

جامعة باجي مختار - عنابة -

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR – ANNABA



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

Faculté des Sciences Economiques et Sciences de Gestion

ميدان التكوين في العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية بعنوان:

محاضرات في الأسواق المالية الدولية

المقياس: الأسواق المالية الدولية

التخصص: اقتصاد دولي

المستوى: السنة الثالثة

الدكتورة: لكحل نبيلة

جامعة باجي مختار - عنابة -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم الاقتصادية

السنة الجامعية: 2021/2020

التقديم:

تمتاز الأسواق المالية بأهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية المعاصرة لكل دولة، حيث تقوم بتوفير مصادر التمويل الضرورية للمشروعات المختلفة وتنشيط الدورة الاقتصادية للدولة من حيث الاستثمار وتوفير السيولة، وقد ظهرت أدوات جديدة للاستثمار غير الأدوات التقليدية السائدة وأغلب هذه الأدوات جاءت استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين لحماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات.

وبالتالي فقد أتت الأدوات المشتقة لتسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما ساعد على توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي وبذلك توفر لهذا السوق خاصية العمق والاتساع في اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته، بالإضافة إلى دورها كأدوات للمضاربة والتحول ضد المخاطر، فقد أولاهما المتخصصون والباحثون عناية فائقة سواء من ناحية وضع القوانين التي تحكم التعامل بها أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تحكم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وتقييمها والإفصاح عنها في البيانات المحاسبية.

وتهدف هذه المطبوعة حول الأسواق المالية الدولية الموجهة لطلبة اقتصاد دولي السنة الثالثة، تعريف الطالب بالأسواق المالية الدولية، التعرف على المنتجات المالية التقليدية من أسهم وسندات، إضافة إلى المشتقات المالية المختلفة التي تعتبر أداة استثمارية مهمة في الأسواق المالية وكذلك التعرف لبعض المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية وبالتحليل الأساسي والفني لأهم أسواق العالمية الدولية والعلاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي.

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
62	تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف	1
100	القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع 2019	2

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
12	الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية	1
16	الاعتبارات الأساسية لتصنيف الأوراق المالية	2
42	كيفية التعامل بالعقود الآجلة	3
44	تقسيمات السوق المالية الدولية	4
56	الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية	5
101	أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع 2019	6
102	منحنى بياني للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2008-2019)	7

الفهرس

الصفحة	العنوان
I	التقديم
II	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال
IV	الفهرس
VIII	مقدمة
	1. ماهية الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية
1	تمهيد
2	1.1 ماهية الأسواق المالية وتطورها
3	2.1 المراحل التاريخية لنشوء الأسواق المالية
3	3.1. أهمية الأسواق المالية
5	4.1 المتطلبات الأساسية لتواجد السوق المالي
6	5.1 عوامل نجاح السوق المالي
6	6.1 الدور الاقتصادي للأسواق المالية
9	7.1 ماهية الأسواق المالية الدولية
9	1.7.1 نشأة وتطور السوق المالي والدولي
9	2.7.1 مفهوم الأسواق المالية الدولية
10	3.7.1 عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية
10	4.7.1 خصائص الأسواق المالية الدولية
10	5.7.1 ترابط الأسواق المالية الدولية
12	8.1 الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية
12	1.8.1. المقرضون (المستثمرون)
13	2.8.1 المضاربون المحترفون
14	3.8.1 المتآمرون (المتلاعبون بالأسعار)
14	4.8.1 المضاربون الهواة
15	5.8.1 المستثمرون داخل منظمة الأعمال

15	6.8.1 المقترضون(مصدرو الأوراق المالية)
18	7.8.1 الوسطاء الماليين
18	8.8.1 سمسرة الأوراق المالية
20	9.8.1 تجار الأوراق المالية
21	10.8.1 بنوك الإستثمار
	2. أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية
22	تمهيد
23	1.2 الأسهم
26	2.2 السندات
27	3. المشتقات المالية
28	1.3 أساسيات حول المشتقات المالية
28	1.1.3 تعريفات المشتقات المالية
29	2.1.3 خصائص عقود المشتقات
30	3.1.3 إستخدامات المشتقات المالية
33	4.1.3 المتعاملون في المشتقات المالية
34	5.1.3 تقييم المشتقات المالية
34	1.5.1.3 فوائد التعامل بالمشتقات المالية
36	2.5.1.3 المخاطر التعامل بالمشتقات المالية
39	2.3 عقود الخيار
39	1.2.3 تعريف عقود الخيارات المالية
41	2.2.3 تعريف عقود المبادلات
42	3.2.3 تعريف المستقبليات
42	4.2.3 تعريف العقود الأجلة
	3. تقسيمات الأسواق المالية الدولية
44	تمهيد
45	1.3 السوق النقدي الدولي
46	2.3 تطور السوق النقدي الدولي
48	3.3 السوق الدولي لرؤوس الأموال

49	4.3 سوق السندات الدولية
50	5.3 سوق السندات في اليابان
50	6.3 السندات المتداولة
50	7.3 السندات العامة (Obligations Publiques)
53	8.3 السندات الصادرة عن القطاع الخاص (Obligations privées)
54	9.3 السندات الأجنبية بالين
54	10.3 بورصة السندات في اليابان
54	1.10.3 مفاهيم حول البورصة في اليابان
55	11.3 سوق الإصدارات الدولية للأسهم
59	12.3 سوق القروض المصرفية الدولية أو اليورو . قروض
59	13.3 سوق إصدارات الأوراق المالية القصيرة الأجل
61	14.3. الوسائل لتحوط من المخاطر في هذه الأسواق المالية الدولية
	4. أهمية السوق الدولية ضمن الإستراتيجيات التمويلية للمنظمات والحكومات
63	تمهيد
64	1.4 السوق المالي والإستثمار الأجنبي
64	1.1.4 عموميات حول الإستثمار الأجنبي المباشر
65	2.1.4 أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر
65	3.1.4 أشكال الإستثمار الأجنبي
67	2.4 دور الأسواق المالية في الإستثمار
68	3.4 سياسات التمويل المرتبطة بالسوق المالية
70	4.4 طرق تأثير السوق المالية في النشاط الاقتصادي
70	1.4.4 على مستوى الاقتصاد الجزئي
70	2.4.4 على مستوى الاقتصاد الكلي
71	5.4 أهمية عولمة سوق الأوراق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر
73	2.4 إستراتيجيات الإستثمار
73	1.2.4 إستراتيجيات الاستثمار السلبية Passive investment strategy
76	2.2.4 الإستراتيجية الاستثمار النشطة (الايجابية) Active investment strategy
80	3.4 تأثير إستراتيجيات الإنفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة

80	1.3.4 الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة
81	2.3.4 تأثير مؤشرات الأداء بفعل الأزمات
81	4.4 الإستراتيجيات المقترحة لتنشيط الربط بين الأسواق المالية العربية
81	1.4.4 حرية التداول إقليمي
82	2.4.4 اعتماد التداول الإلكتروني عبر الأنترنت
83	3.4.4 وجود شركات وساطة مالية إقليمية
	5. تأثير العولمة على الأسواق المالية الدولية
85	تمهيد
86	1.5 عموميات حول العولمة المالية
86	1.1.5 مفهوم العولمة
86	2.5 العولمة المالية
86	1.2.5 تعريف العولمة المالية
87	2.2.5 أسس العولمة المالية
88	3.2.5 مظاهر العولمة المالية
88	4.2.5 العوامل التي ساعدت على تطور العولمة المالية
90	3.5 المشكلات والتحديات التي تواجه الدول النامية نتيجة عولمة الأسواق المالية
95	4.5 انعكاسات العولمة المالية على أسواق رأس المال
95	1.4.5 الآثار الإيجابية
96	2.4.5 الآثار السلبية
96	5.5 واقع البورصات العربية
99	6.5 تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008-2019)
99	1.6.5 القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي
101	2.6.5 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي
101	3.6.5 تحليل تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008-2019)
103	خاتمة
104	قائمة المراجع

مقدمة:

احتل النظام الرأسمالي مكانة عالمية بعد انهيار النظام الاشتراكي الذي نتج عنه موجة من التحرر الاقتصادي في الدول النامية والتقليل من الاعتماد على القطاع العام في كافة المجالات الاقتصادية، حيث كانت المجالات التمويلية تعتمد أساسا على الميزانية الحكومية وأرباح شركات القطاع العام، الأمر الذي لم يترك مجالاً لدور الوساطة المالية والأسواق المالية في تمويل التنمية.

وقد ارتبطت نشأة وتطور الأسواق المالية بظروف وحاجة التطور الاقتصادي، حيث عرفت تطورا كبيرا في السبعينات والثمانينات نتيجة تغير الفلسفة الإصلاحية لبعض الدول المتقدمة من أجل تطوير الاقتصاديات المحلية وإدماجها في الأسواق الدولية الأخرى خاصة في الدول النامية، حيث أصبحت الأسواق المالية تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أولتها أهمية جعلها أداة فعالة في تحقيق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب.

من الجانب الآخر، تعاني الدول النامية مشكلة العجز في تمويل الطلب المتزايد على الأموال لتمويل استثماراتها وهو ما حدا بها أن تعمل على تطوير وتنمية أسواقها المالية ان أرادت مسايرة العولمة الاقتصادية، وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتفعيل أسواقها المالية ودورها في التنمية الاقتصادية.

ومما سبق من أجل الإلمام بمختلف الجوانب الخاصة بالأسواق المالية تم تقسيم هذه المطبوعة البيداغوجية إلى:

1. ماهية الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية
2. أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية
3. تقسيمات الأسواق المالية الدولية
4. أهمية السوق الدولية ضمن الإستراتيجيات التمويلية للمنظمات والحكومات
5. تأثير العولمة على الأسواق المالية الدولية

1. ماهية الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية

تمهيد:

تتمتع الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة بتوافر هياكل مالية ذات كفاءة عالية لها دور فاعلا في وجود رأس المال النشطة والتي تسهم بدورها ومن خلال ما تتميز به من أدوات بإحداث تأثيرات ايجابية هامة في عملية النمو الاقتصادي وذلك من خلال ما تولده هذه الأسواق من موجات متلاحقة من التأثيرات على النحو التالي:

- زيادة الحجم الكلي للمدخرات؛
 - زيادة التخصيص الكفاء لرأس المال؛
 - زيادة الحجم الكلي للاستثمار والتخصيص الكفاء للمدخرات الوطنية.
- أما الأقطار النامية فإنها لم تحظ بعد بمعايشة ما تتمتع به الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة، فالأسواق المالية بها تعد أسواقا نامية لم تتوافر بعد كل مستلزمات إنشائها سواء على مستوى الأدوات المالية أو على مستوى الوعي الاستثماري الذي يفتقر إلى الخبرة والممارسة العملية فضلا عن القصور في الأطر التشريعية والمؤسسية بالإضافة إلى غياب أو قصور الرؤية الرسمية الواضحة للدور الفاعل لهذه الأسواق في الاقتصاد الوطني.

وللتعرف على هذه المفاهيم العامة فان الأمر يستلزم دراسة عدة نقاط:

- ماهية الأسواق المالية Financial Markets وتطورها؛
- المراحل التاريخية لنشوء الأسواق المالية؛
- أهمية الأسواق المالية الدولية ضمن الاستراتيجيات التمويلية للمنظمات و الحكومات،
- المتطلبات الأساسية لتواجد السوق المالي؛
- التعريف بالفاعليين الرئيسيين في هذه الأسواق (مقرضون، المقترضون، الوسطاء الماليون)؛
- ماهية الأسواق المالية الدولية.
- أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية.
- تأثير العولمة على أداء الأسواق المالية الدولية

وفيما يلي نستعرض هذه العناصر:

1.1. ماهية الأسواق المالية وتطورها:

السوق في المعنى اللغوي يعتبر هو المكان الذي يتجمع فيه راغبي البيع والشراء أو المبادلات دون تعيين بضاعة أو تخصيص زمن وقد نسمي بالسوق باعتبار أن المتعاملين ينساقون إليه، أما السوق في المعنى التجاري فهو المكان الذي تتجه إليه البضائع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعها، أي أن السوق هو المكان الذي فيه تنتقل ملكية السلع من البائع إلى المشتري. أما السوق في المعنى الاقتصادي فلا يقصد به مكان معين بقدر أن يتحقق البائع ومشتري سلعه ما الاتصال بعضهم البعض، وإذا كان الحيز الذي يتم خلاله هذا الاتصال في قرية أو مدينة أصبح السوق محليا وإذا كان قطرا أصبح السوق قوطيا أو قد يشمل العالم كله ومن ثم يصبح السوق دوليا، ونؤكد أن الاقتصاديون لم يعودوا يقصدون بالسوق المكان المخصص لعرض السلع بل الحيز الذي يمكن فيه أن يتخاير البائعون والمشترون فيما بينهم.

وفي إطار المفهوم السابق فإنه يمكن تعريف السوق المالي باعتبار ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتها، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يحقق بها هذا التجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه".¹ أما إذا تطرقنا إلى نشأة الأسواق المالية، فنجد أن الفكرة الأساسية لوجود هذه الأسواق قد جاءت من الاحتياج الماس الذي تواكب مع كبر حجم أسواق إنتاج السلع والخدمات، وما تطلبه ذلك من الأخذ بتقسيم.

العمل والتخصيص الأمثل للموارد الأمر الذي أنعكس بدوره على المعاملات المالية وأساليب التمويل المختلفة مما استوجب وجود سوق يحتوي هذه الأوراق ويتعامل عليها بيعا وشراء.

وعلى الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى المتعارف عليها كسوق الذهب وسوق العقارات والأسواق التجارية إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين. وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية، الأمر الذي أسهم بانتشار البورصات في جميع أنحاء العالم ومن أهم هذه البورصات:

بورصة نيويورك ويطلق عليها الـوول ستريت وبورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة سنغافورة وبورصة سيدني بأستراليا... الخ
أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية السابقة ومن أهم بورصات الدول العربية:

بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وسوق عمان المالي، وسوق الإمارات للأوراق المالية وسوق البحرين للأوراق المالية وسوق مسقط للأوراق المالية كما يوجد أسواق مالية في كل من تونس والكويت والسعودية.

وقد مرت فكرة الأسواق قبل نضجها ووصولها إلى الشكل الموجودة عليه حاليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي:

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية، الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص52.

2.1 المراحل التاريخية لنشوء الأسواق المالية:

أ. **المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة وشركات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ الأمر الذي أدى إلى اتساع المعاملات التجارية وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة لا يستطيع الفرد تمويلها بمفرده الأمر الذي جعله يلجأ للاقتراض من

ب. **المرحلة الثانية:** حيث نشأ عن الحركة في الأسواق واستعمال الأوراق التجارية أن أصبحت هذه الأوراق بديلا مقبولا عن النقود وبدأ السوق تحول إلى بورصة للبضائع والصكوك في آن واحد.

ت. **المرحلة الثالثة:** وتتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية بأنظمتها الرقابية وتوجيهها للبنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي في خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد وتوجيهات البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها وذلك وفقا لمستهدفات السياسات النقدية التي تتبناها البنوك المركزية.

ث. **المرحلة الرابعة:** وفيها بدأت البنوك المتخصصة في الظهور وممارسة دورها في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بتمويل احتياجاتها من خلال إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل تستخدم حصيلتها في تمويل المشاريع المختلفة.

ج. **المرحلة الخامسة:** وفيها ظهرت الأسواق المالية إلى حيز الوجود وازدادت تحركات الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول ويعتبر هذا الأمر بداية اندماج السوق النقدي (قصير الأجل) مع السوق المالي (طويل الأجل)، وتدرجيا ازداد اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية وأيضا اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية نظرا لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وانتشار البورصات المالية في كل دول العالم، وتزايد اهتمامها ببيع وشراء الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات.¹

3.1 أهمية الأسواق المالية:

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي

أ. **تمويل خطط التنمية الاقتصادية:** حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة وبدلا من الاتجاه الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تنقل كاهل الدولة بالديون وأعباء خدمتها، وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب وخيمة، ولذلك فإنها تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية، المرجع السابق، ص 53.

المالية المنظمة في صورة إصدارات مالية لتستطيع تمويل عملياتها التنموية من خلال إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع والاكنتاب فيها؛

ب. تراجع البنوك التجارية عن التمويل متوسط وطويل الأجل والذي لا يتناسب مع طبيعة الموارد (الودائع) التي تتعامل في إطارها البنوك، ومن ثم فإن البنوك التجارية عادة ما تكتفي بتمويل القروض قصيرة الأجل تجنباً للدخول في مخاطر التمويل متوسط وطويل الأجل وسعيًا وراء تحقيق الأرباح الوفيرة والسريعة بأقل مخاطرة ممكنة؛

ت. تساهم الأسواق المالية في تشجيع الأفراد والمؤسسات على استثمار مدخراتهم ورؤوس الأموال المتاحة لديهم نظرًا، لما يتمتع به التعامل في الأوراق المالية من مرونة تفوق الاستثمارات الأخرى مثل إنشاء الشركات أو تملك العقارات والأراضي....، وترجع هذه المرونة لعدد من الأسباب مثلًا:

- إمكانية استثمار أي مبالغ صغرت أم كبرت ولأي مدة زمنية.

- إمكانية تنوع الاستثمار في عدة أوعية مثل سندات حكومية وأسهم شركات مختلفة وهكذا

- لا يتطلب هذا الاستثمار خبرات فنية وإدارية متعلقة بالمشروع ذاته؛

ث. تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات التي تستخدم في تنفيذ المشروعات الضخمة التي يعجز عن إنشائها رجال الأعمال بمفردهم، ولا شك أن مثل هذه المشروعات تستوعب العديد من الأيدي العاملة وتسهم في تنمية الدخل القومي؛

ج. يساهم السوق المالي في منح التمويل اللازم بشروط مناسبة وبتكاليف أقل مما هو سائد في الجهاز المصرفي المحلي أو البنوك الدولية أو القروض الخارجية، وفي نفس الوقت فهي تفتح المجال لتجميع المدخرات لإعادة استخدامها في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشروعات جديدة أو الزيادة نشاط قائم ويتم ذلك من خلال إصدارات الأسهم والسندات؛

ح. كثيرًا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية بالعملة القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة؛

خ. أن تعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبًا ما يعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة¹؛

د. أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من ضمان سيولة أموالهم من خلال تحويل هذه الأوراق إلى سيولة نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر أو عناء وذلك عند اتمام بيعها في الأسواق المالية (البورصات).

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية، المرجع السابق، ص 57.

4.1 المتطلبات الأساسية لتواجد السوق المالي:

يتطلب نشأة ووجود السوق المالي توافر عدة أركان يمكن إجمالها فيما يلي:

أ. عدد كافي ومتنامي من مؤسسات الوساطة المالية، وترجع أهمية ذلك نظرا لوجود علاقة قوية بين هذه المؤسسات (البنوك -

مؤسسات الادخار...) وبين تجميع وتنمية المدخرات وإعادة ضخها في الاستثمارات المختلفة؛

ب. قدر معقول من التنسيق بين أدوات السياسة الخاصة بسوق النقد وتلك الخاصة بسوق المال من ناحية أسعار الفائدة والمعاملة

الضريبية، فلا زالت هذه الأدوات في الدول النامية تعمل في اتجاه تشجيع الطلب على التعامل مع البنوك أكثر مما تشجع الطلب

على التعامل في سوق المال؛

ت. عدد مناسب من الشركات المساهمة التي تعد النواة الرئيسية لطرح أسهمها للتداول وإقبالها على إصدار سندات لتمويل

توسعاتها، واستنهاض الوعي الاستثماري إزاء ظاهرة شيوع الشركات المساهمة العائلية والمغلقة والتي لا تفصل بين الملكية

والإدارة، الأمر الذي يسهم بدوره في زيادة كمية الأوراق المقيدة بالبورصة ودفع السوق الرسمية صوب النهوض؛

ث. توجهات اقتصادية واجتماعية مستقرة تسهم في تحقيق الإدراك العام لثقافة الاستثمار السليم والاهتمام بها بدلا من التخبط

الذي يقوم على التقليد والمحاكاة وسياسة القطيع في إتمام البيع أو الشراء في الأسواق المالية. كما تساهم في توفير المعلومات

والإفصاح المالي عن واقع الشركات موضوع أسهم وسندات البورصة؛

ج. وفي حالة اشتراك الدولة في عضوية منظمة اقتصادية ينبثق منها سوقا مشتركا لأعضائها، فيتعين التنسيق بين الأنظمة والقوانين

المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في السوق المشتركة ويؤدي ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يحفز على

إقامة مشاريع مشتركة يتم الاكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في بورصات

الأوراق المالية لتلك الدول كما هو معمول في السوق المالي الأوروبي، ويتطلب في هذه الحالة إيجاد أطر قانونية وعقود نموذجية

لمثل هذه الشركات يتم استخدامها والتعامل في كنفها من جميع الدول الأعضاء.¹

ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها: أسعار صرف العمليات والنظم والقوانين الضريبية، وتجنب الازدواج الضريبي ومنع التهرب

من الضرائب والتعاون المشترك لتحصيل الضرائب... إلخ.

توافر الأدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال

وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل وإذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته

فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الوطن ومن خارج الدولة فالاستقرار السياسي يعتبر عامل مهم لجذب رؤوس الأموال، وإلى

جانب الاستقرار السياسي فإن الأمر يتطلب أيضا من الدولة المضيئة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب لهم بعض التسهيلات في

تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستشارة إلى بلده ومما تقدم يتضح أن هذه الأركان

المتقدمة تشكل مجتمعة القوى الدافعة لبداية تواجد السوق المالي في بلد ما.

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية، المرجع السابق، ص 58.

5.1 عوامل نجاح السوق المالي:

كما أنه لقيام أو لنشأة أي سوق مالي عدة شروط و متطلبات يجب توفرها، كذلك لنجاح هذا السوق هناك عوامل أخرى سواء كانت أساسية أو مكملة تتحد لتحقيق هذا الهدف، وتمثل هذه العوامل في:

أ- العوامل الأساسية: و يمكن تمثيلها فيما يلي:¹

- وجود الأنظمة واللوائح التنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة و تمنع الاحتكار و النصب والاحتيال ؛
- إتباع السياسات التي تشجع الادخار و الاستثمار ؛
- توفر المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية و الربحية المجزية، و التي تسمح باستيعاب رأس المال المعروض ؛
- توفير شبكة جيدة من المتعاملين و الوسطاء في السوق ؛
- إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية و إخراجها من الإطار العائلي ؛
- وجود معلومات كثيرة و متنوعة عن الأدوات المالية المدرجة و المتوفرة في السوق المالي مبينة خصائصها و مستوى خطورتها، إضافة إلى العدد المعقول لهذه الأوراق في السوق ؛

- وجود عمق كافي في السوق من حيث كثافة التداول ووجود قاعدة عريضة من صغار وكبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما بلغت قوته التأثير في حركة الأسعار بشكل غير طبيعي .

ب- العوامل المكملة : و تتمثل فيما يلي:²

- وجود حد أدنى من الاستقرار الاجتماعي داخل الدولة ؛
- ارتفاع المستوى المعيشي و الدخل في المجتمع لزيادة نسبة الإدخار ؛
- الحرية الكاملة في التعامل بالسوق فالمدخر يتعامل بإختيارية في السوق التي تستقطب هذه الأخيرة.

6.1 الدور الاقتصادي للأسواق المالية

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة و العامة و هذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجهه نحو الإنعاش و التسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية.

¹ محمد يوسف، "البورصة"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص 13.

² المرجع نفسه، ص 13.

1- دور سوق الأوراق المالية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية و هذا بإتباع طرق شتى أهمها: منح فوائد مرتفعة و مغرية و تبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أوضاعها الإقتصادية الجيدة و مركزها المالي المقبول.

و منه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.¹ و خير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

2- دورها في زيادة الادخار

إذ توفر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار ، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحداث الفوائد ؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفوائد لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار.

3- دورها في علاج المديونية

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما تساهم سوق الأوراق المالية في خفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين فتحتوي هذه التقنية على تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية . وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج . إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.²

4- دورها في عملية الخصخصة

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد. ومما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية، في إطار ما يعرف بالخصخصة. ولكن هذه الأخيرة يعترضها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية ، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.³

¹ فريد النجار ، " البورصات و الهندسة المالية " ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص 16.

² عمر صقر ، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 125 .

³ حسان خضر ، "تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 08 .

وتشير تجارب الخصخصة في دول العالم بان البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة وكبيرة مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خصصتها ، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقه عملية الخصخصة أو عدم استيعابها. ومن هنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح ، حيث أن العلاقة بينهما هي علاقة وطيدة . فسوق الأوراق المالية تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة علة تسهيل عمليات التخصيص. ومن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة ما يلي:

- توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين
- إبعاد الشبهة في عملية بيع وحدات القطاع العام وعدم تمييز فئة دون أخرى عند إجراء البيع.
- إحلال هدف تعظيم الربح لدى المستثمرين من القطاع الخاص محل تعظيم المنفعة

5- دورها تمويل خطط التنمية

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزانة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

6- دورها في تقييم الشركات والمشروعات

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها .

7- دورها في تجنب الآثار التضخمية

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.¹

7.1 ماهية الأسواق المالية الدولية:

تلعب الأسواق المالية الدولية دورا هاما في اقتصاديات الدول الكبرى إحدى أهم الأدوات المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية واستثمارها دوليا، وكذلك أداة جذابة للاستثمارات الأجنبية بالإضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية، ولقد نتج عن توسع المشاريع الاستثمارية والمعاملات التجارية الدولية زيادة الحاجة إلى التمويل الدولي، والذي أدى بدوره إلى زيادة الحاجة للأسواق المالية الدولية.

¹ صلاح الدين السيسى، "دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة"، دار غرب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2003، ص 90.

1.7.1 نشأة وتطور السوق المالي و الدولي:

إن السوق الدولي لرؤوس الأموال يتركز على وجود عدد من الأسواق الوطنية التي يمكن فيها للمقيمين حيازة قيم متحركة أجنبية. وهنا السوق يشكل الأرضية التي تحصل عليها عمليات مالية محددة؛ وهو يشتمل على جميع البلدان حيث لا توجد أية حدود تعيق تصدير المدخرين والمستثمرين لرؤوس أموالهم. في المقابل تستثنى من هذا السوق جميع البلدان حيث لا تتوفر إمكانية للمقيمين في الحصول على العملات الصعبة الضرورية لتسديد مشترياتهم من الأوراق المالية حيث الحيازة المحتملة للأوراق المالية الأجنبية تعتبر مخالفة للقانون. وتطور السوق المالي الدولي يمكن أن يتوضح كما من خلال حجم الإصدارات المحققة ونوعا عبر مدى التحديث المدخل على الأصول المستخدمة. أن التحليل المفصل يوضح بجلاء ليس فقط أنواع الأصول المالية، بل أيضا إصدارات السندات الأجنبية، وانتقائية الإصدارات على الصعيد الدولي وكذلك الابتكار المصري فيما يتعلق بسوق Euro – notes¹

ترجع نشأة السوق المالية الدولية بالدرجة الأولى إلى ظهور شركات 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.

2.7.1 مفهوم الأسواق المالية الدولية:

الأسواق المالية الدولية هي أسواق الديون المقومة بالعملات المختلفة وان كان الدولار أهمها، والمصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول".

"يطلق مصطلح الأسواق المالية الدولية على أسواق النقد وأسواق الأوراق المالية من أسهم وسندات وأسواق الصرف الأجنبي وأسواق المشتقات التي توجد في الدول الصناعية".

ينصرف المعنى الواسع لسوق المال الدولي إلى أنه مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبو الأموال وعارضوها على مستوى العالم أجمع. ومن أهم المؤسسات التي يتألف منها هذا السوق البنوك التجارية والمتخصصة، شركات التأمين وشركات الأموال، صناديق التمويل والادخار، مؤسسات أخرى".

"تعتبر سوق المال الدولية سوقا يتم العمل فيها على المستوى الدولي. ينتمي المستثمرون في هذه الأسواق إلى دول مختلفة، وكذلك يمكن أن تكون المنظمة الراغبة في تجميع رأس مال في الأسواق منتمية إلى أية دولة كما يمكن أن تكون منظمة دولية والأهم من ذلك أن وسطاء السوق الدولية قد ينتمون أيضا إلى دول مختلفة يعمل هؤلاء الوسطاء على إدارة العمل في السوق.

وعليه يمكن تعريف السوق المالية الدولية بأنها أسواق تنشأ فيها وتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة.²

¹ وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار السهل اللبناني، لبنان، 2003، ص157.

² حسين بن الهاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، ادواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، ص78.

3.7.1 عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية:

- إن هناك عوامل عديدة دفعت إلى قيام الأسواق المالية الدولية وتعزيز دورها الاقتصادي ومن هذه العوامل:
- أ. تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما بين مختلف أنحاء المعمورة وقد توج هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية والتي أسهمت في تكتيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تمويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر؛
 - ب. نشوء الأسواق المالية المحلية في كافة دول العالم النامية تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دوليا؛
 - ت. دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المعروفة؛
 - ث. ومنذ نهاية الخمسينات ومع بروز دور اليورو دولار فقد دخلت الأسواق المالية الدولية مرحلة من النمو المتزايد والاتساع غير المحدود.¹

4.7.1 خصائص الأسواق المالية الدولية:

- تتميز الأسواق المالية الدولية بسمات متعددة نذكر منها ما يأتي:
- أ. ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية؛
 - ب. ارتفاع نسبة المساهمة في القيمة الكلية للتبادلات الدولية؛
 - ت. اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقبات على التبادلات الدولية؛
 - ث. تزايد دور التعاملات غير النظامية.
- رغم الخصائص السابقة أن إعطاء الصفة الدولية لسوق مالية معينة يعد حاليا أمرا نسبيا وذلك لان غالبية الأسواق القائمة وحتى الحديثة منها في الدول النامية تتعامل جزئيا، بشكل أو آخر بأدوات صادرة عن مؤسسات أجنبية. وقد تمتد تأثيرات معينة من هذه الأسواق خارج اقتصادياتها المحلية. كما وتساهم شبكات الاتصالات الدولية في إخراج الكثير من الأسواق المحلية مما فيها الصغيرة من عزلتها التامة.

5.7.1 ترابط الأسواق المالية الدولية

أدى التقدم الاقتصادي والتجاري والتكنولوجي خاصة في مجال المعلومات والاتصالات في الدول الصناعية الكبرى إلى تنشيط التداول في الأسواق المالية الدولية. ومع التوسع في الشركات العابرة للقارات وشركات المساهمة زاد العرض من الأوراق المالية في هذه الأسواق لمواجهة الاحتياجات المتزايدة من رؤوس الأموال.

¹ وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 159.

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات وأصبحت الأسواق المالية الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنويع محفظة الاستثمار، ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تحديث الأدوات المالية وزيادة حجم التداول

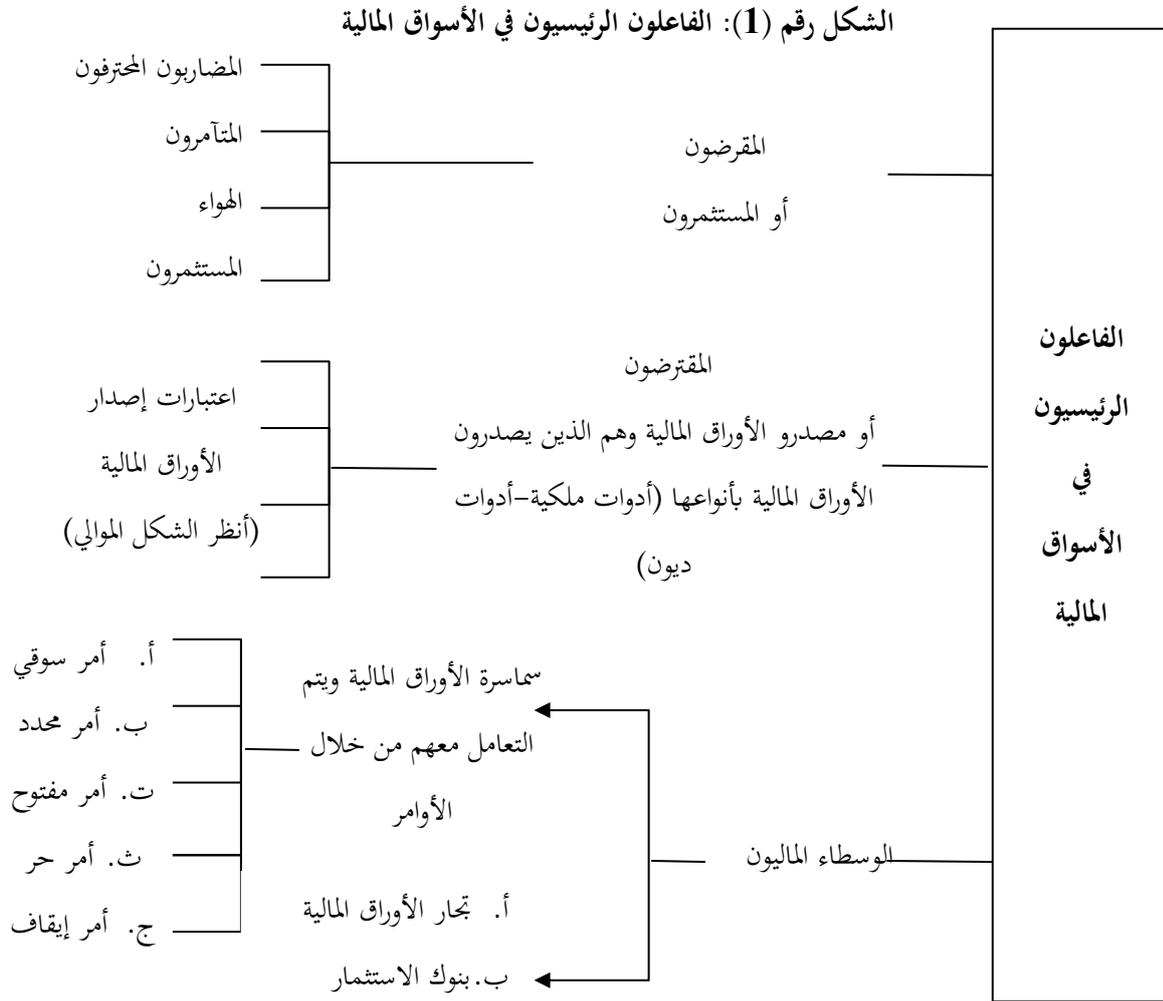
وجدير بالذكر أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات الآلية في العالم قد دعا إلى ضرورة الربط بين الأسواق المالية الدولية نظرا لتشابه المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية كما أدت الدعوة إلى التكامل وإنشاء التكتلات الاقتصادية إل تطبيق آليات جديدة في تحرير الأسواق المالية عن طريق إلغاء الحواجز والقيود على التعامل بالمال واتجهت الدول مؤخرا نحو تحرير التدفقات المالية الدولية عن طريق تشجيع الطلب على الاستثمارات الدولية وتنويع محفظة الأوراق المالية . حيث كان لمنظمة التجارة العالمية أثر كبير في تحرير المالية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية نظرا لتزايد عدد الدول الأعضاء في المنظمة. ومن المتوقع زيادة تحرير تجارة الأوراق المالية وإلغاء القيود والعوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية. ونتيجة لهذه الدوافع ظهرت الاتجاهات التالية:¹

- الاتجاه نحو عالمية الأسواق المالية؛
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية؛
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين والشركات المالية؛
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية و التداول؛
- حتمية الإفصاح المالي وتطوير الاتصالات الدولية.

¹ منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر ومحاور، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1990. ص 45

8.1 الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية:

تتكون السوق المالية من ثلاثة فاعلين رئيسيين على النحو الذي يوضحه الشكل التالي:



المصدر: محب خلة توفيق الهندسة المالية (الاطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار. دار الفكر، مصر، 2011، ص59) بتصرف

1.8.1 المقرضون (المستثمرون):

وتعتبر هذه الفئة هي مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد والمؤسسات (البنوك - شركات الاستثمار - شركات التأمين) التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية ومن ثم فهي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي سواء كان ذلك من خلال عمليات إقراض مباشرة أو من خلال شراء الأوراق المالية، وينبغي التنويه إلى أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار، وذلك باعتبار أن فوائض المؤسسات سائلة الذكر ما هي إلا الفوائض المجمعة لمدخرات الأفراد فيها، وما هو جدير بالذكر أن المقرض أو المستثمر يضع دائما نصب معين لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار سواء كان جاريا أو رأسماليا، أيضا المخاطر التي تحيط بهذا الاستثمار وكذلك عامل السيولة وتاريخ الاستحقاق وكلها من الأمور التي سيرد إيضاح لها في ثنايا هذا المؤلف.¹

¹ حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار للنشر، الأردن، ص37.

وبصفة عامة فإن المستثمرون يختلفون عن بعضهم البعض من حيث الأهداف الاستثمارية التي تدفع كل منهم إلى الاستثمار في الأوراق المالية إلا أن أهم المستهدفات تكمن في حجم العائد المتوقع ودرجة المخاطر المصاحبة لهذا العائد، ومن هذا المنطلق يمكن تقسيم المتعاملين في بورصات الأوراق المالية إلى عدة أنواع على النحو التالي:

2.8.1 المضاربون المحترفون:

وهم ما يعبر عنه ب (Speculators Professionals): الذين يستهدفون من عملياتهم الانتفاع من فروق الأسعار في تحقيق أكبر عائد ممكن في أقل فترة ممكنة ومن ثم فإنهم يتحملون أقصى درجة مخاطرة، ويعتمد المضارب المحترف في تخطيطه لعملياته عن التنبؤ الدقيق باتجاهات السوق، ومن ثم فإنه من المفترض أن يكون ملما بأدوات التحليل الاقتصادي سواء كان تحليل مالي أو أساسي خاص بالمنشأة المصدرة للورقة وهذه التحليلات في مجموعها تساعده في تفسير العوامل المؤثرة على السوق والتي تنشأ من خارجه، وذلك إلى جانب معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

هذا ويستخدم المضارب المحترف في تخطيطه لعملياته أسلوبين هما:¹

أ. **المضاربة بالصعود:** وذلك في حالة التنبؤ باتجاه السوق نحو الارتفاع إذ يقوم المضارب بالشراء بالهامش (العربون) انتظارا لارتفاع الأسعار، وعندما يحدث ذلك يقوم بتسوية العملية من خلال بيع ما في حوزته من أوراق مالية بالسعر المرتفع والحصول على قيمتها بعد سداد باقي الالتزامات التي نجمت عن الشراء بالهامش وتحقيق الأرباح المرجوة.

ب. **المضاربة بالنزول:** وذلك في حالة التنبؤ باتجاه السوق نحو الانخفاض إذ يقوم المضارب ببيع أوراق لا يملكها ويقوم بعد إتمام العملية وتحقيق الأرباح بتسوية العملية من خلال قيامه بشراء هذه الأوراق بعد تراجع أسعارها، ومن ثم يتحقق له ما استهدفه من أرباح طالما تحققت تنبؤاته التي بني عليها اتخاذ قراراته، وتسمى هذه الطريقة "البيع على المكشوف" وهو نظام يسمح للمستثمرين في بعض البورصات بالبيع قبل إتمام الشراء على أن يتم الشراء لاحقا، حيث يقوم المستثمر باقتراض أوراق مالية ليقوم ببيعها قبل انخفاض الأسعار ثم يعاود مرة أخرى شرائها لشركة السمسرة بعد إتمام انخفاض الأسعار حسب تنبؤاته.

وقد ينظر إلى المضارب بالصعود أو بالنزول باعتباره يسئ إلى سوق الأوراق المالية ويؤثر فيها، إلا أنه يمكن الرد على ذلك بافتراض تصور حالة هبوط الأسعار وركود العمل في السوق ثم جاءت الفئة المضاربة بالصعود والتي دخلت السوق مشتريّة في حالة إذا ارتفعت الأسعار إلى المستويات المعقولة يمكن أن تنتهم الفئة بالتأثير على السوق؟

أما المضاربون بالنزول فإنهم لا يقلوا أهمية عن المضاربون بالصعود، حيث يقوم المضارب بالنزول بموازنة السعر من خلال تدخله بالبيع من خلال وقوفه أمام المضارب بالصعود يمنع تدهور الأسعار بالسوق، ثم في النهاية لا بد وأن يكون هذا المضارب النزولي مشتريا عند قيامه بتغطية مركزه ومن ثم فإن المضاربون نزولا وصعودا يعتبروا من عناصر الثبات المقبولة في السوق.

¹ خيري علي الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 2005، ص 21.

3.8.1 المتآمرون (المتلاعبون بالأسعار):

وهم فئة المستثمرون التي تهدف لتحقيق الأرباح من خلال التأثير على اتجاهات السوق صعودا وهبوطا والتحكم في الأسعار السائدة، وغالبا فإن هذه النوعية تكون ذات قدرات مالية عالية تمكنهم من الدخول في السوق شراء أو بيعا بأحجام كبيرة لإحداث الأثر المطلوب، وهذه الفئة تختلف عن المضاربون الذين يريدون الاستفادة فقط من اتجاهات السوق دون تغييرها.

ويقصد بالتحكم في الأسعار التأثير والسيطرة عليها بوسائل مصطنعة تعمل في اتجاه أن يصبح السعر السائد في السوق أعلى أو أقل من السعر الطبيعي الذي كان من المتوقع أن يسود بفعل القوى العادية للعرض والطلب وفي غيبة المؤثرات المصطنعة وهناك ثلاثة أساليب يستخدمها المتلاعبون لإحداث الأثر الذي يستهدفونه:¹

أ. إحداث اتجاه صعودي مصطنع في الأسعار لدفع جمهور المتعاملين نحو الشراء، وحينئذ يتخلص المتلاعبون مما في حيازتهم من أوراق، ويعد هذا الأسلوب بمثابة أحد مؤامرات التحكم في اتجاهات السوق الأكثر شيوعا والتي تعتمد بالكلية على القدرة المالية لهؤلاء المتلاعبون

ب. إحداث اتجاه نزولي مصطنع في الأسعار لدفع جمهور المتعاملين نحو البيع، وهذا الأسلوب هو أحد مؤامرات التحكم في اتجاهات السوق الأقل شيوعا، وغالبا ما يلجأ المضاربون لهذا الأسلوب المضاربون الذين تورطوا في البيع على المكشوف توقعوا لانخفاض الأسعار الذي لم يتحقق، فيلجئون لهذا الأسلوب لتحقيق توقعاتهم بالوسائل المصطنعة لخفض الأسعار ليتمكنوا من إتمام الشراء ومن ثم تحقيق أرباح من عمليات البيع على المكشوف.

ت. تثبيت سعرا مصطنعا بغرض أن يتم بيع الورقة بسعر أفضل من الذي كان يمكن أن يسود طبيعيا، ويصل المتلاعبون إلى هذا الهدف من خلال تدخل بعض المؤسسات الاستثمارية التي يكون لها مصلحة ما في رفع السعر لإمكانية ترويج أسهم جديدة أي أن التدخل يكون بغرض ضمان الشراء والبيع بسعر ثابت وذلك لمنع خسائر المستثمرين في هذه الأوراق إذا ما هبط السعر السوقي للورقة دون القيمة الاسمية لها.

وكثيرا ما يكون هذا الهدف مشروعاً من وجهة نظر السياسة العامة خاصة عند طرح أسهم الشركات المطلوب خصصتها للاكتتاب العام لذلك غالبا ما يطلق على هذا الأسلوب "المضاربة الاضطرارية"

وبصفة عامة يمكن القول أن المتلاعبون لا يألون جهدا في ابتكار الطرق والأساليب العديدة والجديدة التي تخدم وتحقق أهدافهم في تحقيق الأرباح السريعة وهناك العديد من الطرق التي لا يتسع المجال للخوض في تفصيلاتها.

4.8.1 المضاربون الهاوية :

والمضارب الهاوي هو (Speculators Outsiders) ذلك الشخص الذي يستهدف استثمار ما لديه من مدخرات وذلك إلى جانب عمله الأصلي الذي يشغل معظم وقته وهو مضارب من خارج منظمة الأعمال، وغالبا ما يكون غير متخصص في مجال المضاربة الأمر الذي يترتب عليه اتجاه العديد من القرارات العشوائية التي قد تصيب أحيانا وتفشل أحيانا كثيرة، ومن هنا يكون لهذا المضارب الهاوي أثر سي على السوق لعدم تفهمه لأصول المضاربة، وعادة ما يختفي من السوق بتسوية مركزه ليخرج من السوق قانعا بريح بسيط أو بخسارة

¹ - خيري علي الجزيري، المرجع السابق، ص 22.

قلت أو كثرت، ووجود هذه النوعية من المستثمرين هو وجود قصير الأجل، خاصة وأنه لا يأخذ وضعاً محددًا فلا هو مضارب محترف ولا هو مستثمر واعي حقيقي والأجدى لمثل هؤلاء المضاربين أن يقنع بتوظيف ما لديه من خلال صناديق الاستثمار أو الأوعية الادخارية المصرفية بدلا من تعرضه للخسائر المتوقعة في سوق الأوراق المالية.¹

5.8.1 المستثمرون داخل منظمة الأعمال:

ويمكن رصد فئتان من المستثمرين:

- أ. **المستثمر الكبير:** وغالبا ما يحتفظ بحصة مناسبة من الأوراق وذلك لإمكان إحكام السيطرة على الشركة وإدارتها، ويطلق على هذه الفئة المستثمرون من الداخل، وتبدو خطورة هذه الفئة في حالة اضطرارها لآخذ مسلك المتلاعبين في بعض الأوقات؛
- ب. **المستثمر الصغير:** وهو يمثل الغالبية العظمى للمستثمرين ومدخراته هي التي تساهم بشكل أساسي في توفير التمويل اللازم لمنظمات الأعمال في أي مجتمع، ويستهدف هذا المستثمر في المقام الأول تحقيق الأرباح من خلال توزيعات الأرباح أو عائد الكوبونات لسندات ولا يغريه كثيرا تحقيق الربح من خلال فروق الأسعار للأوراق، وعادة ما يلجأ لبيع أوراقه المالية أو بعضها عند احتياجه إلى السيولة النقدية لإيفاء بعض التزاماته، ولا شك أن مثل هذا المستثمر يعد العماد الرئيسي لسوق المال الذي بدوره يستهدف حمايته سواء من خلال "التوجيه والنصح أو من خلال الإدارة الواعية لسوق المال والتي تعمل على الحد من اتجاهات التلاعب التي قد تصر بمثل هذا المستثمر".²

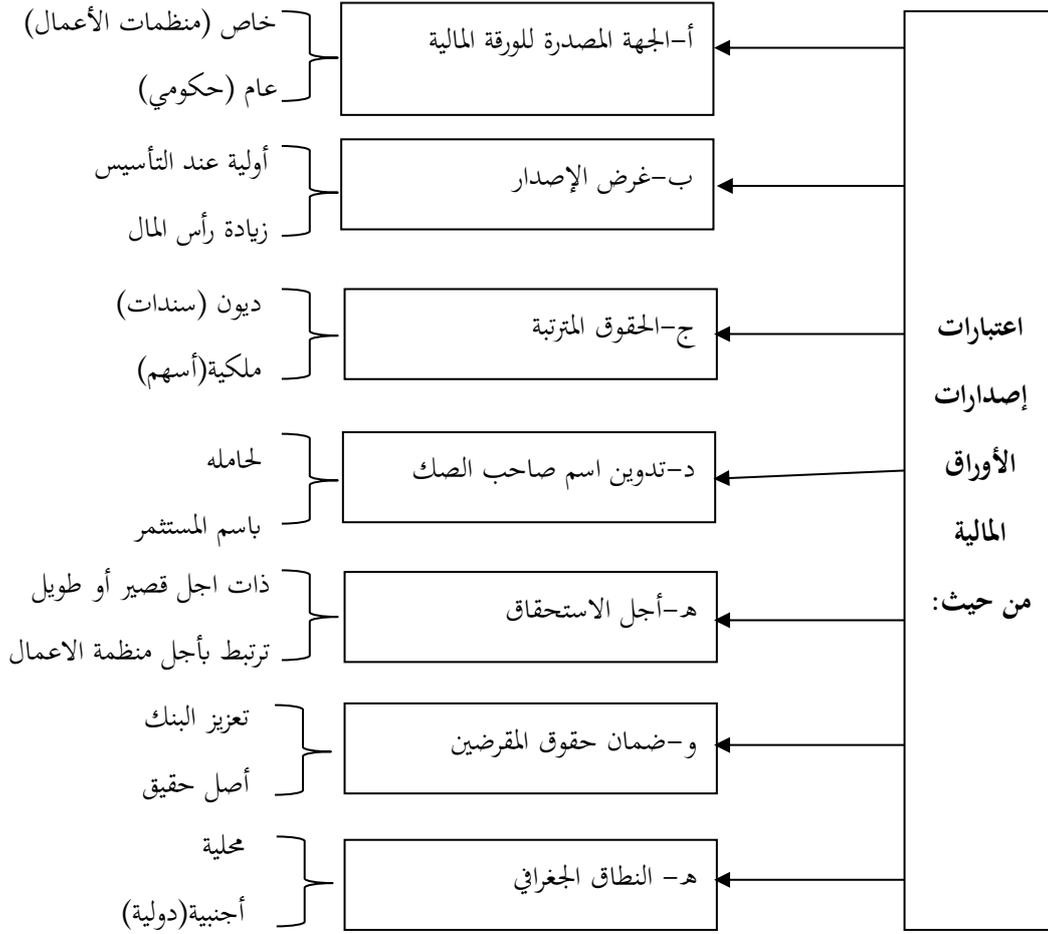
6.8.1 المقترضون (مصدرو الأوراق المالية):

وسوف تقتصر دراستنا في هذه الجزئية على فئة مصدري الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال وغير الاقتراض المباشر من المؤسسات المالية. وتتضمن هذه الفئة مجموعة من المؤسسات ومنظمات الأعمال الخاصة والحكومية والتي تصدر بعض الأوراق المالية مثل السندات والأسهم العادية والممتازة، وتختلف أنواع الإصدارات باختلاف الزاوية التي ننظر من خلالها إلى الإصدار، ويمكن تقسيم إصدارات الأوراق المالية على النحو الذي يوضحه الشكل رقم (2) التالي:

¹ - خيري علي الجزيري، المرجع السابق، ص 22.

² - المرجع نفسه، ص 23.

الشكل رقم (2): الاعتبارات الأساسية لتصنيف الأوراق المالية



المصدر: محب خلة توفيق الهندسة المالية، الاطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر، 2011، ص59.

1- من حيث الجهة المصدرة للورقة المالية: فيمكن أن يكون الإصدار خاصا أي يتم من قبل إحدى منظمات الأعمال غير الحكومية وتنوع إصداراتها في شكل أدوات الدين وأدوات الملكية من السندات والأسهم بأنواعها، كما يمكن أن يكون الإصدار حكوميا حيث تنحصر إصداراته في أدوات الدين كالسندات بأنواعها فضلا عن أذون الخزانة؛

2- من حيث غرض الإصدار: ويمكن أن تكون الإصدارات أولية وهي التي تتم عند التأسيس، كما يمكن أن تكون تلك الإصدارات بغرض زيادة رأس مال المنظمة خلال سنوات عمرها لمواجهة بعض التوسعات الناتجة عن رواج أعمال المنظمة؛

3- من حيث الحقوق المترتبة على الإصدار للمستثمر، وتتنوع هذه الحقوق بين إصدارات دين وإصدارات ملكية. ويعتبر الإصدار دينيا متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حق الدائنية وينقض هذا الحق بانقضاء الدين، كما يعتبر الإصدار حق ملكية متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق المالك من جهة. ومن الطبيعي أن تترجم هذه الحقوق في قائمة المركز المالي لمنظمة الأعمال صاحبة الإصدار فتعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار بينما تعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة رأس المال؛

4- من حيث تدوين اسم صاحب الصك عليه، وتتنوع إلى إصدارات اسمية مسجلة باسم المستمر أو إصدارات لحامله هو الإصدار الذي يغفل اسم المستمر ويحمل بدلا من عبارة لحامله، ومتى كان الصك المصدر اسميا فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لا بد وأن يكون من قبل المستمر المثبت اسمه عليه، أما إذا كان لحامله فإن التصرف القانوني يجري من قبل الشخص الأخير الذي يجوز الصك، ويجب التنويه أن دواعي الحماية والأمان لحقوق المستثمرين جعلت الإصدارات الاسمية هي الأكثر شيوعا، أما الصك لحامله فهو يصدر في حالات استثنائية ليحقق مرونة كبيرة في التداول لتوفير عنصر السيولة كما هو الحال في أذونات الخزانة الأمريكية؛

5- من حيث أجل استحقاق الورقة المالية: حيث تقسم الأوراق المالية الخاصة بأدوات الديون إلى إصدارات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل، أما أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) فإنها ترتبط ببقاء منظمة الأعمال التي تصدرها؛

6- من حيث ضمان حقوق المقرضين: ويحدث ذلك حين يؤكد الإصدار على وجود مثل هذا الضمان، ويأخذ الضمان في الغالب صورة إضافة بنك ما لتعزيزه على هذه الأوراق بما يفيد ضمانه الكوبونات وأصل الصك، وقد تأخذ صورة ضمانه أصل حقيقي ثابت كالمعدات والعقارات، وغالبا ما تكون مثل هذه الضمانات مواكبة للإصدارات طويلة الأجل مثل السندات العقارية، وغيرها، أما السندات العادية فتصدر عادة بدون ضمان، والميزة الوحيدة التي تتوافر لحاملي هذه السندات هي حق الأولوية في الرجوع الى المدين. ويجدر التنويه إلى أن إضافة الضمانة على مثل هذه السندات المشار إليها غالبا لا يتوافر بالنسبة لإصدارات حق الملكية كالأسهم، حيث انه يصعب أن تصدر الأسهم مضمونة لان حاملها يعد مالكا للشركة المصدرة وبالتالي فإنه من غير المستساغ أن يطلب ضمانه لحقوقه.

7- من حيث النطاق الجغرافي للإصدار، حيث تقسم الإصدارات تبعا لموطن جهة الإصدار إلى محلية وأجنبية (دولية) فإذا تم الإصدار ضمن حدود الدولة فعادة ما يطلق عليه إصدارات محلية أما إذا تجاوز هذا الإصدار الحدود الإقليمية فعادة ما يعلق إصدارات أجنبية أو دولية ومن أمثلتها شركات الاستثمار غير المقيمة في دولة المقر والتي قامت بتوكيل إحدى المؤسسات المحلية بعمليات الإصدار لحساب شركات الاستثمار الأجنبية غير المقيمة بدولة المقر فعادة ما يعرف هذا النوع من الإصدار بالإصدار الأجنبي أو الدولي.

7.8.1 الوسطاء الماليين:

تتخذ أشكال وأنواع الوساطة المالية ما بين مصرفية وغير مصرفية وبين ما يأخذ منها شكل الوساطة التعاقدية أو الوساطة الاستثمارية، وهي التي ليس لها الحق في إصدار أو بيع أصول مالية للحصول على احتياجاتها من الأموال اكتفاء بدورها كحلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة الآخر، وعادة ما يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا له بممارسة هذا الدور بموجب قانون هيئة سوق المال وأنظمتها وتعليماته، حيث لا تسمح التعليمات المنظمة لبورصة الأوراق المالية للمستثمر ببيع أو شراء الأوراق المالية بنفسه أو بشكل مباشر، الأمر الذي يستوجب لجوئه إلى وسيط معتمد ومصرح له بالتعامل في الأوراق المالية داخل بورصة الأوراق المالية وهو يطلق عليه "سمسار البورصة".¹

وبصفة عامة يمكن حصر مؤسسات هذا النوع من الوساطة في السوق المالي في ثلاثة أنواع يشكل كل نوع نشاط مستقل له مؤسساته وإدارته على نحو التالي:

- سمسرة الأوراق المالية؛
- تجار الأوراق المالية؛
- بنوك الاستثمار.

ويمكن للوسيط أن يلعب أيضا بالإضافة إلى دوره كسمسار دور صانع السوق وأيضا دور المتعهد لتغطية إصدار معين ويتوقف ذلك على الترخيص الممنوح له من هيئة سوق رأس المال (الهيئة المشرفة على إدارة السوق)، ويلاحظ في هذا الصدد أن الاتجاه الحديث هو الجمع في كثير من المؤسسات المالية للوساطة بين مجموعة هذه الأنشطة، وفيما يلي نشير بقدر من التفصيل لهذه الأدوار وتلك الكيانات.

8.8.1 سمسرة الأوراق المالية:

ويعتبر السمسار وسيط بين المستثمرين والبائعين للأوراق المالية ويؤدي دوره لقاء عمولة يحصل عليها نظير هذه الخدمات، وهنا يتعين التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة المتكاملة في هذا المجال، حيث توفر بيوت السمسرة في البورصات العالمية مجموعة من الخدمات فضلا عن خدمة شراء وبيع الأوراق المالية مثل:

- توفير المعلومات المالية الحديثة عن الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها من خلال تقارير الخبراء والمتخصصين في مجالات الاستثمارات المالية.

- النصح والمشورة للعملاء فيما يتعلق بقرارات الاستثمار، وقد يصل الأمر إلى حد إدارة محفظة العميل الاستثمارية.

ملاحظة: يوجد في كل دول العالم العديد من القوانين والنظم التي تحكم عمل الأسواق المالية، وذلك لضمان عدالة والنظام عمليات التداول سواء كانت تمثل حقوق ملكية أو مديونية أو غير ذلك.

¹ سعد التوفيق عيد، ندية أبو فخرة، الأسواق والمؤسسات المالية، طبعة دار السلام، القاهرة، مصر 2003، ص64،

القيام نيابة عن العملاء بأداء العديد من الأنشطة مثل تحصيل الكوبونات وتسجيل اسم المشتري الجديد لدى الشركات، الاكتتاب نيابة عن العملاء، ومتابعة استهلاك السندات.... إلى آخر هذه الأنشطة، فتح حسابات جارية للعملاء وتقديم تسهيلات ائتمانية لهم لتمويل شراء أو المزيد من الأوراق المالية وهو ما يعرف بالشراء بالهامش، وأيضاً البيع على المكشوف، وذلك بالطبع في ضوء ما تسمح به السلطات الرقابية لضمان عدم الاهتزاز المالي لمثل هذه البيوت.

وبصفة عامة فعندما يقوم الوسيط المالي بدور السمسار فإنه يؤدي خدماته في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، والتي تكون في أغلب الأحوال محكومة بعنصرين:

— **سعر التنفيذ** : ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليُسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواءً يبيعاً أو شراءاً.

— **وقت التنفيذ** : ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو في نهايتها بتنفيذ الصفقة سواءً يبيعاً أو شراءاً.¹

وفقاً لما تقدم تتخذ تلك الأوامر صوراً كثيرة نعرض فيما يلي لأكثرها شيوعاً:²

— **الأمر السوقي**: وفيه يطلب العميل تنفيذ الأمر بأقل سعر يتوفر بتاريخ التنفيذ ويعد هذا الأمر الأكثر انتشاراً، ويستهدف الأمر إتمام الصفقة على وجه السرعة لاقتناص فرصة ما؛

— **الأمر المحدد**: وتختلف طبيعة هذا الأمر حسب المحتوى الذي يضعه العميل في الأمر، فقد يشمل على قيد خاص بسعر التنفيذ أو وقت التنفيذ أو كلاهما معاً، فإذا اقتصر القيد على سعر التنفيذ فقط فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد بالأمر أما إذا اقتصر على القيد على وقت التنفيذ فإن السمسار يلتزم بتنفيذ الأمر وبأفضل سعر يتحقق في التاريخ المحدد أو الفترة المحددة للتنفيذ، أما إذا اشتمل الأمر على قيد سعر التنفيذ ووقته فإن السمسار يكون ملتزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للورقة إلى سعر التنفيذ خلال الفترة الزمنية المحددة، أما إذا لم يتحقق ذلك فيعد الأمر لاغياً من تلقاء نفسه دون أي مسؤولية على السمسار.

— **الأمر المفتوح**: وهو الأمر الذي يصدره العميل ويبقى ساري المفعول لحين تنفيذه أو يتم إلغاؤه من قبل المستثمر.

— **الأمر الحر**: أو المطلق وهو نادراً ما يطبق ويقتصر على الحالات التي تشيع فيها اتقنه الكاملة بين المستثمر والسمسار، وفي إطاره يفوض المستثمر السمسار في عقد الصفقات وفقاً لما يراه مناسباً سواءً من ناحية نوعية الورقة أو سعرها أو وقت التنفيذ.
أ. **أمر الإيقاف** : ويأخذ هذا الأمر أحد أسلوبين:

— **الأول stop loss order**، ويستخدم في عمليات بيع الأسهم حيث يلجأ المستثمرون لهذا الأسلوب عندما يكون اتجاه حركة الأسعار هابطاً ويستهدفون من ذلك تحقيق حداً معقولاً من الأرباح، فلو كان المستثمر قد اشترى سهماً معيناً بسعر 50(دج) وأصبح سعره السوقي الآن 80(دج) ونظراً لبعض المخاوف لدى المستثمر من

¹ عبد المنعم محمد النهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، مصر، 2004، ص 37.

² علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص 25.

هبوط محتمل في السعر فإنه يصدر مثل هذا الأمر للسماح مما يحقق له حد أدنى من الأرباح ويجنبه خسارة كبيرة محتملة، ويحمل هذا الأمر صيغة البيع لهذا السهم 60 (دج) مثلاً،
- الثاني ويعرف بمصطلح **Stop Buy Order** ، ويستخدم في عمليات شراء الأسهم عندما تلوح في الأفق مؤشرات لارتفاع السعر السوقي للسهم وهنا يكون السماسر ملتزماً بالشراء بسعر معين، فلو كان السعر السوقي للسهم 90 (دج) مثلاً وتوقع المستثمر ارتفاع سعره في المستقبل فإنه يمكن أن يصدر الأمر حاملاً صيغة الشراء إذا وصل السعر السوقي إلى 100 (دج) مثلاً وفي هذه الحالة يلتزم السماسر بذلك في التنفيذ.¹

9.8.1 تجار الأوراق المالية:

ويمكن في هذا المجال التمييز بين:

- **الأنشطة التقليدية:** والتي تأخذ شكل التجارة المباشرة في الأوراق المالية باعتبارها أحد السلع حيث يقوم هؤلاء التجار بالاتصال بالبايعين والمشتريين مستهدفين من ذلك بيع وشراء الأوراق المالية لحساب أنفسهم، حيث يقوموا ببيع الأوراق المالية بأعلى سعر مقارنة بثمن شرائها الأمر الذي ينجم عنه هامش ربح يتمثل في الفرق بين سعرى الشراء والبيع، والتجار في هذا الصدد يتحملون مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية نظراً لتعاملهم فيها لحسابهم²؛
- **الأنشطة المستحدثة:** والتي تأخذ شكل شركات متخصصة في مجالات ترتبط بإصدار وتداول الأوراق المالية؛
- **شركات ترويج و ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية:** ويرتكز مجال نشاطها في ضمان تلقي الاكتتاب في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمنظمات الأخرى، والترويج والتسويق لتلك الأوراق وتغطية الاكتتاب فيها، ومثل هذه الشركات تعد أحد السمات المميزة لأسواق المال في الدول المتقدمة لقيامها بدور الوسيط بين الشركات (المنظمات) والمستثمرين المالىين، فهي مؤسسات مالية لازمة لبناء وتقوية البنية الأساسية للتقدم والنمو المالى والاقتصادي، إذ أنها تعمل على تحديد قنوات الاستثمار الأفضل، وكذلك تحديد نسبة رأس المال الذي يطرح للاكتتاب وتوقيت إصدار الطروحات وتوقع معدلات العائد على الأسهم والسندات
- **شركات رأس المال المخاطر:** وتقوم هذه الشركات بعدة أنشطة استثمارية تتسم بارتفاع درجة المخاطر والعوائد المتوقعة منها وترتكز فكرة هذه الشركات على قيامها بالمشاركة في تأسيس مشروعات أو شركات جديدة عالية المخاطر أو مشروعات قائمة ومتعثرة لا تحقق العائد المستهدف إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو تدنى في الأساليب التقنية الحديثة أو غيرها من الأسباب، فتقوم شركة رأس المال المخاطر بتقديم المساندات المالية أو الفنية أو الإدارية لتحسين فعالية تلك المشروعات ورفع عوائدها الاستثمارية، الأمر الذي يسهل معه أن تصدر أوراقاً مالية لزيادة رأسمالها أو للافتراض؛

¹ عبد المنعم محمد النهامي، مرجع سابق، ص 38.

² خالد وهيب الراوي، السواق المالية والنقدية، دار الميسرة، عمان، الأردن، 1999، ص 30.

- شركات **توريق الحقوق المالية**: ويعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها تحويل الحقوق المالية، الغير قابلة للتداول والمضمونة بأصول مثل ديون الجهاز المصرفي، إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية؛
- **الشركات العاملة في مجال تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو تقوم بزيادة رؤوس أموالها**: وكما هو واضح فإن مثل هذه الشركات تهتم مباشرة بنشاط تأسيس الشركات تمهيدا لقيامها بإصدار الأوراق المالية، وغالبا ما تشترك في رأس مال هذه الشركات المؤسسة.

10.8.1 بنوك الاستثمار:

ويعد بنك الاستثمار بمثابة بنك متخصص أساسا في التعامل في الأوراق المالية، وهو واسع الانتشار في الولايات المتحدة الأمريكية. وهذه البنوك لا تقبل الودائع بهدف إعادة إقراضها كما هو الحال في البنوك التجارية، وإنما تعمل فقط في أسواق الأوراق المالية خاصة سوق الإصدار، وتتمثل أهم وظائف بنوك الاستثمار فيما يلي:¹

- **التعامل في الأوراق المالية**: حيث تقوم بنوك الاستثمار بشراء الأوراق المالية المصدرة تمهيدا لإعادة بيعها لصغار المستثمرين؛
- **القيام بوظيفة بيوت السمسرة**: حيث تقوم بشراء الأوراق المالية في الأسواق الثانوية نيابة عن العملاء؛
- **القيام بوظيفة وكيل المكتبتين**: حيث تقوم بتسويق الأوراق المالية المصفرة لتوفير التمويل طويل الأجل للشركات المصدرة؛
- **القيام بوظيفة صانع السوق** ويؤدي في ذلك مهام على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي يكمن أهمها في:
 - توفير السيولة اللازمة للسوق المالي وذلك عن طريق ممارسة دور نشيط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب؛
 - المحافظة على استقرار كل من الأسعار وحجم التعامل داخل السوق، وذلك من خلال ممارسته لدور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، ودور البائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يلعب صانع السوق دورا هاما في المحافظة على التوازن المنشود للسوق. وتنتشر هذه الوظيفة في الكثير من الأسواق العالمية. إلا أنها لازالت غير موجودة ببعض البورصات.

¹ خالد وهيب، المرجع السابق، ص31.

2. أدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية:

تمهيد:

ساهمت تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال مع عصر العولمة إلى تغيرات عميقة في الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، حيث ساهمت بنقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي. ويمكن فهم المشتقات المالية بمقارنتها بالأدوات المالية الأولية الأصلية، فالأدوات المالية الأصلية تشمل الأدوات التي تظهر في صلب الميزانية والتي يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي ومن أمثلتها الأسهم والسندات.. وعلى خلافه، فإن معظم المشتقات المالية هي من أدوات خارج الميزانية وفي الغالب لا ينشأ عنها أي تدفق نقدي مبدئي.

إن المشتقات المالية هي عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...). وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل: إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسعار وأخيرا المضاربة وهي عقود مبادلات، العقود المستقبلية، عقود الخيارات والعقود الآجلة حيث نجد فيها:

- الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت العمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال. وتمثل الزرقة صك يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا؛
- حملة السهم العادية والأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس في حقهم المطالبة به طالما ان المنشأة مستمرة؛
- كذلك لحاملي السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة. ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحه أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

1.2 الأسهم:

وتعتبر من اهم انواع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتنقسم إلى أسهم عادية وأخرى ممتازة:

1.1.2 الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه صك يحول لصاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة على المشاع بقدر حصته المدونة كقيمة إسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة ونصفيتهما.¹ وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل: في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العالم عليها في أسواق رأس المال وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية لرأسمال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في السوق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى الطلب والعرض، وبالتالي فغن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأسمال الشركة، بل إنها مجرد عملية التداول بين البائعين ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.²

أ. حقوق المساهمين العاديين:

- الحق في الأرباح الموزعة: فعالبا ما يفضل المساهمين توزيع الأرباح على أساس منتظم، لأن الأرباح يتضمن في محتواها على معلومات وهي إشارة مهمة للسوق، فللشركة التي تنتهج سياسة توزيع أرباح مستقرة سيكون موضع تقدير كبير من قبل السوق، واي تعديل في سياسية توزيع الأرباح سنعكس هذا على اسعار الأسهم، فإن عدم توزيع الأرباح من قبل الشركة، حتى لو كان ما يبرزه لمشايخ استثمارية مريحة للغاية، كثيرا ما ينظر إليها من قبل السوق على انها إشارة إلى انخفاض الأرباح في المستقبل (لأن قيمة الأسهم في السوق يتحدد باستخدام خصم التدفقات النقدية للأرباح المتوقعة). و المساهمين لهم نفور من المخاطرة فهم يفضلون الأرباح على أساس منتظم، على الأرباح المؤجلة في المستقبل؛
- حق التصويت: فالمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة، لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم، ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت، يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا ككيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل؛³
- حق الأولوية في الاكتتاب: إن أصحاب الأسهم العادية يملكون حق الأولوية في السهم الجديدة التي ي جري عرضها للاكتتاب العام. وغالبا ذلك بالنسبة إليهم من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يملكونه سابقا من أسهم؛

¹ السيد علوية، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006، ص 57.

² المرجع نفسه، ص 88-89.

³ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في لبورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومة للطبع، الجزائر، 2002، ص 16-18.

- **حق بيع الأسهم:** يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يملكونه في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛¹
- **حق الحضور الجمعيات العامة:** قد تكون جمعيات عادية أو طارئة. للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا. وتنعقد الجمعيات العادية كل سنة وذلك للصادقة على الحسابات الختامية للشركة، ومناقشة قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن للمساهمين المشاركة في تسيير شركتهم، بينما الجمعيات الطارئة تجتمع متى اقتضى الأمر، خاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة، رفع رأسمالها،... إلخ؛
- **حق الاطلاع على وثائق الشركة:** للمساهمين العاديين الحق في الاطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين، وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة؛
- **حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية:** تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نائما أو لعجزها عن تسديد ديونها، عندئذ تقوم ببيع أصولها تسديد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى ينقسم فيما بين المساهمين العاديين. كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة السهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.²

ب. قيم الأسهم العادية:

وتظهر قيم السهم العادية في عدة حالات أهمها:

- **القيمة الإسمية:** وهو المبلغ المكتوب على وجه صك السهم، والذي أصدر به أول مرة، إذ أن الصك الذي يثبت حصته الشريك في رأس المال يجب ان يكون مطابقا للمبلغ الذي يساهم به الشريك حقيقة رأس المال، ويحتسب رأس المال الشركة طبقا للقيمة الإسمية لمجموع الأسهم؛
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تحدد للسهم في سوق رأس المال بحسب العرض والطلب، والقيمة السوقية للسهم هي قيمة عرضة للتقلبات، وتدور دائما بين الارتفاع والانخفاض تبعاً لمدى سلامة المركز المالي للشركة، ونجاح مشروعها، ومدى ما تدره من أرباح.³
- **القيمة الحسابية أو القيمة الدفترية:** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد السهم العادية، وقد تبين في حالات عديدة أن القيمة الحسابية أو الدفترية منخفضة نسبيا

¹ هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2019 ص 94.

² جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-22

³ عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات المتحدة العربية، أيام 6، 7، 8 مارس 2007، ص 35.

وخاصة عندما يكون عدد المساهمين كبيرا جدا وعند احتسابها في مرحلة التصفية وذلك لأن أنقاض الأجهزة الرأسمالية والمخزونات المتبقية تجري تصفيتها بشكل عام بأسعار منخفضة.¹

2.1.2 الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير ان القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من انه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم.² كما يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المهجينة حيث أنها تجمع في خصائصها بين السهم العادية والسندات، هي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية عند التصفية، وهي تشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين لاحتياطات لإعادة هذه السهم الممتازة، وأيضا تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفي الضريبة.³ يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري، وكذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات، فليس لهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.⁴

أ. خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- يحدد العائد بنسبة معينة من قيمة الأداء ومن الأرباح المتحققة.
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية.⁵
- لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات وفي أموال التصفية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياسا للمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، فمن المتوقع أن تكون تكلفة التمويل المرتبطة بها أقل من الأسهم العادية، إذا أن معدل العائد المطلوب في حالة السهم العادية يكون أعلى منه في حالة السهم الممتازة.⁶
- تضمن الشركة حقوق اصحاب هذه الأسهم بموجوداتها الاستثمارية، علما بان هذه الضمانة لا يتم توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، لذا فالأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية.

¹ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 99.

³ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 39.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

⁵ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 101.

⁶ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 18.

- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.¹
- هناك مجموعة من الحقوق الأخرى التي تتميز بها السهم الممتازة بشكل خاص، أهمها:²
 - أ. حق تراكم العوائد: بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فغنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، وقد ينص في عقود التأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح.
 - ب. حق تحويل الأسهم الممتازة: وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقاً مثلاً حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة. إن هناك التزاماً هاماً تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلاً بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار، بعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

2.2 السندات:

عبارة عن صك يثبت أن مالك السند قد قام بإقراض الجهة مصدرة السند مبلغاً معيناً من المال، مقابل الحصول على دخل ثابت، حيث تتعهد الجهة التي أصدرت السند بأن يدفع لحامل السند فائدة يسمى كوبون محدد مسبقاً طوال مدة السند وأن يرد القيمة الاسمية للسند الأصل عند حلول أجلها أو حين تصبح مستحقة.

ويوجد فرق جوهري بين الإستثمار في السند والسهم حيث أن الإستثمار في السهم يعني أن إشتريت نصيب في ملكية الشركة أي أنك تتحمل أي من الخسائر أو المكاسب التي تحققها الشركة خلال السنة المالية، بينما الإستثمار في السندات يعني أنك قمت بإقتراض الجهة المصدرة للسند بمعدل فائدة متفق عليه، ولا تتحمل أي من الخسائر أو المكاسب التي تحققها الجهة المصدرة إلا في حالة تعثرها في سداد أصل القرض أو الفوائد.³

وتنقسم السندات من حيث الجهة المصدرة ومن حيث جهة الإستحقاق ومن حيث العائد وهي تنقسم:

1. من حيث الجهة المصدرة:

يوجد نوعان من السندات

أ. السندات الحكومية:

هي السندات التي يتم إصدارها من جهات حكومية مثل سندات التنمية الحكومية السعودي يتم إصدارها من خلال مؤسسة النقد العربي السعودي، وهي قابلة للتداول وتصدر مقومة بالريال السعودي وبحد أدنى مليون ريال وبمدة استحقاق تتراوح بين سنتين إلى عشر سنوات؛

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 100-101.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 18.

³ منير الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 50.

ب. سندات شركات:

سندات تقوم الشركات بإصدارها، ويرتفع معدل مخاطرة سندات الشركات عن سندات الحكومية لأنها لا تتمتع بحماية الحكومة. وتتوقف قدرة الشركات على إعادة سداد أموال حملة السندات على أنشطة الشركة المصدرة للسند ووضعها المالي.

2. من حيث فترة الإستحقاق:

يوجد 3 أنواع من السندات:

- سندات قصيرة الأجل، يقصد بها فترة استحقاق قيمة السند أقل من 3 سنوات؛
- سندات متوسطة الأجل، يقصد بها فترة استحقاق قيمة السند من 3 إلى 10 سنوات؛
- سندات طويلة الأجل، يقصد بها فترة استحقاق قيمة السند أكثر من 10 سنوات.

3. من حيث العائد:

يوجد 3 أنواع من السندات:

- سندات ذات عائد ثابت: هي سندات يدفع عليها مبلغ سنوي ثابت إلى حاملها إلى مالا نهائية، كما أنها تتسم بعدم وجود فترة معينة لإستحقاقها إلا إذا قام مُصدرها بشراؤه مجدداً.
- سندات ذات عائد متغير: هي سندات ذات عائد يتغير كل فترة زمنية، يحدد لها سعر فائدة مبدئي لمدة 6 شهور، ثم يتم تعديلها على حسب معدلات الفائدة الموجودة في السوق، كما أن لها فترة زمنية محددة.
- سندات صفرية الكوبون: هي سندات لا تدر عائداً في مقابل طرحها بأسعار منخفضة عن قيمتها الاسمية، وعند استحقاق السند يتم دفع القيمة الاسمية الكاملة للسند ويعتبر العائد من هذا السند هو الفرق بين سعر السند وبين القيمة الاسمية¹.

3. المشتقات المالية

في ظل الأنظمة الاقتصادية وتطور للمشتقات المالية التي شهدت نمواً سريعاً خلال العقود الماضية، مما ساعد على جذب أطراف عديدة للتعامل به ويأتي في مقدمتها المؤسسات التي استخدمت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظة الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي، فالبنك التجاري قد يستخدمها لإدارة مخاطر محفظة قروضه، كما يمكن للبنك الاستثماري استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التي بتكبتها عند الاكتتاب في الأوراق المالية ويستخدمها المستثمرون (مثل شركة التأمين، صناديق التحوط) للتخفيف من المخاطر المالية التي يتعرض لها. تتعدد هذه الأدوات غير أن هناك أربعة أنواع رئيسية والمتمثلة في العقود الأجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة.

¹ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 110.

1.3 أساسيات حول المشتقات المالية:

ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى المشتقات المالية كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري إنجازه إلى الآن، فما هي حقيقة هذه الأدوات؟ وكيف نشأت ولماذا؟ ومن يستخدمها؟ هذا ما سنتناوله بالتفصيل من خلال الصفحات التالية.

1.1.3. تعريفات المشتقات المالية:

فيما يلي أهم التعريفات التي أعطيت للمشتقات المالية:

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات عقود الاختبار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات...¹ من التعريفات التي تناولتها المؤسسات الدولية فيما يتعلق بالمشتقات المالية: المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. في حين عرفها صاحب كتاب "مقدمة المشتقات" بأنها أدوات تشق عائداً من أوراق مالية أخرى، بمعنى أن أدائها يتوقف على أصول أخرى

وقد خالف صاحب "أصول الإدارة المالية" التعريفات المتقدمة حيث عرف المشتقات بأنها: "أية ورقة مالية تشق قيمتها من ثمن أصل آخر يكون محلاً للتعاقد" بينما عرفتها المجموعة الإستثمارية "النظم المحاسبية القومية" على أن المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول والمؤشرات محل التعاقد وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل: إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسعار وأخيراً المضاربة.²

إذ يكشف التعريف عن مسألة في غاية الأهمية وهو أنه إذا ما كانت المشتقات المالية تستخدم في غدارة المخاطر أو التحوط ضد المخاطر، إلا أنها أداة تتسم بقدر كبير من المخاطرة، ولذلك فالتعاقدان، وهما طرفا العقد أحدهما في حقيقة الأمر بائع المخاطرة والآخر مشتري لها، وهو ما يعبر عنه البعض بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل المخاطرة وآخرون على استعداد لتحمل المخاطرة أملين في الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة.

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أنها في حقيقة الأمر ترمي إلى نفس الوعاء إذ أنها تشير كلها إلى أن المشتقات هي تلك العقود التي لا يجري تنفيذ أغلبها وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار واتجاهاتها فالعقد لا يقتضي تملك ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مراقبة من جانب الطرفين على فروق الأسعار واتجاهاتها.

¹ عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، دار جامعة الإسكندرية، مصر، 2001، ص5.

² سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، 2005، ص58.

والجدير بالذكر أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكل ما منذ قرون إلا أن نموها كانت سريعا في الآونة الأخيرة إذ يجري حاليا إستخدامها على نطاق واسع من قبل المستثمرين الذين يحترفون التعامل في هذه الأسواق ومن قبل الأفراد أيضا، ويرى المراقبون لأداء الأسواق المالية أن مشتقات الأسهم تعد بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية من أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري. تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الإستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

2.1.3. خصائص عقود المشتقات:

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عما عداها من الأدوات المالية الأخرى وإذا كان التعرف على تلك الخصائص يعد أمرا بالغا في الأهمية بالنسبة لكافة الأطراف المتعاملة في هذا النوع من الأدوات، فإنه يكتسب أهمية خاصة بالنسبة للمراجعين وهم بصدد مسؤولية مراجعة القوائم المالية للمنشآت المتعاملة في المشتقات، وفيما يلي استعراض لأبرز الخصائص:¹

أ. طبيعة العمليات خارج الميزانية:

جرى التطبيق العملي على إثبات الأدوات المالية التقليدية كالأسهام والسندات دخل الميزانية كأصول أو خصوم، ومن ثم يمكن التعرف على أرصدها المثبتة وتتبع أي تغيرات فيها بعكس الحال بالنسبة للأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة، إن لم يتماشى وطبيعة الأصول والخصوم خارج الميزانية ولا شك أن نتيجة لعدم إثبات الأرصدة والتغيرات فيها فإن المجال يكون مفتوحا للتعرض لمخاطر الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

ب. التعقيد:

نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميم عقود المشتقات للوفاء بأغراض خاصة لمستخدمها النهائي لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية إستخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأهداف الإقتصادية من جراء حيازتها أم لا؟ من ناحية أخرى، قد تتعرض المنشأة لمخاطر إساءة فهم شروط وآثار عقد مشتقات خاص مما يعرضها لتناجج وخيمة.

ت. السهولة:

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سهولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو المقايضة، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها أو المراكز المرتبطة بها.

¹ هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأ المعارف الإسكندرية، مصر، 2003، ص20.

ث. عدم وضوح القواعد المحاسبية:

حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة على تأثيرات تلك الأنشطة بحيث يمكن ملاحظة وجود فجوة واسعة بين الواقع الإقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الإستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

ج. المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات:

يترتب على التعامل في عقود المشتقات ضرورة الأخذ في الحسبان وجود عدة مخاطر يجب العمل على تجنبها أو تقليل آثارها بقدر المستطاع، ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات المالية:

المجموعة الأولى: تتمثل في المخاطر التي تتعرض لها الجهات المصدرة أو البائعة لعقود المشتقات المالية والمتمثلة في إمكانية تحمل مثل تلك الجهات لخسائر حادة نتيجة أن معظم عقود المشتقات ترتب الإلتزام المستقبلي على الجهة المصدرة لها سواء بالبيع أو بالشراء ومع حدوث أي تقلبات إقتصادية معاكسة قد تتحمل الجهة المصدرة خسائر كبيرة نتيجة هذا الإلتزام، هذا بالإضافة إلى الخسائر الناتجة عن تأثير المنافسة بين الجهات المصدرة لتلك الأدوات على السوق الذي تعمل فيه، وتكاد البنوك تكون هي جهة الإصدار

3.1.3 إستخدامات المشتقات المالية

أولاً- التغطية ضد المخاطر:

تمثل أهم الوظائف الإجتماعية للعقود المستقبلية، ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزاً طويلاً في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى الأسهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه، وقد تحققت المستثمر إذا انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار، ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار يبي، وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (خمسون دولاراً، أي بذات السعر الذي اشترى به السهم)، وتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة ثلاثة دولارات، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل.

وعليه فإنه في ظل افتراض إنخفاض سعر السهم إلى 30 دولار سوف تقتصر خسائر المستثمر أي مشتري العقد على قيمة المكافأة التي دفعها المحرر، كيف؟ في تاريخ التنفيذ والذي من المفترض أنه التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم يقوم المستثمر بتصفية 20 دولار، كما يقوم بتسوية مركز قصير، أي مركزه في سوق عقود الخيارات، وهي تسوية نقدية، فالمحرم ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد -المستثمر- بسعر التنفيذ أي 50 دولار، وطالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولار، وهو ما يعادل الخسارة التي تعرض لها المستثمر في السوق الحاضر، ولما كانت المكافأة 3 دولارات التي يدفعها مشتري العقد للمحدد غير قابلة للرد سواء نفذ

العقد أو لم ينفذه، فإن المكاسب الصافية للمركز القصير (عقد الخيار) تصبح 17 دولار بخسارة صافية على المركزين معا تساوي ثلاثة دولارات، أي ما يعادل قيمة المكافأة.¹

ثانيا- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

من أبرز عقود المشتقات كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليها العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليها السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

ولتوضيح كيف تلعب المشتقات المالية هذا الدور، نفترض أننا اكتشفنا أن الظروف الإقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد يتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية، هنا عليك أن تفضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق، ومن المتوقع أنك ستفضل السوق الذي يحقق لك أكبر عائد على الإستثمار، وهو بالطبع سوق المشتقات، طالما أنك سوف تحقق معدلا أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم به التعامل، تدفعه عند التعاقد وهو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة، هذا فضلا عن إنخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق.

وإذا ما اتفقنا على أفضلية التعامل في أسواق المشتقات نتيجة للمزايا التي أشرنا إليها، فإنه يصبح من المتوقع أن يترتب على زيادة عدد المتعاملين العارفين بالظروف الإقتصادية المستقبلية أن تزداد عقود المشتقات المبرمة لبيع السهم، مما يؤدي إلى إنخفاض أسعارها مع الوقت، إلى أن تصل إلى المستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، وهكذا يتضح مفهوم السعر الاستكشافي الذي يلعبه سوق المشتقات، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

ثالثا- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

نفترض حالة حكومة دول خليجية تبيع البترول بعقود مستقبلية، وقد أبرمت عقدا بسعر 25 دولار للبرميل تسلم في شهر نوفمبر (مركز قصير)، وكان المشتري هو شركة الخطوط الجوية العربية، والآن لم أن سعر البرميل قد انخفض في تاريخ التسليم إلى 20 دولار للبرميل، حينئذ ستقوم الحكومة ببيع البترول في السوق الحاضر لمن يرغب في الشراء أيا كان وذلك بسعر السوق أي 20 دولار للبرميل، ولكن ماذا عن العقد المستقبلي؟

سوف يترتب على تسويته تحقيق أرباح تعرض البائع (الحكومة الخليجية) عن الإنخفاض في حصيله بيع البترول نتيجة إنخفاض أسعاره.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص22.

فرغم أن المشتري (شركة الخطوط الجوية العربية) سيقوم هو الآخر بتغطية احتياجاته من البترول في السوق الحاضر في تاريخ تسليم بسعر 20 دولار، فإنه لن ينسى إلتزامات العقد، فوفقا لقواعد المقاصة والتسوية في سوق العقود المستقبلية يصبح المشتري ملتزما بسداد الفرق بين السعر الذي التزم به العقد والسعر في السوق في تاريخ التسليم، وهو ما يعادل 05 دولار للبرميل، وهو سعر البرميل كما هو منصوص عليه في العقد، عشرون دولار حصلت عليها من بيع البترول في السوق الحاضر بالسعر الجاري، وخمسة دولارات حصلت عليها من تسوية العقد المستقبلي في سوق العقود المستقبلية.¹

رابعا- إتاحة استثمارية للمضاربين:

يدخل المضارب طرفا في العقد بغرض تحقيق الأرباح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل على أساس أن تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الإستخدام، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سياخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، كما لا يدخل المضارب طرفا في العقد ضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حصيلة محددة، مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر، إذ أنها أيضا مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سياخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر إنخفاض الأسعار.

خامسا- تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بإنخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد، وتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة ونق كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

سادسا- سرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية:

ميزة أخرى لعقود المشتقات هي سرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية، نظرا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة، فلو أن مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنوع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتا طويلا، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات، يقابل ذلك بديل آخر يخلص المستثمر

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 24.

من تلك المشكلات وهو الإستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات، وليكن مؤشر "ستاند أند بور 500" s&p500 مثلاً.

سابعا- ميزات أخرى:

يتحقق الكمال للسوق لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أية ورقة مالية متداولة.

4.1.2 المتعاملون في المشتقات المالية:

الذين يستخدمون المشتقات المالية في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون، والمتحطون والمضاربون، والمؤسسة المالية.¹

وقد اتجه بعض الكتاب الغربيين إلى تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى فئتين فقط:

1. **الفئة الأولى:** هي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق بغرض التحوط، أو لتكوين المراكز المالية، أو بغرض المضاربة.

2. **الفئة الثانية:** هي فئة المتاجرين في الأوراق المالية وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق، ويحققون هامشا من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء ومن خلال قيامهم بهذا الدور يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى ويتم خلق سوق مستمرة تسودها المنافسة الكاملة وتتوفر للسوق السيولة.

وقد أمكن حصر مستخدمي المشتقات المالية فيما يلي:

- **تجار التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات وذلك بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
- **صناديق المعاشات:** تستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الإستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.
- **بنوك الإستثمار:** تستعمل هذه البنوك المشتقات المالية بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تعود قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.
- **الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في إستخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات المالية للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة.

¹ منير إبراهيم هندي ، المرجع السابق، ص85.

- **الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات المالية بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الإستثمار للفائض النقدي.
- **المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات.
- **المتحوطون:** يهتم المتحوطون بالإقلال من المخاطر التي يوجهها بالفعل، والغرض منم التحوط هو جعل النتائج أكثر تأكدا ولكنه لا يحسن النتائج بالضرورة.
- **المضاربون:** في حين أن المتحوطين يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضاربين يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو على أن السعر سينخفض.

5.1.3. تقييم المشتقات المالية:

يمكن تقييم عقود المشتقات المالية من خلال إبراز فوائد التعامل بها، وكذلك التعرض لمخاطر إستخدامها بطريقة غير صحيحة كالتالي:

1.5.1.3. فوائد التعامل بالمشتقات المالية:

بالإضافة إلى الفوائد التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها، فهي تتمتع بعدة مزايا، كما أنها من الممكن تحقيق مجموعة من المكاسب لكل من المؤسسات المالية والمستثمرين فيها.

أ. مزايا التعامل بالمشتقات المالية:

تتمتع المشتقات بعدة مزايا ما يشجع كثيرا من المضاربين على التعامل بها، بل يجعلها أكثر أدوات إستخداما في عصرنا الحاضر فمن ناحية توفر المشتقات للمستثمر فيها عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها بإستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش فرصا واسعة لحني الأرباح الضخمة وذلك بفعل التقلبات السريعة للأدوات الأصلية المشمولة بعقودها كما توفر له من الجانب آخر أداة للتحوط تتيح له حماية نفسه من أثر هذه التقلبات بمعنى أنه بالإمكان إستخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو للتغطية من المخاطر الإستثمارات والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف، تقلب أسعار الفائدة، أو تقلب أسعار الأصول للمحافظ الإستثمارية، سواء كانت هذه الأصول سلعاً أو أوراقاً مالية إذ تتيح للمستثمر فيها مجالا لنقل وتوزيع المخاطر وذلك إذا ما أحسن إستخدامها في نطاق ما يعرف باستراتيجيات الأسعار.

ب. المكاسب التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها:

إن تكوين وإدارة محافظ المشتقات، إذا أحسنت إدارة مخاطر هذه الأدوات الجديدة، يمكنها أن تحقق المكاسب التالية من المؤسسات المالية والمستثمرين.¹

¹ حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، المفاهيم-إدارة المخاطر، دار الجامعة الإسكندرية، مصر 2001، ص87.

- ✓ ابداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها مستقل وبكفاءة أعلى.
- ✓ دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعا، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
- ✓ تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات خدمات وغيرها.
- ✓ قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على إلتزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة، بهدف تقليل نسبة الإلتزامات ذات الفائدة الثابتة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.
- ✓ شراء المستثمرين لخيارات شراء السهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر أقل مستقبلا بالرغم من أن سعر الأسهم مرتفع.
- ✓ تقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الإستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل و الإستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

ج. فوائد المشتقات المالية:

- إن هذه الأدوات يمكن أن تحقق العديد من الفوائد للمتعاملين بها إذا تم استعمالها بصورة صحيحة، ومن أبرز هذه الفوائد ما يلي:
- **إدارة المخاطر:** يمكن من خلال عقود المشتقات ابداع طرق جديدة لإدارة المخاطر من خلال عملية التحوط وفق استراتيجيات خاصة.
 - **الإستثمار:** إذ يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرض الإستثمار وتنوع المحافظ الإستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول متعاملين في عمليات صناعة الأسواق وتكوين مراكز مالية.
 - **الكلفة:** يمكن من خلال التعامل بأدوات الهندسة المالية تقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الإستثمارات في الودائع أو القروض.
- كما يمكن استعمالها في عمليات المرجحة للحصول على هيكل تكاليف مناسب بالنسبة للمتعاملين، وكذا إيجاد مصادر تمويل جديدة من خلال عمليات المبادلة والدخول في أسواق جديدة من خلال هذه الأدوات.
- **السيولة:** تتمتع أغلب أدوات الهندسة بسيولة علمية مما يمكن المتعاملين في هذه الأدوات من تحسين سيولتهم بصورة عامة، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغاؤها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغائها تبعا لحاجاته ورغباته.

- **الاقتصاد العام:** لقد أدى تعدد أنواع المشتقات المالية على إيجاد السوق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها، إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغاً ضخمة وما يتحقق نتيجة لذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة بالرسوم والعمولات وغيرها.

2.5.1.3 المخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

بعد التعرف على أهم فوائد المشتقات المالية فإن في المقابل قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، و الدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية من حالات خسائر وإفلاس. وعلى الرغم من أن المشتقات المالية من أهم وأقوى أدوات إدارة المخاطر، إلا أنها هي بدورها تنطوي على مخاطر كبيرة، خاصة عندما لا يتم فهم طبيعتها وكذا كيفية عملها. ويمكننا تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو هذه الأدوات بشكل عام إلى:

• المخاطر السوقية:

تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار المشتقات المالية في السوق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بشكل كبير لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية، وتعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعباً ومعقداً لا سيما مع هذه الأدوات نظراً لتقلب أسعارها الكبير.

ويستطيع المتعاملون في الغالب التعامل مع هذه المخاطرة إما على أساس التعرض الصافي أو التعرض المتبقي وتضم محفظة المتعامل في الغالب العديد من المراكز التي يقابل بها المخاطرة مما يؤدي إلى تخفيض كبير في مجمل مخاطرة المحفظة. كما يترتب على المتعاملين في أثناء إدارته للمخاطرة السوقية أن يحدد بشكل دقيق المركز الصافي للمحفظة، وينظر المتعاملون عادة إلى المخاطرة الأساسية التي تتعرض لها محفظة المشتقات المالية ككل، وليس إلى العقود المنفردة التي تتألف منها المحفظة، إذ يتم تبويب تلك المخاطر إلى العناصر المسببة لها بهدف تقديرها كمياً وإدارتها.

ولأن المخاطرة السوقية تتأثر بالعديد من العوامل بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التأثير في سعر الموجود الضمني فإن إمكانية تحديد العناصر المسببة لها تعد أمراً معقداً وصعباً. لذلك تبقى إمكانية التعرض لهذا النوع من المخاطرة كبير ومؤثر بالنسبة للمتعاملين في هذه الأدوات.¹

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ص 90.

• المخاطر الائتمانية:

وتسمى أيضا بمخاطرة النكول أو مخاطرة عدم الوفاء، والتي تشمل في الخسارة الناشئة عن نكول أحد طرفي العقد بالوفاء بالتزاماته، فالمتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الإيفاء بالتزاماته، وأصبح مديري المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطرة المصاحبة للمشتقات المالية، لا سيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، إذ لا توجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد، وغني عن البيان في أن المخاطرة الائتمانية كانت ومازالت من أهم الأسباب الرئيسة لفشل العديد من المنشآت المالية والمصرفية.

ويمكن مواجهة هذه المخاطر من خلال التوثيق الدقيق للمعاملات بما يخفض من هذه المخاطر ويوفر الأثر القانوني لتنفيذ العقود، فضلا عن إمكانية طلب الضمانات اللازمة للتنفيذ قبل التعاقد، كما يجب تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعاقد معها، إذ أن بعض المصارف لن تقوم بالتعاقد إلا مع الجهات التي تحوز على تقييم ممتاز وجاهتها الائتمانية، كما يمكن تحديد بعض الشروط في العقد مثل أن يتم تنفيذ العقد شهريا بدلا من كل ثلاث أشهر وغيرها من الشروط، لا سيما بالنسبة للعقود المبادلات التي تعد أكثر المشتقات المالية عرضة للمخاطر الائتمانية.¹

• مخاطر التسوية:

وهي مخاطرة تنفيذ المعادلات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا للإمكانية تغيير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولا سيما في يوم التنفيذ ذاته، ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.

• المخاطرة التشغيلية والإدارية:

وهي تلك المخاطرة التي تتعلق بأخطاء الأفراد المتعاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها، إذ أن زيادة تعقيد المشتقات المالية يجعل من الصعب التأكيد على الإجراءات الواجب توفرها في هذه النظم وهي:

- ✓ تفهم الإدارة العليا المتعمق ومدى المعلومة المتوفرة لديها والخاصة بمعاملات المهندسة المالية.
- ✓ توثيق السياسات والإجراءات مع إدراج النشاطات المسموح بها ووضع الحدود والإستثناءات الخاصة بالمعاملات والرقابة على الائتمان والتقارير الإدارية والدورية.

¹ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 91.

- ✓ الإدارة المستقلة للمخاطر التي تقدم للإدارة النتائج المتحققة من نشاط المشتقات المالية ومدى استعمال الحدود المتاحة للتصرف.
- ✓ التدقيق الداخلي المستقل حول مدى الإلتزام بسياسات وإجراءات المصرف أو المؤسسة المتعاملة بهذه العقود.
- ✓ إيجاد مكاتب متخصصة مجهزة بالتكنولوجيا والنظم لمعالجة تثبيت المعاملات والتوثيق الدقيق للمدفوعات والمحاسبة عنها، فضلا عن متابعة جميع مراحل التعامل من بدء المعاملة حتى التسديد النهائي للقيمة.
- ✓ ضرورة توافر الكفاءات المتخصصة أو إستشارة الخبراء المتخصصين في مجال المشتقات المالية.

• المخاطر القانونية:

وهي المخاطرة الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم إمتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك إلزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر التي تحولهم التعاقد باسم المصرف أو الشركة، ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.

• مخاطر السيولة:

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الإلتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة.

وعلى الرغم من وجود العديد من ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها مكن العوامل، مما يؤدي حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.

ونود، نشير هنا، إلى أن ما يريده البعض من وجود مخاطر للإستعمال الخاطئ أمر ينطبق على إستخدام كل شيء في الحياة من السيارة إلى الأجهزة الأخرى، ولكن المشتقات المالية أدوات تتيح للمستثمر الذي لديه درجة عالية من الوعي والنضج حماية وتأمين نفسه، حيث أن كثير من الشركات تقوم بهذه المهمة إلا أنه لا بد من توافر عنصر أجنبي لنقل الخبرات اللازمة لها، وزمن الممكن أن نبدأ بممارسات بسيطة على سبيل المثال إيجاد مؤشر وإن يكون هناك سهم يمثل أدائه مؤشر، وأن نبدأ بالعقود المستقبلية لهذا السهم حتى نكون مماثلين للسوق، علما أن الخطوات الخاصة بهذه الأدوات معروفة وهناك إلزام للجانبين بهذه العقود في الخيارات الإلزام لطرف واحد وبعد إستعمالها حقا للطرف الآخر.

كما وأن وجود مثل هذه الأدوات يسهم في وجود سوق تدخلها نوعان من المستثمرين هما: المضارب، المستثمر الراغب في تأمين نفسه ضد الخطر.

وينبغي الإشارة إلى طرائق إدارة مخاطر المشتقات المالية، حيث يرى بعض الباحثين في حقل المشتقات أن هناك بعض المسائل الهامة المرتبطة بكيفية إدارة مخاطر المشتقات، من بينها أن الأدوات المشتقة لا يتم تسعيرها حسب علاقتها بالأدوات المالية الأساسية المرتبطة بها، وإنما حسب آلية السوق الذي يتم فيه تداولها، وقد يؤدي ذلك أحيانا إلى جعل التعامل بمثل هذه الأدوات في غاية الصعوبة خاصة عندما تشتد تقلبات الأسعار ويزداد عنصر عامل اللاتأكد أمام المتعاملين بها، أو أي ظروف أخرى تسود السوق.

مخاطر الإحلال:

هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته تجاه الغير مع تحملها خسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة.

3. 2 عقود الخيار.

1.2.3 تعريف عقود الخيارات المالية:

فيما يلي أهم التعريفات التي أعطيت لهذه العقود المالية:

1. عقد الخيار أو الاختيار:

هو عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول "البائع" أن يعطي للطرف الثاني "المشتري" الحق -وليس الإلتزام- لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة، بسعر معين وتدخل معين، يدفع المشتري "دافع ثمن الخيار" ثمنا مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبضه البائع قابض ثمن الخيار مقابل تعهده والتزامه.

وتوجد في البورصة جهة ثالثة تضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم، وهي غرفة المقاصة وبيوت السمسرة، حيث تتم هذه العمليات الآجلة الشريطية (الاختيارات) دون حاجة إلى وجود علاقة مباشرة بين العاقدين.

فعقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف: بائع الاختيار، ومشتري الاختيار، وغرفة المقاصة، أو بين السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السمسرة.

ومن الممكن ان تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو لأي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية.

وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يوميا تتضمن مئات الملايير من الدولارات، ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة في عقد الثمانينات، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقا على مستوى العالم.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن توضيح مفهوم عقود الخيار كالتالي:

- **الأول:** عقد الخيار هو عقد على حق مجرد، يخول مشتريه حق بيع أو شراء أصل معلومة منصوص عليها في العقد، فالمعقود عيه هو الاختيار نفسه لا الأصل المنصوص عليها.
- **الثاني:** قيمة عقد الخيار تشتق من الأصل المالي ويكون الخيار هو الحق في شرائها أو بيعها.

- الثالث: عقد الخيار عقد بين طرفين، الأول مشتري حق الخيار والطرف الثاني بائع (محرر) لهذا الحق مقابل سعر لهذا الخيار (مكافأة) متفق عليها.
- الرابع: عقد الخيار ملزم لأحد العاقدين، وهو بائع الخيار، وغير ملزم (اختياري) للعاقد الآخر وهو مشتري الخيار.

2. خيار الشراء:

وهو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، ويلزم بائعه ببيع تلك الأوراق المالية عند طلب المشتري خلال الفترة المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه أيضا، ويتجه إلى شراء اختيار الطلب (الشراء) أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

فهذا المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية (ما) يرغب في شرائها مستقبلا يعتمد إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه بسعر متفق عليه مقدما عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق، ففي مقابل مكافأة أو علاوة يدفعها مشتري الاختيار لمحرر الاختيار يتم الاتفاق عليها.

3. خيار البيع:

هو عقد يعطي صاحبه حق بيع أوراق مالية (أو أي أصل آخر) معينة بسعر محدد وخلال فترة محددة، ويلزم مشتريه بشراء تلك الأوراق (الأصل) بالسعر المتفق عيه خلال تلك الفترة، مقابل استلام مبلغ محدد من البائع، ويمسك إلى شراء خيار البيع أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار.

إن من يتوقع انخفاض سعر السعر أو أصل معين سيحاول الحصول على حق أو خيار يمكنه من بيع هذا السهم أو الأصل بسعر يتم تحديده عند التعاقد وذلك خلال فترة معينة.

وعليه يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للمشتري الحق في أن يبيع إذا ما رغب للطرف الآخر أي محرر الخيار أصلا معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحدها شروط العقد.

ومن الطبيعي ان المحرر وهو الطرف الآخر في عقد اختيار البيع يعتقد على عكس المشتري أن السعر لن ينخفض عن السعر المحدد وهو سعر التنفيذ.

فإذا صدقت توقعات الطرف الأول المشتري وانخفض السعر فسيجد أن مصلحته تنفيذ العقد ووضع السهم بتصرف الطرف الآخر الذي يكون ملزماً بشرائه منه بالسعر المحدد سلفاً في العقد بل ويكون مضطراً للشراء من الطرف الأول، أما إذا فشلت توقعات مشتري حق البيع ولم تنخفض الأسعار فإنه لن ينفذ العقد ويتخلى عن حق الخيار ويكتفي بخسارته المتمثلة في العلاوة التي دفعها للمحرر. وأما المحرر (الطرف الثاني) الذي صحت توقعاته بعد انخفاض الأسعار إلى حد سعر التنفيذ أو دونه فغنه يكون قد نجا من الخطر واحتفظ لنفسه بقيمة العلاوة التي قبضها سلفاً.

وتحقق عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا:

أولهما- تحوط وحماية المستثمر من تقلبات سعر السهم، ومن ثم تكون خسائره محددة بمقدار العلاوة التي يسددها، أما أرباحه فلا حدود لها وتزايد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ.

ثانيهما- تمكن المضاربين من استخدام مبالغ قليلة للمتاجرة في السوق المالي باستثمارات كبيرة، ف الطرف الأول من العقد (مشتري الخيار) يتمكن من سداد العلاوة التي لا تمثل سوى مبلغ ضئيل من القيمة الإجمالية للعقد وبذلك يمكنه المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات.

مثال تطبيقي(2) استخدام خيارات البيع لأغراض التحوط والحماية:

يملك احد المستثمرين 1000 سهما، وحرصا منه على تجنب هبوط سعرها السوقى عن السعر الحالي وهو 100 جم اشترى عدد من عقود خيار البيع بالشروط التالية:

- عدد الأسهم موضوع عقود الخيار 1000 سهم.
- تاريخ التنفيذ 2016/03/01.
- سعر التنفيذ 90 جم للسهم.
- بلغت فيه العلاوة لمحرر الخيار 2 جم/سهم.

والمطلوب: تحديد موقف المستثمر في تاريخ التنفيذ عند ارتفاع السعر السوقى إلى 105 جم وعند هبوطه إلى 91 جم وعند هبوطه إلى 70 جم.

2.2.3 تعريف عقود المبادلات:

عقود المبادلات هي تلك العقود المالية التي يلزم فيها كل طرف في العقد تبادل مجموعة من المدفوعات (ليست الموجودات) التي يملكها بمجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها طرف آخر. هناك عدة تعاريف لكتاب مختلفين من أهمها:

عرفها بعض الكتاب بأنها "اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق"

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف فلي عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية،...)

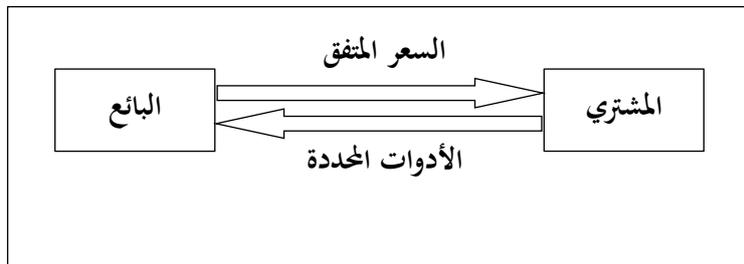
3.2.3 تعريف المستقبلات:

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط، المعادن والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية، كما يمكن أن تشمل أيضا على مؤشرات الأسواق المالية. وعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد سبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.

4.2.3 تعريف العقود الآجلة:

وهي أبسط شكل من أشكال عقود المشتقات فالعقد الآجل هو اتفاق بين طرفين على شراء/بيع كمية محددة من الموجودات في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد بين طرفي العقد الآجر، ويفترض وجود المشتري صاحب المركز الطويل ويوافق على شراء عدد من الأصول الأساسية في تاريخ مستقبلي للحصول على سعر معين، من الطرف الآخر في العقد وهو صاحب المركز القصير (البائع) ويوافق على بيع الأصول في نفس التاريخ وينفس السعر. وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة. لذلك يمكن القول ان العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن طويل وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع والحبوب والأرز. وتعتبر العقود المستقبلية هي عقود آجلة موحدة ومنمطة يتم تداولها في البورصة.

الشكل رقم(3): كيفية التعامل بالعقود الآجلة



المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار السهل اللبناني، لبنان، 2003. ص 22.

هناك نوعين رئيسيين للعقود الآجلة وهما:

أ. العقود الآجلة لأسعار الفائدة

وهي العقود الآجلة التي تم ربطها بأدوات الدين، وتنطوي على بيع/شراء مستقبلا صد الدين، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة الصك ويتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت بعدها سعر الفائدة من تاريخ العقد الآجل وحتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، ولها أبعاد عدة يجب أن يجوبها العقد:

- تحدي مواصفات صك الدين الفعلي الذي سيتم تسليمها في تاريخ التنفيذ؛
- كمية من صك الدين؛
- كما يتم تحديد السعر (سعر الفائدة) على صك الديون؛
- التاريخ الذي سيتم تسليم فيه الأداة.

ب. العقود الآجلة لأسعار الصرف:

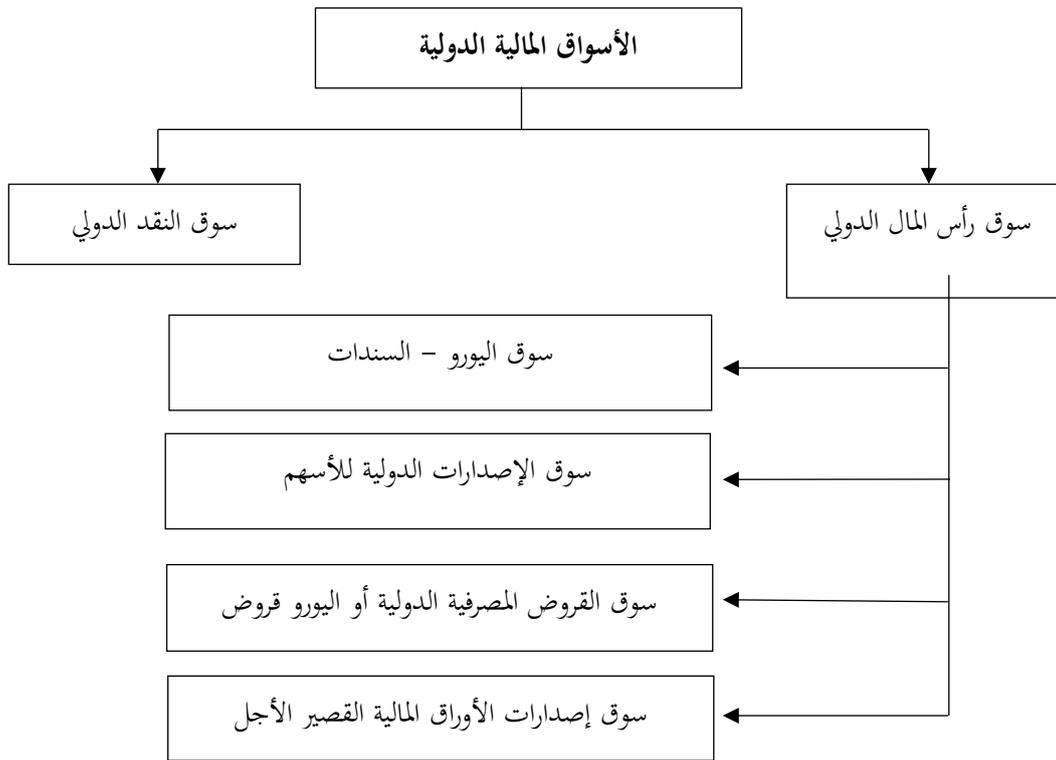
وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة اجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ أجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا انه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة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

3. تقسيمات الأسواق المالية الدولية :

تمهيد:

تلعب أسواق رؤوس الأموال الدولية دورا هاما في تمويل الأنشطة والعمليات الدولية من صادرات وواردات وخدمات مالية داخلية كالقروض الموجهة للشركات الوطنية ونحوها. ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد، بل هي عبارة عن مجموعة من المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة، ولقد عرفت تلك الأسواق تطورا هائلا منذ ثمانينيات القرن الماضي، حيث أصبح التمويل الدولي في شكل إصدارات مالية أو قروض بنكية ضرورة حتمية بعد تسارع وتيرة العولمة وانتشار ظاهرة التحرير المالي، حيث نجد أن أسواق المال لا تختلف على الأسواق المدنية التي تتعامل بها بشكل يومي، فعند التحدث عن الأسواق المالية الدولية نجد بأنها تنقسم إلى قسمين: سوق رأس المال الدولي وسوق النقد الدولي، و كما هو الشأن بالنسبة للأسواق المحلية فان الأسواق المالية الدولية تنقسم إلى:

الشكل رقم (4): تقسيمات السوق المالية الدولية



المصدر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر، منشأة المصاريف، الإسكندرية، مصر، 1998 ص 255

1.3 السوق النقدي الدولي:

هي المكان أو الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها يتم الحصول على الأموال لأجل قصيرة، ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل وهناك سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لأجل قصيرة بأسعار فوائد تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال، ومتانة المقترض وشهرته وسمعته وهناك أيضا سوق ثانوية يجري فيها تداول الموجودات المالية القصيرة الأجل بأسعار تحدد بحسب قانون العرض والطلب هذه الموجودات فهذه السوق عبارة عن مجموعة أنشطة المقرضين والمقترضين لأجل قصيرة ويقوم الأفراد والمؤسسات بتغذية هذه السوق فالسوق الأولية تتيح للمقترضين الحصول على الأموال، بينما السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة للمقترضين، وبالتالي تشجعهم على إقراض أموالهم بمعدلات فوائد مقبولة.

ويهتم بالتدفقات الدولية لرؤوس الأموال القصيرة الأجل. وقد إنتشرت في أنحاء العالم على هيئة مراكز مالية خارجية " Offshare Centres"، تتولى إدارة وتسيير عمليات الصيرفة الدولية من خلال سلسلت القوانين التي تسهل تلك العمليات وتوسيع نطاقها على الصعيد العالمي، أما أهم أهدافها فهو توفير ظروف أفضل للإستثمارات المتعددة الجنسيات.

أ. أنشطة السوق النقدي الدولي:

إحصائيات الدولية إلى أن أكثر من نصف أموال العالم تمر من خلال هذه المراكز المالية الخارجية و22% من الأصول الخارجية للبنوك تستثمر فيها وتمارس البنوك الدولية الكبرى الأنشطة التالية:

- قبول الودائع، وتقديم القروض بالعملات المختلفة للهيئات الوطنية والأجنبية؛
- الإدارة والعمل كوكيل للقروض المشتركة ووضع خطط خاصة لمتطلبات التمويل سواء للتجارة الدولية أو المشاريع؛
- القيام بصفقات العملات الأجنبية والتعامل بالذهب والمعادن النفيسة والحالات النقدية الدولية؛
- توفير خطابات الإعتماد المسندية والضامنة وتسهيلات أخرى؛
- التداول التجاري بالعملات والخيارات المستقبلية، وعقود مقايضات العملة " Swaps "؛
- الإكتتاب وإصدار السندات في السوق الأوروبية وما يرتبها لها من عمليات مصرفية، وتوزيع الأوراق التجارية في سوق العملات الأوروبية... إلخ، وهكذا تمارس المراكز المالية الخارجية دور البنوك المتعددة الجنسيات سواء من ناحية الملكية أو الأنشطة التي تراوحتها.

وإلى جانب السوق الأوروبية برزت الصيرفة اليابانية في المعاملات النقدية الدولية لاسيما بعد تصاعد دور الين الياباني في أسواق الأسهم العالمية وهكذا تعد طوكيو ثاني أكبر هذه الأسواق بالنسبة لحجم التداول أو توفير رؤوس الأموال، حيث تعمل فيها الآلاف من المؤسسات المصرفية التي تنوع أنشطتها من تقديم الودائع والإعتمادات إلى تمويل المشاريع الصناعية بفترات إستحقاق مختلفة.¹ وهناك بالإضافة إلى ذلك العديد من المراكز الإقليمية التي تقوم بتوجيه الأموال إلى الأقاليم التابعة لها، وكذلك المراكز التي تسجل المعاملات المالية وجميع هذه الوحدات تساهم في تقديم الإئتمانات إلى بلدان العالم بما فيها النامية لتمويل مشروعاتها الصناعية والزراعية بعدما تراجعت مصادر التمويل الدولية الأخرى أو في حالة عدم كفايتها لأدنى شروطها بالنسبة لهذه البلدان.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر، منشأة المصاريف، الإسكندرية، مصر، 1998 ص 255.

ب. صعوبات الاندماج في السوق النقدي الدولي:

تبد أن المشكلة تكمن في صعوبة وصول تلك البلدان النامية إلى تلك الأسواق وذلك لأسباب عدة نذكر منها:

- عوامل تتعلق بمخاطر الإستثمار في البلدان النامية، سواء إقتصادية كانت أم سياسية.
- نظام المدفوعات الخارجية: ويتعلق بالعلاقات مع الدائنين الأجانب في ضوء المناخ الإقتصادي السائد للدولة النامية، وخاصة في مجال نظام سعر الصرف، والقيود على حركة رأس المال ونظام التجارة.
- العوامل المؤسسية التي تحكم تنمية سوق المال.
- العوامل الخارجية: وتشمل العوامل المحددة لتكاليف التعامل بين الدول المتقدمة وأسواق الدول النامية.

2.3 تطور السوق النقدي الدولي :

تعد السوق الأورو دولار إحدى التطورات النقدية التي شهدتها الأسواق النقدية الدولية الراهنة وستعرض لكل ما يتعلق بها:

1. سوق الأورو دولار:

يتألف هذا السوق بشكل رئيسي من ودائع بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية بمعنى أن العملة الرئيسية المتعامل بها في هذا السوق هو الدولار الأمريكي.

وبدأ هذا السوق في النمو والتطور خلال عامين 1958م و1959م بسبب التوجه إلى الإحتفاظ بودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك الأوروبية. ثم توسع ليشمل أية دولارات مودعة لدى البنوك العاملة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ومع تطور سوق اليورو دولار تطورت أسواق مماثلة مثل سوق الإسترليني الأوربي، ويقصد به سوق الإسترليني المتعامل به خارج بريطانيا، ويطلق على أسواق المشار إليها في كثير من الأحيان إسم أسواق العملات الحرة.

ويتركز نشاط سوق الدولار الأوربي على عمليات ربط الودائع فيما بين البنوك والتي غالباً ما تكون مربوطة لفترات قصيرة الأجل، ويتعامل بهذا السوق المؤسسات المالية الكبرى، والتي تعتبر صانعة لهذا السوق وذلك لقدرتها على جذب المقترضين عن طريق أسعار الفائدة المنخفضة. والعمولات البسيطة فهي تدفع فائدة أعلى على الودائع المودعة لديها، وتتقاضى فائدة أقل على القروض التي تمنحها، ولهذا فإن حجم هذه السوق أصبح حجماً هائلاً يقدر بمئات المليارات من الدولارات يومياً بسبب طبيعة هذا السوق وحجم المشاركين فيه.¹

أ. تعريف سوق الأورو دولار:

يقصد بها السوق الحسابات والودائع الآجلة المقيمة بالدولار الأمريكي الموجود لدى مصارف أوروبا، حيث تستخدمها هذه المصارف كقروض قصيرة الأجل تحمل فوائد بعملة القطر صاحب تلك الأسواق، وتقع معظم البنوك التي تصدر الودائع اليورودولارية في بريطانيا وعدد من الأقطار الأوروبية. إضافة إلى بعض المناطق مثل البهاما وكندا وجنوب شرق آسيا، فأطلق عليها الدولار إسم أسواق الدولار الآسيوي .

¹ منير الهمدي، نفس المرجع السابق، ص 260.

ب.. مصادر الدولارات الأوروبية:

في الواقع هناك مجموعة من المصادر التي إشتكت في تعاطم ظاهرة تراكم الدولارات الأوروبية نذكر منها:

-**العجز في ميزان المدفوعات:** شهد ميزان المدفوعات الأمريكي حالات عجز مستمرة وكبيرة منذ فترة السبعينات، والتي ساهمت بنمو الدولار الأوروبي جراء تزايد تدفق الدولارات الأمريكية التي خارج الولايات المتحدة الأمريكية بقدر يفوق ما دخل إلى هذه الأخيرة من الدولارات.

-**الودائع الدولارية لأقطار العالم:** للدولار الأمريكي مكانة مميزة كعملة إحتياطية لمختلف أقطار العالم. لذلك تقوم الكثير من البنوك المركزية بتعزيز إحتياطاتها الدولارية وإيداع الفائض منها في البنوك الأوروبية بغاية إستثمارها إضافة إلى ما قامت به الشركات الدولية بفتح حساباتها " بالدولار " لإستخدامها في تسوية معاملاتها الدولية. وأن الودائع المذكورة تودع في بنوك أجنبية تدعى بنوك " Off share " موجودة في مناطق عديدة لكنها لا تخضع للقوانين المطبقة فيها مثل متطلبات الإحتياطي أو الرقابة المالية.

-**الآلية التي تعمل بها أسواق الأورو دولار:** تتلخص هذه الآلية بقبول الودائع الدولارية بدون قيود وإعادة إقراض هذه الأموال إلى الأطراف المختلفة مما تؤدي هذه العملية إلى خلق الودائع بصورة دائمة وبالتالي خلق أرصدة متضاعفة من الدولارات. نتيجة لحوافز إرتفاع معدلات الفائدة مقارنة مع تلك السائدة خارج أوروبا.

-**الودائع الدولارية من الإتحاد السوفياتي سابقا:** في مطلع الخمسينات وإبان الحرب الباردة قام الإتحاد السوفياتي بتحويل أرصدته الدولارية المودعة في البنوك الأمريكية إلى البنوك الأوروبية خاصة اللندنية، وذلك خشية إحتمال تجميد هذه الأصول من قبل الحكومة الأمريكية أثناء الأزمات السياسية.¹

وهذا ما حدث لاحقا سنة 1979م حيث جمدت الأرصدة الإيرانية. وكذلك الأرصدة العراقية عام 1990م. كما أن معظم

دول أوروبا الشرقية التابعة للكتلة الإشتراكية بإيداع أرصدتها في البنوك البريطانية والفرنسية بدلا من الأمريكية.

-**الإستثمارات الأمريكية الضخمة خارج الولايات المتحدة الأمريكية:** لقد إرتبط نشوء والنمو السريع لأسواق " اليورودولار " بشكل خاص بالإستثمارات الأمريكية الأصل إضافة إلى العديد من الشركات الأخرى المملوكة لشركات أمريكية التي تتعامل بالدولار خارج الولايات المتحدة وذلك بحثا عن الأرباح العالية لإستثماراتها الخارجية مقارنة بتلك المتحققة في بلدها الأم ويقدم الجدول التالي صورة عن حجم الإستثمارات الأمريكية المتعاطمة في أوروبا ودولارات

-**عرض الدولارات النفطية على البنوك الأوروبية:** نتيجة لإرتفاع أسعار النفط في سنتي 1973م و1979م على التوالي بقرار من منظمة " OPEC " ، تحققت لدى الأقطار الأعضاء فوائض مالية ضخمة. لم تستطع طاقتها الإستيعابية من إمتصاصها. حيث قدرت هذه الفوائض ب 5 مليار دولار في نهاية 1973م ووصلت في سنة 1974 إلى 60 مليار دولار وبلغت في سنة 1979م إلى 106 مليار دولار. فإضطرت هاته الدول إلى إيداع فوائضها الدولارية في البنوك الأوروبية. حيث عملت هذه الأخيرة إلى إعادة تدويرها بإقراضها إلى دول مستوردة للنفط ودول صناعية أخرى.

¹ badr-CU34.ibda3.org, consulté le 28/04/2021.

2. الآثار الناجمة عن عمل أسواق الأورو دولار:

أ. الإيجابيات:

- زيادة السيولة الدولية: إذ أنها تتكيف بسرعة مع التدفقات المالية غير المتوقعة خلال السبعينات، وبالتالي استطاعت هذه الأسواق توفير الائتمان لتمويل حالات العجز في موازين مدفوعات الأقطار وخاصة النامية منها من خلال إعادة تدوير حركة التجارة الدولية.
- ثم أنها عملت على زيادة درجة منافسة وكفاءة الصيرفة المحلية والعالمية.
- زيادة فرض الإستثمار على الصعيد العالمي¹

ب. السلبيات :

إن النمو السريع لهذه الأسواق لم يخلو من مشاكل أهمها هي:

- عدم إمكانية السيطرة والتحكم لهذه الأسواق بإستخدام القيود التي تفرضها السلطات النقدية المحلية أو تلك التي يفرضها صندوق النقد الدولي وبالتالي يحتمل أن يقود الكساد العالمي العميق إلى إفسار النظام المصرفي.
- تم إن التدفقات الكبيرة والمستثمرة للعمالات القصيرة الأجل فيما بين هذه المراكز النقدية الدولية قد أفضت إلى حالات عدم الإستقرار في أسعار الصرف الأجنبية.
- إن الأنشطة التي اضطلعت بها هذه الأسواق هي التي أدت إلى إندلاع وتفاقم أزمة المديونية العالمية للأقطار النامية.
- إنخفاض فعالية سياسات الإستقرار المحلية للسلطات العامة فلم يكن بمقدور الشركات الإقتراض كليا من جراء قيود الائتمان. بينما يمكننا الإقتراض من أسواق العملات مما قوضت من الجهود الرامية إلى مواجهة الضغوط التضخمية المحلية لاسيما في الأقطار النامية التي تتسم بضيق رقعة معاملاتها المالية مقارنة بالصفقات العالمية بالعمالات الأوروبية².

3.3 السوق الدولي لرؤوس الأموال:

يعرف بالسوق الدولي لرؤوس الأموال على أنه يجمع أسواقا فرعية متعددة، تتميز فيما بينها إن من حيث إجراءات الإصدار الخاصة، أو من حيث الاعتماد، كمرجع، لأصول مالية مختلفة جدا في طبيعتها. والأسواق المذكورة هي:³

- سوق اليورو سندات: Marché Euro-obligataire
- سوق الإصدارات الدولية ؛ Marché des émissions étrangère
- سوق الإصدارات الدولية للأسهم Marché des émission internationales d'actions

¹ وسام مالك، مرجع سابق، ص 125.

² منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، مصر، 2016، ص 123.

³ وسام مالك، مرجع سبق ذكره، ص 158-159.

- سوق اليورو - قروض، أي سوق القروض المصرفية الدولية : marché des Euro-crédits
- سوق إصدارات الأوراق المالية قصيرة الأجل euro - note

4.3 سوق السندات الدولية:

لما كانت الفوارق غير واضحة تماما، وعلى الدوام، بين اليورو سندات والإصدارات الدولية، فقد تم دمج هذين النموذجين من الأوراق المالية الدولية ضمن ما يعرف بالسندات الدولية

أ. سوق اليورو-سندات: اليورو سند هو ورقة مالية تستفيد من وضع ضريبي مميزة، وتصدر باليورو عملة، بواسطة مجموعة دولية (Syndicat International) من المصارف، وتوظف خارج البلد الذي استخدمت عملته في تحرير القرض أن وجود مجموعة (Syndicat) إصدار، فعليا دولية، يشكل نقطة انطلاق تسمح بنشر للأوراق المالية عبر العالم، لكي يكتب بها مستثمرون أجنبيا. إلى هذا الفارق الأساسي بين اليورو. سندات والسندات المحلية تضاف مجموعة من الفوارق الأخرى الهامة أيضا، فاليورو. سند يتمتع بوضع ضريبي استثنائي. والميزة التي يستفيد منها هذا الأخير تتمثل في إعفائه من الاقتطاع الضريبي عند المنبع، من جانب البلد المصدر. هذا النظام هو استثنائي نظرا لأنه في جميع بلدان العالم، وفيما يتعلق بالعديد من السندات المحلية، لا يسدد إلى المستثمر غير المقيم كامل الفوائد المتعاقد عليها، إذ أن جزءا من هذه الأخيرة يقتطع عند المنبع، من قبل الأجهزة الضريبية المختصة. والوضع الضريبي الخاص هو شرط ضروري لوجود اليورو سندات. فعقود الإصدار تتضمن بندا مبطلا مفاده أن كل تغير محتمل في الوضع الضريبي للأوراق المالية يمكن أن يؤدي إلى التسديد الفوري للقرض من قبل المصدر.¹

وعلى عكس ما يمكن أن يتصوره الفكر السليم فهناك عنصران ينتظر أن يلعبا دورا في تعريف اليورو. سند لكنهما، في الواقع، عديما الأهمية؛ ويقصد بذلك عملة تحرير القرض والطابع العلي للإصدار:

- عملة تحرير القرض هي غير مهمة، ويمكن أن تكون عملة بلد المقترض أو أية عملة أخرى، لكن شريطة أن تكون يورو عملة أي بتعبير آخر محملة متوفرة ومتداولة خارج بلدها المنشأ.
- الطابع العلي للإصدار ليس إلزاميا لتمييز اليورو. سند. والتسعير العلي للأوراق المالية في إحدى بورصات القيم هو مألوف (شائع)، غير أنه لا يلعب أي دور في تعريف اليورو. سند. فالورقة المالية المصدرة في إطار توظيف خاص، والمتضمنة للعناصر المشار إليها في التعريف الوارد أعلاه خلال طيلة فترة وجودها، ولحين تسديدها، بخاصية (ميزة) اليورو سند.

ب. أسواق الإصدارات الأجنبية: يقتضي عدم المزج بين أسواق الإصدارات الأجنبية وأسواق اليورو سندات. فالإصدارات الأجنبية هي كناية عن إصدارات يقوم بها "غير مقيم" بواسطة مجموعة من المصارف (Syndicat) على أن تحرر، عادة، بعملة البلد الذي حصل فيه الإصدار، وتوظف كذلك بشكل أساسي في البلد المذكور.

ويجب على من يلجأ إلى هذا النموذج من الإصدارات أن يتقيد بالإجراءات المتبعة في بلد الإصدار، خاضعا في الآن عينه للنظم القانونية المطبقة. وتشارك السندات الأجنبية مع اليورو. سندات في الإعفاء من الاقتطاع الضريبي عند المنبع، وفي حال عدم وجود هذا الإعفاء يفترض أن يحصل المكتتبون على معدل مردودية أعلى من ذلك الذي تحققه باقي السندات المحلية. وهذا ما يجذب الكثير من انتباه لصيغة

¹ وسام ملاك، المرجع السابق، ص 159.

الإصدار الأجنبي لكن ينبغي طرح السؤال التالي: هل هناك تداخل بين اليورو-سندات والسندات الأجنبية؟ أن التعريفات المعطاة لغاية الآن لا تجلي الغموض الحاصل. فالمكثبون بإصدار أجنبي يمكن أن يكونوا، أحيانا، غير مقيمين. ونسبة الأوراق المالية، الموظفة خارج بلد الإصدار، يمكن أن تصل إلى حدود الـ 30%، لا بل وقد تتجاوز هذه النسبة أحيانا. كما أن عملة تحرير القرض لم تعد معيارا مطلقا. فهناك إصدارات أجنبية تحصل في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان: رغم كونها محررة باليورو (أو ECU سابقا)؛ وإذا ما تم حدوث هذه الإصدارات، المدعوة، رغم ذلك أجنبية فإنها تصبح متمتعة بخصائص مالية قريبة جدا من خصائص اليورو سندات. أن الفوارق الأكثر جلاء، تبرز بشكل أساسي، في الإجراء الشكلي للإصدار، أي فقط في بداية عمر السند. ومصطلح السندات الدولية يشمل المتناسك، المؤلف من اليورو سندات والإصدارات الأجنبية.¹

5.3 سوق السندات في اليابان:

تنوزع السندات في اليابان بين مجموعات ثلاث: السندات الحكومية والسندات الخاصة وأخيرا السندات الأجنبية بالين. أما فيما يتعلق بتداول تلك السندات في البورصة، فتقتضي الإشارة إلى أنه لم تنشأ بورصة للسندات في كل من Tokyo وOsaka وNagoya إلا اعتبارا من العام 1969 حاليا. 95% من العمليات على سندات " تجرى في السوق خارج التسعير وهذه السندات المسعرة في البورصة تجتذبه على وجه الخصوص، المصارف المتمركزة في المدن، لأنها قابلة للحسم في المصرف المركزي (Banque du japon)، أو أنها يمكن أن تكون أيضا موضع رهن، مقابل السلفات الممنوحة.

6.3 السندات المتداولة:

الثلاث من السندات، المشار إليها أعلاه، تشتمل على العديد من النماذج المختلفة. وإذا كانت السندات العامة تنوزع بين سندات دولة وأوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، بالإضافة إلى العديد من السندات الأخرى، فإن السندات الصادرة عن القطاع الخاص تنوزع بين سندات مصرفية وسندات صناعية وسندات صناعية قابلة للتحويل.

7.3 السندات العامة (Obligations Publiques)

هذه السندات تتضمن سندات الدولة طويلة الأجل، والأوراق المالية العامة (الحكومية) القصيرة الأجل والسندات الصادرة عن البلديات. وإلى هذه النماذج الثلاثة، تضاف أيضا السندات المضمونة من قبل الدولة.

أ.سندات الدولة طويلة الأجل:

لم تقم الدولة اليابانية بإصدار سندات طويلة الأجل إلا بعد العام 1966، وجميع هذه السندات كان قد أمتصها السوق. أما إصدارها فقد حصل عبر عقود للاكتتاب، ولتفويض عرض سندات جديدة، طرفها البنك المركزي الياباني، بصفته وكيلا للحكومة فيما يتعلق بالدين

¹ وسام ملاك، المرجع السابق، ص 160.

العام، من جهة، وهيئة الاكتتاب الممثلة لمجموعة من المصارف (de souscription Syndicat)، من جهة ثانية، هذه الهيئة، أي "Syndicat"، تتألف من:

- المصارف المتمركزة في المدن والأرياف (المناطق)

- مصارف الإقراض الطويل الأجل

- مصاريف إدارة الذمة المالية

- مصاريف الإقراض التعاضدي والادخار

- البنك المركزي للتعاونيات وشركات التأمين على الحياة.

- بيوت الأسهم.

تأخذ "Syndicat" على عاتقها العرض العلني للسندات، وتقبل بالاحتفاظ بالجزء غير المباع منها. ولا يستطيع الأفراد شراء سندات دولة طويلة الأجل إلا بواسطة بيوت الأوراق المالية الأعضاء في الـ "Syndicat". غالبية سندات الدولة طويلة الأجل (بنسبة 85%) هي لمدة عشر سنوات وترفق بقسائم. اعتباراً من كانون الثاني 1977، أصدرت أيضاً سندات دولة لمدة ثلاث سنوات، وبداية من حزيران 1978، أصدرت كذلك سندات دولة لمدة خمس سنوات. مجموع سندات الدولة هذه يمثل حوالي 70% من إجمالي حجم سوق السندات¹

ب. الأوراق المالية العامة (الحكومية) القصيرة الأجل:

بدأت الحكومة اليابانية، منذ العام 1886، بإصدار سندات قصيرة الأجل. حالياً تصدر ثلاثة أنواع من هذه السندات: سندات الخزينة، سندات التمويين وسندات صندوق القطع.

• سندات الخزينة Bon de trésor

إصدار هذه السندات يتحدد على ضوء الحساب العام للخزينة الذي لا يكون متوازناً على الدوام. تبدأ السنة المالية، في اليابان، من أول نيسان وتنتهي في 31 آذار من العام التالي. عادة، في أشهر نيسان وتشرين الثاني وكانون الأول يتجاوز مجموع الالتزامات إجمالي الواردات؛ لذلك، فإن الإصدارات تبلغ خلال هذه الثلاثة أشهر، حدها الأقصى. في المقابل، يجب أن تسدد السندات المصدرة خلال نفس السنة الضريبية.

• سندات التمويين Bon ravitaillement

هذه السندات تصدر لحساب خاص بضبط التمويين. ففي فترة ما بعد الحرب، تم ضبط ودعم زراعة الأرز الذي يعتبر غذاء أساسياً للسكان. فالمحصول الذي يشتري من قبل الحكومة يعاد بيعه وبواسطتها أيضاً، إلى المستهلكين، بسعر أدنى، ومع أن الدخل المتأني من هذه

¹ New york stock exchange, Glossary of terms and acronyms; p13.

المبيعات قدر يحافظ إلى حد ما، على استقرار الأسعار، فإن التسديدات ليست دائما على نفس الحال من الاستقرار؛ لذلك فإن هذه السندات تصدر بكميات هامة خلال أشهر تموز وأيلول وكانون الأول

• سندات صندوق القتع (Bon Fonds de change)

تصدر هذه السندات لتغطية أوجه العجز المؤقت، في الحساب الخاص بالصراف، التي تنشأ عن المشتريات الصافية للعملات الأجنبية. الإجراءات المتعلقة بإصدار جميع هذه السندات العامة (الحكومية) القصيرة الأجل هي التالية: كل أسبوع، تقرر الحكومة الحجم الملائم على أساس المبلغ الذي يتطلبه الحساب المصدر. يتكون الطلب من المبلغ الجديد المطلوب مضاف إليه التحويل أو التسديد للسندات المصدرة سابقا.

تحول كامل التفاصيل إلى مصرف اليابان المركزي (نموذج السند المبلغ، معدل الحسم (الفائدة)، تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق) كل يوم جمعة، وهذا الأخير يقوم بنشرها (الإعلان عنها) في جميع فروعها (مكاتبه) الموزعة على امتداد الأراضي اليابانية. الاستحقاق يكون عادة لستين يوما، كما أن القيمة الاسمية للسند تتراوح ما بين مليون و500 مليون ين. يحدد المصرف المركزي المكتتبين الذين تندرج ضمنهم المصارف، جمعيات الإقراض، شركات التأمين، باقي المؤسسات المالية، الوسطاء، بيوت الأوراق المالية الأربعة الكبرى (Nomuro، Comptes spéciaux du (yamaichi، Daiwa، Nikko، gouvernement) والاتحادات العامة (Corporations publiques) أن تقوم بالاكنتاب مباشرة لدى المصرف المركزي، في حين أن الشركات الخاصة والأفراد يستطيعون فقط شراء سنداتهم من إحدى بيوت الأوراق المالية الأربعة المذكورة أعلاه.¹

ت. السندات البلدية (Bons municipaux):

للسلطات المحلية (المقاطعات، المدن، القرى الخ، ...) الحق بإصدار سندات طويلة الأجل. تباع هذه السندات للجمهور بواسطة بيوت الأوراق المالية وبواسطة البنوك أيضا اعتبارا من العام 1983. أن جزءا هاما من هذه السندات يوظف مباشرة لدى المؤسسات المالية والأجهزة الأخرى التي ترتبط بعلاقات وثيقة مع المصدر (البنوك المحلية مثلا Les Banques régionales).²

ث. السندات المضمونة من قبل الدولة Obligations garanties par l'Etat

تصدر هذه السندات من قبل أجهزة متصلة بالدولة كالاتحادات العامة Corporations publiques وبعض الشركات والمؤسسات التي تنشأ بقوانين محددة مثل Japan Airline. تقوم الحكومة بضمان تسديد أصل الدين ودفع الفوائد هذا لا يعني بالضرورة أن جميع إصدارات هذه المؤسسات، المشار إليها مضمونة من قبل الدولة). والجزء غير المباع من هذه السندات تكتتب به معا المصارف

¹ وسام ملاك، مرجع سابق، ص 156.

² Lawrence D.Schall, introduction to financial management, new york, 1988, p694.

وبيوت الأوراق المالية. يشار أخيرا إلى أن السندات البلدية والسندات المضمونة من قبل الدولة تشكل مجتمعة حوالي 20% من إجمالي السندات في السوق.¹

8.3 السندات الصادرة عن القطاع الخاص Obligations privées

تتوزع السندات الصادرة عن القطاع الخاص بين نموذجين أساسيين:²

أ. السندات المصرفية:

توجد ست مؤسسات مالية لها الحق بإصدار هذه السندات (من ضمنها ثلاث مصارف أقراض طويل Banque de Tokyo، la banque coopérative centale والسندات المصرفية هي بدورها على نوعين:

- السندات التي يكتب عادة بمعظمها من قبل المؤسسات المالية وزبائن المصدر مع أنها معروضة تقنيا على الجمهور.
- السندات التي تخصص بالدرجة الأولى للمستثمرين الفرديين، الذين يشترونها بواسطة بيوت الأوراق المالية

ب. السندات الصناعية:

تقوم بإصدار هذه السندات الشركات التجارية والصناعية الخاصة وهي تتوزع بين أربع فئات: B، BB، A، AA، تبعاً لحجم أصول المصدر الصافية، المالية وكذلك معامل ربحه. هذا التصنيف يتقرر عند الإصدار، والمردود العائد للمستثمرين يتحدد بين 0.25% فوق أو دون معدل الفائدة المطبق على هذه الفئة.

ويمكن أن يحصل إصدار الأسهم الصناعية بأشكال عدة. الشكل الأكثر استخدام، هو نظام العقد (Système de contrat) يشار أخيراً إلى أن السندات الصناعية تمثل حوالي 6% من مجموع السندات في السوق.

ج. السندات الصناعية القابلة للتحويل إلى أسهم:

السندات الصناعية القابلة للتحويل إلى أسهم، التي أصدرت بين العام 1949 تاريخ إعادة افتتاح البورصة بعد الحرب) والعام 1965، كانت قليلة جداً، وجميعها كان قابلاً للتحويل إلى أسهم بالقيمة الاسمية. بعد ذلك، أصدرت، أكثر فأكثر، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بسعر السوق. في العام 1982 أقدمت حوالي 500 شركة على إصدار سندات قابلة للتحويل بسعر السوق بما مجموعه 3000 مليار ين. أما استحقاق هذه السندات فهو عادة لعشر سنوات.

¹ Lawrence D.Schall, op cit, p 695.

² محمد صبح، الابتكارات المالية، ط1، بدون دار نشر، 1998، ص95.

9.3. السندات الأجنبية بالين:

- كانت قد أصدرت هذه السندات للمرة الأولى في العام 1970، والمصدر الأهم كان البنك الدولي الذي تبعه البنك الآسيوي للتنمية. هذه الإصدارات، المسعرة بغالبيتها في بورصة طوكيو، كانت قد واجهت العديد من الصعوبات التي تعزى للأسباب التالية:
- يتمتع السوق المالي الياباني بميزة خاصة ففي حال كان عرض رؤوس الأموال أدنى من الطلب عليها، فإن الأولوية تعطى للقروض الداخلية. وقد حصل وأن أخرت، أو حتى سحبت، فعلا إصدارات أجنبية عدة بالين.
 - بنظر السلطات اليابانية، ينجم عن هذه الإصدارات تصدير للرأسمال الياباني. لذلك، فإن مستوى هذه الإصدارات يجب أن يتأثر بتقلبات الاحتياطات بالعملة الصعبة.
- مستوى هذه الإصدارات يتأثر أيضا بالفارق بين أسعار الفائدة في الداخل والخارج. ما يجدر ذكره أن المبلغ الإجمالي السنوي لهذه الإصدارات يتقلب بين عام وآخر ويتصف بعدم الاستقرار.¹

10.3 بورصة السندات في اليابان:

1.10.3 مفاهيم حول البورصة في اليابان:

خلال العقدين اللذين أعقبا الحرب العالمية الثانية، كان الهدف من إصدارات السندات اليابانية يقتصر على تخصيص الموارد المالية المتوفرة للصناعات التي تتمتع بالأولوية من وجهة نظر واضعي السياسة الاقتصادية الحكومية. الإصدارات الجديدة باستثناء تلك التي تقوم بها شركات إنتاج الطاقة الكهربائية وكذلك السندات المصرفية القابلة للحسم، كان قد تم امتصاصها من قبل الأجهزة المالية. وكانت هذه الإصدارات تتمتع بالخصائص التالية:

- شروط هذه الإصدارات كانت تتقرر على وجه مصطنع عبر التفاوض بين الأجهزة المعنية
- لا تكن توجد علاقة عملية بين سوق الإصدارات الناشط وسوق العمليات الذي يتسم بالضعف الشديد. لم تكن هناك علاقة إذن بين أسعار السندات القديمة وأسعار السندات الجديدة.

كان يتحدد سوق العمليات، إلى حد بعيد، عبر وضعية السيولة القصيرة الأجل الخاصة بعدد ضيق من المشترين (البنوك وبعض الشركات الأخرى)

شراء سندات الدولة طويلة الأجل من قبل المصارف كان يعتبر من قبيل الإعانة (المساعدة) للقطاع العام، حيث كان يدرك أن هذه السندات لن تظهر لاحقا في سوق العمليات، أي بمعنى آخر لن تكون موضوعا لعمليات لاحقة.

ما أشير إليه. فيما تقدم كان قد تبدل، بدءا من العام 1975، مع الإصدار لكميات كبيرة من سندات الدولة طويلة الأجل (28300 مليار بن في العام 1981) وعلى عكس ما كان يحصل في السابق، أصبح من المستحيل امتصاص غالبية هذه السندات عبر عمليات المصرف المركزي. كذلك، يلاحظ في الوقت عينه التالي:

¹ - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 86.

✓ تنوع أوسع في أصول الأفراد المالية

✓ توفر سيولة أكثر أهمية لدى الشركات (عدا الشركات المالية وشركات التأمين)، فنشأ عن ذلك نمو سريع لإصدارات السندات.

✓ زيادة هامة في الحجم النسبي للسندات ضمن إجمالي أصول شركات التأمين.

إن القانون الجديد للمصارف، وما لازمه من تعديلات أدخلت على القانون الخاص بالأوراق المالية وتداولها في بداية الثمانينيات، أدى إلى تغيرات هامة في أسواق السندات. أبرز هذه التغيرات كان قد تبدى عبر تنافس جديد بين المصارف وبيوت الأوراق المالية، من جهة، وعبر دور جديد أيضا للوسطاء في "السوق اليومي" (au jour le jour) من جهة ثانية.

في سوق السندات مثال ارتفاع حجم العمليات، في مركز طوكيو إلى 395.7 مليار دولار في نهاية العام 1990 وتدننى من ثم إلى 230، 3 مليار دولار في نهاية العام 1991، أما حجم الرسملة البورصوية على سندات، في ذلك المركز فقد وصل إلى 9789 مليار دولار في نهاية العام 1990، ليعود ويقفر، من ثم إلى 11579 مليار دولار في نهاية العام 1991. واستنادا إلى أهم أنواع تلك السندات، فقد شكلت سندات الدولة طويلة الأجل حوالي 68% من إجمالي حجم السندات، في حين أن السندات المصرفية كانت قد تجاوزت، بقليل نسبة الـ 10% من هذا الإجمالي. تلت هذين النموذجين، في الأهمية السندات البلدية، السندات المضمونة من قبل الحكومة وسائر السندات الخاصة الأخرى، أما المشترون الأساسيون لهذه السندات فهم الشركات (8.9% من الحجم الإجمالي) بنوك الإقراض الطويل الأجل وبنوك إدارة الذمة المالية (9.9%) البنوك المتمركزة في المدن (7.7%). البنوك المتمركزة في المناطق 7.5% والمؤسسات المالية المتفرعة من البنوك التعاونية (7%). أما تبادل هذه السندات فيجري في السوق خارج التسعير بين بيوت الأوراق المالية والمستثمرين، أو بين بيوت الأوراق المالية نفسها.¹

في بداية السبعينيات، أنشئ سوق خاص بالسندات التي تترافق مع عقد بإعادة شرائها. فالبائع هو شركة تحتاج مؤقتا لرؤوس أموال قصيرة الأجل، أما المشتري فهو يبحث عن استثمار الفائض في رؤوس أمواله القصيرة الأجل. بعد العام 1975، جرت في هذا السوق أكثر من نصف العمليات على السندات؛ لكن هذا الحجم عاد وانخفض بعد العام 1981، كما أن المستثمرين الأجانب بدأوا يتوجهون إلى هذا السوق مثل أيار 1979.

11.3 سوق الإصدارات الدولية الأسهم:

أ. تعريف الأسهم الدولية:

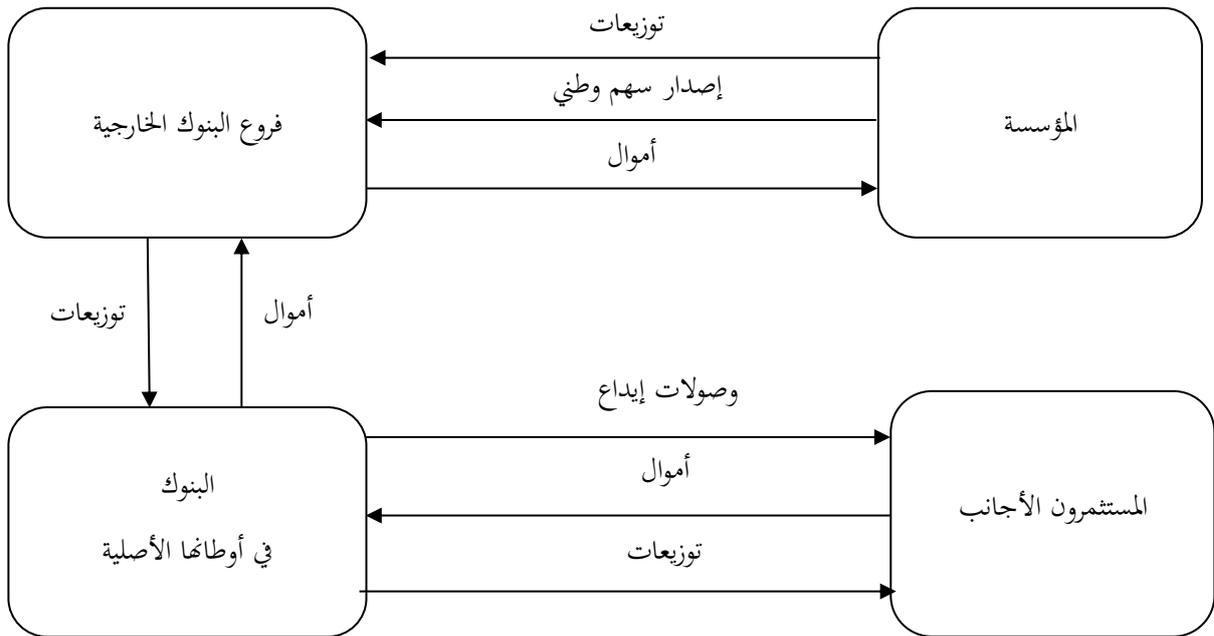
إن الأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم جزء من الشركة المصدرة. يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة. تعرف الأسهم الدولية على أنها أوراق مالية تعرب بالنسبة لمالكها عن حق ملكية له من شركة أجنبية، على غرار الأسهم على المستوى الوطني تنقسم الأسهم الدولية إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة إلا أنها تختلف عن الوطنية في طبيعة المكتسبين فيها وإعفائها الجبائي

¹ وسام ملاك، نفس المرجع السابق، ص 87.

فالمكتتبون مختلفو الجنسية كما يعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها ومعرفة طبيعتها

- إن الإصدار الدولي للأسهم هو عبارة عن إصدار للأسهم المملوكة لعدد من المستثمرين في عدد من الدول المختلفة في الوقت نفسه. وربما يتم طرح الإصدار الدولي في الوقت نفسه كإصدار محلي أو على أنه إصدار عام في سوق محلية أخرى للأسهم.
- تختلف طريقة إصدار الأسهم الدولية عن الأسهم الوطنية يتم إصدارها على المستوى الدولي بإحدى الطريقتين:
- **إصدار مباشر:** بحيث تقوم الشركة بتوفير أسهمها مباشرة ساحات مالية متعددة على المستوى الدولية لمن يكتب فيها ويكون ذلك عادة بالاستعانة الاتحاد من البنوك المتواجدة في أوطان متعددة تضطر المؤسسات في مثل هذا الإصدار إلى التسجيل في بورصات عالية متعددة و الخضوع بالتالي إلى تشريعات وقوانين دول كثيرة وما يرتبط ذلك بتكاليف مرتفعة؛
 - **إصدارات الأسهم بطريقة غير مباشرة:** يمكن أن يكون الإصدار غير مباشر حيث يكون الإصدار وطنيا ولكن بيع الأسهم للمكتتبين يكون في دول خارج الوطنية عبر الفروع الخاصة بالبنوك الأجنبية المتواجدة في الوطن عن طريق وصولات الإيداع الدولية. والشكل التالي يوضح هذه العملية:

الشكل رقم (5): الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية.



المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، درا هومة، الجزائر 2002 ص 112.

ب. الإجراءات والتعاملات في سوق الإصدارات الدولية للأسهم:

الإجراءات المتبعة في سوق الإصدارات الدولية للأسهم هي قريبة جدا من الإجراءات الخاصة باليورو . سندات. والفارق يتأتى أساسا من طبيعة الأصول المالية المصدرة. وكما هو الحال بالنسبة للسندات الدولية، فهناك مجموعة Syndicat مصرفية دولية تضمن التوظيف والنشر الدولي للأسهم الجديدة المصدرة من قبل مشروعات خاصة. هذا النموذج من العمليات، المرتبط غالبا بعمليات التخصص، يجري بالتوازي مع إصدارات للأسهم التقليدية الحاصلة في السوق المحلي. ما تجدر الإشارة إليه هو أن سوق الأسهم الدولية لم يشهد انطلاقا حقيقيا إلا مع بداية العقد السابق.

في سوق الإصدارات الدولية للأسهم: هل ينبغي استخدام مصطلح اليورو . أسهم أو مصطلح الأسهم الدولية؟ أن السوق الذي تتوجب الإحاطة به هو سوق الأسهم وأوراق المشاركة في رؤوس الأموال الذاتية الخاصة بالمشروع، الموزعة على أساس دولي، وفي الغالب بالتوازي أو مع حيازة، أو توظيف، أوراق مالية في السوق المحلي الذي يوجد فيه المصدر.

إن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (O.C.D.E) جزأت الأسهم الدولية، بمعناها الواسع، إلى مجموعتين: اليورو . أسهم وباقي الأسهم الدولية.

ومصطلح اليورو . أسهم يخصص للأسهم الجديدة التي توظف في سوق يختلف عن السوق المحلي للمصدر. أما باقي الأوراق المالية، التي أخذتها الO.C.D.E بالاعتبار، فقد ارتبطت، بشكل أساسي، بالتوظيفات الخاصة وبالإصدارات الإضافية وبالتوظيفات المباشرة لدى الصناديق المشتركة الدولية.¹

إن الأسهم الدولية هي، أولا وقبل كل شيء، أوراق عادية للمشروعات. أما باقي الأوراق المالية الدولية فهي أوراق مميزة، أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو سندات مع حقوق شراء أسهم Warrants أو أيضا أوراق مشاركة شبيهة بالسهم.

وفيما يتعلق بتحويل الرأسمال، فإن المرحلة التمهيديّة لتحويل رأسمال المشروع بقيت لفترة متميزة بتسعير لأسهمه في بورصة أجنبية. والهدف المبتغى هو مزدوج ويتمثل أولا بتنوع المساهمة (actionnariat) (من دون أن يؤدي ذلك إلى إصدار جديد لرأس المال) ومن ثم بالاستفادة من الآثار الإيجابية المرتبطة بشهرة هذه العملية . والدخول إلى البورصة، في بلد يشهد نشاطا تجاريا هاما، يترك آثارا إيجابية على مستوى رؤية (نظرة) الغير للمشروع. ومن الوجهة المالية، فإن الشهرة التي كان قد حققها المشروع تهيء الأرضية لإصدار جديد محتمل.

إن التسجيل في بورصة أجنبية، من دون أن يترافق ذلك في زيادة في رأس المال، هو في الواقع، عملية أساسا تقنية. أما عرض السهم الدولية فهو يهدف إلى إيجاد المساهمين الأوائل للمشروع على قاعدة دولية، أو أيضا إلى تعزيز رؤوس الأموال الذاتية للمصدر وتوسيع دائرة مساهميه استنادا إلى نفس القاعدة. فإذا تمت هذه العملية عبر عرض علني فإنها تفترض الوضع لهيكلية توظيف للأسهم.

وفي معظم الأحيان، تترافق هذه العملية مع طلب للتسجيل في عدة بورصات، في الآن عينه. إلى جانب العروض العلنية للأسهم، فإن المشروعات الكبرى تستطيع الزيادة. دوليا، لرؤوس أموالها الذاتية، من خلال التوظيفات الخاصة. ولقد فرت هذه الإمكانيّة، على وجه خاص كل من الولايات المتحدة واليابان وسويسرا. وخلال السنوات الأخيرة، سمح تضاعف عدد صناديق التوظيف المشتركة المتخصصة

¹ - وسام ملاك، المرجع السابق، ص 110.

والكبيرة الحجم، للمشروعات بالزيادة، مباشرة. لرؤوس أموالها الذاتية، من دون اللجوء إلى آلية Syndication والأسهم الجديدة المصدرة تسلم، مباشرة، إلى مستثمرين مؤسستين، من دون أن يكون هناك عرض علني.

أن الإرادة بتنوع محفظات الأوراق المالية، والقدرة على إدارة مخاطر الصرف، كانت قد سهلت هذا النوع من العمليات التي على الرغم من ذلك، لا زالت مبالغها متواضعة نسبيا.

تجدر الإشارة إلى أن تطور السوق الدولي للأسهم كان قد استفاد، على صعيد واسع، من وجود ال (American Depository Receipts) «ADR» هي إيصالات محررة بالدولار، فيما يتعلق بأسهم شركات أجنبية تودع بالأمانة لدى بنك أميركي. قيمة الإيصال بالدولار تمثل جزءا من قيمة السهم أو من مجموع قيمة عدد من الأسهم، بعملتها الأساسية، والهدف من ذلك هو الاقتراب من الهامش الذي تتراوح عادة ضمنه أسعار الأوراق المالية المتداولة في نيويورك . أن الإيصالات (reçus) ليست أسهما بالمعنى الحصري للكلمة ولكنها تسمح للمستثمر بتلقي أرباح سهمه الموزعة بالدولار وتسهل، إلى حد بعيد، مشكلات التسديد وتحويل الأوراق المالية، وبذلك، يمكن للمستثمر الأميركي أخذ مشاركات في شركة أجنبية كانت قد تقيدت بعدد من القواعد المحددة في الأسواق الأمريكية، وخصوصا فيما يتعلق بنشر المعلومات. لكن، بالتأكيد يبقى المستثمر عرضة لخطر تقلب أسعار الصرف، لأن قيمة ال "ADR" ترتبط بقيمة الأسهم في السوق المحلي.

ج. الخصائص الأساسية لسوق الأسهم الدولية:

هذه الخصائص الأساسية تتعلق بحجم السوق، من جهة، وبحجم الإدارات من جهة ثانية. فيما يختص بحجم سوق السهم الدولية، يشار إلى المصدرين الدوليين كانوا قد جمعوا حوالي 2.4 مليار دولار من رؤوس الأموال الذاتية الإضافية في عام 1985، هذا المبلغ ازداد بما يقارب العشرين ضعفا في العان 1994. تجدر الإشارة إلى أن طبيعة الأسهم تجعل هذا السوق شديد الحساسية على التغيرات الحاصلة في الوسطين الاقتصادي والمالي، وخير دليل على ذلك التقلص الواضح في حجن الإصدارات الجديدة، الذي حدث عقب أزمة البورصة في العام 1987، التردد في الإصدار الذي ظهر خلال حرب الخليج، وأيضا، غياب المصدرين في أمريكا اللاتينية، أثناء الأزمة المكسيكية، في بداية العام 1995.¹

وإذا ما أخذت بالاعتبار نسبة ما هو عائد لكل أداة توظيف في أسواق الدولية لرؤوس الموال، يلاحظ أنه على الرغم من النمو الحاد للأسهم الدولية، فهذه لم تكن تمثل في الآونة الأخيرة إلا حوالي 5% من مجموع التمويلات.

وإذا ما ألقى الضوء على حجم الإصدارات، يلاحظ أن هذا الحجم كان شديد التقلب، لكمه عبر الزمن، كان يميل دائما نحو الارتفاع، ويمكن ربط هذه الظاهرة بزيادة الطلب، من ناحية، وبتضاعف عمليات الخصخصة، في العديد من البلدان، من ناحية ثانية. عمليات الخصخصة هذه كانت قد طاولت العديد من المشروعات الضخمة في حقوق الطاقة والنقل والاتصالات إلخ... ونظرا لضخامة التوظيفات، فقد كان من الطبيعي أن يجري اللجوء إلى السوق الدولي، ورغم الاهتمام الذي كان قد أظهره السوق المذكور إزاء هذه العمليات، فإن بعض الصعوبات كانت قد أثبتت ان هناك حدود لما يمكن أن يستوعبه ذلك السوق في عملية واحدة.²

¹ وسام ملاك، جو البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهم اللبناني، لبنان، ص 205.

² المرجع نفسه ص 205.

12.3 سوق القروض المصرفية الدولية أو اليورو . قروض :

أن سوق القروض المصرفية الدولية، المعروف أيضا بسوق اليورو . قروض – (Euro-Credits) هو الإطار لقروض مالية، متوسطة وطويلة الأجل، غير مضمونة عادة، وممنوحة مباشرة من قبل مجموعة من المصارف الدولية المتجمعة في Syndicat هذه القروض هي، في الغالب محررة بالدولار. والنشاط المذكور هو نشاط وساطة بحث، حيث تتحمل البنوك بنفسها خطر عدم سداد محتمل من قبل المقترض. ويقتضي التمييز بين اليورو – قروض والقروض ذات الطبيعة التجارية التي يمكن أن يسديها المصرف، إلى مقترض أجنبي، في إطار عمليات التصدير.

لقد أسهمت اليورو . قروض، بفعالية، في إعادة تدوير الفوائض النقدية للبلدان المصدرة للبترو في اقتصادات البلدان النامية التي وكانت قد عانت من الارتفاع الحاد لأسعار المنتجات البترولية. وهذه القروض، التي بلغ توزيعها مستويات قصوى في العام 1980، شكلت جزءا هاما من ديون البلدان التي يجب أو كان يجب عليها أن تلتزم بإجراءات إعادة مناقشة ديونها.

ويسبب عدم الاستقرار النسبي لليورو عملات، وعلى وجه خاص عدم استقرار تكاليف القروض المحررة باليورو عملات، فإن المصارف رفضت الإقراض في ظل هذه الظروف، إلا بعد التعديل لنوعية معدلات القرض (أي استبدال معدل الفائدة الثابت خلال طيلة فترة القرض بمعدل فائدة متغير). بالنتيجة، اعتمدت المصارف المعدل المتغير، محملة المقترضين كلفة تمويلها القصير الأجل وهذا المعدل هو معدل سوق اليورو عملات. واليورو، قروض تنتج فائدة، مصرح عنها على أنها المعدل المعروض على المصارف في السوق اليورو . نقدي، مضافا إليها هامش وساطة.

ومنذ تطوراتها الأولى في بداية السبعينيات، كانت قد تنظمت اليورو . قروض على أساس أن يصار إلى إسدائها بواسطة Syndicat من المصارف التي قد لا تكون، بالضرورة، على علاقة مسبقة مع المقترض. هذه التقنية الخاصة بتنظيم "كونسورتيوم" مصرفي كانت قد برزت مع ظهور أولى القروض باليورو عملات، وكان هدفها المبدئي السماح للمصارف بتقاسم واسع للمخاطر الفردية التي تبدو جسيمة في وسط دولي لا يمكن أن تجرى فيه التحليلات والتوقعات بالدقة المطلوبة. وبانتهاج مبدأ الانفتاح على أكبر عدد ممكن من المؤسسات المصرفية سمحت بإقراض رؤوس أموال ضخمة، وجعلت من الممكن تمويل مشروعات كبرى على المستوى العالمي كذلك مولت العجز في موازين مدفوعات العديد من البلدان. وخصوصا الصناعية منها؛ هذا بالإضافة إلى تمويل العروض العلنية للشراء، التي بدأت في الولايات المتحدة منذ منتصف العام 1984، بمبالغ مرتفعة أحيانا.

13.3 سوق إصدارات الأوراق المالية القصيرة الأجل :

هناك قاسم مشترك بين كافة الأسواق السابقة يتمثل بإتاحة التمويل، المتوسط والطويل الأجل عبر مجموعة مصرفية (Syndicat bancaire) هذا المفهوم للتمويل المتوسط والطويل الأجل هو في تطور دائم؛ وما ظهور وتطور أسواق اليورو-ورقة (Euro-note) واليورو ورقة تجارية إلا استمرارا مطلقا لأسواق اليورو-قروض.

إن تسهيلات إصدار اليورو- ورقة (Euro-note) يتركز في إصدار متجدد لأدوات نقدية قصيرة الأجل في إطار Syndicat ضمانة مصرفية متوسطة الأجل. وبإمكان المصدر اختيار المبلغ والمدة وعملة الأوراق التي سوف تعرض على المستثمرين الدوليين المعنيين بتوظيفات السيولات لعدة أيام أو على عدة سنوات (يورو . أوراق متوسطة الأجل) EMTN، (Euro medium term notes) هذه التسهيلات تستتبع التزاما من قبل المصارف بتأمين توظيف تلك الأدوات في السوق، عند كل سحب فبالنسبة للمقترض توفر اليورو . ورقة

مصدر تمويل مستقر يتركز على لجوء مؤمن إلى السوق اليورو . نقدي القصير الأجل. من خلال ما تقدم، الطابع المتحرك للسوق الدولي لرؤوس الأموال الذي يغطي نماذج متعددة من الأصول المالية والنقدية القابلة فيما بينها لاستبدال.¹

العاملان الأساسيان اللذان يوحدان بين هذه الأصول المتباينة هما: الدور المتعذر استبداله لمجموعة من المصارف الدولية عند الإصدار، ودوام رغبة المستثمر في المقارنة، على وجه مستمر بين أصول قابلة فيما بينها للاستبدال.

هذه الأدوات الجديدة، المتحدرة من السوق النقدي وليس، بالمعنى الضيق، من السوق المالي كان قد توسع استخدامها أول في الولايات المتحدة ومن ثم نقلت إلى باقي الأسواق الدولية. تسهم تلك على وجه فعال، بإلغاء التصنيف (الفصل) الآلي القديم الذي يحدد بوضوح القطاع النقدي حيث تحول الودائع الموجهة نحو المصارف إلى قروض مخصصة بشكل أساسي للمشروعات، والقطاع غير النقدي حيث يحصل التلاقي مباشرة بين المشروعات والمدخرين الذين يتبادلون الأوراق المالية الطويلة الأجل مقابل السيولات. في الواقع، أن هذه المنتجات المالية تغطي القطاعين المذكورين اللذين لم تعد الحدود أحياناً واضحة بينهما.²

إن الورقة هي الترجمة للمصطلح الإنجليزي «Promissory note» وهي كناية عن سند لأمر *billet à ordre* موظف لدى الجمهور وخزائن (trésoreries) المشروعات والبنوك والمستثمرين المؤسسات. أن المبدأ الموجه لهذه العمليات يتركز على تحسين تعويض الأموال الموظفة من قبل الوكلاء الاقتصاديين. فيما يتعلق بودائع المدخرين، يقدر المسؤولون (المتعاملون) المصرفيون أن التوظيفات القصيرة الأجل توفر المعدل في السوق ما بين المصارف (LIBID London Interbank Bid Rate) (أي المعدل المطلوب في السوق ما بين المصارف) منه عشرين نقطة أساس (0.20%) ممثلة لهامش الوساطة المصرفية. بالنسبة للمدخرين، ينشأ عندما تقدم أن كل عرض (اقتراح) لتوظيف قصير أجل، مترافق مع مخاطر مقبولة يفترض أن تنتج دخل أعلى من العتبة الدنيا للدخل. وبذلك فإن هذه الأوراق القصيرة الأجل تجد توظيفاً بمعدل LIBID . 010% أو LIBID - 0.05% لدى الزبائن في حين أن المصارف الموظفة تستمر بالتمويل عادة بمعدل (LIBOR) (London Interbank offered Rate) أي المعدل المعروض من قبل السوق ما بين المصارف) الذي يمثل تماماً كلفة الاقتراض، قبل إضافة هامش الوساطة. ما تجدر الإشارة إليها هو المشروعات جيداً أنها، بالطلب على الادخار، عبر أدوات قصيرة الأجل، توفر بديلاً مغرياً؛ وكذلك، باللجوء إلى هذه العمليات المتسلسلة، تنجح في الحصول على تكاليف تمويل وسطية أدنى من تلك التي تنشأ عن الوساطة المصرفية التقليدية، إذا ما أخذت نفس فترة التمويل بالاعتبار.

بعد هذا التعريف المفصل يصبح من السهولة بمكان إدراك كيفية نشأة اليورو - ورقة والغاية المنشودة من إصدارها.

إلى جانب اليورو . ورقة هناك «Facilités à options multiples» أو التسهيلات بخيارات متعددة" التي لاقت انتشاراً مدهلاً. هذه العمليات هي مشابحة للعمليات السابقة، لكنها تتضمن إمكانية استبدال إصدار الأوراق بعروض لقروض مصرفية قصيرة الأجل جداً، وبمعدلات قريبة جداً من تلك التي تطبق في عمليات الخزانة أكثر مما هي في عمليات الاقتراض.³

¹ ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، 1997، ص 88.

² المرجع نفسه، ص 89.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 255.

14.3 الوسائل لتحوط من المخاطر في هذه الأسواق المالية الدولية:

هناك العديد من الوسائل التي يمكن اللجوء إليها للتقليل من الخطر الذي يتعرض له المقرضون بينها:

- توفير ضمان الإصدار: يمكن أن يستفيد القرض من كفالة ضامن ففي حالة عجز المصدر عن الدفع أو عدم الالتزام بنود عقد الإصدار يدفع المبلغ الأساسي والفوائد من قبل الضامن.
 - ترتيب الإصدار: تتغير درجة ترتيب الإصدارات ضمن خصوم المصدر، وذلك حسب مستوى المخاطر فكلما كانت من المراتب العليا كلما نقص الخطر الذي يتعرض له المقرض
 - بنود عقد الإصدار: تسمح بنود عقد الإصدار المعدة بدقة للمقرضين باختيار الإصدار المناسب من حيث درجة الخطر التي يمكن للمقرض تحملها كما توضح الإجراءات المتبعة في حالة العجز عن التسديد.
 - التصنيف الائتماني: حتى يستطيع المصدر الحصول على قرض من سوق السندات الدولية لا بد أن يتصف القرض بدرجة أقل من خطر القدرة على السداد، والذي يمكن تصنيفه انطلاقاً من تحليل وضعية المقرض أو انطلاقاً من تصنيفه من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني أشهره Moody's standar & Poor's إضافة إلى coface و fitch والتي تختص في تقييم الديون التجارية التي تستحق في أقل من 6 أشهر
- وقد تزايدت المنافسة في الآونة الأخيرة بين مؤسسات التصنيف الائتماني مما أدى إلى ظهور مؤسسات تصنيف متخصصة بنوع حدد فقط من الأوراق المالية. وتقوم هذه المؤسسات بالتصنيف انطلاقاً من بيانات كمية ونوعية عن المقرض والمقرض، قبل إصدار تقريرها والذي يرفق بتفسير لذلك التصنيف.

الجدول رقم(1): تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف

الخصائص	فيتش	ستاندرز أند بورز	موديز
أقصى درجة الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية أو جيدة	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
متوسطة الجودة	AA+	AA+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة	C	CCC+	Caa
		CCC	Ca
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD	D	
	DD		
	D		

Source : F Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris2010, P146

4. أهمية السوق الدولية ضمن الاستراتيجيات التمويلية للمنظمات والحكومات

تمهيد:

شهد الربع الأخير من القرن الماضي تحولات جوهرية في الإستراتيجية المالية للشركات والحكومات، إذ أصبحت تتجه أكثر فأكثر إلى صيغ التمويل المباشر على حساب صيغ التمويل غير المباشر، وهو ما عرف في الأدبيات المالية بالتحول من الوساطة البنكية إلى اللاموساطة. عندئذ أصبحت الشركات والحكومات المحتاجة لرؤوس الأموال تصدر أدوات مالية بهدف تلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة وتغطية العجز.

حيث تعتمد استراتيجيات الاستثمار على القرارات الاستثمارية على اختلاف أنواعها بقصد الموازنة بين تكلفة الأموال المستثمرة و عوائدها المتوقع تحقيقها خلال الفترة الزمنية المستقبلية. و تمثل الإستراتيجية الاستثمارية سلسلة من القرارات التي تترجم إلى خطط يتم تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق أهداف استثمارية منها:

- تخفيض المخاطر التي تتعرض لها استثماراته في الآجال الطويلة.

- احتمال تحقيق زيادة في العائد على الاستثمار خلال الفترة الطويلة (تناسب طردي بين العائد والمخاطرة مع المدى الزمني). و لكي يضع المستثمر النفسية استراتيجية لاستثماراته لا بد أن تتضمن الأهداف المطلوب تحقيقها من حيث:

- حجم المحفظة الاستثمارية.

- المدى الزمني للاستثمار (مدي قصير متوسط، طويل).

- حجم العائد المطلوب تحقيقه (أرباح رأسمالية، العوائد الدورية).

- درجة تحمل المخاطرة.

- تحديد نوع الاستثمار بهدف تنوع و تقليل المخاطر.

- الجهات التي يمكن أن تساعد في الحصول على البيانات المالية و تحليلها.

1.4 السوق المالي والإستثمار الأجنبي

1.1.4.1.1.4 عموميات حول الاستثمار الأجنبي

ينقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين من الاستثمار هما: الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) والاستثمار الأجنبي غير المباشر.

1.1-تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

هو ذلك الاستثمار الذي يتخذ شكل قروض متقدمة من الأفراد أو الهيئات أو الشركات الأجنبية، أو يكون في شكل اكتتاب في الأسهم والسندات الصادرة من الدولة المستقطبة لرأس المال أو هيئاتها العامة أو الشركات التي تنشأ فيها، على أن لا يكون للمستثمر الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق إدارة الشركة والسيطرة عليها¹.

وبالتالي الاستثمار الأجنبي غير المباشر، قد يكون في صورة قروض إلى الدولة المستقبلة لرأس المال الأجنبي، أو من خلال اكتتاب في أسهم وسندات تصدر في الدولة المستقبلة لرأس المال.

كما تتخذ الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة عددا من الأشكال أهمها:

- عقود الترخيص (الامتياز)؛
- عقود التصنيع؛
- عقود الإدارة؛
- عقود/امتيازات الإنتاج والتصنيع الدولي من الباطن؟
- عقود الوكالة.

وكانت الدول النامية تفضل الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ولكن مع أزمة المديونية في الثمانينات وارتفاع تكاليف الاقتراض، ومع الاتجاه نحو خصخصة المشاريع الوطنية، زادت أهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالنسبة للدول النامية. حيث عمدت الدول النامية والانتقالية إلى تغيير مناخ الأعمال لديها لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

2. تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

توجد العديد من التعريفات للاستثمار الأجنبي المباشر، وكل تعريف يختلف عن الآخر من حيث الزاوية التي ينظر بها للاستثمار والغرض من الاستثمار:

وفقا لتعريف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد) فإن FDI هو ذلك الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة المدى بين الشركة الأم والشركة في الدولة المستقبلة للاستثمار، الذي يعكس قدرة الشركة الأم على التحكم الإداري في الشركة التابعة ويكون للشركة الأم حصة من رأس المال لا تقل عن 10%².

¹ دريد محمد السامرائي، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2006 ص. 66.

² محمد صفوت قابل، نظريات وسياسات التنمية الاقتصادية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2008 ص. 179-180.

عرّف صندوق النقد الدولي (IMF) في كتاب ميزان المدفوعات الصادر في عام 1993 الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه الاستثمار الذي يتم لاكتساب مصلحة مستديمة في المشروعات التي يتم إدارتها في دولة بخلاف الدولة التي ينتمي إليها المستثمر الأجنبي فضلا عن اكتساب المستثمر الأجنبي لصوت فعال في إدارة المشروع عن طريق امتلاك 15% من ملكية المشروع.¹

2.1.4 أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر

يمكن تلخيص أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة لاقتصاديات الدول المضيفة في النقاط التالية:²

- الإستثمار الأجنبي المباشر لا يتمثل في تدفق رأس المال فقط، ولكنه عادة ما يكون مصحوبا بفنون إنتاجية ومنتجات حديثة وكذا مهارات إدارية وتنظيمية وخبرات تفتقر لها الدول النامية؛
- تحقيق إيرادات إضافية للدول النامية المضيفة في صورة ضرائب على المشاريع الناجمة عن هذه الإستثمارات، كما أنه لا يترتب عليها عبء ثابت على ميزان المدفوعات حيث لا يحصل المستثمر الأجنبي على أي دخل إلا عندما يدر الإستثمار ربحا؛
- قد تكون الإستثمارات مصدرا للحصول على النقد الأجنبي وذلك عندما يركز نشاط المشروع في الإنتاج للتصدير حيث تتوفر لدى المستثمر الأجنبي قدرة أكبر على تسويق منتجاته في الخارج نظرا لما يتاح له من خبرة ومعرفة هذه الأسواق؛
- تمثل هذه الإستثمارات إضافة للطاقة الإنتاجية في الدول المضيفة، دون أن ننسى أن جزءا من أرباح تلك الشركات يعاد استثمارها وتستخدم في توسيع الصناعة المحلية وتطويرها، ومن ثم تعتبر إضافة للتكوين الرأسمالي؛
- تدفع الإستثمارات الأجنبية المباشرة المنتجين الوطنيين إلى تطوير أساليب الإنتاج، فضلا عن مساهمتها في الارتقاء بأذواق المستهلكين وتطوير أنماط الإستهلاك التقليدية بما تنتجه من سلع عالية الجودة والتي تروج لها بوسائل إعلانية متقدمة؛
- يحفز الإستثمار الأجنبي المباشر الخبرات الوطنية على عدم الهجرة إلى الخارج بما يوفره من فرص وظروف عمل تسعى إليها هذه الخبرات خارج البلاد، وبالتالي فإن هذه الإستثمارات تعمل على إيقاف استنزاف الخبرات الوطنية والتي تشكو منها الدول النامية.

ويتضح مما سبق أهمية الدور الايجابي الذي يقوم به الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة بصفة عامة والنامية بصفة خاصة، الأمر الذي يحتم معه ضرورة تهيئة الظروف الملائمة لجذب المزيد منه ووضع الخطط والبرامج الترويجية الملائمة.

3.1.4 أشكال الإستثمار الأجنبي

إن الأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية هي بمثابة الطرق التي تمكن الشركات عبر الوطنية من دخول الدول المضيفة للاستثمار الأجنبي.

¹ يعقوب علي جانفي، علم الدين عبد الله بانقا، تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي، في: المنظمة العربية للتنمية الإدارية.

مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI ورشة عمل تجارب عربية في جذب الاستثمار الأجنبي، شرم الشيخ، مصر، 2006، ص. 3.

² جلالية علي، لرباع الهادي، الترويج للاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر: الواقع والمتطلبات، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد: 11، العدد: 02، جامعة باجي مختار - عنابة، الجزائر،

2019، ص 238.

ويأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر عديدا من الأشكال والتي تختلف باختلاف الغرض الذي تسعى إليه هذه الاستثمارات وفيما يلي أهم أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر ما يلي:¹

1- الاستثمار المشترك

وهو مشروع يمتلكه طرفان أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة، ولا تقتصر المشاركة على رأس المال المساهم بل قد تشمل الإدارة، الخبرة، براءات الاختراع والعلامات التجارية. ويساهم الاستثمار المشترك في زيادة تراكم رأس المال وإدخال التقنيات والمهارات، وتوفير فرص عمل، وتحسين وضعية ميزان المدفوعات من خلال تعزيز الصادرات وإحلال الواردات» تنمية قدرات الكوادر الوطنية وإيجاد روابط مع المشاريع المحلية.

2- الاستثمارات المملوكة بالكامل لمستثمر أجنبي

ويعتبر هذا النوع من الاستثمارات من الأشكال المفضلة لدى الشركات متعددة الجنسية بسبب خاصة خوفها من تسرب التكنولوجيا التي تمتلكها إلى الشركات المحلية. على عكس الدول المضيفة التي تتردد كثيرا في السماح بتواجد هذا الشكل خوفا من الاحتكار والتبعية الاقتصادية. إلا أن المشهد في الواقع يظهر تواجدها وبشكل متزايد في الدول النامية. وتتجسد في قيام الشركات الأجنبية بإنشاء فروع لها في الاقتصاد المضيف. ومن مميزات زيادة تراكم رأس المال، وإحلال الواردات وزيادة الصادرات مما ينجم عنه تحسين وضعية ميزان المدفوعات. كما تساهم في إدخال التكنولوجيا المتقدمة والمهارات الإدارية والتنظيمية والتسويقية.

3- مشروعات أو عمليات التجميع

تأخذ هذه المشروعات شكل اتفاقية بين الطرف الأجنبي والطرف الوطني عام أو خاص، يتم بموجبها قيام الطرف الأول، بتزويد الطرف الثاني بمكونات منتج معين لتجميعه ليصبح منتج نهائيا وفي معظم الأحيان خاصة في الدول النامية، يقدم الطرف الأجنبي أيضا الخبرة أو المعرفة اللازمة والخاصة بالتصميم الداخلي للمصنع، وتدفع العمليات وطرق التخزين والصيانة... الخ. والتجهيزات الرأسمالية في مقابل عائد مادي يتفق عليه.²

وقد تأخذ مشروعات التجميع شكل الاستثمار المشترك أو شكل التملك الكامل للمشروع للطرف الأجنبي أو ألا يتضمن عقد أو اتفاقية المشروع أي مشاركة للمستثمر الأجنبي في إدارة المشروع وبالتالي يكون الاستثمار مشاهما لأشكال الاستثمار غير المباشر في مجال الإنتاج.³

4- الاستثمار في المناطق الحرة

يهدف إنشاء المناطق الحرة إلى تشجيع إقامة الصناعات التصديرية؛ ولأجل هذا الغرض تسعى الدول لجعل المناطق الحرة جذابة للاستثمارات وذلك بمنح المشاريع الاستثمارية فيها العديد من الحوافز والمزايا والإعفاءات.

¹ Alasrag, Hussien, "foreign direct development policies in the arab countries", MPRA Paper No. 2230, posted 07. November 2007, p.11, Available at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2230/>. Last visited: 29/04/2021, At :13:27.

² عبد السلام أبو قحف، إقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص491.

³ Alasrag, Hussien, Op.cit., p.13.

وهناك ثلاثة مكونات رئيسة للاستثمار الأجنبي المباشر وهي:¹

- **رأس المال السهمي:** وهو مبلغ التمويل الذي يقدمه المستثمر الأجنبي المباشر لشراء حصته من مشروع في بلد آخر غير بلده الأصلي؛
- **الأرباح المعاد استثمارها:** وتشمل على حصة المستثمر الأجنبي من الأرباح غير الموزعة والتي تكون محسوبة على أساس مشاركته السهمية؛ وهذه الأرباح غير الموزعة تحتجز من قبل الشركات من أجل إعادة استثمارها في البلد المضيف نفسه؛
- **القروض داخل الشركة:** تتضمن معاملات الدين داخل الشركة وتعزى إلى الاستدانة القصيرة أو الطويلة الأجل من الدول أو الشركات الأخرى (من غير البلد المضيف)، فضلاً عن اقتراض رؤوس الأموال بين المستثمرين المباشرين (غالبًا بين الشركة متعددة الجنسية المقر والفروع التابعة لها).

2.4 دور الأسواق المالية في الاستثمار

يتمثل دور الأسواق المالية في الإستثمار في النقاط التالية:²

- تشجع الأسواق المالية صغار المدخرين العاجزين على إقامة مشاريع استثمارية خاصة بهم، على شراء أوراق مالية على قدر أموالهم في الشركات التي تطرح أسهمها للاستثمار، وبالتالي تزداد رؤوس أموال الشركات، ويزداد معدل نمو الاستثمار وتزداد معدلات التشغيل ويزداد معدل النمو الاقتصادي؛
- كما تساهم في توفير سيولة للحكومات، لتتمكن من تنفيذ التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال شراء سندات الدين العام التي تطرحها الشركات الحكومية، وبذلك فإن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية؛
- تقدم للمستثمرين فرص كثيرة للاستثمار في جميع المجالات، لتجنب المستثمرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار، كما تجنب الدولة حدوث تضخم في الأسعار؛
- تمتص الاسواق المالية فائض السيولة النقدية من الافراد، وتوجها للاستثمار بدلا من الاستهلاك؛
- تقوي الاسواق المالية الروابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية، كما تلعب دور كبير في جذب الاستثمارات الأجنبية؛
- تقوم الاسواق الناشئة بدور المنظم من خلال التوجيه التلقائي للتدفقات النقدية، وفقا للمعلومات التي ترصدها حول وضعيات الشركات وحركية أسعار الأوراق المالية؛

¹ دادو سلوم عبد الحسين الخزرجي المخصصة في البلدان النامية بين متطلبات التنمية ودوافع الإستثمار الأجنبي المباشر مع إشارة خاصة إلى العراق، أطروحة دكتوراه، قسم الإقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص 89.

² رحيم حسين، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمار مقال متاح على الموقع:

- ترأب الأسواق المالية حركة سوق رؤوس الأموال بشكل عام، والشركات المسجلة في سوق المال خصوصا، وتستفيد من هذه الرقابة في تقديم استشارة للشركات، مما يدفعها إلى تحسين أدائها؛
- تلعب الأسواق المالية دور كبير في تنفيذ السياسة النقدية للدولة، وتمكن البنك المركزي من م تغيير أسعار الفائدة.

3.4 سياسات التمويل المرتبطة بالسوق المالية

1.3.4 التحليل المالي المستمر للديون. يعمل التحليل المالي من خلال السوق المالية على التفرقة بين الاستثمار وبين تمويله. فاللجوء إلى السوق المالية يعتبر في حد ذاته تغييرا في هيكل رأس المال الدائم، الشيء الذي يعمل على تغيير الخطر الاقتصادي للمؤسسة من جهة، وعلى تغيير قدراتها على التمويل من جهة أخرى.

وتجدر الإشارة إلى أن الاقتراض هو صيغة من صيغ تمويل الاستثمارات. وهنا يأتي دور السوق المالية التي تعتبر أن لأي مؤسسة حاجة دائمة لرؤوس الأموال، وتختلف هذه الحاجة حسب خطط النمو الموضوعة وكذلك حسب إمكانات التنمية المتاحة للقطاع الذي تنتمي له. وكنتيجة لذلك نجد أن كل مشروع قد يحتاج للاقتراض والاستدانة، الأمر الذي يحتم التحليل حسب تأثير تلك الحاجة المستمرة والدائمة. أي حسب خطرين هما:¹

* خطر عدم المقدرة على تجديد الاستدانة. حيث يجب على كل مؤسسة أن تضمن ليس فقط تسديد ديونها الطويلة والمتوسطة المدى وإنما تضمن أيضا تمويل استثماراتها الجديدة التي تتطلبها خطط نموها وتطورها. خاصة وأن المديونية المستمرة والدائمة غير محبذة من قبل خبراء السوق المالية لأن ذلك يعني أن المؤسسة يمكن أن تجد نفسها بعد فترة مضطرة إلى اللجوء إلى خزيتها المالية لتمويل عملياتها.

* خطر معدلات الفائدة. فالمؤسسة تجد نفسها في مواجهة خطر ذو وجهين. فمن جهة هي تحاول دائما إيجاد مقياس دقيق بين إرادتها لتخفيض تكلفة الديون ومن جهة أخرى ضرورة جذب الادخار. ففي المدى القصير هي تجهل تكلفة إعادة تمويل ديونها، وفي المدى الطويل معدلات السوق المالية يمكن أن تصبح أقل من معدلات الديون المتحصل عليها.

بعد تحديد الأخطار المرتبطة بقدرات الاستدانة وتحليلها، فإن السوق المالية تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في الخطر الاقتصادي. خاصة وأن الاقتراض هو في حقيقة الأمر الحصول على خطر إضافي يتحمل الجزء الأكبر منه أصحاب رؤوس الأموال الخاصة. كما أن الديون تمثل أيضا ضمانا لتمويل جزء من الأصول الاقتصادية للشركة من قبل أصحاب الدين الذين لا يتحملون كل الخطر الاقتصادي في حين أن المساهمين يتحملونه.

2.3.4 التمويل بالسندات. قد تلجأ الجمعية العامة للمساهمين إلى هذا النوع من التمويل، فهو مسموح به لكل مؤسسة تحقق بعض الشروط المنصوص عليها في القوانين كأن يكون رأس مالها محررا بالكامل، وتكون قد قدمت على الأقل ميزانيتين على التوالي حققت فيهما أرباح. يتطلب إصدار السندات إشهارا قانونيا كما يتطلب إعطاء ضمانات لمشتري السندات في المستقبل. على مستوى السوق المالية التي تتم فيها عمليات الإصدار، نجد أن للبنوك دورا مهما، فهي تمثل وسيلة أساسية لنشر المعلومة وجمع رؤوس الأموال. وعلى المؤسسة أن تقوم

¹ جبار محفوظ، مريم عديلة، بن يوب فاطمة، استراتيجية الاوساطة كنموذج تمويلي معاصر: دراسة حالة تونس مدخلة ضمن فعاليات المنتدى الدولي: " سياسات التمويل و أثرها

بتحليل وضعية السوق من أجل تحديد شكل ومعدل إصداراتها وكذا تاريخ الإصدار. ويكتسي هذا الأخير أهمية كبرى حيث من الضروري اقتراح الإصدارات في حالة وجود ادخار متاح وعدم وجود إصدارات شبيهة.

3.3.4 رأس المال كطريقة للتمويل. يتميز اللجوء إلى رأس المال في السياسات التمويلية بخاصيتين أساسيتين، الأولى تتعلق بمساهمي المؤسسة والثانية ظرفية تتعلق بوضعية السوق المالية.

فمع التغيرات الكبرى التي تجرئها المؤسسة على حجمها أو فيما يخص توجهاتها، يعتبر رأس المال طريقة دائمة للتمويل وذلك لعدة أسباب. فزيادة أو رفع رأس المال تعني الطلب من المساهمين الالتزام أكثر (مع زيادة الخطر) وكذلك تقاسم الأرباح والعوائد مع مساهمين جدد. كما أنه من الصعب الطلب من المساهمين القدامى تمويل أصول سوف تمتلك في المستقبل، خاصة في أوقات التضخم، لكن من السهل طلب ذلك من مقرضين سيتحصلون على عوائد بأقل المخاطر. كما يعتبر رأس المال طريقة مكلفة وباهظة للتمويل، خاصة مع الإجراءات الضريبية التي تعتبر أن الأرباح الموزعة ليست ضمن التكاليف المخصصة.

كما أن لرفع رأس المال خاصية ظرفية، إذ على الشركات أن تتحكم في الوقت الذي سوف تقوم فيه بتلك العملية. حيث يجب أن تكون قادرة على تأجيل وتأخير أو حتى تقديم تاريخ إصدار أسهمها الجديدة. فتعمل على جذب القدر الضروري من الادخار، كما أنه على المؤسسة أن تنشر المعلومات بصورة منتظمة حول نشاطاتها وتائها.

4.3.4 عمليات التكتل. حيث تساعد السوق المالية على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية. تتمثل العمليات والصفقات الضخمة في:

✓ الصفقات لأغراض السيطرة والرقابة *Prise de contrôle* وهي عادة ما تهدف للسيطرة على شركة ما أو على فرع منها وذلك من خلال امتلاك أكثر من 50% من رأسمالها الاجتماعي، ويصبح هذا الجزء فرعا *Filiale* تابعا لتلك الشركة المسيطرة؛

✓ الامتصاص *Absorption*. يعني الاستيلاء على رأس مال شركة بأكملها من قبل شركة أخرى وبذلك تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية، أي تحل نھايا؛

✓ الانضمام *Fusion*. يعني انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتها وتكوين شركة جديدة، رأس مالها هو عبارة عن مجموع رؤوس أموال الشركات المنضمة، وذات شخصية قانونية جديدة.

وكتيجة لهذه العمليات نلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لآخر، وذوبان شركات في شركات أخرى وظهور شركات أخرى ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة.

إضافة إلى ذلك توجد العديد من عمليات التكتل التي تتم في السوق المالية نذكر منها:

* العروض العامة للشراء *OPA*. تتلخص العملية في إعلان مستثمر معين عن نيته في الاستيلاء على شركة مساهمة بشراء أسهمها الموجودة لدى الجمهور، بسعر غالبا ما يفوق السعر السائد في البورصة.

* العروض العامة للتبادل *OPE*. هو عرض يقدمه مساهمو شركة ما لتبادل الأسهم التي بحوزتهم مقابل أسهم أو سندات شركة أخرى وليس مقابل مبلغ مالي.

* العروض العامة للبيع OPV. هي العملية العكسية للعروض العامة للشراء، حيث بمقتضاها يتخلى مساهم في شركة مسجلة عن عدد معين من الأسهم للجمهور، بسعر عادة ما يكون أقل من السعر السائد¹.

4.4 طرق تأثير السوق المالية في النشاط الاقتصادي.

في هذا العنصر سيتناول في كل فرع من فروعها كيفية تأثير سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي، وبالتالي يمكن تقديم فعالية ودور البورصة في تنشيط الاقتصاد، وذلك على المستوى الجزئي والكلّي في نفس الوقت.

1.4.4 على مستوى الاقتصاد الجزئي

1- توجيه استثمار رؤوس الأموال والتعامل في الأوراق المالية: يبحث المستثمرين عادة على تحقيق أكبر عائد من خلال توظيف أمواله، لذا فهو يتجه دائما إلى القطاع الذي يمنحه أكبر عائد، فيقرر إيداع أمواله في البنوك عند ارتفاع معدلات الفائدة الممارسة من طرف هذه الأخيرة، مقارنة بالعوائد التي يمنحها الأكتتاب في الأوراق المالية، بينما يتم سحب الودائع وانتقال رؤوس الموال من البنوك إلى البورصة عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك، كما تسمح البورصة بتعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة، إذ تمكن من كشف الشركات التي لها أمل النجاح، فهي تعكس عن طريق تقلبات الأسعار حالة المشروع من سيره نحو التقدم والازدهار أو الخرافة وإخياره².

إن أول وظيفة لسوق الأوراق المالية هي تسهيل عملية بيع وشراء أسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية مع تحديد سعرها الحقيقي، فتلجأ إذا الشركات التي لها فائض أو عجز مالي في ميزانيتها، إلى توظيف الفوائض أو تمويل العجز بعدة وسائل من بينها الاتجاه إلى بورصة الأوراق المالية عن طريق إصدار أسهم أو سندات لتمويل العجز، و بالعكس شراء هذه الصكوك في حالة فائض³.

إن الهدف الرئيسي لوجود أي مؤسسة، إنما يكمن في تحقيق فائض مالي، يأتي من جراء عمليات الاستثمار والاستغلال، التي تقوم بها هذه المؤسسة، والتي تجرّها على إنفاق قيمة معينة من النقود في الوقت الحاضر، في سبيل الحصول على تحقيق أقصى ربح ممكن، فإنها لا تترك الفوائض التي تحققها جامدة، إنما تبحث لها عن وسيلة لتكثيفها بأفضل كيفية ممكنة، ولعل أحسن الطرق هي استثماراتها في الأوراق المالية بالبورصة، والتي تسمح لها بتحقيق أكبر العوائد في مرحلة نشاط هذه السوق إلى جانب إمكانية بيع هذه الأوراق وتحويل قيمتها إلى نقد عند الضرورة.

إن تسهيل عملية الاستثمار عن طريق توظيف رؤوس الأموال في شراء الأوراق المالية لا يعني الشركات فقط إنما أيضا الأفراد الذين يملكون رؤوس أموال يسعون من خلال توظيفها إلى الحصول على أكبر عوائد ممكنة.

2.4.4 على مستوى الاقتصاد الكلي:

1- تشجيع الادخار وترويج الاقتصاد عن طريق توزيع رؤوس الأموال: تشكل البورصة أداة فعالة لجمع الادخار وتشجيعه عن طريق إصدار وتداول الأسهم والسندات، بمختلف المزايا التي تحملها، فرغم أن الأكتتاب في هذه الأوراق يشكل استثمار على المدى الطويل، إلا

¹ جبار محفوظ، مريم عبدلية، بن يوب فاطمة، المرجع السابق، ص 10.

² مراد كاظم، البورصة و أفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، المكتبة الجامعية، مصر، 1976، ص 12.

³ المرجع نفسه ص 12.

أنه بإمكان حاملها أن يحولها إلى سيولة عن طريق إعادة بيعها في سوق الأوراق المالية، مع إمكانية تحقيق فائض مالي في حالة بيعها بقيمة أعلى من سعر الشراء.

تعمل البورصة أيضا على تشجيع الادخار عن طريق السياسة الضريبية المطبقة على عوائد الأوراق المالية، إذ نجد أن المستثمر عادة جد حساس لهذه السياسة، بحيث يبحث دائما على تقليل قيمة العبء الضريبي إلى أقصى حد ممكن، ولهذا الغرض يسعى نظام على تخفيض هذا العبء، إذ نجد في كثير من البورصات بعض التسهيلات أو الإعفاءات الضريبية.

وتلعب البورصة دورا هاما في عملية التنمية والتطور الاقتصادي، عن طريق تأمين القنوات التي من خلالها يتم توجيه رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، مما يسمح بتوفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع الضخمة التي تقوم بها الدولة والشركات، والتي تساهم بشكل فائق في دفع عجلة التطور الاقتصادي إلى الأمام، وتحقيق قدر كافي من النمو والازدهار، بالإضافة إلى أنها تسمح بتأمين أجواء المنافسة الحرة، حيث أن حرية المبادلات تسمح بزيادة حجم التعامل، وبالتالي دفع عجلة الاقتصاد إلى الازدهار.¹

وبصفة عامة يمكن القول أن هناك علاقة تبادلية بين السوق المالي والوضعية الاقتصادية للبلد، حيث ينعكس نشاط السوق على زيادة نشاط الاقتصاد الكلي، كما أن زيادة معدلات النمو والإنعاش الاقتصادي تؤدي بدورها إلى زيادة نشاط السوق وفعاليتها، وبالتالي فالبورصة تعتبر كجهاز هام لتوزيع الادخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة، حيث تعتبر البورصة سوق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين، بغض النظر عن أوضاعهم المالية والاجتماعية، كما أنها تمكن من توزيع رؤوس الأموال على مختلف القطاعات، وذلك عن طريق منع الاحتكار أو السيطرة، خاصة من طرف فئة المضاربين.

5.4 أهمية عوامة سوق الأوراق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر

لقد إكتسبت عملية عوامة بورصات الأوراق المالية أهميتها البالغة من خلال دورها في فتح المجال أمام حركة رؤوس الأموال لتحرك بين مختلف البورصات العالمية، حيث منحتها ضخامة هذه الأموال التي تحرك من خلالها دورا إقتصاديا وسياسيا مهما أكسبها أهمية خاصة لدى كل من المقرضين والمستثمرين، وسمحت عوامة بورصات الأوراق المالية بإستمرار عمليات التداول على مدار الساعة جملها ما من إقتصاديات العالم أكثر تدخلا وإرتباطا ومن الصناعات المالية تلك الصناعة التي لا تغيب عنها الشمس، وقد سمحت كذلك ب :²

- تقليل الفوارق بين النظم المالية و بتقليص العجز لدى دول العجز، إضافة إلى أنها وفرة لدول الفوائض فرص أكبر لتنويع إستثمارها، وهو ما يبرز لدى الدول التي تمتلك فوائض نفطية أين سمحت لها عوامة بورصات الأوراق المالية بتسيير فوائضها بشكل عقلائي من خلال تنويع محافظها، حيث غالبا ما تركز في إستراتيجيتها لإدارة محافظها على السندات التي تعد أفضل وسيلة لتحصيل عوائد (بسيطة) بأقل مخاطر ممكنة.

¹ مراد كاظم، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي دراسة حالة : " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي " رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر - بسكرة- الجزائر، 2013 ص ص 45-46.

- توفير موارد مالية ضخمة وتوسيع مجال توظيف الأموال الدولية، إضافة إلى ضمان وجود سيولة دائمة.

- يساهم الضغط الذي يمارسه المستثمرون الأجانب في رفع من كفاءة البورصات من خلال الشفافية ونشر المعلومات وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ما يرفع من تنافسية هذه البورصات ويجعلها أكثر جاذبية للإستثمار

- دعم إندماج بورصات الأوراق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي (خاصة بورصات دول جنوب شرق آسيا) في أوائل التسعينات أصبح الأفراد والمؤسسات في هذه البلدان قادرين على التداول بالأوراق المالية في مختلف البورصات العالمية، إضافة إلى فتح البورصات أمام المستثمرين الأجانب ما أدى إلى توجه مدخرات مالية معتبرة إلى هذه المنطقة وجعلها تبرز كقطب مالي و اقتصادي له وزنه في الإقتصاد العالمي المعاصر، ونفس الشيء يمكن أن يقال على بعض بورصات أمريكا اللاتينية وبعض البورصات العربية فعلى سبيل المثال أصبحت البورصة المغربية محط إهتمام العديد من المستثمرين الأجانب، ونتيجة لذلك فقد قامت بعض بيوت السمسرة الأجنبية العالمية وبعض الشركات المعروفة عالميا بفتح فروع لها مثل:

Morgan Stanley -

Solomon Brothers -

Merill lynch -

كما ساهمت عمليات الخصخصة التي قام بها المغرب في جلب رؤوس أموال الأجنبية، فقد إستمرت شركة (Daewoo الكورية حوالي مليار دولار في المغرب، وإشترت الشركة السعودية (CBH مصفاتيّن لتكرير البترول ب 400 مليون دولار أمريكي.

وإستقبلت تونس ما يقارب 292 مليون دولار سنة 1997، وقد أصدر البنك الدولي العربي التونسي 1 . 6 مليون سهم بقيمة 50 مليون دولار مسوقة في البورصات العالمية بمثابة دفعة للبورصة التونسية نحو الإندماج مع بورصات الأوراق المالية العالمية.

حيث ستساهم عولمة بورصات الأوراق المالية في الرفع من سيولتها و زيادة عمقها وقدرها على تعبئة المدخرات اللازمة و بالتالي الرفع من كفاء.

2.4 إستراتيجيات الإستثمار

إن تطبيق المستثمر الإستراتيجية استثمارية معينة تعتبر ضرورة لمعرفة حسن أداء المحفظة و طريقة اتخاذه القرارات الصائبة و التي تسهم في تقليل المخاطر، حيث انه يقوم بإدارة المحفظة و التي تشمل بناء المحفظة ومراجعتها- بصفة مستمرة سواء كان هذا المستثمر يتبع إستراتيجية الاستثمار السلبية و التي تعترف بان السوق كفاء أو يتبع إستراتيجية الاستثمار النشطة و التي لا تؤمن بكفاءة الأسواق المالية.

1.2.4 استراتيجيات الاستثمار السلبية Passive investment strategy

يطلق على الاستراتيجيات التي تعترف بأن السوق كفاء بالإستراتيجيات الساكنة أو السلبية ، وتشير هذه الاستراتيجيات إلى اختيار الأصول المختلفة التي سوف يتم الاستثمار فيها مع تحديد نسب الأموال المستثمرة في كل منها مع الإبقاء على هذه المحفظة المالية دون تغيير يذكر، و لكن حتى في ظل إستراتيجية الاستثمار السلبية سوف يجد المستثمر نفسه مدفوعا نحو التغيير بسبب الضرائب و تكلفة المعاملات و الرغبة في الاحتفاظ بمستوى معين من الخطر و غيرها من العوامل التي تؤثر بالضرورة على تشكيلة المحفظة.

فالإيمان بكفاءة السوق بحمل في طياته اقتناع بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية وهو ما يعني أن العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم، لذلك لا توجد جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، و في ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية. ويتوقع أن يكون عائد المحفظة في ظل هذه الإستراتيجية في حدود عائد محفظة السوق، و عليه سيقوم المستثمر بتكوين محفظة مماثلة لمحفظة السوق، بحيث يكون معامل بيتا لهذه المحفظة - التي تم تكوينها وفق الإستراتيجية السلبية- مساويا للواحد، و بالتالي سيكون عائد المحفظة مساويا لعائد محفظة السوق، و عليه فان المخاطر التي تتضمنها المحفظة يتم تفسيرها بالتقلبات التي تحدث لعائد محفظة السوق.

بعبارة أخرى يرى أنصار هذه الإستراتيجية أنه لا يمكن لأي إستراتيجية نشيطة تقوم على التحليل وإعادة التقييم المستثمر لمكونات المحفظة و إحداث تعديلات فيها إن تحقق عائد يفوق عائد السوق، فالتكاليف المصاحبة لإعادة تشكيل المحفظة عادة ما تفوق العائد الإضافي المتولد. و هكذا تحمل الإستراتيجية الساكنة في طياتها تكلفة أقل للمعاملات و حد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة.

أ. الإستراتيجية السلبية أو الساكنة للاستثمار في محفظة الأسهم

نجد من بين الاستراتيجيات الساكنة في تكوين محفظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وإستراتيجية صناديق المؤشرات

1. إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ Buy - and - Hold strategy

في ظل هذه الإستراتيجية على المستثمر أن يسارع في الشراء إذا ما توافرت له الأموال- دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار وليس هناك فرصة آنية أو مستقبلية يمكن أن يحقق من ورائها أرباحا متميزة على حساب آخرين.

فالمستثمر الذي يتبع الإستراتيجية السلبية لا تتوافر لديه مصادر للحصول على المعلومات الخاصة، كما انه ليس له القدرة على التحليل السريع للمعلومات العامة المتاحة.

فبعد تكون محفظة السندات أو عند إعادة تشكيل مكوناتها لابد أولاً من القيام بتقييم السندات الفردية المتاحة وذلك من حيث: مخاطر التوقف عن السداد، مخاطر الاستدعاء، مخاطر صعوبة التسويق...، كما ينبغي الأخذ في الحسبان إذا ما كانت السندات هي سندات دخل أي سندات يتمثل عائدها أساس في العوائد الدورية أم سندات تحقق لحاملها أرباحاً رأسمالية. ومن أبرز أنواع السندات التي تستهدف تحقيق أرباح رأسمالية السندات ذات المعدل الصفري التي تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية بينما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، و يمثل الفرق بين القيمتين الفوائد التي يمكن اعتبارها الأرباح الرأسمالية المتولدة، وهناك كذلك سندات الخصم والتي بسبب انخفاض معدل الكوبون الذي تحمله مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق فإنها تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، ويمثل هذا الانخفاض في القيمة تعويض للمستثمر عن انخفاض معدل الكوبون. إن قرار المفاضلة بين سندات الدخل وسندات الأرباح الرأسمالية أمر له أهميته على ضوء الهدف الذي حدده المستثمر.

وفي ما يلي عرض للاستراتيجيات الأكثر شيوعاً في تكوين محافظ السندات وهي:¹

أ. إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ

من خلال هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر بعد أن يكون قد حدد متطلباته الخاصة بشأن مستوى المخاطرة التي يبدي استعداداً لتحمله و العائد المتوقع و طبيعته و أهدافه الخاصة و غير ذلك من المتغيرات التي يوليها اهتماماً أن يختار مجموعة من السندات تناسب مع تلك المتطلبات على أن يحتفظ بتلك السندات ولا يجري تعديلاً عليها إلا إذا تغيرت أهدافه أو تفضيلاته أو ظروف الشركات المصدرة للسندات.

ب. إستراتيجية المؤشرات

يهدف المستثمر من خلال هذه الإستراتيجية إلى شراء السندات و الاحتفاظ بها، محاولة الاستفادة من الفرص التي تظهر في السوق عن طريق شراء بعض السندات و بيع البعض الآخر و ذلك باستعمال مقومات من السوق، ففي ظل هذه الإستراتيجية فإن المستثمر لا يضع وقتاً و جهده و ماله لاختيار أفضل توظيفه من السندات ليضمونها محفظته، بل بتشكيل محفظة مطابقة لمحفظة السندات الكفاء التي شكلتها مؤسسات مالية معروفة، ففي الو.م.أ هناك مثلاً محافظ أو مؤشرات سندات مثل مؤشر Salmon Brothers و مؤشر Shearson Lehman و ما على المستثمر إلا أن يبنى محفظة سندات تشتمل على توليفة مماثلة لمكونات أي من هذين المؤشرين. هنا سوف يضمن عائداً مماثلاً للعائد الذي يحققه المؤشر دون حاجة لإنفاق أي مصروفات عدا تكلفة المعاملات الخاصة بشراء تلك

ج. إستراتيجية التحصين Immunization Strategy

تقوم تلك الإستراتيجية على اختيار السند الذي يتمثل فيها الأمد Duration مع الفترة الزمنية المخططة للاستثمار و ما ينطبق على السندات المفردة ينطبق على محفظة السندات. فأمد محفظة السندات هو المتوسط المرجح بالأوزان الأمد السندات المكونة للمحفظة مع ملاحظة أن الوزن هنا يتمثل في الأموال المخصصة للاستثمار في كل سنة Rose et Koleri 1995 فعلى المستثمر أن يقوم أولاً بتحديد الفترة المخططة للاستثمار في المحفظة ثم يقوم بعد ذلك باختيار مجموعة من السندات يكون المتوسط المرجح الأمد الاستثمارات الفردية المكونة لها مثلاً لفترة الزمنية المخططة للاستثمار، ويمكن بالطبع للمستثمر أن يغير الفترة الزمنية المخططة غير أن ذلك يقتضي

¹ برودي نعيمة، المرجع السابق، ص 333.

إعادة تشكيل مكونات المحفظة التي يتماشى المتوسط المرجح للأمد مع الفترة الزمنية الجديدة. فإستراتيجية التحصين من شأنها أن تحمي المستثمر من نوع واحد من المخاطر هو مخاطر تغير أسعار الفائدة.

2.2.4 الإستراتيجية الاستثمار النشطة (الاجابية) Active investment strategy

تشير الإستراتيجية النشطة للاستثمار إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول و مقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة و ذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية. و تقوم الاستراتيجيات النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية على اعتقاد أساسي مؤداه أن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية ، أي أن المستثمر يؤمن بعدم كفاءة الأسواق المالية.

1. الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة الأسهم: توجد ثلاثة مداخل للإستراتيجية النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية المكونة من مجموعة من الأسهم و هي:¹

أ- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية Stock Selection

تتطلب هذه الإستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي و التحليل الفني، كما تتطلب استخدام سبل تقييم أسهم و ذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية لورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ قرار تضمينها مكونات المحفظة أو استبعادها منها. و لتقدير القيمة الحقيقية للسهم يحتاج المحلل إلى معلومات عن ربحية السهم المستقبلية (مدخل مضاعف الربحية) وكذا الوقوف على نسبة الأرباح الموزعة حتى يمكن تقدير نصيب السهم منها وذلك حتى يتمكن من استخدام نموذج تقييم التوزيعات.

ب. إستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة Sector Rotation

تقوم هذه الإستراتيجية على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي لقطاعات أخرى. و تصنف أسهم القطاعات ضمن أربع مجموعات هي:

- أسهم شركات حساسة للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة كإسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، حيث أن أسعار أسهمها ترتفع بدرجة كبيرة مع انخفاض مستوى أسعار الفائدة، و تنخفض أسعارها بدرجة كبيرة مع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة، و هذا يعني أنه خلال الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة يصبح من المناسب البدا في تخفيض نسبة الاستثمار في تلك الأسهم والعكس في حالة توقع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة.

- أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة والتي يمكن أن نطلق عليها اسم الأسهم الدورية، فأسعار أسهمها ترتفع في فترات الرواج و تنخفض في فترات الكساد، مما يفى العمل على الحد من نسبة الموارد المستثمرة فيها في حالة توقع حدوث كساد و زيادة تلك النسبة في حالة توقع موجة الرواج.

- أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية و هي أسهم لا تتأثر كثيرا بموجات الكساد والرواج قصيرة الأجل و إنما تتأثر بموجات الكساد و الرواج الطويلة الأجل هي وحدها التي تترك تأثيرا ملحوظا على القيمة السوقية لأسهمها.

¹ برودي نعيمة، المرجع السابق، ص 334-336.

- الأسهم الدفاعية كاسهم شركات الأدوية و الأغذية، فأسهم هذه الشركات لا تتأثر كثيرا بدورات الرواج و الكساد لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة، و ذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعدادا أكبر لتحمل المخاطرة.

ج. إستراتيجية توقيت السوق Market Timing Strategy

وهي الإستراتيجية التي تركز على إعادة توزيع مخصصات (مكونات) المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، فحسب هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية لو انه يدرك متى يدخل في سوق الأسهم و إلى متى سيستمر و متى يصبح من الأفضل له الخروج منه موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة)، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم. وحسب هذه الإستراتيجية أيضا فإنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية ونجاح تلك العملية مرهون بمعدلات الفائدة و حجم عمولة السمسرة، و الضرائب على الأوراق المالية، فكلما تضائل حجم عمولة السمسرة و الضرائب كلما كانت فرصة نجاح تلك الإستراتيجية أكبر.

و يستخدم المحللون الفنيون الخرائط الدراسية تحركات الأسعار الماضية لتوقيت متى تتم عملية شراء أو بيع الأسهم سواء على مستوى السوق أو على مستوى أسهم الفردية (أمد قصير) وكذلك الحال بالنسبة للتحليل الأساسي حيث يسعى المحللون الأساسيين إلى تحديد توقيت الشراء و البيع، و لكن على مدى أفق زمني بعيد، مع تركيز الانتباه على أي من الأسهم يتم بيعها أو شراؤها .

2. الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة السندات

يقصد بهذه الإستراتيجية إمكانية إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة إذا كان من شأن ذلك أن يؤدي إلى تحسين العائد أو تخفيض المخاطر، و يوجد متغيرين أساسيين يحكمان إدارة المحفظة هما: الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، وتواريخ استحقاق السندات المتاحة، و يترتب عن انخفاض (أو ارتفاع) مستوى أسعار الفائدة ارتفاع أو انخفاض في قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق ومن بينها السندات، كما أن حساسية أسعار السندات ذات تواريخ الاستحقاق الأطول للتغيير في مستوى أسعار الفائدة يكون أكبر مقارنة بالسندات ذات تاريخ الاستحقاق الأقصر، وبناء عليه إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض في أسعار الفائدة مستقبلا حينئذ يكون الإبقاء على السندات الطويلة الأجل هو القرار الاستثماري الأنسب، والعكس إذا ما كان من المتوقع أن ترتفع أسعار الفائدة إذ حين تزداد جاذبية السندات القصيرة الأجل. إذن فالأمر يتوقف على القدرة على التنبؤ بالمستويات المتوقعة لأسعار الفائدة و يمكن إجمال مختلف الاستراتيجيات النشطة المستعملة في إدارة محفظة السندات في الاستراتيجيات التالية:

_ استراتيجيات تنويع تواريخ الاستحقاق

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة السائدة و القيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تغير أسعار . الفائدة يترتب عليه تغيرا أكبر في قيمة السنوات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، و هكذا قد يواجه المستثمر في ظل عدم التأكد - مشكلة تحتاج إلى حل. فإذا ما استثمر مخصصات المحفظة في سندات قصيرة الأجل، فإنه يتجنب التقلب الكبير في القيمة السوقية للسندات، وبذا يقلل مقدار الخسائر الرأسمالية، غير أن استثمار الأموال في تلك السندات سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى إذ يصبح لزاما على

المستثمر أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة، و من ناحية أخرى إذا استثمرت مخصصات المحفظة في سنوات طويلة الأجل فسوف يتحقق استقرار أكبر في العائد السنوي المتولد، إلا أن القيمة السوقية لتلك السندات قد تتعرض لتقلبات شديدة مما قد يعرض المستثمر لخسائر رأسمالية وذلك إذا ما اضطر إلى بيع جزء منها قبل تاريخ الاستحقاق. هذه المشكلة قد يمكن التغلب عليها بإتباع سياسة تنويع تواريخ الاستحقاق. و تقضي تلك السياسة بتنويع مخصصات المحفظة بين السندات الطويلة الأجل والقصيرة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منها و تقليل المخاطر التي قد تترتب على توجيه كافة مخصصات المحفظة لأي من هذين النوعين دون النوع الآخر.

و توجد ثلاثة أساليب للتنويع هي: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، والتنويع بالتركيز فقط على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل. ويمكن إيضاح تلك الاستراتيجيات كمايلي:¹

أ. الأسلوب الهجومي Aggressive portfolio management

يقوم الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة على تحول المستثمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل و العكس و ذلك طبقا للظروف، أي وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا | أشارت التوقعات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع يسارع المستثمر إلى بيع السندات طويلة الأجل و استخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، و ذلك قبل أن يحدث ارتفاع فطفي في أسعار الفائدة، فإذا ما تحققت التوقعات و ارتفعت أسعار الفائدة فسوف تتاح للمستثمر فرصة تحقيق المزيد من الأرباح طالما أن السندات قصيرة الأجل تتحول إلى نقدية في المدى القصير مما يتيح فرصة استخدام حصيلتها في استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة. أما إذا كانت التوقعات تشير إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الانخفاض حينئذ يتوقع أن يسارع المستثمر إلى بيع السندات قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل، فإذا تحققت التوقعات فلن يتعرض المستثمر لتقلبات في العائد الدوري المتولد عن المحفظة إذ سيظل محتفظا بالسندات التي تحمل معدل فائدة مرتفع مقارنة بمعدل الفائدة السائد في السوق لسندات مثلة، إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة إذا ما قرر التخلص من جزء من مكونات المحفظة قبل تاريخ الاستحقاق.

غير أن نجاح الأسلوب الهجومي يتوقف كلية على مدى دقة التنبؤ باتجاه أسعار الفائدة، فإذا تحققت التوقعات يمكن للمستثمر مضاعفة عند المحفظة، وإذا لم تتحقق التوقعات فقد يتعرض عائد المحفظة لهزات عنيفة كما قد تتعرض قيمتها السوقية إلى الانخفاض كبير قد يلتهم جزءا من أصل الاستثمار، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة و المعرفة بشؤون الاستثمار.

ب. إستراتيجية تدرج تواريخ الاستحقاق Ladderod Maturity Structure

و يطلق عليها أيضا باسم إستراتيجية التنمیل، يقصد بتدرج تواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة، إذ تعتمد هذه الإستراتيجية على مبدأ تنويع الاستحقاقات و بفواصل زمنية متساوية، و بذلك تكون حساسية المحفظة

¹ برودي نعيمة، المرجع السابق، ص 335-336.

لتحركات أسعار الفائدة مختلفة من جانب و من جانب آخر فإن الأموال المتحصل عليها من السندات التي تم استرداد قيمتها بعائد استثمارها في السلم الطويل الأجل.

لنفترض أن مستثمر ما قرر الاستثمار في سندات لا يزيد تاريخ استحقاقها عن 10 سنوات وانه يخطط لاستثمار 10 مليون دولار، في هذه الحالة يمكنه أن يحقق تدرجا صارما في تواريخ الاستحقاق وذلك بتوزيع مخصصات المحفظة إلى 10 أجزاء متساوية ثم يقوم باستثمار كل جزء في مجموعة من السندات تستحق في تاريخ معين مختلف عن غيرها من المجموعات، بمعنى أن يقوم باستثمار مليون دولار في مجموعة سندات تستحق بعد 10 سنوات. و من السهل إدارة تلك المحفظة، فبعد عام من الآن ستصبح السندات التي كانت تستحق بعد 10 سنوات تستحق بعد 9 سنوات و السندات التي كانت تستحق بعد سنتين تستحق بعد سنة واحدة، أما السندات التي كانت تستحق بعد سنة واحدة فلن يكون لها وجود بعد عام من الآن، إذ ما يسترد المستثمر قيمتها الاسمية من الجهة المصدرة لها، وما على المستثمر إلا أن يستثمر تلك الأموال المستردة في سندات تستحق بعد 10 سنوات حتى يكتمل التدرج، أي أنه في كل عام يسترد المستثمر القيمة الاسمية للسندات التي حل تاريخ استحقاقها ليعيد استثمار حصيلتها في مجموعة السندات التي تستحق بعد 10 سنوات.

و يمكن للمستثمر إدخال بعض المرونة على توزيع مخصصات المحفظة فإذا كانت التوقعات تشير إلى احتمال ارتفاع أسعار الفائدة فيمكنه في هذه الحالة التخلي عن توزيع مخصصات المحفظة بالتساوي وذلك بزيادة الاستثمار في السندات قصيرة الأجل على حساب الاستثمار في السندات طويلة الأجل، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة فيمكنه استثمار جزء أكبر في السنوات طويلة الأجل، و جزء أقل في السندات قصيرة الأجل.

ويسهم هذه النوع من التنوع في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة و الربحية و تجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات المكونة لها، فوجود السندات قصيرة الأجل يساهم في مواجهة احتياجات السيولة، أما وجود السندات طويلة الأجل فيساهم في تحقيق نوع من الاستقرار في العائد الدوري المتولد عن الاستثمار في المحفظة، كذلك يساهم وجود السندات طويلة الأجل مع السندات قصيرة الأجل في الحد من الخسائر الرأس مالية التي تتعرض لها المحفظة، فلو أن استثمارات المحفظة تتكون فقط من سندات طويلة الأجل ثم ارتفعت أسعار الفائدة ليرتب على ذلك هبوطا شديدا في القيمة السوقية للاستثمارات المكونة للمحفظة، أما إذا وزعت مخصصات المحفظة بين سندات طويلة و سندات قصيرة الأجل و متوسطة فان هبوط القيمة الكلية للمحفظة سوف يكون أقل.

ج. أسلوب التركيز على الاستثمار قصيرة الأجل والطويلة الأجل Barbell Maturity Structure

يقصد بأسلوب التركيز على السندات قصيرة الأجل و طويلة الأجل، تشكيل المحفظة من سندات قصيرة الأجل (أقل من 3 سنوات)، وسندات طويلة الأجل (من 7 إلى 10 سنوات) فقط واستبعاد السندات متوسطة الأجل (من 3 إلى 7 سنوات). ويرجع السبب في ذلك إلى أن السندات قصيرة الأجل تساهم في مواجهة متطلبات السيولة بينما تساهم السندات طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية، أما السندات متوسطة الأجل فهي لا تساهم في مواجهة متطلبات السيولة و لا في مواجهة متطلبات الربحية . و يعتمد توزيع مخصصات المحفظة على التوقعات بشأن اتجاه أسعار الفائدة و على مدى الحاجة إلى السيولة، فإذا كانت التوقعات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الهبوط و أن الحاجة إلى السيولة محدودة فيكون من الأفضل تخصيص قدر أكبر من الموارد للسنوات طويلة الأجل، أما إذا كانت التوقعات

تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وأن الحاجة إلى السيولة قد تكون ملحة فقد يكون من الملائم تخصيص نسبة أكبر من الموارد المتاحة للسندات قصيرة الأجل¹.

3.4 تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة.

يتميز أداء السوق المالية بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية ، وقد يتعلق الأمر أحيانا بتغيرات غير مالية ، والمؤكد أن للعملة المالية تأثير على المؤشرات السابقة من خلال تسهيل دخول رؤوس المال إلى الأسواق الناشئة دون قيود ، وقد يساعد ذلك في تطورها ونشاطها، كما قد يعرضها إلى اضطرابات شديدة - كما في أزمت منتصف وأواخر التسعينات- من خلال تسهيل خروج رؤوس المال دون قيود، بالإضافة إلى آثار العدوى التي تتسارع بفعل العملة المالية.

1.3.4 الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة.

كثيرا ما ينظر للعملة المالية على أنها السبب في حدوث الاضطرابات في الأسواق الناشئة، وكثيرا أيضا ما دافع أنصار العملة باعتبار الاختلالات الاقتصادية القاعدية في هذه الأسواق هي السبب الرئيسي وراء حدوث الأزمات، لكن دراستنا ستنتقل من اعتبار أن العملة المالية هي فقط أحد العوامل المساهمة في حدوث الأزمة، ثم في مرحلة لاحقة كعنصر مساعد في توسعها وانتشارها.

يمكن القول إن تلك الاضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات وإلى جنوب شرق آسيا والأسواق الناشئة الأخرى في أواخر التسعينات، إنما تعكس غياب الشروط القاعدية الضرورية لنجاح تحرير عمليات حساب رأس المال، فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها وعدم استقرار توازناتها الاقتصادية الكلية، الأمر الذي ساهم في توفير المناخ الذي يسبق الأزمات، كما أن أنظمتها المالية غالبا ما تبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال، كما تفتح العملة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها، والأكثر من ذلك، قد تتوسع آثار الاضطراب لتنتقل إلى أسواق مجاورة جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بآثار العدوى والسلوكيات القطيعية للمستثمرين، لتؤدي في النهاية إلى اهتزاز واضطراب النظام المالي العالمي ككل.

وتعود الملاحظة لمراحل الأزمة المالية المكسيكية إلى الاستنتاج أن الاختلالات الهيكلية للاقتصاد المكسيكي قبل 1995 وعمليات التخفيض المتتالية للبيزو وتزايد العجز في العمليات الجارية بالإضافة إلى كثرة الفضائح والعثرات السياسية، أدى كل ذلك إلى تراجع ثقة المستثمرين في البيزو وفي السوق المكسيكية بشكل عام، وانطلقت بذلك الهجمات المضاربية ضد البيزو وخروج رؤوس الأموال من المكسيك، وانحارت بذلك سوق الصرف، وتلتها سوق الأوراق المالية في الأشهر الأولى من 1995.

وقد اعتبر بعض المؤلفين أن الأزمة المكسيكية كانت بمثابة الإنذار المسبق بقدوم الاضطرابات بالنسبة للبلدان الآسيوية، ولكن تطورها الكبير ومعدلات النمو السريعة والمتميزة لهذه البلدان، وجاذبيتها الكبيرة للاستثمارات الأجنبية، جعلها تتجاهل بعض اختلالاتها القاعدية المشابهة لتلك المتسببة في أزمة المكسيك، هذا التشابه كان سببا في انتقال آثار العدوى إليها، حيث تراجعت الثقة في الاقتصاديات

¹ برودي نعيمة، المرجع السابق، ص 337-338.

الآسيوية وقام المتعاملون في سوق الأوراق المالية في جويلية 1997 ببيع كميات هائلة من الأوراق في البورصات الآسيوية، ثم قاموا بشراء كميات ضخمة من الدولارات من أسواق الصرف المحلية وتحويلها إلى بلدانهم في صورة قانونية ودون أي قيد مما أدى إلى انهيار سوق الصرف وسوق الأوراق المالية¹.

وانتقلت بنفس الطريقة آثار العدوى لتصيب الاضطرابات كل من روسيا والبرازيل في 1998، ويمكن القول إن الاندماج المالي والاقتصادي والترابط فيما بين الأسواق في إطار العولمة المالية يزيد في إمكانية حدوث الأزمات و هذا في حال انخفاض ثقة المستثمرين، ويساهم في عملية انتشار الاضطرابات ويوفر المناخ لانتقال آثار العدوى.

2.3.4 تأثير مؤشرات الأداء بفعل الأزمات.

لقد كان أثر الأزمات المالية قويا على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة وكذلك على التنويع الدولي في كل من الأسواق الكبرى والناشئة معا، وقد انعكس ذلك على مؤشرات أداء الأسواق، حيث تأثرت كل من معدلات العوائد وكذا نشاط الأسواق.

* فقد كان مؤشرا الأداء المحسوبان من طرف مؤسسة التمويل الدولية IFCI وبنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي MSCI في ارتفاع خلال أوائل التسعينات ولكنهما شهدا انخفاضا خلال فترات الأزمات في 1995 و 1997 ثم انخفاض أكثر في 1998. وهذا يعني تراجع العوائد المنتظرة على الأسواق خلال هذه الفترات.

من خلال ما سبق يمكن التأكيد على وجود تأثير حقيقي وقوي للعولمة المالية كعملية وكواقع على أداء الأسواق المالية الناشئة، وعلى الرغم من الاضطرابات التي سببتها سلوكيات المستثمرين، يبقى من الضروري جدا للأسواق الناشئة أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية بالاندماج الفعلي في الأسواق العالمية مع المراقبة المستمرة لاستقرار التوازنات القاعدية.

4.4 الإستراتيجيات المقترحة لتفعيل الربط بين الأسواق المالية العربية

رغم التطورات المؤسسية والتشريعية الإيجابية التي بدأت فيها معظم البلدان العربية على مستوى أسواقها المالية، وتطوير قوانين الاستثمار، فإن واقع أسواق المال العربية يوضح أن إدارة وتنظيم البورصات، ومتطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير جميعها متباينة، إلى حد أن لكل سوق طبيعته وخصائصه المنفردة، كما أن مستويات تطور الأسواق متباينة إلى حد بعيد، ولكل سوق آليته مما يجعل الربط على المستوى الإقليمي صعبا للغاية.

لكن رغم ذلك فإنه يمكن ربط الأسواق العربية للأسواق المالية، وتحقيق المزايا والفوائد التي تنجم عنه مع احتفاظ كل بورصة بخصوصيتها وعدم الحاجة إلى تغيير القوانين والتشريعات المنظمة، اعتمادا على إستراتيجية تشكل من ثلاث محاور²:

1.4.4 حرية التداول إقليميا

بمعنى السماح للمستثمر الإقليمي بالتداول في كافة أسواق المال العربية. فبالرغم من الجهود الحثيثة التي بذلتها الدول العربية بغية تحسين البيئة الاستثمارية، وجذب الأموال العربية، إلا أنه لا يزال هناك قيود قانونية تحد من تدفق رأس المال العربي للاستثمار في البورصات

¹ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخله ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و محبر العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة محمد خبضر - بسكرة - الجزائر، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006 ص 4.

² رشام كهينة، واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاديات المالية و البنوك، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009، ص ص 181-183.

العربية، وتجدر الإشارة أن كلا من الأردن والجزائر ولبنان ومصر والمغرب لا تفرض قيوداً على الاستثمار الأجنبي المباشر في الأوراق المالية بينما تفرض بعض القيود وبنسب متفاوتة في تونس ودول التعاون الخليجي. فأغلب الشركات الخليجية ما زالت موصدة أمام غير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي.

ففي البحرين، يسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك 100 في المائة من أسهم الشركات البحرينية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية. أما الأجانب من غير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي، بمن فيهم المواطنين العرب، يمكنهم تملك 49% من أسهم الشركات البحرينية فقط. وفي سوق أبو ظبي للأوراق المالية، يسمح للمقيمين الأجانب، بالتداول في أسهم 32 شركة بنسب تتراوح بين 20% و 49% كذلك في سوق دبي المالي يحق للمستثمرين الأجانب بالتداول في أسهم 18 شركة بنسب امتلاك تتراوح بين 15% و 49%. أما سوق الأسهم السعودي، فقد سمحت هيئة سوق المال مؤخراً لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك 100% من أسهم الشركات المدرجة، وبالنسبة لغير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي، يسمح فقط للمقيمين الأجانب بالتداول في الأسهم السعودية. وفي سوق مسقط للأوراق المالية، يسمح لغير المواطنين تملك حتى 70% من أسهم بعض الشركات المدرجة. أما في سوق الدوحة والكويت للأوراق المالية، فإن الملكية القصوى لغير المواطنين تحدد بنسبة 25%.

كذلك يسمح لغير المواطنين (سواء من العرب أو من الأجانب) بتملك أسهم الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية بتونس في حدود 50%، وما زاد على تلك النسبة يحتاج إلى موافقة مجلس الاستثمار الأعلى.

وفي بورصتي القاهرة والإسكندرية، يسمح القانون رقم 95 لعام 1992م للأجانب الاستثمار في الأسهم والسندات المصرية بدون أي قيود، باستثناء ما هو منصوص عليه في قانون الشركات الذي يمنع الأجانب من الاستثمار برأس المال الشركة. وقد ازداد الاستثمار الأجنبي بالبورصة المصرية منذ تطبيق هذا القانون، حيث

بلغت نسبته 16.5% من إجمالي التداول لعام 1997م، و 22.2% في عام 1999م، ثم وصلت إلى 40% في عام 2006م .

وقد استحوذ المستثمرون العرب على حوالي 14% من إجمالي تعاملات البورصة المصرية في عام 2006م ، لكن هذه النسبة انخفضت إلى غاية 10% في عام 2008م .

كذلك في بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة بيروت، وبورصة عمان، يسمح لغير المواطنين (سواء عرب أو أجانب) بتملك أسهم الشركات المدرجة، وتداول أسهمها بحرية تامة، وقد وصلت نسبة تملك غير الأردنيين في رؤوس أموال الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى 45% في نهاية عام 2005م.

2.4.4 اعتماد التداول الإلكتروني عبر الانترنت

لكي يكون القرار السماح للمستثمر الإقليمي بالتداول في كافة أسواق المال العربية أثر إيجابي على التعامل، لا بد أن يكون في متناول المستثمر السعودي مثلاً، القدرة على تداول الأسهم المدرجة في بورصة عمان، من محل إقامته دون الحاجة إلى إعطاء أوامر الشراء أو البيع لشركة وساطة مالية في الأردن، وكذلك أن يتم تسوية عملية البيع والشراء بسرعة لزيادة حجم التعاملات. ولقد ترتب على التطور التقني الهائل الذي يشهده عالمنا المعاصر أن استحدثت وسيلة جديدة للتداول بأسواق المال، تتمثل في استخدام الشبكة العنكبوتية (الانترنت) لإجراء عمليات شراء وبيع أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وقد بدأت تجارة الأسهم عبر الانترنت منذ عدة سنوات ولم يتجاوز عدد

المستثمرين حينها بضع مئات، وأدى الاستخدام المتزايد لخدمات الانترنت إلى زيادة عدد المستثمرين إلى حوالي 20 مليوناً في نهاية عام 2005م. ومع النمو المتزايد الاستخدام التداول الإلكتروني، تتم حالياً حوالي 80% من أنشطة تداول الأسهم من قبل الأفراد عبر الأنترنت في الولايات المتحدة و غيرها من البلدان المتقدمة.

ونظراً لعدم السماح للأفراد بالتداول المباشر في أسواق المال، تبدأ أولى خطوات التداول الإلكتروني بفتح حساب لدى إحدى شركات الوساطة المالية المعتمدة من هيئة سوق المال، وفي الغالب يتم فتح الحساب دون رسوم بعد إبرام عقد بين المستثمر وشركة الوساطة المالية يحدد العمولات التي تتقاضاها الشركة، ويقوم المستثمر بتحويل مبلغ الاستثمار من حسابه المصرفي إلى حساب شركة الوساطة، ويحصل المستثمر على كلمة السر للدخول إلى حسابه لدى شركة الوساطة المالية عبر موقعه الإلكتروني، يمكنه من بيع و شراء الأسهم المدرجة في البورصة وينطوي التداول الإلكتروني للأسهم على بعض المخاطر منها:

-تعرض نظام التداول الإلكتروني لخلل أو عطل مفاجئ، لذا يجب عدم اعتماد المستثمر كلياً على الانترنت في التداول، والتأكد من توافر وسائل بديلة للتداول عند الحاجة ومنها مراكز الاتصال المباشر التي تتلقى أوامر وطلبات المستثمر عبر الهاتف وتنفذها بشكل مباشر؛
-عدم توافر عنصر الأمان التام في المواقع الإلكترونية لشركات الوساطة المالية، والتي من الممكن تعرضها لتسلل طرف ثالث لبرامج وأنظمة الحاسب الآلي، لذا يفضل التعامل مع شركات الوساطة الكبرى لقدرتها على توفير خدمة وحماية أفضل لنظام التعامل.

وفي الوقت الراهن، لا يمثل التداول الإلكتروني عقبة أمام المستثمر العربي. فمعظم البورصات العربية النشطة (الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت، مصر، المملكة العربية السعودية) تمكن مستثمريها من التداول عن بعد دون الحاجة إلى منصة تداول مادية، وأصبح بإمكان الوسطاء المرخصين وعملائهم تداول الأوراق المالية المدرجة من أماكن تواجدهم. ففي بورصة عمان، بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني منذ مارس 2000م، وقد تم تفعيل التداول الإلكتروني بالبورصة المصرية منذ يوليو 2006م، وبلغ إجمالي عمليات التداول عبر الأنترنت منذ ذلك التاريخ وحتى مارس 2007م قرابة 211 ألف عملية شراء وبيع، ويتوقع أن تستحوذ آلية التداول الإلكتروني على نحو 10% من تعاملات البورصة المصرية. كما يتراوح حجم تداول الأسهم عبر الأنترنت بين 15% و 20% من إجمالي تداولات الأفراد في الإمارات العربية المتحدة بينما تتم 50% من أنشطة تداول الأسهم من قبل الأفراد عبر الأنترنت في المملكة العربية السعودية.

3.4.4 وجود شركات وساطة مالية إقليمية

لسهولة التداول في أكثر من بورصة عربية في آن واحد، يتطلب الأمر أن يكون لدى المستثمر حساب في إحدى شركات الوساطة المالية الإقليمية المتواجدة في أكثر من سوق مالي عربي. ويمكن للمستثمر المراقبة الفورية لحركة أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصات العربية عبر الموقع الإلكتروني لشركة الوساطة المالية، ومن ثم تداول الأسهم بياعاً وشراءً من خلال حسابه لدى شركات الوساطة المالية دون الحاجة للتعامل مع أكثر من شركة وساطة أو لفتح عدة حسابات.

وقد ظهرت مؤخراً بعض شركات الوساطة المالية الإقليمية في العالم العربي، وهي ذات ملاءة مالية وكفاءة مهنية عالية. فعلى سبيل المثال، شركة المجموعة المالية "هيرمس"، ومقرها الرئيسي القاهرة، توفر لعملائها العديد من الخدمات المالية، ومنها التداول الإلكتروني للأوراق المالية عبر الأنترنت. فيمكن للعميل الاستعلام عن رصيده من الأسهم والنقد لدى الشركة، والتداول بالبيع والشراء في كل من سوق دبي المالي

وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية . كما باشرت الشركة نشاطها في السوق السعودية للأسهم مطلع عام 2007 م، ومن المتوقع أن تبدأ شركة "هيرمس" التداول بسوق الدوحة للأوراق المالية . كذلك يمكن لعملاء شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي "كيفك" التداول الإلكتروني عبر أربع أسواق مالية خليجية (الإمارات العربية المتحدة، سلطنة عمان، الكويت، المملكة العربية السعودية) وسيتم ربط سوق الأردن ومصر في مطلع عام 2008م. وظهر مؤخرا العديد من الشركات العربية مثل "زاوية في دبي ومب مباشر" في المملكة العربية السعودية التي تقدم خدمات نشر المعلومات الفورية إلكترونيا للمستثمرين في البورصات العربية، كما تصدر تقارير دورية لأداء الشركات المدرجة بأسواق المال العربية، والقطاعات الاقتصادية، والإقتصادات العربية، ويمكن للمستثمرين الإطلاع على كافة التقارير والتحليلات المالية إلكترونيا. وتقدم بعض البنوك العربية خدمة الرسائل القصيرة لعملائها لتمكينهم من متابعة أسعار الأسهم المحلية عبر جهاز الهاتف النقال .

وإلى جانب كل هذه الاستراتيجيات التي تبنتها الدول العربية، للربط بين أسواقها المالية، فقد أخذت على عاتقها أيضا، مشروع إقامة بورصة عربية موحدة.

5. تأثير العولمة على الأسواق المالية الدولية

تمهيد

في العقد التاسع من القرن العشرين طغى مصطلح العولمة على العلاقات الدولية معلنا أن الحضارة القادمة ستكون حضارة العولمة كما يريدتها الأقوياء أن تكون، و ذلك وفقا لأهدافهم و تصوراتهم الخاصة بهم من أجل السيطرة و الهيمنة على العالم و على جميع المجالات ومنها مجال الأسواق المالية من خلال عولمة النشاط المالي و اندماج أسواق رأس المال.

فلقد أدت العولمة إلى زيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم في مجال الأسواق المالية، و التي يتم من خلالها تبادل و تداول الديون و الأصول النقدية و المالية، كما أصبحت الأسواق المالية العالمية الأداة الأكثر ربطا بين دول العالم نظرا لنوع العمليات التي تشمل عليها في كل من أسواق العملات والأسهم والسندات و القروض وكذا الأوراق المالية....

وقد ازدادت عولمة الأسواق المالية في السنوات الأخيرة بشكل كبير جعل البعض يطلق مصطلح " القرية المالية الكونية" أو "السوق النقدي الكوني"، إذ يرى جون جري صاحب كتاب " الفجر الكاذب" بأنه توجد الآن سوق عالمية في رأس المال على نحو لم يعرف من قبل، ويرى البعض الآخر أن عولمة الأسواق المالية قد عكست ثورة مالية حقيقية سواء من حيث حجم الأسواق و تأثيرها، و أدواتها المالية الجديدة، أو من حيث أنها أحدثت ترابطا كبيرا بين هذه الأسواق مما قد يضع حدا لما يسمى " بنهاية الحدود الجغرافية".

وعليه فلقد شهد القطاع المالي على مستوى العالم جملة من التطورات المتواصلة و السريعة، والتغيرات المتلاحقة أدت إلى تنامي دور المؤسسات المالية، و ظهور كم هائل و متنوع من الخدمات المالية التي تقدمها، و المجالات الاقتصادية التي تمولها، و ما ساعدها في الوصول إلى ذلك الاستخدام المتزايد للتقنيات المالية الحديثة.

ولقد أدى تزايد عمليات العولمة المالية و تزايد حركة التدفقات المالية نحو الدول النامية و بشكل غير متكافئ إلى إحداث جملة من الآثار السلبية التي أثرت على الاستقرار الكلي و التنمية داخل هذه الدول.

و انطلاقا مما سبق سيتم التعرض إلى النقاط التالية:

* ماهية العولمة المالية المعاصرة .

* العوامل التي ساعدت على عولمة الأسواق المالية.

* المشاكل و التحديات التي تواجه الدول النامية نتيجة عولمة الأسواق المالية .

* انعكاسات العولمة المالية على أسواق رأس المال

1.5 عموميات حول العولمة المالية

1.1.5 مفهوم العولمة

أصبحت العولمة من أبرز الظواهر في التطور العالمي على جميع المستويات، الاقتصادي، الثقافي والسياسي، ويظهر الأدب الاقتصادي تباينا في الآراء حول تحديد مفهومها، حيث انقسم الباحثين والأكاديميين إلى منهم مؤيد للعولمة ومعارض لها، ومن ثم طرح كل واحد مفهومه حسب توجهه، أو حسب الجهة التي يمثلها ولذلك سنأتي على ذكر بعض المفاهيم لكل فئة على حدى لنحاول في الأخير صياغة مفهوم شامل للعولمة وفيما يلي بعض التعاريف الخاصة بالعولمة:

يرى **1995 Waters**: "العولمة عملية اجتماعية يترتب عليها تراجع القيود الجغرافية، على الترتيبات الثقافية والاجتماعية، ويزداد في نفس الوقت إدراك الأفراد لذلك التراجع".¹ أما **1997 Quattara** فيرى أن: "العولمة ما هي إلا اندماج بين الاقتصاديات في العالم من خلال التجارة والتدفقات المالية وتبادل التكنولوجيا والمعلومات، بالإضافة إلى حرية انتقال الأفراد، ويشير إلى أن هذا الاندماج يظهر آثاره من خلال أهمية التجارة ورأس المال".²

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن العولمة تعني بصورة شاملة حرية انتقال وحركة رؤوس الأموال والسلع والخدمات والأيدي العاملة والاستثمارات والمعلومات عبر الحدود الوطنية والإقليمية دون قيود تذكر.³

2.5 العولمة المالية:

1.2.5 تعريف العولمة المالية:

إن مفهوم العولمة المالية لا ينفصل أبدا عن تطورها التاريخي، فالاتجاهات المختلفة التي اتبعتها العولمة المالية من مرحلة لأخرى تعطي كل منها تصورا معينا للعولمة المالية، ولكن يمكن إدراج تعريفين مهمين:⁴

- ❖ **التعريف الأول:** "العولمة المالية عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية، لتسود بدالك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر"
- ❖ **التعريف الثاني:** "العولمة المالية هي النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية".

من خلال ما سبق يمكن استخلاص تعريف العولمة المالية على أنها النمو الهائل في حجم و نوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر.

¹ عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص 5.

² فؤاد أبو ستيت، التكتلات الاقتصادية في عصر العولمة، الدار المصرية اللبنانية للنشر، 2004 م، ص 119.

³ رشام كهينة، مرجع سبق ذكره، ص 6.

⁴ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، مرجع سبق ذكره، ص 4.

2.2.5 أسس العولمة المالية. (قاعدة " 3D ")

ترتكز العولمة المالية على ثلاثة أسس رئيسية وهي:¹

1. عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال (Le Décloisonnement)

إن الشرط الضروري للعولمة المالية ليس فقط في انفتاح أسواق المال القطرية 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:** و يعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصيرة الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... الخ. و تجدر الإشارة أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم التوصل إلى إلغاء بعض التمييزات التقليدية التي كانت تفصل البنوك التجارية و بنوك الأعمال، في بريطانيا تم مزج وظائف الوسطاء الماليين و السماسرة، كما سمح لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية.

- **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 (La Désintermédiation)

و هذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الاقتراض، و نقصد 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 المباشرة على حساب نشاط البنوك و الوسطاء الماليين الآخرين.

3. إزالة القيود التنظيمية (La Déréglementation)

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات و التي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل (comptes à terme) بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري (comptes à vue) إلى الحساب للأجل (comptes à terme)، ومن جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب و عدم الاستقرار في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

¹ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، المرجع السابق، ص 4-5.

3.2.5 مظاهر العولمة المالية:

هناك العديد من مظاهر العولمة نذكر منها:¹

- تعاظم دور رأس المال حيث أصبح الاقتصاد العالمي تديره وتتحكم فيه أهم البورصات العالمية مثل: داوجونز، ناسداك، نيكاي، داكس وغيرها والتي بواسطتها يتم تنقل رؤوس الأموال من مستثمر إلى آخر وذلك داخل أو بين الدول دون وجود عوائق أو صعوبات تحول دون ذلك؛

- إزدياد فوائض رؤوس الأموال الباحثة عن استثمارات بمعدلات أرباح عالية وهي بطبعة الحال ليست مستثمرة في دولة المنشأ لرأس المال الأمر الذي يجعلها تقوم بالبحث عن استثمارات خارجية على المستوى الدولي أفضل مما لو بقيت مستثمرة في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال؛

- ظهور وسائل جديدة مثل المبادلات والخيارات والمستقبليات، أدت إلى استقطاب أصحاب رؤوس الأموال هذا إلى جانب الوسائل التقليدية الموجودة في الأسواق المالية مثل السندات وغيرها؛

- التقدم التكنولوجي الهائل، حيث يسمح هذا بأن يقوم المستثمر بالمتابعة الدقيقة للأموال وتحركاتها الاستثمارية لحظة بلحظة، حيث أن جميع الأسواق المالية مرتبطة ببعضها البعض، مما يسهل القيام بعملية الفعل أو رد الفعل على أية عملية مالية مرغوب فيها.

4.2.5 العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية:

تضافرت عوامل عديدة لتوفير المناخ الملائم لتطوير النشاط المالي وتنامي ظاهرة العولمة المالية نلخصها فيما يلي:²

1. إزالة القيود على حركية رؤوس الأموال :

إن انضمام دولة ما إلى صندوق النقد الدولي يعني تحرير نظام مدفوعاتها من أي قيود على الأقل بالنسبة للمعاملات الجارية، وعلى هذا الأساس تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوربية سنة 1958، كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركية رؤوس الأموال سنة 1959، وتبعها العديد من الدول وهو ما أدى إلى اندماج الأسواق المالية بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنويع المحفظة المالية للمستثمرين.

3. تكامل أسواق المال الدولية:

تعتبر الحركية الدولية لرأس المال مظهراً أساسياً من مظاهر التكامل الدولي، لارتباطها الوثيق بكفاءة الأسواق المالية الدولية التي تعد القناة الأساسية لتدفق الوفورات المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم. وقد نتج عن تحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية في النظام المالي الدولية.

¹ عزاوي عمر، الداوي خيرة، تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية، مجلة دراسات-العدد الاقتصادي- المجلد 3، العدد، 2، جامعة قاصدي مباح ورقلة، الجزائر، 2012، ص ص 140-141.

² عاس مصعب، باهي نوال، إنعكاسات عولمة الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحدث للدراسات المالية والإقتصادية، العدد1، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2018، ص ص 115-117.

3. 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 ومالية لم تكن تقوم بها من قبل مما أدى إلى تنوع مصادر أموال البنوك و تنوع طرق استخدامها، كما تم تسجيل دخول مؤسسات مالية غير مصرفية مجال صناعة الخدمات التمويلية مثل شركات التأمين، وصناديق التقاعد، وصناديق الاستثمار... الخ، بالإضافة إلى انتشار عمليات الشراء والاندماج بين المؤسسات المالية.

4. تطور سوق عملات الأورو الدولية:

سوق عملات الأورو الدولية في سوق العملات خارج الحدود الوطنية، وهي لا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، تتميز هذه الأسواق بانخفاض تكلفة ائتمائها بالمقارنة مع الأسواق المحلية الأخرى، وهذا ما أدى إلى تطور هذه الأسواق الخاصة بعدما قامت البنوك التي تتلقى ودائع الأورو بتدوير هذه الأموال في صورة قروض للدول النامية في آسيا وإفريقيا وبصفة خاصة الدول أمريكا اللاتينية.

5. تطوير أسواق السندات الدولية:

بدأت أسواق السندات الدولية تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينيات من القرن العشرين، حتى أصبحت تمثل أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل، وتعود أهميتها إلى مساهمتها في إعادة توزيع المدخرات المتوفرة عالميا على مختلف المقترضين حول العالم. وتمتاز هذه السوق بقلّة المخاطر لحاملها وتوفيرها لعائد مضمون، بالإضافة إلى سيولتها المرتفعة رغم طول اجل استحقاقها، كما أصبحت هذه السوق جزء لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي مما ساعد على نشأة سوق رأس المال طويل الأجل.

6. ظهور الابتكارات المالية:

ارتبطت الابتكارات المالية بشكل وثيق بالتطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والاتصال التي قلصت من وقت وتكاليف التعامل وإجراء الصفقات في الأسواق المالية، فساعد ذلك على تعميق ظاهرة الوساطة وسهل الحركة العالمية لرؤوس الأموال. وتعد المبتكرات المالية بمثابة المحرك الأساسي الكل التحولات والتطورات التي عرفتها الأسواق المالية. ويجب الإشارة هنا إلى أن اغلب الابتكارات هي عبارة عن تحسينات أو إضافات تدخل على أدوات مالية قديمة. ولقد شكلت المشتقات المالية بمختلف أنواعها أغلبية المبتكرات المالية نظرا للتطور الكبير الذي شهدته في السنوات القليلة الماضية، نتيجة تزايد المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في الأسواق المالية.

7. التطور التكنولوجي و انخفاض تكاليف النقل و الاتصالات:

أسهمت التطورات المرتبطة بثورة المعلومات والاتصالات والتوسع في استخدام الحاسوب والانترنت، في ربط الأسواق المالية والنقدية وتوحيدها على نطاق العالم ككل في ظل التحرير المالي، مما سمح بتوظيف التكنولوجيا المتطورة في خدمة المصالح الرأسمالية، إذ وانطلاقا من النصف الثاني من سبعينيات القرن العشرين شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة ساعدت على اندماج أسواق المال الدولية ورفع سيولتها،

وتسهيل تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة. كما حدث انخفاض كبير في تكلفة النقل والاتصالات بحوالي 60 مرة منذ عام 1930 نتيجة للتطور التكنولوجي الذي ساهم في تذليل عقبة الحدود الجغرافية.

3.5 المشاكل والتحديات التي تواجه الدول النامية نتيجة عوامة الأسواق المالية

على الرغم من وجود بعض المزايا الناجمة عن عوامة الأسواق المالية بالنسبة للدول النامية، إلا أن التحليل لهذه الظاهرة لا يكتمل إلا بسرد أبرز المخاطر والمشاكل المحتملة والتي تشكل فرصاً أمام هذه الدول إذا ما أحسن استخدامها، كما أنها في نفس الوقت تشكل تحديات كبيرة، فقد أثبتت التجارب أن العوامة المالية بالنسبة للدول النامية كثيراً ما أدت أزمات مالية ذات تكلفة مرتفعة و مثال على ذلك ما حدث في المكسيك سنة 1994، و دول جنوب و شرق آسيا في سنة 1997، و البرازيل سنة 1999.¹ وقد حدث ذلك بسبب ضعف مرحلة النمو الاقتصادي التي مرت بها تلك الدول، و ضعف علاقاتها الاقتصادية و الدولية، وكثرة تعرضها للصدمات الخارجية التي لا يمكنها أن تتحكم فيها كتدهور أسعار الصادرات من المواد الأولية، انخفاض الطلب على الصادرات، ارتفاع أسعار الفائدة عالمياً، حدوث تقلبات في أسعار الصرف.... و تكمن المشاكل و التحديات التي تواجه الدول النامية بسبب عوامة الأسواق المالية في النقاط التالية:

1. المشاكل الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال

لقد تعاضم انسياب رس المال نحو الدول النامية خلال عقد التسعينيات فبالنظر إلى مكونات انسياب رؤوس الأموال الأجنبية حيث يلاحظ تعاضم حجم انسياب هذه الأموال، ففي عام 1997 وصل حجم هذا الانسياب إلى حوالي 280 مليار دولار، وخلال الفترة 1990-1999 كان النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية، و خاصة الدولية النشاط لا يزيد عن 10% من جملة انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة التي تدفقت إلى هذه البلدان، أما الاستثمار في المحفظة المالية فقد كان نصيبه حوالي ثلث مجموع هذا الانسياب .

و بتحليل هذا الانسياب نجد أن الاستثمار في المحافظ المالية يتم بسرعة كبيرة، حيث ينتقل رأس المال من سوق لآخر و بصورة فجائية و في مدة زمنية قصيرة.

إن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في المحافظ المالية يرجع إلى أن هذا النوع من الاستثمار يعتمد على عوامل قصيرة الأجل والسعي لتحقيق الربح السريع مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل و يهتم بالمتغيرات الكلية مثل نمو الأسواق و الدخل القومي... كما يكون من الصعب نسبياً تصفية هذه الاستثمارات في المدى القصير، بينما التخلص من المحافظ المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية، كما أن الاستثمار في المحافظ يتأثر بتوقعات المتعاملين و يطغى عليه أسلوب المحاكاة و التقليد أو ما يسمى بـ " سلوك القطيع " Herd behavior .

إن الحركة الدولية الواسعة و المفاجئة لرأس المال الأجنبي دخولا و خروجاً عبر الحدود الوطنية للدولة تسببت في حدوث آثار و انعكاسات سلبية على الاقتصاد الوطني و يتضح ذلك فيما يلي:

أ. في حالة التدفقات الاستثمارية القصيرة الأجل ستؤدي إلى حدوث عدم استقرار في الاقتصاد الكلي و يتجلى ذلك في:
- ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية و هذا ما يضر بالصادرات و الواردات، و بالتالي يزداد عجز الميزان التجاري.

¹ رمزي زكي " العوامة المالية"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي،، مصر، 1999، ص 73 .

- حدوث ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي و العقارات و الأصول المالية.

- نمو معدلات التضخم.

- حدوث زيادة في الطلب الاستهلاكي المحلي.

ب. أما في حالة أن التدفقات الاستثمارية تخرج من الدولة بشكل مفاجئ و بأحجام كبيرة فإنها تؤدي إلى:

- انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.

- تدهور أسعار الأصول العقارية و المالية.

- هبوط الأسعار و تدهور معدلات الربح.

- تزايد العجز في ميزان المدفوعات.

- فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي.

- استنزاف الاحتياطيات الدولية من الدولة خاصة إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية.

2. مخاطر تعرض البنوك للأزمات

من بين أهم مخاطر العوامة المالية تلك الأزمات التي تعصف بالجهاز المصرفي سواء أثناء إجراء عملية التحرير المالي الدولي أو بعد إتمامها ، وقد أشارت دراسات نشرت عام 1996 إلى أنه خلال الفترة 1980. 1996 وهي الفترة التي تعاضمت فيها قوة دفع العوامة المالية وحدثت أزمات في الأجهزة المصرفية في ما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي.¹

و كان كارلوس دياز ألياندرودو قد نبه في عام 1985 في مقال له بعنوان "وداعا للكبح المالي أهلا بالانحياز المالي" إلى المخاطر الشديدة التي تنتجم عن عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي، و الحقيقة أنه منذ ذلك التاريخ و استنادا على العديد من الأزمات التي حدثت في بنوك بالوم.أ ، كندا ، شمال أوربا، والدول النامية في آسيا وأمريكا اللاتينية فضلا عن الأزمات التي واجهتها بنوك روسيا، و دول شرق ووسط أوربا، وهي تمر بمرحلة الانتقال ظهر عدد هائل من الدراسات والبحوث حول هذه القضية، وبالتالي فإن الأزمات التي واجهتها البنوك في عصر العوامة قد لفتت الإنتباه، و قرعت أجراس الخطر لعدة أسباب.

لقد كان لتلك الأزمات تأثير شديد على كافة الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها، نظرا لما تسببه من خسائر كبيرة في الثروة الاقتصادية، والآثار التي نتجت عن تلك الأزمات في الأسواق المالية بعد أن زادت درجة اندماجها و تكاملها، والاعتماد المتبادل بينها، إذ أصبح من الممكن أن تمتد المشاكل التي يعاني منها الجهاز المصرفي في بلد ما إلى سائر القطاعات المصرفية في دول أخرى. كما أن الأزمات التي يمكن أن يتعرض لها الجهاز المصرفي متنوعة و لها أسباب كثيرة قد لا تكون لها صلة مباشرة بالعوامة المالية، ولكن أكدت الأزمات المعاصرة للبنوك الصلة الوثيقة بينها و بين العوامة المالية، فإلغاء القيود التي كانت مفروضة على الجهاز المصرفي في فترة الكبح المالي قد تؤدي بالبنوك على اتخاذ قرارات غير مناسبة بالنسبة للإقراض و خاصة في ظل غياب الخبرة و قواعد التحوط الكافية، وقد حدث هذا في حالة بنوك الشيلي، ودول الإتحاد السوفيتي، إذ يجب الاعتماد على مؤشرات السوق في توجيه الائتمان وتحديد سعر الفائدة، والجدير بالذكر أن البنوك عادة ما تستخدم الحريات المالية الجديدة التي تتيحها عمليات التحرير المالي الداخلي الدولي لكي تسرف في الإقراض الخارجي وخاصة إذا كان سعر الفائدة الخارجي أقل بفارق كبير من سعرها المحلي، ويسوده سعر صرف ثابت، و تستخدم ذلك في تمويل قروضها

¹ رمزي زكي، المرجع السابق، ص 82.

المحلية، وستعاني من مصائب مالية شديدة عندما يتم تخفيض في قيمة العملة الوطنية.

ولعل أزمة البنوك في المكسيك عام 1994 تعد مثلاً نموذجياً عن هذا النوع من الأزمات خلال الفترة ما بين ديسمبر 1993 وديسمبر 1994 حيث ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي داخل سوق الصرف بالمكسيك من 3.1 بيزو للدولار إلى 5.3 بيزو للدولار، وهو الأمر الذي رفع من قيمة التزامات البنوك المكسيكية بالعملات الأجنبية من 79 مليار بيزو إلى 174 مليار بيزو، كما أن مخاطر الائتمان على القروض التي كانت قد منحت زادت و بشكل واضح مع ارتفاع أسعار الفائدة، وتدهور أحوال النشاط الاقتصادي.

3. مخاطر التعرض لموجات المضاربة المدمرة

خلق نظام تعويم أسعار الصرف الذي جاء عقب انهيار نظام بروتن وودز البيئة المواتية للمضاربات على العملة على نطاق واسع وإلى حد احتراف عدد كبير من المستثمرين لهذه المضاربات كمنشآت أساسية لهم، وجاءت عملية التحرير المالي المحلي والدولي لتسهيل نشاط المضاربات، وإغائها العديد من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، إذ كان تداول العملات الأجنبية قبل ذلك يخضع في أغلب البلدان للرقابة الحكومية، أما بعد تنفيذ التحرير أصبحت مئات المليارات من الدولارات تتطير بسرعة و بحرية مطلقة من سوق لآخر مستخدمة في ذلك شبكات الربط الإلكتروني بحثاً عن فرص للمضاربات، واقتناص الأرباح الضخمة منها، والتي قد تتراوح ما بين 50% و 200% .

و إلى جانب ذلك انفجر تداول الأوراق المالية وعدد لا يحصى من المشتقات التي يتم تداولها على مدار 24 ساعة، فعندما تقفل بورصة لندن أبوابها تنتقل الحركة إلى بورصة نيويورك لتعود من جديد إلى طوكيو في غضون ساعات ونظراً لضخامة الأرباح المحققة في هذا المجال فإن الكثير من الشركات الصناعية الكبرى، والشركات المتعددة الجنسيات دخلت هذا المجال وأصبحت الأرباح التي تجنيها من عمليات المضاربة والمحفظة المالية أكبر بكثير من حجم الأرباح التي تحققها من خلال إنتاجها الحقيقي.

ولقد عانت الكثير من البلدان الصناعية من هجمات المضاربين ومن الاضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم المضاربي في انهيار نظام النقد الأوروبي (أزمة الإسترليني، الليرة الإيطالية، البيستا الإسبانية) وحققوا أرباحاً لا يمكن لقطاعات الإنتاج الحقيقي إنجازها، والأمر المهم هو أن تلك الأرباح الخيالية يتم تحقيقها ضمن الثغرات القانونية التي وفرها التحرير المالي المحلي و الدولي، والاعتماد على الأموال المقترضة .

أما بالنسبة للبلدان النامية فأن عدداً منها قد أصبحت مضماراً جيداً للمضاربات و نشاط المضاربين في ظل إجراءات العولمة المالية التي طبقتها في عقد التسعينيات حيث تعرضت عملاتها الوطنية، والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها لهجمات المضاربين الذين يجنون منها أرباحاً خيالية.

كما أنه و من خلال إجراءات العولمة المالية و ثبات أسعار الصرف، و ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، و في ضوء وجود ميل متنامي لزيادة حجم الدين الخارجي، وارتفاع معدل خدمته، ومع توافر قدر ملائم من الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي في ضوء كل ذلك تنهياً الفرصة لهجمات المضاربين، و يتضح ذلك من خلال أزمة المكسيك 1994، وأزمة تايلاند وغيرها من دول النمور الآسيوية في عام 1997، ففي هاتين الحالتين اندفعت في الشهور الأولى أو السنوات التي سبقت اندلاع الأزمة تدفقات غير عادية لرؤوس الأموال الأجنبية الخاصة (قصيرة الأجل)، و كان من بينها قروض ضخمة مقومة بالدولار و مسعرة بهوامش تزيد عن سعر الفائدة السائد

في البنوك في لندن، كما كان هناك رواج غير عادي في سوق الأوراق المالية، و سوق العقارات، وزيادة كبيرة في الواردات، وهي الأمور التي شجعت الشركات على تمويل عملياتها من خلال إصدار الأوراق المالية، و الحصول على القروض بالعملة الأجنبية، كما شجع هذا الراج البنوك التجارية على الاقتراض بالدولار من الخارج.

و عليه فقد كانت تلك المضاربات شديدة على الدول النامية و ذلك ما أدى إلى تخفيض قيمة العملة الذي أدى إلى ارتفاع شديد في المستوى العام للأسعار، و نقص واضح في الاحتياطات الدولية، و هروب واسع لرؤوس الأموال نحو الخارج، و فقدان ثقة المستثمرين في هذه الأسواق، و لقد كان لكل ذلك انعكاسات سلبية واضحة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية، و السياسية خاصة مع تزامن تلك الأزمات مع تنفيذ برامج التكيف الهيكلي.

4. مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج

إن أخطر ما نجم عن عوامة الأسواق المالية للبلدان النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية حيث أصبحت أقسام من هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية، و الغريب في الأمر أن ذلك يحدث في البلدان التي تعاني من عجز كبير في ميزان مدفوعاتها، و من ديون خارجية ضخمة تزداد وطأة خدمة أعبائها عبر الزمن، و التناقض الموجود هنا أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح أبوابها لرأس المال الأجنبي من خلال تقديم كل عوامل الجذب والتسابق على منح الكثير من المزايا و الإعفاءات و ازالة العقبات والحواجز، إلا أنها سمحت لأصحاب المدخرات المحلية في ضوء العوامة المالية أن يستثمروا في أي مكان في العالم.

وبالتالي فإن خروج الأموال الوطنية إلى الخارج يؤثر على ميزان المدفوعات و على قدرة البلد على التراكم و الاستثمار، و على خدمة ديونها الخارجية، وعلى التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية .

5. مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)

لقد تعرض العديد من الدول النامية من خلال تطبيق آليات التحرير المالي المحلي و الدولي إلى موجات من دخول الأموال غير المشروعة. فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف، و حرية دخول و خروج الأموال عبر الحدود الوطنية و انفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب انفتحت أمام ذلك قنوات أخرى لغسيل الأموال.

و عليه فمن خلال ظاهرة العوامة المالية قد تزايدت ظاهرة تبيض الأموال، فقد ساعدتها العوامة على الظهور و الانتشار بشكل لم يسبق له مثيل حتى ظهر إلى الوجود ما يسمى بـ " اقتصاد الظل" أو "الاقتصاد الخفي"¹ و قد بلغت عمليات غسيل الأموال 5,2 % من الناتج العالمي أي وصلت إلى حوالي 2 تريليون دولار سنة 1998²

و لغسيل الأموال عدة آثار سلبية على الاقتصاد الكلي و منها:³

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي.
- إضعاف هيبة الدولة و تشجيع التهرب من تنفيذ القوانين.
- انتشار و توسع الجريمة بكافة أشكالها الاقتصادية و الاجتماعية.

¹ رمزي زكي، المرجع السابق، ص 82.

² باري أيشينجرين ومايكل موسى " صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال " مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد4، ديسمبر1998، ص 21.

³ عبد المطلب عبد الحميد" العوامة و اقتصاديات البنوك" الدار الجامعية 2005 ، ص 34.

- فقدان الثقة في السوق المالي المحلي.
- تحويل اتجاه المستثمرين إلى نشاطات إجرامية بأرباح مرتفعة.
- التهرب الضريبي من دخول الأموال المغسولة و خسارة في الإيرادات العامة للدولة.
- و مما لا شك فيه أن لظاهرة غسيل الأموال آثار سلبية، تحاول جميع الدول محاربة هذه الظاهرة ووضع قوانين خاصة لمكافحةها.

6. حدوث الأزمات المالية

يرجع حدوث الأزمة المالية إلى وجود خلل في المؤشرات الاقتصادية للدول بالإضافة إلى انخفاض أداء الجهاز المصرفي و ضعف رقابة البنك المركزي، فوجود عجز في الميزان التجاري وانخفاض كبير في الإنتاجية يشجعان على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملة المحلية، إذا كانت قيمة العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الاقتصادي، وهذا ما حدث لدول جنوب شرق آسيا، فقد كانت العملات المحلية لهذه الدول لا تعبر عن حقيقة أوضاعها الاقتصادية وقت حدوث الأزمة أي أنها لا تعكس العجز الكبير في الميزان التجاري، والانخفاض الكبير في الإنتاجية نتيجة إفراط البنوك في منح القروض لتمويل أنشطة غير منتجة كالمضاربة على الأوراق المالية، بالإضافة إلى الإسراف في تمويل أنشطة إنتاجية هذا ما أدى بالمضاربين إلى عرض كميات كبيرة من هذه العملات الوطنية للبيع، وقد ساعد على إحداث هذه المضاربة الشديدة ضعف رقابة البنوك المركزية على أسواق العملات الأجنبية، إذ لم تكن هناك أية قيود على البنوك وغيرها من المؤسسات المالية في تعاملاتها مع سوق الصرف الأجنبي، ومع انخفاض حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي قد تجبر الدولة صاحبة العملة على رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالعملة المحلية، وذلك لتشجيع أصحاب الودائع بالعملات الأجنبية على تحويل ودائعهم بالعملة الوطنية، و بذلك يزيد الطلب على العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، و ذلك من أجل التخفيض من حدة المضاربة.¹

7. مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين المالية و النقدية

مع تزايد حدة العولمة المالية، وتزايد اندماج وتكامل الأسواق المالية المحلية مع الخارجية، ستفقد الدول سيطرتها و سيادتها الوطنية على السياسة النقدية و المالية، و تجلى ذلك من خلال فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية، مما قد يؤدي إلى حدوث التضخم، و تغير أسعار الفائدة الحقيقية.

ومع تزايد مستوى العولمة المالية فإن تحديد أسعار الفائدة ستخرج عن سيطرة البنك المركزي، حيث سترتبط أسعار الفائدة المحلية وخاصة قصيرة الأجل مع أسعار الفائدة الخارجية، لذلك فإن أي محاولة لتحديد أسعار الفائدة و أسعار الصرف قد لا تتفق مع مثيلاتها في الخارج يمكن أن تؤدي إلى حدوث تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال القصيرة الأجل نحو الدولة أو خارجها. وكل هذا سيؤدي إلى الحد من قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية و سعر الصرف لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي وذلك من خلال تأثرها بحركة رأس المال.

¹ باري جونسون " تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال "ن مجلة التمويل و التنمية، ديسمبر 1998، ص 23.

ففي ظل العوامة المالية و تكامل الأسواق المالية فإنه لا يمكن لصانعي السياسة النقدية الجمع بين ثلاث سياسات نقدية معا وهي ¹:

- أسعار الصرف الثابتة.

- حرية حركة رأس المال.

أما تأثير العوامة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر أكثر كلما تزايدت درجة العوامة المالية، ففي الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية، تلجأ الشركات و المستثمرين الكبار في الدول الصناعية للخروج باستثماراتهم لدول تكون فيها معدلات الضرائب، بل لإضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها.

كما أنه مع تزايد خروج رؤوس الأموال خارج الحدود الوطنية بسبب الضرائب ستزداد معدلات البطالة في دول نزوح رأس المال و لمقابلة ذلك ستضطر الحكومات لخفض معدلات الضرائب على الشركات مما سيؤدي لانخفاض الإيرادات الضريبية و زيادة عجز الموازنات العامة، و قد تقوم الدولة عندئذ مجرة بالتخلي عن بعض البرامج الاجتماعية.

4.6 انعكاسات العوامة المالية على أسواق رأس المال

أن تكامل الأسواق المالية في الدول النامية يترتب عليه آثار إيجابية وسلبية تتمثل في ما يلي:

1.4.6 الآثار الإيجابية :

هناك مجموعة من الآثار الإيجابية التي تترتب على العوامة المالية تتمثل في النقاط التالية:²

- إن تطور أسواق المال في الدول النامية يساعد على تعبئة المدخرات وذلك بزيادة الاستثمارات المالية المتاحة لدى المدخرات لتوسيع محافظهم المالية، وهذا بسبب انخفاض تكلفة تعبئة المدخرات وذلك التوافر أجهزة الوساطة المالية وخدماتها المتطورة التي تتيح لأصحاب الادخار فرص استثمارية كبيرة وأوعية ادخارية؛
- إن السوق الأولى تمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار الأولي والطلب على الاستثمار، أما السوق الثانوي في توفر عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية وبيع الأسهم والسندات التي يمتلكونها وتحويلها إلى نقود؛
- إن العوامة تجعل الأسواق المالية تقوم بدور القائد والموجه للادخارات الأجنبية وتوفر للدولة موارد مالية بالعملة الأجنبية دون الاعتماد على الافتراضات الخارجية وهو ما يزيد في حجم الديون؛
- كما تعمل العوامة المالية على التعبئة العالية للادخارات التي تؤثر في عملية النمو الاقتصادي لان حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات، حيث يؤدي هذا دورا كبيرا في التخصيص الجديد للموارد وزيادة النمو الاقتصادي.

¹ حازم الببلاوي " دور الدولة في الاقتصاد " دار الشروق القاهرة، مصر، 1998، ص 122-123.

² عزايي أعمار، الداوي خيرة، مرجع سبق ذكره، ص 143.

2.4.6 الآثار السلبية:

- كما اشرنا أن للعملة المالية ونمو رأس المال إيجابيات فإنها أيضا لم تسلم من سلبيات التي تؤثر على اقتصاديات الدول النامية وهي¹:
- تتميز أسواق المال الدولية بعدم الثبات والتذبذب، الأمر الذي يؤدي إلى انهيار هذه الأسواق المالية نظرا لعدم تناسق المعلومات والبيانات وانتظامها، وهو ما يلحق أضرارا بالاقتصاد بكامله؛
 - تتسم التدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بالبحث عن المضاربة في الأجل القصير، وبالتالي فإن اهتمامها سينصب على الأرباح وليس تحقيق النمو لهذه البلدان؛
 - إن صادرات الدول النامية تعتمد على المنتج الواحد ومن آثار العملة المالية هو الاندماج بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي فإن هذا سيلحق آثار سلبية عليها عند حدوث أي خلل أو أزمة داخلية وخارجية، كما أن تداول المعلومات الخاطئة من شأنه أن يؤثر على الاستقرار الاقتصادي لتلك الدول؛
 - إن تطور تكامل الأسواق المالية للدول النامية مع الأسواق المالية العالمية من شأنه أن يحدث أضرارا في أي سوق وبالتالي تحدث نفهس الأضرار المرتبطة بها؛
 - كذلك تعمل العملة المالية على التأكيد على زيادة انخفاض سيادة الدول على سياساتها النقدية فحسب (prissent)، أن السياسات النقدية لا تصمم بدون الرجوع إلى الوضعية الدولية و حتى بدون تنسيق دولي وبالتالي فقدان استقلالية الدول في اتخاذ السياسات النقدية لها هي مؤكدة وخاصة داخل الفضاء الأوروبي وتصبح الرقابة الإدارية للقرض والنقود تكاد تكون متقاربة في اقتصاديات المدينة أما اقتصاديات الأسواق المالية في متصلة ببعضها البعض.

5.5 واقع البورصات العربية

يمكن تلخيص واقع البورصات العربية في كونها ما زالت تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية؛ وربما تعزى أسباب ذلك إلى حداثة نشأة معظم هذه الأسواق أو للتطورات التاريخية التي شهدتها الأسواق المالية العربية . و قد تضافرت جملة من العوامل حالت دون قيام الأسواق المالية العربية بمهامها المأمولة محليا وإقليميا؛ الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه الأسواق و التي يمكن حصرها في ما يلي²:

1. ضآلة حجم السوق:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء. كما تتصف تلك الأسواق بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر

¹ عزاوي أ عمر ، المرجع السابق، ص 144.

² سليمان المنذري " البورصات العربية .. وهن في مرحلة الشباب " مقال متاح على الموقع:

يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء سوق الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي.

أما في جانب الطلب؛ فيلاحظ أن أحد أهم أسباب ضعفه هو ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد.

ويعتقد الخبراء المختصون في تحليل أسواق الأوراق المالية أن حجم السوق وصغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عليه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

2. ارتفاع درجة تركيز التداول :

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة الأسواق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية.

3. ضعف الفرص المتاحة للتنوع :

تتسم الأسواق المالية العربية بضعف الفرص المتاحة للمستثمر من أجل تنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار، سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات، وفي معظم الأسواق المالية العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول. ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية، مثل: قطاع المطاحن، وقطاع الأسمنت.

4. ضعف السيولة:

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات؛ حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها، وتنخفض القيمة السوقية.

ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفؤة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به الأسواق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات وكذا حجم التداول.

5. التقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تميز الأسواق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويمكن إرجاع ذلك إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية.

وهذه السمات لا تتيح للأسواق المالية العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع الأسواق المالية العالمية، بل وحتى الناشئة منها، وفي ظل هذا الواقع الذي تتميز به الأسواق المالية العربية يأتي التحرير المالي ليشكل تحدياً آخر لا بد على الأسواق المالية العربية مواجهته .

و عليه يجب تطوير الأسواق المالية العربية، وتعزيز التفاعل بينها، واقتراح الضوابط التي تمكن هذه الأسواق من مواجهة موجات التحرير و تيار العولمة.

و عليه يجب العمل على¹:

* تحديث البورصات وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في جذب رؤوس الأموال، وإعادة تدويرها لتمويل المشاريع التنموية، وهذا يتطلب استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية، وتوفير المؤسسات المالية المتخصصة لتسهيل عمليات التداول إضافة إلى التنوع في الأدوات الاستثمارية المطروحة للتداول و ذلك وفقا لما يتناسب واحتياجات المستثمرين.

* تحديث قوانين الشركات، ووضع حوافز لإنشاء شركات المساهمة.

* تتطلب مواجهة مشكلة صخر حجم الأسواق المالية العمل على معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة.

* تحسين سيولة السوق و ذلك من خلال إتباع إستراتيجيات تهدف إلى خفض القيمة السوقية للأوراق المقيدة، مثل إستراتيجية تقسيم الأسهم ذات القيمة الكبيرة إلى أسهم صغيرة القيمة وإستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، كما يمكن تحسين سيولة السوق بتشجيع إنشاء صناديق الاستثمار وتشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية .

* ضبط حركة الأسعار من خلال إنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها الهام في امتصاص الخلل في آلية العرض والطلب بالشراء لكل من يرغب في البيع، والبيع لكل من يرغب في الشراء بأسعار عادلة من شأنها أن تضع قيودا على التقلبات السعرية في حالة الخلل بين العرض والطلب.

* و من أجل مواجهة تحديات العولمة المالية يتطلب الأمر وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق، حتى لا تتحول البورصة إلى مسرح للمضاربات، وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع القائمة.

* تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها، خاصة في ظل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني و التي تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم.

* تحسين مناخ الاستثمار المحلي و العمل على دعم و جذب الاستثمارات الأجنبية.

* تعميق الوعي الادخاري.

* تبني التقنية الحديثة في تجارة الخدمات المالية.

* العمل على الرفع من كفاءة و فاعلية المؤسسات .

* تطوير الأساليب المعمول بها في الأسواق المالية لتتلاءم مع أحدث التقنيات العالمية المتاحة .

¹ سليمان المنذري " البورصات العربية وصفة للعلاج" مقال متاح على الموقع:

*تطبيق أفضل أساليب الإدارة والاستفادة من الخبرات ذات المستوى الفني و المهارة العالية.

6.5 تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008 – 2019):

يقوم صندوق النقد العربي باحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة (يعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها الدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية)، كما يقوم أيضا باحتساب مؤشر خاص بكل سوق وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش المتسلسل وتحسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة. حيث في بداية الأمر يتم احتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملة المحلية لكل دولة ثم يقوم بعد ذلك بتحويل أسعار الأسهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي وفي الأخير حساب قيمة المؤشر، ويشمل مؤشر الصندوق المركب مؤشرات الأسواق المالية المنتمة إليه وعددها ستة عشر (16). وستتطرق في هذا العنصر إلى معرفة مختلف البورصات العربية المنتمة إلى صندوق النقد العربي وكذا أو زاها في الصندوق وفي الأخير نقوم بتحليل مبسط لمؤشر المركب الذي يقوم الصندوق باحتسابه لمعرفة تطور أداء الأسواق المالية العربية:¹

1.6.5 القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي: تختلف القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق

النقد العربي وذلك راجع إلى أداء كل سوق، وفي الجدول الموالي يبين ذلك:

¹ سعيدة حمادي، نبيلة عرقوب، بلال شيخي، واقع ومعوقات أداء البورصات العربية-دراسة تحليلية لبورصة الجزائر خلال الفترة(2008-2019)، مجلة الريادة لإقتصاديات الأعمال، المجلد7، العدد2، جامعة أحمد بوقرة بومرداس ، الجزائر، 2021، ص 491.

الجدول رقم (2): القيمة السوقية للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع 2019

الترتيب	السوق	عدد الشركات المدرجة في السوق	القيمة السوقية(مليون دولار أمريكي)
1	السعودية	75	329918.967
2	قطر	34	120541.404
3	أبو ظبي	37	94704.588
4	الكويت	73	82230.542
5	المغرب	36	49251.854
6	دبي	25	48219.680
7	مصر	76	39868.328
8	البحرين	28	20796.909
9	عمان	103	19513.557
10	الأردن	94	18418.580
11	تونس	45	8908.132
12	لبنان	11	3646.075
13	سوق فلسطين	21	1919.109
14	سوق الخرطوم	21	1650.756
15	سوريا	13	443.633
16	الجزائر	2	104.300

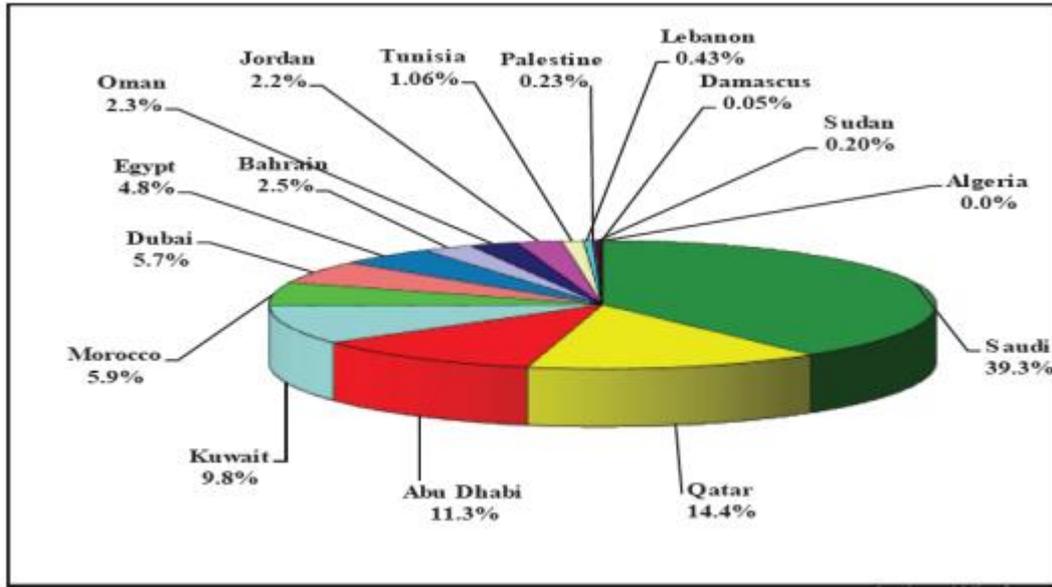
المصدر: سعيدة حمادي، نبيلة عرقوب، بلال شيخي، واقع ومعوقات أداء البورصات العربية-دراسة تحليلية لبورصة الجزائر خلال الفترة(2008-2019)، مجلة الريادة لإقتصاديات الأعمال، المجلد7، العدد2، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2021، ص 491.

تتصدر بورصة السعودية الترتيب بقيمة سوقية تقدر ب 329918.967 مليون دولار أمريكي وبعدهد شركات بلغ 75 شركة مدرجة في المؤشر، تليه بورصة قطر، بينما تأتي بورصة الجزائر في ذيل الترتيب بقيمة سوقية تقدر ب 104.300 مليون دولار أمريكي وعدد شركات مدرجة يقدر بشركتين.

2.6.5 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي:

بالاعتماد على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في كل بورصة عربية والتي تعكس حجم السوق حددت أوزان البورصات العربية في المؤشر المركب للصندوق، والشكل الموالي يوضح أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع لسنة 2019. من خلال الدائرة النسبية نلاحظ الأوزان المختلفة لمختلف البورصات العربية، حيث نجد بورصة السعودية صاحبة أعلى قيمة سوقية تحتل أكبر نسبة وهي 39.3% وتليها بورصة قطر بنسبة 14.4%، وبالمقابل نسبة وزن بورصة الجزائر يقدر ب 0.01% وبقيمة سوقية بلغت 104.300 مليون دولار أمريكي، والشكل الموالي يوضح هذه الأوزان:

الشكل رقم (6): أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي للربع الرابع 2019

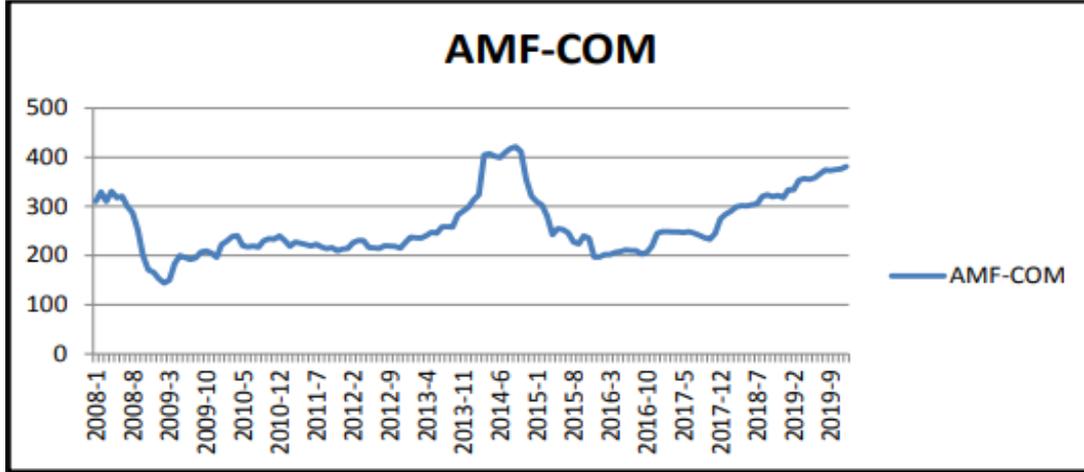


المصدر: سعيدة حمادي، نبيلة عرقوب، بلال شيخي، المرجع السابق، ص 492.

3.6.5 تحليل تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008-2019):

من خلال المؤشر المركب (AMF-COM) الذي يقوم بحسابه الصندوق، تحصلنا على سلسلة بيانات لتطور البورصات العربية مجتمعة وهي ممثلة في المنحني البياني التالي:

الشكل رقم (7): منحني بياني للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2008-2019)



المصدر: سعيده حمادي، نبيلة عرفوب، بلال شيخي، المرجع السابق، ص 492.

سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضا بنسبة 53.04% مقارنة بسنة 2008 ليصل إلى 150.5 مليون دولار أمريكي في منتصف سنة 2009 وهي أقل قيمة مسجلة طول فترة الدراسة، بعدما كانت سنة 2008 تقدر بـ 320.5 مليون دولار، وهذا جراء انعكاس تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 على أداء البورصات العربية بشكل ملحوظ، ويهدف احتواء تداعيات الأزمة والحد من أثارها على القطاعات المالية بشكل عام اتخذت البلدان العربية مجموعة من التدابير والإجراءات لتحسين الأسواق المالية ودعم استقرارها كضخ السيولة في القطاع المصرفي وفي أسواق الأوراق المالية، ولقد أثرت هذه الجهود إذ ارتفعت قيمة المؤشر إلى 240 مليون دولار في نهاية سنة 2010، أي بزيادة قدرت بـ 89.5 مليون دولار أمريكي.

اتسم أداء الأسواق المالية العربية بالهدوء وبالتحسين الملموس خلال السنتين (2010 - 2012)، وهذا يسبب تحسن أداء البورصات العربية بصفة فردية بعد التعافي النسبي من آثار الأزمة المالية العالمية، إذ تراوحت القيم المسجلة خلال السنتين ما بين (200-250) مليون دولار، ولقد واصلت الأسواق المالية العربية اتجاهها التصاعدي الذي باشرته منذ النصف الثاني من عام 2012، مسجلة ارتفاعات ملحوظة خلال سنة 2014، حيث كانت الأعلى على المستوى الفصلي منذ أكثر من ست سنوات، حيث سجلت ارتفاعا بلغت نسبته 36.4% خلال هذا الربع وهو الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية، استمر الأداء الإيجابي لغالبية الأسواق العربية خلال الفترة من سنة 2013 إلى غاية سبتمبر 2014 ليشهد فترة جني الأرباح، حيث سجلت أعلى نسبة لها وقدرت بـ 421.4 مليون دولار أمريكي ولم تصل إلى هذه القيمة منذ ست (06) سنوات وهذا بنسبة بلغت 41.23%، كما ارتفعت القيمة السوقية لمجموع الأسواق المالية بزيادة بلغت 116.6 مليار دولار لتصل إلى 1249.3 مليار دولار في نهاية مارس 2014، وهذا راجع لارتفاع أسعار النفط في أسواق النفط العالمية ما أدى إلى تحسن أداء الأسواق المالية العربية.

الخلاصة:

لقد تم من خلال هذه المطبوعة البيداغوجي التعرض لنشأة وتطور الأسواق المالية متضمن التعريف بالسوق المالية وأهم الوظائف التي تقوم بها وكيف يمكن تنظيم السوق المالية وآليات التعامل في الأسواق المالية كما تم تعرض إلى تقسيمات هذه الأسواق ثم التعرض إلى الأدوات الاستثمار في الأسواق المالية الدولية.

ولكي تؤدي هذه الأسواق وظائفها يجب عليها أن تنوع الأدوات المالية حيث نجد أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق تنقسم بين الأدوات الملكية كالأسهم وأدوات مديونية كالسندات كذلك المشتقات المالية ، وهذا التنوع يجعل من هذه الأسواق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات.

ومع ظهور ظاهرة العولمة المالية فإن هذا أثر على أسواق رأس المال، ولذا على هذه الأسواق مواكبة التغيرات والتطورات التي تحدث في العالم مما أدى إلى اندماج الأسواق المحلية والأسواق العالمية وحرية تنقل رؤوس الأموال.

فالعولمة المالية تحدث جملة من المخاطر و الانعكاسات السلبية على المتغيرات الاقتصادية الكلية والاستقرار الاقتصادي خاصة في حالة حدوث حركات فجائية في رؤوس الأموال القصيرة الأجل، كما أنها قد تعرض النظام المصرفي لأزمات حادة بفعل دخول الأموال القذرة، و مضاربات جنونية، و هروب الأموال الوطنية و توجيهها نحو الخارج، و كذا التقليل من السيادة الوطنية في مجال تطبيق السياسات النقدية و المالية.

خلاصة القول يمكن القول أن مستقبل التنمية و النمو في الدول النامية و إيجاد بيئة اقتصادية متجددة ومستقرة يتطلب نظاما ماليا شامل و متكامل قادر على المنافسة، منفتح على العالم يشجع الاستثمار ويجوز على ثقة المستثمر المحلي و الأجنبي. وأخيرا؛ إذا كانت العولمة كما يقال هي نوع من الهيمنة الرأسمالية المتوحشة التي تضع الفرد قبل المجتمع و الاستهلاك قبل الإنتاج و المال قبل القيم، فإنه يتعين علينا في هذه الوضعية أن نتساءل إلى أين ستقودنا عولمة الأسواق المالية مستقبلا رغم كل ما حدث و يحدث؟

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب:

- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في لبورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومة للطبع، الجزائر، 2002.
- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر 2002.
- حازم الببلاوي " دور الدولة في الاقتصاد" دار الشروق القاهرة، مصر، 1998.
- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا، السواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار للنشر، الأردن.
- حسين بن الهاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، ادواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن.
- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر، دار الجامعة الإسكندرية، مصر 2001.
- خالد وهيب الراوي، السواق المالية والنقدية، دار الميسرة، عمان، الأردن، 1999.
- خيرى علي الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 2005.
- دريد محمد السامرائي، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية ، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2006.
- رمزي زكي " العولمة المالية"، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي،، مصر، 1999.
- سعد التوفيق عيد، ندية أبو فخر، الأسواق والمؤسسات المالية، طبعة دار السلام، القاهرة، مصر 2003.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، 2005.
- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006.
- صلاح الدين السيسي، " دراسات نظرية وتطبيقية : قضايا إقتصادية معاصرة " ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة 2003.
- عاطف وليم اندراوس، السياسية المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- عبد السلام أبو قحف، إقتصاديات الأعمال والإستثمار الدولي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، دار جامعة الإسكندرية، مصر 2001.

- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص39.
- عبد المطلب عبد الحميد" العولمة و اقتصاديات البنوك" الدار الجامعية 2005.
- عبد المنعم محمد التهامي، دراسات في السواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، مصر، 2004.
- علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- عمر صقر، " العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة " ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 .
- عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001.
- فريد النجار، " البورصات و الهندسة المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999.
- فؤاد أبو ستيت، التكتلات الاقتصادية في عصر العولمة، الدار المصرية اللبنانية للنشر، 2004 .
- محب خلة توفيق، الهندسة المالية، الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
- محمد صبح، الابتكارات المالية، ط1، بدون دار نشر، 1998.
- محمد صفوت قابل، نظريات وسياسات التنمية الإقتصادية، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، مصر، 2008 .
- محمد يوسف، " البورصة "، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، 2004.
- مراد كاظم، البورصة و أفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، المكتبة الجامعية، مصر، 1976.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، مصر، 2016
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر، منشأة المصاريف، الإسكندرية، مصر. 1998.
- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر ومحاور، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1990.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الأولى، ناشر خاص، مصر، 2015.
- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، 1997، ص88.
- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2003.
- هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2019 .
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار السهل اللبناني، لبنان، 2003.

2. الرسائل الجامعية:

- بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي دراسة حالة : " الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي" رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر - بسكرة- الجزائر، 2013.
- دادو سلوم عبد الحسين الخزرجي الخصخصة في البلدان النامية بين متطلبات التنمية ودوافع الإستثمار الأجنبي المباشر مع إشارة خاصة إلى العراق، أطروحة دكتوراه، قسم الإقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008.
- رشام كهينة، واقع و آفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاديات المالية و البنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009.

3. المجالات:

- باري أيشينجيرين ومايكل موسى " صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال " مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد4، ديسمبر1998، ص 21.
- باري جونسون" تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال " مجلة التمويل و التنمية، ديسمبر 1998.
- برودي نعيمة، كفاءة الأسواق المالية وإستراتيجيات الإستثمار في الأسهم والسندات، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد 10، العدد 1، جامعة تلمسان، الجزائر، 2011.
- جلابة علي ، لرباع الهادي، الترويج للاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر: الواقع والمتطلبات، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد:11، العدد:02، جامعة باجي مختار - عنابة، الجزائر، 2019.
- حسان خضر ،"تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004.
- سعيدة حمادي، نبيلة عرقوب، بلال شيخي، واقع ومعوقات أداء البورصات العربية-دراسة تحليلية لبورصة الجزائر خلال الفترة(2008-2019)، مجلة الريادة لإقتصاديات الأعمال، المجلد7، العدد2، جامعة أحمد بوقرة بومرداس ، الجزائر، 2021.
- عاس مصعب، باهي نوال، إنعكاسات عوامة الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحدث للدراسات المالية والإقتصادية، العدد1، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2018.
- عزوي أعمار، الداوي خيرة، تأثير العوامة المالية على الأسواق المالية، مجلة دراسات-العدد الاقتصادي- المجلد 3، العدد، 2، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012.

4. المنتقيات:

- جبار محفوظ، مريم عديلة، بن يوب فاطمة، استراتيجية اللامساواة كنموذج تمويلي معاصر: دراسة حالة تونس مدخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: " سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات " جامعة بسكرة - الجزائر، يومي 21 - 22 نوفمبر 2006 .
- ساعد مرابط، أسماء بلميهورب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مدخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة محمد خبضر - بسكرة - الجزائر، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006.
- عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي الخامس عشر لأسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات المتحدة العربية، أيام 6، 7، 8 مارس 2007.
- يعقوب علي جانفي، علم الدين عبد الله بانقا، تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاسها على الوضع الاقتصادي، في: المنظمة العربية للتنمية الإدارية. مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI ورشة عمل تجارب عربية في جذب الاستثمار الأجنبي، شرم الشيخ، مصر، 2006.

5. المقالات الإلكترونية:

- سليمان المنذري " البورصات العربية .. وهن في مرحلة الشباب " مقال متاح على الموقع:

www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml.

- سليمان المنذري " البورصات العربية وصفة للعلاج " مقال متاح على الموقع:

www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml

- رحيم حسين، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمار مقال متاح على الموقع:

<https://www.vapulus.com>

- badr-CU34.ibda3.org
- F Mishkin, Monnaie, banque et marché financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris2010
- Lawrence D.Schall, introduction to financial management, new york, 1988.
- New york stock exchange, Glossary of terms and acronyms.
- Alasrag. Hussien, "foreign direct development policies in the arab countries", MPRA Paper No. 2230, posted 07. November 2007, p.11, Available at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2230/>.