

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



UNIVERSITE MOHAMED EL BACHIR EL IBRAHIMI
BORDJ BOU ARRERIDJ

أسواق مالية دولية

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس
تخصص اقتصاد دولي

إعداد:

الدكتورة (ة) أوصغير الويزة

أستاذ باحث بقسم العلوم الاقتصادية

2024/2023

سلسلة المطبوعات الجامعية المحكمة





محتوى المقياس:

المحور التمهيدي: مدخل للأسواق المالية؛

المحور الأول: تطور الأسواق المالية الدولية؛

المحور الثاني: آليات عمل الأسواق المالية الدولية؛

المحور الثالث: أهمية الأسواق المالية الدولية ضمن الاستراتيجيات التمويلية للمنظمات والحكومات؛

المحور الرابع: تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الدولية.



مقدمة

للأسواق المالية الدولية دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية، حيث تمكن أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي على المستوى الدولي من القيام بعملية تبادل الفوائض المالية، بمختلف العملات الأجنبية، مما يساعد من تلبية احتياجات الطرفين، بالإضافة لتسهيل عملية انتقال رؤوس الأموال الدولية بين الدول وتوظيفها في مختلف الاستثمارات.

وتتيح الأسواق المالية الدولية مجموعة متنوعة من الأصول المالية الدولية لتقديم التمويل الدولي، والتي تنقسم إلى أصول مالية بنكية قصيرة الأجل تتمثل في العملات الأجنبية الأوروبية، شهادات الإيداع الدولية والقروض الأوروبية المشتركة، والتي تقدم في سوق النقد الدولية بوساطة بنكية، وأصول مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تتمثل في القسيمة الأوروبية والأوراق التجارية الأوروبية، السندات الدولية، الأسهم الدولية، المشتقات المالية (خيارات، عقود آجلة، مستقبليات ومبادلات) الموظفة في سوق رأس المال الدولية.

ومع كبر حجم العمليات المتداولة في كل أداة لا يمكن الفصل بين سوق النقد الدولية وسوق رأس مال الدولية، لهذا تم تقسيم السوق المالية إلى عدة أقسام فرعية، كل قسم تتداول فيه أداة واحدة حيث نجد سوق السندات الدولية، سوق الأسهم الدولية، سوق العملات الأجنبية والقروض الأوروبية المشتركة وسوق المشتقات المالية، وقد شهدت هذه الأسواق نمو وتطور سريع بفعل تنامي حجم الاستثمارات الدولية عبر العالم.

للأسواق المالية الدولية آليات عمل خاصة تنطلق مع عمليات إصدار الأصول المالية الدولية من طرف البنوك الدولية التي تكون المجموعة المصرفية، التي مهامها تتوسع من عملية الإصدار إلى تسويق الإصدار ومراقبة تداوله في السوق بالإضافة لشراء الأوراق الغير مباعة في الأسواق الدولية، ليتم تخصيص الأموال المعبئة للشركات والحكومات المصدرة لها، وبعدها يتم تداول هذه الأوراق في السوق المالي الثانوي الدولي.

تولي المنظمات والحكومات أهمية كبيرة للأسواق المالية الدولية لكونها مصدر تمويل دولي لاحتياجاتها المالية المتنوعة، والذي يمتاز بالسرعة والمرونة والمبالغ الكبيرة .

ومع ظهور العولمة المالية أثرت على الأسواق المالية الدولية بشكل إيجابي من خلال زيادة عمليات التحرر المالي وتطور الوسائل التكنولوجية مما سهل إجراء العمليات في هذه الأسواق، إلا أن عمل هذه الأسواق يتخلله بعض الأزمات من حين لآخر.

ولكي تتحقق الاستفادة فقد تم تقديم المواضيع بلغة بسيطة، وتم الاعتماد على عرض المعلومات على الأمثلة والأشكال التوضيحية، كما تم التقيد بالجوانب الشكلية والمنهجية المتعارف عليها من حيث التوثيق باستخدام الهوامش وقائمة الأشكال، والمحافظة على التسلسل والترابط بين الفصول وأجزائها.

وفيما يلي نشرح الأهداف التعليمية لهذا العمل في العناصر التالية:

1. تمكين الطالب من معرفة مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الدولية؛
2. التعرف على أهم أقسام السوق المالية الدولية؛
3. تمكين الطالب من الإلمام بمختلف الأصول المالية الدولية؛
4. تقديم للطالب آلية عمل الأسواق المالية الدولية والأطراف الفاعلة فيها؛
5. تمكين الطالب من التعرف على أهمية الأسواق المالية الدولية ضمن الاستراتيجيات التمويلية للمنظمات والحكومات؛
6. تمكين الطالب من التعرف على آثار العولمة المالية على الأسواق المالية الدولية.

بالنسبة للمضمون: فقد بوب هذا العمل إلى أربعة فصول، مع وجود فصل تمهيدي بحيث خصص هذا الفصل حول مدخل للأسواق المالية، إلى العناصر التالية: النشأة والتطور التاريخي للأسواق المالية، وتعريفها، تقسيماتها والأدوات المتداولة فيها، بالإضافة إلى كفاءة الأسواق المالية؛

وخصص الفصل الأول تطور الأسواق المالية الدولية إلى العناصر التالية: مفاهيم حول الأسواق المالية الدولية، الأصول المالية الدولية، أقسام السوق المالية الدولية، بالإضافة إلى نماذج الأسواق المالية الدولية؛

وخصص الفصل الثاني آليات عمل الأسواق المالية الدولية، إلى العناصر التالية: إصدار الأوراق المالية الدولية، تداول الأوراق المالية الدولية، التعامل بالمشترقات المالية؛

أما الفصل الثالث: أهمية الأسواق المالية الدولية ضمن الاستراتيجيات التمويلية للمنظمات والحكومات، فتم تخصيصه إلى أهميتها التمويلية بالنسبة للمنظمات وبالنسبة للحكومات؛



وفيما يخص الفصل الرابع: أثر العوالة على الأسواق المالية الدولية، فقد تناولنا فيه مفهوم العوالة المالية، وآثارها على الأسواق المالية الدولية ؛

ونأمل أن يساهم هذا العمل في تقديم معلومات علمية وتطبيقية لفائدة الطلبة، وكل الفئات المهتمة بمجال الأسواق المالية الدولية، ومن الله التوفيق.

المؤلفة

المحور التمهيدي

مدخل للأسواق المالية

الأهداف التعليمية للمحور

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل يتوقع أن يكون الطالب قادرا على اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- معرفة النواة الأولى لظهور الأسواق المالية وكيفية تطورها؛
- فهم آلية عمل الأسواق المالية؛
- القدرة على التمييز بين مختلف أقسام الأسواق المالية؛
- معرفة الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية؛
- القدرة على التفريق بين مختلف الأوراق المالية في سوق النقد وسوق رأس المال؛
- التعرف على كفاءة الأسواق المالية.

تهييد:

في هذا الفصل الأول سنحاول تقديم بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية من نشأتها، تعريفها، أقسامها، أدواتها، كما سنتطرق إلى السوق المالية الكفاء ودوره في الاقتصاد، كما يلي:

أولا/ مفهوم الأسواق المالية

الأسواق المالية هي من قنوات التمويل المباشر المتاحة للأصحاب الفاض المالي وأصحاب العجز المالي على المستوى المحلي، من خلال إصدار مجموعة من الأدوات قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل لتلبية مختلف احتياجات الأعوان الاقتصاديين.

1 - نشأة الأسواق المالية وتطورها:

ظهرت الأسواق المالية نتيجة التطور الاقتصادي، حيث ازدادت وتوسعت الحاجة للموارد المالية للوحدات الانتاجية نتيجة للتطور الاقتصادي للمجتمعات، وفي المقابل ازدادت المدخرات لدى الأفراد نتيجة زيادة الدخل القومي، مما أدى لظهور مؤسسات مالية مثل البنوك للربط بين احتياجات أصحاب العجز وبين رغبة أصحاب الفوائض المالية في استثمار تلك الفوائض. كذلك ابتكرت المؤسسات طرقا جديدة للحصول على احتياجاتها المالية دون اللجوء إلى البنوك، وذلك من خلال طرح العام للأسهم والبحث عن ممولين جدد بشكل مباشر أو من خلال طرح أدوات دين على الجمهور، لتظهر الملامح الأولى للأسواق المالية خاصة مع ظهور الحاجة لدى الأفراد لبيع حصصهم في ملكية الشركات وزيادتها.

يشير الباحثون إلى أن أول مكان نشأت فيه السوق المالية هي فرنسا خلال القرن الثالث عشر ميلادي كما عرفت بلجيكا في نفس الفترة انتعاشا للحركة التجارية، وكان التجار في بلدة بروج يجتمعون قرب قصر عائلة فاندر بورس لتبادل الصفقات، لذا أخذ السوق اسم العائلة صاحبة القصر، وأصبحت سوق المال يطلق عليها اسم البورصة.

وظهرت الأسواق المالية في دول أخرى مثل: هولندا، بريطانيا، الدانيمارك، ألمانيا ودفعت التطورات الاقتصادية والسياسية الكثير من الحكومات للبحث عن موارد مبتكرة لمواكبة النمو الاقتصادي، ما أدى إلى طفرة في إصدار الأوراق المالية سواء من طرف الحكومات أو القطاع الخاص.¹

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، 2021، ص 9-10.

2 - تعريف الأسواق المالية:

لقد وردت عدة تعاريف للسوق المالية وفيما يلي نلخص أهمها:

- هي المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها من أصحاب الخبرة والمهارة من المنتجين وأصحاب المبادرات الصناعية، ويتم ذلك من خلال الوسطاء.¹
- هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.²
- هي الآلية التي يتم من خلالها التعامل بالأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل، من خلال جمع البائعين والمشتريين لهذه الأوراق، بهدف توجيه المدخرات إلى الأنشطة الاقتصادية.³
- هو سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعا وشراء، من خلال تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة، تتمثل وظيفتها في إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها.⁴

من هذه التعاريف نستنتج بأن السوق المالية هي الآلية أو المكان الذي يجتمع فيه البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لتبادل الأصول المالية عن طريق مجموعة من الوسطاء من سماسرة وشركات.

¹ -حسين بني هاني ، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص3.

² -عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة -، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص17.

³ -بن سميحة عزيزة، البورصة والأسواق المالية - دراسة تحليلية -، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2019، ص21.

⁴ -شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافى، 2015، ص11.

ثانيا / تقسيم السوق المالية:

تنقسم الأسواق المالية إلى عدة أقسام حسب عدة معايير، والتي نلخصها فيما يلي:

1 - تقسيم الأسواق المالية طبقا لآجال العمليات:

ووفقا لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:¹

أ - أسواق النقد:

في هذا السوق يتم تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل والتي تقل آجال استحقاقها عن سنة واحدة، حيث تتلاقى الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات الأخرى ذات الفائض المالي المؤقت. والوظيفة الأساسية لسوق النقد هي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل، ومن أمثلة هذه الأوراق: أذون الخزانة، الأوراق التجارية والكمبيالات المصرفية وشهادات الإيداع.

وتتميز الأصول المالية المتداولة في سوق النقد بالسيولة المرتفعة وانخفاض درجة المخاطرة.

ب - أسواق رأس المال:

ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية التي تزيد آجال استحقاقها عن سنة، وتعرف هذه الأوراق المالية طويلة الأجل، ومن أمثلة تلك الأوراق الأسهم العادية والأسهم الممتازة، والسندات بأنواعها المختلفة.

2 - تقسيم الأسواق المالية طبقا لنوع الأوراق المالية التي يتم تداولها في تلك الأسواق:

وطبقا لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:²

أ - أسواق المديونية:

ويتم في هذه الأسواق تداول أوراق المديونية بأنواعها المختلفة مثل: السندات وأذون الخزانة والأوراق التجارية، وتلتزم الجهات المصدرة لهذه الأوراق بسداد القيمة الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق، بالإضافة إلى صرف فوائد بصفة دورية لحملة هذه الأوراق؛

ب - أسواق الملكية:

ويتم في هذه الأسواق تداول الأسهم بأنواعها، ولا يوجد أي التزام علي الشركات المصدرة لتلك الأسهم لسداد العوائد أو بسداد القيم الاسمية، حيث لا يوجد تاريخ استحقاق لهذه الأسهم؛

¹ - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي -، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص29.

² - المرجع نفسه، ص30.

ويتحمل حملة الأسهم درجة مخاطرة أعلى من التي يتحملها حملة السندات نظرا لأن حملة السندات تتمتع بالأسبقية على حملة الأسهم سواء عند توزيع الأرباح أو التصفية.

3 - تقسيم الأسواق المالية حسب توقيت تسليم الورقة المالية أو إقفال الصفقة:

وطبقا لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:

أ - السوق الأولي:

وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، ويتضمن السوق الأولي مجموعة من المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية من بيوت السمسرة الكبيرة لحساب المنشآت المالية والحكومات .

ب - السوق الثانوي:

يتم فيه التعامل بالأوراق المالية القديمة المصدرة التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي.¹ وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى:²

- الأسواق المنظمة:

وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون لتداول الأوراق المالية (بيع وشراء)، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط بالأوراق المالية المتعامل فيها في السوق أن تكون مسجلة في السوق؛

- السوق غير المنظمة:

وتسمى بالسوق الموازية وهو السوق الذي تتم فيه المعاملات خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويكون التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السمسرة والمستثمرين، والتي تمكن السمسرة من اختيار أفضل الأسعار، ويتكون السوق غير المنظمة من سوقين:

¹ - ضياء مجيد، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2003، ص 5-6.

² - عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، جامعة بسكرة، 2016، ص 82.

- السوق الثالث:

وهي سوق تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقا مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، أما المتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير.

- السوق الرابع:

ويتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارات كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة، وتتميز هذه السوق بالسرعة في إتمام الصفقات وبكلفة منخفضة جدا.

وتجدر الإشارة إلى أن السوق الثانوي يختلف كثيرا عن السوق الأولي في عدة معايير، يمكن

تلخيصها في الجدول الموالي:

الجدول رقم 01: أهم الفروق بين السوق الأولي والثانوي

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	إصدار الأوراق المالية	تبادل الأوراق المالية
الدوام	ظرفية، محددة بفترة الاكتتاب	مستمرة طوال السنة
المتعاملون	المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية، صناديق الاستثمار، شركات الادخار...	المؤسسات المالية، الجمهور، صناديق الاستثمار، شركات الادخار....
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار	توظيف الادخار وإمكانية تنويع المحفظة المالية
طبيعة الإصدارات	الإصدارات الجديدة	الإصدارات القديمة
المؤسسات المرخصة لجمع الأموال	الدولة (ممثلة بالخزينة العمومية)، الشركات، البنوك، صناديق الادخار والاستثمار، صناع السوق، البريد... الخ	

المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، دار هومة، الجزائر،

2017، ص142.

4 - تقسيم الأسواق المالية حسب الحدود الجغرافية للسوق:

وحسب هذا التقسيم تنقسم السوق المالية إلى:

أ - سوق محلية:

وهي سوق يقتصر التعامل فيها من قبل المواطنين والمقيمين داخل الدولة، على الأوراق المالية المحلية وفقا للقوانين الخاصة بهذه الدولة.¹

ب - سوق دولية:

وهي سوق تدار فيها المعاملات عبر الحدود الدولية لبلدان الأسواق المعنية، وتظهر عادة في البلدان التي تتسم بأنظمة مالية متكاملة تضم مجموعة متناسقة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والأنظمة والترتيبات والأساليب التي من خلالها يجري تبادل الأوراق المالية، وتحدد معدلات الفوائد وتتولد الخدمات المالية، وتخضع كافة النشاطات المالية لعلاقات شفافة ولرقابات إدارية ومالية تعمقان من ثقة المقيمين وغير المقيمين على حد سواء.²

ثالثا/ أعمال ووظائف الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية ركنا هاما وأساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، وأن أهميتها تتبع من كونها إحدى الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، ويتحقق ذلك من خلال قيامها بالأعمال والوظائف التالية:³

- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطى حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي؛
- تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن سلامة البلاد وحماية صغار المدخرين؛

¹ - شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، 2012، ص46.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص71.

³ - حسين بني هاني، المرجع السابق، ص11.

- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية؛
- توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار تهيء لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة؛
- مساعدة المستثمرين في الأوراق المالية على تسييل استثماراتهم (أي تحويلها إلى نقود سائلة) بسرعة وسهولة؛
- تسهيل النقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية وبواسطة الوسطاء؛
- حماية جمهور المستثمرين من عمليات النصب والاحتيال.

رابعاً / أدوات السوق المالية:

تداول في سوق المال عدة أدوات والتي تختلف حسب السوق الذي يتم التعامل فيه، وهنا نميز بين أدوات السوق النقدية وأدوات سوق رأس المال.

1 - أدوات سوق النقد:

توجد عدة أدوات لسوق النقد والتي نلخصها فيما يلي:¹

أ - أدوات الخزينة:

تعتبر أدوات دين حكومية وعادة تصدر بصفة حامله ولآجال تتراوح بين 3 - 12 شهراً، وتصنف ضمن الأوراق المالية القصيرة الأجل، حيث يتم تداولها في السوق الثانوي على أساس الخصم.

ب - الأوراق التجارية:

¹ - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية : بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 43- 53.

هي عبارة عن سند تعهد غير مضمون من قبل المصدر وفيه يتعهد المصدر بدفع مبلغ محدد وفي تاريخ محدد للمشتري، وفي هذه الحالة يكون الضمان الوحيد هو قدرة المقترض الإرادية والثقة الائتمانية فيه.

ج - شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

هي أدوات دين تمنح حاملها حقا مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل، وعادة ما تقوم البنوك التجارية بإصدار هذه الشهادات لقيم اسمية مختلفة ولأجل زمنية متفاوتة حسب مدة الوديعة التي غالبا ما تحدد بأقل من سنة.

أ - القبولات المصرفية:

وهي أدوات تصدرها البنوك التجارية تتمثل في سحبات بنكية يستعين بها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على حساب، لكونه لا يملك سيولة كافية لدفع ثمن البضاعة.

هـ - اتفاقيات إعادة الشراء:

وهي إحدى وسائل الاقتراض التي يتبعها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية بغرض تمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وتكون فترة الاقتراض ليوم واحد أو عدة أيام قليلة، حيث يلجأ التاجر إلى سمسار متخصص في هذه الاتفاقيات للبحث عن مستثمر يبيع بموجبه الأول للثاني بصفة مؤقتة أوراقا مالية، بما يعادل المبلغ الذي يحتاجه كما يقوم بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته، وبسعر يفوق قليلا السعر الذي باع له به هذه الأوراق، وتنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي لم يعد التاجر يحتاج للأموال التي سبق أن حصل عليها المستثمر، وبهذا تنتهي الاتفاقية باسترجاع التاجر للأوراق المالية ورد الأموال إلى المستثمر.

2 - أدوات سوق رأس المال:

تتمثل أدوات سوق رأس المال في الأسهم والسندات.

أ - الأسهم:

السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيها

وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.¹

وتنقسم الأسهم إلى نوعين:

- أسهم عادية:

وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية للمالكين وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود لتغيرات وتقييمات متباينة.²

وللسهم العادي ثلاث قيم:³

- **قيمة اسمية:** تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس؛
- **قيمة دفترية:** تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسومة على عدد الأسهم المصدرة؛
- **قيمة سوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

- أسهم ممتازة:

وهي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، لها قيمة اسمية وتحصل على نسبة ربح ثابت، وهي تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا الأساس سميت بالهجينة، فثبات الربح هو صفة السندات وحق الملكية هي صفة الأسهم العادية، ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها ويتقرر توزيعها.

¹ - شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر -، دار هومة، الجزائر، 2005، ص 7.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 58

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسطندرية، 2004، ص

وتختلف عن الأسهم العادية بمزايا خاصة فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنويا أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسييل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق، ولذلك تكون الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة.¹

ب - السندات:

هي صكوك دين لمالكيها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز المالي ووحدات الفائض المالي، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى السند، ويتمثل الفرق الأساسي بين السندات والقروض بكونها ذات مرونة عالية في التسييل بوجود سوق الأوراق المالية، فضلا عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول، وصورة التجزئة للسندات تتيح للجمهور التعامل بها بشكل واسع.

وتتميز السندات ب:²

- السندات تعتبر من أدوات المديونية؛
- تحقق لحاملها عائد يتمثل في معدل الفائدة المقررة دوريا (سنويا، سداسيا، فصليا)، بالإضافة إلى العائد الذي يتحصل عليه من الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند التداول؛
- انقطاع العلاقة بين الدائن ونشاط المدين، فضلا عن أن الدائن لا يمكنه التدخل في نشاط وقرارات المدين، إلا في حالة الإفلاس للمطالبة بحقوقه؛
- للسند تاريخ استحقاق معين؛
- للسندات ثلاث قيم وهي: قيمة اسمية تثبت على السند المصدر والذي يحسب على أساسه معدل الفائدة الدورية؛ قيمة سوقية تتمثل في سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول والقيمة عند

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2019، ص204.

² - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات -، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص103- 104.

الاستحقاق وتمثل قيمة السند عند حلول أجل الاستحقاق قد تكون أعلى من القيمة الاسمية (علاوة)، أو أدنى (خصم) أو يستهلك بالقيمة الاسمية.

ويمكن التمييز بين الأنواع المختلفة لأدوات سوق رأس المال من خلال خصائص كل نوع والتي

نوردها في الجدول الموالي:

الجدول رقم 02: الفروقات المختلفة بين السندات والأسهم الممتازة والعادية

عناصر المقارنة/ الورقة المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
الحق في الحصول على الدخل 3 - من حيث الأسبقية 4 - من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
الحق في الأصول عند التصفية 5 - درجة الأسبقية 6 - مبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
الحق في الأصول عند التصفية تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقا وله تاريخ سداد	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية،

2004، ص 39.

خامسا/ كفاءة الأسواق المالية:

تسعى معظم الدول إلى امتلاك أسواق مالية كفؤة، تحقق عدة نتائج تؤثر على جميع المتعاملين في السوق .

1 - تعريف كفاءة الأسواق المالية:

لقد وردت عدة تعاريف حول كفاءة السوق المالي، والتي نوردتها فيما يلي:

- هي مدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، للتعرف على إلى أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذا السوق موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما أن كفاءة السوق تعني أن الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها.¹
 - هي سوق تعكس أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن هذه الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية.²
 - هي مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المتداولة على سعر هذه الأوراق.³
- وهذه التعاريف نستنتج بأن كفاءة السوق هي قدرة السوق على عكس المعلومات والبيانات اللازمة والمناسبة للمستثمرين والمتوفرة لديهم على أسعار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها.

2 - دور السوق الكفاء:

يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر والتي نلخصها فيما يلي:⁴

- الدور المباشر:

يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة، سوف تستطيع

1 - محمد أحمد عبد النبي، المرجع السابق، ص41.

2 - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية طبع نشر وتوزيع، الاسكندرية، 2000، ص124.

3 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2019، ص70.

4 - محمد أحمد عبد النبي، المرجع السابق، ص41.

بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال؛

- الدور غير مباشر:

يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.

3 - صيغ كفاءة سوق المال:

لكفاءة السوق ثلاث صيغ أساسية، والتي نلخصها فيما يلي:¹

أ - الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

تشير إلى أن أسعار تداول الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية المتعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول الماضية، بحيث لا يمكن للمستثمر الاعتماد على هذه المعلومات فقط للتنبؤ بما ستكون على أسعار الأوراق المالية في المستقبل، وبالتالي فإن حركات الأسعار في المستقبل تكون مستقلة بشكل كامل عن التحركات السابقة، وهذا يضمن عدم وجود أية أنماط دورية يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ، ومنه فإن استخدام للمعلومات التاريخية من قبل المستثمرين لن يمكنهم من تحقيق عوائد استثنائية لأن الأسعار تستجيب فقط للمعلومات الجديدة، وهذا يعني عدم إمكانية الاعتماد على ما يسمى بالتحليل الفني للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية.

ب - الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق:

يفترض الشكل متوسط القوة لكفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي، بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية، وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما كانت سرعة استجابة السوق كبيرة كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق عوائد استثنائية كنتيجة لتحليل هذه المعلومات.

¹ - عادل بوطلاعة، أحمد بوراس، دور كفاءة سوق رأس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات - دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 - 2014، مجلة العلوم الانسانية، العدد 06، جامعة أم البواقي، 2016، ص364.



ج - الصيغة القوية لكفاءة السوق :

تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين.

أسئلة للمراجعة:

1. أذكر مع الشرح الأقسام المختلفة للأسواق المالية؟
2. أذكر بدون شرح أهم أوجه العلاقة التي تربط بين السوق الأولي والسوق الثانوي، السوق الثانوي والسوق الثالث والرابع؟
3. بالاعتماد على ما درسته حدد الفروقات بين السوق النقدية وسوق رأس المال؟
4. تحدث عن وظائف وأعمال السوق المالية؟
5. حدد أهم الفروقات بين الأسهم والسندات؟
6. ما هي أهم أوجه كفاءة السوق المالية؟
7. اشرح باختصار دور السوق المالية الكفؤة في الاقتصاد.



المحور الثاني

تطور الأسواق المالية الدولية

الأهداف التعليمية

للمحور

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل يتوقع أن يكون الطالب قادرا على اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- التعرف على مفهوم الأسواق المالية الدولية؛
- معرفة العوامل التي أدت لظهور الأسواق المالية الدولية.
- الوقوف على أهم الأدوات المالية الدولية؛
- القدرة على التمييز بين مختلف أقسام السوق المالية الدولية؛
- التعرف على أهم الأسواق المالية الدولية.

تمهيد:

تتميز الساحة المالية الدولية حالياً خاصة من الناحية الاقتصادية بظهور الاسواق المالية الدولية، والتي ترجع نشأتها بالدرجة الأولى إلى ظهور الشركات متعددة الجنسيات وحاجتها للحصول على تمويلات بأحجام وكميات كبيرة لا تستطيع الأسواق الوطنية توفيرها، ولقد تطور هذا السوق مستغلا القيود التي وضعتها الدول أمام حركة رؤوس الأموال.

أولا/ مفهوم السوق المالية الدولية:

..... يختلف مفهوم السوق المالية الدولية عن السوق المالية المحلية في عدة نواحي نوردتها فيما يلي:

1 -تعريف الأسواق المالية الدولية:

لقد وردت عدة تعاريف حول الأسواق المالية الدولية، نذكر منها:

- هي مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبي الأموال وعارضيهها على مستوى العالم أجمع.¹
- الفضاء الذي يلتقي فيه الطالبين والعرضين للأموال المختلفة من خلال مجموعة من الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية والأدوات المالية طويلة 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 دولي.²
- السوق التي يسمح فيها بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات في دول أخرى، أو تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل في شراء أو بيع الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية.³

¹ -جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص359.

² -بن معتوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد الخامس، العدد 3، 2019، ص264.

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2006، ص689.

- هي المصدر الرئيسي للحصول على التمويل الدولي، كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف واستثمار الأموال الفائضة العابرة للحدود، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات والمتدخلون في هذا السوق، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية بقيم مالية أكبر ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالميا.¹

من خلال هذه التعاريف نستنتج أن السوق المالية الدولية هي أسواق مالية لتبادل وتداول وتصفية الديون النقدية والمالية المحلية والدولية، بين متعاملين من مختلف الدول من مؤسسات مصدرة للأوراق المالية ومستثمرين من مختلف الجنسيات .

2 - خصائص الأسواق المالية الدولية:

تتميز أسواق الأوراق المالية الدولية بعدة خصائص نذكر منها ما يلي:²

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية؛
- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد من البلدان المعنية في القيمة الكلية للتبادلات الدولية في الأوراق المالية مثلا الولايات الأمريكية؛
- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة اجراءات تنفيذها، ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الاسواق النظامية وغير النظامية؛
- تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطات المالية والاتصالات السلوكية واللاسلكية.
- قيام مؤسسات عبر الوطنية (الشركات المتعددة الجنسيات) بممارسة وظائف المشاركة أو الضمان أو الإدارة في التبادلات المالية الجارية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معينة؛
- إن غالبية الأسواق المالية الدولية تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.
- إن المتبع لتقلبات الأسواق الأوراق المالية الدولية وبمختلف فتراتها يتضح له أن هناك ارتباطا واضحا فيما بين هذه الأسواق.

¹ - قلوبش عبد الله، بن مصطفى ريم، تداعيات تحقيق النمو الاقتصادي باعتماد على الأسواق المالية الدولية، مجلة بحوث متقدمة في الاقتصاد واستراتيجيات الأعمال، المجلد 03، العدد 01، 2022، ص41.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 184.

3 - العوامل المساعدة في ظهور الأسواق المالية الدولية:

هناك عدة عوامل ساعدت على قيام الأسواق المالية الدولية نذكر منها:¹

- القيود المفروضة على عملية الإقراض للأجانب في الأسواق المالية المحلية، بالإضافة إلى الاحتياجات المتزايدة لرؤوس الأموال التي دفعت المؤسسات إلى التوجه إلى رؤوس الأموال الدولية؛
- انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في أوروبا في البداية و ثم مع الولايات المتحدة الأمريكية واليابان كان العامل الهيكلي الأكثر فعالية في نشوء الأسواق المالية الدولية إذ زادت حركات رؤوس الأموال والسلع والخدمات؛
- تزايد حركة رؤوس الأموال خاصة الأمريكية والتي وجهت نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية الذي ساهم في بروز الأسواق المالية أوروبية وأمريكية وذلك لتنظيم وتوجيه حركة الأموال؛
- التطور الكبير في وسائل الاتصال وهذا منذ التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية (الأنترنت) والتي أسهمت بشكل كبير في نشر المعلومات المالية و توفير التسهيلات الكافية لتداول الأوراق المالية في أوقات قياسية؛
- نشوء الأسواق المالية المحلية في كافة دول العالم النامية وهو ما سمح بتعبئة المدخرات الداخلية لهذه الدولة وتوجيهها دوليا؛
- التطور الإداري للأسواق المالية الدولية وشمولها لوكالات متخصصة (في تقديم الخبرات التكنولوجية والتسهيلات الإدارية)، والتي يمكن لها توفير الفرص الكافية لتنويع الاستثمارات الدولية ولتكشف الصعوبات الحقيقية مثل: ضعف المعلومات وتباين السياسات المالية وازدواجية الضرائب؛
- دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والقيام باستثمارها في الأسواق الأوراق المالية المعروفة؛
- دور التدخل الحكومي الايجابي في قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية في كثير من الدول مثل اليابان ودول جنوب شرقي آسيا.

¹ -هوشيار معروف، المرجع السابق، ص187.

4 - المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

هناك أطراف عديدة تتعامل في السوق المالية الدولية، نذكر أهمها فيما يلي:¹

- الحكومات والدول والمنظمات و الاتحادات الاقتصادية .
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملات الأجنبية؛
- الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية ؛
- البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة؛
- الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولي؛.
- البورصات العالمية، كبورصة لندن ونيويورك؛
- شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى؛
- شركات التأمين وصناديق التقاعد ؛
- المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية؛
- الشركات الضخمة و الشركات المتعددة الجنسيات، و شركات الاستثمار الإقليمية والعالمية؛
- كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال على المستوى الدولي.

5 -عناصر قيام السوق المالي الدولي:

لكي يقام السوق المالي الدولي، يجب أن تتوفر مجموعة من العوامل لذلك والتي نلخصها فيما

يلي:²

- تنوع الأسواق:

¹ -قلوش عبد الله، بن مصطفى ريم، تداعيات تحقيق النمو الاقتصادي بالاعتماد على الأسواق المالية الدولية، مجلة بحوث متقدمة في الاقتصاد واستراتيجيات المال، المجلد 03، عدد 01، 2022، ص43.

² -وليد صايف، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، 2009، ص56.

حيث يجب أن تتوفر الأسواق وتكون شاملة على بعض العناصر الأساسية ومنها مؤسسات مالية ومصارف تجارية، بيوت الخصم ومصارف محلية للدولة ومصارف أجنبية، ويجب توفر بعض شركات التأمين وتوفر أسواق خاصة لعمليات النقل البحري والجوي.

- توفر أسواق نقدية ذات حجم كبير:

هذه الأسواق النقدية لها دور كبير في استقطاب الأموال المحلية، الأجنبية وبعض العملات المختلفة، وبالتالي كلما توفرت أجهزة مصرفية عالية وقوية وكلما ارتفع عدد المؤسسات المالية بمختلف أشكالها، وبالتالي المساعدة في قيام سوق نقدي كبير يعمل على تقوية السوق المالية.

- إمكانية إعادة التوزيع:

وتتمثل في قدرة السوق المالية على إعادة توزيع الأموال قصيرة الأجل، التي تم جمعها من خلال الأسواق النقدية على المشروعات المتوسطة وطويلة الأجل.

- المنافسة مع الآخرين:

الأسواق التي تكون في الأول بين الأسواق المالية الأخرى، هي الأسواق التي تنمو وتتطور على حساب الأسواق التي لا تستطيع استقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال من الأسواق والبلدان المختلفة، وتكبر هذه الأسواق عندما تتمكن من منافسة غيرها في تمويل المشروعات الداخلية والخارجية.

ثانيا/ أقسام سوق المالية الدولية وتطورها:

تنقسم السوق المالية الدولية إلى قسمين أساسيين وهما السوق النقدية الدولية وسوق رأس المال الدولية، وكليةما يتفرع إلى عدة أسواق، نلخصها فيما يلي:

1 - السوق النقدية الدولية:

وهي سوق تهتم بالتدفقات الدولية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، وقد انتشرت في أنحاء العالم على هيئة مراكز مالية خارجية، تتولى إدارة وتسيير عمليات الصيرفة الدولية من خلال سن القوانين التي تسهل

تلك العمليات وتوسع نطاقها على الصعيد العالمي، أما أهم أهدافها فهو توفير ظروف أفضل للاستثمارات متعددة الجنسيات.¹

يكون التعامل في هذه السوق بين البنوك التجارية في تلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة (تتراوح بين يوم وسنة)، وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف، وهذا يعود إلى أن التعامل يجرى بالعملة الأجنبية.

ويتم التعامل في هذه السوق على أساس الثقة الكاملة في أطراف التعامل، كما أن السرعة في الأداء والثقة في التنفيذ من أهم السمات التي تحكم هذه التعاملات، بالإضافة إلى الرقابة التي تفرضها البنوك المركزية على حركة التعاملات والتحويلات للعملة الأجنبية، وقد نجم عن هذا التدخل وجود ما يعرف ببنوك الأوف شور (Offshore) خارج حدودها الوطنية ولا تخضع لرقابة البنوك المركزية على كافة العمليات، ويجرى التعامل في هذه المراكز استنادا لشروط التعامل بين بنوك لندن أو ما يعرف بالليبور Libor (معدل الفائدة السائد بين البنوك في لندن).²

تاريخيا يرجع انطلاق هذه السوق إلى العشرينات من القرن الماضي، غير أن الانطلاقة الحقيقية لها كانت في منتصف الستينات وبالضبط سنة 1963، لعدة أسباب أهمها قرار الحكومة الأمريكية الصادر في 10 جويلية 1963، والقاضي بفرض رقابة صارمة على حركة رؤوس الأموال، فعجز ميزان المدفوعات الأمريكي جعل الحكومة الأمريكية تمنع خروج رؤوس الأموال بكثرة، مما أدى إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال في العالم أجمع، وتطورت هذه السوق من صورة بسيطة إلى أن وصل إلى ما هو عليه الآن من تعقيد وذلك تبعا لتطور المعاملات المالية الدولية.³

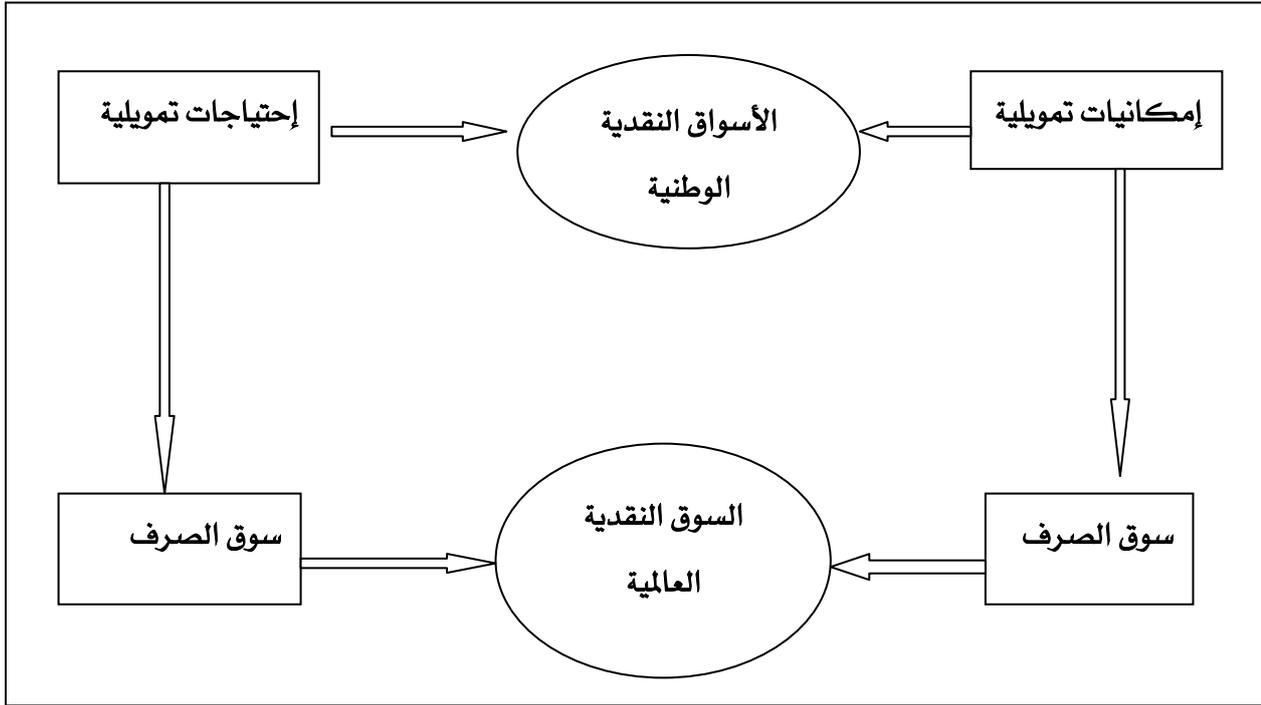
والشكل الموالي يبين شكل السوق النقدية الدولية المتطورة:

¹ - جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014، ص361.

² - مصطفى يوف كافي، إدارة الأعمال الدولية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2017، ص123-124.

³ - جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، دار هومة، الجزائر، 2017، ص155.

الشكل رقم (01): السوق النقدية الدولية المتطورة



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، دار هومة، الجزائر، 2017، ص156.

يوضح الشكل أعلاه السوق النقدية الدولية بشكلها المتطور والتي تمكن المحتاجين لرؤوس الأموال من الحصول على تمويل قصير الأجل وأصحاب رؤوس الأموال من استثمار أموالهم من السوق النقدية الوطنية أو السوق النقدية الدولية بشرط المرور بسوق الصرف لتغيير العملة الأصلية لهم، وتسمح السوق النقدية الدولية المتعاملين فيها من الحصول على أرباح مرتفعة مقارنة بالسوق النقدية الوطنية في حالة الاستثمار فيها، وفي حالة طلب رؤوس الأموال تمكنهم من الحصول على حجم الأموال المرغوب فيها مقارنة بالسوق النقدية الوطنية التي لا تمكنهم منها.

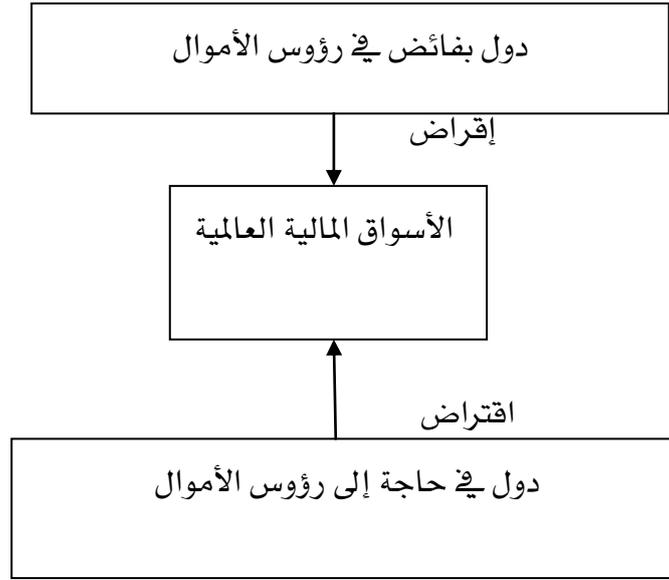
2 - سوق رأس المال الدولية:

يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما يتمخض عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول

العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية، ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية، أشهرها الأوروبية والأجنبية.¹

والشكل الموالي يبين كيفية انتقال رؤوس الأموال بين أسواق المال الدولية

الشكل رقم (02): كيفية انتقال رؤوس الأموال بين أسواق المال الدولية



المصدر: جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، دار هومة، الجزائر، 2017، ص 159.

يظهر الشكل السوق المالية الدولية التي تعتبر مكان دولي للقاء الدول والمؤسسات المالية والبنوك العالمية التي بحوزتها فائض من الأموال الممكن توظيفها واستثمارها، وتلك الدول والشركات التي لها نقص في رؤوس الأموال وترغب في التزود منها لتمويل مشاريع واستثمارات تحتاج إلى أموال ضخمة على مدة طويلة نسبياً.

لقد نشطت هذه السوق في بداية الستينات من القرض الماضي وتطورت كثيراً منذ ذلك الوقت، ولقد تجلى هذا التطور إلى انقسامها لعدة فروع وفقاً لنوع الأوراق والمنتجات المالية واجراءات الاصدار²، وفيما يلي أهم هذه الفروع:

¹ - بن إبراهيم الغالي، بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 40.

² - جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 159.

- سوق العملات الأجنبية الأوروبية والقروض الأوروبية:

وهو سوق ينقسم إلى سوق الإيداع والإقراض قصير الأجل وسوق القروض الأوروبية المشتركة، وتعود جذور هذه السوق عموماً إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تطورت هذه السوق في البداية من ودائع مملوكة للدول الاشتراكية التي رأت بعد الحرب العالمية أن تودعها في أوروبا خوفاً من المطالبات الأمريكية إن هي أودعتها في أمريكا، ونتيجة لأن الودائع بعملات خارج بلد إصدارها تمت في أوروبا باستعمال مصطلح "أورو" لتمييز هذا النوع من الودائع.

ومما زاد على تطور هذه السوق قيام البنك المركزي الغربية بالاحتفاظ بجزء من أرصدها مقومة بالدولار للاستفادة من العوائد العالية على الودائع الدولارية (أورو دولار)، كما قامت البنوك التجارية وشركات التأمين بنفس الشيء، كذلك جاءت دفعة قوية لتطور هذه السوق حينما قامت السلطات البريطانية سنة 1957 بمنع البنوك البريطانية من اقراض الاسترليني لغير المقيمين، فلجأت البنوك إلى إقراضهم بالدولار، ومما عزز هذا التطور السياسة الأمريكية التي انتهجتها في الستينات حيث كانت تفرض ضرائباً إضافية على الفوائد الأجنبية من الخارج مما حجز الدولارات خارجها، كما أغلق السوق الأمريكي أمام المستثمرين الأجانب، ورغم زوال أغلب القيود البريطانية والأمريكية فقد توسعت السوق لتشمل قروض وودائع بالعديد من العملات.¹

- سوق السندات الدولية:

وهو سوق مخصص لتداول السندات الدولية، يرجع ظهوره إلى القرن التاسع عشر، عندما أطلقت الحكومات الأجنبية سندات في لندن. إلا أن سوق سندات اليورو تطورت في الآونة الأخيرة، في أوائل الستينيات، كسوق خارجي للسندات الدولارية في المقام الأول.

وكان أحد العوامل التي ساهمت في تطورها هو النمو السابق لسوق الودائع بالدولار الأوروبي في لندن في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، وهو ما يعكس، في جملة أمور، ظهور عجز كبير في الحساب الجاري للولايات المتحدة في أوائل الستينيات والقيود المفروضة على الحد الأقصى لسعر الفائدة الذي يمكن أن تدفعه البنوك التي تتخذ من الولايات المتحدة مقراً لها على الودائع بالدولار الأمريكي بموجب

¹ - جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية، العدد الثالث، 2008، ص 77.

اللائحة التنظيمية، وبمرور الوقت، قام المودعون بالدولار الأوروبي بتوقيع إصداراتهم في أول قطاع سندات أجنبي مهم - سندات "اليانكي" (سندات بالدولار الأمريكي صادرة في نيويورك من قبل مقترضين غير أمريكيين). على الرغم من أن إصدارات سندات اليانكي كانت عادة ما يتم الاكتتاب فيها من قبل شركات الأوراق المالية الأمريكية في نيويورك، إلا أنه غالباً ما كان تتم دعوة الوسطاء الأوروبيين للمساعدة في توزيع السندات في الخارج.

ومع ازدياد أهمية المستثمرين والمصدرين الأوروبيين في سوق سندات اليانكي، توافرت الظروف اللازمة لشركات الأوراق المالية الأوروبية لتجنب متطلبات الإدراج والإفصاح في سوق السندات الأمريكية من خلال قيامها بنفسها بإدارة إصدارات السندات الدولية والاكتتاب فيها في لندن.

وتوسعت إصدارات سوق سندات الأوروبية بسرعة في الستينيات (وصلت إلى 3 مليار دولار أمريكي في عام 1970) واتسعت قاعدة عملات السوق (على وجه الخصوص، الداتش الألمانية والجيلدرات الهولندية والين والدولار الكندي راسخة). ليرتفع حجم الإصدار من 26 مليار دولار في عام 1980 إلى 185 مليار دولار في عام 1986. وفي وقت لاحق، تذبذب الإصدار بين 146 بليون دولار في عام 1987 و 224 بليون دولار في عام 1989، كما توسع نطاق العملات التي تصدر بها سندات اليورو من 11 عملة في عام 1980 إلى 21 عملة في عام 1990. على سبيل المثال، الفرنك الفرنسي وفرنك لوكسمبورغ والليرة والكرونا السويدية. وقد أتاح الانتشار المتزايد للعملات في سوق سندات اليورو وسيلة يمكن للمستثمرين من خلالها تنويع محافظهم الاستثمارية دون تكبد تعقيدات الاستثمار في الأسواق المحلية (مثل الضرائب). كما ساهم أيضاً في اتساع طبيعي في قاعدة المستثمرين والمصدرين في سوق سندات اليورو.¹

- سوق الأسهم الدولية:

سوق الأسهم الدولية هي وسيلة أخرى من وسائل التمويل التي تستطيع الشركات (خاصة ذات المركز المالي الجيد) بواسطتها الحصول على الأموال الضرورية لإنشائها وتوسعها في بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهمها الدولية، وبذلك تساعد

¹ - The international bond market, Available through the link : <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1991/the-international-bond-market.pdf>, Accessed on: 10/02/2024.

هذه الإصدارات على لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لا سيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة فعالة.

انطلق التعامل في هذه السوق في النصف الثاني من عشرية السبعينات، أما إنشاؤها فقد تم رسميا سنة 1983 وتطور بعد ذلك حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983، 10 سنة 1984، 24 سنة 1985 و 120 سنة 1986... وهكذا.¹

وتعتبر أسواق الأسهم الأمريكية من أهم الأسواق العالمية للأسهم بالإضافة إلى سوق انجلترا وسويسرا واليابان وأسواق الأسهم في الولايات المتحدة هي مؤسسات رسمية منظمة من قبل هيئة الأوراق والعملات.²

- سوق المشتقات المالية:

وهي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية الأخرى من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد.³

تزامن إدخال المشتقات واستخدامها في سوق ما مع زيادة مخاطر الأسعار في تلك السوق، وقد سمح بتعويم العملات في عام 1971 عندما تم التخلي رسميا عن معيار الذهب، وبدأت السوق الحديثة في المشتقات المالية في عام 1972، عندما بدأت بورصة شيكاغو التجارية (CME) في تداول العقود الآجلة على سبع عملات. وأعقب تخفيض منظمة الأوبك في عام 1973 في المعروض من النفط ارتفاع أسعار النفط وتغيرها. أصبحت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة أكثر تقلبا بعد التضخم والركود في سنة 1970، وقد تم تحرير سوق الغاز الطبيعي تدريجيا منذ عام 1978، مما أدى إلى تقلب السوق وإدخال العقود الآجلة في عام 1990، وبدأ تحرير سوق الكهرباء خلال التسعينيات. وهذا ما أدى لنمو وتوسع وظهور أسواق هامة للمشتقات بما في ذلك بورصة خيارات مجلس شيكاغو وبورصة الأوراق المالية الدولية (بورصة

¹ - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل الأدوات والاستراتيجيات، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص 582.

² - شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافى، 2012، ص 39.

³ - حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

إلكترونية مقرها الولايات المتحدة)، وبورصة لندن الدولية للعقود المالية الآجلة، وبورصات مقرها في أستراليا والبرازيل والصين وكوريا وسنغافورة.¹

وهناك نوعين من أسواق المشتقات وهما:²

- الأسواق المنظمة: وهي تتسم بتتميط وتوحيد شروط التعامل في العقود، من ذلك الشروط المتعلقة بالتسليم وطرق التسوية، والحدود الدنيا والقصوى لعدد العقود الممكن حيازتها من طرف عميل واحد لكل نوع من أنواع الأصول، كما يتولى إدارة السوق ومعاملاتها جهة نظامية من خلال غرفة مقاصة التي تسهر على تنظيم وضمان سيولة العقود، وتضمن تغطية مخاطر أطراف التعاقدات، ويتم التعامل في هذه السوق من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد تداول محددة ومعروفة.

- الأسواق غير منظمة: وتتم معاملاتها بشكل مباشر بين المتعاملين دون الحاجة لوجود وسيط (غرفة المقاصة مثلا)، ومن حيث الحجم فهي أكبر بكثير من الأسواق المنظمة، العقود والمعاملات التي تتم في السوق غير منظمة ليست نمطية ولا موحدة، بل يتم التفاهم بين طرفي العقد على شروط التعاقد (الكمية، شروط التسليم، التسعير... الخ)

ويتعامل في سوق المشتقات ثلاثة فئات من المتعاملون وهم:³

- المتحوطون:

تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات المالية تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضمان كامل.

- المضاربون:

تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

- المراجحون:

¹ - Robert L.Mc Donald, Derivatives Markets, Pearson , 2013, p6.

² - عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، صندوق النقد العربي، أبو ضبي، 2022، ص8.

³ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص168.

وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في السوق آخر مرتفع الأسعار وتحقيق ربح عديم المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

ثالثاً / الأدوات المتداولة في السوق المالية الدولية:

تداول في الأسواق المالية الدولية عدة أدوات مالية منها القصيرة الأجل وتتداول في سوق النقد الدولية، ومتوسطة وطويلة الأجل تتداول في سوق رأس المال الدولية، وفيها يلي شرح لأهم هذه الأدوات:

1 - أدوات التعامل في السوق النقدية الدولية:

وتتمثل أساساً في أذونات الخزينة، العملة الأجنبية الأوروبية، القروض الأوروبية المشتركة، شهادات الإيداع الدولية، والتي نلخصها فيما يلي:

أ - أذونات الخزينة:

تصدر أذونات الخزينة من طرف البنك المركزي لحساب خزينة الدولة، حيث تعتبر أذونات الخزينة عديمة المخاطرة، فهي تمثل أسهل وسائل الاقتراض بالنسبة للحكومة، التي تحصل على الأموال اللازمة لإنفاقها من خلال بيع هذه الأذونات إلى الجمهور بواسطة البنوك المرخصة وشركات الوساطة المعتمدة.

فالمستثمر يشتري أذونات الخزينة بخصم عن قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق، ويشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر لشراء الأذونات وما قبضه عند استحقاقها العائد على الاستثمار بأذونات الخزينة.

وفي السوق الأمريكية تصدر أذونات الخزينة لأجل 91 و182 يوماً، في حين تصدر الأذونات لأجل 52 أسبوع (سنة) على أساس شهري، ويتم تحديد العائد على الأذونات المصدرة من خلال المزاد.¹

¹ - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق -، الأردن، 2004، ص72.

ب - الأوراق التجارية الأوروبية:

وتعكس الإصدار الدولي للأوراق التجارية الأمريكية وتمثل هذه الأخيرة كمبيالات تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع بدون ضمان، وتتراوح مدة استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور، ورغم أن هذه الآدات تعود إل القرن 18 إلا أن أول إصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptance Corporation، أما الأوراق التجارية الأوروبية فقد ظهرت في بداية الستينات لكنها لم تعرف تطورا حقيقيا إلا منذ سنة 1984، كما أن سوق الأوراق التجارية الأمريكية توقف منذ التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيماات الأوروبية.

وتختلف الأوراق التجارية الأوروبية عن الأمريكية في مدة استحقاقها التي تتراوح بين 7 و 365 يوم.¹

ج - العملة الأجنبية الأوروبية:

العملة الأجنبية الأوروبية وتضم الودائع والقروض بعملة معينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة سواء كانت هذه الودائع والقروض من قبل غير مقيمين أو مقيمين، وبالتالي فإن سوق العملة الأجنبية الأوروبية هي سوق الإيداع والإقراض لتلك العملات لدى البنوك المتواجدة خارج دولة إصدار تلك العملات.²

ولتوضيح الفكرة لدينا الشكل التالي يلخص هذا المفهوم باستخدام الدولار:

¹ - عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة ماجستير، جامعة قلمة، 2003-2004، ص 30-31.

² - جبار محفوظ، عمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص 85-89.

الشكل رقم 03: العلاقة بين الدولار والايورو دولار

سوق الأورو دولار	سوق الدولار
<p>إيداع بالدولار</p> <p>بنوك غير أمريكية</p> <p>إقتراض بالدولار</p> <p>مستثمرون</p>	<p>إيداع بالدولار</p> <p>بنوك أمريكية</p> <p>إقتراض بالدولار</p> <p>مستثمرون</p>

المصدر: جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية، العدد الثالث، جامعة بسكرة، جوان 2008، ص75.

من الشكل يتبين لنا أن الأورو دولار هي عبارة عن الدولارات الأمريكية التي تودع أو تقترض من بنوك خارج أمريكا من دول أوروبية أو غيرها.

وتجدر الإشارة إلى أن الدولارات الأمريكية تكونت في هذه البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، ويمكن ارجاع ذلك لارتفاع معدلات الفوائد التي يمنحها.¹

د - شهادات الإيداع الدولية:

هي عبارة عن شهادة (أداة) مالية قابلة للتداول تقوم بإصدارها إحدى المؤسسات المالية أو أحد البنوك الدولية، بالاتفاق مع إحدى الشركات المحلية التي تقوم بإيداع أسهمها لدى هذا البنك الذي يطلق عليه بنك الإيداع (بنك الإصدار)، ويتم تداول هذه الشهادات كبديل عن الأسهم الأصلية، ويحق لحامل هذه الشهادات الحصول على نسبة من الأرباح المقرر توزيعها عن الأسهم الأصلية، بالإضافة إلى كافة

¹ - منير ابراهيم هندي، المرجع السابق، ص55.

المزايا الأخرى اليت يحصل عليها مالكو الأسهم، ويفضل المستثمرون شراء هذا النوع من الشهادات لتقليل تعرضهم لمخاطر أسعار العملات وتجنبهم التسويات المالية.¹

ر - القروض الأوروبية المشتركة:

القرض المشترك أو المجمع هو قرض كبير نسبيا يتم تأمينه بالنيابة عن المقترض، وذلك عن طريق مجموعة من البنوك المقرضة، غالبا ما تكون القروض المجموعة بالدولار على الرغم من وجود قروض مجمعة بعملات أخرى مثل اليورو ودولار كندي.

ولكون المبلغ المراد اقتراضه كبيرا فيكون من الصعب على بنك واحد أن يتحمل عبء كامل العملية من ميزانيته الخاصة، فيقوم هذا البنك ببيع المشاركات إلى مقرضين آخرين لتوزيع المخاطرة والمشاكل المحتملة، وغالبا ما يعين المقترض بنكا واحدا أو أكثر وحسب حجم القرض لإدارة العملية، بحيث يكون مسؤولا عن تجميع القرض وتوزيعه بين البنوك الأخرى.²

القروض الأوروبية المشتركة هي قروض تمنح من مجموعة بنوك بعملة أجنبية حتى وإن اشترك في منح هذه القروض بنوك محلية ونتمتع هذه القروض وبمجموعة من الخصائص هي:³

- مدة الاستحقاق من 6 اشهر الى 25 سنة .
- قيمة القرض عادة أكثر 500 مليون دولار لكن رغم ذلك سجلت بع القروض ب15 الى 20 مليون دولار فقط.
- سعر الفائدة : معظم هذه القروض تمنح بأسعار فائدة متغيرة حيث يتم إضافة هامش معين الى سعر فائدة مرجعي وتتم مراجعة سعر الفائدة كل شهر شهرين 3 أشهر وفي الغالب 6 أشهر .
- الضمانات: القروض الأوروبية المشتركة تمنح في الغالب بضمانات من مجلس الإدارة سواء كلية أو جزئية ويمنح القليل منها فقط دون ضمان و الضمان يعفي أنه في حالة رفض بنوك التجمع المشاركة في منح القرض ويقوم مجلس إدارة التجمع البنكي بمنحة (أو جزء منه).

¹ - علي إبراهيم الخضر، إدارة الأعمال الدولية، المنهل، 2010، ص128.

² - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المرجع السابق، ص122.

³ - جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص85.

وتقدم القروض الأوروبية المشتركة على عدة أشكال نلخصها فيما يلي:

- قرض عادي: وهو قرض ذو مواعيد محددة للوفاء، ولا يمكن للمقترض إعادة اقتراض ما سدده من أصل القرض.
- قرض دوار: يسمح للمقترض بإعادة اقتراض ما دفعه في أي وقت خلال الفترة المتفق أن يكون القرض خلالها دوارا، وغالبا ما يتحول هذا النوع من القروض بعد نهاية مدة الدوران إلى قرض محدد مواعيد التسديد، ويفضل هذا الأسلوب عندما تكون احتياجات المقترض متذبذبة ارتفاعا وانخفاضا لعوامل معينة أو نتيجة لطبيعة الغاية الممولة.¹
- تسهيلات القروض القابلة للتجديد: وهي تشبه نوعا ما القرض الدوار إذ يمكن للمقترض إعادة سحب ما دفعه، لكن في هذه الحالة يتم تسديد ودفع الفوائد كل فترة، ثم يسحب مبلغ آخر يكون أقل من المبلغ الأول وهكذا...؛
- خط القرض: وهو نوع من التسهيلات الممنوحة للمقترض، حيث تتميز بإمكانية عدم استعمالها من قبل المقترض، إلا في حالة عدم الحصول على تمويل من مصدر آخر يقدم مزايا أفضل؛
- القروض مزدوج العملة الأجنبية: ويسمح هذا النوع من القروض للمقترض بتحويل القرض إلى عملة أجنبية أخرى، خلال فترة محددة بمعدل محدد مسبقا.²

2 - أدوات التعامل في سوق رأس المال الدولية:

وتتمثل أساسا في السندات الدولية، الأسهم الدولية، القسيمة الأوروبية والمشتقات المالية بكل أنواعها.

أ - السندات الدولية:

السندات الدولية هي سندات دين تباع إلى حد كبير خارج نطاق السوق بلد إقامة المقترض.³

¹ - خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية - المحلية والدولية -، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص355.

² - عمر عبدة سامية، المرجع السابق، ص22.

³ - David Loader, Clearing, Settlement and Custody, Elsevier Butter worth- Heineman, 2002, p25.

وتتمثل إصدارات السندات الدولية في:¹

- السندات الأجنبية: تباع السندات الأجنبية في بلد يختلف عن بلد إصدارها وبعملة تختلف عن عملته، ويتكفل بتسويقها سماسرة تابعين للبلد الذي تباع فيه، ويمكن للمستثمرين الذين يقتنون هذه السندات أن يكون من هذا البلد أو أجنبي.
- السندات الأوروبية: يمكن لهذه السندات أن تصدر بعملة مختلفة من دولار أمريكي، دولار كندي، الأورو وغيرها من العملات، وعادة ما تباع هذه السندات في بلد تختلف عملته عن عملة البلد الذي أصدرها.

وتختلف السندات الدولية عن السندات المحلية في عدة معايير نلخصها في الجدول الموالي:

الجدول رقم 03: مقارنة بين السندات المحلية والسندات الدولية

المعيار	السند المحلي	السند الأجنبي	السند الدولي
مصدرة من طرف	مقترض محلي	مقترض أجنبي	مقترض أجنبي
موطن الإصدار	السوق المحلي	السوق المحلي	أسواق اليورو الدولية
مصدرة من قبل	تجمع بنكي محلي	تجمع بنكي محلي	تجمع بنكي أجنبي
مقومة بـ:	العملة المحلية	العملة المحلية	أي عملة أجنبية
تنظيمها	قوانين الأوراق المالية للدولة المحلية	قوانين الأوراق المالية للدولة المحلية	لا تخضع لقوانين أي دولة معينة

Source : David Loader, Clearing, Settlement and Custody, Elsevier Butterworth- Heineman, 2002, p28.

بالإضافة للخصائص التي تميز السندات الدولية والمذكورة في الجدول أعلاه، نضيف الخصائص

التالية:²

- يتم تسجيل إصدارات السندات الأوروبية في لندن أو لكسمبورغ كما ان العديد من الصفقات تتم دون المرور بالبورصة بالرغم من أن التسجيل لدى السلطات هذه الأخيرة ضروري لبعض

¹ - سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية -، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، 2004، ص24.

² - محفوظ جبار، عمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص91.

المستثمرين بينما يتم تسجيل كل من السندات المحلية والأجنبية في البورصات المحلية وتداول عادة في الأسواق المنظمة؛

- تخضع تسوية المعاملات على السندات الأوروبية لقوانين بيوت المقاصة الدولية في حين تخضع السندات المحلية والأجنبية لبيوت مقاصة محلية؛
- تخفيف القيود التنظيمية المقروضة على السندات الدولية والتي يعود أساسا الى صعوبة ضبط المصدر إضافة الى أن ان السندات الدولية تأخذ شكل أوراق لحاملها؛
- تسديد القروض يتم حسب سجل استحقاقات حيث يتم تسديد عدد محدد مسبقا من الأوراق كل سنة وذلك حسب قائمة أرقام محددة مسبقا أو بإعادة شوائها من السوق او عن طريق سحب عشوائي.

ب - الأسهم الدولية:

السهم الدولي عبارة عن شهادة تخول لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة المصدرة للسهم، فهو سند ملكية ليس له استحقاق، ويتم إصدار الأسهم في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد المؤسسة المصدرة، ويستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال شريحة أوروبية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق، ومن شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.¹

حيث يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلد غير البلد الأصلي لها، أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة، كما أن المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات كان حوالي 100 مليون دولار أمريكي، ويمكن للمؤسسات المالية المختصة والبنوك أن تشتري هذه الأسهم كما يمكن للأفراد أن يوظفوا أموالهم فيها لتحقيق أرباح أكبر في الأجل القصير، أو بغرض تنويع حوافظهم المالية والتقليل من المخاطر في الأجل الطويل.²

¹ - عمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص32.

² - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات -، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص182.

ج - القسيمة الأوروبية:

ويتم إصدار القسيمة الأوروبية في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة، وتعود نشأة القسيمة الأوروبية إلى نهاية 1970 حيث اعتبر بعض المقترضين أن الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع انخفاض مستوى الخطر، مما دفعهم إلى البحث عن أداة أخرى تؤمن أفضل تجانس بين السعر والخطر، وفي سنة 1978 استحدثت سيتي بانك القسيمة الأوروبية وبذلك استفادت الجهات المقترضة من ضمان تمويل متوسط الأجل بتكاليف إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، مع إمكانية تعديل حجم الإصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض أو إنهائه دون تحمل أي تكلفة.¹

هـ - المشتقات المالية:

وتعرف المشتقات المالية بأنها عقود مالية تجرى تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعاملون بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر للأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد، ويتضمن العقد في أغلب الأحيان بعض أو كل الجوانب التالية:²

- الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد؛

- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛

- وقت سريان العقد؛

- تحديد الشيء محل التعاقد الذي يكون: سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر صرف أجنبي،

مؤشر أسعار....

وتتكون من الأدوات التالية:³

- **الخيار:** هو اتفاق بين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون

إلزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكلفة قيام العقد، لذلك فإن الخيار عقد يقوم بموجبه محرر

العقد بمنح مشتري العقد الخيار في أن يشتري منه أو يبيع له أو الاتيين معا أصل معين بسعر معين

وبكمية معينة خلال فترة زمنية معينة بتاريخ محدد.

والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء، بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع

خيار البيع، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ.

¹ - عمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص 30 - 31.

² - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، منشورات ألفا للوثائق، الجزائر، 2018، ص 162.

³ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 126 -

وهو عقد يعطي الحق وليس الالتزام لحامله في شراء أو بيع أصل من الأصول بسعر محدد الآن على أن يتم التسديد والتسليم في وقت لاحق مقابل علاوة غير قابلة للاسترداد.

- **العقود الآجلة:** وهو اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق. ويتخذ أحد الطرفين مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه، وتتم تسوية عند استحقاقه.

- **المستقبليات:** تتشابه هذه العقود مع الآجلة بدرجة كبيرة، بل تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها أوجد العقود المستقبلية، لذلك فالصورة الأولى للعقود المستقبلية كانت عقود آجلة تختلف عنها من حيث تمتعها بمخاطر سيولة أقل لكونها في البورصات فضلا عن تمتعها بشروط وخواص نمطية لا يتدخل بها أطراف العقد مما يسمح لها بالتداول في البورصات، ويمكن لأي من الطرفين تصفية موقفه بموجب شروط السوق، وتتميز أيضا بانخفاض مخاطر الائتمان مقارنة بالعقود المستقبلية لكونها تستدعي ضمان عند إبرام العقد.

- **عقود المبادلة:** هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة مستقبلية، ولذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...الخ).

رابعاً/ نماذج عن الأسواق المالية الدولية:

تتضمن أهم الأسواق المالية الدولية في السوق المالي الأمريكي، الأسواق المالية الأوروبية والأسواق الآسيوية، وسنحاول من خلال هذا التعرف على هذه الأسواق.

1 - السوق المالي في الولايات المتحدة الأمريكية:

توجد في الولايات المتحدة الأمريكية حوال 14 بورصة ولعل أهمها بورصة نيويورك، ونظرا للوزن الكبير للاقتصاد الأمريكي في الناتج الاجمالي فمن المؤكد أن تشمل حركة التداول في كل من بورصة

نيويورك وبورصة ناسداك ما يوازي نحو نصف إجمالي حركة التداول في بورصات العالم، خاصة أن العديد من أسهم الشركات الدولية الكبرى يتم تداولها في هاتين البورصتين.¹

وفيما يلي نذكر أهم الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية:

أ - بورصة نيويورك:

أنشأت بورصة نيويورك سنة 1821 في وول ستريت²، وأدى إدخال شريط الأسهم في عام 1867 إلى إحداث ثورة في اتصالات السوق من خلال إتاحة نقل معلومات السوق بسرعة في جميع أنحاء الولايات المتحدة، مما أدى إلى تضيق الفجوة بين وول ستريت والشارع الرئيسي بشكل كبير. عندما تم تركيب الهواتف في بورصة نيويورك في عام 1878، أصبح السوق أكثر كفاءة، وفي 15 ديسمبر 1886، تجاوز حجم التداول مليون سهم لأول مرة، ومع استمرار نمو سوق الأسهم، انتقلت بورصة نيويورك في عام 1903 إلى مبنى جديد يضم قاعة تداول أكبر بكثير.³

وأصبحت البورصة الأهم في العالم لذلك يشترط للتسجيل فيها ثلاث شروط وهي:

- أن يكون للشركة مكانتها في بورصة نيويورك؛
- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع مميز؛
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

وتستأثر بورصة نيويورك بحوالي 75% من إجمالي عمليات تداول الأوراق المالية من بين 14 بورصة أمريكية، وبسبب ضخامة رؤوس الأموال التي تصرف بها تمارس تأثيرا قويا على بقية أسواق العالم المالية.⁴

¹ - أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017، ص103.

² - نوال بوعلام سرمد، البورصة والأسواق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، 2021، ص29.

³ - The history of NYZE, Available through the link : <https://www.nyse.com/history-of-nyse>, Accessed on: 10/02/2024.

⁴ - محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، إي كتب، لندن، 2019، ص74.

ب - بورصة الناسداك:

وهي اختصار لـ: The National Association of securities Dealers Automated Quotation System ، ويتم التداول فيها إلكترونيا خارج البورصة وعلى مدار الساعة، ويشرف عليه الجمعية الوطنية للمتعاملين في الأوراق المالية، ويضم سوق ناسداك 3000 وكيل و300 وسيط بالعمولة، وتسمح بالمتاجرة بأي سهم مسجل في أي سوق مالي.¹

ج - بورصات المشتقات:

وهي بورصات تداول المشتقات المالية وتتمثل في كل من بورصة شيكاغو لعقود الخيارات (CBOE)، مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT)، بورصة شيكاغو التجارية (CME)، بورصة شيكاغو (CHX).

وتتداول في السوق الأمريكي عدة أدوات مالية لعدة قطاعات أهمها:²

- قطاع التكنولوجيا: ويضم شركات المعلومات والابتكار التكنولوجي، ومزودي البرمجيات والأجهزة وما يتعلق بالإنترنت والحوسبة بناء المعدات والمكونات والأجهزة صانعي أشباه الموصلات والمعدات المستخدمة لإنتاج رقائق أشباه الموصلات، ومن أشهر شركات القطاع نذكر: Apple، Microsoft، Amazon.
- قطاع المالية: ويشمل الشركات المالية كالبانوك الاستثمارية والتجارية وشركات التأمين ومقدمي الخدمات المالية، فضلا عن شركات إدارة الأصول والوسطاء، ومن أشهر شركات القطاع نذكر Bank of America، JPMorgan Chase، Visa.
- قطاع الطاقة: يشمل الشركات العاملة في مجال التنقيب عن موارد الطاقة وإنتاجها وتكريرها وبيعها بما في ذلك النفط والغاز الطبيعي فضلا عن الشركات التي تخدم هذه الصناعات، ومن أشهر شركات القطاع نذكر: Chevron، Exxon Mobil.

¹ - المرجع السابق.

² - تعرف على سوق الأسهم الأمريكية، نقلا عن الموقع: <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/423>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/02/02.

وتتضمن سوق الولايات المتحدة الأمريكية عدة مؤشرات تظهر لنا وضعية السوق الأمريكي أهمها مؤشر داوجونز الصناعي وهو مؤشر خاص بسوق نيويورك، تم إنشاؤه سنة 1885 وكان يتضمن 12 سهما منها 10 أسهم شركات السكك الحديدية، وفي سنة 1989 تضمن المؤشر 20 سهم ليرتفع عدد الأسهم سنة 1928 إلى 30 سهم وثبت على ذلك، ومؤشر ستاندر أند بور تم إنشاؤه سنة 1957 ويعتبر من المؤشرات الأكثر شهرة واستخداما ويتكون من 500 سهم موزعة على 425 سهم لشركة الصناعة و25 سهم لشركات منافع عامة و5 سهم لشركة الخدمات العامة.¹

2 - السوق المالي الأوروبي:

يعود ظهور الأسواق المالية في أوروبا مع قرن 14 مع بلجيكا التي تعد مهد مفهوم البورصة، حيث يجتمع التجار في مقر عائلة فان دير بيورز في بروكس لممارسة الأعمال التجارية عن طريق تداول خطابات الصرف، وفي سنة 1602 بدأ تداول أول أسهم الشركات في العالم في أمستردام، وفي سنة 1724 تأسست بورصة باريس على يد الملك لويس الخامس عشر، وفي سنة 1769 تم إنشاء جمعية رجال الأعمال (Assembleia dos Homens de Negócia)، وهي الجمعية التي سبقت بورصة لشبونة، في ساحة التجارة في لشبونة، ثم سنة 1793 تأسست بورصة دبلن في مقهى البورصة القديم في دبلن، وفي سنة 1808 تم إنشاء بورصة ميلانو للبضائع بمرسوم من نائب الملك أوجين نابليون، وفي 1819 تأسس مصرف أوصلو بورس باسم كريستيانا بورس لخدمة مصالح طبقة التجار في عاصمة الدولة الجديدة، وفي سنة 1923 ظهرت بورصة أمستردام أول بورصة في العالم تقبل عضوا من النساء، وهي هنرييت ديتريدينج، وتلتها أوناه كيو في دبلن عام 1925، وتم إنشاء أول بورصة خيارات في أوروبا في أمستردام سنة 1978 وتم إطلاق عقد يورونكست الرئيسي للعقود الآجلة للقمح المطحون في بورصة باريس سنة 1998، وفي سنة 2000 تندمج بورصات أمستردام وبروكسل وباريس لتشكيل بورصات يورونكست، وفي سنة 2002 تتضمن Bolsa de Valores de Lisboa e Porto إلى المجموعة، لتصبح Euronext Lisbon وتجلب شركة Interbolsa البرتغالية للإيداع المركزي للأوراق المالية التي أصبحت الآن Euronext Securities

¹ - محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر بين العوائد ومخاطر، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018، ص193.

Porto. وفي سنة 2007 اندمجت بورصة يورونكست وبورصة نيويورك لتشكلا بورصة نيويورك يورونكست.¹

وتضم بورصة أورونكست كل من:²

- الأسواق الأولية:

والتي تتكون من الأسواق المنظمة أو الأسواق المبتدئة، بما في ذلك: سوق يورونكست الرئيسي، يورونكست النمو ويورونكست أكسس، لإصدار الأسهم والسندات حيث تدعم المصدرين المحتملين في كل خطوة على الطريق، من خلال برامج ما قبل الطرح العام الأولي، والخدمات الاستشارية المصممة خصيصا، والقطاعات المستهدفة (مثل يورونكست ستار للتميز في الشركات الصغيرة والمتوسطة، ويورونكست تك ليدرز للشركات للشركات التقنية عالية النمو)، ومجموعة من الخدمات المؤسسية للشركات المدرجة، بما في ذلك حلول البث الشبكي المبتكرة، منصة إدارة علاقات المستثمرين واستهداف علاقات المستثمرين وتحليل المساهمين.

- الأسواق الثانوية:

والتي تضم أسواق الأوراق المالية، أسواق المشتقات المالية، تداول العملات الأجنبية الفورية والمعادن الثمينة وعقود الفروقات غير المباشرة التداول الإلكتروني للدخل الثابت يتداول المستثمرون من المؤسسات والمستثمرون الأفراد = الأسهم والمشتقات والأدوات المالية الأخرى عبر أعضاء البورصة.

والتي يتم فيها التداول في الأسهم، والعملات الأجنبية (عبر بورصة يورونكست للعملات الأجنبية)، وصناديق الاستثمار المتداولة في البورصة، والضمانات والشهادات، والدخل الثابت (بما في ذلك أحد أسواق الدخل الثابت الإلكترونية الرائدة في أوروبا، MTS)، والمشتقات والسلع. بما في ذلك السلع الزراعية والمأكولات البحرية (مجمع الأسماك) والطاقة (مجمع نورد بول).

¹ - Euronext : The leading market infrastructure in Europe, Euronext, p6. Available through the link : <https://www.euronext.com/en/about/our-organisation>, Accessed on: 10/03/2024.

² - Ibid, p10.

يمكن للوسطاء والمستثمرين الوصول إلى حلول التجميع والوصول إلى الأسواق، وخدمات إعداد التقارير والنشر، وبيانات السوق، والأبحاث الكمية، وإدارة العملات والأبحاث، بالإضافة إلى خدمة أفضل تنفيذ مخصصة للمستثمرين الأفراد.

وتضم بورصة يورونكست أكثر من 900 مؤشر قياسي بما في ذلك AEX، و BEL 20، و CAC 40، و CAC 40، ومؤشر ISEQ 20، ومؤشر MIB، ومؤشر OBX، ومؤشر PSI.

3 - السوق المالي في اليابان:

يعتبر السوق الياباني حديث نسبياً إذا ما قورن ببعض البورصات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية مثل بورصة لندن وأمستردام في أوروبا، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة، تم إنشاء أول سوق مالي ياباني في مدينة طوكيو في ماي 1878، وكانت السندات الحكومية هي الأوراق المالية الوحيدة المتداولة في السوق المالي الياباني، وقد بدأ السوق المالي الياباني خطواته نحو الاستقرار والتقدم بعد الحرب العالمية الثانية، حيث توالى افتتاحات البورصات الأخرى حتى بلغت ثمانية أسواق محلية.

وتعتبر بورصة طوكيو البورصة الأهم في اليابان، فهي تستحوذ على 83% من إجمالي عمليات التداول في الأوراق المالية في اليابان، وهي تعتبر أقوى البورصات العالمية المنافسة لبورصة نيويورك، ويتسم السوق المالي الياباني بالخصائص التالية:¹

- انخفاض المخاطر؛
 - تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة؛
 - اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية؛
 - اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- وتتداول في السوق الياباني عدة أدوات مالية لعدة قطاعات أهمها:²

¹ - محمد أحمد الجيزاوي، المرجع السابق، ص76.

² - قطاعات سوق الأسهم اليابان، نقلا عن الموقع: <https://ar.tradingview.com/markets/stocks-japan/sectorandindustry-sector/>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/01/03.



- قطاع المالية: ويشمل الشركات المالية أهمها MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP INC، TOKYO CENTURY CORPORATION؛
- قطاع التكنولوجيا الإلكترونية: ويضم شركات التكنولوجيا أهمها SONY GROUP، PLAT'HOME CO LTD، CORPORATION .
- قطاع الصناعات الموجهة للمنتجين: يشمل شركات الصناعات، ومن أشهر شركات القطاع نذكر: DAIWA HEAVY INDUSTRY CO، HITACHI .

ومن أشهر مؤشرات الأسعار الأكثر استخداما في البورصات اليابانية، ولهما شهرة عالمية وهما مؤشر نيكاي وتم إنشاءه سنة 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة، ومؤشر توبكس والذي تم إنشاءه سنة 1968 والذي يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل القطاعات.¹

¹ - محمد شاهين، المرجع السابق، ص195.

أسئلة للمراجعة:

1. أذكر أهم الفروقات بين السوق المالي المحلي والسوق المالي الدولي؟
2. ما هي أهم العوامل التي أدت لظهور السوق المالي الدولي؟
3. اعط أهم العوامل المساعدة لإنشاء السوق المالية الدولية؟
4. اشرح باختصار أقسام السوق المالية الدولية؟
5. أجب بصحيح أو خطأ مع تصحيح الخطأ إن وجد:
 - إن المتتبع للأسواق المالية الدولية يلاحظ استقرار هذه الأسواق واستقلاليتها عن بعضها البعض؛
 - تمنح القروض الأوروبية المشتركة للشركات التي تتمتع بشهرة عالمية بدون فائدة وبدون ضمانات؛
 - تصدر شهادات الايداع الدولية من طرف الشركات المحلية ويتحصل المستثمر الذي يشتريها على فوائد؛
 - تستفيد الجهات المقترضة في إطار القسيمة الأوروبية على تمويل طويل الأجل بتكاليف إصدار متوسطة الأجل.



المحور الثالث

آليات عمل الأسواق المالية الدولية

الأهداف التعليمية

للمحور

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل يتوقع أن يكون الطالب قادرا على اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- التعرف على آلية إصدار الأسهم الدولية والسندات الدولية؛
- معرفة أهم المؤسسات الفاعلة في السوق المالي الدولي؛
- فهم كيفية التداول في السوق المالي الثانوي الدولي؛
- التعرف على مختلف الطرق المعتمدة لتسعير الأصول المالية الدولية؛
- فهم آلية العمل بالمشتقات المالية؛
- إدراك مميزات السوق المالي الدولي.

تهييد:

يتم التعامل في الأسواق المالية الدولية من خلال البنوك الدولية التي تقوم بإنشاء تجمع مصرفي دولي (syndicat) المصرفية الخاصة بكل إصدار، والتي تتولى عملية إدارة المراحل المختلفة لعملية إصدار الأوراق المالية حتى يبيعها للمستثمر النهائي.

أولا/ إصدار الأوراق المالية الدولية:

يتم إصدار الأوراق المالية الدولية في السوق المالية الأولية التي تتولى فيها البنوك الدولية هذه العملية، وفيما يلي سنركز على إصدار كل من السندات الدولية والأسهم الدولية.

1 - إصدار السندات الدولية:

تقوم مجموعة من المصارف الدولية بإدارة وتمويل القرض نيابة عن المقترض إذا كان القرض صغير الحجم وفترة الاستحقاق قصيرة أو متوسطة الأجل، أما إذا كان حجم القرض المطلوب كبيرا ويفوق قيمة الحصص التي اكتتب فيها مجموعة المصارف المختلفة، المصارف المديرة للقرض والمصارف المشاركة في الاكتتاب العام، وكانت فترة الاستحقاق المرغوبة طويلة الأجل من 15 إلى 20 سنة أو أكثر، فإن المجموعة المصرفية تقوم بإصدار سندات دين تطرح على المصارف لشرائها أو تقوم بدورها بتسويق هذه السندات وبيعها للمستثمرين من أفراد وشركات، وتحصل هذه المجموعة على نسبة مئوية تتراوح بين 1% و1.5%، ما يتقاضاه التجمع المصرفي الأول الذي أصدر السندات، وتبدأ عملية تداول السندات بعد إصدارها بين المستثمرين والبائعين في البورصة.¹

وتمر عملية إصدار السندات الدولية بأربعة مراحل أساسية نلخصها فيما يلي:²

أ - المرحلة الأولى: المفاوضات التمهيديّة

هذه المرحلة التمهيديّة توضح الدور المحرك لكبريات المصارف الدولية على صعيد نشاطها التجاري والتسويقي، فرئيس المجموعة المستقبلي هو الذي يتحرى عن المقترضين المحتملين بهدف الحصول على

¹ - جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، المنهل، 2014، ص370.

² - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003. ص 185 -199.

تفويض من أجل القيام ببيورو إصدار، وبالتأكيد لا يتم التحضير للإصدار بدون المشاركة الفعالة للمقترض خصوصا إذا كان هذا الأخير معتادا على هذا النموذج من العمليات، أو متاحا له الخيار بين إمكانيات تمويل متعددة.

إن المسعى من التحري عن المقترضين يبرز حدة المنافسة التجارية التي تسود بين المصارف المرشحة لكي تكون رئيسة مجموعة في الأسواق المالية الدولية.

- تحديد نوعية المقترض:

المرحلة الأولى من الاتصالات التمهيديّة لا يتوخى منها سوى التوجه إلى مقترضين من القطاعين العام والخاص يتمتعون بمصداقية جيدة، فالنسبة للذين يتمتعون مسبقا بتصنيف معترف به صادر عن وكالات التصنيف الدولية Moody's، Standart and poor's... تكون العملية سهلة نسبيا، فلكي يتم التوجه إلى الأسواق المالية الدولية يجب الحصول على درجة تصنيف أعلى من BBB تبعا لتصنيف poor's Standart and، أما المصدرون الذين لا يتمتعون بتصنيف معترف به فيفترض أن تكون شهرتهم ووضعتهم المالية مماثلتين لتلك الخاصة بأفضل المقترضين الدوليين.

حتى وإن كان غير الزامي فإن المصارف تتصح المقترض خلال المناقشات التمهيديّة بطلب الحصول على درجة تصنيف، بالإضافة إلى القيام بتحليل مالي معمق لوضعية المقترض، وفي حال كون المقترض دولة أو جهاز حكومي فإن المهمة تصبح أكثر تعقيدا.

- تحديد نموذج التمويل:

تتركز هذه المرحلة في تحديد نموذج القرض الذي يجيب بشكل أفضل على حاجات المقترض، وبتعبير أفضل هل يجب الأخذ بسندات متوسطة أو طويلة الأجل، سندات تقليدية أم قابلة للتحويل، سندات بفائدة أو بدون فائدة.....

وعندما يتحدد نموذج الأصل المالي الذي سيقترض على أساسه يجب تحديد عملة تحرير القرض، كما أن 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 بالين الياباني، فقد يكون من الأجدي الاقتراض بالجنيه الإسترليني لأن الشروط التي تسود السوق خلال الموعد المحدد تكون مواتية جدا، كذلك وفي نفس

السياق قد تكون من الحكمة الاستفادة من سند بمعدل متغير حتى وإن كان المشروع قد يفضل في البدء بالسندات بمعدل ثابت.

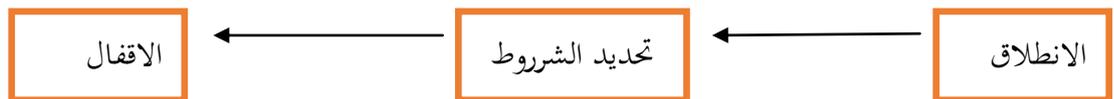
- الإخراج المالي لمختلف حلول التمويل:

يتم الإخراج المالي لمختلف خيارات التمويل بهدف إيجاد الحلول للمشكلات المطروحة خلال المرحلة الفرعية السابقة، فالإخراج المالي يتركز في إعداد اقتراحات ملموسة بخصوص المبلغ، المدة، القسيمة والتكلفة...

يقدم رئيس المجموعة خطيا اقتراحاته 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 في العملية.

الإصدار للسندات الأوروبية يستغرق ما بين أسبوعين إلى أربع أسابيع، وينطبع هذا الحيز الزمني بثلاثة تواريخ هامة: تاريخ الانطلاق بالإصدار، تاريخ تحديد الشروط وتاريخ الاقفال، بين هذه التواريخ الثلاثة ينجز ما اصطلح على تسميته بما قبل التوظيف العلني ومن ثم التوظيف العلني.

الشكل رقم (04): تسلسل مراحل الأورو إصدار



التوظيف العلني

من أسبوع الى أسبوعين

التوظيف الأولي المصرفي

من أسبوع الى أسبوعين

المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003. ص 193.

ب - المرحلة الثانية: التوظيف الأولي المصرفي (ما قبل التوظيف العلني)

المعنيون بالقرض خلال مرحلة التوظيف الأولي المصرفي هم حصرا المصارف الدولية والمجموعة المصرفية التي أسست من أجل القيام بالإصدار، تأسيس المجموعة المصرفية حتمي وأكد لأنها تأخذ على عاتقها عملية الاكتتاب بالإصدار، وتوظفه لدى المستثمرين النهائيين.

الأدوار داخل المجموعة المصرفية تتحدد بدقة، ويمكن التمييز بين ثلاثة منها:

- رئيس المجموعة:

تشمل مجموعة الإدارة أولا على رئيس المجموعة أو احتماليا على رؤساء المجموعة بالإضافة إلى مجموعة من البنوك الدولية التي تكون مجموعة الإدارة.

رئيس المجموعة هو المتحكم بمختلف مراحل عملية الإصدار، ويقع على عاتقه:

- تأسيس وإدارة وتوجيه المجموعة المصرفية؛
- يقود المناقشات مع المقترض أثناء تحديد الشروط النهائية للقرض؛
- يراقب مرحلة انطلاق التوظيف العلني؛
- ينظم استقرار سوق الأوراق المالية خلال وبعد الإصدار.

تتكون رئاسة المجموعة محصورة في الغالب برئيس واحد، لكن فيما يتعلق بالإصدارات الهامة من المحتمل أن يصل عدد رؤساء المجموعة إلى أربعة، وهؤلاء الآخرون يتوزعون المهام بين:

- تجميع الطلبات وأمانة سر الإصدار؛
- الوكيل المالي للمقترض.

أما باقي أعضاء المجموعة فيتراوح عددهم ما بين أربعة أعضاء وعشرون عضوا يجري اختيارهم بالاتفاق التام مع المقترض لكي يساهموا في تشكيل مجموعة الإدارة، هذه المصارف هي مؤسسات مشهورة في أسواق الأورو وتكتب بجزء هام من القرض، يضمن رؤساء المجموعة على وجه بات الاكتتاب بـ40% 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.

- مجموعة الضمانة:

الضامنون الذين يتشكلون من رؤساء المجموعة ومن باقي البنوك في مجموعة الادارة المدعومين من بنوك أخرى في حالة الاصدارات الهامة يشكلون مجموعة الضمانة، الذين يضمنون الاككتاب العلني بكامل القرض، أي في حالة التوظيف السيء لدى الجمهور فإن مجموعة الضمانة تقوم بشراء كل ما هو غير مباع، ويمكن للمجموعة الضمانة أن تضم العشرات من المصارف الدولية في حالة الاصدارات الهامة.

- مجموعة التوظيف:

أعضاء مجموعة التوظيف 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.

الجدير بالذكر أن الوظائف الثلاث الادارة، الضمانة والتوظيف يمكن أن تملأ معا من قبل كل مصرف، ويتحصل على تعويض محدد، فيما يتعلق بإصدار يبلغ 250 مليون دولار ومدته تتراوح ما بين خمس وسبع سنوات يمكن أن تصل نفقات الإصدار الاجمالية إلى 8/7 % من المبلغ الاسمي للقرض وهي تتوزع كالاتي:

- عمولة الادارة 8/1 % ؛
- عمولة الضمانة 4/1 % ؛
- عمولة التوظيف 2/1 % .

في يوم إطلاق الإصدار يرسل رئيس المجموعة دعوات بالفاكس إلى مختلف المصارف المختارة لكي تنظم مجموعة الإدارة، الضمانة ومجموعة التوظيف، حيث أن الدعوات المرسله بالفاكس تحدد بشكل خاص المبلغ الذي يعرض على كل من المصارف مقابل إسهاماته.

فترة التوظيف الأولي المصرفي تسمح للمصارف المتعاقدة المتصل بها باختبار الإصدار لدى المستثمرين النهائيين، وهذه المصارف بدورها تبلغ رئيس المجموعة بكمية الأوراق المالية التي ترغب بحيازتها بغية إعادة توظيفها.

وخلال فترة التوظيف الأولي المصرفي يدون رئيس المجموعة إجابات المصارف لكي تنظم إلى مجموعة الإدارة، الضمانة والتوظيف، بالإضافة للإيجابيات حول عدد الأوراق المالية المطلوبة والتي تسمح بتكوين فكرة دقيقة حول اهتمام السوق بالإصدار.

ج - المرحلة الثالثة: تحديد الشروط وتخصيص الأوراق المالية

إن تاريخ تحديد الشروط هو التاريخ المرتقب للتثبيت النهائي لشروط القرض فحتى هذا الحين لم يعط سعر الإصدار ولا مبلغه إلا على سبيل تأشيري، 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 تبيع جزءاً منها على الفور.

إن تحليل 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.

وإذا ما أعطى المقترض موافقته 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 الإدارة محسوماً منه العمولات.

د - المرحلة الرابعة: التوظيف العلني وإقفال الإصدار

إن التوظيف العلني يتمثل 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 المجموعة.

كما يطلب رئيس المجموعة قبول الورقة المالية للتسعير في إحدى بورصات القيم، أما الإقفال فيتم في التاريخ المحدد ويتم تحويل المبالغ المالية المقابلة للأوراق المالية التي تم توظيفها من طرف أعضاء syndicat دفعة واحدة ويمنح للمصدر، وهذا مقابل الأوراق المالية المكتتب بها التي تنقل لاحقاً إلى المستثمرين النهائيين.

بعد الانتهاء يقوم رئيس المجموعة بالإعلان في الصحف المالية المتخصصة عبر خانة إعلانات تعرف بـ tombstone عن نجاح العملية مشيراً إلى المصارف المشاركة بها.

وتحتل السندات الدولية مكانة هامة في أسواق الدين العالمي حيث تطور إصدارها عبر السنوات وباستخدام مختلف العملات الدولية، والجدول الموالي يبين حجم إصدار السندات الدولية خلال الفترة 2011-2014:

الجدول رقم 04 : إصدارات السندات الدولية خلال الفترة 2011-2014 (بليون دولار أمريكي)

2014	2012	2011	حجم الإصدار
763.8	798.2	1111.1	السندات الدولية

Source : Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, 2012-2015.

نلاحظ من الجدول أن حجم إصدارات السندات الدولية معتبرة جدا والتي وصلت قيمتها 1111.1 بليون دولار أمريكي سنة 2011، وهذه السندات مصدرة بعدة بالعملات التالية: الدولار الأمريكي، الأورو، الين الياباني، الجنية الاسترليني، الدولار الكندي وعملات أخرى، والتي أصدرتها عدة دول متقدمة والمتمثلة في استراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، قبرص، دنمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، ايسلاندا، غيرلندا، إيطاليا، يابان، لوكسمبرغ، هولندا، نرويج، برتغال، سلوفانيا، اسبانيا، سويد، سويسرا، المملكة المتحدة الأمريكية، والدول النامية والمتمثلة في قطر، جنوب إفريقيا، تونس، الإمارات العربية المتحدة، الصين، الهند، إندونيسيا، كوريا، ماليزيا، فلين، تايلاندا، كرواتيا، مجر، بولندا، روسيا، تركيا، الأرجنتين، برازيل، شيلي، كولومبيا.¹

وكمثال عن السندات الدولية المطروحة دوليا نجد: السندات الدولية للحكومة الاتحادية لدولة الإمارات العربية المتحدة ممثلة في وزارة المالية والتي صنفت بـ Aa2 حسب وكالة موديز، والسندات المصدرة هي سندات غير مضمونة، تم إصدارها في 19 أكتوبر 2021 لمدة 10 سنوات، وبالتالي فتاريخ الاستحقاق هو 19 أكتوبر 1931 بقيمة 1000000000 دولار أمريكي، مع عائد الطرح بـ 2.23 % وتستحق معدل كوبون 2% والتي تم إدراجها في سوق لندن للأوراق المالية.

¹ - Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2015, p241.

تمثلت الجهة المسؤولة عن إدارة الإصدار في بنك أبو ضبي التجاري، ستي بنك، بنك الإمارات دبي الوطني، بنك أبو ضبي الأول، بنك اتش سي بي سي جي بي مورقان، بنك المشرق، بنك أوف أمريكا، ستاندرد تشارترد.¹

2 - إصدار الأسهم الدولية:

إن إصدار الأسهم الدولية وتوظيفها يتطلب إنشاء syndicat إصدار، تقوم بتأمين الاتصال بين المستثمرين الدوليين ضمن أفضل الشروط الممكنة.

أ - وظائف syndicat الإصدار:

يمكن تقسيم وظائف مجموعة الإصدار إلى ثلاثة وظائف وهي:

✓ الوظيفة الأولى: والتي تتمثل في تنظيم وتنسيق الإصدار؛

✓ الوظيفة الثانية: وهي وظيفة ضمان الإصدار، أو الالتزام البات بالاككتاب الكامل؛

✓ الوظيفة الثالثة: وتتمثل في عملية توظيف الأسهم.

في إطار syndicat يشارك بعض الوسطاء في الوظائف الثلاث الموضحة، في حين أن البعض الآخر لا يشارك إلا في الوظيفتين الأخيرتين، والبعض الآخر لا يشارك إلا في الوظيفة الأخيرة وهي التوظيف، أما العلاقات بين مختلف مجموعات المتدخلين فتتظم عبر عقود يحضرها رئيس المجموعة.

إن اختيار رئيس المجموعة يعتبر عنصرا أساسيا في عملية الإصدار، والذي يتأثر على مدى واسع بطبيعة العلاقات التي ينسجها المصدر مع الرؤساء المحتملين وبأهداف التوظيف وبدرجة توزع المساهمين المرغوب بها.

إن رئيس المجموعة يشارك في إعداد لائحة بيوت الأوراق المالية والمصارف المدعوة لكي تكون جزءا من مجموعة الضمانة، التي تكفل للمصدر أيا تكن ظروف السوق الحصول على كامل رؤوس الأموال التي ينتظرها من الإصدار، كذلك فإن ضخامة مجموعة الضمانة ترتبط مباشرة بحجم الإصدار وبالخطر المدرك أو المرتقب، كما تضم أيضا syndicat الإصدار مجموعة التوظيف بهدف تسهيل حشد

¹ - الإمارات العربية المتحدة، وزارة المالية، سندات الإمارات الدولية للمستثمرين العالميين، نقلا عن الموقع: <https://mof.gov.ae/fdmo-international-bond-ar>، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2024/01/12.

المستثمرين النهائيين، فكلما كان الهدف توظيف الإصدار لدى مستثمرين فرديين كلما أصبح دور مجموعة التوظيف أكثر أهمية.

أما العمولات التي يتحصل عليها أعضاء syndicat فهو يرتبط بكيفية التوزيع وبالذور الذي يلعبه مختلف المشاركين، كما أن المبلغ يختلف تبعاً لوضعية السوق العامة ولدرجة المنافسة بين الوسطاء المحتملين وللخطر المتعلق بالمصدر، لكن بشكل عام فإن عمولة التوظيف تمثل 60% من مجموع العمولات.¹

ب - طرق توظيف الأسهم:

عند إطلاق الإصدار يمكن للمصارف أن تختار بين إحدى الطريقتين التاليتين لدخول السوق؛ الطريقة الأوروبية وطريقة Book Building.²

- طريقة التوظيف الأوروبية (التقليدية):

ترتكز هذه الطريقة بالدرجة الأساسية على التأكد من توظيف حجم معين من الأسهم بمعزل عن ظروف السوق، وتتميز هذه الطريقة بخاصيتين أساسيتين:

- وجود ما يسمى "فترة التوظيف الأولي المصري" أو بفترة ما قبل التوظيف؛
- إنشاء مجموعة ضمانة حين بدء العملية.

حيث يتفق رئيس مجموعة الإصدار والمصدر على حجم الإصدار، وعلى سعر الأسهم التي ستعرض على المستثمرين؛ تحديد السعر قد يكون شديد الدقة، في حال تم التوجه للمرة الأولى إلى السوق؛ وإذا كان الموضوع يتعلق بزيادة في رأس المال فإن المصدر سيلجأ إلى سعر السوق لكي يحدد هامش السعر المقبول مبدئياً.

بعد تحديد حجم الإصدار خلال الفترة التي تسبق التوظيف، ينقل أعضاء مجموعة التوظيف طلباتهم، ثم تقوم مجموعة الإدارة بتوزيع الأسهم وبعد أن يجرى توزيع الأسهم وبيعها في السوق الثانوي تحل syndicat غير أن العديد من الصعوبات قد اعترضت هذه الطريقة وهي:

¹ - وسام ملاك، المرجع السابق، ص 200.

² - المرجع نفسه، ص 201 - 204.

✓ طول فترة التوظيف الأولي المصير في التي تولد حالة من التردد المرتبط بتقلبات الأسواق المالية بين تاريخ إطلاق العملية وتاريخ التسليم الفعلي للأسهم؛

✓ الارتفاع الشديد لعمولة الضمانة في حال تم كل شيء على ما يرام، وقيمتها الزهيدة في حال واجه الإصدار صعوبات؛

✓ يؤخذ على هذه التقنية تسببها بنقص في الدقة عند التوزيع لأن رئيس المجموعة لا يمكن أن يقدر الطاقة الفعلية لأعضاء مجموعة التوظيف.

لقد شهدت هذه الطريقة بعض التعديلات، فمن ناحية وفيما يتعلق بالإصدارات العالمية تم استحداث وظيفة رئيس المجموعة الإقليمي على أمل أن يجرى التمكّن على وجه أفضل من تقييم قدرة التوظيف الفعلية لكل من أعضاء syndicat.

- تقنية الـ **Book Building** :

تتمثل هذه التقنية في إرغام جميع بيوت الأوراق المالية لزيائنها على توقيع عقود تعهد بالأسعار فيما يتعلق بالأسهم التي يراد الاككتاب بها، مجموع عقود التعهد هذه تدون في سجلات رؤساء المجموعات، ومع خلق حالة من التنافس الضاغط في أوساط المستثمرين المحتملين يجرى الحصول بالنسبة للمصدر على سعر يعكس بموضوعية أكثر ظروف الطلب في وقت الإصدار.

وتهدف طريقة "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، وبتكوين فكرة إلى حد ما دقيقة حول النوايا الفعلية للمستثمرين.

لقد تعرضت هذه الطريقة أيضا للعديد من الانتقادات أهمها أنها تفرض درجة عالية من الشفافية، مما يؤدي إلى إطلاع رؤساء المجموعات على المعلومات الخاصة بزيائن المصارف وبيوت الأوراق المالية الأعضاء في المجموعة من دون أن يحصل العكس أي مقابل عدم استفادة هؤلاء من المعلومات الخاصة بزيائن رؤساء المجموعات.

ثانيا/ تداول الأوراق المالية الدولية في الأسواق الثانوية الدولية:

السوق الثانوي الدولي هو عبارة عن الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية الدولية التي تم إصدارها في السوق المالي الأولي الدولي، ويشمل تداول الأوراق المالية الدولية البيع والشراء بين حامل الورقة وأي مستثمر آخر والملاحظ أن نتائج بيع الأوراق المالية لا تذهب مباشرة للجهة المصدرة بل تذهب إلى حاملي الأوراق المالية (وهو يتحملون خسائر في حالة انخفاض سعر الورقة).

1 - مميزات السوق الثانوي الدولي:

يتم العمل في السوق من خلال شبكة من المتدخلين المتخصصين الموجودين في أكبر المراكز المالية في العالم، (المركز المالي الدولي هو مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه ومن أهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، زيورخ، سنغفورة، البحرين، لوكسمبرغ...).

تنتقل المعلومة وتتنجز العمليات فيما بينهم عبر وسائل اتصال مختلفة: الهاتف، الفاكس، التلكس، شبكات قواعد المعلومات، ويقوم المتدخلون المتخصصون بإجراء الغالبية العظمى من العمليات في الأسواق الدولية، أما العمليات التي تجرى بواسطة لندن أو اللوكسمبورغ فهي لا تشكل إلا جزءا ضئيلا عديم الأهمية.

فيما يتعلق بالأوراق المالية الدولية، فإن المالكين والحائزين المحتملين ينتشرون في جميع أرجاء العالم، وفي ظل هذه الظروف فإن بورصات القيم المحلية (الوطنية) ليست تنافسية بالمقارنة مع وسطاء دوليين متخصصين بعدد قليل من الأوراق المالية، ويمكن إيجاز إيجابيات العمليات في السوق خارج البورصة إذا ما قورنت بالعمليات البورصوية في مركز محدد بالتالي:¹

- **الجهوزية:** تعني القدرة على إجراء عمليات في أي وقت، وهذه حالة الأسواق خارج البورصة، حيث يستمر التسعير على إمتداد ساعات اليوم؛
- **المرونة:** متأتية من القواعد التنظيمية القليلة التقييد، وهذا ما يسمح بتكيف سريع للإجراءات مع طلبات المستثمرين؛

¹ - وسام ملاك، المرجع السابق، ص212.

- **السرية:** وهو عامل مهم بالنسبة لمصدر الأمر (المستثمر) فإمكانية التداول مباشرة مع وسيط مستقل عن المصدر يسمح بضمان سرية العملية، والكتمان مسموح به بفضل اعتماد صيغة الأوراق المالية لحاملها.

2 - أهم الوسطاء في السوق الثانوي الدولي:

الوسطاء هم عبارة عن الأفراد أو الشركات الذين يعينون في السوق للقيام بأعمال الوساطة، أو بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص، وبوجود ثلاثة أنواع من الوسطاء، هم السماسرة، والمتاجرون، والمتخصصون أو صناع السوق، والتي نلخصها فيما يلي:¹

- السماسرة:

السمسار هو شخص ذو علم ودراية في شؤون الأوراق المالية، وبصفة عامة فهو يقوم بتقريب شخصين لأن يتعاقدا ويتحصل على عمولة وهي نسبة مئوية من الصفقات التي يعقدها إلا أنه لا يتاجر باسمه الشخصي فلا يظهر اسمه في الصفقة بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين ، حيث لا يجوز للسمسار أن يعقد صفقات في البورصة لحسابه الخاص أو حساب أقاربه؛

- تجار الأوراق المالية:

وهم الأشخاص الذين يبيعون ويشتررون لحسابهم الخاص ولا يتعاملون مع طلبات العامة من المتعاملين، ويحققون أرباحهم من خلال فروق الأسعار بين الشراء، والبيع نتيجة الاختلالات المؤقتة التي تحدث في السعر؛

- صناع السوق: (المتخصصون):

صانع السوق: هو شخص مرخص له من إدارة السوق بالتعامل في أسهم شركة أو شركات معينة، حيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركات، ويقوم بالشراء والبيع مباشرة، إما لحسابه الخاص، وإما لصالح عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم.

¹ - شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية - ، دار الفكر، دمشق، ص 55 - 60.

ويتميز السوق الثانوي الدولي بوجود المتدخلون المتخصصون في السوق الثانوي هم أولئك الذين يخصص نشاطهم لتحقيق العمليات، وهنا يجب التمييز بين الأطراف المقابلة marker maker ، والمتعاملين (المتدخلين) الذين ليسو بأطراف مقابلة dealers¹ :

• الأطراف المقابلة:

هم مؤسسات مالية تلتزم بتأمين وظيفة الطرف المقابل، بغض النظر عن ظروف السوق، فكل واحد من هؤلاء يلتزم باستعداده لإعلان سعر يكون عنده شاريا، وسعر آخر يكون عنده بائعا فيما يتعلق بلائحة من الأوراق المالية التي يحددها بنفسه، الأسعار التي يعلن عنها الأطراف المقابلة هي الأسعار الصافية من كل النفقات والعمولات أو الحقوق...الخ، والهامش بين سعر الشراء وسعر البيع يسمى وهو عنصر أساسي في تعويض الطرف المقابل إذ يجب أن يسمح لهذا الأخير بتغطية كافة النفقات المرتبطة بنشاطه.

كما أن دوام نشاط الطرف المقابل هو المعطي الأساسي الذي يضمن سيولة السوق، والطابع التنافسي للطرف المقابل يكفل بأن تتسم الأسعار المعلنة بالواقعية، إذ لا يوجد أي طرف مقابل يمارس احتكارا فعليا لعمليات على ورقة مالية معينة، كذلك بإمكان العديد من الأطراف المقابلة عرض هوامش أسعار تختلف فيما بينها اختلافا طفيفا، هذا ويلتزم الأطراف المقابلة على أساس الأسعار التي قد كان قد أعلنها لمراسله، أيا يكن اتجاه العملية، حتى ولو كان من الممكن أن ينجم عن ذلك خسارة في بعض الأحيان.

أخيرا يجب أن لا يغرب عن البال أن الطرف المقابل، الذي يصب تدخله في المصلحة العامة للسوق يعمل لحسابه الخاص ساعيا خلف أهداف محددة، لذلك فهو منقاد لأخذ وضعيات خطيرة على الأوراق المالية التي يتدخل بشأنها .

وهذه الأطراف المقابلة تضم بشكل أساسي: كبار البنوك، المصارف التجارية ومصارف الاستثمار.

• المتدخلون الذين ليسو بأطراف مقابلة :

هم متدخلون عاديون في السوق الثانوي وهؤلاء يعرضون أسعارا في السوق ويتركز دورهم في كونهم غالبا وسطاء بين مصدري الأوامر النهائيين (المستثمرين) والطرف المقابل الأكثر ملاءمة ويتلقى dealers

¹ - وسام ملاك، المرجع السابق، ص214.

تعويضه عبر عمولة وساطة، لكن بالرغم من ذلك من المحتمل أن يأخذ بعض dealers وضعيات دقيقة على الأوراق المالية لحسابهم الخاص ويعلنون عن أسعارهم للشراء والبيع.

2 - أوامر السوق:

وتمثل الأوامر في التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يقوم بعملية التداول، وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم (أو يقومون بها إلكترونياً) السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد.¹

وتشمل الأوامر على مجموعة من المعلومات نلخصها فيما يأتي:

- أ - **حجم الطلب:** يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر، وتأخذ صورة طلبية دائرية وتعني عادة مائة سهم أو مضاعفاته (200 سهم، 300 سهم... إلخ)، أو طلبية كسرية (صغيرة) وتعكس أمر الشراء أو بيع أوراق مالية بعدد يقل عن المائة (1...99). أما الطلبيات التي يكون العدد فيها ضمن مضاعفات المائة وأجزائه فهي مزيج وتسمى الطلبية المزدوجة، فمثلاً طلبية شراء 353 سهماً لشركة معينة يعني ثلاثة طلبيات غير كسرية (دائرية) وطلبية كسرية (53)، وتمنع البورصات المنظمة الكبيرة الأوامر بحجوم كسرية، لصغرها فضلاً عن صعوبات حساب الهوامش، ولكن تطور تقنية الحاسوب ساعد على التقليل من أثر ذلك.²
- ب - **المدى الزمني:** وتتضمن أوامر المستثمرين على المديات الزمنية التي تمنح للسماسرة لتنفيذ الأمر، حيث إن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ وحدوده وبما يتفق مع رؤيتهم الاستثمارية أو استشارة المحللين الماليين، لاسيما وأن تغير المعلومات خلال الزمن يعد عنصراً حاسماً لصواب القرار الاستثماري، والذي يكون يوماً واحداً، أسبوعاً، شهراً أو مفتوحاً.
- ج - **نوع الصفقة:** أي تحديد موقف المستثمر وسلوكه إما بائعاً أو مشترياً؛
- د - **نوع السوق:** حيث يتم تحديد السوق العاجلة (الفورية) أو السوق الآجلة، **السوق العاجلة:** والتي تتم فيها العمليات فوراً حيث يجرى دفع الثمن للبائع نقداً وتسلم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة قصيرة لا تتعدى يومين على الأكثر؛ أما **السوق الآجلة** وتتم فيها

¹ - شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر -، دار هومة، الجزائر، 2005، ص 47.

² - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص 519- 549.

العمليات التي يتفق فيها الطرفين على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم محدد مستقبلا يسمى يوم التصفية.

ه - نوع الأوامر: قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتقسم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية:¹

- الأوامر المحددة: تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، عيوبه: سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة حتى وإن كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا (first-com first seved) قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

✓ أوامر السوق (market order) من أكثر الأوامر شيوعا، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر.

✓ الأوامر المحددة للسعر الأفضل: ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة؛ مزياء: السرعة وضمان التنفيذ. وعيوبه: عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به، ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالية (بورصة نيويورك مثلا) لا تكون لتلك العيوب وزنا كبيرا، على أساس أن التغيرات السعرية، من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (time limit order): تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وتتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا (أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ).

- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

✓ الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة؛

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2019، ص137.

✓ الأمر المفتوح في حدود سعر معين: لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر الأسهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، من مزاياه: يعرف المستثمر مقدما وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

- أوامر الإيقاف (stop orders): لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، ويوجد نوعين من أوامر الإيقاف:

✓ أوامر تتعلق بالبيع (stop loss orders): يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

✓ أوامر تتعلق بالشراء (stop-buy order): يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل ميسر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

3 - طرق تحديد الأسعار:

وهي التقنيات التي يمكن من خلالها تحديد أسعار القيم المتداولة وهي تهدف عامة إلى تعظيم الكميات المتبادلة من مختلف الأوراق المالية وتسهيل ذلك ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما:¹

أ - التسعير الدوري:

في هذه التقنية لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى وسطاء البورصة مباشرة بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام عدة مبادلات وعروض وذلك وفق الطرق التالية:

- تسعيرة المناذاة: وهي طريقة تقليدية تصلح على الأوامر الآجلة وعلى أهم الأوراق ذات الأوامر العاجلة، ويتم باجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات في البورصات حيث يتم تنفيذ أوامر الشراء أو البيع وذلك عن طريق المناذاة، ويتم ذلك عن طريق الوسطاء أو موظفيهم حيث يعلنون بصوت

¹ - جبار محفوظ، الأسواق المالية الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، دار هومة، 2017، ص 58.

مرتفع أسماء الأوراق المرغوب بيعها أو شرائها مع الإشارة إلى الكميات والأسعار المقترحة مبدئياً، وبعد ذلك يجري نقاش بين البائعين والمشتريين بالنداء بأصواتهم وتتم المزايدات والتخفيضات بين الوسائط حسب الأوامر التي أعطيت لهم من قبل المتعاملين حتى يتم تحديد التوازن.

ولأن هذه الطريقة يترتب عليها فوضى تعيق نشاط البورصة فإن الوسطاء المتفاوضين والمكلفين بتنفيذ الأوامر بيعا أو شراء يلجئون على استعمال الإشارات المتفق عليها والتي تعبر على اقتراحاتهم المرجوة، ويتولى ممثل البورصة الذي يدعى المسجل تسجيل الأسعار محل التفاوض محددًا بذلك سعر التوازن لكل ورقة.

ولهذه الطريقة مجموعة من المزايا والعيوب نذكر على سبيل المثال: أنها تضمن الشفافية في تحديد الأسعار (مصدر حقيقي للأسعار)، ولذلك فهي أكثر ملائمة كتقنية تسعير لتلك القيم الأكثر حيوية في البورصة؛ إلا أنه يتم تحديد أسعار مختلف الأوراق وفق نظام مرور محدد وهو ما يتسبب في إحداث فترات انتظار كبيرة تبقى فيها الأوراق دون تسعير بالإضافة إلى ذلك فإن السوق يبقى طول الجلسة في شبه مداولة مفتوحة.

- **تسعيرة الدرج:** هي طريقة شهيرة إلا أنها تختلف عند سابقتها في كون الالتزامات تتم كتابتها وتوضع في أدرج خاصة (كل نوع من الأدرج له نوع خاص به من الأوراق)، حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها وبعد ذلك تتم عملية الفرز بين العروض والطلبات وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة خاصة عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة ومتنوعة، بمعنى عندما تكون متضمنة لعدد كبير من المتدخلين وطريقة التسعير هذه تتضمن جملة من المشاكل هي الأخرى من بينها: أنها لا تسمح بإيجاد سعر مرجعي كالطريقة السابقة، بالإضافة إلى غياب المعلومات الكافية، واستحالة تغيير الأوامر قبل آجال التبادل.

- **تسعيرة الصندوق:** وهي شبيهة جدا بتسعيرة الدرج لكنه يتم اللجوء إلى هذه الطريقة استثناء وفي حالات معينة يتوقع من تداولها جملة من المشاكل خارجة عن العادة أو غير متوقعة والذي يتعين تدخل سلطات البورصة باتخاذ القرارات الخاصة بها (بتداولها)، وعليه يتم تحديد السعر من خلال جمع كل الأوامر في صندوق واحد تحت وحدات سلطات البورصة وهذه الأخيرة هي المسؤولة عن تحديد سعر التوازن لمجموع هذه الأوراق (إيجابياتها أكثر من سلبياتها).

- تسعيرة المعارضة أو المقابلة أو المقارنة: يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين اللتين سبق شرحهما، فأخذت إيجابياتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة.

ب - التسعير المستمر:

نقصد بالتسعير المستمر بأن عملية التبادل يمكن أن تتم في أي وقت وذلك عندما يتحقق التقاء أمرين مختلفين، أمرا بالبيع وآخر بالشراء عند سعر معين ومنه فإن التسعيرة المستمرة هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع وهي تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة حيث أن معالجة مختلف الأوامر والعمليات تتم أساسا بواسطة الإعلام الآلي الذي يتيح إمكانية تنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر في أي وقت وتعد هذه التقنية من أحدث الطرق في التسعير حيث تؤدي إلى زيادة دقة وسهولة أداء مختلف العمليات في البورصة حيث تضبط أجهزة الإعلام الآلي على النمو الذي تتوقف فيه على التعامل مؤقتا وبصورة آلية كلما تعددت تقلبات أسعار القيم المتداولة الهامش المحدد لها، وهذا قصد منع وقوع تقلبات حادة في الأوراق محل التعامل والتي يمكن أن تكون سببا في ظهور أزمات كبيرة، وهذه الطريقة تحقق أيضا شفافية كلية لإجراء مختلف العمليات إلا أنها في ظل الجلسة الواحدة قد تشهد (تظهر) تغيرات في الأسعار وفي مستوى توجيهاتها حيث أن حاملي الأوراق الصغار (صغار المستثمرين) سوف يتحملون تبعات ذلك ولتفادي هذه المشاكل عادة فإن سعر الافتتاح يمكن أن يحتفظ به بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليست لها تأثير كبير على السوق.

4 - مقاصة العمليات:

لقد طور السوق الدولي مؤسسات مختصة ذات طابع تعاوني تقدم خدمات للمتدخلين المتخصصين وللمستثمرين المؤسساتيين، وهناك مركزان للمقاصة يقومان فعليا بمقاصة الجزء الساحق من العمليات الدولية على القيم المتحركة بكافة فئاتها، هما:¹

✓ Euro clear في بروكسل؛

¹ - وسام ملاك، المرجع السابق، ص 215.

✓ Cedel في اللوكسمبروغ.

هذان المركزان لا يحصران دورهما في فرز العمليات الواقعة على اليورو أوراق، وهما يمارسان نفس النشاطات ويقدمان نفس الخدمات، والمنافسة ما بين هذين الجهازين على مستوى نوعية الخدمات المقدمة، شكلت دافعا مستمرا للبحث عن ابتكارات تقنية جديدة، ونشاطهما يتركز ليس فقط في تنفيذ العمليات عبر تحويلات أو قيود كتابية داخلية، بل أيضا في السماح بالاحتفاظ بأوراق مالية دولية وإدارتها، وكذلك تمويل الوضعيات بهذه الأوراق، يتضح من خلال ما تقدم أن دور هذين الجهازين للمقاصة يتمثل بتأمين أداء السوق الدولي، مع بقائهما محايدين في العمليات التي تتحقق.

ينتسب إلى كل من هذين النظامين حوالي 2000 مشارك، حيث أن الإشتراك مجاني وأبرز الأعضاء المشاركين هم:

- المصارف الناشطة في السوق الأولي الدولي، التي تتلقى الأوراق المالية الموظفة عبر وسيط مراكز المقاصة، وتعيد حصيلة الإصدارات عبر نفس القناة إلى رئيس المجموعة؛
- الأطراف المقابلة والمتعاملون المتخصصون في العمليات الحاصلة في السوق الثانوي الذين يعتبرون المستخدمون الطبيعيون لنظام تحويل الأوراق المالية عبر حسابات جارية؛
- المستثمرون المؤسساتيون والمديرون الدوليون لمحفظات الأوراق المالية (على سبيل المثال شركات التأمين وصناديق الاستثمار) .

في البدء كانت مراكز المقاصة تحصر نشاطها باليورو سندات، غير أن فعاليتها التي توافقت مع الضغوط التي مارسها المستخدمون قادها إلى قبول السندات الأجنبية والأسهم الدولية باليورو أوراق قصيرة الأجل، هذا بالإضافة إلى جميع سندات الدولة المحلية تقريبا.

تكون هذه الأوراق في الغالب أوراقا لحاملها تودع فعليا لدى غرف تدار عبر أحد نظامي المقاصة؛ حيث في المقابل تقيدها كل من "euro clear" و "cedel" لحساب المؤسسات المملوكة للأوراق المالية المودعة، وتسديدات القسائم أو باقي التسديدات فهي تقيدها آليا، وعلى الفور لحساب المشاركين، إن الاحتفاظ بالأوراق المالية وإدارتها الجارية يخولان مراكز المقاصة تقاضي ما يعرف بعمولات أو حقوق الحفظ مثلا "euro clear" 0.14 بالألف سنويا من قيمة الأوراق المالية المودعة.

إن تنفيذ العمليات فيحصل عبر عملية قيد بسيطة في حسابات الطرفين، وعندما يكون المشتري والبائع عضوين في نفس النظام، فإن التبادل يتم بتحويل الأوراق المالية من حساب البائع إلى حساب المشتري، وبتحويل مقابل للمبلغ المتفق عليه من الحساب النقدي للمشتري إلى الحساب النقدي للبائع.

إن المقاصة تسمح آليا وفي الآن عينه بتسليم للأوراق المالية وتسديدها فوراً في اليوم المتفق عليه، من أجل تنفيذ العملية، أضف أن آلية الدفع مقابل التسليم تضي ضمانة مطلقة على العمليات، وأوامر تنفيذ الشراء والبيع الصادرة عن الطرفين يجب أن ترد على وجه متقابل إلى مركز المقاصة؛ في مرحلة أولى، تختبر تكاملية تلك الأوامر، ومن ثم لا تحصل المقاصة في مرحلة ثانية، وفي الميعاد المحدد إلا إذا كانت الحسابات النقدية وحسابات الأوراق المالية لكلا الطرفين مغدأة بما فيه الكفاية.

إن وجود هذين النظامين المتنافسين لم يحل دون تطور العمليات، إذ هناك اتفاق يربط المركزين على وجه يجعل هذه الأزواجية في منتهى الشفافية بالنسبة للمستخدمين، والآلية المعروفة بالـ"bridge" تسمح لكلا الطرفين اللذين ينتسب كل منهما إلى نظام مختلف؛ مراجعة وإجراء العملية كما لو كانا مشاركين في نفس النظام.

يشار أخيراً، إلى أن مراكز المقاصة تعرض تقديم سلف للأوراق المالية تسمح للمستخدمين ببيع على المكشوف (من دون تغطية) لأوراق مالية لا يحوزها، على أن يقوموا باقتراضها من المراكز السالفة الذكر، هذا النوع من التسهيلات هو ضروري بالنسبة للأطراف المقابلة وللأداء العام للسوق المالي.

ثالثاً/ استخدام المشتقات المالية:

تتميز الأسواق المالية الدولية عن غيرها من الأسواق المالية الوطنية باستخدام المشتقات المالية، وفيما يلي نوضح استخدام كل من عقود الخيارات، المستقبلات والمبادلات.

1 - استخدام عقود الخيارات:

تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شرائها أو بيعها في المستقبل، وفيما يلي نشرح ذلك:¹

¹ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص221.

- حق خيار البيع:

يتيح حق خيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح هذا النوع من للمستثمر الزام الطرف الثاني في عقد اختيار البيع وهو محرر العقد تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ.

حيث يضمن المستثمر (يطلق عليه مشتري الحق) أن يقوم ببيع الأوراق المالية للمحرر بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له أسعار الأوراق المالية وذلك مقابل مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر الحق غير قابلة للرد في ظل أي ظرف من الظروف.

مثال:

لنفترض أن أحد المستثمرين قد قام بشراء عددا من الأسهم بعمر 100 ون، حيث تشير التوقعات إلى أنه قد يضطر إلى بيع تلك الأسهم في أول شهر ماي القادم، كما تشير التوقعات إلى احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية في شهر ماي.

ولتجنب هذه المخاطر يقوم المستثمر بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لشراء هذه الأسهم في شهر ماي، وذلك بالسعر السائد في السوق.

ووفقا لنص الاتفاق ينبغي على المستثمر أن يدفع 7 ون كمكافأة للطرف الآخر عن كل سهم، فما هو القرار وما هي المكاسب والخسائر المترتبة لكل من الطرفين في حالة انخفاض سعر السهم في ماي إلى 90 ون.

Ⓒ قرار مشتري الحق:

يلاحظ أن سعر السهم قد انخفض وبالتالي يقال أن توقعات المستثمر قد صدقت، وبناء على ذلك فإن قرار المستثمر هو تنفيذ الاتفاق.

$$\text{الربح أو الخسارة} = (\text{سعر التنفيذ} - \text{السعر السوقية}) - \text{المكافأة} = 100 - 90 - 7 = 3$$

معنى ذلك أن المستثمر سوف يحقق أرباح قدرها 3 ون لكل سهم.

Ⓒ قرار محرر الحق:

ويتوقف قراره على قرار المستثمر وهنا قرر التنفيذ وبالتالي تتم العملية .

الريح أو الخسارة = (سعر السوق + المكافأة) - سعر التنفيذ = 90+7 - 100 = -3

وبالتالي فهو سيخسر 3 ون لكل سهم.

- حق خيار الشراء:

يتيح حق خيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم المستثمر شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق للمستثمر إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر حق خيار الشراء) تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه (سعر التنفيذ)، وبذلك يضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر حق خيار الشراء بغض النظر عن مقدار الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ، ونظير ذلك يحصل محرر حق خيار الشراء على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل هذه المخاطر.¹

مثال:

لنفترض أن أحد المستثمرين يرغب في شراء عدد من الأسهم لإحدى الشركات في تاريخ لا حق في المستقبل في أول ماي القادم، وتشير التوقعات للمستثمر إلى أن أسعار الأسهم سوف ترتفع في المستقبل مقارنة بسعر السهم الحالي وهو 100 ون.

ولتجنب المستثمر لمخاطر ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل قام بالتعاقد مع طرف آخر لديه الاستعداد لبيع هذه الأسهم يوم أول ماي بالسعر الجاري الآن وهو 100 ون نظير حصوله على مكافأة من المستثمر قدرها 7 ون عن كل سهم.

فما هو القرار وما هي المكاسب والخسائر المترتبة لكل من الطرفين في حالة ارتفاع سعر السهم في أول ماي إلى 120 ون.

⊕ قرار مشتري الحق:

يلاحظ أنه بارتفاع سعر السهم تكون توقعات المستثمر قد صدقت، لذلك سوف يطلب مشتري الحق من المحرر ضرورة تنفيذ الاتفاق.

¹ - محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص240.

الربح أو الخسارة = (سعر السوق - السعر التنفيذي) - المكافأة = 120 - 100 - 7 = 13

معنى ذلك أن المستثمر سوف يحقق أرباح قدرها 13 ون لكل سهم.

⊖ قرار محرر الحق:

ويتوقف قراره على قرار المستثمر وهنا قرر التنفيذ وبالتالي فهو ملزم بتنفيذ الاتفاق مع مشتري الحق.

الربح أو الخسارة محرر = (سعر التنفيذ + المكافأة) - سعر السوق = 100 + 7 - 120 = 13 -

وبالتالي فهو سيخسر 13 ون لكل سهم.

2 - استخدام عقود المستقبلية:

يستخدم المستثمرون العقود المستقبلية لعدة أغراض وهي لغرض التغطية، لغرض المضاربة، وتتم تسوية هذه العقود في بيوت تسوية خاصة بها تختلف عن بيوت التسوية للأسهم من حيث إمكانية قيام بيت التسوية بتسديد إلتزامات أطراف التعاقد إن لم يستطع أحد الأطراف تنفيذها، ويقوم بعد ذلك باسترداد ما دفعه من بيت السمسرة الذي يمثل المستثمر.

وطالما بيت السمسرة مسؤول عن دفع تكاليف تنفيذ التعاقد في حالة تعثر العميل، فإنه يقوم باستخدام الهوامش، وإجراءات التسوية السعرية اليومية للمركز المالي للعميل لتخفيض المخاطر التي يتحملها في حالة تعثر عملائه من خلال:¹

- الهامش المبدئي: قبل أن يقوم المستثمر بإجراء أي تعامل على العقود المستقبلية فإنه بمجرد فتح حساب لدى بيت السمسرة يودع هامش مبدئي، ويهدف هذا الهامش إلى ضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم.

- التسوية السعرية السومية: في حالة انخفاض الأسعار يقوم بيت التسوية بتعديل بصفة يومية الحسابات وفقا لأسعار إقفال.

¹ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007، ص 320.

- **هامشش الوقاية:** يترتب على إجراء التسويات السعرية اليومية انخفاض الهامش المبدئي، لذلك يقوم بيت التسوية بوضع هامش وقاية يمثل حوالي 75 % من قيمة الهامش المبدئي، بحيث أن رصيد المستثمر لا يجب ألا ينخفض عن هامش الوقاية.

مثال:

إذا تم إبرام تعاقد في مارس 2020 بين المستثمر أ والمستثمر ب على 10000 سهم من أسهم إحدى الشركات، على أن يتم التنفيذ في أول أكتوبر 2020 يقوم المستثمر أ بشراء الأسهم مقابل 100 ون للسهم، ويقوم المستثمر ب بالبيع مقابل 100 ون للسهم، فإذا كان الهامش المبدئي هو 10% فإن كلا المستثمرين يقومان بإيداع مبلغ 100000 ون لدى بيت السمسرة.

وإذا افترضنا أنه بعد التعاقد حدث في الثاني من مارس انخفاض في أسعار تلك الأوراق المالية بحيث أصبح سعر التسليم 98 ون، يترتب على ذلك أن يحقق المستثمر أ خسارة اجمالية قدرها (100 - 98) = 2000 ون، مما يؤدي الى انخفاض الهامش المبدئي للمستثمر أ إلى 8000 وبالتالي يقوم بيت التسوية بتعديل حساب المستثمر أ ليعكس الخسارة وتعديل حساب المستثمر ب ليعكس أرباحه.

$$\text{هامش الوقاية} = \text{الهامش المبدئي} \times \text{نسبة هامش الوقاية} = 0.75 \times 100000 = 75000 \text{ ون}$$

ويلاحظ أن الهامش المبدئي انخفض عند المستثمر أ إلى 80000 ون إلا أنه ما زال أعلى من هامش الوقاية، لذلك لن يطالب بيت السمسرة بإضافة أي رصيد.

والآن إذا حدث وانخفض سعر هذه العقود يوم 3 مارس إلى 96 ون للسهم، في هذه الحالة يصبح رصيد

حساب المستثمر أ كالتالي:

$$\text{مقدار الخسارة} = (98 - 96) \times 10000 = 20000 \text{ ون}$$

$$\text{رصيد حساب المستثمر أ} = 80000 - 20000 = 60000 \text{ ون}$$

وهنا الرصيد انخفض عن هامش الوقاية، يقوم بيت التسوية بمطالبة المستثمر برصيد إضافي ليصل رصيده للهامش المبدئي، وإذا فشل في ذلك فإن بيت التسوية يقفل حسابه عن طريق إبرام صفقة عكسية يحل بيت التسوية مكانة في العقد.

3 - استخدام عقود المبادلات:

تتطوي عقود المبادلات بشكل عام على مبادلة مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية أو معدلات الفائدة أو كلاهما بين مقترضين أو أكثر، وذلك من خلال تيار من التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل والذي يتسم بخصائص معينة إلى تيار آخر من التدفقات النقدية في المستقبل بخصائص أخرى مختلفة، وتنقسم عقود المبادلة إلى نوعين رئيسيين:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة: وهي اتفاقية بين طرفين يوافقان بموجبها على تبادل مدفوعات الفائدة وفقا لصيغ معينة، أي أنها عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم بأخرى مرتبطة بسعر ثابت أو معوم أيضا، وتحسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما.¹

مثال:

في آخر شهر أوت اتفقت شركة أ وشركة ب على مبادلة سعر فائدة ثابت بمتغير، حي تبلغ قيمة عقد المبادلة 100 مليون ون وسعر الفائدة الثابتة 9.5% على أساس 360 يوم في السنة، وسوف تتم التسوية شهريا، وقد تحدد موعد التسوية الأولى آخر سبتمبر، وكان معدل الفائدة السائد هو 10%، أحسب المدفوعات التي تقوم بها الشركة أ للشركة ب.

$$\text{المدفوعات} = (0.10 - 0.095) \times 100000000 \times \frac{360}{30} = 41666 \text{ ون}$$

- عقود مبادلة العملات: تتضمن تحرير عقدية متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية.

مثال:

يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنية استرليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فورا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون استرليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.1

¹ - عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 15، جامعة بسكرة، 2014، ص150.



دولار للجنيه، بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء، ففي العقد الأول تم بيع الاسترليني وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر، ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة ويبلغ $2.1 - 2 = 0.1$ وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني، وسعر المبادلة هو سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.¹

¹ - عيساوي سهام، مرغاد لخضر، المرجع السابق، ص150.

أسئلة للمراجعة:

1. أذكر مع الشرح كيف يتم إصدار السندات الدولية؟
2. تحدث عن طرق توظيف الأسهم الدولية؟
3. ما أهمية المجموعة المصرفية في السوق المالية الدولية؟
4. بالاعتماد على ما درسته في هذا الفصل اشرح للمؤسسة مراحل إصدار السندات الدولية؟
5. كيف يتم تداول الأوراق المالية الدولية؟
6. اشرح باستخدام مثال كيفية استخدام عقود الخيارات؟
7. اشرح وفسر ما يلي:
 - من الانتقادات الموجهة لتقنية book building في توظيف الأسهم فرضها لدرجة عالية من الشفافية؛
 - تسمح مرحلة التوظيف الأولي المصرفي للسندات الدولية من تكوين فكرة دقيقة حول اهتمام السوق بهذا الإصدار؛
 - تتحصل المؤسسة الطالبة لتمويل دولي عن طريق الأسواق المالية الدولية من كامل احتياجاتها التمويلية وإن كان هناك توظيف سيء لذلك الإصدار لدى الجمهور؛
 - من إيجابيات الأسواق خارج البورصة المرونة؛
 - إن دوام نشاط الأطراف المقابلة في السوق المالية الدولية هو المعطي الأساسي الذي يضمن سيولة السوق.
8. أذكر أهم الأطراف الفاعلة في الأسواق المالية الدولية، مع شرح دورها في هذه الأسواق؟
9. تتم عملية مقاصة الأوراق المالية الدولية عبر مراكز مخصصة لذلك، اذكرها مع شرح آلية عملها والخدمات المقدمة من طرفها ؟



المحور الرابع

**أهمية الأسواق المالية الدولية
ضمن الاستراتيجيات
التمويلية للمنظمات
والحكومات**

الأهداف التعليمية للمحور

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل يتوقع أن يكون الطالب قادرا على اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- إبراز أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات والحكومات؛
- إدراك أهمية السوق المالية الدولية للمنظمات؛
- التعرف على أهمية السوق المالية للحكومات؛
- التعرف على استراتيجية المنظمات والحكومات في الحصول على التمويل من الأسواق المالية الدولية؛

تمهيد:

للأسواق المالية الدولية أهمية كبيرة للمنظمات والحكومات من خلال مساهمتها في تلبية احتياجاتها المالية للقيام بمشاريعها المختلفة، بالإضافة لاعتبارها أداة لتوظيف مدخراتها وتحقيق العوائد.

أولا/ الاستراتيجيات التمويلية للمؤسسات والحكومات:

تعتبر مشكلة الحصول على التمويل العائق الوحيد الذي تعاني منه المؤسسات والحكومات في تنفيذ مشاريعها المختلفة، وتحقيق العوائد والأرباح.

1 - تعريف التمويل:

لقد وردت عدة تعاريف حول التمويل والتي يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- هو عملية توفير الأموال أو السيولة المالية لتمويل أنشطة معينة، بهدف تحقيق أهداف معينة، ويتضمن التمويل جميع العمليات والآليات التي تتيح للأفراد والشركات والحكومات الحصول على الأموال التي يحتاجونها سواء كان ذلك من خلال القروض، الاستثمارات المالية، ومن خلال عملية التمويل توفر الحكومات الدعم المالي اللازم للأنشطة الاقتصادية والمشروعات وتعزيز النمو الاقتصادي والتطوير.¹
- هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها، وذلك في أوقات الحاجة إليها، إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات، وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة وفي الوقت المناسب.²
- هي الوظيفة الإدارية في المؤسسة والتي تختص بعمليات الإمداد بالأموال والتخطيط لها والحصول عليها من مصادر تمويلية مناسبة، وفي أوقات الحاجة إليها لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء النشاط المالي داخل المؤسسة، وتحقيق التوازن المالي في المؤسسة وبلوغ الأهداف المسطرة.³

¹ - عادل مبروك محمد، نجلاء عبد المنعم إبراهيم، مبادئ التمويل والإدارة المالية من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 204، ص10.

² - محمد غياث شيخة، التمويل: المبادئ - السياسات - التوجهات الحديثة، دار النشر رسلان، 2022، ص12.

³ - زنانة ريمة، العيد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه - دراسة نظرية -، مجلة المالية والأسواق، المجلد 10، العدد 02، جامعة مستغانم، 2023، ص328.

من خلال هذه التعريف يمكن القول بأن التمويل هو عملية توفير الأموال والسيولة من قبل الشركات والحكومات، لتلبية احتياجاتها التمويلية لتنفيذ المشاريع في الوقت المناسب.

2 - مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات والحكومات:

تتاح للمؤسسات والحكومات عدة مصادر للحصول على التمويل الذي يحتاجه، والتي يمكن المفاضلة بينها من خلال إيجابيات وعيوب كل منها، ونلخص مصادر التمويل فيما يلي:¹

- المصادر الداخلية للتمويل:

وتسمى بالتمويل الذاتي وهو مجموعة الأموال الخاصة التي تعود ملكيتها للحكومة أو لملاك المؤسسات، التي تعد المصدر الأول لتأسيسها.

ويعتبر التمويل الذاتي ضروري لعمليات الاقتراض، حيث إنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى الاقتراض حسب إمكانياتها على التسديد وحجم التمويل الذاتي يبين لها نسبة التسديد، كما تبين لها نسبة استقلاليتها المالية بحيازتها للأموال الخاصة، ويعاب على هذا التمويل هو حجمه الذي لا يكفي لتغطية كل حاجيات التمويل، كما قد يؤدي الاعتماد على التمويل الداخلي اعتمادا كليا إلى التوسع البسيط، وبالتالي عدم الاستفادة من الفرص المتاحة والمريحة بسبب قصوره في توفير الاحتياجات المالية اللازمة، كما قد لا تهتم المؤسسات والحكومات بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة لديها كتلك المتحصل عليها من الغير مما يؤدي إلى إضعاف العائد.

- المصادر الخارجية للتمويل:

والتي تتمثل في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها كل من المؤسسات والحكومات من مصادر خارجية داخل الدولة وخارجها والتي تمنح للأجل المتوسط والطويل، من خلال الحصول على قروض من البنوك، التمويل عن طريق الاستئجار المالي والتمويل عن طريق إصدار الأسهم والسندات.

¹ - بتصرف من:

- محمد غياث شيخة، المرجع السابق، ص 35 - 38.

3 - خصائص مصادر التمويل:

لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي المصادر الأخرى، ولهذا يمكننا تناول هذه المصادر من جوانب مختلفة نذكر منها¹:

- الاستحقاق:

ويعني الموعد الذي يتوجب فيه على المفترض رد الدين إلى الدائن، هذا وتختلف أموال الاقتراض عن أموال أصحاب المشروع المقدمة منه على شكل رأسمال أو على شكل أرباح محتفظ بها.

- الحق على الدخل:

وذلك من خلال ثلاث مظاهر أساسية تتميز بها الأموال المقترضة في أموال الملكية في مجال الحق على الدخل وهي الأولوية، التأكد، مقدار الدخل.

- الحق على الموجودات:

وإذا ما بقيت عمليات المؤسسة مريحة، وبقيت قادرة على الوفاء بمستحققاتها واستمرت في دفع ما يستحق عليها لجميع الدائنين في مواعيد الاستحقاق، وهناك قواعد عامة تحك توزيع حصيلة تصفية المؤسسات وبموجب هذه القواعد يتم توزيع هذه القواعد مراعية الترتيب التالي: الدائنين الممتازون، الدائنين العاديين برهونات على موجودات المؤسسة الدائنين العاديين الغير مؤمنين برهونات على موجودات المؤسسة الملاك الممتازون، حملة الأسهم العادية.

- الإدارة والسيطرة:

إدارة الشركة حق من حقوق المالكين العاديين (حملة الأسهم في الشركات المساهمة وأصحاب الشركات المالية).

- المرونة:

¹ - زنانرة ريمة، العيد شريفة، المرجع السابق، ص336.

يوفر الاقتراض للمؤسسة مرونة في التمويل أكثر من تلك الذي يوفرها التمويل عن طريق إصدار الأسهم ، فالأقتراض متوفر بأنواع متعددة ومواعيد متفاوتة بكميات تتناسب والحاجة في حين لا يتوفر مثل ذلك عند التمويل عن طريق زيادة رأس المال.

- الأثر والعائد :

الاقتراض أقل أثرا في تآكل العوائد مقارنة مع الزيادة في رأس المال، لأن حق الاقتراض يقتصر على الفوائد التي سيتم استيعاب جزء منها من خلال الضريبة وهو بذلك لا يزيد قاعدة التوزيع للأرباح، بعكس زيادة رأس المال التي تؤدي إلى زيادة قاعدة التوزيع وحقوقها في الأرباح الخاضعة للضريبة.

ثانيا/ أهمية الأسواق المالية الدولية في تمويل الحكومات:

تسعى الحكومات جاهدة للتعامل في الأسواق المالية الدولية وذلك لمساهمتها الكبيرة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية في مجال التمويل، وذلك من خلال:

1 - توظيف المدخرات:

يعبر الإدخار على ذلك الجزء من الدخل الذي لا يستخدم في الاستهلاك، ويأخذ مفهوم الادخار العديد من الأشكال الاكتناز النقدي أو الحقيقي (توظيف أو استثمار)، حيث يرى كل من آدم سميث وجون باسيت ساي أن الادخار هو أكبر قيمة تحسم من الاستهلاك الحالي للاستهلاك المستقبلي، ويأخذ الكلاسيك في الاعتبار الذمة المالية ومجموع الأصول (النقدية، المالية أو الحقيقية) في تشكيل هذا الادخار، في المقابل يركز كينز على الجزء المتبقي من الادخار، ويأخذ كذلك بفكرة الكلاسيك بوجود تأخر في الزمن للاستهلاك وفكرة التخلي عن الاستهلاك، فالادخار ما هو إلا تأجيل قرار الاستهلاك لزمان لاحق.

ويتم توظيف المدخرات تحت شكل سائل (حساب تحت الطلب أو لأجل قصير في البنوك، ودائع في صناديق الادخار...)، والتي تطابق الادخار المؤقت، أو على شكل قيم منقولة في الأسهم والسندات والتي تتمثل في إدخار مستمر.¹

¹ - عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، 2015، ص127.

وتمكن الأسواق المالية الدولية الحكومات من توظيف مدخراتها في الأوراق المالية الدولية (الأسهم الدولية والسندات الدولية)، وذلك لتحقيق هدفين فبعض الحكومات تقبل على شراء الأوراق المالية بقصد حيازتها لفترة تطول أو تقصر، إلى أن يرتفع ثمنها فتقوم ببيعها وبذلك تدر أرباحا تتجم عن الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع، وعلى ذلك فإن الأوراق المالية تكون سريعة الدوران، وعلى خلاف ذلك تقوم البعض الآخر من الحكومات بشراء الأوراق المالية بنية الاحتفاظ بها وتوظيف أموالها فيها لكي تتحصل على عائد منها يتمثل في الأرباح في الأسهم والكيونات في السندات، وبالتالي الحصول على مصدر دخل منتظم.¹

ولكي تقبل الحكومات على توظيف مدخراتها في الأسواق المالية الدولية، يجب أن تتوفر هذه الأسواق على مجموعة من الشروط نلخص أهمها فيما يلي:²

- الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي قد تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن الأمثلة على ذلك المخاطر الناجمة عن الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف، بالإضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ عندهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة.
- ومن جانب آخر يجب أن تتوفر الأوراق المالية على قدر من الأمان، أي ضمان الحصول على عائد الورقة المالية بطريقة منتظمة، بحيث يكون هذا العائد أو انعدامه أمرا ثانويا، فضلا عن الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة المالية على الأقل و ضمان استرداد قيمتها.
- العدالة والمساواة: حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصا متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات، وهو المقصود بعدالة السوق أما عن المساواة فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين في البورصة بحيث تمكنهم من الحصول على بيانات معينة عن الشركات، فالمساواة هنا يفترض

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، 2005، ص21، نقلا عن الموقع: <https://www.google.dz/books/edition//lyWVDwAAQBAJ?hl=fr&gbpv=0>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/01/09.

² - المرجع نفسه، ص22.

لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية، بحث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الأوراق التي يتعاملون فيها.

- السيولة: ينبغي أن يكون هدف السيولة واضحاً في السوق بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر إلى الأموال السائلة، ويقصد بالسيولة إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة ودون خسائر على الإطلاق، فصاحب الورقة يجب أن يكون في مقدوره في أية لحظة أن يستبدل الورقة بالنقود، والسيولة على النحو المتقدم تتفادى خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعيق وضع وتسخير المدرات في خدمة الاقتصاد.

- المنافسة: حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية أن تساهم بفعالية في تنمية المدخرات، يجب أن تتحقق فيها المنافسة الحرة بين كل البائعين وكل المشترين، أو على الأقل توافر شروط أقرب ما يكون إلى المنافسة الحرة، وذلك بحكم التقائهم في مكان واحد، الأمر الذي يعطي قانون العرض والطلب، الفرصة لأداء دوره الاقتصادي على أكمل صورة.

وتفضل معظم الحكومات توظيف مدخراتها المحلية في السندات الخزينة الأمريكية، لكونها أكثر ضماناً وتحقق لها عائد منتظم.

2 - تنوع مصادر التمويل:

تمكن الأسواق المالية الدولية الحكومات من إيجاد مصادر تمويل متنوعة وذات جودة وفعالية أكثر في توفير الأموال اللازمة لتجسيد مشاريعها المختلفة، والتي لا يمكن تلبيتها من خلال مصادر التمويل المحلية والداخلية لها.

وتعتمد الحكومات عادة على التمويل الداخلي أو ما يدعى بالتمويل الذاتي وذلك من خلال قيامها بتمويل نفسها بنفسها من خلال ما بحوزتها من إدارات، والذي يتمثل في الأساس من مواردها الخاصة الحاصلة من فائض الميزانية العامة، ومن ثم فإنه بإمكانها أن تلجأ إلى مثل هذا النوع من التمويل لإنشاء وتكوين رؤوس أموال طبيعية ترتبط بأنشطتها الإدارية والتقنية، ومن أهم نتائج استخدام طريقة التمويل الداخلي أنه لا ينتج عنه الزيادة في كمية النقود عموماً، ذلك لأن هذه الطريقة تعني فيها تحويل أصول نقدية موجودة بالفعل إلى أصول طبيعية.

كما يمكن لها الحصول على التمويل من أطراف خارجية أو ما يسمى بالتمويل الخارجي من البنوك، حيث تتولى هذه المؤسسات مهمة جمع الإدخارات النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض

من عائلات ومؤسسات إقتصادية، ثم تقوم بتوزيع ما جمعته من مدخرات على الوحدات المحتاجة، ويتجلى ذلك من خلال ما تمنحه من قروض لها.

وتتوجه أيضا الحكومات إلى الأسواق المالية للحصول على التمويل، ووفق هذه الطريقة فإن الحكومة كعون اقتصادي يمكنها الحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها خاصة منها الاستثمارات، من خلال إصدار سندات متنوعة ومتعددة ذات معدلات فائدة ومدة استهلاك مختلفة، وفي هذا المجال نشير إلى أن الدولة قد تصدر سندات عامة لا يكون الغرض منها التمويل الاستثماري بل الحد من آثار التضخم أو امتصاص القوة الشرائية، بمعنى جمعها بدافع منعها من أن يتم صرفها كإنفاق استثماري أو استهلاكي.¹

ولكون المدخرات المحلية لا تكفي لتلبية احتياجات الحكومات تسعى جاهدة للحصول عليها من الدول الأخرى من خلال إصدار السندات الدولية، التي تلبى لها احتياجاتها المختلفة وبالمبالغ التي تحتاجها وبالعملة التي تحتاجها، مع وجود مرونة في تسديدها.

ثالثا/ أهمية الأسواق المالية الدولية في تمويل المنظمات والشركات:

تحقق الأسواق المالية الدولية عدة أدوار بالنسبة للمنظمات والشركات، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

يلي:

1 - توفير التمويل اللازم لاحتياجاتها المالية:

يمكن للمؤسسات الحصول على التمويل اللازم من خلال إصدار الأسهم والسندات في السوق المحلية، إلا أنها قد تكون غير كافية لاحتياجات المؤسسة من حيث الحجم والمدة وطبيعة الأدوات التي لا تتماشى مع إمكانيات المؤسسة في تلك الفترة.

لهذا فالأسواق المالية الدولية تتيح للمؤسسات على المستوى العالمي عدة أدوات مالية دولية تتميز بالمرونة العالية من حيث الحجم، المدة والتكلفة، مما يمكن المؤسسات من الحصول على تمويل دولي

¹ - بتصرف من:

- محمد شاهين، سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2017،

وبأحجام كبيرة ولمدة طويلة بتكاليف معقولة هذا من جهة، ومن جهة أخرى هو إمكانية الحصول عليها في أي وقت والذي لا يتوفر عادة في الأسواق المحلية نتيجة لكبر حجم التمويل المطلوب من المؤسسات.

2 - نشر رأس مال الشركات على المستوى الدولي:

رأس مال الشركات ما هو إلا مجموع الأسهم التي بيعت في السوق المالية أو المكتتب بها لصالح شركة ما، وبذلك يصبح كل مشتر لمجموعة معينة من تلك الأسهم ما لكا لجزء من تلك الشركة، وفقا لعدد الأسهم المشتراة ويتحمل كافة النتائج المحققة من قبل المؤسسة حسب ذلك العدد أيضا.

إن نشر عملية رأس مال الشركة يعني وصول أوراقها المتداولة إلى الجمهور على المستوى الدولي الذي يرغب الاستثمار فيها، وتتيح السوق المالية الدولية القيام بهذه العملية عبر إمكانياتها المادية والبشرية وميكانيزماتها المتطورة، حيث تمكن الشركة من نشر أوراقها وبصورة واسعة، فبدون هذه الأسواق المالية الدولية لا تعرف الشركة إلا من قبل عدد قليل من المستثمرين على المستوى المحلي ويبقى وصولها إلى هدفها المنشود " تجميع الادخار " محدودا، وتتم عملية نشر رأس مال الشركة من خلال بيع أسهمها في السوق المالية الدولية، وبذلك تنتشر وتتوزع تلك الأوراق بين الجمهور الواسع، ويرتفع عدد المساهمين على الوطنيين والأجانب.

وتلجأ المؤسسة إلى نشر رأس مالها للتزود برؤوس أموال ضرورية لتوسعها ونموها وذلك لعجز الأسواق المالية المحلية من تلبية حجم التمويل المرغوب فيه من قبل هذه الشركات.¹

3 - تقييم الأداء الاقتصادي للشركات على المستوى الدولي:

تعتبر السوق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات التي يجري تداول أسهمها المالية في البورصات الدولية، وذلك من خلال التقارير المالية التي تنتشر بشكل دوري عن الأوضاع والمراكز المالية لتلك الشركات المدرجة في السوق المالية مما يساهم في زيادة وعي المستثمرين الدوليين وتعريفهم بواقع تلك الشركات، وبناء على هذا التقييم يتجه المستثمرين بمدخراتهم نحو الشركات التي يرون أنها تحقق أهدافهم، وفي المقابل يقل الإقبال على أسهم الشركات التي يضعف أدائها، وهذا يؤدي في المحصلة النهائية إلى تقويم أداء الشركات التي يضعف أدائها، وهذا يؤدي في

¹ - جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 41.

النهاية إلى تقويم أداء السوق المالية من خلال تشجيع وتحفيز الشركات الناجحة، مما يجعل رسالة إلى الشركات التي يكون أدائها ضعيف تقوم بمراجعة أوضاعها الداخلية.¹

4 - تطوير التجمعات الصناعية والتجارية والخدماتية على المستوى الدولي:

تتم العديد من العمليات والصفقات داخل السوق المالي، مثل:

- الاندماج والانضمام: ويعني انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتها وتكوين شركة جديدة، حيث تفسح الشخصية القانونية لكافة الشركات المندمجة وتحل محلها الشخصية القانونية للشركة الجديدة.

- الصفقات التي تتم لأغراض الرقابة: عادة ما تهدف هذه الصفقات للسيطرة على شركة ما أو على فرع منها، يقال أن شركة ما تسيطر وتراقب شركة أخرى إذا كانت تملك أكثر من 50% من رأسمالها أو أسهمها، وبذلك يصبح ذلك الجزء فرعاً منها.

- الامتصاص: يعني الاستلاء على شركة بأكملها من طرف شركة أخرى، وبذلك تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية، أي تحل نهائياً وينتج عن الامتصاص استحواذ الشركة التي تمتص شركة أخرى على ميراث الشركة الممتصة من آلات، مبانى، حسابات دائنة، ديون...، وبذلك يمكن القول أن هذه الشركة قد استولت على رأس مال الشركة الثانية.

وتجدر الإشارة أن هذه العمليات تتم بين الشركات تخص أساساً بند رأس المال، والسوق المالية الدولية تساعد كثير في اتمام هذه العمليات.

5 - تحقيق الشهرة على المستوى العالمي:

إن التسجيل أو التقييد في البورصة يزيد من شهرة الشركة من حيث تصبح معروفة أكثر من قبل الجمهور العريض وكذا منتجاتها، إذ ستصبح حديث الصحف والمجلات المالية المتخصصة والتلفزيون والراديو والانترنت وغيرها من وسائل الإشهار.

¹ - محمد عبدي آدن، أثر المضاربات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي - مع الإشارة إلى حالة سوق الأسهم السعودي -، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، جامعة الأزهر، العدد 22، 2019، ص454.



كل هذا يدعم شهرتها ومصداقيتها لدى المتعاملين الاقتصاديين من أفراد ومستثمرون وبنوك، وممولين وزبائن شركات الاستثمار ويزيد ثقتهم فيها، الشيء الذي يسهل لها الحصول على رؤوس الأموال في المستقبل كلما احتاجت لذلك..

كما يتيح لها ذلك التقييد نشر اسمها في نشرات الأسواق المالية الدولية، وبذلك تحقق اشهار دولي لا تستطيع الوصول إليه دون هذه الوسيلة.

6 - ضمان استمرارية الشركة:

يقصد باستمرارية الشركة بقاءها في ممارسة النشاط بعد ذهاب أو موت أحد المساهمين المهمين دون تقسيمها أو تصفيتها، ففي حالة الانسحاب يتخلى المساهم عما بحوزته من أسهم لأي مستثمر آخر وتستمر الشركة المعنية في صورتها وشكلها القانوني المعتاد، دون أن ينتبه الجمهور لذلك وهكذا تنتقل ملكية الشركات من جيل إلى جيل بصورة سهلة وسلسة وشفافة بأسعار وتكاليف معقولة باستعمال تقنيات البورصة دون تفتيت أو حل تلك الشركات.¹

¹ - جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، المرجع السابق، ص 54.



أسئلة للمراجعة:

1. أذكر أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات والحكومات؟
2. لماذا تهتم المؤسسات والحكومات بالتمويل عن طريق الأسواق المالية الدولية؟
3. كيف يتم توظيف الادخارات في السوق المالية الدولي؟
4. ماذا نقصد بتحقيق الشهرة للمنظمات، وكيف تساعد السوق المالية في تحقيقه؟
5. ما الهدف من ضمان استمرارية المنظمات؟



المحور الخامس

آثار العولمة على الأسواق المالية الدولية

الأهداف التعليمية للمحور

بعد دراسة وفهم محتوى هذا الفصل يتوقع أن يكون الطالب قادرا على اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- التعرف على العولمة المالية؛
- التعرف على مراحل تطور العولمة المالية؛
- إبراز أسس العولمة المالية؛
- إدراك آثار العولمة المالية على الأسواق المالية الدولية .

تهيد:

تعد العولمة المالية من أهم العناصر التي تآثر على الأسواق المالية الدولية من مختلف النواحي الايجابية منها والسلبية، الأمر الذي شكل أسواق مالية متكاملة مرتبطة مع مرافقتها بحدوث عدة أزمات أثرت على مختلف اقتصاديات العالم.

أولا/ تعريف العولمة المالية:

لقد وردت عدة تعاريف حول العولمة المالية، وفيما يلي نذكر أهمها:

- تعرف العولمة المالية على أنها عبارة عن الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي، مما أدى هذا إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية.¹

- هي ذلك التشابك والترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول، والذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ثم في باقي الدول الصناعية الرئيسية بعد ذلك، وتطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية.²

- هي حرية انتقال المعلومات وتدفق رؤوس الأموال والسلع والتقنيات والأفكار والمنتجات الإعلامية والثقافية والموارد البشرية بين المجتمعات الإنسانية، حيث تجري الحياة في العالم كمكان واحد أو قرية صغيرة.³

¹ - عزاوي اعمر، الداوي خيرة، تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، المجلد 03، العدد 02، 2012، ص7.

² - جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 3، العدد 7، جامعة باتنة 2، 2002، ص185.

³ - عبد الله سراج، العولمة والأزمات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2023، ص5.

- هي النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي، والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية الدولية.¹

من خلال هذه التعاريف نقول بأن العوالة المالية هي عملية تحرير العمليات المالية بما فيها انتقال رؤوس الأموال، الأدوات المالية...، من خلال إزالة كل الحواجز لتدفقها عبر دول العالم، مما ساهم في توحيد أسعارها في مختلف الأسواق المالية الدولية.

ثانيا/ نشأة وتطور العوالة المالية:

تعتبر العوالة المالية حديثة النشأة نسبيا، حيث تعود الجذور الأولى لظاهرة العوالة المالية على نهاية الستينات وبداية السبعينات من القرن الماضي، ثم تلاحت تطوراتها بسرعة في الثمانينات من القرن الماضي إلى أن أصبحت أغلب الدول مندمجة شعب كليا ضمن نظام مالي عالمي موحد تؤثر فيه وتتأثر به.²

وظهرت العوالة المالية على عدة مراحل حتى وصلت لما نراه حاليا من اندماج تام للأسواق، وفيما يلي نلخص هذه المراحل:³

- مرحلة تدويل التمويل غير مباشر:

استمرت هذه المرحلة من 1960 إلى 1979 وتميزت بتعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة، ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية، سيطرة شبه كلية للبنوك على تمويل الاقتصادات الوطنية، انهيار نظام الصرف الثابت مع نهاية عشرية الستينات، انهيار نظام بريتن وودز في 1971، مما مهد لتطبيق نظام الصرف العائم الذي أدخل العالم في حالة من عدم الاستقرار النقدي، ظهور أسواق الأوراق المدينة مثل سندات الخزينة، إدماج البترودولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من

¹ - ماجد حميد عبد المجيد، العوالة المالية وأثرها على الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة ميدانية -، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق العدد الأول، جامعة قناة السويس، 2017، ص254.

² - تمار أمين، سلاوتي حنان، واقع وآفاق الأسواق المالية في ظل العوالة المالية - دراسة حالة الدول النامية -، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01، جامعة ابن خلدون تيارت، 2021، ص159.

³ - جبار محفوظ، العوالة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، المرجع السابق، ص185-189.

التمويل، انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم وتقديم قروض لهذه الدول، ظهور أسواق المشتقات. وارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لا سيما الولايات المتحدة.

- مرحلة التحرير المالي:

دامت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتميزت بالمرور إلى مالية السوق وتحرير القطاع المالي من خلال ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض، رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة والمملكة المتحدة مما أدى لانتشار واسع للتحرير المالي على المستوى العالمي، توسع أسواق السندات حتى بلغت 30% من مجموع الأصول المالية المصدر عالميا وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، توسيع وتعميق أسواق المشتقات والإبداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي وتوسع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار وتعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

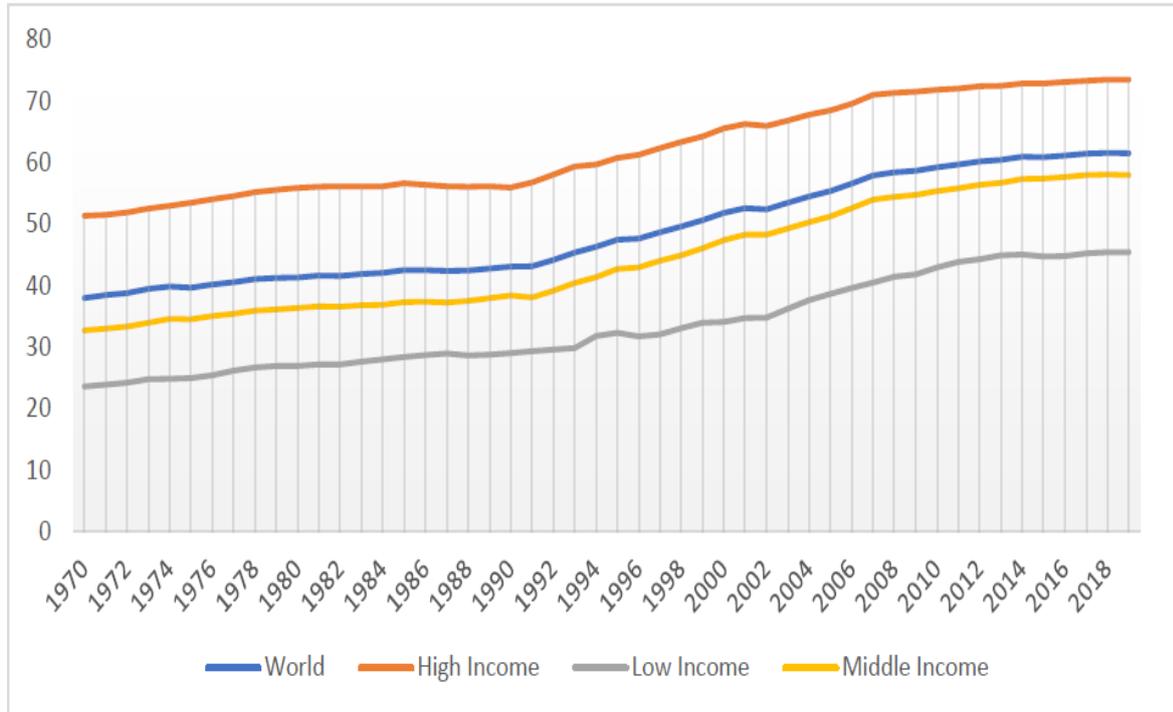
- مرحلة الارتباط وضم الأسواق المالية الناشئة:

انطلقت هذه المرحلة في 1986 وتميزت أساسا بتحرير أسواق الأسهم ابتداء من بورصة لندن سنة 1986 وتبعتها بقية البورصات العالمية مما سمح بزيادة ارتباط الأسواق المالية العالمية ببعضها البعض، ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية وربطها بشبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية الشيء الذي زاد من تدفق رؤوس الأموال نحوها، الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات وتسببت في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية، زيادة الارتباط بين الأسواق المالية الدولية إلى أن أصبحت تشبه السوق الواحدة بفعل وسائل الاتصال الحديثة وتكنولوجيات المعلومات، كما تميزت بزيادة التعامل في الأسواق الصرف وتنامي التعامل بالأدوات المشتقة وتوسيع التمويل المباشر وتغطية الدين بواسطة الأوراق المالية.

وقد شهد العالم نموا غير مسبوق منذ أوائل التسعينات في حركة السلع ورؤوس الأموال، حيث لا تزال العولة غير مكتملة، بفعل عقبات كثيرة، كما أدت الأزمة العالمية لسنة 2008 إلى تباطؤ العولة مؤقتا بفعل تداعياتها، وقد طور الباحث Dreher مؤشر KOF للعولة، الذي يقيس الأبعاد الاقتصادية

- والاجتماعية والسياسية للعولة، ويوضح المؤشر على تزايد العولة بشكل عام خلال الفترة ما بين 1970 و 2018،¹ كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): مؤشر العولة خلال الفترة 1970-2018



المصدر: عبد الله سراج، العولة والأزمات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2023، ص14.

من الشكل يتضح لنا زيادة مؤشرات العولة من سنة إلى أخرى مع تسجيل بعض التباطؤ سنوات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

¹ - عبد الله سراج، العولة والأزمات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2023، ص14.

ثالثاً/ أسس العولمة المالية:

ترتكز العولمة المالية على ثلاثة أسس رئيسية نلخصها فيما يلي:¹

1 - عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال:

إن الشرط الضروري للعولمة المالية ليس فقط في انفتاح أسواق المال أمام تدفق رؤوس الأموال و إنما أيضا في انفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين:

- **المستوى الداخلي:** ويعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصيرة الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التامين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... الخ.

- **المستوى الخارجي:** و يعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بحيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية.

2 - تقلص دور الوساطة في التمويل:

وهذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الاقتراض، و تقصد بالتمويل المباشر، اللجوء إلى إصدار و تبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات... الخ) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، و هذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية .

3 - إزالة القيود التنظيمية:

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل

¹ - تمار أمين، سلاوتي حنان، المرجع السابق، ص161.

المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري إلى الحساب للأجل.

رابعاً/ الأسباب والعوامل التي ساهمت في عوالة أسواق المال:

هناك مجموعة من الظروف والعوامل التي هيأت وسرعت في عوالة الأسواق المالية، والتي نلخصها فيما يلي:¹

1 - صعود الرأسمالية المالية:

لم يكن للعوالة المالية أن تنمو وتتسارع دون أن تتزامن مع تنامي الرأسمالية المالية، فقد نمت هذه الأخيرة من خلال نمو وتطور صناعة الخدمات المالية بتركيبتها الهيكلية المصرفية وغير المصرفية، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين وإعادة التأمين، وصناديق الاستثمار،... الخ. كما أصبحت الرأسمالية ذات طابع ريعي صرف، ويتجلى ذلك من خلال توظيفها لرؤوس الأموال لا استثمارها، كما تحقق ريعاً في الأوراق المالية أكثر من أن تحقق الأرباح في المشاريع الإنتاجية. وهو ما يعكس أن حركة رأس المال في الأسواق العالمية لم تعد مرتبطة بحركة التجارة العالمية، بل أصبح لها كيانها وآلياتها ودورها الخاصة بها.

ويمكن ربط تنامي الرأسمالية المالية بما تم تسميته بـ "الاقتصاد الرمزي" الذي تحركه مؤشرات البورصات العالمية، ويتأثر بالتغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وموازن المدفوعات، والتغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار، ومعدلات البطالة.

¹ - بتصرف من:

- راتول محمد، مداحي أحمد، أسواق رأس المال الدولية : عوالة وأزمات، الملتقى الوطني حول عوالة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرض ورهانات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة، يومي 29 و30 أفريل 2012، ص 4- 5.

- بن ثابت علي، كباش فاطمة الزهراء، مصفوفة العوالة المالية وانعكاساتها على الأسواق المالية، الملتقى الوطني حول عوالة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرض ورهانات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة، يومي 29 و30 أفريل 2012، ص 9- 12.

2 - ظهور فائض نسبي كبير في رؤوس الأموال:

في ضوء عولمة الأسواق المالية عكس النمو الهائل في تدفقات رؤوس الأموال الدولية وجود حجم كبير من المدخرات و الفوائض التي لم تستوعبها الأسواق المحلية مما دفع بها للبحث عن فرص استثمارية خارجية باحثة عن ربح أكبر.

وتجدر الإشارة هنا أن معظم هذه الفوائض المالية اتجهت نحو تسوية العجز في ميزان المدفوعات لكثير من الدول المتقدمة، خاصة الو.م.إ.

3 - التقدم التكنولوجي والتقني:

يرى بول كينيدي صاحب كتاب " الاستعداد للقرن الواحد والعشرين" أنه لولا التقدم الهائل في قوة الكمبيوتر والبرمجيات والأقمار الصناعية وكابلات الألياف البصرية والتحويلات الالكترونية ذات السرعة العالية لما أمكن للأسواق العالمية أن تعمل كسوق واحدة.

وبالتالي فقد ساعد التقدم التقني خاصة في مجال الاتصالات و المعلومات على نمو العولمة المالية وانتشارها بسرعة أكبر، فمن خلال هذا التقدم التقني تم تجاوز عقبة حواجز الزمان والمكان بين الأسواق المالية الوطنية المختلفة، وانخفضت تكلفة الاتصالات والمعاملات مما أثر ذلك على الزيادة في سرعة تحرك رؤوس الأموال من سوق إلى أخرى.

فمن خلال شبكة الاتصالات الحديثة أصبح من اليسر معرفة آخر أخبار حركة الأسعار في مختلف الأسواق المالية الدولية والمقارنة بينها من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة في أقل وقت ممكن.

4 - تأثير التحرير المالي المحلي والدولي:

لقد ارتبط التحرير المالي ارتباطا وثيقا بما يسمى عولمة الأسواق المالية التي تتم منها عملية تبادل وتداول وتصفية الديون والأصول النقدية والمالية خارج الحدود الوطنية، وأصبحت الأسواق المالية أكثر الآليات التي تربط وتدمج دول العالم ببعضها البعض، مما أدى إلى ارتفاع معدلات نمو التدفقات الرأسمالية، حيث تسارعت خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وأصبحت تتسم بحرية كبيرة.

ولقد سارعت بعض الدول لتبني سياسة التحرير المالي، فمثلا الشيلي تبنت سياسة التحرير المالي سنة 1794، في حين نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية قد تبنته في سنة 1982، أما المكسيك سنة 1989.

5 - ظهور الابتكارات المالية:

لقد تركزت العولمة المالية بظهور عدد هائل من الأدوات المالية الحديثة التي جذبت العديد من المستثمرين، فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية، فقد ظهرت أنواع جديدة من الأدوات المالية التي أطلق عليها تسمية "المشتقات المالية"، والتي تتيح للمستثمرين عدة امتيازات (كتتويج محافظهم الاستثمارية؛ التغطية ضد مختلف المخاطر المالية والمضاربة...). فبرزت عقود الخيارات بمختلف أشكالها وأنواعها؛ العقود المستقبلية؛ عقود المبادلات والعقود الآجلة، حيث ظهرت هذه الأدوات تحت تأثير عاملين أساسيين كالتالي:

- الاضطرابات التي سادت الأسواق المالية بعد الاتجاه نحو تعويم أسعار الصرف وأسعار الفائدة؛
- المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية.

من خلال هذا أتاحت الفرصة للابتكارات الحديثة للتحوط ضد مخاطر التقلبات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف وأسعار الفائدة، إلا أنه مع مرور الوقت أصبحت المخاطر نفسها سلعة تتداول في الأسواق.

6 - نمو سوق السندات:

كما يعود تسارع عولمة الأسواق المالية إلى النمو الكبير في إصدار السندات وتداولها، وخاصة السندات الحكومية كما يعود النمو الهائل في سوق السندات العالمية إلى مجموعة من العوامل نذكر منها:

- مكافحة التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في كثير من الدول مما جعل سعر الفائدة الحقيقي موجبا.
- السماح لغير المقيمين بالتعامل في أسواق الأوراق المالية المحلية.
- استمرارية عجز الموازنات العامة وتمويل هذا العجز من خلال إصدار السندات الحكومية.
- تفضيل المؤسسات التمويل عن طريق إصدار السندات بدلا من أسهم لأسباب ضريبية من جهة وإمكانية السيطرة على الإدارة من جهة أخرى.

- التزام البنوك بمقررات بازل مما حد من قدرتها على تمويل الاستثمارات الثابتة للقطاع الخاص مما دفعها للجوء إلى سوق السندات.
- تنوع السندات وبالتالي تلبيتها لحاجات مختلف المقترضين والمستثمرين.

7 - إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

مما زاد أيضا من تزايد وتيرة العولمة المالية حدوث تغيرات كبيرة على صناعة الخدمات المصرفية وإعادة هيكلتها، فقد توسعت دائرة أعمال البنوك محليا ودوليا وخاصة بعد موجات التحرير المالي التي شهدتها، حيث اتجهت المؤسسات المالية إلى أداء خدمات مصرفية و مالية لم تكن تقوم بها من قبل، مما أدى إلى تنوع مصادر أموال البنوك وتنوع طرق استخدامها، كما تم تسجيل دخول مؤسسات مالية غير مصرفية مجال صناعة الخدمات التمويلية مثل شركات التأمين، وصناديق التقاعد، وصناديق الاستثمار...، بالإضافة إلى انتشار عمليات الشراء والاندماج بين المؤسسات المالية.

8 - إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

لقد حدثت تغيرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين وعلى وجه الخصوص خلال التسعينات من القرن الماضي، بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية، وفي هذا الصدد نشير إلى ما يلي :

توسع البنوك في نطاق أعمالها المصرفية على الصعيد المحلي والدولي، وخاصة بعد موجات التحرير المالي التي شهدتها، والذي نتج عنه زيادة أرباح البنوك عن العمليات خارج الميزانية، وخاصة مع التوسع في الاتجاه نحو البنوك الشاملة وزيادة أرباح التعامل مع السندات وعمليات إدارة الأصول؛

دخول المؤسسات المالية غير المصرفية (شركات التأمين، وصناديق التقاعد، وصناديق الاستثمار...) كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجالات الخدمة التمويلية، فخلال الفترة (1980 - 1995) انخفض نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% وفي مقابل ذلك ارتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى نحو 42%، وبالتالي تراجع دور البنوك في مجال الوساطة المالية، كما أدى ذلك إلى ظهور عمليات الاندماج المصرفي وتوسيع مجال نشاطها.

9 - الخصوصية: لقد كان لعملية خصوصية شركات ومؤسسات القطاع العام دورا مهما في توسيع العولمة المالية، وخاصة مع تزايد إجراءات التحرير المالي المحلي والدولي وفي الدول التي تبنت برامج الخصوصية خاصة في الدول النامية التي تسارعت فيها عمليات وبرامج الخصخصة مما أتاح للمستثمرين الأجانب إمكانية التملك .

10 - تطبيق الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية GATS: أدت مفاوضات ما بعد جولة الأوروغواي لتكريس المزيد من التحرير في قطاعي التأمين والبنوك، وتعزيز التعهدات بالوجود التجاري لموردي الخدمات الأجانب، وقد كان تخفيف القيود مركزا على:

- توسيع العمليات القائمة في تجارة الخدمات المالية.
- تعديل الشكل القانوني للوجود التجاري.
- التعديل التشريعي للملكية الأجانب لمؤسسات مالية محلية.

وتأتي الخدمات المالية، بما فيها خدمات التأمين والبنوك لينطبق عليها تعهدات تحرير الأسواق حسب الاتفاق الملحق للخدمات المالية و الذي يلزم الدول الموقعة على الاتفاق بما يلي :

- إزالة الاحتكارات في قطاع الخدمات المالية بشكل تدريجي.
- عدم وضع قيود على نقل المعلومات.
- المعاملة الوطنية للوسطاء الماليين الأجانب المتواجدين داخل الدولة.
- حرية وصول موردي الخدمات المالية الأجانب للمنتجات المالية الجديدة في حال وجودها.

خامسا: أثر العولمة المالية على أسواق رأس المال الدولية

لقد أدى ظهور العولمة المالية إلى إحداث تغيرات هائلة على عمل الأسواق المالية الدولية من عدة نواحي نلخصها فيما يلي:

1 - زيادة ترابط الأسواق المالية الدولية:

يعرف الترابط والتكامل المالي بأنه ظاهرة تتميز بظهور سوق موحد لرؤوس الأموال تسيير على الصعيد العالمي، وذلك نتيجة للتحركات الآنية للمعلومات، رفع الرقابة عن الصرف وتجانس الخدمات

المالية المقترحة على المقترضين، هكذا أصبح للأعوان الاقتصاديين الذين يودون اقتراض أو توظيف الأموال باستقلالية، ما دام يمكنهم القيام بهذه العملية سواء في الأسواق الوطنية أو الدولية.

وتتطلب عملية الترابط المالي العديد من الابتكارات والمشتقات في الأدوات المستخدمة في عمليات الأسواق، وقد أدت إزالة العوائق على النطاق العالمي من الأسواق المالية وتحرير الأسواق إلى خلق فرص استثمارية جديدة ومخاطر جديدة تحتاج أدوات جديدة يمكن تقسيمها إلى الاتجاهات الجديدة في الأدوات المالية التقليدية والتي تضمنت توجهات جديدة في الأسهم ومنها الأسهم العادية، حقوق السهم والأسهم الممتازة، وتوجهات جديدة في السندات مثل السندات لا تحمل معدل كبون، سندات ذات الفائدة المدومة وسندات متواضعة الجودة، بالإضافة إلى التوجهات الدولية للأدوات المالية مثل التداول الدولي للأسهم والسندات الدولية.¹

فأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات، وتويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب عن ذلك زيادة شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذات الطابع الدولي في أسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات والعقود الآجلة، واستفادة البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات القومية والدولية.

والجدير بالذكر أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية، ونظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية والدولية، تلعب بنوك الائتمان طويل الأجل وشركات التأمين وبنوك الاستثمار وصناديق التأمين والمعاشات وصناديق الادخار دورا هاما في الربط الدولي للبورصات واتجاهاتها للعالمية بسبب:

- التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات.
- التوسع في نشاط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.
- التوسع في أسواق القروض الدولية "أسواق السندات الدولية".
- انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر والغير المباشر.

¹ - مزبود ابراهيم، إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية واقع وتحديات - حالة بعض البلدان العربية -، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2010 -2011، ص34.

ولقد زاد بشكل ملفت ترابط الأسواق، فأصبحت أكثر تكاملا وترابطا وبشكل خاص في العقد التاسع من القرن الواحد والعشرون وحدثت قفزة هائلة في التدفقات المالية بين تلك الأسواق.

كما أن زيادة ترابط البورصات لم يقتصر على الدول المتقدمة فحسب، بل شملت الدول النامية حيث عرفت أسواق هذه الأخيرة ارتباط وثيقا بالأسواق الدولية، ففي دراسة للبنك الدولي عام 1997 لأكثر من 60 دولة نامية تبين أن أكثر من نصف هذه الدول قد تكاملت وارتبطت في السوق الدولية للخدمات المالية وتعاملت في الأسواق المالية الدولية منذ عام 1990 .

ويرجع سبب ذلك إلى تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والانفتاح على العالم الخارجي، سواء يتعلق الأمر بالتعامل التجاري أو المالي، أو تشجيع شركات متعددة الجنسيات على الدخول إلى أسواقها، بالإضافة إلى إعادة توظيف بعض عمليات الإنتاج في الدول النامية، الأمر الذي يمثل نقله نوعية وفعالة في استراتيجيات التنمية، هذا ما زاد ترابط أسواق الدول النامية مع الاقتصاد العالمي.

أما فيما يتعلق بالأسواق المالية العربية ومدى ارتباطها خارجيا مع الأسواق المالية الدولية فتبقي درجات الارتباط ضعيفة وهذا بسبب تدني حجم الاستثمارات العالمية وذلك كونها أسواق ناشئة وحديثة نسبيا، إضافة إلى أنها تفتقر إلى التنوع والعمق المطلوبين، مما يؤثر على عائد الاستثمار في تلك الأسواق وهذا ما يؤكد عدم جاذبية الأسواق المالية العربية للمستثمر الأجنبي.

أما فيما يتعلق بقطاع تكنولوجيا المعلومات فلقد بدا نجاحه واضحا من خلال أنشطة الاندماج والاستحواذ التي تمت بين الشركات المتعددة الجنسيات على المستوى العالمي في قطاعات المواصلات والتقنية والاتصالات وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا حيث كانت السوق الأمريكية واليابانية والأسواق الأوروبية أكثر الأسواق جاذبية لاهتمامات المؤسسات المالية وشركات إدارة الاستثمار.¹

¹ - بن يوب فاطمة، عملة أسواق المال: معاينة من زاوية المخاطر، أطروحة دكتوراه، جامعة عنابة، 2014/2015،

2 - التعرض لموجات المضاربة المدمرة:

تعرف المضاربة المالية في الأسواق المالية الدولية بأنها عمليات بيع وشراء لا يقصد منها تسليم الورقة المالية، للانتفاع بما يحصل عليه من توزيع للفوائد والأرباح من أعمال الشركة، بل يكون الهدف الحصول على فروق أسعار الورقة المالية في حالتها الارتفاع والهبوط.

وبالتالي فالمضاربة المالية هي بيع وشراء صوريين، لا بغرض الاستثمار ولكن لغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية أو الدفترية من ناحية أخرى.¹

لقد ساهمت العولمة المالية من خلال سياسة التحرير المالي المحلي والعالمي على تسهيل المضاربات، حيث تم إلغاء القيود على تداول العملات الأجنبية بهدف رفع كفاءة استخدامها، لكن الذي حدث أن هذه العملات أصبحت تتحرك بسرعة من خلال شبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص المضاربات لاقتناص الأرباح الضخمة، وقد أدى ذلك إلى دخول الشركات الصناعية الكبرى في هذا المجال نظرا لكون أرباحها من المضاربات تفوق أرباح إنتاجها الحقيقي، وقد أدت هذه المضاربات إلى خسائر في العملة تتحملها في النهاية البنوك المصدرة لهذه العملات وذلك مع ارتفاع الأسعار.²

3 -تزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة

هناك فرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتتجلى هذه الفروقات

فيما يلي:

- الاستثمار الأجنبي المباشر هو الذي يتجسد واقعا من خلال سعي القائم به تحقيق التمتع بحق الإشراف والرقابة وليس فقط تحقيق الأرباح مقارنة بالاستثمار المحفظي الذي يسعى من وراءه فقط تحقيق الأرباح.

¹ - محمد عبيد آدن، أثر المضاربات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي - مع الإشارة إلى حالة سوق الأسهم السعودي -، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، جامعة الأزهر، العدد 22، 2019، ص465.

² - الجوزي غنية، إنعكاسات العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة - دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا -، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2018- 2019، ص59.

- إن القائم بالاستثمار المباشر والذي يتمتع بحق الإشراف والرقابة يتحمل مسؤولية ما يتحقق من نتائج المؤسسة المعنية بذلك سواء كانت أرباح أو خسائر وذلك بشكل جزئي أو كلي، تبعاً لنسبة من رأس المال التي ساهم بها في تلك المؤسسة، مقارنة بالقائم بالاستثمار المحفظي الذي لا يمكنه تحمل المسؤولية لكونه لا يتمتع بالحق في الأداة واتخاذ القرارات... الخ.
- الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن اعتباره وسيلة تمويل حديثة كونه غير منشئ للمديونية فهو يحقق علاقات دائمة وممتينة مع المؤسسة في البلد المضيف، لا يقتصر على مجرد الحصول على الأرباح بل تتعداها إلى إستراتيجية البحث عن نمو المؤسسة وهو بذلك يختلف عن الاستثمار المحفظي الذي يخص مجرد امتلاك أوراق مالية من أجل الحصول على دخل مالي سريع أو امتلاك حصة من رأس المال مؤسسة ما، حيث يهدف من وراءه تحقيق عائد.
- الاستثمار الأجنبي المباشر هو بمثابة رؤوس أموال تم نقلها وتحويلها لغرض تجسيدها في أصول حقيقية خلافاً للاستثمار المحفظي البسيط، الذي قد يتخذ شكل المشاركة في تكوين رأس المال ثابت للمؤسسة. ولقد زادت التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وذلك للأسباب التالية:¹
- انخفاض معدلات الفائدة العالمية: يشير الاستثمار الأجنبي المباشر في محفظة الأوراق المالية إلى ارتفاع معدلات الفائدة في البلدان المتطورة نتيجة للتنافس في الأسواق المالية مما ساعد على تحويل المستثمرين لأموالهم في المحافظ المالية إلى بلدان أقل معدلات فائدة.
- عوامل في الدول المتقدمة: ساهمت بعض التطورات الأخيرة داخل الدول ذات التطور الصناعي العالي في عولمة الأسواق المالية، وتتضمن هذه التطورات الإلغاء السريع للقيود التنظيمية في أسواقها المالية. كل هذه العوامل ساهمت بتزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية هذا الأمر سمح بانتقال رؤوس الأموال اتجاه أسواق المال لدول النامية التي حققت نجاحاً كبيراً في برامجها للإصلاح الاقتصادي، وحققت معدلات نمو مرتفعة أصبحت معها مغرية لتدفق رؤوس الأموال إليها ومن بين هذه الدول التي اجتازت تجارب الإصلاح الاقتصادي بنجاح وأصبح لديها أسواق مال نشطة وناشئة: الأرجنتين، البرازيل، تايوان، وتايلاند، فنزويلا، وسنغافورة، وتركيا، والبرتغال، والهند واندونيسيا وماليزيا والمكسيك واليونان، الصين وهونغ كونغ، وشيلي وكوريا الجنوبية. وتعتبر

¹ - بن يوب فاطمة، المرجع السابق، ص 64.

أسواق تلك الدول أهم الأسواق المالية النامية الصاعدة التي تلقي قبولا من المستثمرين الأجانب للاستفادة من النمو المرتفع بها والحصول على أفضل ربح.

4- ظهور ظاهرة غسيل الأموال القذرة في الأسواق المالية الدولية:

غسل الأموال هي عملية يتم من خلالها نقل الأموال النقدية التي تم الحصول عليها من عمل غير قانوني غير شرعي إلى طرق مشروعة، محاولة من مالكيها لإخفاء مصادرها غير الشرعية.¹

وتأتي هذه الظاهرة نتيجة إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول الأموال عبر الحدود الوطنية دون دراية السلطات أنها قد فتحت قنوات إضافية لغسيل الأموال لإخفاء المصادر غير الشرعية التي تحققت في إطارها عمليات تراكم الثروة، لذا يحاول أصحابها إخفاء مصدرها الإجرامي بمحاولة إدخالها في النظام المصرفي من خلال استثمارها مؤقتا في بعض الأدوات المالية كالأسهم الدولية، السندات الدولية والمشتقات المالية، وقد تفاقمت هذه الظاهرة مع بداية عقد التسعينات وتؤثر تأثيرا سلبيا على الاقتصاد الكلي من خلال انتشار الفساد الإداري والجريمة وإضعاف الثقة في السوق المالي.²

5 - سلبية أداء الأسواق الناشئة وتراجع عمليات الاندماج:

لقد تأثر أداء الأسواق الناشئة سلبيا بالتقلبات السلبية التي شهدتها الأسواق العالمية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية المتقدمة، حيث سهل انتقال هذا التذبذب في الاقتصاد والبورصة عبر مختلف آليات التجارة والسياحة والاستثمار المباشر وغير المباشر، فقد شهد مؤشر أسعار IFCG انخفاضا لأغلبية الأسواق بدول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا ودول أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا، ولقد بلغ متوسط التغير في مؤشر الأسعار بالانخفاض للأسواق ككل وفقا لمؤشر IFCG حوالي 30% وهو ما يعني تدهورا في أغلبية مؤشرات الأسعار للأسواق الصاعدة بوجه عام. أما عمليات الاندماج فقد تراجعت بين الشركات العملاقة في البلدان المتقدمة المختلفة وبخاصة في أوروبا والولايات المتحدة، تلك الاندماجات التي كانت السبب الرئيسي في رفع قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم خلال النصف الثاني من تسعينات القرن العشرين على نحو استثنائي، كما كانت

¹ - غسان أبو موسى، مخاطر غسل الأموال، صندوق النقد العربي، 2021، ص6.

² - الجوزي غنية، المرجع السابق، ص60.

السبب في رفع حصة الدول الصناعية المتقدمة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم من 56% عام 1997 إلى 82.3% من تلك الاستثمارات في عام 2000، بحيث أصبح التوزيع النسبي للاستثمارات الأجنبية المباشرة في عام 2000 هو 82.3% للدول الصناعية المتقدمة ونحو 15.9% للدول النامية، ونحو 1.8% للدول الاشتراكية السابقة في أوروبا الوسطى والشرقية.¹

6 - ظهور الأزمات المالية وانتقال تداعياتها بين الأسواق المالية الدولية:

تعتبر الأزمات المالية أهم الآثار التي نتجت عن العولمة المالية، حيث تعرف الأزمة المالية بأنها تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف، وتعتبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي، وتبرز خصائصها في حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، التعقيد والتشابك والتداخل في عواملها وأسبابها، تصاعدها المتواصل يؤدي لدرجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة، وسيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعياتها.²

والجدير بالذكر في الأزمات المالية هو انتقالها من سوق مالي دولي إلى آخر بفعل الترابط الذي شهدته الأسواق المالية الدولية بفعل العولمة المالية، حيث تنتقل عدوى الأزمات بفعل مجموعة من القنوات نلخصها فيما يلي:³

- قناة المعاملات التجارية الخارجية وآثار التغذية العكسية: مع ارتفاع معدلات الارتباط في ظل الانفتاح المسجل عبر القضاء على كافة أشكال الحمائية، أصبح من السهل انتقال الأزمة من مراكز نشوئها إلى غيرها من الدول، عبر ما يعرف بالآثار التبادلية للصفقات التجارية، وآثار التغذية العكسية، مما يسهل انتقال حالات الركود والكساد في اقتصاديات الدول المتأزمة إلى باقي الدول وذلك بمستويات مختلفة بحسب معاملات الارتباط ودرجة الانفتاح.

¹ - بن يوب فاطمة، المرجع السابق، ص 63.

² - فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 1، العدد 20، جامعة بغداد، 2009، ص 19.

³ - مهداوي هند، إدارة الأزمات المالية، دار الباحث للنشر والإشهار، الجزائر، 2022، ص 40.



- قناة الأسواق المالية: قد يؤدي أي خلل مالي في أحد الأسواق المالية الدولية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى، فما تلبت أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، نظرا لتعاظم دور سوق الأوراق المالية في الدول، وتوجه الكثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استنادا إلى عمليات المضاربة التي تتم في هذه الأسواق.

- قناة سعر الصرف: يعتبر سوق النقد الدولي جزء من سوق المال الدولي، وفيه يتم تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وفي مقدمتها العملات، وهذه السوق أكثر عرضة للتأثر من غيرها بالأزمات الاقتصادية والمالية العالمية، فمثلا ساهم الدولار الأمريكي باعتباره من أهم العملات المتداولة في هذه السوق في تدويل الأزمات وإعطائها بعدا عالميا فيما يعرف بالاحتباس الدولار، باعتبار أنه منذ الحرب العالمية الثانية والاقتصاد العالمي محتبس ضمن العملة الأمريكية الدولار كعملة للتجارة العالمية، وحدة الاحتياطات الدولية وآلية التسوية الدولية.

ولقد أظهرت الدراسات أن من بين 25 أزمة مالية حدثت منها 18 أزمة في غضون السنوات الأولى من التحرير المالي، والتي اتخذت مظاهر انتعاش القروض وارتفاع أسعار الفائدة المحلية الحقيقية وهي جميعها علامات دالة على حدوث الأزمات المالية، فخلال الفترة 1979 - 1997 كانت هناك أكثر من 158 أزمة سعر صرف و54 أزمة مصرفية والتي انتقل بعضها لأزمة مالية، وكانت أزمات سعر الصرف الأكثر شيوعا خلال الفترة 1975 - 1985، بينما ادت الأزمات المصرفية في الفترة 1987 - 1995، وارتبط ذلك بسبب سياسات التحرير المالي.¹

ومن أسوأ الأزمات التي تعرضت لها الأسواق المالية الدولية نجد الأزمة المالية لسنة 2008، والتي كانت بدايتها من إعلان إفلاس بنك ليمان براذرز الذي انعكس سلبا على أسواق المال الأمريكية بشكل كامل، وتطورت الأزمة لتتطال ما يسمى بالرهونات العقارية التي تمثلت بموجة ترويج شراء المنازل بين أوساط الدخل الثابتة والمحدودة عبر إقناعهم بإمكانية الحصول على قروض مصرفية يمكن تغطيتها وسداد أقساطها من مرتباتهم، وقد غالى أطراف هذه البيوعات الوهمية في قيم القروض المطلوبة علاوة على تقديمهم بيانات غير حقيقية عن دخولهم لإقناع المقرضين أنه بإمكانهم الوفاء بتلك القروض بدفعات

¹ - مهداوي هند، المرجع السابق، ص39.

شهرية منتظمة، وكانت معدلات فوائد الإقراض المحتسبة عليها بسيطة لا تتجاوز 2% الأمر الذي ساهم في زيادة حدة الأزمة.

وقد ترتب على هذه الخطوة ارتفاع قيمة الأقساط المترتبة على المقترض، مما أدى إلى إحجام الأغلبية المطلقة عن سداد التزاماتهم المالية للمصارف العقارية وشركات التأمين، ومن ثم قيام البنوك بالحجز على المنازل المرهونة ومصادرتها وعرضها للبيع للحصول على السيولة اللازمة، ونتيجة للعرض الكبير للشقق السكنية تراجع أسعار العقارات، مما شكل ضغطا ماديا على إدارة البنوك جعلها تبيع القروض على شكل سندات للشركات المالية الكبرى التي أعادت هيكلتها وأصدرتها على شكل سندات رهن عقاري تم عرضها في المالية بأكثر من قيمتها الحقيقية وبالتالي فقدت أسواق العقارات التوازن بين منابع ومصبات رأس المال السائل، واللجوء إلى هذه المحفظة من الرهونات لإصدار أوراق مالية جديدة تقتضى البنوك المقترضة من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة أو ما يطلق عليه بالتوريق دفع البنوك إلى إصدار موجة ثانية من الأصول المالية بضمان الرهونات العقارية.¹

غير أن الصعوبات في بيع هذه السندات أجبر البنوك على أن تحتفظ بمزيد من القروض في ميزانيتها، الأمر الذي ترتب عنه شح في السيولة غير مسبوق في أسواق ما بين البنوك، وسرعان ما انتشر إلى خارج الولايات المتحدة، فمثلا لم يستطع بنك نورثون روك في المملكة المتحدة بيع الرهونات الموجودة في ميزانيته مما دفعه إلى طلب تمويل طارئ من بنك إنجلترا، هذا وقد تعرضت إلى الإفلاس أيضا بنوك خارج الولايات المتحدة، منها بوجه خاص البنوك التابعة للدول الأوروبية صغيرة الحجم مثل اسلندا التي لم تستطع بيع وتوريق الرهونات دون الممتازة الأمريكية الموجودة في ميزانياتها، إضافة إلى ما سبق أسهمت فروع المصارف العالمية المتواجدة في أسواق اقتصاديات الدول الناشئة في امتداد الشح في السيولة إلى الأسواق المحلية لهذه الدول، فما أن اندلعت أزمة السيولة في أسواق الدول المتقدمة حتى ظهرت أعراض شح السيولة في عدد من اقتصاديات الدول الناشئة،² لتنتشر الأزمة بين الأسواق المالية الدولية المختلفة بفعل الترابط القوي بينها.

¹ - أسماء دردور، نسرین بن زاوی، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20 - 21 أكتوبر 2009، ص8.

² - جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2011، ص4.



أسئلة للمراجعة:

1. ما هي العولة المالية؟
2. كيف نشأت وتطورت العولة المالية؟
3. كيف أثرت العولة المالية على الأسواق المالية الدولية؟
4. ما هي الآثار الايجابية والسلبية للعولة على الأسواق المالية الدولية؟
5. كيف ساهمت العولة المالية في حدوث وانتشار الأزمات المالية؟



قائمة المراجع

أولا/ المراجع باللغة العربية أ. الكتب:

1. أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017.
2. بن سمينة عزيزة، البورصة والأسواق المالية - دراسة تحليلية -، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2019.
3. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات -، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
4. جبار محفوظ، الأسواق المالية الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، دار هومة، 2017.
5. جبار محفوظ، الأسواق المالية: الجزء الثاني الأسواق والأدوات المالية، دار هومة، الجزائر، 2017.
6. جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ضبي، 2011.
7. جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
8. حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية : بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
9. حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
10. خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية - المحلية والدولية -، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
11. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثانية، عمان، 2019.

12. شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية - ، دار الفكر، دمشق.
13. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافى، 2015.
14. شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر - ، دار هومة، الجزائر، 2005.
15. ضياء مجيد، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2003.
16. عادل مبروك محمد، نجلاء عبد المنعم إبراهيم، مبادئ التمويل والإدارة المالية من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2004.
17. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
18. عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، 2021.
19. عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، صندوق النقد العربي، أبو ضبي، 2022.
20. عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، 2015.
21. عبد الله سراج، العوامة والأزمات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2023.
22. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة - ، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007.
23. علي إبراهيم الخضر، إدارة الأعمال الدولية، المنهل، 2010.
24. غسان أبو موسى، مخاطر غسل الأموال، صندوق النقد العربي، 2021.
25. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية - العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق - ، الأردن، 2004.
26. محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، إي كتب، لندن، 2019.



27. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي -، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
28. محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر بين العوائد ومخاطر، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018.
29. محمد شاهين، سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2017.
30. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية طبع نشر وتوزيع، الاسكندرية، 2000.
31. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007.
32. محمد غياث شيخة، التمويل: المبادئ - السياسات - التوجهات الحديثة، دار النشر رسلان، 2022.
33. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات -، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
34. مصطفى يوسف كاي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، منشورات ألفا للوثائق، الجزائر، 2018.
35. مصطفى يوف كاي، إدارة الأعمال الدولية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2017.
36. منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.
37. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2006.
38. مهداوي هند، إدارة الأزمات المالية، دار الباحث للنشر والإشهار، الجزائر، 2022.
39. نوال بوعلام سرمد، البورصة والأسواق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، 2021.
40. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.

41. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003.
42. وليد صايف، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، 2009.

بـ الرسائل العلمية:

1. بن يوب فاطمة، عوامة أسواق المال: معاينة من زاوية المخاطر، أطروحة دكتوراه، جامعة عنابة، 2015/2014.
2. الجوزي غنية، إنعكاسات العوامة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة - دراسة حالة سوق أوراق ماليزيا -، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2018-2019.
3. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة - حالة أسواق الأوراق المالية العربية -، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، 2004.
4. عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة ماجستير، جامعة قلمة، 2003-2004.
5. مزبود ابراهيم، انعكاسات العوامة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية واقع وتحديات - حالة بعض البلدان العربية -، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2010 - 2011.

جـ. الدوريات والمؤتمرات والتقارير والقوانين:

1. أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العوامة المالية، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20 - 21 أكتوبر 2009.
2. بن ثابت علي، كباش فاطمة الزهراء، مصفوفة العوامة المالية وانعكاساتها على الأسواق المالية، الملتقى الوطني حول عوامة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرص ورهانات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 -قلمة، يومي 29 و30 أفريل 2012.
3. بن معتوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد الخامس، العدد 3، 2019.

4. تمار أمين، سلاوتي حنان، واقع وآفاق الأسواق المالية في ظل العولمة المالية - دراسة حالة الدول النامية -، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01، جامعة ابن خلدون تيارت، 2021.
5. جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 3، العدد 7، جامعة باتنة 2، 2002.
6. جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية، العدد الثالث، 2008.
7. راتول محمد، مداحي أحمد، أسواق رأس المال الدولية : عولمة وأزمات، الملتقى الوطني حول عولمة أسواق رأس المال في ظل المعلوماتية: فرص ورهانات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 -قائمة، يومي 29 و30 أفريل 2012.
8. زنانرة ريمة، العيد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه - دراسة نظرية -، مجلة المالية والأسواق، المجلد 10، العدد 02، جامعة مستغانم، 2023.
9. عادل بوظلاعة، أحمد بوراس، دور كفاءة سوق أرس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات - دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008 -2014، مجلة العلوم الانسانية، العدد 06، جامعة أم البواقي، 2016.
10. عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، جامعة بسكرة، 2016.
11. عزاوي اعمر، الداوي خيرة، تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي، المجلد 03، العدد 02، 2012.
12. عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 15، جامعة بسكرة، 2014.
13. فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 1، العدد 20، جامعة بغداد، 2009.

14. قلوبش عبد الله، بن مصطفى ريم، تداعيات تحقيق النمو الاقتصادي بالاعتماد على الأسواق المالية الدولية، مجلة بحوث متقدمة في الاقتصاد واستراتيجيات المال، المجلد 03، عدد 01، 2022.

15. ماجد حميد عبد المجيد، العولة المالية وأثرها على الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة ميدانية -، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد الثامن، ملحق العدد الأول، جامعة قننة السويس، 2017.

16. محمد عبدي آدن، أثر المضاربات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي - مع الإشارة إلى حالة سوق الأسهم السعودي -، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، جامعة الأزهر، العدد 22، 2019.

17. محمد عبدي آدن، أثر المضاربات المالية في كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي - مع الإشارة إلى حالة سوق الأسهم السعودي -، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، جامعة الأزهر، العدد 22، 2019.

د المواقع الإلكترونية:

1. /www.bankofengland.co.uk
2. https://www.nyse.com
3. https://www.arabictrader.com
4. https://www.euronext.com/en/about/our-organisation
5. https://ar.tradingview.com
6. https://mof.gov.ae
7. https://www.google.dz/books/edition

ثانيا/ المراجع باللغة الأجنبية

1. Bank for International Settlements: BIS Quarterly Review, March 2015.
2. David Loader, Clearing, Settlement and Custody, Elsevier Butter worth- Heineman, 2002.
3. Robert L.Mc Donald, Derivatives Markets, pearson , 2013.



الفهارس

1- فهرس الجداول والأشكال:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
14	أهم الفروق بين السوق الأولي والثانوي	1
20	الفروقات المختلفة بين السندات والأسهم الممتازة والعادية	2
44	مقارنة بين السندات المحلية والسندات الدولية	3
63	إصدارات السندات الدولية خلال الفترة 2011- 2014	4

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
33	السوق النقدية الدولية المتطورة	1
34	كيفية انتقال رؤوس الأموال بين أسواق المال الدولية	2
41	العلاقة بين الدولار والأورو دولار	3
59	تسلسل مراحل الأورو دولار	4
102	مؤشر العولمة خلال الفترة 1970- 2018	5

2. فهرس المحتويات:

7- 4	مقدمة
24- 8	الفصل ال تمهيدي: مدخل إلى الأسواق المالية
10	أولا - مفهوم الأسواق المالية
12	ثانيا - تقسيم السوق المالية
15	ثالثا - أعمال ووظائف الأسواق المالية
16	رابعا - أدوات السوق المالية
21	خامسا - كفاءة السوق المالية
24	أسئلة للمراجعة
54 - 25	المحور الثاني: تطور الأسواق المالية الدولية
27	أولا - مفهوم السوق المالية الدولية
31	ثانيا - أقسام السوق المالية الدولية وتطورها
39	ثالثا - الأدوات المتداولة في السوق المالية الدولية
47	رابعا - نماذج عن الأسواق المالية الدولية
54	أسئلة للمراجعة
83- 55	المحور الثالث: آليات عمل الأسواق المالية الدولية
57	أولا - إصدار الأوراق المالية الدولية
67	ثانيا - تداول الأوراق المالية الدولية في الأسواق الثانوية الدولية
76	ثالثا - استخدام المشتقات المالية
83	أسئلة للمراجعة
96- 84	المحور الرابع: أهمية الأسواق المالية ضمن الاستراتيجيات التمويلية لهيئات والمنظمات
86	أولا - الاستراتيجيات التمويلية للمؤسسات والحكومات
89	ثانيا - أهمية الأسواق المالية الدولية في تمويل الحكومات



92	ثالثا - أهمية الأسواق المالية الدولية في تمويل المنظمات والشركات
96	أسئلة للمراجعة
117- 97	المحور الخامس: آثار العولمة على الأسواق المالية الدولية
99	أولا - تعريف العولمة المالية
100	ثانيا - نشأة وتطور العولمة المالية
103	ثالثا - أسس العولمة المالية
104	رابعا - الأسباب والعوامل التي ساهمت في عولمة الأسواق المالية
108	خامسا - أثر العولمة المالية على الأسواق المالية الدولية
117	أسئلة للمراجعة
118	قائمة المراجع
126	قائمة الجداول والأشكال
127	فهرس المحتويات