوربا.

². منير إبراهيم هندي: مرجع سابق، ص 55.

التي هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة الواحدة مقومة بالين الياباني، ويتم منحها من خارج اليابان، خاصة من الدول الأوروبية، أي قروض ممنوحة بالين المتواجد في أوروبا. وإذا وسعنا هذا الأمر إلى سوق الأوروبيين أو سوق الين الأوربي فإنه يمكن توضيح العلاقة بين سوق الين الياباني وسوق الين الأوربي في الشكل التالي:

الشكل رقم (08): الفرق بين الين والأوروبيين

| سوق الين | سوق الأوروبيين |
|---|---|
| <p>مستثمرون</p> <p>إيداع بالين</p> <p>بنوك يابانية</p> <p>إقراض بالين</p> | <p>مستثمرون</p> <p>إيداع بالين</p> <p>بنوك غير يابانية</p> <p>إقراض بالين</p> |

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على ما سبق.

نفس الشيء إذا تكلمنا مثلا عن قروض الريال يوان أو قروض اليوان السعودي، التي هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة الواحدة مقومة باليوان الصيني، ويتم منحها من خارج الصين، وبالتحديد من المملكة العربية السعودية، أي قروض ممنوحة باليوان الصيني المتواجد في السعودية، وهكذا...

6- أذونات الخزينة Treasury Bills: هي عبارة عن أداة دين حكومية قصيرة الأجل، تصدر بصيغة لحاملها من طرف الحكومة، وتصدر بأعداد كبيرة وتكون قابلة للتداول، وتتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر مالية، لأن الإذن يُباع عادة بخصم أي بسعر أقل من قيمته الاسمية، ويمثل الفرق العائد الذي يحصل عليه المستثمر، وفي نهاية تاريخ الاستحقاق تلزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن.

تتميز أذونات الخزينة بالخصائص التالية¹:

- انتظام الإصدارات واستمراريتها؛
- تصدر بمبالغ كبيرة حسب احتياجات خزينة الدولة؛
- تباع بخصم من القيمة الاسمية؛
- تباع بالمزاد
- تتمتع بسيولة عالية، نظرا لأجلها القصير وتوفر سوقا ثانويا نشطا لها؛

¹. سليمان موصلبي، عدنان سليمان: مرجع سابق، ص 91.

- تكاد تكون درجة المخاطرة فيها معدومة؛

- قصر مدة استحقاقها؛

- مضمونة من قبل الحكومة.

7- الحوالات الخارجية Foreign Transfers: تعرف الحوالة على أنها أمر دفع يصدره البنك (المحول) بناء على طلب أحد العملاء إلى فرع أو بنك آخر (البنك الدافع) بدفع مبلغ معين إلى شخص معين (المستفيد)، والحوالات الخارجية هي الحوالات التي يصدرها البنك بناء على طلب عملائه إلى البنوك المراسلة في الخارج، وتتطلب عملية التحويلات الخارجية اتفاقيات وترتيبات معينة تتم بين إدارة البنك وإدارات البنوك الأجنبية المراسلة في الخارج، وتشمل هذه الاتفاقيات كيفية تعامل البنك مع مراسليه لجميع المعاملات المصرفية المتعلقة بالتحويلات و الدفع والمراسلات وغيرها، وطبقا لهذه الاتفاقيات المبرمة بين البنك ومراسلهم وحتى يتمكن البنك من دفع مبالغ بالعملة الأجنبية في الخارج لمقابلة التزاماته فإنه يحتفظ بحسابات بالعملة الأجنبية لدى البنوك المراسلة، وتتم التحويلات الخارجية بالعملة الأجنبية الرئيسية كالدولار الأمريكي والأورو والجنيه الإسترليني والين الياباني... الخ، وليس بالعملة المحلية لأنها ليست عملة رئيسية¹.

8- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements: هي عبارة عن بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد، مع التعهد بشراؤها من المشتري في تاريخ محدد وسعر محدد يتم ذكره في الاتفاقية، وتسمى كذلك باتفاقية الريبو Repo، ونلاحظ أن هذه الاتفاقية تسمى اتفاقية إعادة الشراء بالنظر إلى بائع الورقة المالية، بينما إذا نظرنا إلى مشتري الورقة المالية فتسمى الاتفاقية باتفاقية إعادة الشراء المعكوسة أو الريبو العكسي Reverse Repo، فالبايع يجري عملية ريبو والمشتري يجري عملية ريبو عكسي، وعليه فإن اتفاقية إعادة الشراء المعكوسة هي عبارة عن شراء أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد، مع التعهد ببيعها على من اشترت منه في تاريخ محدد وسعر محدد يتم ذكره في الاتفاقية².

بناء على ما سبق يمكن القول بأن اتفاقية إعادة الشراء تعني الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة قصيرة جدا وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتم الاتفاق عليه.

¹ خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر، ط1، عمان- الأردن، 2006، ص 243-244.

² يوسف بن عبد الله الشبيلي: اتفاقية إعادة الشراء (الريبو والريبو العكسي) وبدائلها الشرعية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 10، العدد 02، 2013، ص 163-164.

ثانياً: الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال الدولية*: تتمثل أهم الأدوات والأصول المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية فيما يلي:

1- القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل **les euro notes**: وهي عبارة عن أوراق مالية تقوم المؤسسات بإصدارها بالاستعانة بمجموعة من البنوك والمؤسسات المالية المختصة، وبذلك تضمن هذه المؤسسات مصدرا من مصادر التمويل متوسط الأجل، ويتم إصدار القسيمة الأوروبية في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة، وتعود نشأة القسيمة الأوروبية إلى نهاية عام 1970، حيث اعتبر بعض المقرضين أن الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع انخفاض مستوى المخاطر، مما دفعهم إلى البحث عن أداة أخرى تؤمن أفضل تجانس بين السعر والمخاطر، وفي عام 1978 استحدث سيتي بنك Citibank القسيمة الأوروبية، وبذلك استفادت المؤسسة المقرضة من ضمان تمويل متوسط الأجل بتكاليف إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، مع إمكانية تعديل حجم الإصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض أو إنهاء برنامج الإصدار دون تحمل أي تكلفة إضافية، ورغم ظهور القسيمة متوسطة الأجل يعود إلى بداية السبعينيات، حيث تم إصدارها من قبل شركات قروض السيارات في السوق الأمريكي، إلا أن أول إصدار للقسيمة الأوروبية متوسطة الأجل تم في عام 1986 لحساب First Intersate، وتعد القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل أداة وسط بين السندات الأوروبية والأوراق التجارية الأوروبية، حيث أصبحت تلقى رواجاً أكبر من السندات الأوروبية لما تتميز به من مرونة¹.

2- السندات الدولية: السند Bond هو أداة مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية، أو هو عبارة عن عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا ماليا إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة².

تعتبر السندات الدولية أداة دين على الجهة المصدرة لها، بحيث تلتزم هذه الجهة برد قيمة القرض أو الدين والفوائد المترتبة عليه في تاريخ الاستحقاق، وتصدر بعملة أجنبية مختلفة، كالدولار الأمريكي، ويستثمر فيها متعاملين من جنسيات مختلفة.

* نظرا للتطور الكبير والسريع لأسواق رأس المال الدولية وتنوع وتعدد منتجاتها المالية وصعوبة وضع حدود فاصلة بين هذه الأدوات أو المنتجات، فقد تم تخصيص سوق لكل أداة تقريبا كسوق الأسهم الدولية، سوق السندات الدولية، سوق المشتقات المالية... الخ، لذا سنكتفي بذكر أهم الأدوات فقط، ثم نفضل فيها في المحاور اللاحقة.

¹. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 95-96.

². بوراس أحمد: مرجع سابق، ص 17.

3- الأسهم الدولية: تعتبر الأسهم الدولية أحد الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية، وهي تمثل أداة ملكية تعكس ملكية المستثمر الأجنبي لجزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، وبالتالي يصبح مشتري هذا السهم شريكاً في الشركة وليس دائناً أو مقرضاً كما هو الحال في السندات، وعادة ما يتم إصدار هذه الأسهم في الدول غير دولة الشركة المصدرة، كما أن الإصدار يتم بعملة أجنبية مختلفة.

4- المشتقات المالية: تُعتبر المشتقات المالية Derivatives من أهم وأبرز الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال الدولية، وتُعرف على أنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر، والمراجحة بين الأسواق، وأخيراً المضاربة¹، كما تعرف كذلك على أنها عقود تُعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، وقد يربط العقد الطرفين بطريقة مُلزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه². وتتكون المشتقات المالية من الأدوات التالية:

- عقود الخيارات (Options)؛
- العقود المستقبلية (Futurs)؛
- العقود الآجلة (Forward)؛
- عقود المبادلات (Swaps).

¹. بن رجم محمد خميسي: المنتجات المالية المشتقة- أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20 و21 أكتوبر 2009، ص 4.

². سحنون محمد، محسن سميرة: مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20 و21 أكتوبر 2009، ص 3.

أسئلة المحور الثالث

السؤال الأول

- اشرح الفرق بين الأدوات المتداولة في سوق النقد الدولية والأدوات المتداولة في سوق رأس المال الدولية؟.

السؤال الثاني

- اشرح المصطلحات التالية:

- ودائع الين دولار، قروض الدولار يوان، القبول المصرفي، السهم الدولي، القسيمات الأوروبية؟.

السؤال الثالث

- اشرح أهمية شهادات الإيداع المصرفية الدولية القابلة للتداول؟.

السؤال الرابع

- ما هو الفرق بين كل الودائع لأجل وشهادات الإيداع الدولية؟.

السؤال الخامس

- حدد الفرق بين اتفاقية إعادة الشراء واتفاقية إعادة الشراء المعكوسة؟.

المحور الرابع

أسواق الأسهم الدولية

الأهداف التعليمية

نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:

- ضبط مفهوم الأسهم الدولية؛
- التعرف على أنواع الأسهم الدولية؛
- فهم طريقة إصدار وتداول الأسهم الدولية؛
- معرفة عوامل ودوافع تنامي التعامل في أسواق الأسهم الدولية.

المحور الرابع: أسواق الأسهم الدولية

تعتبر سوق الأسهم الدولية أحد فروع رأس المال الدولية، وفيما يلي سنتناول كل ما يتعلق بهذه السوق الدولية.

أولاً: مفهوم سوق الأسهم الدولية

سوق الأسهم الدولية هي مكان التقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لا سيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة كفؤة، أي أن سوق الأسهم الدولية تعد من بين وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات والشركات المختلفة من الحصول على ما تحتاجه من أموال بهدف الإنشاء أو التوسع بين بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء الأسهم الدولية¹.

كما يمكن القول أن سوق الأسهم الدولية هي مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول الأسهم بين مختلف المتعاملين، إذ تعتبر الأسهم الدولية بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه، وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل مقرونة بمدة حياة المؤسسة المصدرة، ويتم التعامل في سوق الأسهم الدولية من خلال المؤسسات المالية المختصة، البنوك والسماصرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية، إضافة إلى الأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم لتعظيم مكاسبهم المادية².

تطور سوق الأسهم الدولية بداية من ثمانينيات القرن العشرين، أين كانت المؤسسات الأجنبية تطرح أسهمها في أسواق الأسهم الأمريكية، ومع تنامي وتوسع هذا السوق، خصوصاً لما يمثله أيضاً من خلال عمليات التداول بيعاً وشراء كمصدر ربح للمستثمرين من جهة وما يمثله التوسع الدولي من آلية لتنوع المحفظة المالية وتجنب المخاطر المالية، ظهرت العديد من الصناديق الاستثمارية المتخصصة في بيع وشراء الأسهم من أسواق رأس المال الدولية، وتنوعت ما بين صناديق استثمار تعاونية خاصة، صناديق تحوط وصناديق الثروة السيادية، إذ أنه وبحكم العولمة المالية وتداول سوق الأسهم لم يعد المستثمرين يهتمون فقط بتطورات مؤشر البورصة المحلية بل يمتد ليشمل بقية مؤشرات أسواق الأسهم الدولية الرئيسية التي تمتد فيها استثماراتهم المحفظة³.

¹ جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 79.

² بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: مرجع سابق، ص 67-68.

³ بودخد كريمة: محاضرات في المالية الدولية، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة أولى ماستر اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل- الجزائر، 2015-2016، ص 72.

ثانياً: مفهوم الأسهم الدولية

تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر الدولي أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في بلد معين غير البلد الأصلي لها، أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة، ويبلغ متوسط الإصدارات حوالي 100 مليون دولار أمريكي، ويمكن للمؤسسات المالية المختصة والبنوك أن تشتري هذه الأسهم، كما يمكن للأفراد أن يوظفوا أموالهم فيها، وذلك بقصد تحقيق أرباح أكبر أو بغرض تنويع حوافظهم المالية والتقليل من المخاطر في الأجل الطويل¹.

بناء على ما سبق يمكن القول أن السهم الدولي هو عبارة عن شهادة تعطي لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة الأجنبية المصدرة لهذا السهم، الذي هو مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق، ويوفر التمويل ذو البعد الدولي طويل الأجل.

ثالثاً: أنواع الأسهم الدولية

يمكن إصدار الأسهم الدولية باستخدام العديد من الشرائح، كما يلي²:

1- الشريحة المحلية: هي أسهم يتم طرحها من طرف الوسيط في السوق المحلي فقط، أي داخل الدولة المصدرة فيها، وتكون مقيمة بالعملة المحلية لتلك الدولة، وتكون متاحة للاستثمار فيها من الجمهور المحلي ومن الأجانب.

مثال: شركة صيدال مثلاً تقوم بطرح أسهم في بورصة الجزائر للأوراق المالية مقومة بالعملة المحلية، وهي الدينار الجزائري، وتكون مطروحة من خلال بنك الفلاحة والتنمية الريفية كوسيط.

2- الشريحة الأجنبية: وهي أسهم تصدرها أو تطرحها شركة ما في دولة أخرى، وتكون هذه الأسهم مقومة بعملة البلد الذي تم فيه الإصدار.

مثال: شركة صيدال مثلاً تقوم بطرح أسهم في بورصة دبي للأوراق المالية مقومة بالعملة الإماراتية، وهي الدرهم الإماراتي.

3- الشريحة الأوروبية*: وهي أسهم تصدرها أو تطرحها شركة ما في دولة أخرى، وتكون هذه الأسهم مقومة بعملة تختلف عن عملة البلد الذي تم فيه الإصدار، وعادة ما تكون هذه العملة عملة قيادية مقبولة في التعاملات الدولية، كالدولار مثلاً، وتكون متاحة لكل الجمهور في العالم، ويكون البنك الوسيط بنك عالمي ومتعدد الجنسيات.

¹ جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 581-582.

² محمد هاني: محاضرات في الأسواق المالية الدولية، مطبوعة مقدمة لطلبة سنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محند أولحاج- البويرة، الجزائر، 2020-2021، ص 3-4.

* ويطلق على هذا النوع كذلك اسم الأورو أسهم والتي تعني الأسهم ذات الشريحة الأوروبية.



مثال: شركة صيدال مثلا تقوم بطرح أسهم في بورصة نيويورك للأوراق المالية مقومة بالأورو، ومطروحة من خلال بنك HBC البريطاني كوسيط.

4- الشريحة العالمية: وهي أسهم مطروحة في أكثر من سوق مالي دولي، ومقومة بعدة عملات دولية، من خلال وسطاء عالميين.

مثال: شركات التكنولوجيا العالمية، مثل: مايكروسوفت فيسبوك، زووم...الخ، ومثل شركة كوكاكولا، شركة بيسي..الخ.

رابعاً: آلية إصدار الأسهم الدولية

إن إصدار الأسهم الدولية وتوظيفها يتطلب إنشاء Syndicat الإصدار، مثل السندات الدولية، وتقوم هذه المجموعة المصرفية بتأمين الاتصال بين المستثمرين الدوليين ضمن أفضل الشروط الممكنة، ويمكن توضيح آلية إصدار الأسهم الدولية من خلال النقاط التالية¹:

1- وظائف Syndicat الإصدار

توجد هناك 03 وظائف تقوم بها Syndicat الإصدار، وهي، الوظيفة الأولى تتمثل في تنظيم (تنسيق) الإصدار، والوظيفة الثانية هي وظيفة ضمان الإصدار أو الالتزام الكلي بالاكتتاب الكامل، أما الوظيفة الثالثة فتتمثل عملية توظيف الأسهم.

في إطار ال Syndicat يشارك بعض الوسطاء في الوظائف الثلاث، في حين أن البعض الآخر لا يشارك إلا فيوظيفتين الأخيرتين، والبعض القليل المتبقي لا يشارك أيضا إلى في الوظيفة الأخيرة وهي توظيف الأسهم، أما العلاقات بين مختلف مجموعات المتدخلين فيتم تنظيمها عبر عقود يحضرها رئيس المجموعة (Chef de file)، ويعتبر اختيار رئيس المجموعة عنصرا أساسيا في عملية الإصدار، والذي يتأثر بطبيعة العلاقات التي يخلقها المصدر مع الرؤساء المحتملين، وبأهداف التوظيف، وبدرجة توزيع المساهمين المرغوب في إيصال الإصدار إليهم.

يشارك رئيس المجموعة في إعداد لائحة بيوت الأوراق المالية والمصارف المدعوة لكي تكون جزءا من المجموعة الضامنة للإصدار، ويشار إلى أن وظيفة الضمان تكفل للمصدر مهما كانت ظروف السوق الحصول على كامل رؤوس الأموال التي ينتظرها من الإصدار، كما أن حجم وضخامة مجموعة الضمان يرتبط مباشرة بحجم الإصدار وبالخطر المرتقب.

¹. وسام ملاك: البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 02، دار المهمل اللبناني- مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، ط1، بيروت- لبنان،

تظم Syndicat الإصدار مجموعة التوظيف، بهدف تسهيل حشد وتعبئة المستثمرين النهائيين فكلما كان الهدف توظيف الإصدار لدى مستثمرين فرديين كلما أصبح دور مجموعة التوظيف أكثر أهمية. بالنسبة للعمليات التي تتلقاها مجموعة الإصدار فهي تختلف باختلاف طريقة التوزيع وبالذات الذي يلعبه مختلف المشاركين، إضافة إلى اختلاف وضعية السوق ودرجة المنافسة بين الوسطاء المحتملين وللخطر المتعلق بالمصدر، ولكن بشكل عام فإن عمولة التوظيف تمثل 60% من مجموع العملات.

2- طرق توظيف الأسهم

عند إطلاق الإصدار يمكن للمستثمر أن يختار بين إحدى الطريقتين التاليتين لدخول السوق، الطريقة الأوروبية وطريقة Book building.

1-2- طريقة التوظيف الأوروبية

تتميز هذه الطريقة بخاصيتين أساسيتين، هما:

- وجود ما يسمى بفترة التوظيف الأولي المصرفي أو بفترة ما قبل التوظيف؛

- إنشاء مجموعة ضمانات (groupe de garantie) عند بدء العملية.

في هذه الطريقة يجري التركيز بالدرجة الأولى على التأكد من توظيف حجم معين من الأسهم بمعزل عن ظروف السوق، وفي هذا الإطار يتفق رئيس مجموعة الإصدار والمصدر على حجم الإصدار وعلى سعر الأسهم التي ستعرض على المستثمرين، وفي حالة ما إذا تم التوجه للسوق لأول مرة فإن تحديد السعر يكون بدقة شديدة، وإذا كان الموضوع يتعلق بزيادة رأس المال فإن المصدر سيلجأ إلى سعر السوق لكي يحدد هامش السعر المقبول مبدئياً.

بعد تحديد جهة الإصدار وسعر السهم والأطراف الموجه إليها هذا الإصدار، خلال الفترة التي تسبق التوظيف، ينقل أعضاء مجموعة التوظيف طلباتهم، ومن ثم تقوم مجموعة الإدارة بتوزيع الأسهم allotment، وبعد توزيع الأسهم وبيعها في السوق الثانوي يتم حل ال Syndicat.

2-2- تقنية ال Book building

نتيجة لبعض الصعوبات والانتقادات الموجهة لطريقة التوظيف الأوروبية*، ظهرت تقنية ال Book building التي تتمثل في إلزام جميع بيوت الأوراق المالية لزيائنها على توقيع عقود تعهد بالأسعار فيما يتعلق

* من بين الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة، نذكر ما يلي:

- طول فترة التوظيف الأولي المصرفي وما يترتب عنها من تذبذب مرتبط بتقلبات البورصات بين تاريخ إطلاق العملية وبين تاريخ التسليم الفعلي للأسهم؛

- ارتفاع عمولة الضمان في حال ما إذا تم الإصدار بشكل عادي وانخفاض قيمتها في حال ما إذا واجه الإصدار صعوبات ومخاطر؛

- عدم الدقة في التوزيع لأن رئيس المجموعة لا يمكنه أن يقدر الطاقة الفعلية لأعضاء مجموعة التوظيف.

بالأسهم المراد الاكتتاب بها، ويتم تدوين مجموع عقود التعهد في سجلات رؤساء المجموعات، ومع خلق حالة من التنافس الشديد والكبير في أوساط المستثمرين المحتملين، يحصل المصدر على سعر يعكس بموضوعية أكثر ظروف الطلب في وقت الإصدار.

تهدف طريقة الـ Book building إلى مراقبة أفضل لقدرة التوظيف الفعلية للبيوت المشاركة في العملية، وجمعهم لعقود التعهد، يحصل رؤساء المجموعات على معلومات تسمح لهم بتقدير عمل كل عضو من أعضاء المجموعة، ويتكون فكرة إلى حد ما دقيقة حول النوايا الفعلية للمستثمرين.

خامساً: دوافع تنامي التعامل في أسواق الأسهم الدولية

يرجع نمو أسواق الأسهم الدولية إلى التقاء عدة عوامل، بعضها يتعلق بعرض الأسهم الدولية والأخر يتعلق بالطلب عليها، ويمكن تلخيص هذه العوامل فيما يلي¹:

1- العوامل المؤثرة على عرض الأسهم الدولية

تعددت العوامل المؤثرة على عرض الأسهم الدولية، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

1-1- عمليات الخصخصة: في نهاية الثمانينيات من القرن العشرين انطلقت العديد من الدول في برامج واسعة لخصخصة مؤسسات القطاع العام، وبدأت هذه الظاهرة بالانتشار في بعض بلدان أمريكا اللاتينية وفي البلدان الصناعية خاصة في فرنسا وبريطانيا وإيطاليا، وقد أدى نجاح العديد من هذه العمليات إلى تخلي حكومات أخرى عن مؤسساتها العامة، لا سيما وأن بيع هذه المؤسسات يساعد على التخفيف من مشاكل المديونية العامة، ومن عجز الموازنات العامة؛

2-1- ظهور المشاريع الكبيرة: شهدت العديد من الدول نمواً سريعاً للمشاريع الكبرى، ولكي تحافظ هذه المشاريع على مستويات نموها الكبيرة، فهي بحاجة إلى رسملة إضافية، ونظراً لضيق الأسواق المالية المحلية وعجزها عن تلبية طلبات التمويل، تم التوجه إلى الأسواق المالية الدولية من خلال أسواق الأسهم الدولية؛

3-1- عمليات إعادة الهيكلة: إن إعادة هيكلة المؤسسات وعمليات الاندماج والاستحواذ أو الحيابة تترافق عادة مع اللجوء إلى السوق من أجل زيادة رؤوس الأموال الذاتية؛

4-1- دور الوسطاء الماليين: إن عمليات الإصدارات الدولية توفر لبيوت الأوراق المالية وبنوك الأعمال العمولات وتسمح بتطوير علاقاتها مع زبائن جدد، لذلك لعبت هذه الأجهزة دوراً هاماً في الحث على التوجه إلى أسواق الأسهم الدولية وفي تقديم الاستشارة إلى الحكومات التي تريد الالتزام ببرامج الخصخصة لبعض مؤسساتها أو قطاعاتها.

¹. وسام ملاك: البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 02، مرجع سابق، ص 206-208.

2- العوامل المؤثرة على طلب الأسهم الدولية

من العوامل المؤثرة على طلب الأسهم الدولية، نذكر ما يلي:

- 1-2- انخفاض معدلات الفائدة: لقد لوحظ على الصعيد الدولي أن هناك اتجاها عاما لانخفاض معدلات الفائدة في الآونة الأخيرة، مما عزز التحول نحو الأسهم ، ويظهر ذلك جليا في من خلال تطور تركيب محافظ الأوراق المالية الدولية؛
- 2-2- الأداء الجيد للبورصات العالمية: النتائج الايجابية التي عكستها عمليات معظم البورصات العالمية خلقت مناخا من التفاؤل الذي ساعد على التوظيف لإصدارات جديدة؛
- 3-2- تنامي دور صناديق التقاعد وصناديق التوظيف المشتركة: أحد مصادر الطلب على الأوراق المالية الدولية يأتي من صناديق التقاعد التي كانت ولأسباب مختلفة تميل لاستثمار أموالها في الأسواق المحلية، لكن هذا التوجه تغير جذريا خلال العشريون سنة الأخيرة، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، أين أصبحت صناديق التقاعد أهم الناشطين في أسواق الأسهم الدولية. كما أن صناديق التوظيف الدولية المشتركة، خاصة تلك المتخصصة في الأسواق المالية الناشئة تعتبر من أهم طالبي الأوراق المالية الجديدة المصدرة؛
- 4-2- التحولات الديموغرافية: كهولة المجتمعات في البلدان الصناعية التي ترافقت مع إطالة متوسط الأعمار في هذه البلدان، عكست تحولات ديموغرافية هامة، مما أدى إلى ارتفاع الادخار لهذه الفئة العمرية والبحث عن توظيفات أعلى مردودية منها الأسهم ذات البعد الدولي.

أسئلة المحور الرابع

السؤال الأول

- ما لفرق بين الأسهم ذات الشريحة الأجنبية والأسهم ذات الشريحة الأوروبية؟.

السؤال الثاني

- اشرح وظائف Syndicat الإصدار التي تتولى إصدار الأسهم الدولية؟.

السؤال الثالث

- اشرح تقنية الـ Book building ؟.

السؤال الرابع

- ما لمقصود بطريقة التوظيف الأوروبية للأسهم الدولية؟.

السؤال الخامس

- اشرح أهمية عمليات الخصخصة في تطور وتنامي أسواق الأسهم الدولية؟.

المحور الخامس

أسواق السندات الدولية

الأهداف التعليمية

نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:

- ضبط مفهوم السندات الدولية؛
- التعرف على أنواع وخصائص السندات الدولية؛
- فهم طريقة إصدار وتداول السندات الدولية؛
- معرفة واقع التعامل في سوق السندات الدولية.

المحور الخامس: أسواق السندات الدولية

تعتبر أسواق السندات الدولية أهم فرع من فروع أسواق رأس المال الدولية، بحيث تضم كل من سوق السندات الأوروبية وسوق السندات الأجنبية.

أولاً: مفهوم سوق السندات الدولية

يمثل سوق السندات الدولية جزءاً مهماً من سوق رأس المال الدولية، وبالتالي فإن سوق السندات الدولية هو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول السندات بين مختلف المتعاملين، إذ تعتبر السندات بمختلف أنواعها والمصدرة بعملة أجنبية مختلفة الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه، وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل تتراوح بين 10 و15 سنة، وتشكل الدول والمؤسسات العمومية أكبر وأهم متدخل فيه، إضافة للشركات الخاصة، والهدف الرئيسي لسوق السندات الدولية هو تمويل متعاملها بالاحتياجات المالية اللازمة لها خارج أسواقها المحلية. ويتم التعامل في سوق السندات الدولية من خلال البنوك والسماصرة وبيوت المقاصة والشركات الدولية، وتتحكم في عمليات الإصدار والتسويق العالميين في سوق السندات الدولية هيئة دولية تسمى بـ Syndicat والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة ويتم الاكتتاب وتداول السندات الدولية في الغالب في أسواق رأس المال الأوروبية، منها لندن والتي تعد واحدة من مراكز سوق السندات الدولية في العالم، ولوكسمبورغ كونها مركز الإدراج الرئيسية لهذه السندات، وأسواق رأس المال الأمريكية، منها نيويورك¹.

ثانياً: مفهوم السندات الدولية

السندات الدولية هي أداة استثمارية طويلة الأجل تسهم في إعادة توزيع المدخرات على جميع المقرضين على المستوى الدولي، وأداة ملائمة لتوظيف هذه الأموال في مجال مضمون وقليل المخاطر، وذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها إذ يمكن التنازل عنها بالبيع في السوق الثانوية². ويمكن التمييز بين كل من السندات المحلية Domestic Bond، والسندات الأجنبية Foreign Bond، والسندات الأوروبية Euro bond، وذلك وفقاً للعناصر التالية³:

- سوق الإصدار: أين تتم عملية إصدار السندات.
- جنسية المصدر: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
- جنسية المستثمر الذي يشتري السند: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.

¹. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: مرجع سابق، ص 66.

². صالح مفتاح: العولمة المالية، مرجع سابق، ص: 209.

³. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 89.

- العملة التي يتم بها الإصدار: محلية أو أجنبية عن سوق الإصدار.
وبالتالي فإن:

- السند المحلي: هو السند المصدر بالعملة الوطنية من قبل مصدرين مقيمين والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين مقيمين.

- السند الأجنبي: هو سند تصدره جهات مقترضة تنتمي لدولة أجنبية، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، وهنا يتم شراء الإصدار من قبل مستثمرين مقيمين في تلك الدولة. كما يمكن تعريف السندات الأجنبية على أنها عبارة عن سندات دولية تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك فإن هذه السندات هي سندات أجنبية (Foreign bond)¹.

كما يمكن تعريف السندات الأجنبية بأنها السندات التي تصدرها شركات أجنبية، وتكون مقومة بعملات البلدان التي تم فيها الإصدار، مثل قيام شركة أمريكية بإصدار سندات بالين في اليابان².

هناك أمثلة كثيرة على السندات الأجنبية، يمكن ذكر أهمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): أسماء أهم السندات الأجنبية

| Names of Foreign Bonds | country |
|------------------------|-----------------------------------|
| Yankee Bonds | Foreign Bonds sold in U.S. |
| Samurai Bonds | Foreign Bonds sold in Japan. |
| Bulldog Bonds | Foreign Bonds sold in U.K. |
| Rembrandt Bond | Foreign Bonds sold in Netherland. |
| Matador Bond | Foreign Bonds sold in Spain. |
| Maple Bond | Foreign Bonds sold in Canada. |
| Kangaroo Bond | Foreign Bonds sold in Australia. |

Source : Prabina Rajib: **International Bond Market- An Introduction**, International Finance, Vinod

Gupta School of Management, Kharagpur, P 05. On the web site:

https://nptel.ac.in/content/storage2/courses/110105031/pr_pdf/Module%2035.pdf. (28/09/2021).

¹. صالح مفتاح: العملة المالية، مرجع سابق، ص: 209-210.

². Prabina Rajib: **International Bond Market- An Introduction**, International Finance, Vinod Gupta School of Management, Kharagpur, P 03. On the web site: https://nptel.ac.in/content/storage2/courses/110105031/pr_pdf/Module%2035.pdf. (28/09/2021).

- السند الأوربي: هو السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للسوق التي تم فيه طرح هذا السند للاكتتاب، كما يضم أيضا السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للمستثمر.

كما يمكن تعريف السندات الأوروبية على أنها عبارة عن سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال لدول أخرى، وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو باريس... إلخ، فإن هذه السندات يطلق عليها سندات الأورو دولار أو أورو سندات (Euro-bond)¹.

وتعرف السندات الأوروبية كذلك بأنها السندات التي تصدرها شركة أجنبية بعملة تختلف عن العملة المحلية للمستثمرين، كأن تقوم شركة أمريكية بإصدار سندات في اليابان بالدولار الأمريكي، وإذا قامت الشركة الأمريكية بإصدار السندات بالجنيه الإسترليني في اليابان فهي كذلك سندات أوروبية². وتشكل كل من السندات الأجنبية والسندات الأوروبية مجتمعة السندات الدولية. يمكن التمييز بين الأنواع الثلاثة للسندات من خلال المثال التالي³:

- السندات المحلية Domestic bonds

في فيفري 2015، قامت الشركة الأمريكية آبل Apple بإصدار سندات بقيمة 6.5 مليار دولار أمريكي في السوق المالي الأمريكي المحلي؛

- السندات الأجنبية Foreign bonds

في أوت 2015، قامت الشركة الأمريكية آبل Apple بإصدار سندات بقيمة 2.25 مليار دولار أسترالي في السوق المالي الأسترالي لوحده؛

- السندات الأوروبية Eurobonds

في سبتمبر 2015، قامت الشركة الأمريكية آبل Apple بإصدار سندات بقيمة 2.8 مليار أورو في سوق لندن؛ وتم الاكتتاب في الإصدار من قبل مجموعة مصرفية دولية بقيادة كل من بنك جولدمان ساكس Goldman Sachs ودويتش بنك Deutsche Bank .

تشكل كل من سوق السندات الأجنبية وسوق السندات الأوروبية مجتمعة سوق السندات الدولية. وتحليل التشريعات المطبقة على عملية إصدار السندات الدولية نلاحظ أن عملية إصدار السندات الأجنبية تخضع لقوانين الدولة التي يطرح فيها الإصدار، حيث تختلف هذه التشريعات والقوانين عن تلك

¹. صالح مفتاح: العوامة المالية، مرجع سابق ، ص 209-2010.

². Prabina Rajib: Op.Cit, P 03.

³. International Bond Markets, p 1-2. On the web site: <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln12.pdf>. (28/09/2021).

المطبقة على السندات المحلية، ويتم التمييز فيما بينها حسب جنسية المصدر، أي هل هو مقيم أو غير مقيم، وعلى العكس بالنسبة للسندات الأوروبية التي تتم عملية إصدارها في الدول التي تخفف من القيود المطبقة على عمليات الإصدار وحياسة هذه الأوراق المالية لأنها ليست مرتبطة بدولة محددة، كما تستفيد هذه السندات أيضا من غياب قيد آخر متعلق بشكل الإصدار، حيث يتم إصدارها في شكل سندات لحاملها، مما يعني أن هوية حامل الورقة النهائي غير معروفة، وهذا ما يصعب من مهمة السلطات في مباشرة الرقابة على سوق السندات الأوروبية، فقد يكون المصدر والمستثمر غير مقيمين، فعلى سبيل المثال قد يتم إصدار السندات بالدولار في سوق لندن من طرف مؤسسة ألمانية ويتم شراؤها من قبل مستثمر إيطالي، فلا يمكن إخضاعها لقوانين أي من الدول السابقة¹.

ثالثاً: أنواع السندات الدولية

لا تختلف أنواع السندات الدولية كثيرا عن السندات المحلية، حيث يمكن التمييز بين الأنواع التالية²

- 1- السندات ذات معدل فائدة ثابت: وهي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على فائدة سنوية محددة منذ الإصدار، إضافة إلى تسديد المبلغ الأصلي عند حلول تاريخ الاستحقاق؛
- 2- سندات ذات معدل فائدة متغير: وهي السندات التي تحمل معدل فائدة يقاس على أساس مرجعي عادة ما يكون معدل السوق النقدية فيما بين البنوك بلندن (LIBOR)، إضافة إلى هامش معين يعاد النظر فيه كل 06 أشهر بهدف تعديله، كما يمكن أن يحدد حد أعلى لمعدل الفائدة، وذلك لحماية المصدر، أو يحدد حد أدنى لحماية المستثمر من تقلبات أسعار الفائدة، وكان أول إصدار من هذا النوع في سوق السندات الدولية للشركة الإيطالية للكهرباء (Lénel)، وتراوح مدة استحقاق هذه الأوراق من 5 إلى 7 سنوات، وفي عام 1979 ظهرت هذه السندات بقسيمات تستحق كل 03 أشهر، والملاحظ أنه يتم شراؤها من قبل المستثمرين التأسيسيين والبنوك أكثر من الخواص؛
- 3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأسهم عادية لنفس الشركة، وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهمها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم، وقد تصدر هذه السندات بمعدل فائدة ثابت أو متغير، كما تتم هذه العملية وفقا لشروط محددة مقدما، حيث يتضمن عقد الإصدار عدد الأسهم الممكن الحصول عليها مقابل كل سند وكذلك حساب سعر التحويل؛

¹. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 91.

². عمر عبده سامية: ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، جامعة 08 ماي 45- قلمة، الجزائر، 2003-2004، ص 27-

4- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات: يسمح امتلاك هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة خلال فترة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً، إذ يرفق بكل سند قديم كويون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة المحددة في عقد الإصدار، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة، وفي عام 1980 ظهرت إصدارات لسندات أوروبية بحق اكتتاب يسمح بالحصول على سندات إضافية؛

5- السندات مزدوجة العملة الأجنبية: حيث يتم التسديد بعملة تختلف عن العملة التي يتم بها الإصدار، ويحدد معدل الصرف في لحظة الإصدار، وتسمح هذه السندات بتجنب خطر الصرف عند التسديد؛

6- السندات بشراء مؤجل: حيث يمكن للمستثمر اختيار أجل الدفع يتماشى مع احتياجاته لرأس المال، وبذلك يحصل على ما يتطلبه من رؤوس أموال في الوقت الذي يحدده، مع تحمل نفقات إصدار لمرة واحدة فقط؛

7- السندات بدون تاريخ استحقاق: هي سندات عادية بدون تاريخ استحقاق تسمح للمستثمر بإمكانية تحويلها إلى سندات بمعدل متغير خلال فترة غير محددة؛

8- السندات المرتبطة بمؤشرات: هي تلك السندات التي يتم فيها ربط معدل الفائدة الخاص بها أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معاً بتغيرات مؤشر معين، من أجل المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند، ومن بين المؤشرات المستعملة مؤشر مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة أو معدل التضخم أو حتى بسعر أوقية الذهب؛

9- السندات بقسيمات معدومة: أصدرت في عام 1981 من قبل Pepsico. ويتم تداولها عن طريق بيعها باستخدام مبدأ الخصم، أي تباع بسعر أقل من القيمة الاسمية التي تصدر بها، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها، حيث تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق.

رابعاً: خصائص السندات الدولية

يمكن ذكر الخصائص التي تميز الفئات الثلاثة للسندات (السندات المحلية، السندات الأجنبية، السندات الأوروبية) عن بعضها البعض فيما يلي¹:

1- يتم تصريف السندات المحلية بقيام الجهة المصدرة بالاتصال مباشرة بالمستثمرين أو باللجوء إلى بنك أو مؤسسة مالية مختصة للقيام بهذه العملية، في حين تتطلب عملية إصدار السندات الأجنبية اللجوء إلى بنك أو تجمع بنكي وطني فإن السندات الأوروبية يتم إصدارها بواسطة تجمع بنكي دولي؛

2- في معظم الأحيان يتم تسجيل إصدارات السندات الأوروبية في لندن أو لوكسمبورغ، كما أن العديد من الصفقات تتم دون المرور بالبورصة، بالرغم من أن التسجيل لدى سلطات هذه الأخيرة ضروري لبعض

¹. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 91-92.

المستثمرين المؤسسيين، بينما يتم تسجيل كل من السندات المحلية والأجنبية في البورصات المحلية، وتتداول عادة في الأسواق المنظمة؛

3- تخضع تسوية المعاملات على السندات الأوروبية لقوانين بيوت المقاصة الدولية، مثل Euroclear et cedel في حين تخضع السندات المحلية والأجنبية لبيوت مقاصة محلية؛

خامسا: آلية إصدار السندات الدولية

تمر عملية إصدار السندات الدولية بأربعة مراحل رئيسية، نذكرها فيما يلي¹:

1- مرحلة المفاوضات التمهيديّة

توضح هذه المرحلة التمهيديّة الدور المحرك لكبار المصارف الدولية على صعيد أنشطتها التجارية والتسويقية، فرئيس المجموعة المستقبلي (Chef de file) هو الذي يتحرى عن المقترضين المحتملين بهدف الحصول على تفويض من أجل القيام بإصدار السندات، وبالتأكيد لا يتم التحضير للإصدار بدون المشاركة الفعالة للمقترض، خصوصا إذا كان هذا الأخير معتادا على هذا النموذج من العمليات، أو متاح له الخيار بين إمكانيات تمويل متعددة. فالمسعى من التحري عن المقترضين يبرز حدة المنافسة التجارية التي تسود بين المصارف المرشحة لكي تكون رئيسة مجموعة في الأسواق المالية الدولية. وتنقسم هذه المرحلة التمهيديّة إلى 03 مراحل فرعية، وهي:

1-1- تحديد نوعية المقترض

ينتظر من المرحلة الأولى من الاتصالات التمهيديّة التوجه إلى مقترضين يتمتعون بسمعة طيبة ومصداقية جيدة من القطاعين العام والخاص، فبالنسبة للمقترضين الذين يتمتعون مسبقا بتصنيف معترف به، كالتصنيف الصادر عن وكالة Standard and poor's أو Moody's... الخ، تكون العملية سهلة نسبياً، لأنه حتى يتم التوجه إلى الأسواق المالية الدولية يجب الحصول على درجة تصنيف أعلى من BBB تبعاً لتصنيف Standard and poor's، أما المصدرون الذين لا يتمتعون بتصنيف معترف به فيفترض أن تكون شهرتهم ووضعيتهم المالية مماثلتين لتلك الخاصة بأفضل المقترضين الدوليين، لذلك فإن المصارف تنصح المقترض خلال المفاوضات التمهيديّة بطلب الحصول على درجة تصنيف مقبولة. يقوم المصرف الرئيس بإجراء تحليل مالي معمق لوضعية المقترضين، وفي حال كون المقترض دولة أو جهازاً حكومياً فإن المهمة تصبح أكثر تعقيداً، لأنه لا يتوجه إلى أسواق السندات الدولية إلا المقترضين الذين يتمتعون بشهرة كبيرة ومصداقية دولية معروفة.

¹. وسام ملاك: البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 02، مرجع سابق، ص 185-199.



2-1- تحديد نموذج التمويل المناسب

تركز هذه المرحلة على تحديد نموذج القرض الذي يجيب بشكل أفضل على حاجات المقترض ومتطلباته، وبتعبير آخر هل يجب الأخذ بسندات متوسطة أو طويلة الأجل، هل يجب تفضيل السندات التقليدية أم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أم السندات بفائدة متغيرة... الخ، وعندما يتحدد نموذج الأصل المالي الذي سيقترض على أساسه، يتم بعد ذلك تحديد عملة تحرير القرض.

إن اختيار نموذج التمويل لا يجب أن يبرر الانقياد خلف الخصائص التقنية للاحتياجات المالية المطلوب تمويلها، فالمصرف يدرك في وقت معين قطاعات السوق، حيث يمكن إنجاز الإصدار بأفضل الشروط، حتى وإن كانت الحاجة الواجبة هي مثلا قرض بالين الياباني، فقد يكون من الأجدى الاقتراض بالجنيه الإسترليني لأن الشروط التي تسود السوق خلال الموعد المحدد تكون مواتية جدا، كذلك وفي نفس السياق قد تكون الحكمة الاستفادة من سند بمعدل متغير حتى وإن كان المشروع قد فضل في البداية السندات بمعدل ثابت.

3-1- الإخراج المالي لمختلف حلول التمويل

يتم الإخراج المالي لمختلف خيارات التمويل بهدف إيجاد الحلول للمشاكل المطروحة خلال المرحلة الفرعية السابقة، فعند هذا المستوى ابتكر الخبراء الماليون تقنيات ال Swap، أو بعبارة أخرى عمليات المقايضة ما بين الديون التي تسمح بالاستفادة من الفرص المتاحة في السوق التي تختلف عن الفرص التي تتيحها الاحتياجات المالية للمقترض مباشرة، فعمليات ال Swap على العملات تجعل من الممكن تحويل قرض بالين الياباني مثلا إلى سند دولي بالدولار الأمريكي، أما عمليات ال Swap على معدلات الفائدة فهي تسمح بتبديل دين بمعدل فائدة متغير مقابل دين بمعدل فائدة ثابت أو العكس.

يرتكز الإخراج المالي في إعداد اقتراحات ملموسة بخصوص المبلغ، المدة والتكلفة التي تترتب عن بعض صيغ الإصدار.

يقدم رئيس المجموعة اقتراحاته خطيا التي يتعهد بالالتزام بها مرتكزا على ظروف السوق الحالية، الرد الايجابي من قبل المقترض يتجسد من خلال التفويض المعطى للمصرف بتنظيم إصدار لسندات أوروبية وفقا للصيغة التي قد تم اختيارها، التفويض يكرس المصرف كرئيس للمجموعة (Chef de file) في العملية.

2- مرحلة التوظيف الأولي المصرفي (مرحلة ما قبل التوظيف العلي)

إن المعنيون بالقرض خلال مرحلة التوظيف الأولي المصرفي (ما قبل التوظيف العلي) هم المصارف الدولية والمجموعة المصرفية أو ما يعرف بال Syndicat، التي أسست من أجل القيام بالإصدار، ويعتبر تأسيس ال Syndicat أمر حتمي وضروري، لأن هذه المجموعة المصرفية تأخذ على عاتقها عملية الاكتتاب بالإصدار وتوظفه لدى مستثمرين نهائين، وتتحدد الأدوار داخل هذه المجموعة بدقة تامة، ويمكن التمييز بين ثلاثة منها، وهي:

- رئيس المجموعة (Lead manager/ Chef de file): يعتبر رئيس المجموعة هو المتحكم في مختلف مراحل عملية الإصدار، ويقع على عاتقه تأسيس وإدارة وتوجيه المجموعة المصرفية Syndicat، فهو يقود المناقشات مع المقترض أثناء تحديد الشروط النهائية للقرض، ويراقب أيضا مرحلة انطلاق التوظيف العلني، وينظم استقرار سوق الأوراق المالية خلال وبعد الإصدار، وغالبا ما تكون رئاسة المجموعة محصورة في رئيس واحد، لكن فيما يتعلق بالإصدارات الهامة فمن المحتمل أن يصل عدد الرؤساء إلى أربعة رؤساء، ويتم توزيع المهام بينهم، فأحدهم يتولى مهمة تجميع الطلبات وأمانة سير الإصدار، والآخر قد يكون الوكيل المالي للمقترض، أما باقي أعضاء المجموعة فيتراوح عددهم ما بين أربعة أعضاء وعشرون عضوا يجرى اختيارهم بالاتفاق التام مع المقترض لكي يساهموا في تشكيل مجموعة الإدارة، هذه المصارف هي مؤسسات مشهورة في أسواق السندات الدولية وتكتتب بجزء هام من القرض، ويضمن رؤساء المجموعة الاكتتاب بـ 40% على الأقل من الإصدار، أما البنوك الأخرى فهي تلعب دورا يغلب عليه الطابع الشكلي داخل مجموعة الإدارة، حيث تأخذ مجموعة الإدارة على عاتقها ضمان توظيف كامل الإصدار.

- المجموعة الضامنة (Under writing syndicate): تتشكل مجموعة الضمانة من رؤساء المجموعة ومن باقي البنوك في مجموعة الإدارة المدعومين من بنوك أخرى في حالة الإصدارات الهامة، وتضمن مجموعة الضمانة للمصدر الاكتتاب العلني بكامل القرض، ففي حالة التوظيف السيئ لدى الجمهور، فإن Syndicat التي تقوم بشراء كل ما هو غير مباع، ويمكن للمجموعة الضامنة أن تضم عشرات المصارف الدولية في حال ما إذا كان الإصدار هاما.

- مجموعة التوظيف: أعضاء مجموعة التوظيف (Selling group membres) هم من المصارف المدعوة من قبل رئيس المجموعة للمشاركة في توظيف الأوراق المالية، وينحصر دور هؤلاء في جعل المستثمرين النهائيين يكتتبون بالقرض، وكل المصارف الأعضاء في مجموعة الضمانة تلعب دورا في التوظيف وتشكل جزءا من مجموعة التوظيف. والجدير بالذكر أن الوظائف الثلاثة: الإدارة، الضمانة والتوظيف يمكن أن تملأ معا من قبل كل مصرف، ويتحصل صاحب كل وظيفة على تعويض محدد، فيما يتعلق بإصدار يبلغ 250 مليون دولار ومدته تتراوح ما بين 05 و 07 سنوات يمكن أن تصل فيه نفقات الإصدار الإجمالية إلى 8/7 % من المبلغ الاسمي للقرض، وهي تتوزع كالتالي:

✓ عمولة الإدارة 8/1%؛

✓ عمولة الضمانة 4/1%؛

✓ عمولة التوظيف 2/1%.

عند إطلاق الإصدار يرسل رئيس المجموعة دعوات بالفاكس إلى مختلف المصارف المختارة لكي تنظم إلى مجموعة الضمانة ومجموعة التوظيف، حيث أن الدعوات المرسلة بالفاكس تحدد بشكل خاص المبلغ الذي يعرض على كل المصارف مقابل إسهاماتها. وفي فترة التوظيف الأولى المصرفي تسمح للمصارف المتعاقدة المتصل بها باختبار الإصدار لدى المستثمرين النهائيين، و تبلغ هذه المصارف رئيس المجموعة بكمية الأوراق المالية التي ترغب بحيازتها بغية إعادة توظيفها.

3- مرحلة تحديد الشروط وتخصيص الأوراق المالية

إن تاريخ تحديد الشروط هو التاريخ المرتقب للتثبيت النهائي لشروط القرض، فلحد الآن لم يعط سعر الإصدار ولا مبلغه إلا على سبيل تأشير، حيث يحدد رئيس المجموعة الطلب الإجمالي على القرض انطلاقاً من الإجابات الفردية وتحليل هذه الأخيرة يتطلب معرفة تامة بالسوق وبالمشاركين فيه، لأنه من المعتاد أن يبالغ في طلبات الأوراق المالية وبعض المصارف لا تتردد في تضخيم حجم طلبها على الأوراق المالية لكي تباع جزءاً منها على الفور في السوق الموازي. وتحليل الطلبات ومقارنة الشروط الأولية للقرض مع تلك السائدة في السوق يسمحان لرئيس المجموعة بإعداد الشروط النهائية التي سيخضع لها، وبالتأكيد مع موافقة المقترض على ذلك، هذه الشروط يمكن أن تكون متطابقة تماماً مع الشروط الأولية التي نص عليها يوم إطلاق الإصدار، كما يمكن أن تعدل على أثر تطور الطلب أو تغير معدلات الفائدة في السوق.

كما تجدر الإشارة إلى أن الفرق بين سعر الإصدار وسعر السندات في السوق الثانوي يجب أن لا يقل عن العمولات التي تتلقاها المصارف الموظفة، فإذا انخفض السعر دون هذه العمولات، فهذا يعني أن هذه المصارف ستتكبد خسارة في هذه العملية.

في حال موافقة المقترض على هذه الشروط النهائية فإن رئيس المجموعة يقوم بتوزيع الأوراق المالية بين أولئك الذين أعلنوا إرادتهم بتوظيفها لدى الجمهور، وتعرف هذه العملية بـ allotment، وابتداءً من هذا التاريخ تلتزم المصارف الموظفة التي قبلت العرض بشراء الأوراق المالية بسعر الإصدار الذي حددته مجموعة الإدارة محسوماً منه العمولات.

4- مرحلة التوظيف العلني وإقفال الإصدار

يتمثل التوظيف العلني في بيع فعلي للأوراق المالية، التي تحققت من وجودها مجموعة الضمانة، وهنا يقوم رئيس المجموعة بمراقبة نشاط المصارف الموظفة ويضبط السوق الذي ينشأ، لأن العمليات تبدأ بشراء أو إعادة بيع وضعيات بين أعضاء Syndicat خلال تلك الفترة، كما يطلب رئيس المجموعة قبول الورقة المالية للتسعير في إحدى بورصات القيم، مثل لوكسمبورغ أو لندن عادة، أما إقفال الإصدار فيتم في التاريخ المحدد، وفي يوم الإقفال يتم تحويل المبالغ المالية المقابلة للأوراق المالية التي تم توظيفها من طرف أعضاء Syndicat دفعة واحدة للمصدر، وهذا مقابل الأوراق المالية المكتتب بها التي تنقل لاحقاً إلى المستثمرين النهائيين. وبعد

الانتهاء يقوم رئيس المجموعة بالإعلان في الصحف المالية المتخصصة عبر خانة إعلانية تعرف بـ tombstone عن نجاح العملية، مشيراً إلى المصارف التي شاركت بها.

سادساً: تداول السندات الدولية

يمكن إبراز تداول السندات الدولية من حيث نوع السندات من خلال ما يلي:

الجدول رقم (02): قيمة تداول السندات الدولية حسب نوع السند

الوحدة: بليون دولار أمريكي

| حسب نوع السندات | | | قيمة التداول | السنة |
|----------------------|------------------|-------------------|--------------|-------|
| سندات مرتبطة بالأسهم | سندات بمعدل ثابت | سندات بمعدل متغير | | |
| 485.0 | 18399.7 | 7890.5 | 26775.2 | 2010 |
| 487.6 | 19625.3 | 7706.8 | 27819.7 | 2011 |
| 318.3 | 14814.8 | 5968.9 | 21102.0 | 2012 |
| 375.9 | 15546.1 | 6000.8 | 21922.8 | 2013 |
| 404.2 | 15143.2 | 5451.5 | 20998.9 | 2014 |

Source: - Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review, March 2012**, p A119.

- Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review, March 2014**, p A 124.

- Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review, March 2015**, p A 124.

ويمكن ترجمة الجدول السابق إلى نسب مئوية، كالتالي:

الجدول رقم (03): نسب تداول السندات الدولية حسب نوع السند

| حسب نوع السندات | | | | قيمة التداول (بليون دولار) | السنة |
|-----------------|----------------------|------------------|-------------------|-------------------------------|-------|
| المجموع | سندات مرتبطة بالأسهم | سندات بمعدل ثابت | سندات بمعدل متغير | | |
| %100 | %1.8 | %68.7 | %29.4 | 26775.2 | 2010 |
| %100 | %1.7 | %70.5 | %27.7 | 27819.7 | 2011 |
| %100 | %1.5 | %70.2 | %28.2 | 21102.0 | 2012 |
| %100 | %1.7 | %70.9 | %27.3 | 21922.8 | 2013 |
| %100 | %1.9 | %72.1 | %25.9 | 20998.9 | 2014 |

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدولين السابقين سيطرت السندات الدولية ذات معدل الفائدة الثابت على الأنواع الأخرى، وهذا خلال كامل الفترة المدروسة (2010-2014)، حيث قدرت مثلاً قيمة تداول هذا النوع من السندات خلال عام 2010 بـ 18399.7 بليون دولار، أي بنسبة 68.7% من إجمالي التداول مقابل 29.4% لصالح السندات الدولية ذات معدل الفائدة المتغير، و1.8% لصالح السندات المرتبطة بالأسهم، إضافة إلى سيطرت الدولار الأمريكي على هذا النوع من السندات، حيث قدرت قيمة السندات الدولية ذات معدل الفائدة الثابت المصدرة بالدولار الأمريكي في عام 2010 ما قيمته 8090.4 بليون دولار مقابل 7381.4 بليون دولار لصالح الأورو¹، أما في عام 2014 فقد قدرت قيمة تداول السندات الدولية ذات المعدل الثابت بـ 18399.7 بليون دولار، أي بنسبة 72.1% من إجمالي التداول مقابل 25.9% لصالح السندات الدولية ذات معدل الفائدة المتغير، و1.9% لصالح السندات المرتبطة بالأسهم، أما قيمة السندات الدولية ذات معدل الفائدة الثابت المصدرة بالدولار الأمريكي في عام 2014 فق قدرت بـ 6641.2 بليون دولار مقابل 5836.0 بليون دولار لصالح الأورو، و 1174.1 بليون دولار لصالح الجنيه الإسترليني².

أما تداول السندات الدولية حسب العملات فيمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (04): قيمة تداول السندات الدولية حسب نوع العملة

الوحدة: بليون دولار أمريكي

| حسب نوع العملة | | | | | | | قيمة التداول (بليون دولار) | السنة |
|----------------|------------|-------------|-----------|---------------|---------|--------------|----------------------------|-------|
| عملات أخرى | دولار كندي | فرنك سويسري | ين ياباني | جنيه إسترليني | أورو | دولار أمريكي | | |
| 871.2 | 352.5 | 400.9 | 760.3 | 2092.6 | 11794.4 | 10503.3 | 26775.2 | 2010 |
| 1199.1 | 357.9 | 389.4 | 760.7 | 2068.6 | 11733.1 | 11310.9 | 27819.7 | 2011 |
| 1016.5 | 287.6 | 380.9 | 645.6 | 1944.7 | 9610.7 | 7216.0 | 21102.0 | 2012 |
| 981.1 | 260.9 | 357.0 | 486.2 | 2079.3 | 9910.9 | 7847.4 | 21922.8 | 2013 |
| 939.7 | 207.8 | 300.7 | 421.0 | 1945.4 | 8709.1 | 8475.2 | 20998.9 | 2014 |

Source: - Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2012, p A119.

- Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2014, p A 124.

- Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2015, p A 124

¹. Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2012, p A119.

². Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2015, p A 124.

ويمكن ترجمة الجدول السابق إلى نسب مئوية، كالتالي:

الجدول رقم (05): نسب تداول السندات الدولية حسب نوع العملة

| حسب نوع العملة | | | | | | | | السنة | قيمة التداول (بليون دولار) |
|----------------|------------|------------|-------------|-----------|---------------|-------|--------------|---------|----------------------------|
| المجموع | عملات أخرى | دولار كندي | فرنك سويسري | ين ياباني | جنيه إسترليني | أورو | دولار أمريكي | | |
| %100 | %3.5 | %1.3 | %1.4 | %2.8 | %7.8 | %44.0 | %39.2 | 26775.2 | 2010 |
| %100 | %4.7 | %1.2 | %1.3 | %2.7 | %7.4 | %42.1 | %40.6 | 27819.7 | 2011 |
| %100 | %5.1 | %1.3 | %1.8 | %03 | %9.2 | %45.5 | %34.1 | 21102.0 | 2012 |
| %100 | %4.8 | %1.1 | %1.6 | %2.2 | %9.4 | %45.2 | %35.7 | 21922.8 | 2013 |
| %100 | %4.8 | %0.9 | %1.4 | %02 | %9.2 | %41.4 | %40.3 | 20998.9 | 2014 |

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدولين السابقين بروز الأورو كعملة دولية مهيمنة على أسواق السندات الدولية خلال فترة الدراسة (2010-2014) بعدما كانت السيطرة في السنوات السابقة لصالح الدولار الأمريكي، ففي سنة 2002 مثلاً قدرت قيمة السندات الدولية المقومة بالدولار الأمريكي بـ 4047.1 بليون دولار وهو ما يمثل نسبة 46.2% مقابل 3284.2 بليون دولار لصالح الأورو، وهو ما يمثل نسبة 37.5%¹، أما في عام 2010 فقد قدرت قيمة السندات الدولية المقومة بالدولار الأمريكي بـ 10503.3 بليون دولار وهو ما يمثل نسبة 39.2% مقابل 11794.4 بليون دولار لصالح الأورو، وهو ما يمثل نسبة 44.0%. أما خلال عام 2014 فقد قدرت قيمة السندات الدولية المقومة بالأورو الأوربي بـ 8709.1 بليون دولار وهو ما يمثل نسبة 41.4% مقابل 8475.2 بليون دولار لصالح الدولار الأمريكي، وهو ما يمثل نسبة 40.3%، ثم يأتي الجنيه الإسترليني في المرتبة الثالثة كعملة دولية تقوم بها السندات، ثم الين الياباني، يليه الفرنك السويسري والدولار الكندي، ثم باقي العملات الدولية الأخرى.

¹ . Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2004, p A87.

أسئلة المحور الخامس

السؤال الأول

- اشرح المصطلحات التالية:

- السندات مزدوجة العملة الأجنبية، السندات بقسيمات معدومة، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم؟.

السؤال الثاني

- قارن بين كل من السندات المحلية، السندات الأجنبية والسندات الأوروبية؟.

السؤال الثالث

- ما لفرق بين المجموعة الضامنة (Under writing syndicate) وأعضاء مجموعة التوظيف (Selling group members)؟.

السؤال الرابع

- اشرح وظيفة رئيس المجموعة (Lead manager/ Chef de file) في عملية إصدار السندات الدولية؟.

السؤال الخامس

- كيف يتم التوظيف العلني وإقفال الإصدار للسندات الدولية؟.

المحور السادس

أسواق القروض المصرفية

بعملات أجنبية

الأهداف التعليمية

نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:

- إبراز أهمية أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية؛
- معرفة أسباب ظهور وتطور أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية؛
- فهم آلية منح القروض المصرفية بعملات أجنبية، من خلال تحديد وظيفة كل عضو في عملية منح هذه القروض.

المحور السادس: أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية

تعتبر أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية أحد فروع أسواق رأس المال الدولية، وهو ما يميز الأسواق المالية الدولية عن الأسواق المالية المحلية.

أولاً: مفهوم سوق القروض المصرفية بعملات أجنبية (سوق الأورو قروض Euro- crédits)

سوق القروض المصرفية بعملات أجنبية التي تسمى كذلك بسوق الأورو قروض Euro- crédits*، هي السوق التي يتم فيها منح القروض المتوسطة وطويلة الأجل بعملات أجنبية مختلفة، ولقد شهد هذا السوق خلال الفترة 1960-1974 توسعاً سريعاً ارتبط بالحاجة إلى التمويل في البلدان المتقدمة، وبحث المصارف عن فرص ربح مواتية، وعلى إثر الأزمة البترولية الأولى عام 1974 عاد هذا السوق إلى حالة الركود التي استمرت إلى غاية عام 1978، ثم واصل بعد ذلك النمو من جديد خلال الفترة 1978-1982، هذا النمو الاستثنائي لليور قروض خلال هذه الفترة ارتبط بوجود أرصدة نقدية بالدولار لدى دول الأوبك، وبالتضخم الحاد الذي يحث على الاستدانة، إضافة إلى الاندفاع الذي عرفته المصارف في منحها قروضا ضخمة لبلدان العالم الثالث المنطلقة من مشاريع استثمارية عملاقة، ولكن في المرحلة التي أعقبت عام 1982، التي تميزت بانخفاض التضخم وبالنمو البطيء وبارتفاع الدولار، عرفت أزمة مديونية حادة، وبعد عام 1987 برزت بوادر انفراج جديد حد منها قليلا الركود الاقتصادي والتقلبات السياسية على الصعيد الدولي، التي حدثت في بداية 1990، وإذا ما تم قياس تطور سوق القروض المصرفية بعملات أجنبية في الأمد الطويل نلاحظ أن مجموع القروض المصرفية بالعملات الأجنبية قد قفز من 07 مليار دولار في عام 1963 إلى حوالي 5270 مليار دولار في نهاية عام 1989، أي ما يمثل زيادة حجم السوق بحدود 750 ضعفا خلال 26 سنة تقريبا¹.

ثانياً: مفهوم القروض المصرفية بعملات أجنبية (الأورو قروض Euro- crédits)

تسمى القروض المصرفية بعملات أجنبية (الأورو قروض Euro- crédits) بالقروض المجمعة أو القروض المشتركة Syndicated loans، وهي قروض كبيرة القيمة، ونظراً لضخامة قيمة هذه القروض فإنه يشترك في منحها مجمع "كونسورتيوم" (Consrtium) من البنوك الدولية والمؤسسات الدولية الكبرى من مختلف دول العالم، ويساهم كل منها بمبلغ معين في قيمة القرض لتوفير المبلغ المطلوب الذي قد تستحيل عملية توفيره من بنك واحد فقط نظراً لضخامة قيمة مبلغ القرض وكذلك توزيع مخاطر عدم السداد².

* عادة ما يطلق على كل من سوق الأورو قروض Euro- credits وسوق الأورو عملات Euro- devises باليورو أسواق Euro- marchés. حيث أن الأورو عملات Euro- devises يتم تداولها في سوق النقدي الدولي كما رأيناه سابقاً في أدوات سوق النقد الدولي (العملات الأجنبية الأوروبية)، والأورو قروض Euro- credits يتم منحها في أسواق رأس المال الدولية.

¹. وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي- قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني- مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، ط1، بيروت- لبنان، 2001، ص 534-535.

². مدحت صادق: أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، 2001، ص 79.

القروض المصرفية بعملات أجنبية (القروض المشتركة، القروض المجمعة) هي تلك القروض الممنوحة من طرف عدة بنوك باستعمال عملة أجنبية، أي خارج الدولة التي أصدرتها، وهي قروض متوسطة وطويلة الأجل عادة ما تكون بمبالغ ضخمة، ولهذا تُغطى من طرف مجموعة من البنوك لتقسيم وتخفيض المخاطر من جهة، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن توفيرها بمفرده من جهة ثانية، لهذه الأسباب وغيرها تجمعت البنوك والمؤسسات المالية في شكل تكتلات بنكية (Consortiums) تمنح قروضاً متوسطة وطويلة الأجل بكثير من العملات الأجنبية، خاصة بالدولار الأمريكي*، ولقد ظهر هذا النوع من التكتلات الدولية بعد الحرب العالمية الثانية وتزايد عددها حتى بلغ حوالي 50 تجمعاً، ونشأ أول تجمع سنة 1964، حيث ضم بنوكا بريطانية، كندية وأسترالية، وسمي بـ Midland and International Bank، وأسعار الفائدة على هذه القروض قد تكون ثابتة على مدى فترة القرض كما يمكن أن تكون متغيرة، غير أنها على العموم قريبة من أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها، أو السعر المرجعي (London Inter Bank Offered Rate/ LIBOR)، إضافة إلى هامش محدد حسب مدة القرض¹. إضافة على LIBOR هناك أيضا مراكز أخرى يمكن أن تكون مرجعا في تحديد سعر الفائدة، وحتمت بالتالي استخدام مصطلحات أخرى كالـ PIBOR، وهو السعر المطبق في باريس، وSIBOR وهو السعر المطبق في سنغافورة، وBIBOR وهو السعر المطبق في البحرين... الخ².

وبالنسبة للقروض المصرفية بعملات أجنبية في الجزائر نذكر حصول مشروع بناء مصنع للاسمنت بحمام الضلعة ولاية المسيلة شرق الجزائر عام 2002 على قرض مجمع بقيمة 156 مليون دولار، حيث كان سيتي بنك Citibank هو المدير الرئيسي للقرض المشترك، ومن بين البنوك المشاركة في هذا القرض بنك الاستثمار الأوربي بـ 56 مليون دولار، والعديد من البنوك الجزائرية بـ 66 مليون دولار، البنوك الجزائرية المشاركة في قيمة القرض أغلبها بنوك عمومية، وتشمل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية وسيتي بنك الجزائر³.

* غالبا ما تكون القروض المجمعة أو المشتركة بالدولار الأمريكي رغم وجود قروض مجمعة بعملات أخرى، مثل اليورو والدولار الكندي والفرنك السويسري، لأن سوق القروض بعملات أخرى غير الدولار تعتبر سوقا محدودا وكفاءة المشتركين فيه محدودة أيضا، وقد يتم منح قرض بالدولار الأمريكي بحيث يعطي هذا القرض للمقترض فرصة اختيار سحب القرض بعملات أخرى بدلا من الدولار إذا كانت مثل هذه العملات متوفرة للمقترضين، وهذا ما يعرف بخيار تعدد العملات Multi Currency Option.

¹. جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 577-578.

². وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي- قضايا نقدية ومالية، مرجع سابق، ص 528.

³. مغراوي هاجر: تجربة القروض المجمعة في الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، المجلد 04، العدد 01، جامعة زيان عاشور- الجلفة، الجزائر، 2010، ص 105.

ومن أهم مميزات هذا النوع من القروض هو أن طلب القرض يكون بأكثر من عملة، وتوثيق العلاقات المصرفية والتجارية الدولية، سرعة الحصول على القرض، انخفاض تكلفة القرض، وتوزيع مخاطر عدم السداد¹.

ثالثاً: أسباب تطور سوق القروض المصرفية بعملات أجنبية

توجد عدة عوامل شجعت على تطور سوق القروض المشتركة، نذكر أهمها فيما يلي²:

- 1- حاجة الحكومات والمؤسسات والشركات إلى وجود مصادر تمويل قادرة على سد حاجاتها التمويلية مهما كانت كبيرة ومتغيرة؛
- 2- الزيادة الكبيرة في قيمة القروض متوسطة وطويلة الأجل؛
- 3- تجاوب البنوك السريع في تلبية احتياجات المقترضين؛
- 4- توزيع مخاطر القروض الكبيرة؛
- 4- ارتفاع معدل العائد على الاستثمار، نتيجة العملات المتنوعة على هذه القروض؛
- 5- الإعلام والدعاية التي تجنمها البنوك المشاركة في اتفاقية تأمين قيمة القرض.

رابعاً: أنواع القروض المصرفية بعملات أجنبية (القروض المجمعّة أو المشتركة)

يتم تقسيم القروض المجمعّة إلى عدة أنواع، يمكن ذكرها فيما يلي³:

- 1- قرض دوّار أو قابل للتجديد (Revolving Credit): يسمح هذا النوع من القرض للمقترض إعادة اقتراض ما سدده في أي وقت خلال الفترة المتفق عليها أن القرض دوّاراً وقابلاً للتجديد، وعادة ما يتحول هذا القرض بعد نهاية مدة الدوران إلى قرض محدد مواعيد التسديد، ويفضل هذا الأسلوب عندما تكون احتياجات المقترض متذبذبة تبعاً لعوامل معينة أو نتيجة لطبيعة المشاريع الممولة؛
- 2- قرض عادي (Term loan): وهو قرض ذو مواعيد محددة الوفاء، وهنا لا يكون باستطاعة المقترض إعادة استغلال أو اقتراض ما سدده من أصل القرض؛

¹ . هيثم صاحب عجام، علي محمد سعود: مرجع سابق، ص 139-141.

² . خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: مرجع سابق، ص 353.

³ . أنظر:- حيزية هادف: قروض التجمع البنكي كأسلوب فعال لتوزيع مخاطر التسليفات وتعزيز قدرة البنوك على مواجهة التحديات، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 44، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، جوان 2016، ص 572.

- خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: مرجع سابق، ص 355.

- عمر عبدة سامية: ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مرجع سابق، ص 22.

3- قرض قابل للتحويل: يتضمن نص اتفاقية هذا النوع من القرض بأن البنوك المشاركة تستطيع التنازل عن حقوقها (بيع هذه الحقوق) إلى بنوك أخرى مقابل مبالغ يتفق عليها، وفي هذه الحالة فإن المقترض سيوافق على ذلك بموجب نصوص الاتفاقية الموقعة من جميع الأطراف؛

4- خط القرض (La ligne de crédit): وهو نوع من التسهيلات الممنوحة للمقترضين، حيث تتميز هذه القروض بإمكانية عدم استعمالها من قبل المقترض، إلا في حالة عدم الحصول على تمويل من مصدر آخر يقدم مزايا أفضل؛

5- قرض مزدوج العملة الأجنبية (Les prêts a double devise): ويسمح هذا النوع من القروض للمقترض بتحويل القرض إلى عملة أجنبية أخرى خلال فترة زمنية محددة بمعدل محدد مسبقا.

خامسا: أدوار أطراف التعامل في القروض المصرفية بعملات أجنبية

توجد 03 أطراف أساسية في القروض المصرفية بعملات أجنبية (القروض المجمعة)، وهي كالتالي:

1- المقترض (Borrower): المقترض في القروض المشتركة إما أن يكون من الشركات الكبرى أو حكومة إحدى الدول أو إحدى الهيئات الدولية، ويسعى المقترض إلى تحقيق الأهداف التالية¹:

- الحصول على القرض بالحجم المطلوب؛

- تحقيق المرونة في الشروط المعروضة؛

- الحصول على أقل تسعير ممكن للفوائد والعمولات على القرض؛

- تكوين علاقات جيدة مع مجموعة البنوك المشاركة في تمويل القرض، التي تتمتع بسمعة طيبة وأسماء معروفة.

2- البنك الرئيس- المدير الرئيسي* (Lead Manager): يحتل هذا المركز البنك الذي يحصل على تفويض من المقترض (Mandate) لأجل القيام بتنظيم القرض بعد أن يكون قد قام بجهد مميز في البحث عن فرص الإقراض وفي تقديم عرض مدروس ومنافس للعروض المقدمة من البنوك الأخرى. ومن مصلحة المقترض أن يختار المدير الأول من بين البنوك التي تتمتع بخبرة واسعة وسمعة جيدة في مجال تنظيم وإدارة القروض المجمعة لأن وجود هذه الصفات في المدير الأول يشكل ضمانا للمقترض للحصول على القرض بأفضل الشروط وفي الموعد المحدد، وعادة يختار المقترض البنك الأكبر الذي يتمتع بقدرات تمكنه من المشاركة بمبلغ كبير والبنك صاحب العرض الأفضل وصاحب التاريخ الناجح في إدارة القروض المجمعة وذلك لزيادة فرص

¹. مغراوي هاجر: مرجع سابق، ص 98.

* ويسمى كذلك بالبنك الأول أو البنك الرائد.

نجاح القرض¹.

يتمثل دور المدير الرئيسي فيما يلي²:

- إجراء المفاوضات وإعداد شروط اتفاقية القرض؛
- تكوين المجموعة الإدارية من خلال تحديد البنوك المشاركة في القرض*؛
- تكوين أسلوب وإستراتيجية التجميع؛
- تحضير ومناقشة التعديلات اللازمة على اتفاقية القرض عند الضرورة؛
- تحيد المشاركة النهائية وتوزيع العمولات، وترتيب توقيع الاتفاقية؛
- الدعاية والإعلان؛
- العمل كبنك وكيل في بعض الحالات.

3- البنوك المشاركة (Participating Banks): تقوم البنوك المشاركة بالتحقق من وجود المعايير الأساسية للإقراض، مثل ملاءة المقترض وسمعته الائتمانية، وتوفير إدارة ناجحة وقدرة المقترض على الإنتاج والمنافسة، حتى يتمكن من الوفاء بتسديد الأقساط والفوائد في المواعيد المحددة. وتعتمد البنوك المشاركة في قراراتها على سمعة البنك الرئيسي ومكانته الدولية لأنه هو من يرضى مصالح هذه البنوك. وتتكون البنوك المشاركة من البنوك التالية:

1-3- البنك المدير (Manager): يطلق اسم المدير على البنك إذا كانت قيمة مساهمته في القرض أقل من تلك التي يساهم بها المدير الرئيسي، وعليه الموافقة على مضمون المذكرة الإعلامية والشروط التي ستضمها الدعوة التي ستوجه إلى سائر البنوك المشاركة. والمذكرة الإعلامية تتضمن التعريف بالمقترض ونشاطه وسجله

¹ . خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: مرجع سابق، ص 356.

² . ماهر كنج شكري، مروان عوض: مرجع سابق، ص 125-126.

* يتحدد عدد البنوك التي سيتم دعوتها للمشاركة في القرض في ضوء اعتبارات منها (خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: مرجع سابق، ص 357):

- حالة السوق المالي ومدى توفر السيولة لدى الجهاز المصرفي؛
- حجم القرض؛
- علاقة المقترض بالسوق وسمعته في الأوساط المالية؛
- كيفية التصرف في حالة زيادة الاكتتاب (Oversubscribed)؛
- تلقي الإجابات وإعلام جميع الأطراف بالتطورات اللاحقة؛
- إعداد مذكرة المعلومات (Information Memorandum)؛
- تحضير اتفاقية القرض والإعلان وترتيبات التوقيع.

الائتماني وميزانياته والتقارير السنوية الخاصة بنشاطه وحسابات الأرباح والخسائر وتتضمن المذكرة أيضا معلومات عن الدولة التي ينتمي إليها المقترض ونظامها الاقتصادي والمالي وسياستها النقدية ونظامها المصرفي¹.

2-3- المدير المشارك (Co – Manager): المستوى الثالث في المجموعة الإدارية هم المدراء المشاركون، والهدف الرئيسي من إيجاد هذه الفئة هو رغبة المدراء الرئيسيين والمدراء تخفيض ما التزموا بتغطيته من أصل القرض قبل طرحه للسوق، حيث تدعى هذه المجموعة للاكتتاب بجزء صغير من القرض².

3-3- المشاركون العاديون (Participants): يتم طرح المبالغ التي تزيد عن الحدود المرغوب للاكتتاب بها من مجموعة المدراء الرئيسيين والمدراء، والمدراء المشاركين للاكتتاب العام، وذلك من خلال الاتصال بقائمة البنوك المعدة من قبل المدراء، وكلما زاد المبلغ المشارك به كلما زادت حصة البنك المشارك من العمولات المقبوضة (عمولة الإدارة)، وقد يكون هناك دور للمقترض في دعوة بعض البنوك التي يتعامل معها، والتي يرغب أن تشارك في التجمع.

4-3- البنك المنسق (Co – Ordinator): يتم اختيار البنك المنسق من قبل المقترض، حيث يكون دوره أقل أهمية وأقل مسؤولية من دور البنك الرئيسي، ويفضل المقترضون دور البنك المنسق حينما يرغبون بإبقاء سيطرتهم على جميع مراحل تنظيم القرض، ويكون البنك المنسق حلقة وصل بين المقترضين وبين البنوك المقرضة ويقدم للمقترضين المشورة الفنية حول أنسب الشروط للقرض آخذاً بعين الاعتبار ظروف السوق ووضع المقترض، ويقوم بعمله استناداً إلى توجيهات من المقترضين، حيث يكون منفذاً لتعليماتهم فيما يتعلق بالقرض وإستراتيجية تنظيمه. وتتميز القروض التي يتواجد فيها بنك منسق بأنها قروض كبيرة يشارك فيها عدد محدود من البنوك وبحصص ومكانة متساوية في الأهمية والأدوار³.

5-3- البنك الوكيل (Agent Bank): عادة ما يكون البنك الوكيل أحد المدراء الرئيسيين وإن كان ليس ضرورياً، ويبدأ دور البنك الوكيل بعد توقيع اتفاقية القرض مباشرة، كما يعمل البنك الوكيل كهمزة وصل أساسية بين المقترض والبنوك المشاركة بحيث لا يضطر المقترض إلى التعامل مع عدد كبير من البنوك، ويتلقى البنك الوكيل عمولة مقابل قيامه بوظائفه الإدارية، والتي تشمل على ما يلي⁴:

- استلام حصة كل بنك مقرض عند السحب من القرض ودفعتها إلى المقترض؛

¹ . صالح مفتاح: المالية الدولية، مرجع سابق، ص 135.

² . خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: مرجع سابق، ص 358.

³ . المرجع نفسه، ص 359.

⁴ . ماهر كنج شكري، مروان عوض: مرجع سابق، ص 125-126.

- استلام جميع الأقساط والفوائد المدفوعة من قبل المقترض ودفعهما إلى البنوك المقرضة وفقا لحصة كل بنك، إضافة إلى دفع عمولتي الإدارة والالتزام إلى التجمع الخاص بالقرض؛
- مراقبة شروط الاتفاقية والتأكد من التزام جميع الأطراف بها؛
- توزيع الكشوفات المالية والتقارير والتأكد من الالتزام بالتعهدات المالية؛
- احتساب أسعار الفائدة، وإعلام المقترض بها؛
- العمل كحلقة وصل بين المقترض والمقرضين.

أسئلة المحور السادس

السؤال الأول

اشرح المصطلحات التالية:

- الأورو قروض Euro- crédits، الليبور LIBOR، القرض الدوّار، القرض مزدوج العملة الأجنبية، البنك الوكيل.

السؤال الثاني

- اشرح أسباب تطور سوق القروض المصرفية بعملات أجنبية؟.

السؤال الثالث

- اشرح دور المدير الرئيسي (Lead Manager) في عملية منح القروض المصرفية بعملات أجنبية؟.

السؤال الرابع

- اشرح وظائف البنك الوكيل (Agent Bank)؟.

المحور السابع

أسواق المشتقات المالية

الأهداف التعليمية

نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:

- الإحاطة والإلمام بأسواق المشتقات المالية؛
- التعرف على أنواع الأسواق المشتقة وأهم الأدوات المتداولة بها؛
- فهم آليات التعامل بالأدوات المالية المشتقة (عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلة؛
- التفرقة بين أنواع المشتقات المالية وفهم دور كل منها في التحوط والتغطية من المخاطر.

المحور السابع: أسواق المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من أبرز سمات التحولات والتطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية، فهي ابتكارات مالية جاءت من أجل تلبية متطلبات واحتياجات المدخرين والمستثمرين والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الأصول المالية والعينية المختلفة.

أولاً: مفهوم أسواق المشتقات المالية

أسواق المشتقات المالية هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية المشتقة، التي تم اشتقاق قيمتها من قيم أو أسعار الأصول المالية والعينية الأساسية، مثل: الأسهم، العملات، الذهب، أسعار الفائدة، المؤشرات... الخ، فالمشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيم واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها، أو هي عقود فرعية تُبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما أُصطلح عليه بالهندسة المالية Financial Engineering¹.

يعتبر سوق المشتقات المالية الأسرع نمواً في أسواق رأس المال الدولية مقارنة بأسواق الأسهم الدولية وأسواق السندات الدولية، فمنذ عام 1995 وإلى غاية 2007، زاد حجم المشتقات المالية بحوالي 24% سنوياً من حيث القيمة الاسمية، مقارنة بـ 9% سنوياً لصالح السندات الدولية و11% سنوياً لصالح الأسهم الدولية². ويمكن إبراز نمو وتطور أسواق المشتقات المالية خلال الفترة 2001-2014 في الشكل التالي:

الجدول رقم (06): قيمة إجمالي المشتقات المالية خلال الفترة (2001-2014)

الوحدة: بليون دولار أمريكي

| البيان | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| قيمة المشتقات المالية | 134937.9 | 165489.3 | 233917.2 | 298415.4 | 355458.4 | 484733.4 | 674815.7 |
| البيان | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| قيمة المشتقات المالية | 605442.2 | 677017.7 | 668992.6 | 706142.9 | 686701 | 775260.8 | 787350.2 |

المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على:

- Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, (March 2004- March 2015).

¹ قريد مصطفى، بوعافية سمير: التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول:

الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20 و21 أكتوبر 2009، ص 9.

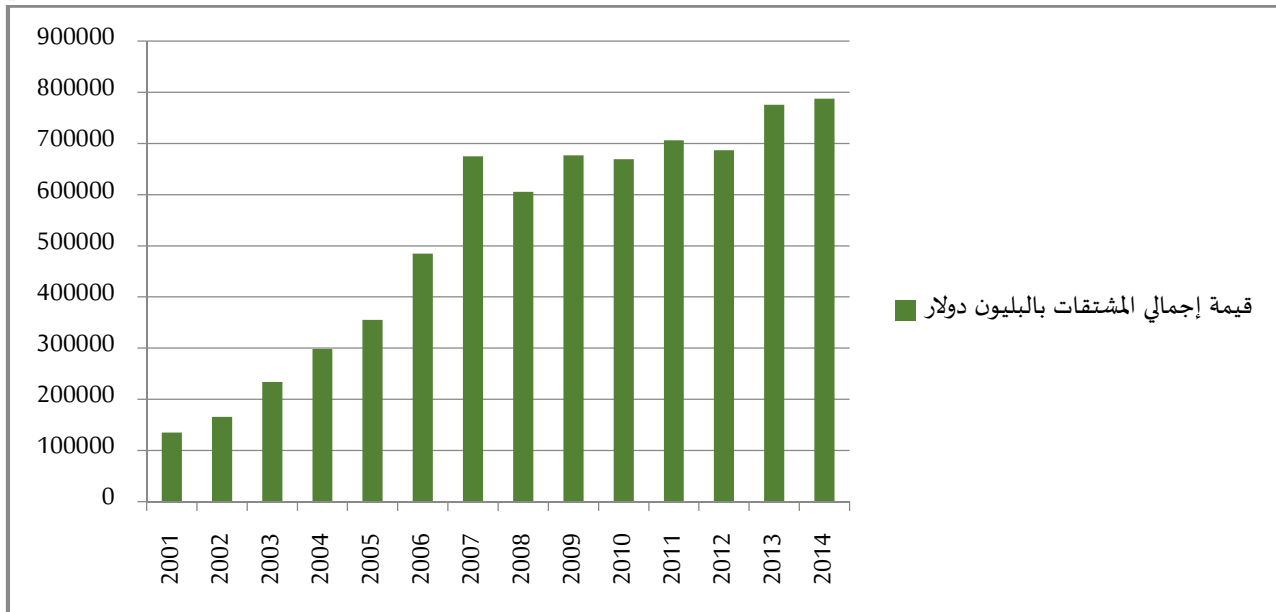
² عيساوي سهام: دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،

جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص 56.

ويمكن تمثيل الجدول السابق في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (09): قيمة إجمالي المشتقات المالية خلال الفترة (2001-2014)

الوحدة: بليون دولار أمريكي



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين، النمو والتطور السريع لسوق المشتقات المالية، حيث بلغت قيمة المشتقات المالية خلال عام 2007 ما مقداره 674815.7 بليون دولار أمريكي مقارنة بـ 134937.9 بليون دولار أمريكي عام 2001، وبمعدل نمو فاق 400%، أي تضاعفت بأكثر من 05 مرات خلال 07 سنوات. ثم انخفضت قيمة المشتقات المالية في عام 2008 إلى 605442.2 بليون دولار أمريكي، وبمعدل انخفاض قدره 11.45%، وذلك راجع إلى الأزمة المالية العالمية 2008، ثم عاودت النمو مباشرة في عام 2009، حيث بلغت قيمتها 677017.7 بليون دولار أمريكي، وبمعدل نمو قدره 11.82%، وواصلت النمو السريع إلى وصلت قيمتها في عام 2014 إلى 787350.2 بليون دولار أمريكي مقارنة بـ 775260.8 بليون دولار أمريكي عام 2013، أي بمعدل زيادة قدره 1.55%.

ثانياً: أنواع أسواق المشتقات المالية

تنقسم أسواق المشتقات المالية إلى قسمين أساسيين، هما:

1- الأسواق المنظمة (Organized Exchanges): وهي أسواق نمطية تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع والمشتري، وتعرف الأسواق المنظمة بأنها الأسواق التي تكون العقود المتداولة فيها محددة حسب نمط معين بالنسبة لأجلها وأحجامها وشروط تسليمها، بمعنى أن هذه الشروط ليست محلاً للتفاوض عليها، ويتم تنفيذ الصفقات في هذه الأسواق من خلال بيوت المقاصة أو ما يسمى ببيوت التسوية التي تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين، حيث أن الهدف من وجودها هو ضمان احترام والتزام المتعاملين بتنفيذ

الصفقات، وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، ويشترط في التعامل فيها أن تكون الأوراق المالية مدرجة في تلك الأسواق، ومن المشتقات التي يمكن تداولها في هذه الأسواق نجد عقود الخيار والعقود المستقبلية¹.

2- الأسواق غير المنظمة* (Over The Counter): وتعرف هذه الأسواق اختصاراً بـ OTC، وهي الأسواق التي يمكن للمتعاملين فيها أن يحددوا طبيعة وشروط العقد حسب احتياجاتهم²، وهي الأسواق التي تحكمها معاملات غير منظمة، هذه المعاملات لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان، ولا تملك غرفة مقاصة، ويتم فيها تداول العديد من العقود، أهمها العقود الآجلة وعقود المبادلة³.

تتميز أسواق المشتقات OTC بعدة مزايا مقارنة مع المشتقات المتداولة في البورصة OE، وتتمثل هذه

المزايا في ما يلي⁴:

- لا توجد قواعد رسمية للتعامل مع المخاطر وتقاسم الأعباء؛
- لا توجد قواعد رسمية أو آليات لضمان استقرار السوق وسلامته، وحماية المصالح الجماعية للمشاركين في السوق؛
- لا تخضع لتنظيم السلطات التنظيمية والرقابية، بل هي عبارة عن تنظيم وتبادل ذاتي خاضع للتفاوض الشخصي بين الطرفين.

يمكن توضيح تطور التعامل بالمشتقات المالية حسب نوع السوق، في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): قيمة إجمالي المشتقات المالية حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2014)

الوحدة: بليون دولار أمريكي

| البيان | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| الأسواق غير المنظمة OTC | 111178 | 141679 | 197167 | 251823 | 297670 | 414290 | 595738 |
| الأسواق المنظمة OE | 23759.9 | 23810.3 | 36750.2 | 46592.4 | 57788.4 | 70443.4 | 79077.7 |
| إجمالي المشتقات المالية | 134937.9 | 165489.3 | 233917.2 | 298415.4 | 355458.4 | 484733.4 | 674815.7 |
| البيان | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| الأسواق غير المنظمة OTC | 547371 | 603900 | 601046 | 647811 | 632579 | 710633 | 722492 |

¹. قايدى خميسي، لحسين عبد القادر: دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق- حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015، ص 30.

* وتسمى هذه الأسواق بالأسواق غير الرسمية، أو أسواق التعاملات فوق المنظمة، أو أسواق فوق الحاجز.

². عباس منيرة: الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص 3.

³. قايدى خميسي، لحسين عبد القادر: مرجع سابق، ص 31.

⁴. عيسوي سهام: مرجع سابق، ص 49-50.

| | | | | | | | |
|----------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|-------------------------|
| 64858.2 | 64627.8 | 54122 | 58331.9 | 67946.6 | 73117.7 | 58071.2 | الأسواق المنظمة OE |
| 787350.2 | 775260.8 | 686701 | 706142.9 | 668992.6 | 677017.7 | 605442.2 | إجمالي المشتقات المالية |

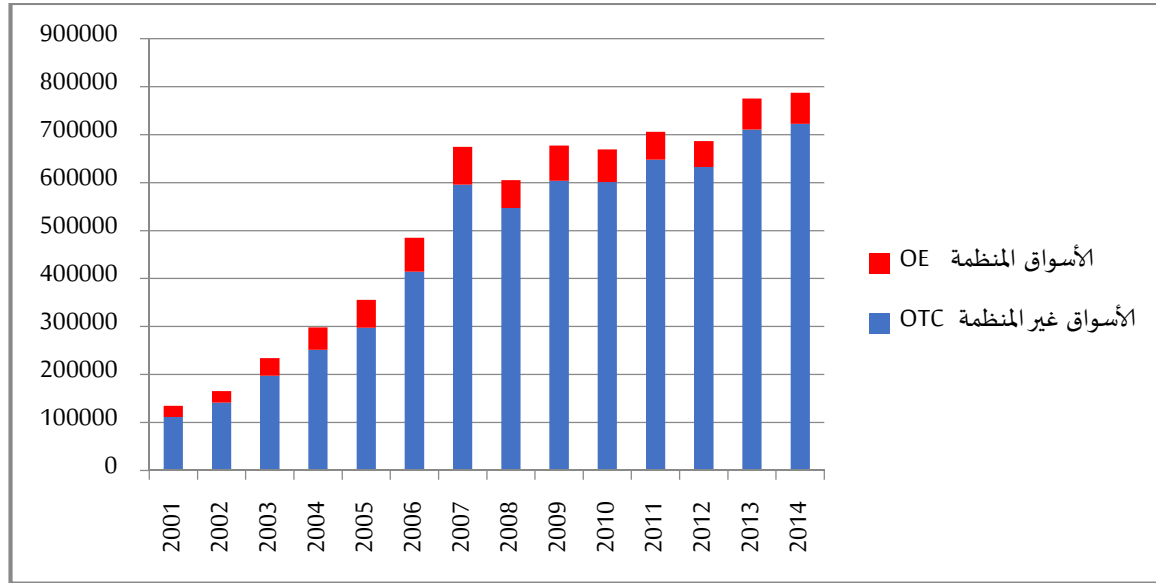
المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على:

- Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review**, (March 2004- March 2015).

ويمكن تمثيل الجدول السابق في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (10): قيمة إجمالي المشتقات المالية حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2014)

الوحدة: بليون دولار أمريكي



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين، النمو والتطور السريع لسوقي المشتقات المالية، سواء كانت الأسواق غير المنظمة OTC أو الأسواق المنظمة OE، كما نلاحظ كذلك أن معظم المعاملات على المشتقات المالية تتم في الأسواق غير المنظمة مقارنة مع المعاملات التي تتم في الأسواق المنظمة، حيث بلغت قيمة المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة OTC خلال عام 2001 ما مقداره 111178 بليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل نسبة 82.39% من إجمالي المشتقات المالية مقارنة بـ 58071.2 بليون دولار أمريكي في الأسواق المنظمة، وهو ما يمثل نسبة 17.61% من إجمالي المشتقات المالية، واستمر النمو في سوقي المشتقات المالية إلى غاية عام 2007، أين بلغت قيمة المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة OTC ما مقداره 595738 بليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل نسبة 88.28% من إجمالي المشتقات المالية مقارنة بـ 79077.7 بليون دولار أمريكي في الأسواق المنظمة، وهو ما يمثل نسبة 11.72% من إجمالي المشتقات المالية، ثم انخفضت قيمة المشتقات المالية المتداولة في كلا السوقين في عام 2008، حيث بلغت قيمة المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة OTC ما مقداره 547371 بليون دولار أمريكي، وبمعدل انخفاض قدره 8.11% مقارنة مع عام 2007، أما قيمة المشتقات المتداولة في السوق المنظمة فقد بلغت 58071.2 بليون دولار أمريكي، وبمعدل انخفاض قدره

26.56% مقارنة مع عام 2007، وذلك راجع إلى الأزمة المالية العالمية 2008، ثم عاودت المشتقات النمو مباشرة في عام 2009، حيث بلغت قيمتها في الأسواق غير المنظمة OTC ما مقداره 603900 بليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل نسبة 89.20% من إجمالي المشتقات المالية مقارنة بـ 73117.7 بليون دولار أمريكي في الأسواق المنظمة، وهو ما يمثل نسبة 10.80% من إجمالي المشتقات المالية، أما في عام 2014 فقد بلغت قيمة المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة OTC ما مقداره 722492 بليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل نسبة 91.76% من إجمالي المشتقات المالية مقارنة بـ 64858.2 بليون دولار أمريكي في الأسواق المنظمة، وهو ما يمثل نسبة 8.24% من إجمالي المشتقات المالية.

ثالثاً: المتعاملون في أسواق المشتقات المالية

يمكن تقسيم المتعاملين في أسواق المشتقات المالية إلى 03 فئات أساسية، وهي¹:

1- المتحوطون (Hedgers): وهم الذين يرغبون في التغطية من مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية، أي هم المتعاملون الذين يسعون إلى تجنب المخاطر المختلفة.

2- المضاربون (Spéculateurs): وهم المتعاملون الذين يقومون بالمرهنة على تقلبات الأسعار من أجل الحصول على مكاسب وأرباح.

3- المراجحون (Arbitragistes): وهم المتعاملون الذين يحاولون الاستفادة من تغيرات أسعار مختلف الأصول المالية في سوقين أو أكثر، بحيث يشترون الأصول المالية من السوق التي تكون فيها الأسعار منخفضة ويقومون ببيعها في السوق التي تكون فيها الأسعار مرتفعة وفي نفس اللحظة.

رابعاً: أنواع المشتقات المتداولة في الأسواق المالية الدولية

من أشهر أنواع المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية نجد ما يلي:

1- عقود الخيارات (Options)

1-1- مفهوم عقود الخيارات (الاختيارات)

عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين، أحدهما مشتري أو حامل الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (دون إلزامه) إذا ما رغب في أن يشتري من محرر أو بائع الخيار أو يبيعه الأصل محل التعاقد (سهم، سند، مؤشر على الأسهم، عملة، سلعة.. الخ) بسعر معين وفي تاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة سريان العقد، وذلك مقابل علاوة (مكافئة) الذي يدفعها المشتري الخيار إلى بائع أو محرر الخيار عند التعاقد².

¹. بباس منيرة: مرجع سابق، ص 03.

². بن دعاس زهير: تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز- حالة سوق الخيارات الكويتي، مجلة معارف، السنة 10،

العدد 20، جامعة البويرة، جوان 2016، ص 231.

عقود الخيارات هي عبارة عن عقود يحق بموجبها تنفيذ عملية ما شراءً أو بيعاً لقدر معين من الأصول المالية أو العينية في تاريخ لاحق (تاريخ مستقبلي) وبسعر يُحدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة (عمولة، مكافأة) للبائع عند تحرير العقد، ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أم لم يتم تنفيذه¹.

فالاختيار يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، وذلك مقابل دفع مبلغ مُعين (العلاوة) غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض للطرف الآخر، ويُعتبر الخيار أو الاختيار أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية أو التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح.

2-1- عناصر عقود الخيار

تتمثل عناصر عقود الخيار كما يلي:

- المُشتري: الذي له الحق في الاختيار (التنفيذ أو عدم التنفيذ)؛

- البائع: المُحرر (محرر العقد)؛

- سعر التنفيذ (سعر الممارسة): وهو السعر المُحدد مُسبقاً في عقد الخيار (سعر الشراء أو سعر البيع) قبل تاريخ الاستحقاق؛

- العلاوة (العمولة، المكافأة): تُمنح للمحرر وتكون غير قابلة للرد، وتُسمى أيضاً بسعر الخيار؛

- تاريخ التنفيذ: هو التاريخ الذي يقوم فيه مُشتري العقد بتنفيذ العقد.

3-1- أنواع عقود الخيارات

تُصنف الخيارات إلى عدة أنواع، حسب المعيار المُتخذ في التقسيم، كالتالي²:

1-3-1- أنواع عقود الخيار حسب نوع الصفقة

- خيار الشراء (Call Option): يعطي لحامله الحق في شراء أو عدم شراء أصل مالي أو عيني معين في تاريخ لاحق، بسعر مُحدد مُسبقاً مقابل دفع علاوة للبائع (المحرر). ويُستخدم خيار الشراء في حالة توقع ارتفاع الأسعار؛

¹. بلعوزين علي، محمدي الطيب أمحمد: دليلك في الاقتصاد- أسواق مالية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة- الجزائر، 2008، ص 149.

². أنظر:

- بن بوزيان محمد، جبوري محمد: تسعير الخيارات المالية باستخدام نموذج ثنائي الحدين- دراسة حالة الخيارات في القطاع البنكي الكويتي، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 07، أبريل 2017، ص 15-16.

- سعودي بلقاسم: تسعير عقود خيار الشراء وفقاً لنموذج بلاك وسكولز- دراسة تطبيقية على بورصة باريس، مجلة دراسات- العدد الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، جامعة الأغواط، مارس 2017، ص 299-300.



- خيار البيع (Put Option): هو عبارة عن عقد بين طرفين مُشتري العقد وبائع العقد، يعطي للمشتري الحق في بيع أو عدم بيع أصل مالي أو عيني معين في وقت لاحق وبسعر مُحدد مُسبقاً، ويُستخدم هذا النوع من الخيار في حالة توقع انخفاض الأسعار؛

- الخيار المزدوج (double Option): وهو عقد يُعطي الحق لحامله في أن يكون مُشترياً أو بائعاً للأصل محل التعاقد، فإذا ارتفعت الأسعار فإن له الحق في الشراء وإذا انخفضت فله الحق في البيع.

1-3-2- أنواع عقود الخيار حسب تاريخ تنفيذ الصفقة

- الخيار الأوربي: وفي هذا النوع لا يتم تنفيذ الخيار إلا في تاريخ الاستحقاق؛

- الخيار الأمريكي: وفي هذا العقد يُعطي الحق في تنفيذ الخيار خلال المدة المحصورة بين تاريخ الاتفاق وتاريخ الاستحقاق؛

- الخيار الآسيوي: وهو خيار أكثر تعقيداً من الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية، ويتم التعامل به في الأسواق التي تكون أسعار الأصول المتعاقد عليها شديدة التقلب مثل أسواق النفط والمعادن، ويطلق عليه كذلك خيار متوسط السعر، فعند ممارسة حق الخيار الآسيوي لا ينظر إلى السعر أثناء مدة العقد كالخيار الأمريكي أو عند الاستحقاق في حالة الخيار الأوروبي، وإنما يتم النظر لمتوسط السعر طوال مدة العقد، ويحس السعر على أساس المتوسط الحسابي.

1-3-3- أنواع عقود الخيار حسب التغطية

- خيار مُغطى: أي أن المُحرر(البائع) يملك الأصول المتعاقد المتعاقد عليها.

- خيار غير مُغطى: أي أن المُحرر(البائع) لا يملك الأصول المتعاقد عليها، وإذا اختار المشتري تنفيذ العقد، فإن البائع يضطر إلى شراء الأصل من السوق لتسليمه للمشتري.

1-3-4- أنواع عقود الخيار حسب الربحية

- خيار مُربح: إذا كان سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ ($P_e < P_m$) في الشراء.

إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق ($P_m < P_e$) في البيع.

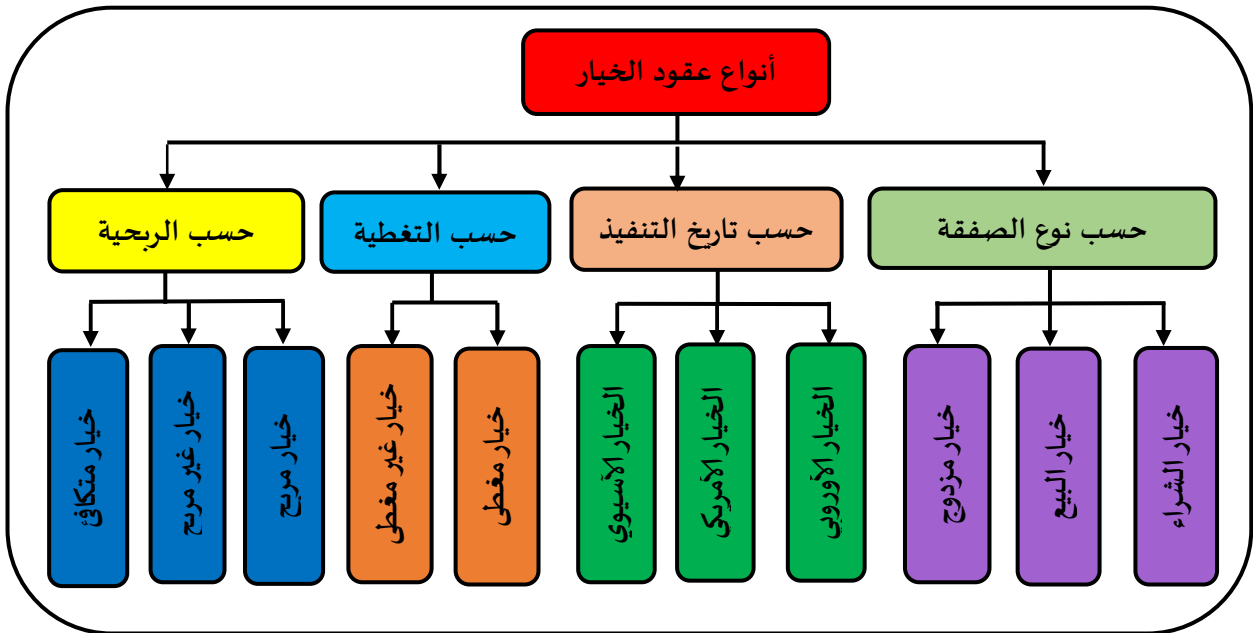
- خيار غير مُربح: إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق ($P_m < P_e$) في الشراء.

إذا كان سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ ($P_e < P_m$) في البيع.

- خيار متكافئ: إذا كان سعر التنفيذ يساوي سعر السوق ($P_e = P_m$) في الشراء والبيع.

ويمكن تلخيص ما سبق في المخطط التالي:

الشكل رقم (11): أنواع عقود الخيارات



المصدر: من إعداد الباحث، بناء على ما سبق.

4-1- استخدام عقود الخيار في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الأسهم

1-4-1 إستراتيجية التحوط باستخدام خيار الشراء Call Option

يتوقع المستثمر A ارتفاع أسعار أسهم الشركة S خلال 04 أشهر، فيقوم بشراء خيار شراء أوروبي من عند الشخص B لـ 1200 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر 1000 دولار للسهم الواحد، مقابل مكافأة قدرها 30 دولار للسهم الواحد، على أن يتم التسليم والتسديد بعد 04 أشهر. أمام حامل الخيار (مشتري الخيار) حالتين للتصرف في نهاية تاريخ الاستحقاق باعتباره خيار أوروبي، وذلك حسب أسعار السوق.

- إذا انخفض سعر السهم السوقى لأسهم الشركة S بعد 04 أشهر إلى 920 دولار للسهم الواحد.

في هذه الحالة يختار المشتري (الشخص A) عدم تنفيذ الخيار، لأنه لا يمكن أن يشتري السهم الواحد بـ 1000 دولار في حين أنه يستطيع شراؤه من السوق بـ 920 دولار فقط، ولو قام بالتنفيذ سيتكبد خسارة قدرها 80 دولار للسهم الواحد، أي: $80 = 920 - 1000$ ون، إضافة إلى العلاوة التي مقدارها 30 دولار للسهم الواحد، أي أن مقدار الخسارة = (السعر السوقى - سعر التنفيذ) - العلاوة \times عدد الأسهم

$$1200 \times [30 - (1000 - 920)] = n \times [P_r - (P_e - P_m)] =$$

$$= -132000 \text{ دولار}$$

أما في حالة عدم تنفيذه العقد فإنه يخسر العلاوة فقط، وهي: 30 دولار \times 1200 سهم = 36000 دولار.

- إذا ارتفع سعر السهم السوقي لأسهم الشركة S بعد 04 أشهر إلى 1040 دولار للسهم الواحد.
في هذه الحالة يختار المشتري (الشخص A) تنفيذ الخيار الذي يعطيه الحق في شراء 1200 سهم من
أسهم الشركة S بسعر 1000 دولار للسهم الواحد، في حين يباع في السوق بـ 1040 دولار للسهم الواحد، وهنا
يحقق ربحاً قدره: $[(\text{السعر السوقي} - \text{سعر التنفيذ}) - \text{العلاوة}] \times \text{عدد الأسهم}$

$$P_0 = [(P_m - P_e) - P_r] \times n = [(1040 - 1000) - 30] \times 1200$$

$$P_0 = 12000 \text{ dollar}$$

- تحديد مكاسب كل من المشتري والبائع في عقد خيار الشراء
بالنسبة للمشتري:

- ربح مشتري خيار الشراء غير محدد مسبقاً، ويتوقف على نتيجة الفرق بين سعر السوق P_m وسعر التنفيذ
 P_e ، وكذا العلاوة P_r : $P_0 = [(P_m - P_e) - P_r] \times n = [(1040 - 1000) - 30] \times 1200 = 12000 \text{ dollar}$

- خسارته محددة مسبقاً، وهي قيمة المكافأة P_r ، $P_r = 36000 \text{ dollar}$

بالنسبة للبائع (المحرر)

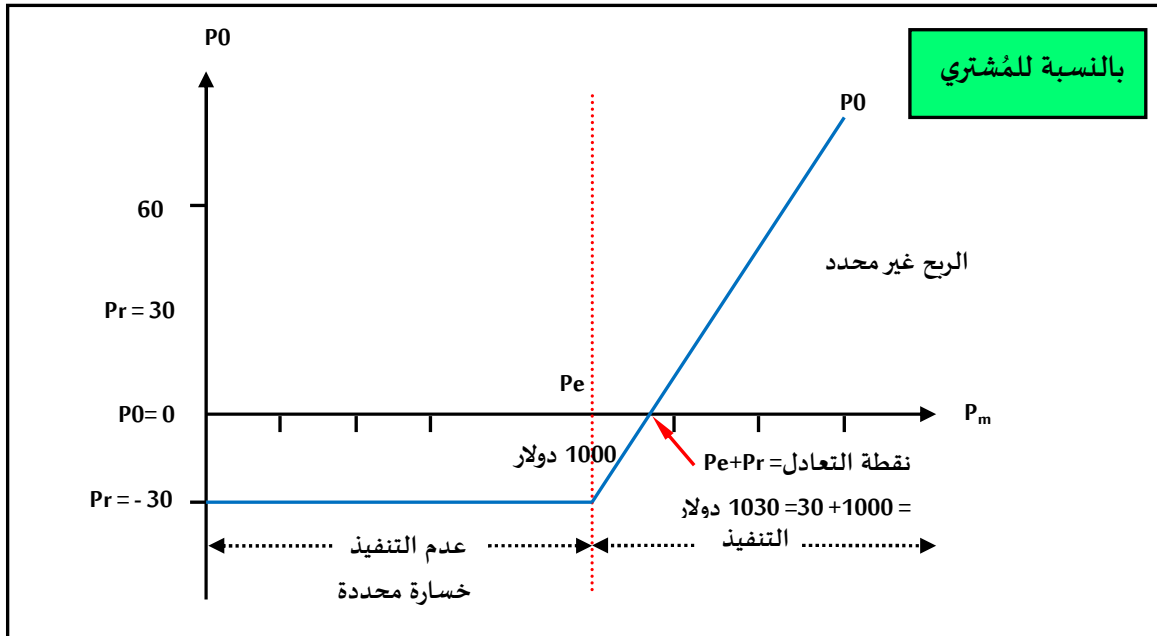
- ربح المحرر محدد مسبقاً بقيمة المكافأة أو العلاوة P_r ، $P_r = 36000 \text{ dollar}$

- خسارته غير محددة مسبقاً وتتوقف على نتيجة الفرق بين سعر السوق P_m وسعر التنفيذ P_e ، وكذا العلاوة

$$P_0 = [(P_m - P_e) - P_r] \times n = [(1040 - 1000) - 30] \times 1200 = 12000 \text{ dollar}$$

ويمكن تمثيل مكاسب المشتري بالشكل التالي:

الشكل رقم (12): تحديد ربح وخسارة المشتري في حالة خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على ما سبق.

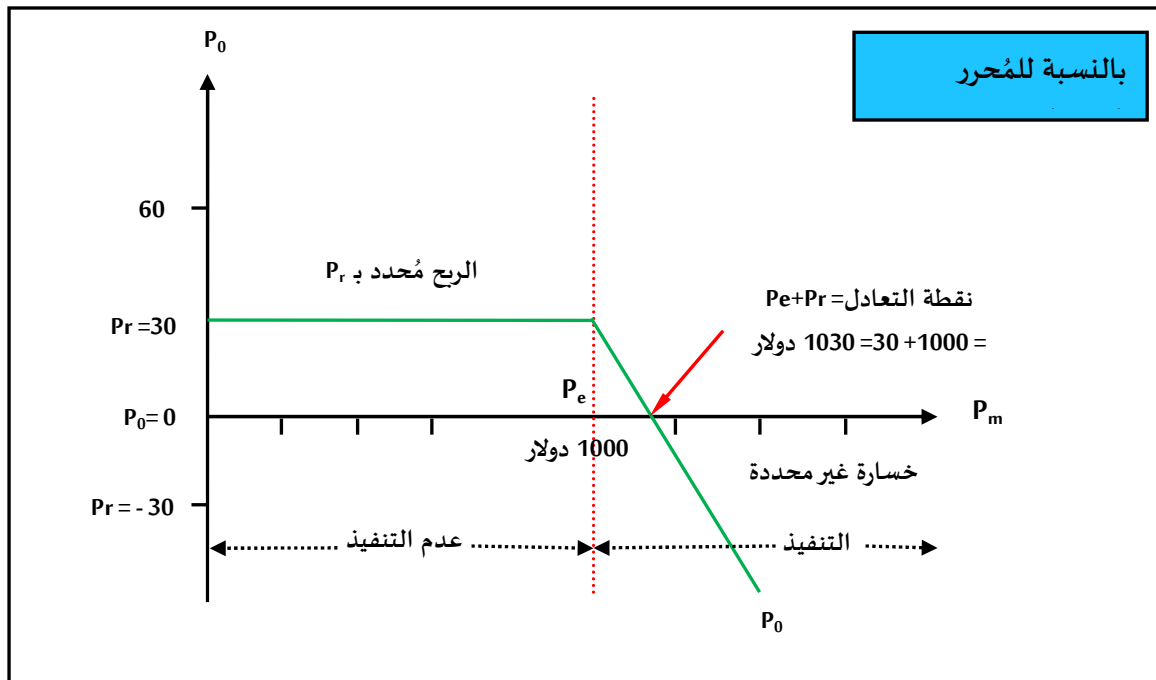
نلاحظ من خلال الشكل البياني أن المشتري عند نقطة التعادل أو التكافؤ التي تمثل سعر التنفيذ زائد العلاوة ($1030 = 30 + 1000$ دولار) لا يحقق ربح ولا يتعرض إلى خسارة، أي:

$$P_0 = [(P_m - P_e) - P_r] \times n = [(1030 - 1000) - 30] \times 1200$$

$$P_0 = 0 \text{ dollar}$$

أما مكاسب البائع أو محرر العقد فيمكن تمثيلها بالشكل البياني التالي:

الشكل رقم (13): تحديد ربح وخسارة البائع في حالة خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على ما سبق.

نلاحظ من خلال الشكل البياني أن البائع عند نقطة التعادل أو التكافؤ التي تمثل سعر التنفيذ زائد العلاوة ($1030 = 30 + 1000$ دولار) لا يحقق ربح ولا يتعرض إلى خسارة، أي:

$$P_0 = [(P_e - P_m) + P_r] \times n = [(1000 - 1030) + 30] \times 1200$$

$$P_0 = 0 \text{ dollar}$$

1-4-2- إستراتيجية التحوط باستخدام خيار البيع Put Option

يتوقع المستثمر A انخفاض أسعار أسهم الشركة Z خلال 03 أشهر، فيقوم بشراء خيار بيع أوروبي من عند الشخص B لـ 1000 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر 125 أورو للسهم الواحد، مقابل مكافأة قدرها 14 أورو للسهم الواحد، على أن يتم التسليم والتسديد بعد 03 أشهر.

أمام حامل الخيار (مشتري الخيار) حالتين للتصرف في نهاية تاريخ الاستحقاق باعتباره خيار أوروبي،

وذلك حسب أسعار السوق.



- إذا ارتفع سعر السهم السوقي لأسهم الشركة Z بعد 03 أشهر إلى 143 أورو للسهم الواحد.

في هذه الحالة يختار المشتري (الشخص A) عدم تنفيذ الخيار، لأنه لا يمكن أن يبيع السهم الواحد بـ 125 أورو في حين أنه يستطيع بيعه في السوق بـ 143 أورو، ولو قام بالتنفيذ سيتكبد خسارة قدرها 18 أورو للسهم الواحد، أي: $143 - 125 = 18$ أورو، إضافة إلى العلاوة التي مقدارها 14 أورو للسهم الواحد، أي أن مقدار الخسارة = [(سعر التنفيذ - السعر السوقي) - العلاوة] × عدد الأسهم

$$1000 \times [14 - (143 - 125)] = n \times [P_r - (P_m - P_e)] =$$

$$= -32000 \text{ أورو}$$

أما في حالة عدم تنفيذ العقد فإنه يخسر العلاوة فقط، وهي: 14 أورو × 1000 سهم = 14000 أورو.

- إذا انخفض سعر السهم السوقي لأسهم الشركة Z خلال 03 أشهر إلى 102 ون للسهم الواحد.

في هذه الحالة يختار المشتري (الشخص A) تنفيذ الخيار الذي يعطيه الحق في بيع 1000 سهم من أسهم الشركة Z بسعر 125 أورو للسهم الواحد، في حين يباع في السوق بـ 102 أورو للسهم الواحد، وهنا يحقق ربحاً قدره: = [(سعر التنفيذ - السعر السوقي) - العلاوة] × عدد الأسهم

$$P_0 = [(P_e - P_m) - P_r] \times n = [(125 - 102) - 14] \times 1000$$

$$P_0 = 9000 \text{ Euro}$$

- تحديد مكاسب كل من المشتري والبائع في عقد خيار البيع

بالنسبة للمشتري:

- ربح مشتري خيار البيع غير محدد مسبقاً، ويتوقف على نتيجة الفرق بين سعر التنفيذ P_e وسعر السوق P_m

$$P_0 = [(P_e - P_m) - P_r] \times n = [(125 - 102) - 14] \times 1000 = 9000 \text{ Euro} : P_r$$

- خسارته محددة مسبقاً، وهي قيمة المكافأة P_r ، $P_r = 14000 \text{ Euro}$

بالنسبة للبائع (المحرر)

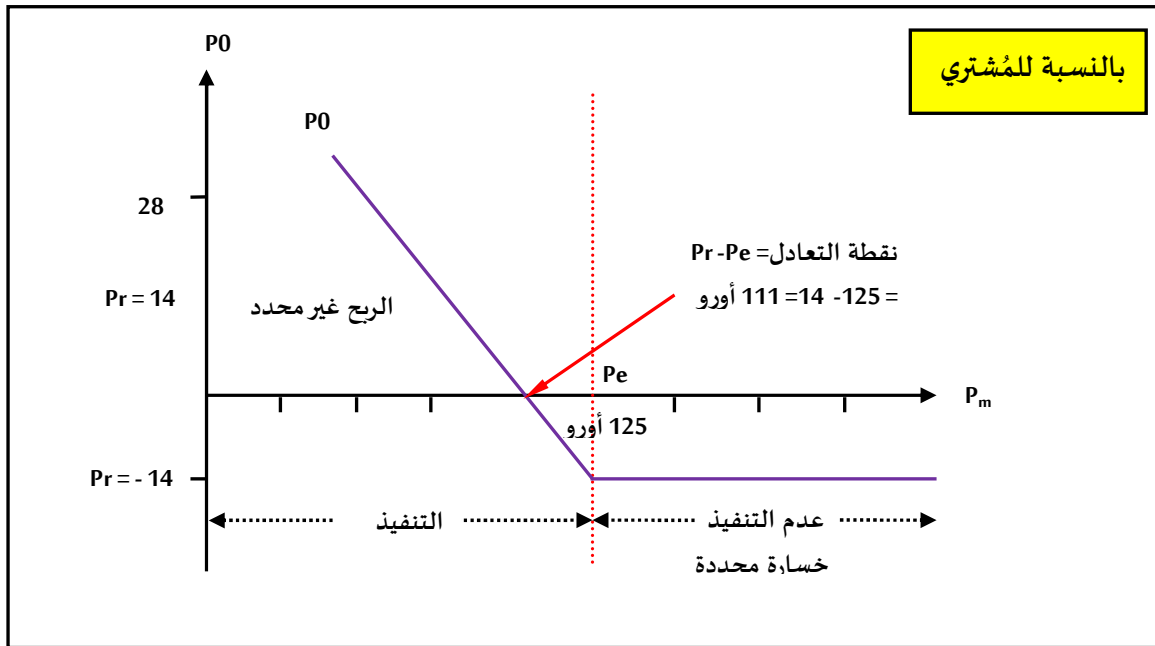
- ربح المحرر محدد مسبقاً بقيمة المكافأة أو العلاوة P_r ، $P_r = 14000 \text{ Euro}$

- خسارته غير محددة مسبقاً وتتوقف على نتيجة الفرق بين سعر التنفيذ P_e وسعر السوق P_m ، وكذا العلاوة

$$P_0 = [(P_e - P_m) - P_r] \times n = [(125 - 102) - 14] \times 1000 = 9000 \text{ Euro} : P_r$$

ويمكن تمثيل مكاسب المشتري بالشكل التالي:

الشكل رقم (14): تحديد ربح وخسارة المشتري في حالة خيار البيع



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على ما سبق.

نلاحظ من خلال الشكل البياني أن المشتري عند نقطة التعادل أو التكافؤ التي تمثل سعر التنفيذ

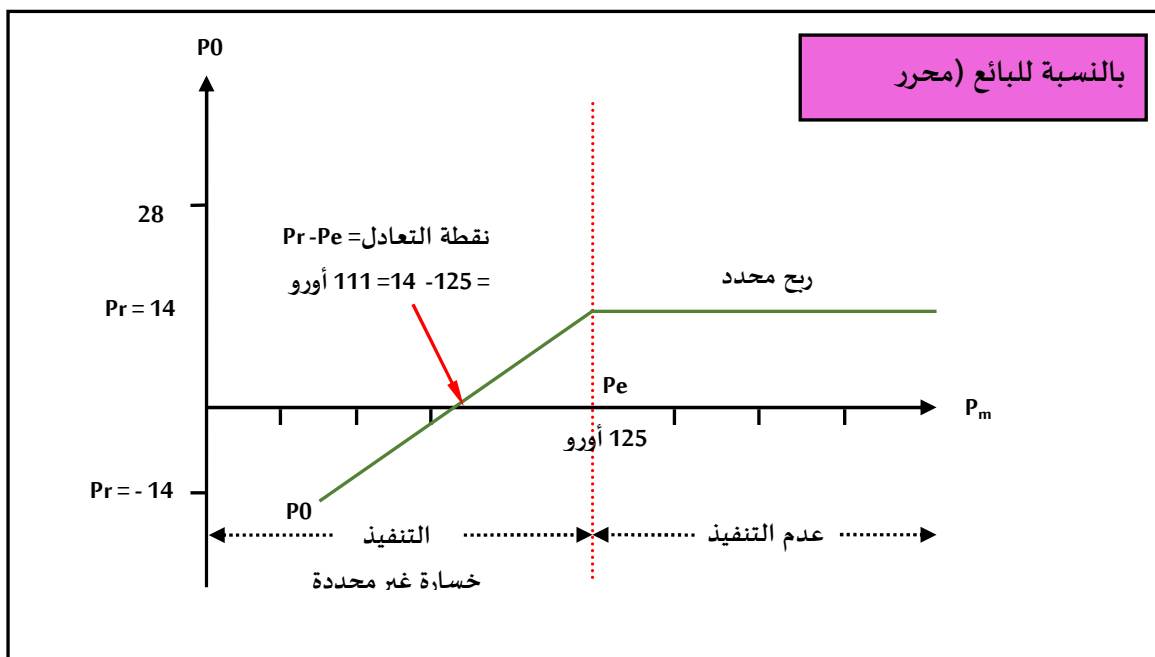
ناقص العلاوة ($111 = 14 - 125$ أورو) لا يحقق ربح ولا يتعرض إلى خسارة، أي:

$$P_0 = [(P_e - P_m) - P_r] \times n = [(125 - 111) - 14] \times 1000$$

$$P_0 = 0 \text{ Euro}$$

أما مكاسب البائع أو محرر العقد فيمكن تمثيلها بالشكل البياني التالي:

الشكل رقم (15): تحديد ربح وخسارة البائع في حالة خيار البيع



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على ما سبق.

نلاحظ من خلال الشكل البياني أن البائع عند نقطة التعادل أو التكافؤ التي تمثل سعر التنفيذ

ناقص العلاوة (125-14=111 أورو) لا يحقق ربح ولا يتعرض إلى خسارة، أي:

$$P_0 = [(P_m - P_e) + P_r] \times n = [(111 - 125) + 14] \times 1000$$

$$P_0 = 0 \text{ Euro}$$

2- العقود المستقبلية (Futurs)

2-1- مفهوم العقود المستقبلية

تعرف العقود المستقبلية على أنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصة، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظراً لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم.¹

كما تعرف العقود المستقبلية على أنها عبارة عن عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.²

تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه.³

2-2- خصائص وعناصر العقود المستقبلية

تمثل خصائص العقود المستقبلية فيما يلي:⁴

- فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد إذ لا ينظر إلى السعر في السوق PRISE RISK وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها الحاضر عند التنفيذ، والذي قد يكون مرتفعاً؛

¹ طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص. 16.

² قريد مصطفى، بوعافية سمير: مرجع سابق، ص 11.

³ محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 413.

⁴ بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار: إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، دار الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2013، ص 131-133.

- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة CLEARING HOUSES تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميًا بين طرفي العقد؛

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشًا معينًا يسمى MARGIN تتراوح قيمته عادة بين 5 - 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته ، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة؛

- إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلا من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية، ومن أهمها:

- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد؛
- أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة؛
- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها؛
- أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية.

- لضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد في خمسة شروط أساسية هي:

- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد؛
- شروط التسليم: وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلا في عقود أذون الخزانة يكون التسليم واجباً خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم. هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً؛

- حدود تقلب الأسعار: حيث تفرض أسواق العقود حدًا أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحدًا أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى؛
- الهامش المبدئي يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي INITIAL MARGIN يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5-15% من قيمة العقد.
- للعقود المستقبلية عدة عناصر تتمثل في¹:
 - المشتري: هو الطرف الملتزم باستلام الأصل محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل؛
 - البائع: هو الطرف الملتزم بتسليم الأصل محل التعاقد مقابل الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل؛
 - سعر التنفيذ أو التسوية: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الأصل محل التعاقد في المستقبل؛
 - تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل؛
 - محل التعاقد: يقصد بمحل العقد الشيء أو الأصل المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد، والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
- تجدر الإشارة إلى أن للعقود المستقبلية تواريخ استحقاق موحدة، كما يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو بمضاعفتها، ويتعامل كلا الطرفين من خلال مؤسسة تقاص، ولكلاهما الحق في بيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد، ويقدم كل من الطرفين هامش مبدئي لضمان التزاماتهم، وكذلك هامش صيانة* والذي له حد معين من الهامش المبدئي لا يجب أن ينزل عنه، ولكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة.

مثال:

اشترى شخصاً ما عقداً مستقبلياً بـ 10 000 دولار، وقُدِّر الهامش المبدئي بـ 10% من قيمة العقد، أما هامش الوقاية (الصيانة) فقُدِّر بـ 70%، وتم الدخول في العقد في 02 جانفي 2020، وكانت الأسعار في السوق

¹. بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار: مرجع سابق، ص 131.

* ويسمى كذلك بهامش الوقاية أو هامش الأمان.

حتى تاريخ تنفيذ العقد على الترتيب كالتالي: 10200 دولار، 10100 دولار، 9900 دولار، 9800 دولار، 9700 دولار، 9600 دولار، 9750 دولار، 9950 دولار.

المطلوب:

- ما هي أرباح وخسائر كلا الطرفين (المشتري والبائع)؟

الحل

- تحديد أرباح وخسائر كلا الطرفين (المشتري والبائع)

لدينا: الهامش المبدئي = $10000 \times 10\% = 1000$ ون.

هامش الصيانة = $1000 \times 70\% = 700$ ون.

يتم تحديد أرباح وخسائر المشتري والبائع من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (08): تحديد أرباح وخسائر المشتري والبائع في العقد المستقبلي

| طلب تعليقة الهامش | الرصيد | | البائع | | المشتري | | السعر السوقي السائد | الأيام |
|----------------------|--------|---------|--------|-----|---------|-----|---------------------------|----------|
| | البائع | المشتري | خسارة | ربح | خسارة | ربح | | |
| | 1000 | 1000 | - | - | - | - | 10000 | 2 جانفي |
| | 800 | 1200 | 200 | - | - | 200 | 10200 | 3 جانفي |
| | 900 | 1100 | - | 100 | 100 | - | 10100 | 4 جانفي |
| | 1100 | 900 | - | 200 | 200 | - | 9900 | 5 جانفي |
| | 1200 | 800 | - | 100 | 100 | - | 9800 | 6 جانفي |
| | 1300 | 700 | - | 100 | 100 | - | 9700 | 7 جانفي |
| 400 | 1400 | 600 | - | 100 | 100 | - | 9600 | 8 جانفي |
| | 1250 | 1150 | 150 | - | - | 150 | 9750 | 9 جانفي |
| | 1050 | 1350 | 200 | - | - | 200 | 9950 | 10 جانفي |

المصدر: من إعداد الباحث، بناء على ما سبق.

3- العقود الآجلة (Forward)

3-1- مفهوم العقود الآجلة

تعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية، ولقد قدمت لها عدة تعاريف، نجد منها:



- العقود الآجلة هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقا، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق، ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير¹.

- العقد الأجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق².

- تعرف العقود الآجلة بأنها عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، لكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، كما يتفق الطرفان على الكمية وطريقة وكيفية تسديد العقد، مما يبين الطابع الشخصي لهذا النوع من العقود، حيث يحدد الطرفان شروط العقد بما بلائهما، الأمر الذي يدل على أنه:

- لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود؛

- عند إبرام العقد لا يمكن إلغاؤه، مما ينطوي عليه من مخاطر عدم القدرة على التسليم.

أما في العقود المستقبلية فالعلاقة بين الطرفين غير مباشرة إذ تتم من خلال غرفة المقاصة التي تضمن التزامات الطرفين، كما أن العقود المستقبلية عقود منمطة مما يجعل منها عقودا ليست شخصية، وهذا ما يتيح وجود سوق ثانوي لها³.

- تعرف العقود الآجلة كذلك بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفين هما (البنك، وطرف آخر) بالاتفاق على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر تنفيذ العقد، ومن هنا فان العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين.

وعمليا إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فان المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كهذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

¹ قريد مصطفى، بوعافية سمير: مرجع سابق، ص. 11.

² منير إبراهيم الهندي: الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 6.

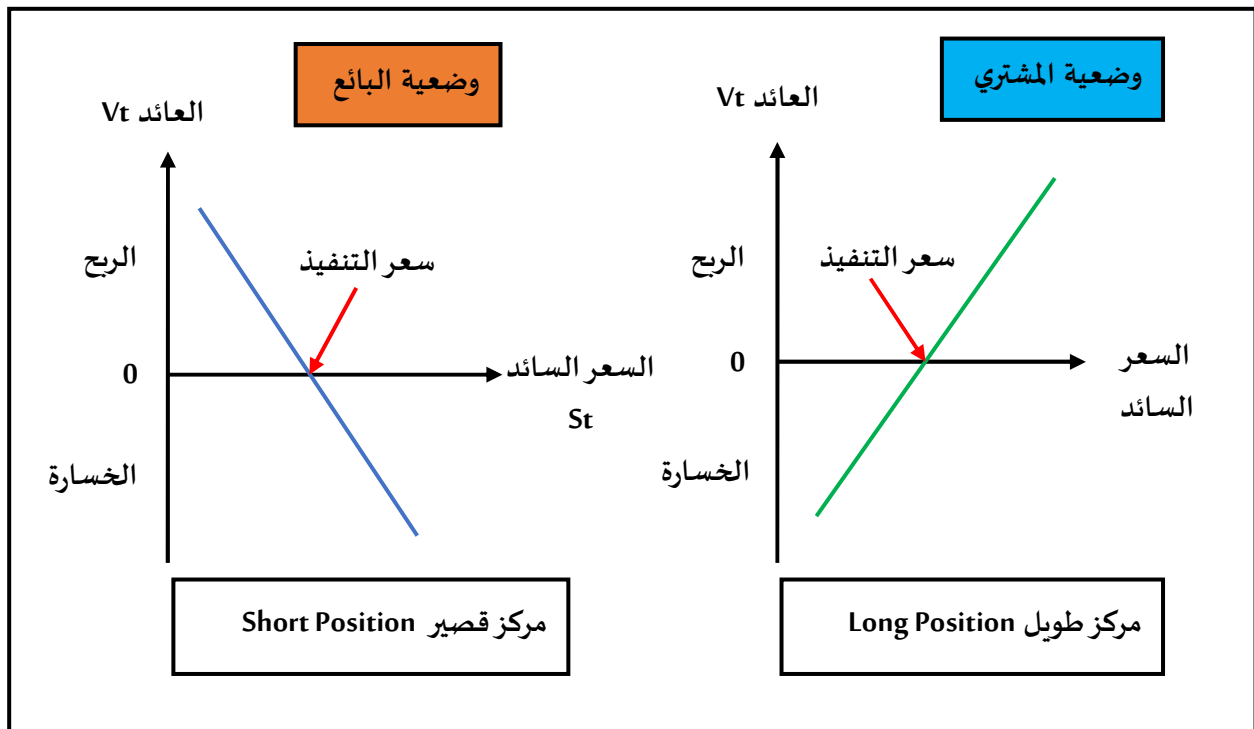
³ عباس منيرة: مرجع سابق، ص. 5.



يقال على مشتري العقد الآجل أنه اتخذ مركزا طويلا Long Position والبائع اتخذ مركزا قصيرا Short Position، وبالتالي فإن اتخاذ مركز طويل أو مركز قصير في العقد الآجل هو لعبة صفرية، أي أن مجموع أرباح وخسائر طرفيه مساوية للصفر.

ويمكن توضيح وضعية طرفي العقد الآجل في الشكل التالي:

الشكل رقم (16): وضعية المشتري والبائع في العقد الآجل



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على: عيساوي سهام: مرجع سابق، ص 110.

مثال:

نفترض أن مستثمرا ما أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء 1000000 أورو بعد 90 يوم بسعر صرف قدره 1.1797 دولار للأورو الواحد (1 EUR = 1.1797 USD)، وبمقتضى هذا العقد سيلتزم المشتري بشراء 1000000 أورو مقابل تسديده لنحو 1179700 دولار.

- إذا ارتفع مثلا سعر صرف الأورو مقابل الدولار إلى نحو 1.3589 دولار للأورو الواحد (1 EUR = 1.3589 USD) عند تاريخ الاستحقاق فسيحقق المستثمر أو المشتري ربحا قدره 179200 دولار، أي:

$$179200 = 1000000 \times (1.1797 - 1.3589)$$

وذلك لأن المشتري يشتري 1000000 أورو بـ 1179700 دولار ويبيعها فور شراؤها بـ 1358900 دولار، ويحقق بذلك ربحا قدره 179200 دولار، وهو نفسه مقدار خسارة البائع.



- إذا انخفض مثلا سعر صرف الأورو مقابل الدولار إلى نحو 1.1003 دولار للأورو الواحد (1 EUR = 1.1003 USD) عند تاريخ الاستحقاق فسيتكبد المشتري خسارة قدرها 79400 دولار، أي:
 $(1.1797 - 1.1003) \times 1000000 = -79400$ دولار.

وذلك لأن المشتري يشتري 1000000 أورو بـ 1179700 دولار وبيعها فور شرائها بـ 1100300 دولار، ويتعرض بذلك لخسارة قدرها 79400 دولار، وهي نفسها مقدار ربح البائع، وبعبارة أخرى سيلزم العقد الآجل المستثمر أو المشتري بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للأورو بمقدار 79400 دولار.

2-3- خصائص العقود الآجلة:

يمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي :

- يصعب المضاربة بهذه العقود، حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه؛
- ليس لها شكل نمطي بينما يتم الاتفاق على شروطها؛
- يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها؛

- يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الاختيار الأمريكي؛

- تكلفة المعاملات فيها عالية (مثل عمولات السمسرة والضرائب...):

- تسوية العقود الآجلة تتم مرة واحدة في تاريخ تنفيذ العقد.

3-3- أنواع العقود الآجلة.

يمكن تصنيف العقود الآجلة إلى ما يلي:

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة : وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية، ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

- العقود الآجلة لأسعار الصرف : وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا.

4-3- الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

يمكن تناول أهم الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (09): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

| وجه المقارنة | العقود الآجلة | العقود المستقبلية |
|--|--|---|
| نوع العقود | شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد. | نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة. |
| ثبات السعر المحدد في العقد | يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد. | تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد. |
| تسليم الأصل | يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة. | لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل، وفي حقيقة الأمر فإن العقود التي يتم إنهاؤها بالتسليم لا تتجاوز نسبتها 2 % من العقود المتداولة. |
| تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد | لا توجد متطلبات للهامش المبدئي نظرا لعدم مراقبة التحركات السوقية بصورة دورية. | مع كل تغير في السعر يحقق أحد طرفي العقد مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب. |
| ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد | -نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. -عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها. -لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهم. | غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري منه. |
| المزايا | - مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد. -سهولة الاستخدام. | تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة بالمقارنة مع العقود الآجلة. -تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول. |
| العيوب | - يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. -أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر. | لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة. |

المصدر: لحسن دردوري، طارق خاطر: دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام

المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف -

الجزائر، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص 7-8.

4- عقود المبادلات (Swaps)

4-1- مفهوم عقود المبادلة

تعرف عقود المبادلة على أنها التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتم الاتفاق عنها عند التعاقد¹. كما تعرف عقود المبادلة على أنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين الأصول المالية أو العينية، تتحدد وفقا له قيمة الصفقة أنيا على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق². وتعرف أيضا عقود المبادلة على أنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال يوافق الطرف A على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين، مليون دولار مثلا، كل سنة لمدة 05 سنوات، وذلك لطرف بخر وليكن الطرف B، والطرف B سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى الطلب والعرض) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار، وذلك كل سنة لمدة 05 سنوات، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية³.

تعرف عقود المبادلة على أنها اتفاق ملزم يتم بين طرفين لتبادل أصل معين بأصل آخر، أو سلسلة من التدفقات النقدية بسلسلة أخرى، ومن الأمثلة على ذلك تبادل سلسلة من التدفقات النقدية ذات أسعار فائدة ثابتة مقابل سلسلة ذات أسعار فائدة متغيرة... الخ⁴.

4-2- خصائص عقود المبادلة

تتميز عقود المبادلة بعدة خصائص، أهمها ما يلي⁵:

- تعتبر عقود غير نمطية تتم حسب رغبة كل طرف؛
- تعتبر عقود ملزمة لكلا الطرفين؛
- تركز عقود المبادلات على تبادل التدفقات النقدية بالإضافة إلى تبادل الموجودات في بعض الأحيان؛
- لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات؛

4-3- أنواع عقود المبادلات

توجد عدة أنواع لعقود المبادلات نذكر أهمها فيما يلي:

- مبادلة أسعار الفائدة؛

¹ . دريد كامل آل شيب: مرجع سابق، ص 409.

² . بلعوز بن علي، محمدي الطيب أمحمد: مرجع سابق، ص 151.

³ . بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار: مرجع سابق، ص 143.

⁴ . جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 784.

⁵ . نورين بومدين: مرجع سابق، ص 83.

- مبادلة العملات؛

- مبادلة عقود الخيارات؛

- مبادلة الأسهم؛

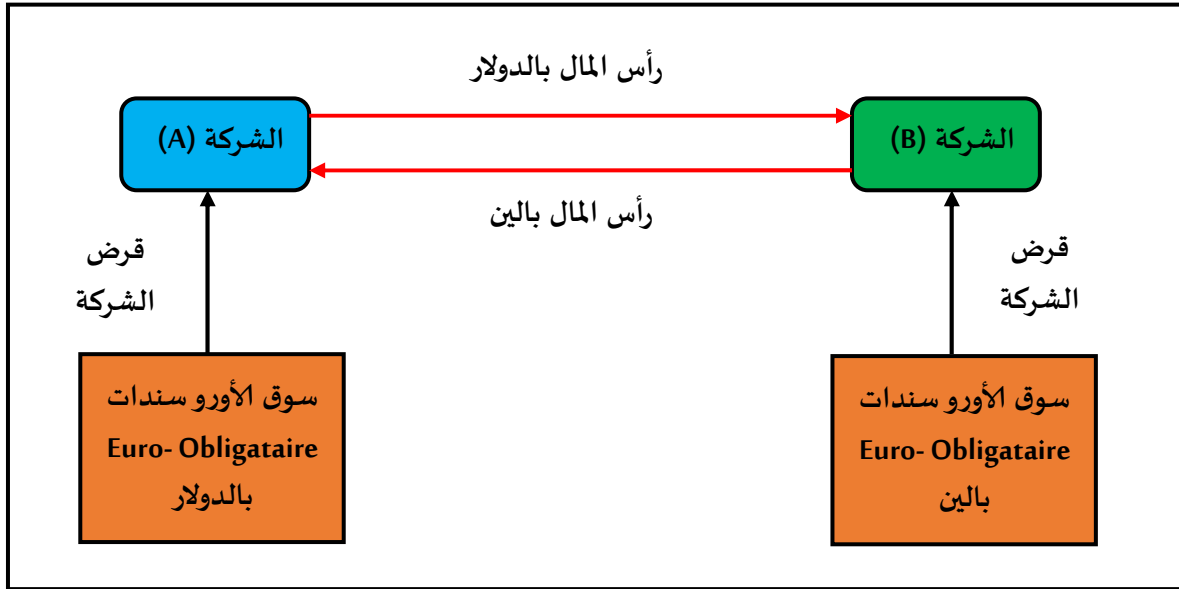
- مبادلة السلع.

مثال عن استخدام عقود المبادلة

قامت الشركة اليابانية (A) بإصدار سندات في سوق الأورو سندات بالدولار، ولكن في الواقع هي تريد الحصول على الين الياباني، وهي لن تستخدم القرض الذي حصلت عليه بالدولار، وفي نفس الوقت أقدمت الشركة الأمريكية (B) بإصدار سندات في سوق الأورو سندات بالين الياباني، لكنها تريد الحصول على الدولار لتمويل استثمار مباشر في الولايات المتحدة الأمريكية.

لحصول الشركتان على العملات التي تحتاجها، المتمثلة في الين الياباني بالنسبة للشركة (A) والدولار بالنسبة للشركة (B)، تلجأ إلى عملية مبادلة، إذ تتبادل الشركة (A) مع الشركة (B) الدولار مقابل الين، فالشركة (A) تقرض الدولار وتقرض الين الياباني، وتقوم الشركة (B) بمبادلة الين الياباني الذي بحوزتها مع الدولار، أي أنها تقرض الين وتقرض الدولار، ويمكن توضيح ذلك في الشكل البياني التالي:

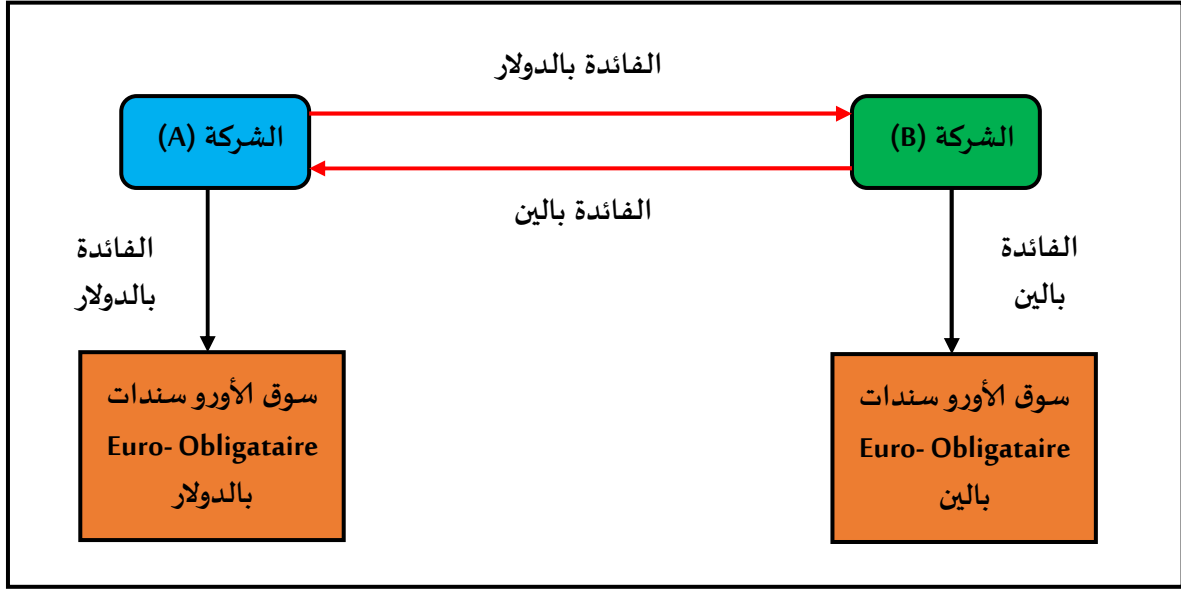
الشكل رقم (17): تبادل رأس المال بين الشركتين (A) و (B) في إطار عملية المبادلة



المصدر: من إعداد الباحث، اعتماداً على: وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي- قضايا نقدية ومالية، مرجع سابق، ص 264.

في كل عام يتوجب على الشركتين (A) و (B) دفع الفوائد بالدولار الأمريكي والين الياباني للمستثمرين في سوق الأورو سندات، فالفوائد التي يجب على الشركة (A) تسديدها تؤمنها الشركة (B)، وبالمقابل الفوائد التي يتوجب على الشركة (B) دفعها تقوم بتوفيرها الشركة (A). ويمكن توضيح ذلك كالتالي:

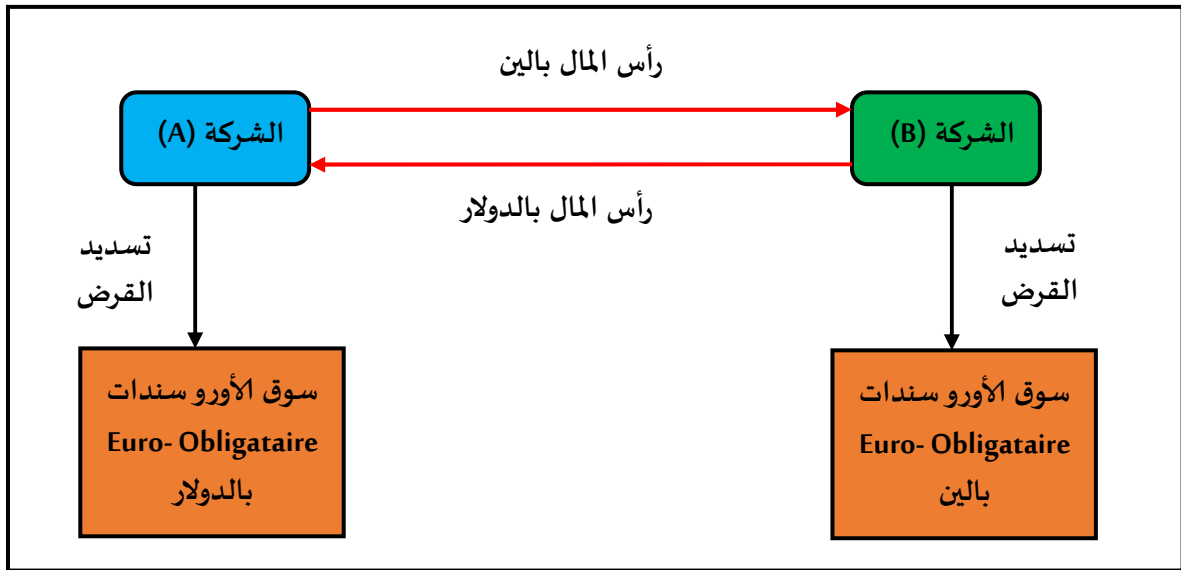
الشكل رقم (18): تبادل الفائدة بين الشركتين (A) و (B) في إطار عملية المبادلة



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على: وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي- قضايا نقدية ومالية، مرجع سابق، ص 264.

عند استحقاق عملية المبادلة تسدد الشركة (B) للشركة (A) الدولار الأمريكي الذي كانت قد حصلت عليه اثر عملية المبادلة، وهذا ما يسمح للشركة اليابانية (A) بتسديد قروضها في سوق الأورو سندات، كما تعيد الشركة (A) للشركة (B) الين الياباني الذي كانت قد حصلت عليه، وهذا ما يسمح للشركة الأمريكية (B) بتسديد قروضها في سوق الأورو سندات. كما هو موضح في الشكل أدناه.

الشكل رقم (19): تبادل رأس المال بين الشركتين (A) و (B) في إطار عملية المبادلة



المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على: وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي- قضايا نقدية ومالية، مرجع سابق، ص 265.

- نلاحظ من خلال هذا المثال أن عملية المبادلة هذه نتج عنها ثلاثة أنواع من التدفقات النقدية، وهي:
- عند بدء عملية المبادلة يقوم الطرفان فعلياً بعملية مبادلة نقدية، فالدافع الرئيسي لهذه المبادلة هو الحاجة الفعلية لتمويل العمليات بعملات مختلفة.
 - يقوم الطرفان بتبادل دفعات فائدة دورية لكل منهما خلال فترة حياة اتفاقية المبادلة.
 - عند اكتمال عملية المبادلة فإن الطرفان يقومان مرة أخرى بتبادل المبلغ الأساسي الذي تبادلاه في بداية العملية.

أسئلة المحور السابع

السؤال الأول

اشرح المصطلحات التالية:

- العقود المشتقة، العلاوة، الخيار المغطى، العقد المستقبلي، هامش الصيانة، مبادلة العملات؟.

السؤال الثاني

- ما لفرق بين كل من هامش الصيانة والهامش المبدئي في العقود المستقبلية؟.

السؤال الثالث

- اتفق الشخص A مع الشخص B على أن يشتري الشخص A من عند الشخص B خيار شراء (Call Option) أوروبي لـ 1200 سهم من أسهم الشركة S بسعر 1000 ون للسهم الواحد، مقابل مكافأة (Premium) قدرها 40 ون للسهم الواحد، على أن يتم التسليم والتسديد بعد 05 أشهر.
- المطلوب:

- 1- إذا انخفض سعر السهم السوقي لأسهم الشركة S بعد 05 أشهر إلى 940 ون. هل يقوم الشخص B بتنفيذ العقد؟ ولماذا؟.
- 2- إذا ارتفع سعر السهم السوقي لأسهم الشركة S بعد 05 أشهر إلى 1660 ون. هل يقوم الشخص A بتنفيذ العقد؟ ولماذا؟.
- 3- مثل بياناً الحالتين السابقتين بالنسبة لكل من الشخصين A و B؟.
- 4- اشرح تناظر المخاطر بالنسبة لكل من الشخص A والشخص B؟ مثلها بيانياً؟.
- 5- متى يكون الشخص A مضارباً؟.



السؤال الرابع

- اشرح العوامل المحددة لسعر الخيار أو العلاوة (Premium) ؟.

السؤال الخامس

- اشرح معنى عقود المبادلة هي سلسلة من العقود الآجلة؟.

المحور الثامن

أسواق العملات

الأجنبية

الأهداف التعليمية

- نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:
- التعرف على أسواق العملات الأجنبية أو ما يعرف بأسواق الفوركس؛
 - فهم آليات التعامل في أسواق العملات الأجنبية؛
 - الوقوف على أهمية هذا النوع من الأسواق في تنشيط الأسواق المالية الدولية.

المحور الثامن: أسواق العملات الأجنبية Foreign Exchange Market

تعتبر أسواق العملات الأجنبية من أكبر فروع أسواق رأس المال الدولية، نظرا لضخامتها وعدم وجود مكان مادي لها.

أولا: مفهوم أسواق العملات الأجنبية (الفوركس)

يعرف سوق العملات الأجنبية أو ما يعرف بالفوركس Forex، الذي هو اختصار للمصطلح Foreign Exchange Market، بأنه السوق الذي يتم فيه تبادل وتداول عملات مختلف الدول بين ملايين المستثمرين والبنوك والصناديق الاستثمارية لتحقيق عدة أهداف أهمها، الاستفادة من تغير أسعار صرف العملات وتحقيق الربح عن طريق عمليات الشراء والبيع، وهو سوق غير مركزي وليس له حدود جغرافية، حيث يتم التداول فيه بنظام OTC أو التداول خارج المنضدة¹.

يعرف سوق العملات الأجنبية بأنه الفضاء الذي يلتقي فيه البائعين والمشتريين للعملات الأجنبية، والمنتشرون في كافة أنحاء العالم، خاصة في المراكز المالية الكبرى، مثل: نيويورك، لندن، باريس، زيورخ، فرانكفورت وطوكيو... الخ، وترتبط هذه المراكز المالية ببعضها البعض بواسطة شبكات الاتصال الحديثة كالهاتف والفاكس والتلكس وغيرها².

يعرف سوق العملات الأجنبية بأنه السوق الذي يتم من خلاله تنفيذ عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية، وهو سوق افتراضي (غير نظامي)، بحيث لا يوجد مكان محدد لهذا السوق بل تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية متطورة، كما يمتاز هذا السوق بضخامة قيمة الصفقات التي تتم فيه، حيث ارتفع حجم التداول اليومي من بليون دولار عام 1973 إلى 1200 بليون دولار عام 1996، ثم إلى 1 ترليون دولار عام 2008، ليصل حالياً إلى 5 ترليون دولار³.

سوق العملات الأجنبية المعروف أيضاً باسم الفوركس، هو سوق عالمي خارج البورصة (OTC)، يحدد سعر الصرف العملات في جميع أنحاء العالم، ويمكن للمشاركين في هذه الأسواق الشراء والبيع والتبادل والمضاربة على أسعار الصرف لمختلف أزواج العملات، وتتكون أسواق العملات الأجنبية من البنوك وتجار الفوركس والشركات التجارية والبنوك المركزية وشركات إدارة الاستثمار وصناديق التحوط وتجار الفوركس بالتجزئة والمستثمرين⁴.

¹. <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/329>. (18/08/2021).

². حمدي عبد العظيم: التعامل في أسواق العملات الدولية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، القاهرة- مصر، 1996، ص 17.

³. دريد كامل آل شيب: المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013، ص 22.

⁴. Akhilesh Ganti: **Foreign Exchange Market**, 8 Nov 2020. On the web site: <https://www.investopedia.com/terms/forex/f/foreign-exchange-markets.asp>. (12/08/2021).

كما يعرف سوق سوق العملات الأجنبية بأنه المكان الذي يتم فيه تبادل العملات المختلفة، ولكن هذا المكان ليس محدوداً بحيز جغرافي معين وإنما هو عبارة عن شبكة من العلاقات الموجودة بين وكلاء الصرف في كل البنوك المنتشرة عبر مختلف أنحاء العالم¹.

ثانياً: المتعاملون في أسواق العملات الأجنبية

يتعدد المتعاملون في سوق العملات الأجنبية بتعدد عمليات البيع والشراء للعملات الأجنبية، وفي طليعة هؤلاء المتعاملين، نجد²:

1- البنوك التجارية

تقوم أسواق الصرف الدولي على أكتاف البنوك التجارية، والجانب الأعظم من إجمالي العمليات التي تتم بواسطة هذه البنوك يكون على المستوى المحلي، السوق الداخلية للبنوك. وغالباً ما تتم هذه العمليات عن طريق الوسطاء، حيث أن البنوك تُعرض عن البوح بمراكزها للمنافسين في ذات السوق، ويظل اسمها في طي الكتمان خلال قيام الوسيط بمهامه.

وتتدخل البنوك التجارية في السوق بغرض تنفيذ أوامر زبائنها ولحسابها الخاص، فأعوان الصرف العاملون في البنوك يجمعون أوامر الزبائن، يقومون بالمقاصات ويحولون إلى السوق الفائض من عرض أو طلب العملات الصعبة، ويتوفرون على أجهزة إعلام آلي تتضمن آخر الأسعار المطبقة بين البنوك في مختلف الساحات المحلية العالمية.

ومهمة أعوان الصرف هي معالجة الأوامر قصد تمكينها من الحصول على أفضل سعر وتحقيق مكاسب لصالح بنوكهم، ومن هنا يتجلى بوضوح الدور المزدوج لهذه البنوك في سوق الصرف.

2- البنوك المركزية

تختلف دوافع اشتراك البنوك المركزية في أسواق الصرف عن دوافع البنوك التجارية وإن كانت تتفق معها في أنها تتولى القيام بالأعمال المصرفية وما تتطلبه من بيع وشراء مختلف العملات الدولية، فتدخل البنوك المركزية من خلال عمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة ومن جهة ثانية لتنفيذ أوامر الحكومة باعتبارها بنوك الدولة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى. ويكون على البنوك المركزية التدخل في سوق الصرف طبقاً لبعض الترتيبات كاتفاقية صندوق النقد الدولي، كما قد تتعامل البنوك المركزية في سوق الصرف بصفة رسمية مكشوفة، كما تلجأ إلى خدمات السماسرة لتعمل في

¹. الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط7، 2010، ص 95.

². عبد الرزاق بن الزاوي: سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016، ص 45-51.



شكل مستمر، ولتجنب التأثير على عرض النقود يقوم البنك المركزي بما يدعى " التدخل المُعقم " ويمكن لهذا الأخير أي يؤثر على سعر الصرف من خلال قناتين هما:

- قناة تغير الأسعار النسبية للأصول المحلية والأجنبية: حيث تقوم السلطات النقدية بتعقيم شراء المواطنين للعملات الأجنبية، وذلك عن طريق قيامها بشراء السندات المحلية.

- قناة التوقعات: بما أن المتعاملين يعتقدون أن السلطات النقدية لديها معلومات أكثر من تلك التي بحوزتهم حول أسواق الصرف، فإنهم مباشرة بعد شعورهم بتدخلها في الأسواق يقومون بتعديل توقعاتهم حول سعر الصرف، وفقا لاتجاه تدخل الحكومة، فإذا كان التدخل في شكل شراء للعملة فإن سعر الصرف ينخفض.

3- سمسرة الصرف

يعتبر السمسرة وسطاء نشطين يتم من خلالها إيصال البائعين بالمشتريين من خلال تجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة، كما يقدمون النصائح المتعلقة بالبيع أو الشراء ويسعون إلى الحفاظ على السرية في ذلك، وأغلب السمسرة لديهم إمكانيات متقدمة، ووسائل اتصال مباشرة بالعديد من البنوك، إذا تلجأ البنوك إلى خدماتهم في الأوقات التي لا ترغب فيها الالتزام بتقديم عروض حينما تكون الأسواق مضطربة أو سريعة الحركة.

ومع تطور العمل المصرفي ظهر ما يعرف بالسمسرة الإلكترونية، وهم عبارة عن شبكات إلكترونية خاصة تعمل في أسواق الصرف الدولية، عارضة أسعار العملات الدولية ومقدمة للخدمات الإرشادية مقابل رسوم أو عمولات مختلفة مثل وكالة " رويتر " REUTER (1998) - شبكة E.B.S (1993)، وتضم 144 مؤسسة مالية، وتشكل بيوت السمسرة (courtage houses) نشاطات هامة للغاية في بريطانيا والولايات المتحدة، ففي لندن ونيويورك ينفذ جزء كبير من المعاملات بواسطة السمسرة المستقلين الذين يعملون لحساب البنوك، وتتم مكافأتهم من قبل لجنة السمسرة.

4- المؤسسات المالية الأخرى

وهي عبارة عن مؤسسات غير بنكية ذات دور بالغ الأهمية في سوق الصرف نتيجة لنشاطها المتزايد في الأسواق، وتتمثل أساسا في صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين العالمية... الخ. فمنذ بداية عقد التسعينات، أصبحت المؤسسات المالية غير المصرفية من ضمن أهم المتعاملين في أسواق الصرف، وتشتمل على الفروع المالية للمجموعات الصناعية إلى جانب الفروع المذكورة، وعلى المستثمرين المؤسساتيين. والمستثمرون المؤسساتيون هم المشاركون غير المصرفيين الأكثر أهمية في سوق الصرف، وهؤلاء يشملون صناديق التقاعد وشركات التأمين، ورؤوس الأموال المكلفة بإدارة ثروات زبائنها الخاصين.

أصبح المستثمرون المؤسساتيون وكبار الأثرياء من المتعاملين الأساسيين، لأن المسؤولين عن إدارة رؤوس الأموال هذه ركزوا على التوظيفات في الخارج، بغية تنويع المخاطر وتحسين المددود. وتدخلات هؤلاء في سوق

الصرف ليست الغاية منها ببساطة حيازة العملات أو التغطية من مخاطر الصرف، فعندما أظهرت أزمات النظام النقدي الأوروبي في العامين 1992 و1993 لم يتردد مديرو رؤوس الأموال هذه في الإقدام على عمليات موازنة لأسعار الصرف وعلى عمليات المضاربة.

ولا يوظف المستثمرون المؤسساتيون حاليا إلا جزءا ضئيلا من مواردهم في أصول أجنبية (10% تقريبا بالنسبة للأوروبيين و5% بالنسبة للأمريكيين)، لكن المبالغ الإجمالية المدارة تبقى في النهاية، عظيمة الأهمية، ففي نهاية عام 1994 قدر أن المئتي مستثمر مؤسستي الأكبر حجما (100 أمريكي و100 أوروبي) كانوا يديرون حوالي 1000 مليار دولار من الأصول المحررة بالعملات الأجنبية، هذا عدا عملاهم الوطنية. إن هذا الرقم يعكس نشاطا مغريا للمستثمرين المؤسساتيين في أسواق الصرف. وهذا النشاط هو على مزيد من التوسع نتيجة للأسباب الآتية:

- ميل مديري رؤوس الأموال إلى التوسع في تنوع استثماراتهم على المستوى الدولي؛
- ثقل المستثمرين لم يتوقف عن التعاضم، ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال كان هؤلاء يحوزون على 8.5% من مجموع الأصول المحررة بالدولار، وقفز هذا الرقم إلى 20.5% في العام 1990.

ويعتمد نشاط هذه المؤسسات في سوق الصرف على توظيف نسب صغيرة من مواردها المالية بأصول أجنبية بغرض تسديد الالتزامات المترتبة عليها نتيجة تعاملها بالاستيراد، وعادة ما تلجأ هذه المؤسسات إلى التعامل مع البنوك كبيرة الحجم، وكمثال للنشاط بالغ الأهمية لهذه المؤسسات، قامت 200 مؤسسة استثمار سنة 1991 بتوظيف حوالي 8000 مليار دولار، وظفت 600 مليار دولار في أصول أجنبية قابلة للارتفاع.

كما نجد من بين المتعاملين في سوق الصرف العملاء الخواص الذين يتدخلون في سوق الصرف بطريقة غير مباشرة بهدف إشباع حاجياتهم من العملات الصعبة، من خلال بيع وشراء هذه العملات باسم أحد البنوك العاملة في سوق الصرف والمستثمرين الذين يبادلون العملة المحلية بالعملات الأجنبية لتسوية معاملاتهم الدولية. ويتكون العملاء الخواص أساسا من المستوردين والمصدرين والسياح، ونجد من بين فئة العملاء الخواص فئة ذات دور بالغ الأهمية في سوق الصرف، ألا وهي فئة المضاربين، الذين يحتفظون بالعملات الأجنبية بغرض الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل والسعر الحاضر وذلك بتحمل نوع من المخاطر.

ثالثاً: التقسيم الجغرافي لأسواق العملات الأجنبية

يمكن أن تقسم أسواق العملات الأجنبية في العالم إلى أربعة مجموعات رئيسية على أساس جغرافي، وذلك كما يلي¹:

1- أسواق الشرق الأقصى Far East Markets

- سوق طوكيو : نظراً لازدياد دور اليابان في التجارة الخارجية بين دول العالم ازدادت أهمية هذا السوق وأخذ يلعب دوراً كبيراً في المنطقة، حيث بلغ متوسط التداول اليومي فيه 374 مليار دولار أمريكي، وذلك في أبريل 2013 مشكلاً ما نسبته 5.6 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية، وذلك حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

- سوق هونج كونج : برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت هونج كونج قاعدة صناعية عالمية، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 275 مليار دولار أمريكي، وذلك في أبريل 2013 ، مشكلاً ما نسبته 4.1 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

- سوق سنغافورة : برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت سنغافورة قاعدة صناعية ومالية تخدم منطقة جنوب شرق آسيا، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 383 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 5.7 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

2- أسواق الشرق الأوسط Middle East Market

لقد ازدادت أهمية هذه الأسواق نتيجةً لزيادة إيرادات بعض دول المنطقة من عائدات النفط، وهي تفتح أسواقها للتعامل بعد 05 ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأقصى، ومن أهم أسواق هذه المجموعة، نجد:

- سوق البحرين: تعتبر البحرين مركزاً مالياً للعمليات المصرفية الخارجية offshore center تخدم منطقة البحرين والخليج العربي والسعودية، حيث بلغ متوسط التداول اليومي 9 مليار دولار أمريكي في أبريل 2013 ، مشكلاً ما نسبته 0.1 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

- سوق دبي : وله أهمية مالية خاصة للإمارات العربية المتحدة، ومنطقة الخليج العربي؛

- سوق الرياض : تبرز أهمية الرياض كونها عاصمة المملكة العربية السعودية التي تملك أكبر مخزون نفطي في العالم، ويعتبر اقتصادها أكبر اقتصاد في منطقة الخليج العربي، ولقد بلغ متوسط التداول اليومي في سوق

¹ . منال محمد تيسير سرور: العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية- دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، رسالة ماجستير، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2014، ص 11-14.

الرياض 5 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013 مشكلاً ما نسبته 0.1 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

3- الأسواق الأوروبية Europe Markets

ويبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثلاث ساعات بعد بدء العمل في أسواق الشرق الأوسط، ومن أهم أسواق هذه المجموعة، نجد:

- سوق لندن: ويعتبر أكبرها على الإطلاق، إذ يشكل مركزاً عالمياً مهماً لجميع أسواق المال في العالم، ولهذا السوق تاريخ طويل نظراً لكون بريطانيا دولة عظمى كانت تسيطر على معظم الدول وتنتشر مستعمراتها من أقصى الشرق إلى أقصى الغرب، كما تهتم الحكومة البريطانية بدعم هذا السوق نظراً للفائدة الاقتصادية التي تحققها من ذلك. ومن الجدير بالذكر أن حجم التداول في سوق لندن للعملات الأجنبية يشكل غالباً ثلث حجم التداول العالمي في أسواق العملات الأجنبية، مما يجعل من هذا السوق الأكثر تقلباً خلال النهار حيث أن معظم عمليات التداول تتم من خلال سوق لندن وذلك لما يتمتع به هذا السوق من كفاءة وسيولة، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 2,726 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 40.9 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

- سوق فرانكفورت: وتبرز أهمية هذا السوق كون ألمانيا تشكل عاملاً مهماً في التجارة الدولية، ومن أكبر دول أوروبا التي تتعامل بالعملة الأوروبية الموحدة اليورو، ويقع فيها مركز البنك المركزي الأوروبي. وبلغ متوسط التداول اليومي في سوق فرانكفورت 111 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 1.7 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية؛

- سوق زيوريخ: تعتبر مركزاً مالياً مهماً نظراً لما تتمتع به سويسرا من استقرار سياسي واقتصادي، وكذلك تميز قوانينها بالسرية والكتمان في التعاملات البنكية، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 216 مليار دولار أمريكي وذلك في نيسان 2013، مشكلاً ما نسبته 3.2 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

- سوق باريس: وهو من الأسواق الأوروبية المهمة نظراً لحجم الاقتصاد الفرنسي وحجم التبادل التجاري الفرنسي مع العالم. وبلغ متوسط التداول اليومي في سوق باريس 190 مليار دولار أمريكي وذلك في نيسان 2013، مشكلاً ما نسبته 2.8 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

4- أسواق أمريكا الشمالية North America Markets

تفتح هذه الأسواق أبوابها للتعامل بعد (5) ساعات من أسواق أوروبا، ومن أهم أسواق هذه المجموعة:

- سوق نيويورك : ويعتبر أهم مركز مالي في أمريكا الشمالية؛

- سوق شيكاغو : حيث تعتبر شيكاغو مركزاً مالياً صناعياً مهماً في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- سوق لوس أنجلوس : تعتبر لوس أنجلوس مركزاً مالياً وتجارياً في الولايات المتحدة الأمريكية.

ومن الجدير بالذكر أن متوسط التداول اليومي في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية بلغ 1,263 مليار دولار أمريكي في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 18.9 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

- سوق توريننتو: تعتبر توريننتو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا، وقد بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 65 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 1 % من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

رابعاً: آليات التعامل في أسواق العملات الأجنبية

سننتظرق لأساسيات وآليات التعامل في سوق العملات الأجنبية من خلال العناصر التالية.

1- مفهوم سعر العملة (سعر صرف العملة)

يعرف سعر صرف العملة على أنه سعر العملة الأجنبية مقوماً بوحدات من العملة المحلية، أي عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية¹.
سعر العملة هو سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى، حيث تعتبر إحدى العملتين سلعة والأخرى سعراً نقدياً لها².

سعر العملة هو عبارة عن عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، كأن نقول مثلاً: 1 أورو = 158 دينار جزائري، أو هو عبارة عن عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية، كأن نقول مثلاً: 1 دينار جزائري = 0.0074 دولار.

2- ترميز العملات الأجنبية

يتم تمثيل أو ترميز كل عملة برمز مكون من ثلاثة أحرف وفقاً للمنظمة الدولية للتوحيد القياسي (ISO)، وهو المعيار المستخدم في الصناعة المصرفية وفي الأعمال التجارية حول العالم، حيث يعتمد أول حرفين من رمز العملة على الحرفين الأول والثاني للبلد، والحرف الثالث عادة ما يكون الحرف الأول من

¹ . مسعود مجيطة: دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2017، ص 71.

² . عطا الله علي عودة: الإدارة المالية الدولية، زمزم ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، ط1، 2017، ص 54.

العملة نفسها (اسم العملة)، فعلى سبيل المثال رمز عملة كندا هو CAD، حيث CA نسبة لـ Canada، وD نسبة لـ dollar¹.

ويمكن توضيح ترميز بعض العملات في الجدول التالي:

الجدول رقم (10): ترميز بعض العملات الأجنبية

| Country | Currency | Code Alphabetic |
|-------------------|----------|-----------------|
| United States | Dollar | USD |
| Euro zone membres | Euro | EUR |
| Japan | Yen | JPY |
| Canada | Dollar | CAD |
| Great Britain | Pound | GBP |
| Australia | Dollar | AUD |
| Switzer land | Franc | CHF |
| Bahrain | Dinar | BHD |
| Jordan | Dinar | JOD |
| Algeria | Dinar | DZD |

Source : Grace Cheng: 7 Winning Strategies for Trading Forex, Harriman House Ltd, London, UK, 2007, P 241-246.

3- تسعير العملات الأجنبية

يتم تسعير العملات الأجنبية بطريقتين أساسيتين، هما:

1- طريقة التسعير المباشر cotation certain

تُبين هذه الطريقة عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، والتي تعتبر في هذه الحالة هي عملة الأساس Base currency ذات القيمة الثابتة، أما العملة الأجنبية فهي التي تكون قيمتها متغيرة counter currency، وتُسمى بالعملة المقابلة، فعندما يعلن بنك أمريكي مثلاً أنه يستبدل 1 دولار (قيمة ثابتة) مقابل 109.7730 ين ياباني (مبلغ متغير)، أي:

$$\text{USD/JPY}=109.7730$$

فهنا نقول أن هذا البنك قد استخدم طريقة التسعير المباشر cotation certain.

¹. Grace Cheng: 7 Winning Strategies for Trading Forex, Harriman House Ltd, London, UK, 2007, P 30.

2- طريقة التسعير غير المباشر cotation incertain

تُبين هذه الطريقة في التسعير عدد الوحدات من العملة الوطنية المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، فالعملة الوطنية هي القيمة المتغيرة في طريقة التسعير غير المباشر، وتُسمى بالعملة المقابلة counter currency، أما العملة الأجنبية فقيمتها ثابتة، وتُسمى عملة الأساس Base currency، فعندما يُعلن بنك جزائري مثلاً أنه يستبدل 1 أورو مقابل 158 دينار جزائري، أي:

$$\text{EUR/DZD} = 158$$

فإن الطريقة المستخدمة هنا هي طريقة التسعير غير المباشر cotation incertain.

كما أن هناك ما يسمى بالتسعير التقاطعي *cours croises*، ففي بعض الحالات قد لا يتوفر سعر صرف عملتين مقابل بعضهما البعض، ولضرورة التبادل يجب تحديد سعر تبادلتهما، ويتم ذلك بناءً على علاقة العملتين بعملة ثالثة، وتُسمى أسعار الصرف المحسوبة بهذه الطريقة بأسعار الصرف المتقاطعة أو التقاطعية. ومنه يتم حساب سعر الصرف المتقاطع على أساس المقارنة بين سعري صرف عملتين بدلالة عملة ثالثة تُعتمد كأساس.

مثال

ليكن لدينا أسعار الصرف التالية:

$$\text{CHF / USD} = 1.0938$$

- سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار الأمريكي

$$\text{CHF / AUD} = 1.5200$$

- سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار الأسترالي

ومنه سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدولار الأسترالي يكون كالتالي:

$$1.0938 \text{ USD} = 1.5200 \text{ AUD}$$

$$1 \text{ USD} = 1.5200 / 1.0938 \text{ AUD}$$

$$\text{USD / AUD} = 1.3896 \quad \text{أي: } 1 \text{ USD} = 1.3896 \text{ AUD}$$

أما إذا كنا نبحث عن سعر صرف الدولار الأسترالي مقابل الدولار الأمريكي، فيكون كالتالي:

$$1.5200 \text{ AUD} = 1.0938 \text{ USD}$$

$$1 \text{ AUD} = 1.0938 / 1.5200 \text{ USD}$$

$$\text{AUD / USD} = 0.7196 \quad \text{أي: } 1 \text{ AUD} = 0.7196 \text{ USD}$$

أو بطريقة أخرى، فسعر صرف الدولار الأسترالي مقابل الدولار الأمريكي هو مقلوب سعر صرف الدولار

$$\text{AUD / USD} = 1 / 1.3896 \quad \text{أي: } \text{AUD / USD} = 0.7196$$

$$\text{AUD / USD} = 0.7196$$

ويسمى بسعر الصرف التبادلي.

4- تبادل أزواج العملات

يتم تبادل العملات الأجنبية في شكل أزواج، مثل زوج الأورو / دولار EUR/USD، حيث يطلق على العملة الأولى في زوج العملات عملة الأساس (العملة المسعرة) ذات القيمة الثابتة والعملة الثانية العملة المقابلة (عملة التسعير) ذات القيمة المتغيرة، فعلى سبيل المثال إذا طلبت تداول زوج الأورو / دولار EUR/USD فقد قمت بشراء الأورو الذي هو عملة الأساس وفي الوقت ذاته قمت ببيع الدولار الذي هو عبارة عن عملة مقابلة.

ويمكن توضيح ذلك أكثر من خلال تبادل زوج الجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي في الشكل التالي:

الشكل رقم (20): تبادل زوج الجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي

| GBP/ USD | |
|---|--|
| العملة الأساسية (العملة المسعرة) | العملة المقابلة (عملة التسعير) |
| العملة التي تقوم بشراؤها عند تداول زوج العملات | العملة التي تقوم ببيعها عند تداول زوج العملات |

المصدر: من إعداد الباحث.

5- أسعار الشراء والبيع في أسواق العملات الأجنبية

يُعطى المتعاملون في أسواق العملات الأجنبية سعيرين لكل عملة، سعر الشراء (Bid Rate) وسعر البيع (Offer or Ask Rate)، والفرق بين السعيرين (Spread) هو هامش الربح الذي يحصل عليه المتعامل¹.

- سعر الشراء (Bid Rate): سعر الشراء هو ذلك السعر الذي تكون عنده الجهة معلنة السعر مستعدة لشراء العملة الأساسية وبيع العملة المقابلة.

- سعر البيع (Offer or Ask Rate): سعر البيع هو ذلك السعر الذي تكون عنده الجهة معلنة السعر مستعدة لبيع العملة الأساسية وشراء العملة المقابلة.

مثال¹: لتكن لدينا أسعار صرف العملات التالية:

$$\text{EUR/USD} = 1.3000 - 1.3003$$

$$\text{USD/CHF} = 1.2236 - 1.2240$$

$$\text{GBP/USD} = 1.9500 - 1.9504$$

¹ . Grace Cheng: op.cit, P 33.

ففي حالة زوج العملات الأول EUR/USD، تشتري الجهة مُعلنة السعر الأورو الواحد مقابل 1.3000 دولار، وتبيع الأورو الواحد مقابل 1.3003 دولار.

وفي حالة زوج العملات الثاني USD/CHF، تشتري الجهة مُعلنة السعر الدولار الواحد مقابل 1.2236 فرنك سويسري، وتبيع الدولار الواحد مقابل 1.2240 فرنك سويسري.

أما في حالة زوج العملات الأخير GBP/USD، تشتري الجهة مُعلنة السعر الجنيه الإسترليني الواحد مقابل 1.9500 دولار، وتبيع الجنيه الإسترليني الواحد مقابل 1.9504 دولار.

مثال 2: ليكن لدينا سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني المعروف في سوق نيويورك New York Market كالتالي:

| New York Market | Bid Rate | Ask Rate |
|-----------------|----------|----------|
| USD/ JPY | 109.7730 | 109.7758 |

هذا يعني أن الجهة مُعلنة السعر تشتري الدولار الواحد مقابل 109.7730 ين ياباني، وتبيع الدولار الواحد مقابل 109.7758 ين ياباني.

- هامش الربح (Spread): يعرف هامش الربح بأنه الفرق بين السعرين، سعر البيع (Offer Rate) وسعر الشراء (Bid Rate) الخاص بالعملات المتداولة في سوق العملات الأجنبية، والذي يربحه صانع السوق أو المتداول، ودائماً تكون أسعار البيع أعلى من أسعار الشراء.

بالرجوع إلى المثال السابق رقم 2 نجد أن ربح الجهة معلنة السعر هو الفرق بين السعرين كالتالي:

$$\text{Spread} = 109.7758 - 109.7730$$

$$\text{Spread} = 0.0028$$

وهذا يعني أن الجهة معلنة السعر ستربح 0.0028 ين ياباني مقابل كل دولار تشتريه وتبيعه.

مثال 3: لنفرض أن بنك بريطاني ما قام بإعلان سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الكندي على شاشات التداول في سوق لندن London market، كالتالي:

| London market | Bid Rate | Ask Rate |
|---------------|----------|----------|
| GBP/ CAD | 1.7370 | 1.7391 |

- ما هو مقدار ربح هذا البنك؟

لدينا:

- البنك يشتري الجنيه الإسترليني الواحد بـ 1.7370 دولار كندي، بمعنى أنه يعطي 1.7370 دولار كندي مقابل كل جنيه يأخذه.

- البنك يبيع الجنيه الإسترليني الواحد بـ 1.7391 دولار كندي، بمعنى أنه يأخذ 1.7391 دولار كندي مقابل كل جنيه يُعطيه.

- ربح البنك هو 0.0021 جنيه لكل دولار كندي. أي:

$$\text{Spread} = 1.7391 - 1.7370$$

$$\text{Spread} = 0.0021$$

خامساً: المعاملات التي تتم في أسواق العملات الأجنبية

تنقسم أسواق العملات الأجنبية إلى قسمين أساسيين، هما:

1- سوق الصرف العاجل spot marker

ويسمى كذلك بسوق الصرف الحاضر، سوق الصرف الآني، أو سوق الصرف الفوري، هو السوق الذي يتم فيه شراء وبيع العملات الأجنبية على أساس سعر يتحدد وقت التعاقد على أن يتم التسليم فوراً، بحيث يجب أن لا تتعدى فترة التسليم يومين (48 ساعة)، ويُسمى سعر الصرف الذي يتم التعامل به في هذا السوق بسعر الصرف العاجل (الحاضر، الآني، الفوري). وتتميز هذه السوق بكثافة العمليات التي تتم على مستواها واستمرارية نشاطها طيلة اليوم¹.

2- سوق الصرف الآجل forward exchange market

ويسمى كذلك بسوق الصرف المستقبلي، هو السوق الذي يتم فيه شراء وبيع العملات الأجنبية على أساس سعر يتحدد وقت التعاقد على أن يتم التسليم في وقت لاحق (التنفيذ في المستقبل)، ويُسمى سعر الصرف الذي يتم التعامل به في هذا السوق بسعر الصرف الآجل.

إن عقد الصرف الآجل بالعملة من نتائجه إمكانية تثبيت حال التعاقد سعر الصرف المستقبلي، فهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال تثبيت سعر الصرف، مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق)².

يلجأ المتعاملون إلى هذا السوق لتفادي التقلبات التي تحدث في سوق الصرف العاجل، ويتحدد سعر الصرف الآجل بناءً على سعر الصرف العاجل مع إضافة علاوة أو طرح خصم، كالتالي:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{علاوة}$$

¹. نعمان سعدي: البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي، دار بلقيس، الدار البيضاء- الجزائر، ط1، 2011، ص 132.

². عبد الحق بوعتروس: تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية،

جامعة الزيتونة، الأردن، 16 و17 أفريل 2007، ص 8..

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف العاجل - خصم

ومنه إذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف العاجل تُضاف العلاوة إلى سعر الصرف العاجل، و إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف العاجل يُطرح الخصم من سعر الصرف العاجل.

مثال 1: ليكن لدينا سعر الصرف الحاضر والمستقبلي للأورو مقابل الين الياباني كالتالي:

Spot EUR/JPY = 128.82 (سعر الصرف العاجل)

Forward EUR/JPY = 128.97 (سعر الصرف الآجل بعد 4 أشهر)

نلاحظ من خلال هذا المثال أن سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف العاجل، وبالتالي هناك علاوة بمقدار الفرق بين السعرين (0.15 ين ياباني لكل أورو).

مثال 2: ليكن لدينا سعر الصرف الحاضر والمستقبلي للأورو مقابل الين الياباني كالتالي:

Spot EUR/JPY = 128.82 (سعر الصرف العاجل)

Forward EUR/JPY = 128.43 (سعر الصرف الآجل بعد 4 أشهر)

نلاحظ من خلال هذا المثال أن سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف العاجل، وبالتالي هناك خصم بمقدار الفرق بين السعرين (0.39 ين ياباني لكل أورو).

ومن أهم العمليات التي تتم في سوق الصرف الآجل forward exchange market، نجد ما يلي:

1-2- التغطية، التحوط (Hedging): تعني التغطية أو التحوط تجنب الخسائر المتوقعة في أسعار صرف العملات المختلفة، فقد تتعرض قيمة الصادرات أو الواردات لأخطار ناجمة عن تذبذب أسعار الصرف العاجلة، باعتبار أن عملية التسديد في أغلب الأحيان تتم بعد فترة من الزمن، الشيء الذي يؤدي إلى زيادة تكاليف الاستيراد عند ارتفاع سعر الصرف، ويقلل من حصيلة الصادرات عند انخفاض هذا الأخير، لذلك وجب التغطية ضد مخاطر الصرف الناجم عن العمليات التجارية والمالية من خلال إبرام اتفاق يتضمن شراء أو بيع كمية معينة من العملة الأجنبية في تاريخ لاحق، يتم الاتفاق عليه اليوم¹.

¹ . بربري محمد أمين: الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية – دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010-2011، ص: 34-35.

مثال

نفترض أن شركة جزائري معينة مدينة بمبلغ 120000 أورو لمصدر فرنسي، يستحق الدفع بعد 03 أشهر من تاريخ عقد الصفقة، وكان السعر الفوري للدينار الجزائري هو 159 دينار جزائري للأورو الواحد (EUR/ DZD = 159).

عند هذا السعر تصل قيمة فاتورة الشركة الجزائرية المحتسبة بالدينار الجزائري إلى: $120000 \times 159 = 19080000$ دينار جزائري.

عندما تكون الشركة المستوردة متأكدة بأنها تستطيع مبادلة الدينار بالأورو حسب سعر الصرف السائد حالياً، وهو 159 دينار جزائري فلا يطرح تسديد هذا المبلغ للشركة الجزائرية أية مشكلة، ولكن سعر الصرف يتغير باستمرار، ولذلك ستكون الشركة الجزائرية المستوردة عرضة لمخاطر الصرف، وبالتالي يجب عليها التغطية والتحوط ضد هذه المخاطر.

فإذا ارتفع سعر صرف الدينار بالنسبة إلى الأورو عند تاريخ الاستحقاق إلى (EUR/ DZD = 156)، فإن المبلغ المسدد بالدينار سوف تبلغ قيمته: $120000 \times 156 = 18720000$ دج، أي أن الشركة الجزائرية قد حققت ربحاً قدره $18720000 - 19080000 = 360000$ دج، وهذه الوضعية ملائمة للشركة الجزائرية لأنها تحقق فائض قيمة في الصرف.

أما إذا انخفضت قيمة الدينار بالنسبة للأورو عند تاريخ الاستحقاق إلى (EUR/ DZD = 161.8)، فهذا يعني أن سعر صرف الأورو مقابل الدينار قد ارتفع، وتصبح قيمة المبلغ المسدد كإيلي: $120000 \times 161.8 = 19416000$ دج، وهذا يعني أن هناك تكلفة إضافية تبلغ: $19416000 - 19080000 = 336000$ دج.

في هذه الحالة يجب على الشركة الجزائرية أن تقوم بتسديد مبلغ أكبر بالدينار من أجل الوفاء بالتزاماتها المحررة بالأورو، ولكن هذه الوضعية غير مناسبة للشركة الجزائرية لكونها تتحمل خسارة، فالشركة إما أن تتحمل خطر الصرف أملاً في تحقيق ربح، وإما أن ترفض الخطر وتقوم بتغطية نفسها من خطر الصرف، وبالتالي تعتمد الشركة إستراتيجية التغطية وتشتري 120000 أورو دولار فوراً وتوظف هذا المبلغ في السوق النقدية وتتحصل على فوائد ولما يحين أجل الاستحقاق تقوم بدفع 120000 أورو للمصدر الفرنسي. وإما على الشركة أن تتوجه إلى سوق الصرف لأجل لشراء الأورو في الأجل المتفق عليه مع المورد (03 أشهر) على أساس السعر الحاضر، فالشركة المستوردة سوف تكون على علم من الآن بكمية الدينار التي ستكون بحاجة إليها بعد 03 أشهر وبذلك يزول خطر الصرف.

2-2- المضاربة (Speculation): تعني المضاربة السعي لاكتساب أرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار للعملات المختلفة، بمعنى أن المضارب يشتري العملة التي يكون سعر صرفها منخفض وينتظر حتى

يرتفع سعر صرفها ويقوم ببيعها ويستفيد من الفرق بين السعيرين، والمضاربة عكس التحوط، فالمتحوط غالباً يلجأ إلى ذلك لتجنب المخاطر الناتجة من ارتفاع قيمة العملة وتعرضه لخسارة أما المضارب فإنه يقدم على المخاطرة بإرادته آملاً في تحقيق بعض الأرباح، وبعبارة أخرى إذا كانت التغطية تهدف إلى تجنب المخاطرة خوفاً من تحمل الخسارة، فإن عملية المضاربة تهدف إلى محاولة الاستفادة من إمكانية حدوث تذبذبات على مستوى سعر الصرف العاجل لعملة من العملات، فالمضارب يتقبل المخاطر ويسعى إليها بترك وضعيته بالعملة الأجنبية مكشوفة طالما أنه يتوقع حدوث تباين بين أسعار الصرف الآجلة المتفق عليها في الحاضر والأسعار العاجلة عند تواريخ الاستحقاق، الشيء الذي يمكنه من تحقيق الربح، فيتقدم المضاربون إلى شراء كميات أكبر من العملة التي يتوقعون ارتفاع سعرها وبيعها عندما يتحقق هذا الارتفاع، ويُسمى هذا النوع من المضاربين بمضاربين الصعود، ويحدث العكس عندما يتوقعون انخفاض سعرها، إذ يتم بيعها في الحال وشراؤها بعد أن يتحقق الانخفاض، ويُسمى هذا النوع من المضاربين بمضاربين النزول.

مثال

ليكن هناك عقد على شراء 1500 فرنك سويسري، وكان السعر أثناء التعاقد هو 1.10 دولار لكل فرنك سويسري ($CHF/USD = 1.10$)، على أن يتم التسليم بعد 06 أشهر.

فإذا توقع المضارب أن سعر الصرف العاجل سيرتفع بعد 06 أشهر ويصبح مثلاً $CHF/USD = 1.25$ ، فهنا يمكنه الدخول في عقد شراء 1500 فرنك سويسري بعد 06 أشهر عند السعر الفوري ($CHF/USD = 1.10$)، وبعد حلول أجل الاستحقاق، أي بعد 06 أشهر سيدفع: $1650 = 1.10 \times 1500$ دولار مقابل 1500 فرنك سويسري، فإذا كان سعر الصرف الحاضر بعد 06 أشهر هو ($CHF/USD = 1.25$)، فيمكن للمضارب هنا إعادة بيع 1500 فرنك سويسري مقابل $1875 = 1.25 \times 1500$ دولار، ويكسب أو يربح 225 دولار.

أما إذا لم تصح توقعات هذا المضارب وانخفض سعر الصرف بعد 06 أشهر وأصبح مثلاً ($CHF/USD = 1.02$)، فهنا سيدفع 1650 دولار مقابل 1500 فرنك سويسري بسعر صرف عقد الصفقة، أما إذا باع 1500 فرنك سويسري بـ 1530 دولار، فسيخسر 120 دولار.

2-3- المراجعة، التحكيم، الموازنة (Arbitrag): تعتبر المراجعة من أهم العمليات التي تتم في سوق الصرف الآجل، وتعني الموازنة أو التحكيم السعي لاكتساب أرباح رأسمالية من الفروق في أسعار الصرف في سوقين مختلفين وفي توقيت واحد، وبالتالي المُحكّم أو الموازن لا يحتفظ بالعملة للاستفادة من فروقات الأسعار كما هو الحال بالنسبة للمضارب¹. بمعنى آخر في التحكيم يتم شراء العملات من المكان الذي تكون فيه رخيصة

¹ . بلعوز بن علي، محمدي الطيب أحمد: مرجع سابق، ص 116.

وإعادة بيعها في المكان الذي تكون قيمتها فيه مرتفعة وفي نفس اللحظة. وقد تكون عملية المراجعة في أكثر من عملتين، وتُسمى بالمراجعة متعددة الأطراف.

مثال

لنفرض أن سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الأورو المعروض في سوق نيويورك New York Market هو $GBP/ EUR = 1.17$ ، وأن سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الأورو المعروض في سوق لندن London market هو $GBP/ EUR = 1.20$ ، فالمراجعون سوف يشترون الجنيه الإسترليني من سوق نيويورك وبيعونه في نفس اللحظة في سوق لندن، ويحققون ربح قدره 0.03 أورو على كل جنيه إسترليني.

أسئلة المحور الثامن

السؤال الأول

- ما هي خصائص سوق العملات الأجنبية التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى؟.

السؤال الثاني

- ما هو الفرق بين سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل؟.

السؤال الثالث

1- لتكن لدينا أسعار الصرف التالية:

$$USD/ EUR = 0.8243$$

$$USD/ CHF = 1.3142$$

- ما اسم العملات المعطاة؟.

- حدد سعر صرف CHF/ EUR ؟.

- حدد سعر صرف EUR/ CHF ؟.

2- ما هي طريقة التسعير المتبعة في الحالتين التاليتين؟ ولماذا؟.

- أعلن بنك أمريكي على شاشة التداول أنه يستبدل 1 دولار أمريكي مقابل 108 دينار جزائري $USD/ DZD =$

108

- أعلن بنك أردني أنه يستبدل 1 دولار أمريكي مقابل 0.73 دينار أردني $USD/ JOD = 0.73$

السؤال الرابع

- إذا كان لديك سعر الصرف التالي:

$$\text{EUR/USD} = 1.3000 - 1.3003$$

- ما هي العملة المسعرة؟ وما هي عملة التسعير؟

- حدد قيمة Spread ؟

- ما هو سعر صرف USD/ EUR ؟

السؤال الخامس

- ما لفرق بين التحوط (Hedging) والمضاربة (Speculation) في سوق العملات الأجنبية؟.

المحور التاسع

تقسيم وتنظيم

الأسواق المالية الدولية

الأهداف التعليمية

- نهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:
- التعرف على تقسيمات بعض الأسواق المالية الدولية، كالسوق المالية الأمريكية، السوق المالية اليابانية والسوق المالية الفرنسية؛
 - معرفة كيفية تنظيم ورقابة الأسواق المالية الدولية؛
 - فهم استراتيجيات هذا التقسيم والتنظيم للأسواق المالية الدولية.

المحور التاسع: تقسيم وتنظيم الأسواق المالية الدولية

عادة ما يتم تقسيم الأسواق المالية الدولية وفق تقسيمات معينة بهدف التنظيم الجيد لهذه الأسواق وإحكام الرقابة عليها بما يتلاءم وقوانين كل دولة، لذلك نجد تقسيم الأسواق المالية الأمريكية يختلف عن تقسيم الأسواق المالية اليابانية وتقسيم هذه الأخيرة يختلف عن تقسيم الأسواق المالية الفرنسية، وهكذا، ولذلك سنتناول في هذا المحور أهم وأبرز تقسيمات وتنظيم الأسواق المالية على المستوى الدولي.

أولاً: الأسواق المالية الأمريكية

تحتل الأسواق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي الأسواق المالية الدولية، وتحتوي أيضاً على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، ويشهد على ما هو موجود في وول ستريت Stock exchange American، ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board trade، وتتميز الأسواق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات من القرن الماضي، وتتسم الأسواق المالية الأمريكية بالخصائص التالية¹:

- الكفاءة المرتفعة؛

- نظام معلومات مالية متقدم، كتقارير البورصة والربط الإلكتروني؛

- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية؛

- تأمين المعاملات بالبورصة، كجهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية؛

- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة؛

- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

تنقسم أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأقسام التالية:

1- الأسواق الحاضرة (الآنية)

تنقسم الأسواق الحاضرة في الولايات المتحدة الأمريكية بدورها إلى ثلاثة أسواق، وهي²:

¹. بوكساني رشيد: مرجع سابق، ص: 144-145.

². جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 597-601.

1-1-1 الأسواق المنظمة Organized Exchanges

تتكون الأسواق المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية من البورصات المتواجدة بها بشقيها الأولي والثانوي، مثل بورصة نيويورك، البورصة الأمريكية وغيرهما، وهي بذلك فرع من فروع الأسواق الحاضرة أو الفورية.

1-1-1-1 بورصة نيز- أوروونكست NYSE Euronext

قبل سنة 2007 كانت هذه البورصة تسمى ببورصة نيويورك New York Stock Exchange، والتي يرمز لها اختصاراً بـ NYSE، وفي 22 ماي 2006 قدمت بورصة نيويورك NYSE عرضاً لبورصة الأوروونكست Euronext قُدر بـ 8 مليار أورو، أي ما يعادل 10.2 مليار دولار، على أن يتم تسديد قيمة الصفقة بمزيج من النقد والأسهم، وهذا موازاً مع العرض الذي قدمه المنافس في 23 ماي 2006 وهو البورصة الألمانية Deutsche Bourse، حيث قدمت عرض أعلى يقدر بـ 8.6 مليار أورو، أي ما يعادل 11 مليار دولار، ورغم ذلك تم الاتفاق بين بورصة الأوروونكست Euronext وبورصة نيويورك NYSE على قرار الاندماج من خلال تصويت المساهمين وقبول الجهات التنظيمية والرقابية، حيث صوت المساهمين في بورصة أوروونكست بالأغلبية لصالح بورصة نيويورك بنسبة 98.2% مقابل 1.8% فقط لصالح البورصة الألمانية، وهذا في يوم 19 ديسمبر 2006، وتم إتمام صفقة الاندماج في 04 أبريل 2007، لتتشكل بذلك أول بورصة دولية تقوم بتوزيع الأموال على مستوى عالمي، وهي بورصة نيز- أوروونكست NYSE Euronext.

تُعتبر بورصة نيز أوروونكست NYSE Euronext من أكبر المجمعات المالية الناتجة عن الاندماج في أمريكا، ولقد احتلت المركز الأول بين البورصات العالمية خلال النصف الأول من عام 2018، حيث قُدرت القيمة السوقية للشركات المدرجة بها أكثر من 21300 مليار دولار، وفاق عدد الشركات المدرجها بها 2400 شركة مُدرجة، كما احتلت بورصة نيز أوروونكست NYSE Euronext المرتبة الأولى من حيث حجم التبادل العالمي، وحققت ما مقداره 19.3 مليار دولار من العائدات من العروض العامة الأولية، و7.5 مليار دولار من الأصول، وخلال الفترة الممتدة من 1 جانفي إلى 30 جوان 2018، حافظت بورصة نيويورك على دورها الريادي والقيادي في زيادة رأس المال من خلال قيادتها للاكتتاب العام بـ 41 اكتتاباً أولياً بقيمة 19.3 مليار دولار، إضافةً إلى طرح 52 مليار دولار أخرى، وطرح 12 اكتتاباً دولياً عاماً بقيمة 5.2 مليار دولار والدخول بقوائم دولية جديدة تخطت الحدود الجغرافية من آسيا إلى أمريكا الجنوبية عبر مجموعة من الشركات، أهمها: شركة Huya (NYSE/HUYA) ; Hudson Ltd (NYSE/HUD) ; Pageseguro (NYSE/PAGS)، إضافةً إلى تقديم 09 عروض شاملة بـ 24 مليار دولار في مجال الفنادق والمنتجعات السياحية¹.

¹. NYSE Completes Historic First Half of 2018, 26 JULY 2018, On the web site: www.NYSE.com. (02/09/2021).

كما قامت NYSE Euronext في 23 ماي 2018 بإطلاق عقد خيار جديد خاص بالشركات ذات التكنولوجيا العالية، وهو NYSE FANG+ OPTIONS، ويسمح هذا النوع من الخيارات بالتحوط والحماية من مخاطر أكبر شركات التكنولوجيا والانترنت وشبكات الإعلام، مثل: شركة Face book, Apple, Amazon, Netflix, Alphabets Google، ولقد لاقى هذا الخيار إقبالاً واسعاً من طرف المستثمرين الدوليين¹.

2-1-1- البورصة الأمريكية American Stock Exchange

يرمز للبورصة الأمريكية اختصاراً بالرمز AMEX، ولا تقوم هذه البورصة بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك، ولقبول ورقة مالية في التسعير، تفرض البورصة الأمريكية شروطاً أقل تعقيداً، فالمشروع الذي يكون في مرحلة نمو، والذي يظهر هيكله المالية متينة مترافقة مع آفاق جيدة للربح له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وذلك تشجيعاً لهذه المشروعات، ومن هنا فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع هو سائد في سوق نيويورك، وبذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعاً من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك. بالإضافة إلى ما تقدم، فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضاً أن تتداول في هذا السوق، وعلى العكس ما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوصاً عن أشخاص طبيعيين. وأخيراً يوجد عدد كبير من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضاً أعضاء في بورصة نيويورك، وهؤلاء الأعضاء يتوزعون بين السماسرة الذين من ضمن مهامهم لعب دور في بورصة نيويورك².

2-1-2 الأسواق غير المنظمة Unorganized Exchange

وهي فرع من فروع الأسواق الحاضرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تتميز بكونها لا تتوفر على مكان محدد لإتمام الصفقات، وتتم هذه الصفقات باستعمال شبكات ضخمة من الهاتف وأطراف الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة التي تسمح بربط المتعاملين والوسطاء بالسوق، وللسوق غير المنظمة ثلاثة فروع رئيسية، أهم وأوسع هذه الفروع هو السوق المعروفة بسوق المعاملات على المنضدة Over The Counter Market، التي تعتبر بمثابة السوق الثانية ضمن الأسواق الموازية، أما الفرعان الآخريان فهما السوق الثالثة والرابعة third market، fourth market، وهما سوقان غير رسميتين خاصتين، حيث يتم فيهما تداول الأوراق المالية فيما بعض المتعاملين والمرخصين، فكل هذه الأسواق غير رسمية، ولا تشترط شروطاً قياسية نسبياً على الشركات التي ترغب في التزود برؤوس الأموال منها، لذلك تلجأ إليها العديد من الشركات الصغيرة والمتوسطة، لا سيما حديثة الإنشاء.

¹. NYSE to launch FANG+ options on June 11 ; offers efficient hedging and exposure to basket of key tech stocks, 23 MAY

2018 , On the web site: www.NYSE.com. (02/09/2021).

². بوكساني رشيد: مرجع سابق، ص 146-147.

تشرف على هذه الأسواق هيئة تنظيم الصناعة المالية الأمريكية* FINRA، والتي هي منظمة غير حكومية مستقلة، وتعتبر منظمة ذاتية التنظيم، تطبق القواعد التي تحكم الوسطاء المسجلين وشركات السمسرة في الولايات المتحدة، وتمثل مهمتها في حماية الجمهور المستثمر من الاحتيال والممارسات السيئة¹.

3-1- الأسواق الاحتكارية

وهي النوع الثالث من أسواق رأس المال الحاضرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتمثل أساسا في تلك الأسواق التي تتداول فيها أوراق مالية محتكرة من قبل بعض المؤسسات العمومية كالخزينة العمومية والبنك المركزي.

2- أسواق المشتقات المالية

تنقسم أسواق المشتقات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأقسام التالية²:

2-1- أسواق الخيارات

أسواق الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية هي الأسواق التي يتم فيها تداول عقود الخيارات على مختلف الأصول المالية، مثل الخيارات على الأسهم stock options، والخيارات على العقود المستقبلية futures options، والخيارات على المؤشرات... الخ، أما التنظيم والإشراف والرقابة على هذه الأسواق فيتم بالتعاون بين الهيئتين التاليتين:

- لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC**، وهي هيئة حكومية اتحادية مستقلة مسؤولة عن حماية المستثمرين والمحافظة على سير عمل أسواق الأوراق المالية بشكل عادل ومنظم وتسهيل تكوين رأس المال، وقد تم إنشاؤها من قبل الكونغرس في عام 1934 كأول منظم اتحادي لأسواق الأوراق المالية، وتشجع لجنة الأوراق المالية والبورصة الإفصاح العام الكامل، وتحمي المستثمرين من الممارسات الاحتيالية والتلاعب في السوق، وترصد إجراءات الاستحواذ على الشركات في الولايات المتحدة³.

- لجنة تداول السلع الآجلة CFTC***، وهي وكالة فيدرالية أمريكية مستقلة، تم تأسيسها بموجب قانون لجنة تداول العقود الآجلة للسلع عام 1974، وتقوم هذه اللجنة بتنظيم العقود الآجلة للسلع Commodity

* Financial industry Regulation Authority

¹. <https://www.finra.org>. (13/09/2021).

². جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 602-605.

** Securities and Exchange Commission.

³. <https://www.sec.gov>. (13/09/2021).

*** Commodity Futures Trading Commission.

Futures، وأسواق الخيارات Option Markets، وتهدف إلى تعزيز التعامل في أسواق العقود الآجلة التنافسية، وحماية المستثمرين من التلاعب والاحتيال¹.

عادة ما تشرف SEC على أسواق الخيارات على الأسهم وتشرف CFTC على أسواق الخيارات على عقود المستقبلية، وتسهر اللجنتان على تطبيق القوانين ومدى توفر الضمانات لدى المتعاملين في تلك الأسواق، كما تسهر على تفادي الاحتيال والغش في العقود والتلاعب بالأسعار.

2-2- أسواق العقود المستقبلية

تطورت أسواق العقود المستقبلية بصورة ملحوظة في بورصة شيكاغو Chicago Board of Trade منذ 1975 وجاء تطورها في إطار تجاوز أو التخفيف من نقائص العقود الآجلة، لا سيما فيما يتعلق بمشاكل السيولة والتوقف عن التسديد، ومن الأمثلة عن أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية، نجد:

- Chicago Board of Trade.
- Chicago Mercantile Exchange.
- N.Y. Futures Exchange.
- Mid America Commodity Exchange.
- Kansas City Board of Trade.

تعمل هذه الأسواق وغيرها من أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية تحت إشراف ورقابة لجنة تداول السلع الآجلة CFTC.

2-3- أسواق العقود الآجلة

من أهم العقود المتداولة في الأسواق الآجلة الأمريكية نجد العقود الآجلة على أسعار الفائدة، وهي عقود آجلة مرتبطة بأداة من دواة الدين، أي تؤدي إلى عملية بيع لإحدى تلك الأدوات، ويتصف كل عقد منها بما يلي:

- تحديد أداة الدين التي سيتم تسليمها في تاريخ محدد مسبقا؛
- مبلغ تلك الأداة التي ستسلم؛
- سعر الفائدة عند التسليم؛
- تاريخ تسليم الأداة، وتسديد ثمنها.

¹. <https://www.cftc.gov>. (13/09/2021).

4-2- أسواق عقود المبادلات

من أهم عقود المبادلات المتداولة في أسواق المبادلات الأمريكية نجد مبادلة أسعار الفائدة -interest-rate swaps، ومبادلة العملات currency swaps.

لقد شهدت الولايات المتحدة الأمريكية إحداث العديد من صفقات الاندماج والاستحواذ بين بورصاتها بهدف إعادة هيكلتها وتنظيمها، ومن أهم عمليات الاندماج التي حدثت بين البورصات الأمريكية، نجد خمس (05) عمليات نتجت عنها خمس (05) مجتمعات مالية وهي كيانات مالية عملاقة، يُطلق عليها اسم الإمبراطوريات المالية لتداول الأوراق والمشتقات المالية، وتتمثل هذه المجتمعات فيما يلي¹:

- **CME Group**: تُقدر رسملة هذا المجمع (Chicago Mercantile Exchange) بـ 20.5 مليار دولار، ويتركز نشاطه حول أسواق المنتجات الآجلة، خاصة العقود المستقبلية وعقود الخيارات على المستقبلية، كما أنه يتعامل بشكل محدود في بقية المشتقات، وفي عام 2007 قام هذا المجمع بشراء Chicago Board of Trade، وهي سوق متخصصة في المستقبلية على المواد الزراعية، كما اشترى في عام 2008 COMEX/ NYMEX المتخصصة في المنتجات الآجلة في مجال الطاقة والمعادن، ويقوم هذا المجمع بعقد أكثر من 12 مليون صفقة من العقود الآجلة، وهو ما يمثل 95% من مجموع الصفقات التي يتم عقدها في الأسواق المنظمة لهذه المنتجات، ويتم ذلك عبر الوسيط CME Clearing؛

- **NYSE Euronext**: تُقدر رسملة هذا المجمع بـ 9.5 مليار دولار، ويقوم أساساً على تبادل الأسهم والخيارات على الأسهم، وتُعتبر أكبر بورصة في العالم بكل المقاييس، لا سيما رسملة الشركات المقيدة فيها، وبالتالي فهي إمبراطور مالي دولي، ففي عام 2006 اندمجت بورصة نيويورك مع الشركة القابضة Archipelago Holding التي تستغل البورصة الالكترونية Arca Ex المتخصصة في التداول الالكتروني للأسهم والخيارات على الأسهم، كما كان لتوسيع نشاطها في اتجاه أوروبا بالاندماج مع Euronext في عام 2007 الأثر البالغ على تداولها للأسهم والخيارات والمنتجات الآجلة، خاصة بعد اندماجها أيضاً مع سوق العقود الآجلة والخيارات البريطانية NYSE LIFFE عام 2008، واندمجت أيضاً مع البورصة الأمريكية AMEX في عام 2008 مُدعمة بذلك سوقها للأسهم والخيارات على الأسهم، ومع نهاية عام 2010 أنشأ المجمع NYSE Euronext أول دار للمقاصة خاصة به، وهي The New York Portfolio Clearing، والمعروفة اختصاراً بـ NYPC، الأمر الذي سمح له بمقاصة الأدوات المشتقة على أسعار الفائدة؛

- **ICE Group** (البورصة العابرة للقارات): أنشئت البورصة العابرة للقارات (InterContinental Exchange) عام 2000، حيث وصلت رسملتها إلى 9.5 مليار دولار، وهي متخصصة في المشتقات المالية على أدوات قطاع

¹. جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 607-609.

الطاقة، كما اشترى هذا المجمع في 2001 السوق اللندنية للمنتجات الآجلة لقطاع الطاقة وبورصة البترول الدولية EPE ثم سوق المستقبلات الأمريكية المعروفة بـ New York Board of Trade، ثم اشترى Climate Exchange في عام 2010؛

- مجمع NASDAQ OMX: تأسست سوق ناسداك NASDAQ في عام 1971، وتعتبر سوق الأسهم الثانية في العالم حسب مقياس رسملة الشركات المقيدة، وتقدر رسملته بـ 05 مليار دولار، وفي عام 2007 استحوذت على OMX، وهي مجموعة تظم بورصات أوربا الشمالية، الأمر الذي جعل NASDAQ تطور أنشطتها في أسواق الأسهم الأوروبية، ثم بعد ذلك سيطر المجمع على كل من بورصة بوسطن OMX BX المتخصصة في الأسهم وبورصة فلاديلفيا OMX PHLX المتخصصة في الخيارات على الأوراق المالية والمؤشرات والأدوات الآجلة وذلك في عام 2007، وبالموازاة مع ذلك طورت NASDAQ OMX في عام 2008 سوقاً ثانية للخيارات هي NASDAQ Options، ثم في عام 2010 سوقاً ثالثة للأسهم؛

- مجمع شيكاغو للخيارات CBOE: تقدر رسملة هذا المجمع (Chicago Board Options Exchange) بـ 2.5 مليار دولار، وقد توسع هذا المجمع بصورة أساسية داخلياً، أي داخل الولايات المتحدة الأمريكية خلال العشرية الأخيرة، فإضافةً إلى النشاط التقليدي لهذا المجمع والمتمثل في الخيارات على المؤشرات المالية، لا سيما المؤشر VIX المتخصص في رصد تذبذب أسواق الأسهم قام المجمع في عام 2004 بإنشاء سوق للأدوات الآجلة، كما طور عام 2007 قاعدته المتعددة لتداول الأسهم CBOE، ثم طور في عام 2010 سوقاً للخيارات على الأسهم.

ثانياً: الأسواق المالية اليابانية

تمثل السوق المالية اليابانية بشكل رئيسي في بورصة طوكيو Tokyo Stock exchange التي تم إنشاؤها في عام 1878، حيث يعقد بها أكثر من 95% من الصفقات المسجلة بالأسواق المالية اليابانية، وتوسعت بشكل سريع مع بداية سبعينيات القرن الماضي، لتصدر طليعة البورصات العالمية في عام 1988 بأكثر من 44% من القيمة السوقية العالمية، أي بأكثر من 3200 مليار دولار، وارتفعت لتصل إلى 60% من الرسملة العالمية عام 1990، وفي الفترة الحالية أصبحت بورصة طوكيو شركة مساهمة مملوكة من قبل المجمع الذي يحمل نفس الاسم TSE Group، مقيد بها أكثر من 2294 شركة بقيمة سوقية تفوق 3.8 ترليون دولار وبحجم تداول وصل إلى 3.7 ترليون دولار في عام 2009 وفي أوج الأزمة المالية العالمية، وبهذا فهي تعتبر ثالث أكبر بورصة في العالم بمقاييس الرسملة الإجمالية وعدد الشركات المقيدة¹.

تمثل أهم خصائص البورصات اليابانية فيما يلي²:

¹. جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 489، 491.

². بوكساني رشيد: مرجع سابق، ص 153.

-انخفاض المخاطر؛

-تنوع الأوراق المالية المتداولة؛

-اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية؛

-اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية؛

-انتشار الوعي الاستثماري؛

-استقرار التداول في البورصات اليابانية؛

-زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية؛

-اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين؛

-تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية؛

-تدويل البورصات اليابانية؛

-الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة؛

-تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية؛

-مكثنة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة؛

-بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية؛

-وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية؛

-تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية؛

-تطوير أسواق السندات؛

-الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

من أجل التنظيم الجيد للسوق المالية اليابانية تم تقسيمها إلى ثلاثة أسواق، وهي: سوق السندات،

سوق الأسهم وسوق المشتقات

1- سوق السندات

تتوزع السندات في سوق السندات باليابان بين ثلاثة مجموعات، هي: السندات الحكومية والسندات الخاصة وأخيرا السندات الأجنبية بالين. أما فيما يتعلق بتداول تلك السندات في البورصة، فتقتضي الإشارة إلى أنه لم تنشأ بورصة للسندات في كل من Tokyo وOsaka وNagoya إلا اعتبارا من عام 1969، وتوجد حاليا حوالي 95% من العمليات على السندات تجري في السوق خارج التسعير، وهذه السندات المسعرة في البورصة تجتذب على وجه الخصوص، المصارف المتمركزة في المدن، لأنها قابلة للخصم في المصرف المركزي (Banque du japon)، أو أنها يمكن أن تكون أيضا موضع رهن، مقابل السلفات الممنوحة.

المجموعات الثلاثة من السندات، المشار إليها أعلاه، تشتمل على العديد من النماذج المختلفة، وإذا كانت السندات العامة تتوزع بين سندات دولة وأوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، بالإضافة إلى العديد من السندات الأخرى، فإن السندات الصادرة عن القطاع الخاص تتوزع بين سندات مصرفية وسندات صناعية وسندات صناعية قابلة للتحويل، ويمكن تفصيل ذلك كما يلي¹:

1-1- السندات العامة (Obligations Publiques)

تتضمن هذه السندات سندات الدولة طويلة الأجل، والأوراق المالية العامة (الحكومية) قصيرة الأجل والسندات الصادرة عن البلديات، إضافة إلى السندات المضمونة من قبل الدولة.

- سندات الدولة طويلة الأجل

لم تقم الدولة اليابانية بإصدار سندات طويلة الأجل إلا بعد العام 1966، وجميع هذه السندات كان قد أمتصها السوق، أما إصدارها فقد حصل عبر عقود للاكتتاب، ولتفويض عرض سندات جديدة، طرفها البنك المركزي الياباني، بصفته وكيلًا للحكومة فيما يتعلق بالدين العام، من جهة، وهيئة الاكتتاب الممثلة لمجموعة من المصارف (Syndicat de souscription)، من جهة ثانية، هذه الهيئة، أي Syndicat تأخذ على عاتقها العرض العلني للسندات، وتقبل بالاحتفاظ بالجزء غير المباع منها، ولا يستطيع الأفراد شراء سندات دولة طويلة الأجل إلا بواسطة بيوت الأوراق المالية الأعضاء في الـ Syndicat.

- الأوراق المالية العامة (الحكومية) قصيرة الأجل

بدأت الحكومة اليابانية منذ العام 1886، بإصدار سندات قصيرة الأجل. حاليا تصدر ثلاثة أنواع من هذه السندات، وهي: سندات الخزينة، سندات التموين وسندات صندوق القطع.

• سندات الخزينة Bon de trésor

إصدار هذه السندات يتحدد على ضوء الحساب العام للخزينة الذي لا يكون متوازنا على الدوام؛

• سندات التموين Bons du ravitaillement

تصدر هذه السندات لحساب خاص بضبط التموين. ففي فترة ما بعد الحرب، تم ضبط ودعم زراعة الأرز الذي يعتبر غذاء أساسيا للسكان، فالمحصول الذي يشتري من قبل الحكومة يعاد بيعه وبواسطتها أيضا إلى المستهلكين بسعر أدنى، ومع أن الدخل المتأني من هذه المبيعات قدر يحافظ إلى حد ما، على استقرار الأسعار، فإن التسديدات ليست دائما على نفس الحال من الاستقرار، لذلك فإن هذه السندات تصدر بكميات هامة خلال شهر جويلية، سبتمبر وديسمبر.

¹. وسام ملاك: البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 02، مرجع سابق، ص 80-85.

• سندات صندوق القطع Bons du Fonds de change

تصدر هذه السندات لتغطية أوجه العجز المؤقت، في الحساب الخاص بالصرف، التي تنشأ عن المشتريات الصافية للعملات الأجنبية.

- السندات البلدية Bons municipaux

للسلطات المحلية (المقاطعات، المدن، القرى الخ، ...) الحق بإصدار سندات طويلة الأجل، تباع هذه السندات للجمهور بواسطة بيوت الأوراق المالية وبواسطة البنوك أيضا اعتبارا من العام 1983. وأن جزءا هاما من هذه السندات يوظف مباشرة لدى المؤسسات المالية والأجهزة الأخرى التي ترتبط بعلاقات وثيقة مع المصدر (البنوك المحلية مثلا Les Banques régionales).

- السندات المضمونة من قبل الدولة Obligations garanties par l'Etat

تصدر هذه السندات من قبل أجهزة متصلة بالدولة كالانحادات العامة Corporations publiques وبعض الشركات والمؤسسات التي تنشأ بقوانين محددة، مثل Japan Airline. تقوم الحكومة بضمان تسديد أصل الدين ودفق الفوائد، وهذا لا يعني بالضرورة أن جميع إصدارات هذه المؤسسات، المشار إليها مضمونة من قبل الدولة. والجزء غير المباع من هذه السندات تكتتب به مع المصارف وبيوت الأوراق المالية. ونشير أخيرا إلى أن السندات البلدية والسندات المضمونة من قبل الدولة تشكل مجتمعة حوالي 20% من إجمالي السندات في السوق.

2-1- السندات الصادرة عن القطاع الخاص Obligations privées

تتوزع السندات الصادرة عن القطاع الخاص بين نموذجين أساسيين، هما:

- السندات المصرفية

توجد 06 مؤسسات مالية لها الحق بإصدار هذه السندات (من ضمنها 03 مصارف إقراض طويل، أهمها Banque de Tokyo، والسندات المصرفية هي بدورها على نوعين:

• السندات التي يكتتب عادة بمعظمها من قبل المؤسسات المالية وزبائن المصدر، مع أنها معروضة تقنيا على الجمهور؛

• السندات التي تخصص بالدرجة الأولى للمستثمرين الفرديين، الذين يشترونها بواسطة بيوت الأوراق المالية.

- السندات الصناعية

يتم بإصدار هذه السندات من طرف الشركات التجارية والصناعية الخاصة، وهي تتوزع بين أربع فئات: B، BB، A، AA تبعا لحجم أصول المصدر الصافية، وحالته المالية وكذلك معامل ربحه.

- السندات الصناعية القابلة للتحويل إلى أسهم

تم إصدار السندات الصناعية القابلة للتحويل إلى أسهم في عام 1949، ولكنها كانت قليلة جدا، وجميعها كان قابلا للتحويل إلى أسهم بالقيمة الاسمية. بعد ذلك، أصدرت أكثر فأكثر سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بسعر السوق، وفي عام 1982 أقدمت حوالي 500 شركة على إصدار سندات قابلة للتحويل بسعر السوق بما مجموعه 3000 مليارين. أما استحقاق هذه السندات فهو عادة لعشر سنوات.

1-3- السندات الأجنبية بالين

أصدر هذا النوع من السندات لأول مرة في عام 1970، وكان أهم مصدر لهذه السندات هو البنك الدولي الذي تبعه البنك الآسيوي للتنمية. هذه الإصدارات مسعرة غالبيتها في بورصة طوكيو.

2- سوق الأسهم

تنوع سوق الأسهم في اليابان ما بين الأقسام التالية:

- القسم الأول **première section**: حيث شروط القبول هي الأكثر تعقيدا؛

- القسم الثاني **deuxième section**: أنشئ عام 1961، تسجل به الشركات الجديدة؛

- القسم الثالث **troisième section**: ويتعلق بالأسهم الأجنبية.

ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو، نجد ما يلي¹:

- يجب أن يبلغ رأس المال 500 مليون ين وأن يبلغ خارج طوكيو 1000 مليون ين على الأقل، أو أن يكون موزعا على أكثر من 10 ملايين سهم و 200 مليون سهم خارج طوكيو؛

- يجب أن يبلغ عدد المساهمين 2000 على الأقل؛

- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لـ 100 ين على الأقل، مقابل كل سهم، أي القيمة الإجمالية

الدنيا 1.5 مليار ين، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة و 20

ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة، كما أن الأرباح الموزعة العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 5 ين

خلال السنوات الثلاث الأخيرة أيضا.

- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن 05 سنوات، وأن تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية

الأخرى.

3- سوق المشتقات

ويتم فيها تداول عقود الخيارات، العقود الآجلة والمستقبلية، إضافة إلى عقود المبادلة، وتتميز سوق

المشتقات اليابانية بضعفها مقارنة مع أسواق الأسهم وأسواق السندات.

¹. وسام ملاك: البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 02، مرجع سابق، ص 78-79.

تتمثل أهم هيئات تنظيم الأسواق المالية اليابانية فيما يلي¹:

- هيئة وسطاء الأوراق المالية اليابانية **Japan Securities Dealers Association**: يرمز لها اختصاراً بـ JSDA، وهي هيئة ذاتية التنظيم بتفويض من رئيس الوزراء الياباني، ولها كامل صلاحيات تنظيم العمل بين وسطاء الأوراق المالية ووضع قواعد العمل التنظيمية واللوائح التأديبية للشركات واعتماد ممثلي المبيعات وحل النزاعات؛

- الهيئة المالية اليابانية للعقود الآجلة **Financial Futures Association of Japan**: يرمز لها اختصاراً بـ FFAI، تأسست عام 1989 بتفويض من وزير المالية لضمان حماية المستثمرين في العقود الآجلة من خلال رقابة إدارة الشركات العاملة في العقود الآجلة؛

- صندوق حماية المستثمر الياباني **Japan Investor Protection Fund**: يرمز له اختصاراً بـ JIPF، أنشئ عام 1998 بموجب قانون الأوراق المالية والبوصات الياباني بعد حل صندوق تعويضات الأوراق المالية لحماية المستثمرين.

ثالثاً: الأسواق المالية الفرنسية

تتمثل السوق المالية الفرنسية في بورصة أورو نكست باريس Euronext Paris، فلا توجد بورصة باريس مستقلة، ولكن هي عبارة عن اتحاد في شكل Euronext.

تأسست الأورونكست Euronext في 22 سبتمبر 2000 بعد صفقة الاندماج بين كل من بورصة أمستردام، بورصة بروكسل وبورصة باريس من أجل الاستفادة من التنسيق والاتحاد بين الأسواق المالية في الاتحاد الأوروبي، وفي عام 2001 استحوذت الأورونكست Euronext على أسهم بورصة لندن الدولية للعقود الآجلة والخيارات LIFFE* لتشكيل Euronext LIFFE، وفي عام 2002 اندمجت مع البورصة البرتغالية، من خلال ضم كل من لشبونة وبورتو، وفي 22 ماي 2006 قدمت بورصة نيويورك NYSE عرضاً لبورصة الأورونكست Euronext قُدر بـ 8 مليار أورو، أي ما يعادل 10.2 مليار دولار، على أن يتم تسديد قيمة الصفقة بمزيج من النقد والأسهم، وهذا موازاةً مع العرض الذي قدمه المنافس في 23 ماي 2006 وهو البورصة الألمانية Deutsche Bourse، حيث قدمت عرض أعلى يقدر بـ 8.6 مليار أورو، أي ما يعادل 11 مليار دولار، ورغم ذلك تم الاتفاق بين بورصة الأورونكست Euronext وبورصة نيويورك NYSE على قرار الاندماج من خلال تصويت المساهمين وقبول الجهات التنظيمية والرقابية، حيث صوت المساهمين في بورصة أورو نكست بالأغلبية لصالح بورصة نيويورك بنسبة 98.2% مقابل 1.8% فقط لصالح البورصة الألمانية،

¹ . [https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/277.\(01/09/2021\)](https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/277.(01/09/2021)).

* London International Financial Futures and Options Exchange.

وهذا في يوم 19 ديسمبر 2006، وتم إتمام صفقة الاندماج في 04 أبريل 2007، لتتشكل بذلك أول بورصة دولية تقوم بتوزيع الأموال على مستوى عالمي، وهي بورصة نيز- أوروونكست NYSE Euronext، وفي 27 مارس 2018 أعلنت بورصة الأوروونكست Euronext عن اكتمال عملية الاستحواذ بنسبة 100% من الأسهم وحقوق التصويت في البورصة الأيرلندية للأوراق المالية بعد الحصول على موافقة الجهات التنظيمية، وبالتالي تنضم البورصة الأيرلندية رسمياً إلى مجمع أوروونكست Euronext، وتُستعمل تحت الاسم التجاري أوروونكست دبلن Euronext Dublin، وبذلك تُصبح أوروونكست أكبر مجمع مالي دولي¹.

تنقسم السوق المالية الفرنسية إلى 03 أقسام رئيسية، وهي: الأسواق المنظمة، الأسواق غير المنظمة وأسواق المشتقات.

1- الأسواق المنظمة

تمثل الأسواق المنظمة في فرنسا في أسواق الأورو ليست Eurolist، حيث أنه في عام 2005 تم ضم جميع الأسواق المنظمة (السوق الأولى، السوق الثانية والسوق الجديدة*) في سوق واحد وهو سوق الأورو ليست Eurolist، ويتم تصنيف الشركات المدرجة في هذه السوق إلى 03 فئات، كالتالي²:

- **Eurolist A**: تتكون من الشركات ذات القيم الكبيرة التي يطلق عليها اسم Les blue chips، وهي الشركات الراسخة التي تتمتع بمكانة وسمعة طيبة، والتي تفوق قيمتها السوقية 01 مليار أورو؛

- **Eurolist B**: تتكون من الشركات ذات القيم المتوسطة، التي تتراوح قيمتها السوقية بين 150 مليون أورو و01 مليار أورو؛

- **Eurolist C**: تتكون من الشركات ذات القيم الصغيرة، التي تقل قيمتها السوقية عن 150 مليون أورو.

2- الأسواق غير المنظمة

تنقسم الأسواق غير المنظمة في إلى قسمين أساسيين، هما³:

1-2- **ألتر نكست Alternext**: تم إنشاء هذا السوق في ماي 2005، وهو مخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في زيادة رأسمالها في منطقة اليورو، وبذلك فهو سوق مفتوح أمام جميع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يفضل أن يتراوح رأس مالها بين 05 و08 مليون أورو، وهو سوق غير منظم من الناحية القانونية، ولكن تشرف الأوروونكست على تنظيمه ومراقبته، وقد وضعت قواعد لضمان حماية

¹. بن معتوق صابر: مرجع سابق، ص 271.

* أنشئت السوق الجديدة Le nouveau marché عام 1996، ويتم فيها تقييد الشركات التي تمتاز بنسبة عالية من النمو والإبداع والتي يتاح لها العديدة من التسهيلات والإجراءات المبسطة لدخول هذه السوق.

². عيساوي سهام: مرجع سابق، ص 245.

³. المرجع نفسه، ص 246-247.

المستثمرين ودعم السيولة، وقواعد إدراج صارمة بما فيه الكفاية لإصدار عقود أكثر جاذبية من السوق الحرة، ولكن في نفس الوقت تكون تلك القواعد مرنة بما فيه الكفاية بغرض تسهيل الدخول لجميع أنواع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كان قطاع نشاطها وعلى جميع المستثمرين أيضا؛

2-2- السوق الحرة: تأسست السوق الحرة في عام 1996، وهو سوق غير منظم، فالشركات هنا لا تخضع لنفس قواعد الإفصاح المالي للشركات المدرجة في الأسواق المنظمة، فشروط الالتحاق بها بسيطة نسبيا، حيث يكفي التصريح بهيكل الشركة والبيانات الخاصة بالسنتين السابقتين، وعادة ما تكون الشركات المدرجة في هذه السوق شركات صغيرة جدا، كما أنها لا تتطلب على سبيل المثال نشر الحسابات الفصلية أو نصف السنوية، فالمطلوب منها فقط منشور سنوي، وتعتبر الحرة سوق غير سائل نسبيا.

3- أسواق المشتقات

يتم تداول العديد من عقود المشتقات المالية في السوق المالية الفرنسية، مثل عقود الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة، ومن أهم الأسواق المشتقة في فرنسا نذكر ما يلي¹:

3-1- السوق الآجلة العالمية لفرنسا MATIF: كانت تسمى هذه السوق عند إنشائها في 20 فيفري 1986 بالسوق الآجلة للأدوات المالية Marché à Terme d'instruments Financiers، أما ابتداء من 15 جوان 1988، فقد أصبحت تسمى بالسوق الآجلة العالمية لفرنسا Marché à Terme International de France، والمعروفة اختصارا بـ MATIF، وهي سوق منظمة تابعة لمؤسسة Euronext Liffe، يتم فيها بيع وشراء العقود الآجلة الخاصة بالمنتجات المشتقة التالية:

- العقود الآجلة على أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل؛
- العقود الآجلة على أسعار الصرف؛
- العقود الآجلة على مؤشرات البورصات؛
- العقود الآجلة على السلع والمواد الأولية.

3-2- سوق الخيارات المتداولة في باريس MONEP: سوق الخيارات المتداولة في باريس Le Marché d'Options Négociables de Paris، والمعروفة اختصارا بـ MONEP، هي السوق التي يتم فيها تداول عقود الخيارات على الأسهم و المؤشرات، أهمها مؤشر CAC 40، وغيرها من عقود الخيارات على الأدوات المالية، ويتم في هذه السوق تداول المنتجات المشتقة التالية:

- الخيارات على الأسهم المقيدة في بورصة باريس؛

¹ . جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، مرجع سابق، ص 629-636.

- الخيارات على المؤشرات بما في ذلك مؤشرات CAC 40 ، Dow Jones STOXX ، 50 Index options ، وهي خيارات طويلة الأجل ، أي من النوع الأوربي؛
 - الخيارات على مستقبلات المؤشرات stock index futurs ؛
 - خيارات طويلة الأجل على المؤشر CAC 40 ، أي من النوع الأوربي؛
 - خيارات باستحقاق محدد أو مؤكد على المؤشر CAC 40 .
- تعتبر سوق الخيارات الفرنسية سوق منظمة أدارتها وأشرفت عليها مؤسسة Euronext Paris SA إلى غاية عام 2002 ، ثم أصبحت بعد ذلك سوق الخيارات الفرنسية تنظم وتراقب من قبل Euronext Liffe ، حيث تقوم هذه الأخيرة بالإشراف على ما يلي:
- إدارة الشؤون اليومية للسوق؛
 - قبول الأعضاء الجدد؛
 - تنظيم التداول والسهر على حسن سير السوق؛
 - تقييد العقود وتسجيلها؛
 - وقف التداول وشطب العقود؛
 - قواعد تسجيل ونشر المعلومات.

أما عن تنظيم ومراقبة السوق المالية الفرنسية فإنه يخضع إلى تنظيم وإدارة العديد من الهيئات نذكر أهمها فيما يلي¹:

- وزارة المالية **Le ministère des finances** : وزارة المالية هي المسؤولة عن الاعتراف بالأسواق المالية الفرنسية، بما في ذلك MATIF و MONEP ، وتعيين أعضاء هيئة السوق المالية AMF بعد التشاور مع بنك فرنسا، كما أنها مسؤولة عن الموافقة على اللوائح العامة التي تطبق على جميع الأسواق المالية؛
- بنك فرنسا **La Banque de France** : يختص بنك فرنسا بإبداء رأيه في النصوص التنظيمية: اللوائح العامة لهيئة السوق المالية AMF ، ولوائح تنظيم السوق المالي؛
- هيئة السوق المالية **Autorité des Marchés Financiers** : يرمز لها اختصارا بـ AMF ، وهي هيئة مالية وإدارية عامة ومستقلة ذاتيا، تم إنشاؤها في 01 أوت 2003 ، نتيجة اندماج كل من لجنة مراقبة عمليات البورصة ^{*} COB ، مجلس الأسواق المالية ^{**} CMF والمجلس التأديبي للإدارة المالية ^{***} CDGF ، وتتلخص مهامها

¹ . **Le Matif et le Monep**, p 08. Sur site: <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>. (03/09/2021).

* Commission des opérations de bourse.

** Conseil des marchés financiers.

*** Conseil de discipline de la gestion financière.

الرئيسية في حماية المدخرات المستثمرة في المنتجات المالية، إعلام المستثمرين وضمان حسن سير الأسواق. وهي مسؤولة عن:

- التنظيم؛

- الترخيص؛

- الرقابة؛

- تسليط العقوبات؛

- تسوية المنازعات وديا.

- شركة Euronext Paris SA: وهي إحدى الشركات التابعة لأورونكست Euronext، وهي مسؤولة عن تنظيم وضمان عمل سوق الأوراق المالية الفرنسية، بحيث تؤمن قواعد السوق بموافقة مجلس الأسواق المالية، وإعلان قبول الأوراق المالية، كما تقبل طلبات العضوية وتدير أنظمة الكمبيوتر للتداول العام مع إشهار المفاوضات... الخ.

- شركة Euronext Liffe: قبل عام 2000 كانت تدار كل من MATIF و MONEP من قبل بورصة باريس، وعند اندماج البورصة البلجيكية والفرنسية والهولندية في سبتمبر 2000 وتشكيل Euronext، التي اندمجت في عام 2001 مع LIFFE، وإنشاء سوق موحد Euronext Liffe، أصبحت هذه الأخيرة المسؤولة ولحد الآن عن إدارة جميع الأسواق بما فيها أسواق المشتقات، كما يتم تداول مشتقات أورونكست باريس على منصة التعاملات الالكترونية التي تدعى LIFFE CONNECT¹.

أسئلة المحور التاسع

السؤال الأول

اشرح المصطلحات التالية:

- السوق الحرة، السوق الاحتكارية، السوق خارج التسعير، السندات الأجنبية بالين، سندات صندوق القطع.

السؤال الثاني

- ما هو الفرق بين مهام ومسؤوليات لجان وهيئات تنظيم ومراقبة كل من السوق المالي الأمريكي والسوق المالي الفرنسي؟.

السؤال الثالث

ما لفرق بين كل من Euronext و Alternext و Eurolist؟

¹ . عيساوي سهام: مرجع سابق، ص 256.

السؤال الرابع

تعتبر عمليات الاندماج والاتحاد بين الأسواق المالية الدولية من أبرز التوجهات الدولية الحديثة لتنمية وتطوير مختلف البورصات العالمية، وتوفير مصادر تمويل كافية وتوزيعها على مستوى عالمي، ومن بين هذه الاندماجات نجد بورصة الأورونكست Euronext وبورصة نيز أورونكست NYSE Euronext.

- اشرح ذلك؟.

السؤال الخامس

- ما هي أهم أسباب اختلاف تقسيمات الأسواق المالية الدولية المدروسة؟.

المحور العاشر

المراكز المالية الدولية

الأهداف التعليمية

يهدف من خلال هذا المحور إلى تحقيق الأهداف التعليمية التالية:

- التعرف على مفهوم المراكز المالية والفرق بينها وبين المدن المالية؛
- معرفة أنواع المراكز المالية الدولية؛
- فهم آلية عمل المراكز الدولية في توزيع الأموال على المستوى العالمي.

المحور العاشر: المراكز المالية الدولية

تتضمن الأسواق المالية الدولية عدد من الأماكن الحرة التي لا تحتوي على قيود، والتي تلتقي فيها الشركات والمصارف والمؤسسات المالية المختلفة لإدارة أعمالها والتفاوض على العقود المختلفة خارج الحدود الوطنية، تدعى المراكز المالية الدولية.

أولاً: مفهوم وخصائص المراكز المالية الدولية

1- مفهوم المراكز المالية الدولية

قدمت للمراكز المالية الدولية عدة تعاريف نذكر أهمها فيما يلي:

- المراكز المالية الدولية هي الأماكن المالية الدولية، وهي كذلك المراكز المصرفية الدولية، والتي تحدث فيها مختلف الصفقات المالية الدولية، وهي المراكز المصرفية الدولية المهيمنة على العمليات الدولية، كما في لندن، نيويورك وطوكيو¹.

- المركز المالي الدولي هو مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات من الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية².

- المركز المالي الدولي هو المكان أو المنطقة التي تقدم خدمات مالية لغير المقيمين وبإمكانيات تفوق إمكانياتها التمويلية المحلية، وتتميز بمعدلات ضرائب منخفضة التي تجعلها مواقع استثمارية جذابة على المستوى العالمي³.

وفي هذا الإطار يجب التفرقة بين كل من المراكز المالية الدولية والمدن المالية التي تعتبر ميدان لانتشار الأسواق المالية والمصارف و مؤسسات التمويل، كما هي كذلك ميدان للخبرة المالية والأعمال المحاسبية والإدارية، كما في فرانكفورت، هونغ كونغ وسنغافورة... الخ.

¹ . يحي عيسى: أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، جامعة سطيف، 2005، ص 37.

² . عمر عبدة سامية: ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مرجع سابق، ص 47.

³ . Alex Bara, Pierre Le Roux : **International financial centres, global finance and financial development in the Southern Africa Development Community (SADC)**, Journal of Economics and International Finance, Vol 9(7), July 2017, p 69-70.

2- خصائص المراكز المالية الدولية

تتمتع المراكز المالية الدولية بالخصائص التالية¹:

- السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملة المحلية والأجنبية؛
- البيئة الضريبية الجاذبة، حيث تصل نسبة الضرائب في الغالب إلى 10%، والإعفاء من الضرائب أو تخفيضها؛
- تسمح المراكز المالية بملكية 100% من قبل الشركات الأجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج؛
- للمراكز المالية القدرة على النمو بسرعة وبدون احتياجات استثمارية مرتفعة؛
- يحتاج المركز إلى تكاليف استثمارية أقل في الأصول الثابتة، مثل المعدات والتجهيزات عكس تلك المطلوبة في القطاعات السلعية والخدمية الأخرى؛
- تتركز مصاريف المراكز المالية على الأجور والرواتب، حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جداً.
- أما بالنسبة للدولة الحاضنة فيساهم المركز المالي في ما يلي:
- تنويع الاقتصاد وتطوير قطاع الخدمات المالية والارتقاء ببيئة الأعمال إلى المستويات العالمية عبر توفير منصة داعمة للنمو المحلي والإقليمي والدولي؛
- رفع القدرات التنافسية للبنوك المحلية نتيجة لتزايد عملية المنافسة من قبل البنوك الأجنبية العاملة بالمركز؛
- خلق فرص عمل في قطاع الخدمات المالية؛
- يساعد على تحسين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي؛
- تمكين المؤسسات المالية الإقليمية والعالمية من الازدهار في بيئة مواتية للنمو؛
- تعزيز المكانة الدبلوماسية للدولة على المستويين الإقليمي والدولي.

ثانياً: أنواع المراكز المالية الدولية

تتركز الأسواق المالية العالمية في بلدان معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية، أهمها: نيويورك، لندن وطوكيو، حيث تختلف هذه المراكز في حجم ونوع عملياتها، خاصة بالنسبة إلى مصادر واستخدامات الأموال، وقد فرق البعض بين أربعة أنواع من المراكز، يمكن توضيحها في الجدول التالي:

¹. هاشم السيد: فوضى المراكز المالية الحرة، الرأية الاقتصادية، سلسلة الفوضى في عالم المال والأعمال، 2014/11/03، في الموقع الإلكتروني:

-<https://www.raya.com> . (18/09/2021).

الجدول رقم (11): أنواع المراكز المالية الدولية

| أمثلة | استخدامات الأموال | مصادر الأموال | نوع المركز المالي |
|-------------------|-------------------|----------------|-------------------|
| لندن، نيويورك | عالمية | عالمية | مركز رئيسي |
| جزر القيمان، ناسو | خارج المركز | من خارج المركز | مركز حجز |
| سنغافورة، بنما | داخل المركز | من خارج المركز | مركز تمويل |
| البحرين | خارج المركز | من داخل المركز | مركز تجميع |

المصدر: جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 81.

يعتبر المركز الرئيسي مركز عالمي يخدم جميع دول العالم، كون أن مصادر الأموال واستخداماتها تكون عالمية، أما مركز الحجز فهو مركز صوري يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة للمركز المتساهلة كالتسهيلات الضريبية، حيث أن كل من مصادر الأموال واستخدامات الأموال تكون خارجية، ولذا ليس من الضروري أن تكون البنى الهيكلية في المركز متطورة، وبين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذو المصادر الخارجية والاستخدامات الداخلية، وأخيرا هناك مراكز التجميع للمصادر الداخلية والاستخدام الخارجي¹.

تعرف المراكز التي تكون فيها المصادر والاستخدامات من خارج البلد بمراكز الأوفشور offshore، وهي تقدم خدمات لغير المقيمين وتفصل بين معاملاتها المحلية والدولية، مثل مراكز الهامام، وعادة ما تبحث هذه المراكز عن ما يلي²:

- الاستقرار السياسي ووجود مجموعات مالية كفؤة ووسائل اتصال جيدة وخدمات مساعدة سريعة؛
- ضرائب منخفضة جدا أو معدومة، ودرجة عالية للسرية في التعاملات؛
- مناخ يحمي المستثمرين والمودعين من التدخل الحكومي، بما في ذلك تشريعات وقوانين مرنة، ومراقبة مالية طفيفة، نقص أجهزة محاربة تبييض الأموال، ونقص الشفافية والتعاون الدولي؛
- مكان لتقديم الخدمات الموجهة أساسا للزبائن الأجانب.

ثالثا: شروط قيام المراكز المالية الدولية

لكي يطلق على أي مركز مالي بأنه مركز مالي دولي وليس مركز مالي محلي، يجب أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط السياسية، الأمنية، الاقتصادية والتقنية، كما يلي³:

¹. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مرجع سابق، ص 81.

². المرجع نفسه، ص 82.

³. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: مرجع سابق، ص 80-82.

- الشروط السياسية والأمنية

إن طبيعة النظم السياسية تقوم بدور مهم في تمركز العمليات المالية حتى تتحول إلى مركز مالي دولي، فالاستقرار السياسي والأمني يترجم إلى مستويات متدنية أو مقبولة من المجازفة المالية، على عكس الدول والمناطق التي تمتاز بالتقلبات السياسية، كالانقلابات العسكرية والثورات الشعبية والحروب الأهلية، وكذا عدم استقرار الحكومات وسرعة تغير القوانين والتشريعات، فهي تشكل مركز طرد للأموال الأجنبية العابرة للحدود، مما يساعد الشركات المالية على توجيه أنظارها واهتماماتها نحو مناطق أكثر أمنا واستقرارا من الناحية السياسية والأمنية؛

- الشروط الاقتصادية

تتمثل الشروط الاقتصادية فيما يلي:

- توفر المنشآت القاعدية لمختلف التعاملات المالية والمصرفية، من بنوك، بورصات، شركات ومؤسسات مالية؛

- توفر مستوى عالي من التطور الاقتصادي في شتى المجالات؛

- المشاركة الواسعة في التجارة الدولية، من خلال قوة التجارة والانفتاح الخارجي.

- الشروط المالية

تتمثل الشروط المالية فيما يلي:

- الإعفاء النسبي أو الكلي للضرائب كما هو الحال في جزر البهاماس ولكسمبورغ، حيث تستفيد المؤسسات المالية هناك من تخفيضات ضريبية كبيرة؛

- عدم فرض قيود على التعاملات المصرفية والمالية، مثل تحويل الأموال إلى الخارج والتعامل بأدوات مالية محددة، وتسقيف القروض، وكذا تحديد معدلات الفائدة؛

- عدم فرض قيود تحد من هامش ربح المؤسسات المالية، كالاحتياطي القانوني للبنوك؛

- حجم ضخم من التعاملات المصرفية والمالية والتبادلات المالية الدولية.

- الشروط التقنية

تتمثل الشروط التقنية فيما يلي:

- توفر البيئة الخاصة بوسائل الاتصال والشبكات التقنية الواسعة والربط الكلية بشبكات الاتصال الداخلية والخارجية؛

- التطور التكنولوجي والسرعة في أداء المعلومات آليا؛

- توفر وانتشار الأجهزة والبرامج التقنية المساعدة على أداء العمليات المالية والمصرفية وبسرعة عالية وبتكاليف معقولة.

- شروط أخرى

إلى جانب الشروط سابقة الذكر، هناك شروط أخرى يجب توفرها في المراكز المالية الدولية، وهي:

- وجود أسواق مالية مستقرة ومنفتحة على العالم الخارجي وبلا قيود؛

- وجود يد عاملة متخصصة وتمتلك تكويننا وكفاءة عالية؛

- السرية والكتمان في التعاملات؛

- تعدد اللغات.

رابعاً: متطلبات عمل المراكز المالية الدولية

لضمان عمل المركز المالي بفاعلية لا بد أن توفر مجموعة من المتطلبات التي تضمن جذب المؤسسات المالية المختلفة إليه سواء الإقليمية أو الدولية، وتسهل عمل تلك المؤسسات بسرعة وكفاءة. منها متطلبات على مستوى البيئة الاقتصادية ومتطلبات قانونية وبشرية وبيئة الأعمال والبنية المعلوماتية، كالتالي¹:

- المتطلبات الاقتصادية: فعلى مستوى البيئة الاقتصادية يتطلب نجاح المركز المالي وجوده في بقعة اقتصادية قوية، كما يعد الاستقرار الاقتصادي لدولة المركز المالي أمراً بالغ الأهمية في نمو أعمال المركز، بما في ذلك استقرار معدلات النمو والأداء الاقتصادي بشكل عام حتى لا يتأثر المركز بأي هزات يكون مصدرها مستويات الأداء المتقلب على المستوى الاقتصادي الكلي؛

- متطلبات بيئة الأعمال: يعد مناخ الأعمال الحر من العوامل المثالية على نجاح المركز المالي، مثل الحد من انتشار البيروقراطية وملكية الدولة الواسعة، والعمل على التوسع في انتشار الخدمات المالية والمصرفية والإصلاح الاقتصادي، كما يرتبط بيئة الأعمال المناسبة، مدى معقولية النظام الضريبي على الأرباح، لأن الاستثمار الأجنبي غالباً ما يسعى نحو المناطق التي تتسم بانخفاض معدلات الضريبة؛

- المتطلبات التشريعية: تمثل التشريعات المتطورة واللوائح والنظم الواضحة ذات الصلة بأنشطة الاستثمار بشكل عام، والاستثمار المالي بصفة خاصة، أحد المقومات الأساسية لإصلاح بيئة الأعمال وجذب رؤوس الأموال، علاوة على ضرورة تطوير البيئة التنظيمية فيما يتعلق بتبسيط النظم والإجراءات الإدارية والقضاء على المعوقات البيروقراطية المرتبطة بتأسيس المؤسسات المالية ومزاولة النشاط؛

- متطلبات البنية المعلوماتية: يعد توفير البنية المعلوماتية المناسبة أمر حاسم في نجاح المركز المالي من خلال تطوير وتحديث البنية التحتية للمعلومات وقواعد البيانات المختلفة، وبناء شبكة اتصالات فائقة السرعة،

¹. هاشم السيد: مرجع سابق.

بما يسمح بنقل المعلومات والبيانات بقدر عال من السرعة والدقة، وتسهيل عملية الاتصال وتوفير أفضل نظم الحماية الأمنية لشبكات المعلومات والاستعانة بأحدث التقنيات والعنصر البشري المحترف في مجال المعلوماتية؛

- المتطلبات البشرية: يتطلب قيام المركز المالي العمل على توفير الكوادر البشرية المتخصصة في المجالات المختلفة للمعاملات المالية، والمؤهلة حسب معطيات هذه الصناعة، إضافة إلى توفير الكفاءات المؤهلة على إجراء عمليات الرقابة المصرفية على مثل هذه المؤسسات المالية الدولية؛

- المتطلبات السياسية: بجانب كل ما سبق فإن الاستقرار السياسي والأمني يأتي في صدارة الأولويات التي تحتاجها حركة رؤوس الأموال من وإلى المركز، لنشر الاطمئنان وتعزيز الثقة لدى أصحاب الأموال، لأن عدم الاستقرار السياسي يخلق حالة من الخوف والقلق بين المتعاملين في المركز. وأخيراً فإن موطن ودولة المال هي حيث يتوفر له الربح وقلّة المخاطر وسرعة التنقل.

خامساً: دور المراكز المالية الدولية

انطلاقاً من تعريف المركز المالي الدولي على أنه مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية التي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، يمكن تحديد ثلاثة أدوار رئيسية للمركز المالي التي يمكن يقوم بها، وهي¹:

1- تصدير رؤوس الأموال

يعني هذا الدور أن المركز المالي يعتمد بشكل أساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم يتم إقراضها للمؤسسات والشركات أو الدول التي تكون بحاجة للتمويل؛

2- الحلقة الدائرية

يتمثل هذا الدور في تحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنيين، ولكن العملية تتم عبر مؤسسات مالية متمركزة في المركز المالي لبلد ثالث، لكن من الممكن أيضاً أن توظف الأموال الواردة إلى المركز المالي داخل البلد، حيث ينشط المركز المالي، الذي قد يلعب دور المصدر فقط لرؤوس الأموال، مثل مراكز سنغافورة وهونغ كونغ، التي تقوم بتصدير أموال آسيا نحو أوروبا وأمريكا الشمالية، وبالمقابل قد تقوم باستيراد لرؤوس الأموال فقط، ويمكن اختصار هذا الدور بأن العمليات المالية تنتج أساساً عن التحويلات ما بين المصارف وغير المصارف لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية؛

¹. عمر عبدة سامية: ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مرجع سابق، ص 51-52.

3- الدور التسجيلي

يتمثل هذا الدور لبعض المراكز المالية في تسجيل حركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين، والاقتصاد المحلي، حيث يوجد المركز المالي الذي لا يتأثر بحركة الأموال هذه بفعل مجموعة من القوانين التي تنظم ذلك، إلا أنه على صعيد التطبيق العملي يمكن لمراكز الأوفشور أن تقوم بتمويل بعض الأنشطة التجارية والإنتاجية للبلد الذي يوجد فيه المركز المالي، لكن لا يمكن للمؤسسات العاملة في مراكز الأوفشور أن تستقبل ودائع المقيمين، وبالتالي فإن دور هذه المراكز يقتصر على تسجيل حركة الأموال الداخلة والخارجة، ومن سلبيات هذا الدور هو المساهمة في عمليات غسيل أو تبييض الأموال*.

سادساً: عيوب المراكز المالية الدولية

على الرغم من المزايا العديدة التي تقدمها المراكز المالية الدولية، إلا أن هناك بعض العيوب والسلبيات المصاحبة لإنشاء المركز المالي الدولي يمكن تلخيصها في الآتي¹:

- يعتبر قطاع الخدمات المالية أكثر القطاعات حساسية فيما يتعلق بالتنظيم، حيث أن المركز المالي يتأثر بشكل متزايد بالاضطرابات والمشاكل التي تعاني منها الحكومات؛
- تعد المراكز المالية صناعة هشة قابلة للانحيار في وقت سريع، ولعل التجارب الدولية تشير إلى أن المراكز المالية هي أكثر الصناعات عرضة للهزات، بسبب طبيعة العوامل المؤثرة على استقرار السوق؛
- عند تعرض المركز المالي لأي أزمة فإنه من الممكن أن تنتقل تلك الأزمة إلى القطاعات الأخرى في الاقتصاد خارج المركز المالي في الدولة، وقد تنتقل إلى دول أخرى؛
- لا يقتصر تأثير المركز المالي بالأوضاع المحلية فقط وإنما يمتد تأثيره إلى الأوضاع الإقليمية والعالمية، حيث أن أي أزمة سياسية أو اقتصادية أو أمنية في دول الجوار تلقي بظلالها على عمل المركز؛
- تتمتع المراكز المالية بولاية قضائية مستقلة وبإطار قانوني منفصل عن ذلك الخاص بالدولة، فيما يتعلق بحل المنازعات المدنية والتجارية داخل المنطقة الحرة، وهذا ما يحد من سيادة الدولة ويسبب عدم الاستقرار للمستثمرين؛

* تُعرف ظاهرة تبييض الأموال على أنها مجموعة من العمليات المتداخلة لإخفاء المصدر غير المشروع للأموال وإظهارها في صورة أموال تم الحصول عليها من مصدر مشروع، أو إخفاء وتمويه الطبيعة الحقيقية للأموال المكتسبة من الأنشطة المحظورة أو مصدرها أو ملكيتها، في محاولة لتغيير هوية هذه الأموال غير المشروعة حتى تبدو في صورة مشروعة. كما يمكن تعريفها على أنها عبارة عن جريمة بيضاء عابرة للحدود الدولية وبشكل منظم، يقوم بمقتضاها أحد الأشخاص بسلسلة من العمليات المالية المتلاحقة على أموال غير مشروعة، نتجت عن أنشطة غير مشروعة يُعاقب عليها تشريع دولة هذا الشخص مستعيناً بوسطاء كواجهة للتعامل مُستغلاً مناخ الفساد الإداري وسرية حسابات المصارف بهدف تأمين حصيلة أمواله القذرة والوسخة من المتابعة والمراقبة القانونية والأمنية.

¹. هاشم السيد: مرجع سابق.

- المركز المالي الدولي عادة ما يكون أكثر عرضة من غيره من القطاعات لعمليات الاحتيال والفساد والرشاوى التجارية للشركات الدولية، وعمليات غسل الأموال؛

- تفتقد المراكز المالية إلى مستويات عالية من الشفافية، لذا يكتنف عملها درجة عالية من الغموض بهدف التهرب من سلطة مؤسسات فرض القانون في دول مالكي الأموال؛

- تقوم المراكز المالية على استثمارات صغيرة في الأصول الثابتة، يقابلها استثمارات ضخمة في رأس المال، غير أن رأس المال بطبيعته متنقل، الأمر الذي يجعل الصناعات المالية التي تقام في المركز المالي الدولي تفتقد إلى الاستقرار؛

- تمثل المراكز المالية ملاذاً للمصارف الساعية وراء الأرباح ولاسيما المصارف التي تواجه منافسة محلية حادة، وبدلاً من أن تطور هذه المصارف من نفسها فإنها تلجأ إلى البحث عن فرص ربح من خلال التعامل بودائع العملة الأجنبية والمعاملات الدولية ما يجعل الاقتصاد يخسر استثمارات هذه المصارف؛

- تواجه المراكز المالية الجديدة أو المزمع إنشاؤها منافسة قوية من قبل المراكز القائمة بالفعل خصوصاً في مجال بيئة الأعمال، أو في سرعة اتخاذ القرارات والجوانب القانونية والمؤسسية اللازمة لعمل المركز المالي؛

- تؤثر المراكز المالية على ميزان المدفوعات نتيجة تحويل الأرباح وأجور العاملين إلى الخارج؛

- تتمتع المراكز المالية بمتطلبات احتياطي قانوني منخفضة، أو تكاد تكون معدومة وهذا يجعلها تفتح باب الإقراض على مصراعيه، ما يتسبب في ضياع أموال المودعين؛

- تتمتع البنوك والمؤسسات المالية العاملة في المراكز المالية بتسهيلات ومميزات كبيرة، الأمر الذي يعني أن هذا قد تكون له آثار سلبية على البنوك والمؤسسات المالية المحلية ما لم ترتفع القدرات التنافسية لهذه المؤسسات في مواجهة المؤسسات الأجنبية؛

- قد تُستخدم هذه المراكز كمعبر لتهريب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، بسبب وجود حرية تامة لخروج رؤوس الأموال وتحويلات الأرباح إلى الخارج في هذه المناطق؛

- تشكل هذه المراكز مناطق جذب للكفاءات والخبرات بسبب ارتفاع الأجور، الأمر الذي يضر بالسوق المحلي فيما يتعلق بالكفاءات وأصحاب الخبرة، وبالتالي يؤثر على المصارف والمؤسسات المالية المحلية ويحرمها من الكفاءات المدربة؛

- تتحول المؤسسات العاملة في المراكز المالية إلى مجموعات ضغط على الحكومات الوطنية، من أجل الحصول على المزيد من التسهيلات والامتيازات ما يضر بصانع القرار؛

- يتعرض إنشاء المراكز المالية إلى بعض المعوقات القانونية والإجرائية الخاصة بتحسين بيئة الأعمال، مثل عدم تحرير سياسة البنك المركزي فيما يتعلق بعمليات إنشاء المؤسسات المالية والرقابة عليها، ومن ثم الافتقاد إلى بيئة إجرائية تتسم بالشفافية، العدالة والسرعة والكفاءة.

سابعاً: مراكز (نظام) الأوفشور Offshore

يعتبر نظام الأوفشور أو كما يسمى بالتسهيلات المصرفية الدولية مراكز مالية مبتكرة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية، وهي منتشرة في جميع أنحاء العالم.

1- مفهوم نظام الأوفشور Offshore

تعد مراكز الأوفشور أحد أوجه العولمة كما هو معروف هي الجزء الأكثر تطوراً في النظام الرأسمالي، وبنوك الأوفشور هي مؤسسات مالية وسيطة عبر الحدود تقدم خدماتها لغير المقيمين، هذا لا يعني أن إنشاء مثل هذه البنوك يجب أن يكون على الحدود بين دولتين أو أكثر، فهناك بنوك أوفشور في داخل البلد، مثل التسهيلات المصرفية الدولية في الولايات المتحدة الأمريكية، وسوق الأوفشور في اليابان والتسهيلات المصرفية الدولية في بانكوك ومركز الأوفشور الدولي في لبوان وماليزيا.

ويعرف قاموس أكسفورد للتمويل والبنوك، بنوك الأوفشور بأنها ممارسة تقديم الخدمات المالية في مواقع تجذب الزبائن غير المقيمين إليها نتيجة انخفاض الضرائب، هذا يعني أن الفرق الأساسي بين البنوك التقليدية وبنوك الأوفشور هو أن خدمات الأخيرة هي عادة لا تكون لمواطني البلد الذي تعمل فيه¹.

2- أهداف نظام الأوفشور Offshore

تهدف بالدرجة الأولى إلى استعادة جزء من الدولارات الأمريكية المتسربة إلى الخارج وإعادة توطينها داخل الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق إعفاء البعض منها من الضرائب والقيود في حالة بقائها ضمن المناطق المالية الحرة، لكن الهدف الخفي من وراء هذه الخطوة أو النظام الجديد هو إحكام الهيمنة الأمريكية على النظام النقدي العالمي، عن طريق إخضاع الدولارات التي تجوب أنحاء العالم إلى سيطرتها وتوجيهها وفقاً للسياسات التي تؤمن المصالح الأمريكية، وربما أحياناً إشاعة حالات الارتباك والفوضى في الأسواق المالية العالمية، وتهديد الأنظمة الأوروبية الحليفة.

¹ . صالح مفتاح: المالية الدولية، مرجع سابق، ص 169.

3- ايجابيات وسلبيات نظام الأوفشور Offshore

لمصارف الأوفشور مجموعة من الايجابيات والسلبيات نذكرها فيما يلي¹:

1-3- ايجابيات نظام الأوفشور Offshore

تتمثل ايجابيات نظام الأوفشور Offshore فيما يلي:

- حرية الدخول إلى الأسواق المالية الدولية؛
- جذب المهارات والخبرات الأجنبية المطلوبة؛
- إدخال عنصر المنافسة الجديدة إلى النظام المالي المحلي ولو أنها تساعد في نفس الوقت على توفير الحماية للمؤسسات المحلية؛
- تحقيق الاستفادة من الأنشطة المربحة التي يتم تمويلها من قبل بنوك الأوفشور، وخلق فرص عمل جديدة في البلد الذي تتواجد به.

وتشرك جميع بنوك الأوفشور بوجود العناصر التالية:

- انخفاض الضرائب أو عدم وجودها؛
- الخدمات المقدمة هي بشكل أساسي للزبائن من غير المقيمين؛
- هناك شرط توفر وسائل الاتصال المتقدمة والخدمات المصرفية المتطورة؛
- نظام قانوني يدعم المحافظة على السرية المصرفية؛
- درجة عالية من الاستقرار السياسي، فلا يوجد هناك مستثمر يرغب بالاستثمار في عملة بلد لا يستطيع توفير الحماية والأمان لعملته بما يضمن حقوق المستثمرين؛
- التركيز في بلدان صغيرة ذات موارد طبيعية محدودة.

2-3- سلبيات نظام الأوفشور Offshore

رغم وجود عدة ايجابيات لبنوك الأوفشور إلا أنها تعاني من عدة سلبيات نذكرها فيما يلي:

- إن بنوك الأوفشور تعمل على تزويد الأفراد والشركات بوسائل يمكن من خلالها تجنب دفع الضرائب بشكل متعمد، ومن المعروف أن دفع الضرائب يمثل التزام قانوني تجاه الدولة، وبالطبع فإن تقليص حجم الضرائب المدفوعة إلى الدولة سوف يؤدي إلى إضعاف قدرتها على تقديم المزيد من الخدمات؛
- إن خاصية سرية العمل المصرفي ومرونة القوانين والأنظمة التي تعمل بموجبها بنوك الأوفشور سوف تسمح بجذب المزيد من الأموال المتأتية من ممارسة نشاطات عالمية محرمة، فعلى سبيل المثال هناك تزايد ملحوظ

¹. زهار مريم وفاء: نظام الأوفشور Off-shore، 2019/04/21، في الموقع الإلكتروني:

في عدد هذا النوع من البنوك في أنتجو وبربود (هي مراكز مالية للأوفشور) التي تشتهر بغسيل الأموال* حسب ما ورد في أحد تقارير الحكومة الأمريكية في عام 1997، وقد ثبت ارتباط العديد من هذه البنوك مع بنوك أوفشور في روسيا وبلدان أخرى؛

- إن صفة الالتفاف على القوانين والأنظمة التي تعمل بموجبها بنوك الأوفشور جعلت من نشاطات وسمعة هذه البنوك موضع شك وتساؤل مستمر مما يقود البعض إلى الاعتقاد أنه سوف لا تكون هناك عملية انتشار وقبول واسع لهذه البنوك، كما هو الحال بالنسبة للبنوك الاعتيادية.

وفي دراسة لصندوق النقد الدولي عام 1999 قام بها كل من أريكو ومواسالي أشارت إلى تراجع دور بنوك الأوفشور بانخفاض قيمة الأصول بين الحدود، ورغم هذه النظرة التشاؤمية حول مستقبل بنوك الأوفشور هناك من يدافع عن بعض هذه البنوك باعتبارها أصبحت معروفة وتدار بشكل جيد مثل تلك الموجودة في سويسرا، لوكسمبورغ، الهماس، سنغافورة، هونغ كونغ. ومن أكبر فضائح بنوك الأوفشور تحقيقات أستراليا ونيوزيلندا في التهرب من الضرائب، أو ما يعرف بـ "أوراق بنما" سنة 2016.

* تمر عملية غسيل أو تبييض الأموال بثلاثة مراحل أساسية، تتمثل فيما يلي:

- مرحلة الإيداع أو التوظيف (Le placement): يتم إيداع الأموال القذرة في مصرف أو مجموعة من المصارف داخل البلد أو خارجه، بحيث يتم بعدها تحويل هذه الودائع لحساب أشخاص آخرين أو شراء عقارات أو تقديم ضمان للحصول على قروض وتمويل مشاريع استثمارية؛
- مرحلة التعتيم أو التجميع (L'empilement): في هذه المرحلة تجرى عدة عمليات في إطار تغيير الشكل الذي استخدمت فيه الأموال، حيث يقوم أصحاب الإيداعات بالعديد من العمليات المصرفية تحويلاً وسحباً ثم إعادة الإيداع للفصل بين مصدرها الأصلي وحصيلة الأموال باستخدام إجراءات وعمليات مالية متعددة ومعقدة تؤدي إلى التمويه والتعتيم على المصدر غير المشروع؛
- مرحلة الدمج (l'intégration): وهي المرحلة النهائية من عمليات تبييض الأموال، وهي المرحلة التي يصعب فيها اكتشاف الأموال القذرة لأنه تم تنظيفها وإكسابها المشروعية من خلال دمجها في الاقتصاد الرسمي، بعد خضوعها إلى عمليات التدوير وخلطها في بوتقة الاقتصاد الكلي بحيث يصعب معها التمييز بين الثروة ذات المصدر المشروع وغيرها من الثروات ذات المصادر غير المشروعة.

أسئلة المحور العاشر

السؤال الأول

اشرح المصطلحات التالية:

- مصارف الأوفشور، الجنات الضريبية، المركز المالي الرئيسي، المدينة المالية، التسهيلات المصرفية الدولية.

السؤال الثاني

- ما هو الفرق بين المراكز المالية الدولية والمدن المالية؟.

السؤال الثالث

- قارن بين أنواع المراكز المالية الدولية؟.

السؤال الرابع

- عدد سلبيات المراكز المالية الدولية؟.

السؤال الخامس

- اشرح كيف تقوم مصارف الأوفشور بتنشيط الأسواق المالية الدولية؟.

خاتمة

لقد شملت هذه المطبوعة على عشرة (10) محاور أساسية، إلى جانب المقدمة والخاتمة، حيث تناول المحور الأول من هذه المطبوعة ماهية الأسواق المالية الدولية وأهميتها الاقتصادية من خلال التطرق في البداية إلى مفهوم الأسواق المالية الدولية، خصائصها، وظائفها وأهم المتعاملين فيها، ثم التطرق لكفاءة الأسواق المالية الدولية، وفي الأخير تناولنا الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية الدولية. أما المحور الثاني من هذه المطبوعة فقد اهتم بأنواع الأسواق المالية الدولية، حيث تم التطرق في البداية إلى موقع الأسواق المالية الدولية ضمن التقسيم العام للأسواق المالية، من خلال التعرض لمختلف معايير تقسيم الأسواق المالية وإبراز مكانة الأسواق المالية الدولية ضمن هذا التقسيم، وختمنا المحور بأقسام الأسواق المالية الدولية، التي تنقسم بدورها إلى أسواق نقدية دولية وأسواق رأس مال دولية. وفي المحور الثالث تناولنا الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية، حيث تطرقنا في البداية إلى الأدوات المتداولة في أسواق النقد الدولية، مثل شهادات الإيداع المصرفية الدولية القابلة للتداول، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية، العملات الأجنبية الأوروبية... الخ، ثم تطرقنا في آخر المحور إلى الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال الدولية، مثل الأسهم الدولية، السندات الدولية... الخ. أما المحور الرابع فقد تناولنا فيه أسواق الأسهم الدولية، حيث تطرقنا فيه في البداية إلى مفهوم أسواق الأسهم الدولية، ثم الأسهم الدولية من حيث المفهوم، الأنواع، ثم تناولنا آلية إصدار الأسهم، حيث تطرقنا فيها إلى وظائف Syndicat الإصدار، وطرق توظيف الأسهم الدولية، وفي آخر هذا المحور تطرقنا إلى أسباب ودوافع تطور وتوسع سوق الأسهم الدولية. أما في المحور الخامس فقد تطرقنا فيه إلى أسواق السندات الدولية، من حيث مفهوم سوق السندات الدولية، مفهوم السندات الدولية وتصنيفاتها، خصائصها، آليات إصدارها وتداولها. وفي المحور السادس من هذه المطبوعة تناولنا أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية، حيث تطرقنا في البداية إلى مفهوم أسواق القروض المصرفية بعملات أجنبية، مفهوم، خصائص وأنواع القروض المصرفية بعملات أجنبية، ثم تناولنا في نهاية المحور أدوار الأطراف الداخلة في عملية منح هذه القروض. أما في المحور السابع فقد تناولنا فيه أسواق المشتقات المالية، حيث تطرقنا في البداية إلى مفهوم أسواق المشتقات المالية، ثم إلى أنواعها وأهم المتعاملين فيها، ثم تطرقنا في الأخير إلى أنواع المشتقات المالية وكيفية استخدامها في التحوط من المخاطر، مع تدعيم ذلك بأمثلة تطبيقية لتبسيط المفاهيم لدى الطالب. وفي المحور الثامن تناولنا أسواق العملات الأجنبية أو ما يعرف بالفوركس، من خلال التطرق لمفهوم أسواق العملات الأجنبية والمتعاملين فيها، التقسيم الجغرافي لأسواق العملات الأجنبية، آليات التعامل في أسواق العملات الأجنبية، وختمنا المحور بالمعاملات التي تتم في أسواق العملات الأجنبية، مع تدعيم كل ذلك بأمثلة تطبيقية لتبسيط المفاهيم لدى الطالب. أما في المحور التاسع فقد تطرقنا إلى تقسيم وتنظيم الأسواق المالية الدولية، من خلال تناولنا لتقسيم وتنظيم كل من السوق المالية



الأمريكي، السوق المالي الياباني والسوق المالي الفرنسي. وفي المحور العاشر والأخير من هذه المطبوعة فقد تناولنا المراكز المالية الدولية، من خلال التطرق لمفهوم المراكز المالية الدولية وأنواعها، شروط قيامها ومتطلباتها، دورها وأهم سلبياتها، وختمنا المحور بمراكز الأوفشور Offshore أو ما يعرف بالتسهيلات المصرفية الدولية.



نماذج امتحانات سنوات سابقة

- النموذج رقم 01

- النموذج رقم 02

- النموذج رقم 03

- النموذج رقم 04

النموذج رقم 01

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد البشير الإبراهيمي- برج بوعرييج

السنة أولى ماستر: اقتصاد نقدي وبنكي

قسم العلوم الاقتصادية

من 11:00 إلى 12:30

الثلاثاء: 2018/02/06

امتحان مقياس: الأسواق المالية الدولية

التمرين الأول (05 ن)

اشرح المصطلحات التالية بدقة.

- الأسواق المالية الدولية، السندات الخضراء، الأسهم الدولية، مصارف الأوفشور *offshore*، سوق البترودولار *pétro dollar*.

التمرين الثاني (06 ن)

1- اشرح العلاقة الموجودة بين الورقة المالية المعنية وعقود الخيار المتعلقة بها؟.

2- من بين فروع أسواق رأس المال الدولية نجد سوق الإقراض المصرفي بعملات أجنبية، اشرح ذلك؟.

التمرين الثالث (09 ن)

اتفق بدر الدين مع شعيب على أن يشتري بدر الدين من عند شعيب خيار شراء أوربي ل 1200 سهم

من أسهم شركة "الياسمين" بسعر 1000 ون للسهم الواحد، مقابل مكافأة قدرها 40 ون للسهم الواحد، على أن يتم التسليم والتسديد بعد 05 أشهر.

المطلوب:

1- إذا انخفض سعر السهم السوقي لأسهم شركة الياسمين بعد 05 أشهر إلى 940 ون.

- هل يقوم شعيب بتنفيذ العقد؟ ولماذا؟.

2- إذا ارتفع سعر السهم السوقي لأسهم شركة الياسمين بعد 05 أشهر إلى 1660 ون.

- هل يقوم بدر الدين بتنفيذ العقد؟ ولماذا؟.

3- مثل بيانياً الحاليتين السابقتين بالنسبة لكل من بدر الدين وشعيب؟.

4- اشرح تناظر المخاطر بالنسبة لكل من بدر الدين وشعيب؟ مثلها بيانياً؟.

5- متى يكون بدر الدين مضارباً؟.

بالتوفيق للجميع



النموذج رقم 02

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد البشير الإبراهيمي- برج بوعريش

السنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي

قسم العلوم الاقتصادية

يوم: 2019/01/22

امتحان السداسي الأول في مقياس: الأسواق المالية الدولية

| | | |
|---------------|--------|--------------|
| الاسم واللقب: | الفوج: | العلامة: /20 |
|---------------|--------|--------------|

السؤال الأول: اشرح بدقة واختصار المصطلحات التالية: (5 ن)

شهادة الإيداع المصرفية الدولية:

.....

.....

.....

الأسهم الدولية ذات الشريحة الأوروبية:

.....

.....

.....

السندات مزدوجة العملة الأجنبية:

.....

.....

.....

البنك الوكيل:

.....

.....

.....

التعليمة Q:

.....

.....

.....





.....
.....
5- تقوم الجهة المصدرة للأسهم الدولية بتوزيع هذه الأسهم حسب الدول المراد الوصول إليها بهدف توزيع الأموال على مستوى عالمي.

.....
.....
6- تتطلب عملية إصدار السندات الأجنبية اللجوء إلى بنك أو مؤسسة مالية متخصصة دولية، في حين تتطلب عملية إصدار السندات المحلية اللجوء إلى تكتل مصرفي وطني.

.....
.....
السؤال الرابع: أذكر أهم الفروقات الموجودة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة؟ (4 ن).

بالتوفيق للجميع

النموذج رقم 03

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد البشير الإبراهيمي- برج بوعرييج

السنة أولى ماستر: اقتصاد نقدي وبنكي

قسم العلوم الاقتصادية

1سا و30 د

2020/02/11

امتحان مقياس: الأسواق المالية الدولية

التمرين الأول (06 ن): أجب على ما يلي:

1- اشرح المصطلحات التالية: قروض الأورو عملات، سعر الخيار، أزمة الجنيه الإسترليني، السندات بقسيمات معدومة؟.

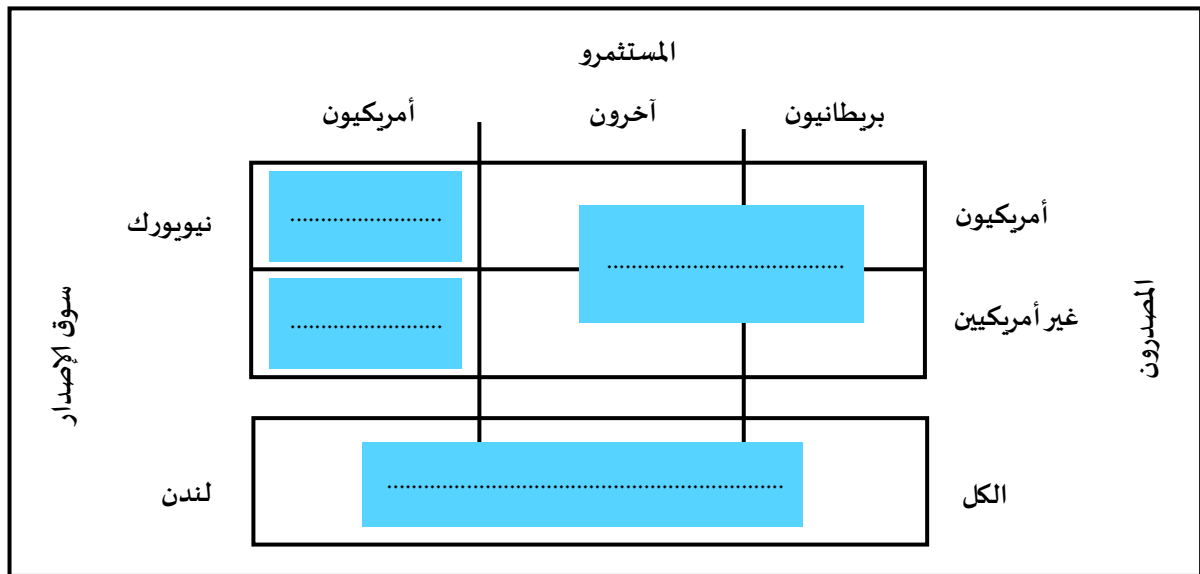
2- أذكر العوامل المساعدة على انتشار وتنامي أسواق الأسهم الدولية؟.

3- ما هي أوجه الاختلاف بين الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المحلية والأدوات المتداولة في الأسواق المالية الدولية؟.

التمرين الثاني (06 ن)

إذا اخترنا عملة الدولار الأمريكي كعملة للإصدار والسوق المالي الأمريكي ممثلاً بنيويورك وباقي العالم

بلندن، كما هو موضح في الشكل أدناه.



1- ضع نوع السند (سند محلي، سند أجنبي، سند أوروبي) في المكان المناسب في الشكل؟.

2- علل إجابتك؟.

التمرين الثالث (08 ن)

اتفق علي مع أحمد على أن يشتري علي من عند أحمد خيار بيع أوروبي ل 1000 سهم من أسهم شركة "الزهور" بسعر 125 ون للسهم الواحد، مقابل مكافأة قدرها 14 ون للسهم الواحد، على أن يتم التسليم والتسديد بعد 06 أشهر.

المطلوب:

1- إذا ارتفع سعر السهم السوقي لأسهم شركة الزهور بعد 06 أشهر إلى 143 ون للسهم الواحد.

- هل يقوم علي بتنفيذ العقد؟ ولماذا؟

2- إذا انخفض سعر السهم السوقي لأسهم شركة الزهور بعد 06 أشهر إلى 102 ون للسهم الواحد.

- حدد مكاسب كل من علي و أحمد في حالة تنفيذ العقد؟

3- مثل بيانياً الحاليتين السابقتين بالنسبة لكل من علي و أحمد؟

4- إذا كان سعر السهم السوقي لأسهم شركة الزهور بعد 06 أشهر هو 111 ون للسهم الواحد.

- حدد مكاسب كل من المشتري والبائع؟ وماذا تستنتج؟.

5- إذا كان سعر السهم السوقي لأسهم شركة الزهور بعد 04 أشهر هو 130 ون للسهم الواحد.

- حدد مكاسب علي فقط؟.

بالتوفيق للجميع

النموذج رقم 04

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعرييج

السنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي

قسم العلوم الاقتصادية

يوم: 2021/04/11

امتحان السداسي الأول في مقياس: الأسواق المالية الدولية

| | | |
|---------------|--------|--------------|
| الاسم واللقب: | الفوج: | العلامة: /20 |
|---------------|--------|--------------|

السؤال الأول: (5ن).

اشرح بدقة المصطلحات التالية:

- أسواق المال الإقليمية:

.....

.....

- ودائع اليوانين:

.....

- مصارف الأفشور Offshore:

.....

.....

- القبولات المصرفية:

.....

- الأسهم الدولية:

.....

.....

السؤال الثاني: أجب بصح أو خطأ مع تصحيح الخطأ إن وجد؟. (5ن).

1- تشمل السندات الأوروبية السندات التي يتم إصدارها بالدولار في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل مصدر

أمريكي، ويتم شراؤها من قبل مستثمرين غير أمريكيين.



2- تُعتبر أذونات الخزينة أداة قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدية الدولية، وهي سند صفري، لأنها تُباع بخصم من القيمة الاسمية.

3- ظهرت التعلّمة Q في عام 1963، مفادها فرض قيود صارمة على حركة رؤوس الأموال، خاصة وضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار، مما أدى بالدولار إلى التسرب خارج أمريكا.

4- تتطلب عملية إصدار السندات الأجنبية اللجوء إلى تكتل مصرفي وطني، في حين تتطلب عملية إصدار السندات المحلية اللجوء إلى بنك أو مؤسسة مالية محلية متخصصة.

5- تختلف شهادة الإيداع المصرفية الدولية عن الودائع لأجل في كونها قابلة للتداول ولها معدلات فائدة أعلى.

السؤال الثالث: أجب عن الأسئلة التالية؟ (5 ن).

1- ما لفرق بين سوق الدولار وسوق الأورو دولار؟

2- ما لفرق بين السوق الثانوية العالمية والسوق الثانوية المحلية؟

3- أذكر بدون شرح أهم الأدوات المتداولة في سوق النقد الدولية؟

السؤال الرابع: اشرح ما يلي: " كل من لديه أموال يمكنه استثمارها خارج الحدود المحلية وكل من يريد الحصول على الأموال يمكنه الحصول عليها من خارج الحدود المحلية". (3 ن).

السؤال الخامس: اطرح سؤالاً في الأسواق المالية الدولية وأجب عليه. (2ن).

بالتوفيق للجميع

قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أمحمد: دليلك في الاقتصاد- أسواق مالية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة- الجزائر، 2008.
- 2- بلعزوز بن علي، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار: إدارة المخاطر (إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية)، دار الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2013.
- 3- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان: الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة- الجزائر، ط1، 2019.
- 4- جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال- الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، الجزء2، عين مليلة- الجزائر، 2011.
- 5- دريد كامل آل شيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان- الأردن، 2012.
- 6- دريد كامل آل شيب: المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013.
- 7- هيثم عجام، علي سعد: التمويل الدولي، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2014.
- 8- وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2009.
- 9- وسام ملاك: الظواهر النقدية على المستوى الدولي- قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني- مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، ط1، بيروت- لبنان، 2001.
- 10- وسام ملاك: البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 02، دار المنهل اللبناني- مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، ط1، بيروت- لبنان، 2003.
- 11- حمدي عبد العظيم: التعامل في أسواق العملات الدولية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، القاهرة- مصر، 1996.
- 12- الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط7، 2010.
- 13- طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 14- ماهر كنج شكري، مروان عوض: المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2004.

- 15- مداني أحمد: الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2018.
- 16- مدحت صادق: أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة- مصر، 2001.
- 17- محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 18- منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 2003.
- 19- منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 20- منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية- مصر، 2006.
- 21- مسعود مجيطة: دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2017.
- 22- نعمان سعدي: البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي، دار بلقيس، الدار البيضاء- الجزائر، ط1، 2011.
- 23- سليمان موصلي، عدنان سليمان: الأسواق المالية، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2013.
- 24- عبد الرزاق بن الزاوي: سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2016.

- 25- عطا الله علي عودة: الإدارة المالية الدولية، زمزم ناشرون وموزعون، عمان- الأردن، ط1، 2017.
- 26- خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد: إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر، ط1، عمان- الأردن، 2006.

ثانياً: المذكرات والأطروحات

- 1- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 2- بن أعمار بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان- الجزائر، 2012-2013.
- 3- بن منصور موسى: آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف - الجزائر، 2009/2010.

- 4- بربري محمد أمين: الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية – دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010-2011.
- 5- منال محمد تيسير سرور: العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية- دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، رسالة ماجستير، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، 2014.
- 6- نورين بومدين: صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف- الجزائر، 2014-2015.
- 7- عبد الحفيظ خزان: تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي- دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2013-2014.
- 8- عيساوي سهام: دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال – دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 9- عمر عبدة سامية: ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، جامعة 08 ماي 45- قالمة، الجزائر، 2003-2004.
- 10- رفيق مزاهدية: كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات – دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص: الاقتصاد الدولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007.

ثالثا: المجالات

- 1- بن أعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
- 2- بن بوزيان محمد، جبوري محمد: تسعير الخيارات المالية باستخدام نموذج ثنائي الحدين- دراسة حالة الخيارات في القطاع البنكي الكويتي، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 07، أبريل 2017.

- 3- بن دعاس زهير: تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز- حالة سوق الخيارات الكويتي، مجلة معارف، السنة 10، العدد 20، جامعة البويرة، جوان 2016.
- 4- بن معتوق صابر: دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية- تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، ديسمبر 2019.
- 5- جبار محفوظ، عمر عبده سامية: أسواق رأس المال الدولية- الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 03، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، جوان 2008.
- 6- حيزية هادف: قروض التجمع البنكي كأسلوب فعال لتوزيع مخاطر التسليفات وتعزيز قدرة البنوك على مواجهة التحديات، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 44، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، جوان 2016.
- 7- يحي عيسى: أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، جامعة سطيف، 2005.
- 8- يوسف بن عبد الله الشبيلي: اتفاقية إعادة الشراء (الريبو والريبو العكسي) وبدائلها الشرعية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 10، العدد 02، 2013.
- 9- مسعداوي يوسف: متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 05، العدد 02، جامعة البليدة 2، 2014.
- 10- مفتاح صالح، معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009.
- 11- مغراوي هاجر: تجربة القروض المجمع في الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، المجلد 04، العدد 01، جامعة زيان عاشور- الجلفة، الجزائر، 2010.
- 12- سعودي بلقاسم: تسعير عقود خيار الشراء وفقا لنموذج بلاك وسكولز- دراسة تطبيقية على بورصة باريس، مجلة دراسات- العدد الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، جامعة الأغواط، مارس 2017.
- 13- صالح مفتاح: العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 02، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2002.
- 14- قايدي خميسي، لحسين عبد القادر: دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق- حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.

15- شوقي بورقبة: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، 2010.

رابعاً: الملتقيات والمؤتمرات

- 1- أشرف دوابه، تمارا الحكيمي: كفاءة الأسواق المالية- دراسة تطبيقية على البورصة المصرية، المؤتمر الدولي الثاني حول الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، إسطنبول- تركيا، 8 و9 نوفمبر 2019.
- 2- أشرف محمد دوابه: شهادات الإيداع القابلة للتداول- رؤية إسلامية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 30 نوفمبر 2009.
- 3- بباس منيرة: الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20 و21 أكتوبر 2009.
- 4- بن رجم محمد خميسي: المنتجات المالية المشتقة- أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20، 21 أكتوبر 2009.
- 5- سحنون محمد، محسن سميرة: مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20، 21 أكتوبر 2009.
- 6- عبد الحق بوعتروس: تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16 و17 أبريل 2007.
- 7- قريد مصطفى، بوعافية سمير: التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20 و21 أكتوبر 2009.

خامساً: المطبوعات الجامعية

- 1- بودخدخ كريم: محاضرات في المالية الدولية، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة أولى ماستر اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل- الجزائر، 2015-2016.
- 2- محمد هاني: محاضرات في الأسواق المالية الدولية، مطبوعة مقدمة لطلبة سنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محند أولحاج- البويرة، الجزائر، 2020-2021.

سادسا: المواقع الالكترونية

- 1- بوراس أحمد: دروس في مقياس الأسواق المالية، 2005-2006، ص 67-80، في الموقع الالكتروني:
- <https://elibrary.mediu.edu.my/books/MAL00082.pdf>. (02/07/2021).
- 2- هاشم السيد: فوضى المراكز المالية الحرة، الرأية الاقتصادية، سلسلة الفوضى في عالم المال والأعمال،
2014/11/03، في الموقع الالكتروني:
- <https://www.raya.com> . (18/09/2021).
- 3- زهار مريم وفاء: نظام الأوفشور Off-shore، 2019/04/21، في الموقع الالكتروني:
- <https://omran.org/ar/node/506>. (18/09/2021).
- 4- صالح مفتاح: المالية الدولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2005-2006، ص: 159-160، في الموقع
الالكتروني:
- <https://kantakji.com/media/4484/a32.doc> (23/07/2021).
- 5- قطاف نبيل: السوق المالية الدولية، ص: 06، في الموقع الالكتروني:
- <https://www.scribd.com> (21/07/2021).
- 6- <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/329>. (18/08/2021).
- 7- <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/277>. (01/09/2021).

II. المراجع باللغة الأجنبية

أولاً: الكتب

- 1- Grace Cheng: **7 Winning Strategies for Trading Forex**, Harriman House Ltd, London, UK, 2007.

ثانياً: المجالات والأبحاث

- 1- Alex Bara, Pierre Le Roux : **International financial centers, global finance and financial development in the Southern Africa Development Community (SADC)**, Journal of Economics and International Finance, Vol 9(7), July 2017.
- 2- Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review, March 2004**.
- 3- Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review, March 2012**.
- 4- Bank for International Settlements: **BIS Quarterly Review, March 2015**.

ثالثاً: المواقع الالكترونية

- 1- Akhilesh Ganti: **Foreign Exchange Market**, 8 Nov, 2020. On the web site:
<https://www.investopedia.com/terms/forex/f/foreign-exchange-markets.asp>. (12/08/2021).
- 2- Prabina Rajib: **International Bond Market- An Introduction**, International Finance, Vinod Gupta School of Management, Kharagpur, P 03. On the web site:
https://nptel.ac.in/content/storage2/courses/110105031/pr_pdf/Module%2035.pdf.
(28/09/2021).
- 3- Younes Meskini: **Les marchés financiers internationaux**, p 3, Sur le site:
<https://fr.scribd.com/document/54551692/mfi>. (27/09/2021).
- 4- **International Bond Markets**, p 1- 2. On the web site:
<https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln12.pdf>. (28/09/2021).
- 5- **Le Matif et le Monep**, p 08. Sur site: <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>. (03/09/2021).
- 6- **NYSE Completes Historic First Half of 2018**, 26 JULY 2018, On the web site: www.NYSE.com.
(02/09/2021).
- 7- **NYSE to launch FANG+ options on June 11 ; offers efficient hedging and exposure to basket of key tech stocks**, 23 MAY 2018 , On the web site: www.NYSE.com. (02/09/2021).
- 8- <https://www.finra.org>. (13/09/2021).
- 9- <https://www.sec.gov>. (13/09/2021).
- 10- <https://www.cftc.gov>. (13/09/2021).