

Université du 20 Aout 1955 Skikda
Faculté des Sciences Economiques
commerciales et Sciences de Gestion
Département des Sciences
Economiques



جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية
وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة بيداغوجية

بعنوان:

محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية

شعبة علوم اقتصادية

موجهة لطلبة سنة أولى ماستر

تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد: د. سلامات عقيلة

الرتبة: أستاذ محاضر ب

السنة الجامعية: 2021-2022

فهرس المحتويات

المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية	
أولاً- الوساطة المالية والتمويل عبر الأسواق	المحاضرة 01:
ثانياً- تصنيف الاسواق المالية	ماهية الأسواق المالية
ثالثاً- الأدوات الرئيسية المتداولة في الأسواق المالية	
أولاً- تعريف البورصة	المحاضرة 02:
ثانياً- آليات عمل سوق القيم المنقولة	أساسيات حول عمل الاسواق المالية
أولاً- مفهوم كفاءة الأسواق المالية	المحاضرة 03:
ثانياً- إثبات فعالية الأسواق عن طريق البحوث المالية	كفاءة الأسواق المالية
ثالثاً- نتائج كفاءة الأسواق المالية	
المحور الثاني: ماهية الأسواق المالية الدولية وأهميتها الاقتصادية	
أولاً- مفهوم الأسواق المالية الدولية	المحاضرة 04:
ثانياً- عناصر قيام السوق المالي الدولي	ماهية الاسواق المالية الدولية
ثالثاً- نشأة الأسواق المالية الدولية	
رابعاً- أهمية الأسواق المالية الدولية	
أولاً- مميزات الأسواق المالية الدولية قبل ظهور العولمة المالية	المحاضرة 05:
ثانياً- مميزات الأسواق المالية في ظل العولمة	العولمة وتطور الأسواق المالية الدولية
أولاً- تنظيم الأسواق المالية الدولية	المحاضرة 06:
ثانياً- المتعاملون في الأسواق المالية الدولية	تنظيم الأسواق المالية الدولية والأطراف المتدخلة فيها
المحور الثالث: أنواع الأسواق المالية الدولية، والأدوات المتداولة فيها	
أولاً-الأسواق الخارجية للعملات (eurocurrencies or offshore currency markets)	المحاضرة 07:
ثانياً- الأسواق الخارجية للقروض (Les marchés des eurocrédits)	الأسواق الخارجية للعملات والأسواق الخارجية للقروض

فهرس المحتويات

ثالثا- مثال حول كيفية خلق ودائع الأورو عملات وتحولها إلى أورو قروض	
رابعا- سلبيات الأسواق الخارجية للعملات والقروض	
أولا- الأسواق الدولية للسندات	المحاضرة 08:
ثانيا- أسواق الأسهم الدولية	الأسواق الدولية لرأس المال (السندات والأسهم)
أولا- تعريف سوق صرف العملات الأجنبية (الفوركس FOREX)	المحاضرة 09:
ثانيا- وظائف سوق صرف العملات الأجنبية	سوق صرف العملات الأجنبية (الفوركس FOREX)
ثالثا- خصائص سوق صرف العملات الأجنبية	
رابعا- الأطراف المتعاملة في سوق الصرف الأجنبي	
خامسا- المصطلحات والرموز في سوق الصرف الأجنبي	
المحور الرابع: المشتقات المالية	
أولا- مفهوم العقود الآجلة والمستقبلات	المحاضرة 10:
ثانيا- الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	العقود الآجلة والمستقبلات (Futures, forwards)
ثالثا- أنواع العقود الآجلة	
رابعا- المتعاملون في سوق العقود الآجلة	
خامسا- المعاملات في سوق العقود الآجلة ونظام التسوية	
أولا- مفهوم الخيارات المالية	المحاضرة 11:
ثانيا- أنواع الخيارات	الخيارات المالية "Les options"
ثالثا- تقييم نظرية الخيارات للأصول المالية	
أولا- عقود المبادلات المالية (Swaps)	المحاضرة 12:
ثانيا- مشتقات القرض	عقود المبادلات المالية (Swaps) ومشتقات القرض

فهرس المحتويات

المحور الخامس: تنظيم الأسواق المالية الدولية	
أولاً- شفافية الاسواق المالية الدولية	المحاضرة 13: شفافية الأسواق المالية الدولية وأنظمة الرقابة عليها
ثانياً- الرقابة على الأسواق المالية الدولية	
أولاً- المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (IOSCO)	المحاضرة 14: الهيئات المنظمة لنشاط الأسواق المالية الدولية
ثانياً- أهم الهيئات الإقليمية لتنظيم الأسواق المالية	
المحور السادس: أهم الأسواق المالية الدولية	
أولاً- مفهومها	المحاضرة 15: المراكز المالية الدولية
ثانياً- أنواع المراكز المالية الدولية	
ثالثاً- خصائص المركز المالي الدولي	
رابعاً- أهم المراكز المالية الدولية	
أولاً- مفهوم المراكز المالية خارج الإقليم (off-shore)	المحاضرة 16: المراكز المالية خارج الإقليم (نظام الأوفشور off-shore) (shore)
ثانياً- الفرق بين مفهومي "الجنات الضريبية" والمركز المالي خارج الإقليم	
ثالثاً- أنواع المراكز المالية خارج الإقليم	
رابعاً- خصائص المراكز المالية خارج الإقليم	
خامساً- النشاطات المالية الرئيسية للمراكز المالية خارج الإقليم	
المحور السابع: علاقة الأسواق المالية الدولية بالنمو الاقتصادي	
أولاً- مفهوم تحديث النظام المالي	المحاضرة 17: علاقة تحديث النظام المالي بالنمو الاقتصادي
ثانياً- المقاربة النظرية للعلاقة بين التحديث المالي والنمو الاقتصادي	
أولاً- مزايا الانفتاح على الأسواق المالية الدولية	المحاضرة 18: إشكالية الانفتاح على الأسواق المالية الدولية في
ثانياً- شروط الانفتاح المالي الدولي وإشكالية العتبة	

فهرس المحتويات

البلدان النامية	ثالثا- استراتيجية الانفتاح المالي المتدرج في البلدان النامية
-----------------	---

تمهيد:

شهدت الأنظمة المالية العالمية منذ ما يقارب نصف قرن تحولات غير مسبوقة، أدت إلى تغيير جذري في سلوك المؤسسات المالية، وحدث ثورة هائلة في وسائل تعبئة رؤوس الأموال، وقد ساهم انفتاح الأسواق المالية الوطنية للدول على بعضها البعض في نسج علاقات متشابكة فيما بينها؛ مولدة بذلك فضاءات هامة للنشاط المالي الدولي في سياق يتميز بهيمنة ظاهرة العولمة.

أدى اتساع النشاط المالي على المستوى الدولي، وتزايد عدد المتدخلين في الأسواق المالية الدولية (دول، بنوك، مؤسسات عابرة للحدود، صناديق الاستثمار وتنظيمات التوظيف الجماعي لرؤوس الأموال.....إلخ) رغبة في استغلال فرص التمويل المتاحة على مستوى هذه الأسواق، أدى ذلك إلى تزايد تعقيد المعاملات والمنتجات المالية المتداولة فيها، بالإضافة إلى تصاعد حدة المخاطر المرتبطة بنشاط هذه الأسواق والتي انتهت في بعض الأحيان بحدوث أزمات عنيفة.

بناء على ذلك تقدم هذه المطبوعة البيداغوجية لمقياس الأسواق المالية الدولية المقرر على طلبة السنة الأولى ماستر، اقتصاد نقدي وبنكي، مختلف الجوانب النظرية، والتقنيات المطبقة على مستوى الأسواق المالية الدولية للعمليات، رؤوس الأموال، والمشتقات المالية، بهدف تمكين الطلبة من التحكم في التقنيات المتعلقة بالمنتجات الرئيسية المتداولة على مستوى الأسواق المالية الدولية، بالإضافة إلى آليات التعامل، وأدوات تغطية الأخطار على المستوى الدولي.

المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

المحاضرة 01: ماهية الأسواق المالية

تمهيد:

يطلق مصطلح السوق المالي على الفضاء الذي تصدر فيه وتتداول مختلف الأوراق المالية، وهناك من يطلق عليه مصطلح البورصة، وهو المفهوم الضيق للسوق المالي.

ويعد السوق المالي فضاء للالتقاء بين المدخرين والمستثمرين، حيث يوجد في كل الاقتصادات أعوان اقتصاديون يملكون فوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أعوان أصحاب العجز يسعون إلى الاستثمار، لذلك فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد والمؤسسات ذات الاحتياجات التمويلية، وذلك من خلال المؤسسات والأدوات المالية المتنوعة.

أولاً- الوساطة المالية والتمويل عبر الأسواق:

مع التطور الاقتصادي، لم تعد العلاقات المالية البسيطة بين الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض في التمويل، والأعوان ذوي العجز التمويلي قادرة على مواكبة هذا التطور، نظراً لصعوبة التوفيق بين المصالح المتعارضة لهذه الأطراف، وقد أدت محدودية العلاقة المباشرة بين الأفراد إلى بروز دور الوساطة في التمويل لتلبية الحاجيات التمويلية المتزايدة، ويمكن تمييز شكلين للوساطة المالية:

1- وساطة مالية غير مباشرة: تكون عن طريق النظام البنكي بفضل قدرته على الاستجابة للطلبات المتنوعة للأعوان الاقتصاديين، خاصة من حيث العوائد، والآجال، بالإضافة إلى تحمل المخاطر، حيث يضمن التمويل غير المباشر تحقيق التوافق بين إرادة المدخرين في حيازة أدوات مالية قصيرة المدى، وإرادة المستثمرين في إصدار أدوات دين طويلة المدى.

ورغم تراجع دور الوساطة المالية البنكية، إلا أنه لا يمكن التخلي عنها لعدة أسباب أهمها:

- جزء من الأعوان الاقتصاديين خاصة الأسر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يمكنها الوصول للتمويل عبر السوق، وتبقى دائماً بحاجة إلى اللجوء للقروض البنكية؛
- بعض العمليات المالية لا يمكن إجراؤها أبداً عبر الأسواق (توزيع القروض، المقاصة بين المؤسسات، الاكتتاب في عقود التأمين... إلخ).

2- وساطة مالية مباشرة: تكون عبر الأسواق، وتتم عن طريق اصدار أدوات أولية تعرض للاكتتاب المباشر من طرف الأعوان ذوي القدرة على التمويل عبر الأسواق المالية.

أ- مزايا التمويل عبر الأسواق المالية: يوفر التمويل المباشر على الأقل خمسة مزايا مقارنة بالتمويل البنكي غير المباشر¹:

- يتم التمويل المباشر على نطاق واسع وبتكلفة أقل، حيث يمكن لعدد هائل من الأعوان ذوي الفائض التمويلي الانخراط في العملية التمويلية في إطار يتميز بالشفافية، وإحلال شروط المنافسة محل الاحتكار الذي تتميز بها الوساطة البنكية (البنك يتحكم جيدا في معدلات الفائدة، وأسعار الأصول)؛
- توحيد معايير اصدار الأصول الأولية، والتي يتم تداولها لاحقا عبر الأسواق المالية الثانوية؛
- يوفر العدد الهائل للأصول التي يتم إصدارها وتداولها التنوع الذي يبحث عنه المستثمرون والمدخرون؛
- سهولة تحويل الآجال، حيث يمكن للأعوان ذوي العجز في التمويل إصدار أدوات مالية طويلة الأجل (يمكن أن تصل نظريا إلى 99 سنة)، وفي نفس الوقت لا يكون الأعوان ذوي القدرة على التمويل مجبرين على حيازتها إلا لفترة زمنية قصيرة؛
- سيولة الأصول، أي القدرة على تحويل الأصول بسهولة إلى تدفقات نقدية، حيث أن الطرف الحائز للأصول يمكنه بسهولة التخلي عنها لطرف آخر نظرا لوجود عدد كبير من المشتريين المحتملين على مستوى السوق الثانوي، ومرونة الإجراءات التنظيمية.

ب- عيوب التمويل عبر الأسواق المالية: يعاني التمويل عبر الأسواق المالية من عدة عيوب منها²:

- التعقيد المتزايد للمنتجات المالية المعروضة والمتداولة عبر الأسواق؛
- العدد الكبير جدا للأطراف المصدرة للأصول المالية؛
- ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، ما يجعل من المستحيل على المدخريين الحصول على نفس المعلومات حول وضعية الأطراف المصدرة للأصول المالية؛

¹Paul-Jacques Lelmann, (2014) : Economie des marchés financiers, 2édition, ouvertures économiques, Paris, p14

² Ibid,p15

- ارتفاع حدة تقلبات العوائد وأسعار الأصول المتداولة؛
- عدم قدرة الأعوان الاقتصاديين على تسيير أصولهم بشكل مباشر واللجوء إلى ترتيبات متخصصة تقوم بتسيير مبالغ مالية هائلة، ما يجعلها قادرة على التأثير سلبا على استقرار الأسواق، خاصة في أوقات الازمات.

ثانيا- تصنيف الاسواق المالية:

توجد تصنيفات مختلفة للأسواق المالية نذكر منها:

1- التصنيف على أساس المعايير التقنية: يمكن تمييز ثلاث تقنيات مالية مهمة يتم على أساسها تصنيف الاسواق المالية وهي¹:

أ- تقنيات التبادل: وتركز على الوساطة البنكية قصيرة المدى (أقل من سنة)، حيث يمكن تصنيف الأسواق إلى:

- أسواق الصرف (الفورية او الآجلة) والتي تقوم على شراء وبيع العملات؛
 - الأسواق النقدية ما بين البنوك الوطنية والدولية، والتي تقوم على الاقراض والاقتراض.
- ب- تقنيات تمويل الاستثمارات والتوظيف المالي:** وتشمل الأسواق المالية التقليدية والتي يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام:

- سوق القروض الدولية؛
- سوق القيم المنقولة والمتمثلة أساسا في الاسهم (أوراق الملكية) والسندات (أوراق الدين)؛
- أوراق الدين القابلة للتفويض (TCN) مثل الاوراق التجارية، وشهادات الإيداع التي لا يتم تداولها عبر البورصة؛

ج- تقنيات التغطية ضد الاخطار (التحوط)، والمضاربة وأسواق المشتقات: وتشمل الأسواق المنتظمة والغير منتظمة التي تتداول فيها المشتقات المالية (العقود الآجلة، عقود الخيارات، عقود المبادلة)، وعلى عكس الاسواق الفورية تعد أسواق المشتقات المالية أسواقا آجلة تتداول فيها أدوات مشروطة، (نتطرق إليها لاحقا).

¹ Le contexte des marchés financiers, <https://www.editions-ellipses.fr>, consulté le 10/02/2022, p 9

2- التصنيف على أساس تاريخ العملية: حيث يمكن تصنيف الأسواق إلى :

- سوق أولي، وهو سوق الإصدارات الجديدة، والتي تشمل الأوراق المالية المصدرة حديثا خلال فترة لا تتجاوز بضعة أيام؛
- سوق ثانوي، وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق التي تم إصدارها في السوق الأولي.

3- التصنيف على أساس مكان إجراء العملية المالية:

يعد هذا التصنيف مهما جدا من الجانب القانوني، حيث يمكن أن نميز ثلاثة حالات¹:

- العمليات الوطنية التي يقوم بها متعاملون محليون، وتخضع للقوانين والقواعد التنظيمية المحلية؛
- العمليات الأجنبية، والتي يقوم بها المتعاملون في بلد أجنبي، وتخضع في نفس الوقت لقوانين الساحة المالية المستقبلية، وقوانين البلد الاصيل للمتعامل؛
- العمليات ذات الطابع الدولي، وتتمثل أساسا في العمليات التي تتم عبر الأسواق الدولية (الأسواق الدولية للسندات والقروض والعملات... إلخ)، أو ما يطلق عليه مصطلح أسواق الأورو (les euromarchés)، وتخضع أغلب هذه الأسواق للقانون الانجليزي او القانون الأمريكي لأنها قوانين تتميز بمرونة عالية، يتم إجراء هذه العمليات عن طريق اتحادات بنكية.

4- التصنيف على أساس القواعد التنظيمية: حيث يمكن تمييز صنفين من الأسواق:

- الأسواق الغير منتظمة (over the counter)، وهي أسواق يلتقي فيها المتعاملون مباشرة، حيث يتم تحديد الأسعار وشروط المعاملات بحرية، لكن ذلك ينطوي على خطرين جوهريين، يتعلق الأول بخطر الطرف المقابل، أي خطر عدم تنفيذ أحد الاطراف للعقد(التسليم أو التسوية)، أما الثاني فيتعلق بخطر السيولة، أي عدم إمكانية إيجاد الطرف المقابل (المشتري)، وبالتالي يكون المتعامل مجبر على انتظار تاريخ الاستحقاق؛
- الأسواق المنتظمة، وهي اسواق رسمية تخضع لمعايير موحدة فيما يتعلق الكمية، النوعية، تاريخ التسليم، عملة التسوية... إلخ. ويتم تسيير المعاملات من طرف هيئات رسمية، وتتميز هذه الأسواق بانخفاض درجة المخاطرة مقارنة بالأسواق الغير منتظمة.

¹ Le contexte des marchés financiers, op.cit, p 11

5- التصنيف حسب صيغ التسوية والتسليم: حيث يمكن تمييز:

- الأسواق الفورية: حيث تتم التسوية والتسليم عند إبرام العقد (واقعا يمكن أن يستغرق ذلك عدة أيام لأسباب لوجيستية)؛
- أسواق آجلة مغلقة: يتم التسوية والتسليم في تاريخ محدد في المستقبل، وضمن شروط محددة، حيث يكون الأطراف مجبرين على تنفيذ العقد؛
- أسواق آجلة شرطية: وتتمثل في أسواق الخيارات، حيث تكون المعاملات مرتبطة بشروط السوق في تاريخ الاستحقاق (نتطرق إليها بالتفصيل لاحقا)

6- التصنيف على أساس الأخطار المالية: ونميز أساسا أسواق المشتقات المالية باعتبار أن لها هدفين أساسيين مرتبطين بالأخطار المالية يتعلق الهدف الأول بالتغطية ضد الأخطار، أما الثاني فيتعلق بالمضاربة على هذه الاخطار حيث يمكن تصنيف هذه الأخطار إلى ثلاثة مجموعات:

- الأخطار المرتبطة بأسعار الفائدة؛
- الأخطار المرتبطة بأسعار الصرف؛
- الأخطار المرتبطة بتقلبات أسعار الأصول المالية (أخطار السوق).

ثالثا- الأدوات الرئيسية المتداولة في الأسواق المالية:

1- مفهوم الأدوات المالية:

الأدوات المتداولة في السوق المالي هي عبارة عن عقود مالية، وتمثل بالنسبة لحاملها في الزمن (t) وعدا وليس ضمانا بالحصول مقابلها على تدفقات نقدية في الزمن (t+Δt) إما من خلال بيعها، أو بالحصول على العوائد المرتبطة بها، ويمكن تصنيف الادوات المالية المتداولة في الاسواق وفق ثلاثة معايير¹:

- **معيار الكفاءة:** على المدى الطويل، تحقق بعض الاصول أداء أعلى من أداء أصول أخرى بما في ذلك الأصول الخالية من الخطر، وتتمثل هذه الأصول غالبا في السندات السيادية التي تولد عوائد أعلى من المعدل الخالي من المخاطر،

¹ Jérémy Morvan, (2009) : Marchés et instruments financiers, édition Dunod, Paris, France, p4

- معيار التنوع: حيث أن بعض فئات الاصول تكون لها علاقة سلبية أو ضعيفة مع فئات الاصول الأخرى، وهو ما يفتح المجال لتنوع محفظة الادوات المالية وتحسين الربحية وتخفيض الخطر؛
- معيار عدم التكرار: حيث أن كل فئة من الأدوات المالية المتداولة تحمل صفات خاصة وسلوك خاص في الاسواق المالية ينعكس من خلال الثنائية (المردودية- الخطر).

2- أنواع الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي:

إن المفهوم السابق للأدوات المالية يعد ناقصا، حيث أن كل نوع من الادوات ينفرد بخصائص تميزه عن الادوات الأخرى، وعليه فإن تحديد المفهوم الدقيق يرتبط بكل نوع على حدا

أ- الأسهم: السهم هو ورقة تثب ملكية حامله لجزء من رأس مال مؤسسة معينة، أي أن حامل السهم هو شريك في هذه المؤسسة ويمكنه الحصول مستقبلا على عوائد مالية إما في شكل أقساط ، أو في شكل هامش ربح عند إعادة بيع السهم على مستوى السوق المالي¹.

ويترتب عن حيازة السهم مجموعة من الحقوق نلخصها في الجدول الآتي:

الجدول (01): الحقوق المرتبطة بحيازة الأسهم

حقوق مرتبطة بالملكية	حقوق مالية
حق التصويت	الحق في الحصول على الأرباح (الاقساط)
الحق في حضور الجمعية العامة للمساهمين (حق التسيير)	الحق في الحصول على أسهم مجانا
الحق في الحصول على المعلومات المتعلقة بالسهم	حق تفضيلي في الاكتتاب
.....

Source : Joel Priolon, (2007): Les marchés financiers, Agro Paris Tech, www.agroparistech.fr, consulté le 10/02/2022, p9

وتنقسم الاسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

¹ Didier Marteau, (2021) : Lees marchés de capitaux, 3e édition, Dunod, Paris, France, p2

• **الأسهم العادية:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الاولية، ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوي، حيث تتعرض قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، وتعد الاسهم العادية الاداة الاولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة التصفية فإنها آخر ما يتم تسديده؛ وتتم الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل¹:

- في المرحلة الاولى يتم الاكتتاب عليها في الأسواق الاولية، وعليه فإنها تعطي إضافة حقيقية لرأس مال الشركة،

- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة لرأس مال الشركة.

• **الأسهم الممتازة:** هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية، ولكنها تختلف عن الاسهم العادية في عدة نقاط مهمة وهي²:

- يحصل حامل الأسهم الممتازة على عوائد ثابتة لا تتغير، حيث أن السهم الممتاز يشبه السند، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الارباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة؛

- بما ان العائد لا يتغير فإن الاسهم الممتازة تعد أكثر استقرارا من الأسهم العادية؛

- حملة الأسهم الممتازة لا يشاركون عادة في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم؛

- حملة الاسهم الممتازة لهم حق الاولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة، وعلى قيمة التصفية قبل أصحاب الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد أصحاب السندات.

¹ بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق رأس المال العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 57.

² المصدر نفسه، ص58

ب- السندات: تعد السندات أدوات دين متوسطة أو طويلة الاجل تصدرها الحكومة أو الشركات، والسند عبارة عن عقد يقبل بموجبه المقترض (مصدر السند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة، وفي مقابل ذلك يقبل مستثمر ما اقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات، أو للحكومة، وتصاحب عملية إصدار السندات معلومات مهمة تتمثل في¹:

- القيمة الإسمية، وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة؛
- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات (أقساط) يتم على أساسها تحصيل الفوائد الدورية على السند؛
- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين؛
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛
- السند يعتبر ورقة دين وليس ورقة ملكية؛
- يتحمل المصدر تسديد قيمة السند وفق جدول اهتلاك يحدد تعاقديا عند الاصدار، وتوجد عدة صيغ للإهتلاك منها الإهتلاك الكلي أو الإهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وللسندات قيمة إسمية وقيمة جارية، فالقيمة الإسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية فهي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

وتتنوع السندات وفقا لعدة معايير، فمثلا تصنف السندات حسب الجهة المصدرة لها إلى سندات عامة (صادرة عن الخزينة العمة للدولة)، وسندات خاصة تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها. كما يمكن تمييز نوعين من السندات حسب طريقة السداد؛ حيث توجد سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها، وسندات أخرى تسدد قبل تاريخ استحقاقها، ويتم تصنيف السندات حسب العائد المرتبط بها إلى سندات ذات معدل ثابت، وسندات ذات معدل متغير، إلى غير ذلك من التصنيفات.

¹ Leleux Associated Brokers, (2007) : Instruments et Marchés Financiers, www.leleux.be, consulté le 10/02/2022, p15

ج- المشتقات المالية والأوراق المهجنة: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو القاعدي كالأسهم والسندات، أو السلع¹، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات والعقود الآجلة، عقود المبادلات (المقايضة)، وعقود الخيارات، وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.

أما الأوراق المالية الهجينة فهي أوراق مالية جديدة تمزج بين خصائص أدوات المديونية (السندات)، وأدوات حقوق الملكية (الأسهم)، ومن أهمها نجد²:

- **شهادات الاستثمار:** وهي شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد على غرار الاسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسات الشركة؛
- **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تشمل هذه الاوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس مال متغير، والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

د- **العملات:** حيث يتم تداول هذه العملات إما بشكل فوري، أو ضمن الأسواق الآجلة، عبر أسواق الصرف التي عرفت توسعا هائلا منذ تعويم أسعار الصرف في بداية سنوات السبعينيات.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 66.

² أوكيل نسيم، ديش أحمد، يحيوي أحمد، (2013): الرقابة على الأسواق المالية، مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، مجلد8، رقم 15، ص 112

المحاضرة 02: أساسيات حول عمل الاسواق المالية

تمهيد:

تعد المبادئ الأساسية للأسواق المالية بسيطة ، لكن الهندسة المالية المعاصرة أدت إلى خلق مجموعة هائلة من المنتجات المعقدة، ويطرح هذا التعقيد المتزايد مشاكل جوهرية تتعلق بتقييم هذه المنتجات وتقدير الأسعار الذي أصبح أكثر تعقيدا من المنتجات في حد ذاتها.

أولاً- تعريف البورصة:

البورصة هي سوق مالي منتظم، ويطلق عليها أيضا مصطلح سوق القيم المنقولة، أو السوق الرسمية، وتتميز بوجودها في موقع جغرافي محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية (كافة أنواع الأسهم والسندات....إلخ) المسجلة في تلك السوق، والمستوفية لشروطها، والتي تم إصدارها في السوق الأولية، حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق في ساعات محدودة، ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى لجنة إدارة البورصة¹.

وتعتبر البورصة صلة الوصل بين المشاريع وإدخارات الافراد، فهي تعتبر السوق الطبيعية التي تلتقي فيها الشركات المساهمة والأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال، والإسهام في المشروعات الاقتصادية المختلفة.

وتقوم البورصة بالإضافة إلى ذلك بالوظائف التالية²:

- تعد سوقا مثاليا يلعب فيها العرض والطلب دورا رئيسيا في تحديد الأسعار؛
- تلعب دورا في توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية، كما تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي في أوقات الرواج والكساد.

¹ أوكيل نسيمه، ديش أحمد، يحيوي أحمد، مرجع سابق، ص 106

² وليد صافي، أنيس البكري، (2009): الأسواق المالية الدولية، طبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن،

ثانيا- آليات عمل سوق القيم المنقولة:

يتمحور عمل الاسواق المالية حول تنفيذ عمليات بيع وشراء مختلف الأوراق المالية، وعليه سنتطرق إلى طرق تقييم هذه الأوراق، وأوامر البورصة

1- السيولة وطرق التسعير:

تقدم الأسواق المالية تقييما لأسعار الأدوات المالية، كما تتميز هذه الأسواق بدرجة عالية من السيولة بما يسمح للمتعاملين بشراء أو بيع الأصول المسعرة، وتعكس طريقة تسعير الأدوات المالية مستوى سيولتها.

أ- السيولة: يعكس مصطلح السيولة امكانية بيع أو شراء أصل مالي معين بسرعة، بتكلفة بسيطة، ودون تأثير على رأس المال، ويمكن تحديد درجة السيولة انطلاقا من عدد الأصول المالية التي يتم تبادلها خلال جلسة التداول الواحدة، أو ما يسمى بمعدل الدوران (Value Traded Ratio) الذي يعكس حجم التداول¹، وتعد السيولة احدى المبادئ الهامة في عمل الأسواق المالية لأنها تضمن تداول الأدوات المالية وفق قوانين السوق، فعندما يكون حجم الاوراق المعروضة أكبر من حجم الطلب عليها فإن الأسعار سوف تنخفض، أما في حالة وجود طلب على هذه الأوراق المالية أكبر من حجم الاوراق المعروضة فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار. وعليه فإن عدم سيولة الأصول يشكل خطرا على عمليات البيع والشراء، حيث يضطر المشتري للموافقة على دفع سعر مرتفع جدا مقابل الحصول على أصل معين، كما قد يكون البائع مضطرا لتخفيض السعر بشكل غير طبيعي لإقناع الطرف المقابل بشراء أصل ما.

ومن أجل تحسين درجة سيولة أصل معين على مستوى السوق الثانوي، يمكن للمصدر ابرام عقد تنشيط (un contrat d'animation) مع مؤسسة مالية (صانع السوق market maker) بهدف ضمان سيولة الأصول المصدرة، حيث يضمن صانع السوق إيجاد الطرف المقابل سواء في حالة البيع أو الشراء مقابل الحصول على عائد، حيث يقترح مجال سعري (une fourchette de prix)، أي سعر شراء وسعر بيع مختلفين، ويتمثل العائد في الفارق بين هذين السعرين².

¹ أوكيل نسيمية، ديش أحمد، يحيايوي أحمد، مرجع سابق، ص 114

² Jérémy Morvan, op.cit, p6

مثال: يقترح صانع سوق مجالا سعريا محصور بين 15.50 أورو و 15.80 أورو للسهم (XYZ)، حيث يشتري السهم بـ 15.50 أورو (bid)، ويقبل بيع هذا السهم بالسعر 15.80 أورو (ask)، حيث كل سهم يتم تداوله يكون عائده 0.30 أورو، وعليه فإن كلما كان المجال السعري (bid-ask spread) أصغر، كلما كانت سيولة الأصل المالي أكبر.

ب- طرق التسعير:

تتوقف طريقة تسعير الأصول المتداولة في السوق المالي على درجة سيولتها، حيث أن الأصل عالية السيولة يكون تسعيرها مستمرا، حين أن الأصول ذات السيولة الضعيفة يكون تسعيرها قائم على التثبيت (fixing).

- **التسعير المستمر:** هو طريقة لتحديد أسعار الأصول المالية المتداولة بناء على المقارنة المستمرة بين أسعار الشراء والبيع على مستوى السوق، فقبل افتتاح التداول تتراكم الأوامر دون أن يتم تنفيذها، وهو ما يؤدي إلى تحديد سعر الافتتاح عند بداية التداول، حيث يتم تنفيذ العدد الأكبر من الأوامر، ويستمر تنفيذ الأوامر الواردة خلال جلسة التداول تبعا لطبيعتها ووقت وصولها، وقبل الإغلاق تتراكم الأوامر من جديد دون تنفيذها، تؤدي هذه السيولة إلى تحديد سعر الإغلاق.

- **التسعير بالتثبيت (fixing):** وهو طريقة لتحديد أسعار الادوات المالية بناء على مقارنة أوامر البيع والشراء مرة واحدة أو عدة مرات خلال جلسة التداول الواحدة بالسعر المحدد بواسطة التثبيت، ويمكن أن ينتج عن التسعير بالتثبيت سعر واحد (تثبيت بسيط)، أو سعرين (تثبيت مزدوج)، أو عدة أسعار (تثبيت متعدد) لكل جلسة، يسمح السعر الثابت بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر، ويمكن تكرار هذه العملية عدة مرات في كل جلسة.

2- التعريف الدولي للأدوات المالية المتداولة في السوق:

نظرا للعدد الهائل للأدوات المالية المتداولة على المستوى الدولي في سياق يتميز بتعدد الإصدارات، حيث يمكن لجهة واحدة إصدار أوراق مالية مختلفة، أصبح من الضروري تحديد التعريف الدقيق للأدوات المالية المتداولة، حيث توجد عدة أنظمة لتعريف هذه الأدوات، ففي الماضي طورت عدة مؤسسات مالية

مراجع خاصة بها لتعريف الأدوات المالية، كما طبقت الدول لأنظمة مختلفة لتعريف الأدوات المالية فمثلا في فرنسا تم الاستعانة بنظام (SICOVAM) لتعريف الأدوات المالية¹.

ومع التقارب بين الأسواق خاصة من خلال انشاء السوق الأوروبي (Euronext) سنة 2000 والذي يظم الساحات المالية لكل من باريس، أمستردام، وبروكسل، ثم اندماج كل من (Euronext-Nyse) سنة 2007، تم وضع نظام دولي موحد لتعريف الأدوات المالية (International Standard Identification Number (ISIN) من أجل التحديد الدقيق للأدوات المالية حيث يتم التعريف على أساس رموز تتكون من حرفين استدلاليين للدولة بالإضافة إلى عشرة أرقام، ويسمح هذا الترميز بالتعرف على جنسية الأصل المالي وتجنب أي أخطاء تتعلق بإدراج الأدوات على مستوى أنظمة التداول.

الجدول(02): تعريف بعض البلدان حسب ترميز (ISIN)

البلد	الترميز	البلد	الترميز	البلد	الترميز
النمسا	AT	فنلندا	FI	هولندا	NL
بلجيكا	BE	فرنسا	FR	النرويج	NO
سويسرا	CH	بريطانيا	GB	السويد	SE
ألمانيا	DE	إيرلندا	IE	الو.م.أ	US
الدنمارك	DK	إيطاليا	IT	كندا	CA
إسبانيا	ES	لوكسمبورغ	LU	اليابان	JP

Source : Jérémy Morvan, (2009) : Marchés et instruments financiers, édition Dunod, Paris, France, p8

- أوامر البورصة:

تضمن الأسواق المالية تداول الادوات المالية من خلال ضمان الالتقاء بين عرض التمويل و الطلب عليه، ويتجسد ذلك عن طريق أوامر البورصة.

ويعبر أمر البورصة عن تفويض يرسله المستثمر المالي إلى الوسيط، يقوم بموجبه هذا الأخير بتنفيذ قرار شراء أو بيع الأدوات المالية لصالح المستثمر المالي المصدر للأمر. ويوجد انواع مختلفة من أوامر

¹ Jérémy Morvan, op.cit, p7

البورصة، ولكل منها مزايا ومساوئ، لكن على العموم يرتبط تنفيذ بثلاثة قيود رئيسية يتم التعامل معها حسب هدف المستثمر:

- **السعر:** حيث يكمن الهدف في تنفيذ قرار الشراء أو البيع بأحسن الأسعار، لكن بعض الأوامر لا تضع قيود على الأسعار بهدف ضمان التنفيذ بشكل سريع؛
- **الأجل:** الهدف هو تنفيذ قرار الشراء أو البيع خلال مدة زمنية محددة ، وفي حالة عدم النجاح في ذلك يتم إلغاء الامر؛
- **الكمية:** ويكمن الهدف في تنفيذ عملية البيع أو الشراء وفق كمية محددة، وفي حالة عدم وجود الكمية الكافية لدى الطرف المقابل، يبقى تنفيذ الامر ناقصا، يتكرر تنفيذه لاحقا أو يتم الغاؤه.

يمكن للمستثمر المالي الاختيار بين عدة أنواع من الأوامر، وذلك حسب الأهداف المسطرة، ومن بين هذه الانواع نجد¹:

- **أوامر السوق:** تتميز بعدم تحديد السعر، حيث يطلب من الوسيط تنفيذ الأمر على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، وبما أنه لا يحمل سعرا محددًا فإن تنفيذ الأمر يكون سريعا ومضمونا؛
- **الأوامر بسعر محدد:** حيث يحدد المستثمر المالي السعر الذي يجب على الوسيط أن يشتري أو يبيع به، ويتمثل في الحد الأقصى في حالة الشراء والحد الأدنى في حالة البيع، ولا ينفذ الامر في حالة الشراء إلا إذا كان السعر معادلا للسعر المحدد أو أقل منه، وفي حالة البيع يكون معادلا او أكبر من السعر المحدد؛
- **أوامر الإيقاف:** وتسمى أيضا أوامر إيقاف الخسارة، وهي اوامر لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من الاوامر الأسعار التي يجب على الوسيط التنفيذ عندها كما هو الحال في الامر المحدد، إلا أن تنفيذ أمر الإيقاف يختلف عن المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين؛

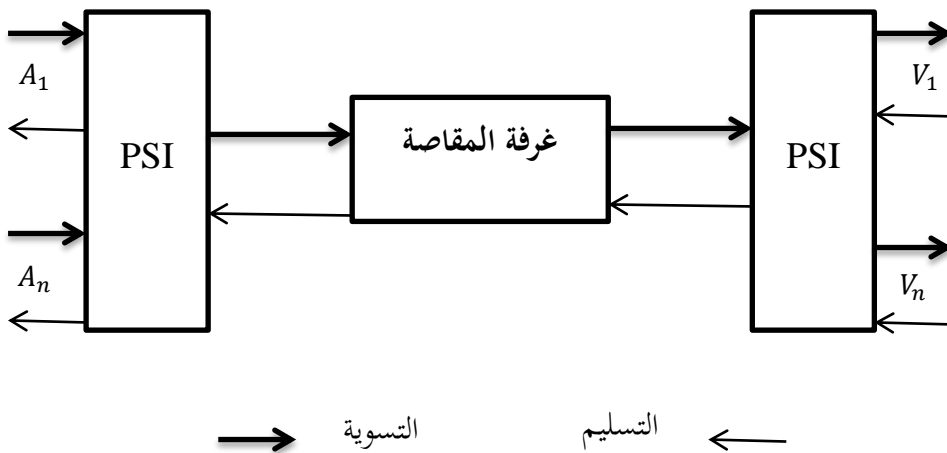
¹ سمير عبد الحميد رضوان، (1996): أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، طبعة 1، المعهد

- الأوامر المفتوحة: الأمر المفتوح في حدود سعر معين لا يحدد فترة زمنية معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه؛
- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الحال (الأمر المطلق): على العكس من الأوامر السابقة فإن هذا الأمر يعطي للوسيط الحق في إبرام الصفقة وإجراء المعاملات حسب توقعاته، أي تترك له الحرية الكاملة في شراء وبيع الأوراق المالية التي يراها مناسبة لمصلحة المستثمر من حيث نوع الأوراق وعددها، وسعرها والوقت المناسب لتنفيذ الأمر.

- الرقابة على عمليات السوق المالي:

تخضع الأسواق المالية المنتظمة (البورصات) لقواعد تنظيمية صارمة من أجل ضمان سيولة الأصول المالية المتداولة، وسلامة المعاملات، حيث يسمح لعدد محدود من المتعاملين بالدخول إلى السوق، وتسهل سلطة السوق (لجنة البورصة) على تنظيم العلاقات بين مقدمو خدمات الاستثمار (PSI) أي وسطاء السوق (السماسرة، صانعي السوق) المعتمدين والمكلفين بجمع أوامر الشراء (A)، وأوامر البيع (V) من المستثمرين الماليين، ويتم تسوية المعاملات عن طريق غرفة المقاصة (clearing house).

الشكل (01): تسوية المعاملات في السوق المالي المنتظم



Source : Jérémy Morvan, (2009) : Marchés et instruments financiers, édition Dunod, Paris, France, p3

وتقع مسؤولية الرقابة على عمليات السوق على عاتق هيئة واحدة أو أكثر، حيث أن كل دولة لديها سلطة الإشراف على السوق المالي، مثل:

- في الولايات المتحدة الأمريكية هيئة الأوراق المالية والبورصات (Securities and Exchange Commission (SEC) ،
- في بريطانيا هيئة الخدمات المالية (Financial Services Authority (FSA) ،
- هيئة الأسواق المالية في فرنسا (L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ،
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في الجزائر .

يتمثل دورها في حماية الادخار المستثمر في الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، وضمان السير الحسن لنشاط السوق عبر الرقابة على المعلومة المالية التي يقدمها المصدرون، والسلوكيات المنحرفة للمتعاملين على مستوى السوق، مثل عدم الشفافية واحتكار المعلومات حول وضعية المصدرين لتجنب الخسارة أو تحقيق مكاسب غير عادية، توجيه السوق من خلال التلاعب بالأسعار لتجنب الخسارة أو تحقيق أرباح دون مخاطرة مما يؤدي على انحراف الأسعار عن قيمتها الحقيقية، نشر معلومات خاطئة بهدف احداث تغييرات كبيرة في الأسعار و الاستفادة من الفروقات الناجمة عن ذلك.

المحاضرة 03: كفاءة الأسواق المالية

تمهيد:

ركزت النظريات المالية باستمرار على البحث في طرق تقييم الأصول المالية كهدف جوهري باعتبار أن هذه الأصول عبارة عن حقوق يترتب عنها عوائد مستقبلية، وبما أن المستقبل يرتبط حسب الأدبيات المالية بالخطر، وحالة عدم اليقين، فقد ركزت معظم الدراسات على كيفية إعطاء تقييم دقيق للأصول المالية، وتعتبر النظرية النيوكلاسيكية من أهم النظريات التي قدمت إسهامات كبيرة في المجال المالي، حيث تعد فكرة كفاءة الأسواق المالية جوهرياً في هذه النظرية.

أولاً- مفهوم كفاءة الأسواق المالية :

يقصد بكفاءة السوق المالي مدى استجابة الأصول المالية في السوق المالي على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين على مستوى السوق من شأنها تغيير نظرتهم عن الجهة المصدرة لهذه الأصول المالية وكذلك حول أسعارها¹ ، وعليه يكون السعر المعلن للأصل المالي هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المتعاملين بناء على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دال لحالة التوازن في السوق، كون ان عموم المشاركين لا يحتاجون إلى فقدان وقت كبير للبحث عن المعلومات والوصول إليها، كما أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة، والوصول إلى نتائج محددة بسعر الأصل المالي، وطبقاً لهذا المفهوم فإن نظرية السوق الكفؤ تم صياغتها في ضوء الشروط الآتية²:

- إتاحة المعلومات لجميع المتدخلين في السوق بذات اللحظة، والسرعة والموضوعية، وبدون تكلفة، لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية المتوقعة؛
- عدم وجود قيود على حجم التعاملات، فليس هناك كلفة صفقة أو ضرائب؛
- وجود عدد كبير من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة.

¹ N. Achouri : Les implications de la finance comportementale en matière de désigne des produits financiers , <http://www.programme-finance.com>, consulté le 26/03/2020, p2

² أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص38

وتركز النظرية النيوكلاسيكية على فرضية غياب أي فرص للتحكيم كما تفترض أن السوق كامل، وتضع علاقة بين الأمل الرياضي واحتمال حدوث خطر حيادي، وانطلاقاً من هذه العلاقة نستخلص المقومات الرئيسية للكفاءة المعلوماتية¹ :

- تطابق أسعار الأصول المالية مع قيمتها الجوهرية أو الأساسية،
- عدم القدرة على التنبؤ بالعوائد ،
- إهمال التشوهات المفترضة.

يتم انطلاقاً من هذه المقومات تقدير سديد للقيمة الأساسية " La valeur fondamentale " التي تعكس المعلومات المتوفرة، وبالتالي فإن كل متعامل يمكنه وضع القيمة الصحيحة لسعر الأصول المالية، وحتى في حال وجود سلوكيات لا عقلانية فإن المنافسة بين المحكمين (مفهوم أساسي في النظرية النيوكلاسيكية) من خلال شراء الأصول المقيمة بأقل من قيمتها " Les actifs sous évalués " وبيع الأخرى المقيمة بأكثر من قيمتها " Les actifs sur évalués " سوف يمكن من الحصول على القيمة الصحيحة للأسعار، وهذا ما يؤكد على فعالية الأسواق المالية التي تركز على فرضية (الثقة في الأسعار السوقية)، وحتى إن وجدت اختلالات خفيفة بين القيمة الأساسية والسعر السوقي فإنها تعود إلى تكاليف المعاملات لأن فعالية السوق تفترض² :

- قابلية الإحلال بين الأصول المالية،
 - يعود تغير قيمة الأسهم إلى وجود متغير أساسي يتمثل في تقلبات أرباح الأسهم.
- ويتم تفسير السلوك العقلاني للفرد على أساس سعيه إلى تعظيم المنفعة على مستوى السوق المالي، ويرتكز ذلك على التسليم بعدة مبادئ أهمها:
- بديهية الاستمرارية : لا يتأثر ترتيب أولويات الفرد بالتغيرات البسيطة في احتمالات حدوث مختلف الحالات ،

¹ N. Aktas : « La finance comportementale : un état de lieux », http://www.cnam-degfin.fr/IMG/aktas_Refllet_et_Persp.pdf, consulté le 26/03/2020, p21

² A. Orléan . Efficience informationnelle versus finance comportementale : éléments pour un débat . <http://www.pse.ens.fr/orléan/depot/publi/marchesfi.pdf>, consulté le 26/03/2020, p3

• بديهية استقلالية البدائل : بافتراض وجود ارتباط بين أصلين ماليين بأصل مالي ثالث فإن ترتيب الأولويات بالنسبة للفرد فيما يتعلق بهذين الأصلين لا يتأثر بطبيعة الأصل الثالث .

و أخيرا فإن المستثمر العقلاني يتفاعل مع المعلومات الجديدة (عامة ، اقتصادية ، مالية) ، و يقوم بتعديل احتمالات حدوث مختلف الأحداث المستقبلية وفقا لـ "قاعدة بايز"، في هذا الإطار فإن أسعار الأصول المالية لا يمكنها أن تتأثر إلا بالمعلومات غير المتوقعة من طرف المستثمرين العقلانيين .

ثانيا- إثبات فعالية الأسواق عن طريق البحوث المالية :

ركزت البحوث المالية في إثبات فعالية الأسواق المالية على أسلوبين :

1 - أسلوب الدراسات العلمية : تمكنت الدراسات من الحصول على قدر من الأدلة العلمية حول الطابع العشوائي لتغيرات الأسعار السوقية، وعليه فإن فعالية الأسواق المالية تتركب من 3 مستويات¹ :

أ - الصيغة الضعيفة للكفاءة : ويقصد بها أن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر الأصل المالي وعلى حجم المعاملات التي جرت في الماضي لها انعكاساتها على الأسعار الحالية، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار أي أن دراسة الماضي للتنبؤ بالمستقبل هي عملية عديمة الجدوى.

ب - الصيغة المتوسطة للكفاءة : تشير إلى أن الأسعار الحالية للأصول المالية لا تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور ولا التوقعات التي بنيت على أساس هذه المعلومات، و منه فإن القيام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات لن يساعد المستثمر على تحقيق أرباح غير عادية إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لبقية المتعاملين .

ج - الصيغة القوية للكفاءة : وتعني أن تعكس الأسعار الحالية وبصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، وبالتالي لن يحصل أي مستثمر على ميزة تحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية .

هناك عدة أساليب علمية لإثبات كفاءة الأسواق المالية منها²:

¹ A. Dahi,(2008): Le hasard boursier entre la finance néoclassique et la finance comportementale , séminaire, 24-25oct2008, FSEG, Université d'Annaba

² B. Jacquillat ،B. Solnik, (1997): Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques , 3 °Edition, Dunod, Paris, France, p59

- استعمال أسلوب التحليل التقني الذي يعتمد على المنحنيات و يعرف بـ " L' analyse du chartisme " من أجل وضع توقعات لتطور الأسعار المستقبلية، وفي حالة وجود توجهات معينة لتطور الأسعار السوقية فإنه يتم ملاحظة فترات متعاقبة من الارتفاع و الانخفاض تكون أطول من تلك التي تم توقعها سابقا ،
- طريقة المصفاة " La méthode des filtres " التي تحدد قواعد شراء و بيع الأسهم انطلاقا من معادلة معطاة لحساب التغير في الأسعار، مثلا: مصفاة بـ 3% يسمح ببيع أصل معين إذا انخفض سعره بنسبة 3% بالمقارنة مع السعر السابق للشراء، ويسمح بالشراء في الحالة المعاكسة،
- تقنية المتوسطات المتحركة " La technique des moyennes mobiles " التي تقترح مراجعة إمكانية تحقيق أرباح قصوى بالمقارنة مع اتخاذ استراتيجيات سلبية " buy and hold strategy " .

بالرغم من ذلك هناك عدة عوامل من شأنها التقليل من درجة الكفاءة و بالتالي عدم التوجيه الجيد للموارد المالية المتاحة وهي¹:

- وجود حالة ذعر في السوق،
- إطلاق الشائعات،
- فشل آلية التصويت ،
- الممارسات غير الأخلاقية كاستغلال الثقة ، اتفاقيات ، تلاعبالخ

2 - أسلوب دراسة الأحداث : ليكون السوق كفاء يجب أخذ بعين الاعتبار² :

- سرعة الحصول على المعلومات الجديدة (إعلان عمليات اندماج ، إصدار أسهم جديدة ، ارتفاع أرباح الأسهمالخ) .
- القدرة على تعديل الأسعار السوقية بناء على المعلومات الجديدة .

¹ عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، ص 138.

² F. Mishkin, (2004): Monnaie, banque et marchés financiers, 7^e Edition, Pearson édition, Paris, France, p 175

ويستلزم هذا التسلسل شرطين هما :

- القدرة على عزل الحدث المتمثل في انتشار المعلومات الموجهة وتأثيرها على الأعوان الاقتصادية،
 - معرفة التاريخ الدقيق الذي يتم فيه إعلان المعلومات الجديدة على مستوى السوق .
- تؤكد أغلب الدراسات العلمية الطابع الكفاء للسوق، وبالتالي بمجرد الإعلان عن الحدث فإن ذلك سيؤدي إلى استقرار سريع للعوائد الغير عادية المتراكمة "Return Cumulative Abnormal (CAR)" ، ويميل متوسط الانحرافات إلى الصفر وبالنتيجة لن يكون هناك ردود أفعال غير مرغوبة ولا تعديلات متأخرة .

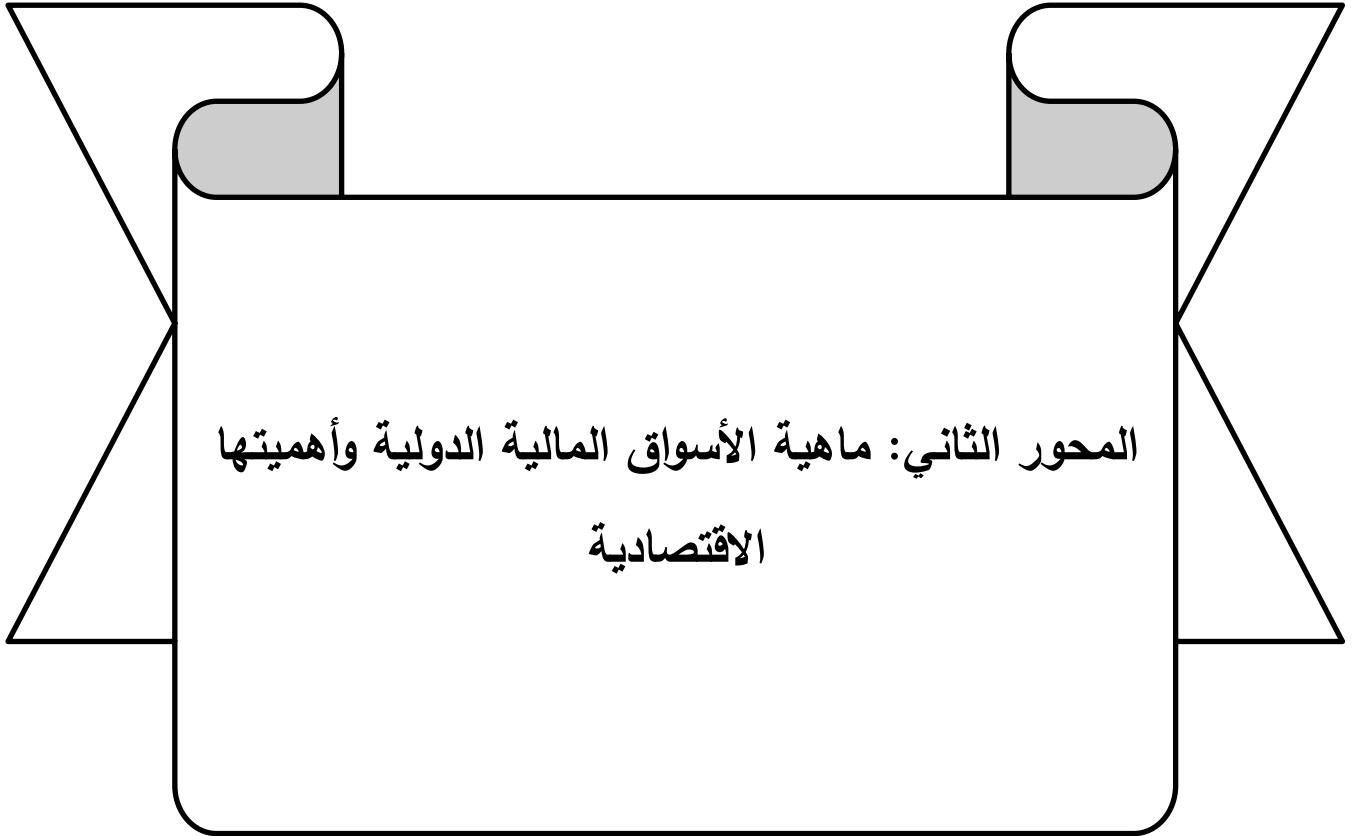
ثالثا - نتائج كفاءة الأسواق المالية :

يسمح الجمع بين الدراسات العلمية ودراسة الأحداث بملاحظة مدى مصداقية نموذج كفاءة الأسواق المالية، وتأثيرها على رسم رؤية معينة عن النظام المالي ما يفتح المجال لتطوير نظرية مالية خاصة انطلاقا من ترشيد عمليات التحكيم، وهذا ما بينته عدد من الأعمال المهمة منها اقتراحات " Modigliani et Miller " حول البنية المالية سنتي 1958 و 1961 و نموذج الخيارات لـ " Black et Scholes " سنة 1971. و يعود الفضل في تقريب مفهوم كفاءة الأسواق المالية من المستثمرين الماليين للثنائي " R.Brealy et S.Meyers " الذين وضعوا ستة نتائج لكفاءة السوق¹ :

- **السوق ليس له ذاكرة:** أظهرت الدراسات العلمية أن السوق يعاني من مرض فقدان الذاكرة بمعنى آخر فإن تحليل الأسعار الماضية لا يسمح بإعطاء نظرة عما ستكون عليه الأسعار المستقبلية،
- **الثقة الكاملة في السوق:** نظرا لكون المعلومات المتوفرة تدخل بشكل كامل في تكوين الأسعار فإن المستثمرين مجبرين على وضع ثقة كاملة في السوق من أجل التقييم الجيد لمختلف الأسهم التي تصدرها المؤسسات،
- **غياب الوهم المالي:** يستثني نموذج الكفاءة أي تأثير يمكن أن ينعكس على سلوك المستثمرين أو المعطيات المحاسبية (تسيير النتائج) ، أو بعض العمليات المالية (إعادة شراء الأسهم، توزيع

¹ P. Spieser, (2000): Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, France, p263

- الأسهم المجانية غير المكتتبه....الخ) و التي لا تؤدي إلى خلق القيمة حيث لا يأخذ المستثمرون في تقييم المؤسسة بعين الاعتبار إلا التدفقات النقدية المستقبلية فقط،
- **غياب علاوة التحكيم** : هناك عدد من العلاوات لا يمكن أن تتواجد على مستوى السوق الكفاء مثل (علاوة المردودية ، علاوة المديونية ، علاوة الرفع المالي)، من جهة فان السوق يفضل نموذج المؤسسة الصافية " La firme pure " أي غير المتنوعة النشاطات، وبالتالي هي قادرة على توفير أفضل مردودية، ومن جهة أخرى ترشيد الاستدانة واستعمال تقنية الرفع في ظل غياب الميزة الجبائية في استعمال الديون كمصدر للتمويل،
 - **قابلية الإحلال التام بين الأسهم** : بما أن السوق يدمج المعلومة بشكل كامل في تكوين الأسعار، وبما أن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار الثنائية (مردودية - خطر) فان سعر السهم لا بد أن يعدل انطلاقاً من وجود علاوة الخطر (وليس على أساس التوازن بين العرض و الطلب)، هذا الطلب الذي يتميز بمرونة كبيرة جداً بالنسبة للأسهم بحيث أنه في حالة بيع كميات كبيرة لا يحدث انخفاض في قيمتها على مستوى السوق،
 - **أولوية المعلومة المالية بالمقارنة مع المعلومة المحاسبية**: على مستوى السوق المالي حيث يتم الإدماج الكامل للمعلومة فان الأسعار السوقية بصفة خاصة وكل المعطيات التي ينتجها السوق بصفة عامة (معدلات الفائدة، معدل الصرف، خيارات، مستقبلات.... الخ) تمثل أفضل المؤشرات التي يتم استعمالها في اتخاذ قرار معين بشأن مستقبل المؤسسات و هنا تبرز أولوية المعلومة المالية (تغيرات أسعار الأسهم والسندات) مقارنة بالمعلومة المحاسبية لأن القيمة السوقية لا يدخل في تكوينها المعطيات المحاسبية فقط بل مجموعة من المتغيرات الخارجية بالنسبة للمؤسسة (تغير معدلات الفائدة ، معدلات الصرف ، أسعار المواد الأولية.....الخ).



المحاضرة 04: ماهية الاسواق المالية الدولية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية الدولية همزة وصل بين مختلف الاقتصاديات، وقناة لمرور رؤوس الأموال على المستوى الدولي، لاسيما بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية، وقد ازدادت أهمية هذه الأسواق مع تصاعد حاجة الكثير من البلدان النامية لرؤوس أموال ضخمة لتلبية احتياجاتها التنموية في ظل العجز المزمن للادخار المحلي.

أولاً- مفهوم الأسواق المالية الدولية:

شهد مفهوم السوق المالي تطوراً جوهرياً تماشياً مع التطور التكنولوجي الهائل وتقدم وسائل الاتصال، حيث لم يعد هذا المفهوم محصوراً في مكان واحد للتعامل، ولا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي لقيام السوق المالي، وبالتالي وقبل الوصول إلى مفهوم الأسواق المالية الدولية يجب الإشارة إلى تعريف السوق المالي باعتباره " الإطار الذي يجمع بائعي الاوراق المالية بمشتري تلك الاوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الاسعار السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه"¹، أي أن وجود السوق المالي يقوم على وجود الوسائل التي تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين، سواء تم اللقاء بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق.

بالنسبة للأسواق المالية الدولية فهي تعرف على أنها " أسواق يتم فيها إصدار وتداول أصول وأوراق دين نقدية ومالية ترتبط بتدفقات رؤوس الاموال على المستوى الدولي"، أي أن مصطلح الأسواق المالية الدولية يطلق على أسواق النقد، وأسواق الأوراق المالية المختلفة، وأسواق الصرف الأجنبي، وأسواق المشتقات التي تنشأ وتتم فيها عمليات تداول الأصول والديون النقدية والمالية المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة، حيث تضمن هذه الأسواق تمدد الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية المحلية،

¹ وليد صافي، أنيس البكري، مرجع سابق، ص16

والتي تتمحور حول تهيئة الظروف الملائمة للالتقاء بين الأعوان التي تملك قدرات تمويلية تتجاوز احتياجاتها الانفاقية، والأعوان ذات العجز التمويلي والتي توجد في وضع معاكس.

ثانيا- عناصر قيام السوق المالي الدولي:

من أهم عناصر قيام السوق المالي نجد ما يلي¹:

1- تنوع الأسواق:

والمقصود بتنوع الأسواق هو توفرها وشمولها على بعض العناصر الأساسية، ومنها المؤسسات المالية والبنوك التجارية محلية وبنوك اجنبية، بالإضافة إلى شركات التامين وأسواق المواد الأولية، وبعض الأسواق الخاصة مثل الاسواق المتعلقة بعمليات النقل البحري والجوي.

2- وجود أسواق نقدية ذات حجم كبير:

والهدف من وجود السوق النقدي هو استقطاب الاموال المحلية الاجنبية، والعملات المختلفة، وبالتالي كلما توفرت اجهزة بنكية متطورة وقوية، وكلما تعددت المؤسسات المالية بمختلف أنواعها، فإن ذلك سيساعد على قيام سوق نقدي كبير يعمل على تقوية وتغذية الاسواق المالية.

3- عنصر إمكانية إعادة التوزيع:

ويقصد بها قدرة السوق المالي على إعادة توزيع رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تم تجميعها من خلال الاسواق النقدية على المشروعات المتوسطة وطويلة الاجل.

4- عنصر المنافسة:

حيث أن الأسواق التي تنمو وتتطور هي تلك الأسواق التي تكون قادرة على المنافسة، واستقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال من مختلف البلدان والأسواق الأخرى، بالإضافة إلى قدرتها على توفير التمويل للمشاريع المحلية والدولية.

¹ وليد صافي، أنيس البكري، مرجع سابق، ص ص 56-57

ثالثا- نشأة الأسواق المالية الدولية:

تعود نشأة الأسواق المالية الدولية إلى القرون الوسطى، وقد ساهم في ظهورها مجموعة من العوامل أهمها¹:

- ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطة و بروز البنوك كمؤسسات مالية تخضع للقوانين،
- ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان اولها في بلجيكا سنة 1536، ثم أمستردام، ثم لندن، ثم باريس، وعرف القرنين التاسع عشر والقرن العشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن، و وول ستريت في الولايات المتحدة الامريكية،
- ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول،
- هيمنة النظام الرأسمالي الذي يدعو إلى الملكية الفردية لوسائل الانتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية تفوق قدرات وبمكانيات الأفراد، والتي تتطلب البحث عن مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم،
- توسع الحكومات في الاقتراض الخارجي لتغطية العجز المحلي في تمويل التنمية، وزيادة الطلب على العملات الاجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه الاطراف الدولية.

رابعا- أهمية الأسواق المالية الدولية:

يكتسي التمويل عبر الأسواق المالية الدولية على أهمية قصوى وذلك بالنظر إلى المزايا المتعددة التي تقدمها هذه الأسواق²:

- **تسهيل عمليات تبادل السلع والخدمات:** من خلال تقليص تكاليف المعاملات بفضل سهولة عمليات الدفع على المستوى الدولي، ما يسمح بنمو حجم المبادلات ويساهم في تعبئة رؤوس الأموال التي تغذي عمليات التجارة الخارجية،

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، (2019): الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، طبعة 1، دار

علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، ص34

² J.Paul ; P. Jacquet : Systèmes financiers et croissance,

<http://www.pierrejacquet.fr/spip.php?article148>, consulté le 22/02/2018, p2

- **تعبئة الادخار:** عن طريق تكوين حجم هام من الموارد المالية بفضل إتاحة المجال لعدد غير محدود من المدخرين للمساهمة في العملية الادخارية، وضمان هذه العمليات بفضل ما تتوفر عليه الأسواق المالية من سلطات ولوائح تنظيمية،
- **ضمان سيولة الأصول:** حيث يفضل المستثمرون الماليون التعامل في أصول قصيرة المدى ومرتفعة السيولة، في حين أن أغلب المشاريع تحتاج إلى تمويل طويل المدى، وهو ما يؤدي إلى تعارض المصالح بين الطرفين، ولذلك فإن سيولة السوق تسمح بوصول المؤسسات للتمويل، من خلال إصدار الأوراق المالية، كما تسهل عملية بيع المقرضين للأصول التي بحوزتهم بأقل تكلفة.
- **إنتاج المعلومة:** حول الفرص الاستثمارية المتوفرة على المستوى الدولي والقدرة التمويلية للأعوان الاقتصادية بما يساعد على التحليل الجيد لمختلف المشاريع التمويلية ويسهل عملية التراكم،
- **تسيير الخطر:** بما يسمح للمدخرين أصحاب المحافظ الاستثمارية باختيار مستوى ربح مثالي مع احتمال وجود خطر مرتبط بتباين محافظهم، كما يسمح لهم بتتويع هذه المحافظ.
- **ترقية تحويل التكنولوجيا وخبرات التسيير في المجال المالي:** بما يسمح بتحريض الاستثمار وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي خاصة بالنسبة للبلدان النامية.
- **إحكام الرقابة على إدارة الشركات:** تسهم الاسواق المالية المتطورة بما توفره من معلومات في إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها وتوجيهها الإداري، والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المسيرين، لتساعد على التوفيق بين مصالح المسيرين والمساهمين¹؛
- **خلق النقود وتسهيل التدفقات النقدية:** من خلال مختلف الأصول التي تصدرها الجهات المتدخلة في الأسواق المالية الدولية (بنوك مركزية، بنوك تجارية، صناديق الاستثمار... إلخ)²

¹ شذا جمال الخطيب، صعفر الركبي، (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، طبعة 1، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، ص 61

² Anjan Thakor, (2015) : International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce, Center for Capital Markets Competitiveness, Washington, USA, p14

المحاضرة 05: العولمة وتطور الأسواق المالية الدولية

تمهيد:

تميزت أسواق رؤوس الأموال قبل سنوات السبعينيات بالانغلاق ضمن الفضاءات الوطنية، كما أنها كانت منفصلة ومقسمة حسب الآجال (أسواق نقدية تضمن التمويل قصير المدى، وأسواق مالية تضمن التمويل المتوسط وطويل المدى)، ولم تحظى أدوات التوظيف المالي والحركات الدولية لرؤوس الأموال بأهمية كبيرة.

لكن هذا الوضع تغير ابتداء من سنوات 1970 تماشياً مع صعود ظاهرة العولمة، وتغيير مفهوم المالية الدولية إلى الاندماج المالي، والارتباط المتزايد للأسواق الوطنية مع الأسواق الدولية لرؤوس الأموال التي أصبحت مفتوحة على التجديدات المالية بالغة التعقيد؛ ليتشكل سوق مالي عالمي يتميز بالتداخل بين مختلف أقسام السوق، والتدفقات الكثيفة لرؤوس الاموال على المستوى الدولي.

بناء على ما سبق يمكن تحليل تطور الأسواق المالية الدولية وفق مرحلتين كبيرتين قبل ظهور العولمة المالية وبعدها:

أولاً- مميزات الأسواق المالية الدولية قبل ظهور العولمة المالية:

تميز النموذج المالي الذي أدى إلى النمو الاقتصادي خلال 30 سنة ابتداء من نهاية الحرب العالمية الثانية بهيمنة البنوك على النشاطات المالية وحماية السيولة قصيرة الاجل في الدائرة المالية، وحماية القيمة المضافة لصالح الاجراء، وهو ما زاد في حاجة المؤسسات للاقتراض، وقد تم تغطية ذلك بفضل الادخار الأسري، كما ارتبط هذا النموذج بظاهرة استئانة الدول لتغطية التكاليف الناجمة عن الحرب وإعادة البناء، وتم ضمان استقرار النظام المالي على الدولي بفضل اتفاق بروتن وودز الذي يقوم على توازن الحسابات الخارجية لكل دولة.

تميزت هذه المرحلة بتبني عدة قواعد أهمها¹:

¹ Laurence Abadie ; Cathrine Mercier-Suissa, (2011) : Finance internationale, Armand Colin, Paris, France, pp 11-15

- **سعر الصرف الثابت بين العملات:** مع نهاية الحرب العالمية الثانية أصبح الدولار الأمريكي يمثل العملة الرئيسية الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب، حيث حدد سعر الأوقية من الذهب بـ 35 دولار "القاعدة الموحدة للصرف"، أما باقي العملات فهي قابلة للتحويل إلى الدولار على أساس سعر الصرف الثابت، وتقوم البنوك المركزية للدول الأعضاء في هذا الاتفاق بضمان الاحترام الكامل لهذه القاعدة.
- **الوساطة المالية:** وتخص الأعوان الذين يقومون بإجراء المعاملات بين المقرضين والمقترضين، والتي تكون حكرًا على البنوك فقط تحت الرقابة الكاملة للبنوك المركزية.
- **شروط إجراء المعاملات المالية:** حيث تكون أغلب المؤسسات البنكية والمالية تحت رقابة الدولة في ظل معدل فائدة محدد واقتصاد مسير إداريًا.
- **السوق المالي:** هو سوق مجزأ "compartimenté" لا يسمح بأخذ نظرة شاملة حول عملية عرض وطلب رؤوس الأموال، حيث أن كل قسم (قصير المدى، طويل المدى، فوري، آجل) لا يرتبط إلا بأسواق محددة ومنفصلة.

ثانياً - مميزات الأسواق المالية في ظل العولمة:

تعكس ظاهرة العولمة مجموعة التحولات المالية والاقتصادية التي عرفها الاقتصاد العالمي انطلاقاً من سنوات 1970، والتي كانت مدفوعة ببروز الأفكار الليبرالية التي تعطي الأولوية المطلقة للسوق، ما ساهم في تراجع دور الوساطة المالية التقليدية (البنكية)، وصعود ظاهرة عولمة الأسواق المالية المرتبطة بالتخلي عن منطق الطلب، وتطبيق سياسة اقتصادية قائمة على نظرية العرض،

1- أسباب ازدهار التمويل عبر الأسواق المالية:

ساهمت مجموعة من العوامل الهيكلية والتنظيمية في حدوث تحولات مالية عميقة والتوجه نحو مالية

الأسواق¹:

- فشل النظرية الكينزية في تحقيق النمو على مستوى الاقتصاديات المصنعة (ظاهرة التضخم الركودي)،

¹ Paul-Jacques Lelmann, op. cit, pp 16-17

- ارتفاع حدة المديونية في عدد من البلدان (المكسيك، الجزائر... إلخ) بسبب ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية، ما جعل من التمويل الغير مباشر عاملا مهما للاختلال،
- إحياء النظرة الكلاسيكية حول المرونة الكاملة للأسعار ومبدأ الخضوع لآلية التعديل الحر للأسعار بواسطة قانون السوق،
- تراجع الدور الحمائي للدولة تحت ضغط التوجه الليبرالي واخضاع رأس المال للثلاثية (المردودية-الخطر- السيولة)،
- إعادة توزيع القيمة المضافة داخل المؤسسة لصالح المساهمين ما أدى إلى تدعيم وضعيتهم المالية، وبالتالي أصبحت الأسهم تتمتع بجاذبية أكبر على مستوى الأسواق المالية.
- النمو الكبير لحجم رؤوس الاموال المتداولة، وظهور قدرات تمويلية جديدة، واحتياجات جديدة للتمويل، ما أدى إلى ثورة كبيرة في نشاط الاسواق المالية على ثلاث مستويات (الانتشار الجغرافي، بنية الأصول المالية المتداولة، الإجراءات والصيغ المستعملة لضمان المعاملات المالية)؛
- التطور التكنولوجي الهائل في مجال المعلومة والاتصالات أدى إلى زوال الطابع المادي للأصول (الرقمنة)، وقد ساهم ذلك في تسهيل عمليات التداول وتبسيط المعاملات؛
- التوسع المستمر لوتيرة التجديد المالي لتلبية رغبات المصدرين في الحصول على التمويل بأقل التكاليف، ورغبة المدخرين في تعظيم العوائد وتقليل الأخطار؛

2- انعكاسات العولمة على نشاط الأسواق المالية الدولية:

أدت العوامل السابقة إلى إعادة بناء الأنظمة المالية من خلال تأسيس أسواق مالية جديدة ذات طابع دولي، كما أدى إلغاء الاحتكار والعراقيل التنظيمية إلى فتح الحدود الجغرافية أمام البنوك من خلال فتح فروع لها خارج دولة المؤسسة الأم، وتشجيع عمليات الاندماج والاستحواذ، وظهور عدد هائل من الادوات المالية بفضل القدرة الهائلة على التجديد والتطور التكنولوجي الذي تضمنه مبادئ العولمة المالية، والتي تتلخص فيما يعرف بـ "قاعدة 3D".

2-1- رفع القيود التنظيمية (Dérèglementation des marchés):

وتعني وضع جميع المتعاملين على قدم المساواة أمام السوق، وجميع المصدرين أمام جميع المستثمرين، وذلك بهدف ضمان التنافسية الكاملة للأسواق المالية من خلال تحرير المعلومة من القيود الإدارية، ويبقى دور السلطات العمومية ينحصر في تحديد الأخطار ونوعية الاصدارات، وهنا يظهر التصور الكلاسيكي لدور الدولة الذي ينحصر في الوظيفة الأمنية.

ظهر هذا التوجه في الولايات المتحدة ثم امتد تطبيقه إلى دول أوروبا الغربية، ثم بقية أنحاء العالم ويشمل ذلك جانبين أساسيين¹:

- إلغاء التنظيم من حيث الحجم: أي إلغاء الرقابة على عمليات الصرف، والتخلي عن تأطير القروض،
- إلغاء التنظيم من حيث الأسعار: من خلال تحرير الرسوم البنكية، والمعدلات الدائنة والمدينة.

وقد أدى إلغاء الرقابة على عمليات رؤوس الأموال إلى تحرير أسعار الصرف، واشتداد المنافسة بين البنوك، وازدهار أسواق " الاورو دولار " والتقريب بين مختلف العمليات المالية، مكونة بذلك سوق مالي حر ومعولم يسمح بإتاحة مصادر التمويل الملائمة لمختلف الحاجيات.

2-2- انفتاح الأسواق وإلغاء التوطين (Décloisonnement des marchés):

وتظهر هذه القاعدة في إلغاء الحواجز التقنية التي تفصل بين المتعاملين والمنتجات المالية، وبين رؤوس الاموال قصيرة المدى وطويلة المدى، كما أن تراجع عمليات التنظيم والرقابة لم يؤدي إلى زوال الحدود الوطنية فقط، بل أدى أيضا إلى اندماج الأقسام داخل السوق (السوق النقدي، السوق المالي، سوق الصرف، أسواق المشتقات المالية.... إلخ)²، مكونة سوق مالي شامل ما يسمح للمستثمرين والمصدرين بالبحث عن أحسن مردودية، وأحسن تغطية ضد الخطر، من خلال إمكانية تحويل اموالهم من نوع إلى آخر من الأصول، ومن وضعية تغطية إلى أخرى، ومن عملة إلى أخرى.

¹ M. Lemoune et all, (2007): Les grandes questions d'économie et finance internationale : Décodes l'actualité , 1° Edition, Ouvertures économiques, Paris, France, p.422

² H. Bourguinat, J. Teiletche, M.Dupuy, (2007) : Finance internationale , Dalloz, Paris, France, p44

ويهدف إلغاء الحدود بين مختلف أقسام السوق المالي إلى تمكين المتعاملين من الحصول على قراءة ورؤية أكثر وضوحاً لهذه الأسواق.

2-3- تقلص دور الوساطة في التمويل (Désintermédiation des marchés):

أي اللجوء المباشر إلى السوق المالي الذي يمثل نقطة الالتقاء بين الادخار الباحث عن الأرباح المالية، والحاجة إلى تمويل الاستثمارات بموارد مالية غير نقدية، حيث أصبحت العمليات التقليدية للبنوك مهددة بسبب تدني هوامش الوساطة المالية لصالح العمولات المتولدة عن العمليات خارج الميزان، وبالتالي فإن عملية اللا وساطة هي إحدى النتائج الواضحة لزوال الحدود بين الأسواق، وهي تعبير عن الانتقال من وضعية تتميز بالمالية الغير مباشرة التي تقوم على الوساطة في تمويل المؤسسات عن طريق القروض البنكية إلى وضعية تتميز بالمالية المباشرة التي تقوم على عدم الوساطة، يتم تمويل المؤسسات فيها عن طريق إصدار أسهم وسندات قابلة للتداول في الأسواق المالية (سوقنة ميزانيات البنوك La marchéisation des bilans des banques)¹.

¹ M. Lemoune et all, op cit, p426

المحاضرة 06: تنظيم الأسواق المالية الدولية والأطراف المتدخلة فيها

تمهيد:

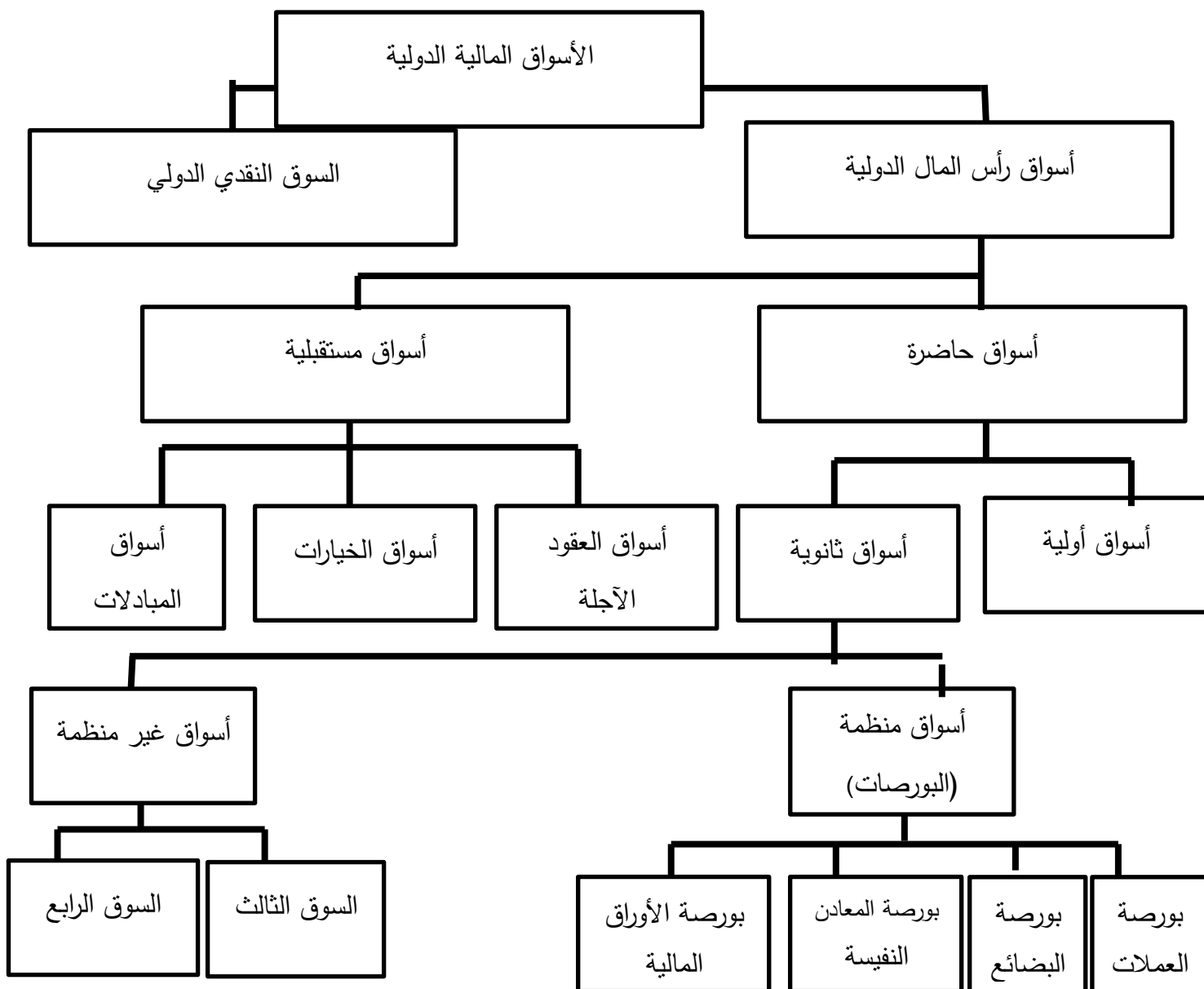
تعود فكرة إرساء حرية حركة رؤوس الأموال بين مختلف البنوك والأسواق المالية على المستوى الدولي، إلى بروز الوعي من طرف المنظرين الاقتصاديين والمؤسسات المالية الدولية بوجود عوائق سياسية ومؤسسية لا تسمح بتعبئة التمويل في الظروف الملائمة في عدد كبير من الدول خاصة النامية منها، ولذلك فقد كان الحل حسب رؤية المؤسسات الدولية وخاصة البنك العالمي يكمن في الاستفادة من مزايا الانفتاح على الأسواق المالية الدولية.

نتطرق في هذه المحاضرة إلى أهمية الأسواق المالية الدولية، تنظيمها، وأهم الأطراف المتدخلة فيها.

أولاً- تنظيم الأسواق المالية الدولية:

يتم تنظيم الأسواق المالية الدولية من الناحية الشكلية وفق نفس الأسس التي تحكم تنظيم الأسواق المالية بصفة عامة، حيث تعتمد المراجع العلمية على معايير مختلفة لإبراز أجزاء السوق، إلا أن التنظيم الأكثر تداولاً هو الذي يقسم السوق المالي إلى فرعين رئيسيين هما سوق رأس المال والسوق النقدي، وما يتفرع عنهما، وعليه يمكن تقسيم الأسواق المالية الدولية كما يوضح الشكل الآتي:

الشكل (1): تنظيم الاسواق المالية الدولية



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على عدة مراجع

1- السوق النقدي الدولي:

ترتبط نشأة السوق النقدي الدولي بالمتاجرة بالأوراق المالية قصيرة الاجل بين البنوك والمؤسسات المالية الناشطة على المستوى الدولي.

1-1- مفهومه:

هو السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول الأصول والالتزامات المالية قصيرة الاجل ذات السيولة العالية ومستويات متدنية من المخاطر، والتي لا تتجاوز فترات استحقاقها غالبا سنة واحدة. حيث تقوم البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو اليورو لدى بنوك تجارية في الخارج، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو-دولار، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية، حيث تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع مبالغ من الدولار أو اليورو في حسابات بالدولار أو باليورو، أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية، ويتم التعامل في السوق النقدي الدولي بالودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح من يوم إلى سنة، ويتأثر هذا السوق بتقلبات أسعار الصرف نظرا لتعاملها بالعملة الأجنبية، كما تقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذا السوق لتمويل تجارتها الدولية.

1-2- خصائص السوق النقدي الدولي:

يكتسب السوق النقدي الدولي خصائص تميزه عن باقي الأسواق المالية الدولية، تتمثل فيما يلي¹:

- ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والبنكية المنتشرة جغرافيا عبر العالم تشكل هيكل السوق، وتعد البنوك التجارية اللاعب الرئيسي فيه؛
- الاموال التي يوفرها السوق قصيرة الاجل في الغالب الاعم، أي ذات استحقاق سنة أو أقل ودوريا، أي كل 3 أو 6 أو 9 شهور؛
- يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدا، وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما أدوات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى؛
- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية، أي بالإمكان تسيلها بسرعة وبمرونة عالية؛
- أغلب أدواته تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض؛
- أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب في تحمل المخاطر.

1-3- الأدوات المتداولة في السوق النقدي الدولي:

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 61

من أهم الادوات المالية المتداولة في السوق النقدي الدولي نجد:

1-3-1- أدونات الخزينة:

تعد أدونات الخزينة من أهم ادوات الدين التي تصدرها الحكومات في دول العالم المختلفة لغرض تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وهي أدوات دين قصيرة الأجل، تتراوح فترة استحقاقها ما بين 3 و 6 و 12 شهر، لا تحمل سعر فائدة، لكنها تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، حيث تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة في الإذن، ويتمثل العائد في الفرق بين سعري الشراء والبيع. ويمكن أن تختلف قيمة إجمالي المصدر منها عن قيمة إجمالي المستحق منها زيادة أو نقصاناً، حسب ما إذا كانت الحكومة في حاجة إلى أموال إضافية، أو ترغب في تصفية جانب من السندات القائمة، فعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة الامريكية يتم إصدار هذه الادونات دورياً وذلك بمعدل مرة كل أسبوع، وهذا لضمان استمرارية وجود هذا النوع من الأدوات في سوقها¹.

1-3-2- شهادات الإيداع على المستوى الدولي:

يمكن تمييز نوعين من شهادات الإيداع المتداولة على المستوى الدولي، وتشمل شهادات إيداع مصرفية تصدرها البنوك التجارية مقابل معدل فائدة معين، وشهادات إيداع دولية تصدرها إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية وتكون قابلة للتداول في الاسواق المالية الدولية:

- **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** يقصد بها شهادات غير شخصية تصدرها البنوك التجارية، ويمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، ويمكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المسجل على الشهادة، وغالباً ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثليهما من الشهادات الشخصية غير قابلة للتداول في السوق مع ملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق، ولا يمكن استرداد قيمة هذه الاوراق قبل تاريخ الاستحقاق لكن يمكن إعادة بيعها في السوق الثانوي²؛

¹ السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، طبعة 1، دار الفكر ناشرون وموزعون،

عمان، الأردن، ص 125

² وليد صافي، أنيس البكري، مرجع سابق، ص 103

• **شهادات الإيداع الدولية:** هي أداة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، تقوم بإصدارها إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق الحر مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الاسهم، وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية. ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الاصدار (في المعتاد يكون بنكا محليا)، ومن ثم فإن شهادات الإيداع الدولية يتم تداولها كبديل عن الاوراق المالية الاصلية¹.

1-3-3- القبولات المصرفية:

تعد من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستعمل في ميدان التجارة الدولية، وهي عبارة عن حوالة مصرفية تصدرها الشركة، ولها سوق ثاني يتمثل في البنوك التجارية وبيوت السمسرة، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية، أي وعد بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة، وتطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في تاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة².

وعموما تعد القبولات المصرفية تعهدا مكتوبا بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك خلال مدة زمنية لا تتجاوز 6 أشهر، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد الذي يمثل عقد اقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لطرف ثالث وهكذا.

1-3-4- اتفاقية إعادة الشراء:

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، ويعني الحصول على أموال عن طريق بيع مجموعة من الاوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الاول، يتعهد بموجبه البائع بإعادة بيع نفس الاوراق المالية بعد فترة قصيرة جدا، أي أن اتفاقية إعادة الشراء تعد بمثابة قرض قصير الأجل لمدة تتراوح بين ليلة واحدة (Overnight) و3 أيام، أي الحصول على أموال مقابل بيع أوراق مالية مع تعهد البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بسعر أعلى في مدة لا تتجاوز 72 ساعة، وتدل عملية التسليم والاستلام الفعلي للأوراق المالية على عملية البيع وإعادة الشراء. ويسمى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء بالهامش كونه

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص155

² المصدر نفسه، ص 126

منخفضا جدا قياسا بكلفة الاقراض البنكي، وتعد اتفاقية إعادة البيع من الأدوات الجذابة بفضل توفرها على ضمان عالي بالإضافة إلى الاجل القصير¹.

1-3-5- الأوراق التجارية الدولية:

الورقة التجارية هي ورق دين او محرر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص آخر، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى شخص آخر عن طريق التظهير او المناولة على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أدونات الخزينة، وتتخذ الاوراق التجارية ثلاثة أشكال²:

- **الشيك:** وهو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغا من النقود لمصلحة من يحدده الأمر؛
- **الكمبيالة او السفتجة:** هي مكتوب غير مقيد بشرط، يتضمن أمرا من شخص يسمى الساحب لشخص آخر يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع مبلغا معيناً بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، لشخص ثالث يسمى المستفيد أو الحامل.
- **السند لأمر أو السند الأذني:** هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين لإثبات ذمة مالية واحدة يسدد بموجبها المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق.

إن استخدام الاوراق التجارية على المستوى الدولي يعد محدودا في معظم الأسواق المالية الدولية ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية وكندا، حيث يتوافر لها سوق واسع نسبيا.

1-3-5- قروض الأورو دولار:

يرمز مصطلح "الاورو-دولار" إلى المبالغ بالدولار الأمريكي التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة الامريكية، وعلى الاخص البنوك الاوروبية، خاصة عدد من البنوك الكبيرة في لندن، وبعض

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص46

² بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص47

البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، وتمتاز القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر الآجال¹.

2- أسواق رأس المال الدولية:

وهي أسواق تتعلق بحركات رؤوس الأموال على المستوى الدولي ، وما ينتج عنها من معاملات متوسطة وطويلة الأجل، والتي تستحق في فترات زمنية تتجاوز السنة، ويتم التعامل في هذه الأسواق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية، أو ما يعرف بالبورصات الدولية (بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة نيويورك، بورصة فرانكفورت...إلخ).

ويتم التعامل في هذه الأسواق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية، والسندات الدولية (السندات الأجنبية، والأوروسندات) ويتأثر هذا السوق بتقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات بالإضافة إلى الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة.

وتنقسم أسواق رأس المال الدولية إلى مجموعتين من الأسواق، وهي:

2-1- الأسواق الآجلة (المستقبلية Future Markets): وهي أسواق تتعامل بعقود وانفاقيات مالية يتم تنفيذها في وقت لاحق، وتعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المتداولة فيه من أسعار الأدوات والأصول القاعدية المتداولة في الأسواق المالية الحاضرة (أسهم، سندات...إلخ).

2-2- السوق الحاضر (الفوري Spot or Cash Market): وهي أسواق يتم فيها تنفيذ التعاملات فورا، أي أن يتم تسليم واستلام الأوراق المالية محل التعامل يكون في نفس يوم الاتفاق على السعر والتسوية، أو خلال فترة وجيزة لا تتجاوز 3 أيام، ويمكن للسوق الفوري أن يكون في شكل مادي ملموس كما هو الحال بالنسبة لسوق المواد الأولية، أو في شكل سوق إلكتروني مثل سوق الأسهم، ويتفرع إلى قسمين²:

• **السوق الأولي (Primary Market):** أي سوق الإصدارات الجديدة يتم فيها طرح الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس

¹ وليد صافي، أنيس البكري، مرجع سابق، ص 106

² بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 28

المال، أو الجهات الحكومية وطرحها للاكتتاب بواسطة مؤسسات مالية متخصصة (مثلا بنوك الاستثمار)، وفي السوق الأولي تنشأ علاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية والمكاتب بها (جمهور المستثمرين).

• **السوق الثانوي (Secondary Market):** وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولي، ويضمن هذا السوق السيولة للمتعاملين في الأدوات المالية، ويكمن الفرق الأساسي بين السوق الثانوي والسوق الأولي في أن رؤوس الاموال تتدفق من المشتري إلى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع الجهة المصدرة للأوراق المالية، وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى سوق منظم (رسمي) تحكم تعاملاته قواعد ولوائح رسمية ويتميز بوجود جغرافي محدد، وسوق غير منظم (غير رسمي او تفاوضي) يتم فيه التعامل على أوراق مالية غير مسجلة في السوق الرسمي خاصة السندات، لا يوجد له مكان محدد، حيث تتم التعاملات على هامش السوق المنظم ووفق شروط يتم الاتفاق عليها بشكل منفصل.

وفي الولايات المتحدة يشمل السوق الغير منظم كلا من السوق الثالث والرابع ، يتم التعامل فيهما من طرف بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنتظمة، والمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وصناديق التقاعد، وأغنياء المستثمرين، ويقوم هذين السوقين على شبكة اتصالات بين كبار المستثمرين الذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية وذلك بهدف ضمان سرعة إبرام الصفقات، والحد من تكاليف التعامل في الأسواق المنتظمة.

لكن ما يعاب على الأسواق الغير منتظمة هو عدم وجود آليات وأدوات للحد من الارتفاع الحاد أو تدهور الأسعار أثناء الأزمات، وهو ما يجعلها مرتفعة الخطر ومصدرا مهما للاختلالات.

ثانيا- المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

يمكن تمييز خمسة مجموعات رئيسية من الأطراف المتدخلة في الأسواق المالية الدولية هي¹:

¹ Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , consulté le 12/10/2019, pp 11-13

1- **البنوك التجارية:** تتدخل البنوك على مستوى الأسواق المالية الدولية إما لحسابها الخاص أو لحساب زبائنهم، حيث تلعب هذه البنوك دور "صانع السوق market maker" من خلال قدرتها على شراء وبيع الأدوات المالية وخاصة العملات.

2- **السماسرة (The brokers):** وهم عبارة عن وسطاء يقومون بوظيفة التقريب بين المصالح المتعارضة للأطراف التي تعرض أو تطلب رؤوس الأموال مقابل عمولات ترتبط بأهمية وحجم العمليات المنجزة، وعموما لا يقوم السماسرة بعمليات لحسابهم الخاص كما تفعل البنوك.

3- **المؤسسات الصناعية والتجارية:** تستعمل هذه المؤسسات الأسواق المالية الدولية لتمويل عملياتها في الخارج، حيث تضمن هذه الأسواق حركة رؤوس الأموال بين المؤسسة الأم وفروعها في مختلف الدول، كما تضمن لها التغطية ضد أخطار الصرف، وتنفيذ عمليات تمويل على مستوى الأسواق الخارجية، وفي أغلب الأحيان لا تتدخل المؤسسات الصناعية والتجارية بشكل مباشر في الأسواق المالية الدولية بل عن طريق البنوك التجارية أو السماسرة، باستثناء بعض المؤسسات متعددة الجنسيات التي تنفذ عمليات مالية ضخمة، والتي تتوفر على فرق متخصصة في التدخل على مستوى هذه الأسواق.

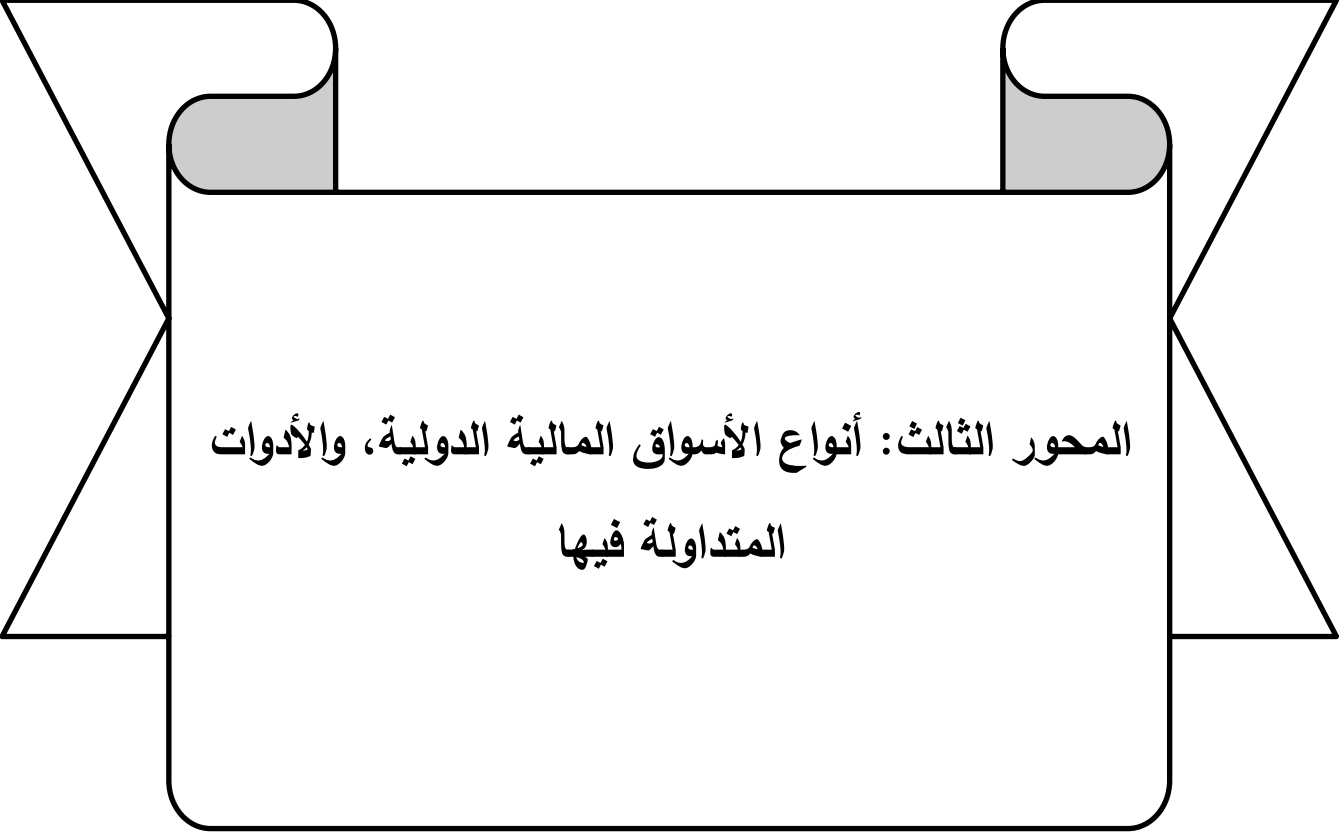
4- **البنوك المركزية:** تتدخل على مستوى الأسواق المالية الدولية لمعالجة بعض الاختلالات الظرفية، ومن أجل تحقيق بعض الأهداف المرتبطة بالعملة الوطنية، أو في إطار تسيير احتياطاتها الرسمية، لكن تعويم أسعار الصرف أدى إلى إضعاف عمليات البنوك المركزية على مستوى هذه الأسواق.

5- **المستثمرون المؤسسيون:** تسيطر هذه المجموعة على أغلب العمليات على مستوى الأسواق المالية الدولية وتشمل مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد، تنظيمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)، حيث استغلت هذه المجموعات انفتاح الأسواق في ظل العولمة والتجديدات المالية لتكتسح الأسواق المالية محليا ودوليا.

وتتدخل هذه الاطراف على مستوى الأسواق المالية الدولية لتحقيق أهداف مختلفة تتمثل في:

✓ **التحوط (Hedgers):** أي التغطية وتسيير الأخطار، أو تحييد الاخطار المتعلقة بتقلبات أسعار الأصول القاعدية سواء كانت أدوات مالية (أسهم، سندات) أو سلع مادية (مواد أولية، منتجات زراعية... إلخ).

- ✓ المضاربة (Speculation): استغلال أثر الرفع المرتبط بالمشتقات المالية وسيولة السوق لأهداف مضاربية، من خلال استغلال الاختلالات السوقية للدخول في عمليات بيع وشراء عالية المخاطرة لكنها ذات مردودية مرتفعة.
- ✓ تسيير المحفظة: أي التسيير النشط للأصول والخصوم.
- ✓ التحكيم (Arbitrage): وهي تشبه عملية المضاربة من حيث استغلال الاختلالات الظرفية للأسواق للحصول على عوائد فورية، لكن المحكمين يعدون أقل ميلا لتحمل المخاطر العالية مقارنة بالمضاربيين.
- ✓ الوساطة: ويقوم بها وسطاء السوق خاصة السماسرة، هدفها ضمان السيولة الدائمة للأصول المتداولة لصالح الزبائن.



المحور الثالث: أنواع الأسواق المالية الدولية، والأدوات
المتداولة فيها

المحاضرة 07: الأسواق الخارجية للعملات والأسواق الخارجية للقروض

تمهيد:

تشكل الأسواق الخارجية للعملات والقروض القسم قصير ومتوسط المدى في هيكل سوق رؤوس الاموال الدولي، ويتشكل من بنوك ومؤسسات مالية أخرى تقوم بتلقي ودائع لأجل، وتقدم قروض بعملات غير عملة البلد الأصلي لهذه المؤسسات.

ويعود ظهور السوق الدولي إلى منتصف سنوات العشرينيات، لكن الانطلاق الحقيقي لها كان بداية من سنوات 1950 مع ظهور الأسواق الخارجية أو ما يعرف بأسواق الأورو (Les Euromarchés) بفضل تدويل نشاط البنوك، ومع بداية سنوات 1970 شهد هذا النظام تحولا جذريا في سلوكيات المؤسسات المالية، وأدوات تعبئة رؤوس الأموال، مما أدى إلى خلق علاقات متشابكة بين الأسواق المالية لمختلف الدول، وساهم ذلك في تهيئة فضاءات عالمية للنشاط المالي تتميز بدرجة عالية من التعقيد.

أولا- الأسواق الخارجية للعملات (eurocurrencies or offshore currency markets):

1- مفهومها:

تشكل الأسواق الخارجية للعملات خزانا ضخما لرؤوس الاموال قصيرة المدى بعملات قابلة للتحويل، وقد ظهر هذا المصطلح منذ سنوات 1950 كتعبير عن رؤوس الأموال المودعة لدى البنوك المتواجدة خارج النظام النقدي للعملة، أي خارج البلد المصدر للعملة التي يتم تسعير هذه الودائع بها، إذ تخصص بعض البنوك في تسيير هذا النوع من الودائع ويطلق عليها اسم "بنوك الأورو (offshore banks)"، حيث أن هذه البنوك لا تخضع للقواعد التنظيمية للبلاد المصدر للعملة، كما أن جنسية المودعين تعتبر غير مهمة¹.

وتعد أسواق الأورو-دولار (Les marchés des eurodollars) أول شكل من أشكال الأسواق الخارجية للعملات، حيث تعبر عن الودائع المقيمة بالدولار، والتي يتم إيداعها لدى بنوك تقع خارج الولايات المتحدة

¹ Nyahoho Emmanuel, (2002) : Finances internationales : théorie, politique et pratique 2e édition, édition press de l'université du Québec, Québec, Canada, p184.

الأمريكية، وقد كانت أوروبا وجهتها الأولى (باريس، لندن،... إلخ)، ومن هنا جاء مصدر التسمية "أورو"¹، ويمكن أن تكون هذه البنوك عبارة عن فروع لبنوك أمريكية تهرب من القيود التنظيمية في الولايات المتحدة، أو بنوك أخرى.

2- عوامل ازدهار الأسواق الخارجية للعملات:

ساهمت عدة عوامل في ظهور وازدهار الأسواق الخارجية للعملات منها السياسية والاقتصادية:

2-1- العوامل السياسية:

- يعود ظهور الأسواق الخارجية للعملات في سنوات 1950 لعدم رغبة الاتحاد السوفياتي والبلدان الاشتراكية النفطية توظيف الفوائض الموجودة لديها من الدولار لدى البنوك الأمريكية، وتفضيل إيداعها لدى بنوك أوروبا الغربية².

2-2- العوامل الاقتصادية: تتمثل في³:

- منع البنوك البريطانية سنة 1957 من استعمال الجنيه الاسترليني في عمليات التمويل بين الدول التي تقع خارج المملكة المتحدة، ما أجبر هذه البنوك على استعمال الدولار الأمريكي.
- اتفاق الدول الأوروبية الرئيسية سنة 1958 على قبول التحويل بين عملاتها يعد عاملا مهما لوجود وازدهار الأسواق الخارجية للعملات.
- ساهمت الولايات المتحدة خلال سنوات 1960 بشكل غير مباشر في تدعيم السوق الخارجي للدولار من خلال اتخاذها لإجراءات تنظيمية متشددة لمواجهة التضخم وخروج رؤوس الأموال.
- ساهمت الصدمة البترولية لسنة 1973 في ازدهار أسواق الأورو-دولار من خلال توظيف الفوائض الناتجة عن تصدير البترول لدى البلدان المصدرة للنفط في هذه الأسواق.

¹ Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , op. cit, p4

² Le financement offshore , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>, consulté le 15/1/2020, p7

³ Abdellatif Zaoui, (2008) : Les euro-crédits bancaires : principal instrument du financement international, mémoire de magister, Faculté de droit, Université d'Oran, Algérie, pp 36-37

إن: تعبر الأسواق الخارجية للعملات عن الودائع المقيمة بعملة قابلة للتحويل لدى بنوك تقع خارج النظام النقدي لهذه العملة، وقد تميزت في البداية بهيمنة الدولار الأمريكي.

مثال: ودائع بالدولار الأمريكي مودعة لدى بنوك في إنجلترا.

ثانيا - الأسواق الخارجية للقروض (Les marchés des eurocrédits):

1- مفهومها:

ينطلق مفهوم الأسواق الخارجية للقروض من كونها الطرف المقابل للأسواق الخارجية للعملات باعتبار هذه الأخيرة مصدرا لرؤوس الأموال (ودائع بمختلف العملات لدى بنوك خارج بلد العملة)، والتي يتم استخدامها في شكل تسبيقات مقدمة بالأورو- عملات لصالح المقترضين، وقد تطورت هذه الأسواق تماشيا مع الاحتياجات التمويلية الجديدة التي ظهرت ابتداء من سنوات 1960 والمرتبطة بتمويل المشاريع الكبرى والتجارة الدولية، ومع الصدمتين البتروليتين لسنتي 1973 و 1979 باشرت البنوك الدولية عملية إعادة رسكلة الفوائض البترودولارية¹، أي استعمال الفوائض النقدية لبعض الدول في تمويل عجز بعض الدول الأخرى بمعدلات فائدة منخفضة.

2- عوامل ازدهار الأسواق الخارجية للقروض:

تميزت الفترة الممتدة من 1960 إلى 1980 بظروف سياسية واقتصادية خاصة ساهمت في ازدهار أسواق القروض الخارجية²:

- السياسية: استعمال القروض من طرف الاتحاد السوفياتي من جهة والبنك العالمي من جهة أخرى في إطار الحرب الباردة لسحب الدول حديثة الاستقلال كل إلى طرفه.
- اقتصادية: تدعيم حركة رؤوس الأموال في أوروبا والولايات المتحدة بالصدمتين البتروليتين (1973-1979)، وبحث هذه الدول عن منافذ لتصريف انتاجها الصناعي من خلال تقديم قروض بمعدلات منخفضة (مساعدات) توجه للاستيراد مما أدى إلى ارتفاع رهيب لحدة المديونية في البلدان الفقيرة في هذه المرحلة.

¹ Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , op. cit, p4

² Le financement offshore , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>, op. cit, p6

ينطوي التمويل عبر الاسواق الخارجية للقروض على عدة مزايا تتعلق أساسا بزيادة احتياطات الصرف، وتمويل موازين المدفوعات، تمويل عمليات الشراء بالإضافة إلى مزايا أخرى أهمها¹:

- يتيح للمقترضين الوصول للسوق الدولي لرؤوس الاموال، والحصول على مبالغ كبيرة من خلال تنويع مصادر الأموال؛
- تتميز الأورو قروض بمرونة عالية خاصة ما يتعلق بإمكانية الدفع المسبق، وعدم وجود غرامات...إلخ؛
- سرعة الحصول على الاموال، وبساطة إجراءات الإقراض.

ثالثا- مثال حول كيفية خلق ودائع الأورو عملات وتحولها إلى أورو قروض:

تتميز الاسواق الخارجية للعملات والقروض بشروط اقراض واقتراض مختلفة عن شروط الاسواق الداخلية، حيث تقبل البنوك الناشطة في هذا السوق ودائع بعملات أجنبية وتقدم مقابلها معدلات فائدة أعلى من تلك الموجودة على المستوى المحلي بهدف جذب رؤوس الأموال، وفي المقابل تقوم بمنح قروض بأحجام كبيرة وبمعدلات فائدة ضعيفة، أي بمعنى آخر تطبق بنوك الأورو معدلات فائدة أفضل من المعدلات المطبقة في الأنظمة البنكية المحلية، وهو ما يجعلها أكثر جاذبية.

يمكن تمييز طريقتين لخلق ودائع خارج النظام النقدي وهما²:

- نقل رؤوس الأموال في شكل سائل وإيداعها في بنوك تقع خارج النظام النقدي للعملة، وتعود أسباب القيام بهذه العملية الغير قانونية بالأساس إلى تدهور قيمة العملة المحلية أو حدوث اختلالات سياسية، حيث تسارع البنوك المتلقية لهذه الودائع إلى تحويلها إلى عملات أخرى قوية، لكن هذه الطريقة في خلق الودائع على المستوى الخارجي تعد أقل أهمية مقارنة بالطريقة الموالية؛
- تحويل الودائع المسعرة بالعملة المحلية من طرف أفراد أو مؤسسات إلى بنوك خارج النظام النقدي للعملة، قد تكون هذه البنوك عبارة عن فروع لبنوك محلية ناشطة في الخارج، أو بنوك أجنبية تتعامل مع البنوك المحلية.

¹ Ibid, p19

² Le financement offshore , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>, op. cit, p10

على سبيل المثال يقوم متعامل ألماني بإيداع مبلغ 1 مليون مارك ألماني DM لدى بنك محلي (ألماني)، فتكون ميزانية هذا البنك كما يلي:

(عملية إيداع محلية)

الأصول	الخصوم
احتياطيات اجبارية (20%): DM 200000	وديعة العميل الالمانى: 1 مليون DM
قروض (80%): DM 800000	

في وقت لاحق حصل هذا العميل على معلومات مفادها أن فرع بنك فرنسي ينشط في لندن يقدم معدل فائدة على شهادات الإيداع أكبر من المعدل الذي يقدمه البنك الألماني.

يقوم هذا العميل بتحويل وديعته لدى البنك الالمانى إلى فرع البنك الفرنسي في لندن من خلال تحرير صك بالمارك الالمانى لصالح هذا الأخير بقيمة 1 مليون DM (بافتراض أن البنك الالمانى هو مراسل البنك الفرنسي في ألمانيا لتبسيط العملية).

في هذه الحالة المبدئية لا يتم تحويل المبلغ فعليا بل يتم تحويل الملكية فقط، فتصبح وضعية البنك الالمانى كما يلي:

الأصول	الخصوم
لا يوجد أي تغيير على الأصول	وديعة لصالح البنك الفرنسي: 1 مليون DM

وتصبح وضعية البنك الفرنسي في لندن كما يلي:

(عملية إيداع خارجية في سوق الأورو- عملات)

الأصول	الخصوم
قرض قصير المدى بقيمة: 1 مليون DM	شهادة إيداع لصالح العميل الالمانى: 1 مليون DM

بما أن البنك الفرنسي مطالب بتقديم فوائد للعميل الألماني، فعليه استغلال هذه الوديعة لتحقيق ربح، حيث يمكنه مثلا تقديم قرض لأورو-بنك آخر، أو لعميل آخر يمكن أن يكون مستورد يوناني لتسديد مشترياته من مصدر ألماني بقيمة 1 مليون DM.

إن: بعد سلسلة من المعاملات المتعاقبة تغادر قيمة 1 مليون DM السوق الدولي وتعود إلى النظام النقدي الألماني، وتكمن أهمية التعامل في هذه الأسواق في القدرة على خلق المزيد من الوحدات النقدية عند كل عملية اقراض بالعملة التي تسعر بها الودائع والقروض، بدون أن يكون للنظام النقدي مصدر العملة دخل في ذلك، كما انها لا تخضع لأي إلزام بتخصيص نسبة للاحتياطات الإلزامية.

رابعاً - سلبيات الأسواق الخارجية للعملات والقروض:

من أهم سلبيات هذه الأسواق نجد ما يلي¹:

- زيادة الأخطار التضخمية حيث أن زيادة دخول العملات الخارجية (الأورو-عملات) إلى بلد معين سوف يؤدي إلى ارتفاع حجم الكتلة النقدية المتداولة محليا بسبب عدم خضوعها لاقطاعات الاحتياطات الاجبارية، لكن الأخطار التضخمية لا تكون كبيرة لأن هذه العملات تكون غالبا في شكل ودائع قصيرة الأجل.
- وجود سوق الأورو-عملات يؤثر على قدرة السلطات على التحكم في خلق النقود من طرف النظام البنكي لأنها تلعب دور المضاعف النقدي، حيث أن معامل الخلق النقدي المرتبط بالودائع بالعملات الاجنبية يمكن أن يتضاعف بشكل غير محدود لأن هذه الودائع لا تخضع لقواعد الاحتياطات الاجبارية.
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع في الأسواق الخارجية للعملات من جهة، وانخفاض معدلات الفائدة على القروض الخارجية من جهة أخرى، يمكن تفسيره بعدم خضوع هذه البنوك لنظام الاحتياطات الإلزامية، بالإضافة إلى غياب نظام لضمان القروض، وهو ما يجعل الحكومات تمتنع عن انقاذ البنوك التي تنشط على المستوى الدولي في حالة الأزمات.

¹ Nyahoho Emmanuel, op. cit, pp 188-189

المحاضرة 08: الأسواق الدولية لرأس المال (السندات والأسهم)

تمهيد:

ارتبطت الأسواق الدولية للسندات والأسهم بتطور الطلب على التمويل، والاستثمار المالي للأعوان الاقتصاديين (مؤسسات، دول) على المديين المتوسط والطويل، وقد أدى هذا التطور إلى خلق سوق عالمي ضخم في سياق يتميز بالعمولة وزوال العراقيل والحدود.

أولاً- الأسواق الدولية للسندات (Les marchés des obligations internationales):

يعكس السوق الدولي للسندات حركة تدفق رؤوس الأموال طويلة المدى بين المؤسسات والدول على المستوى الدولي، بهدف الاستفادة من شروط التمويل الملائمة، بالإضافة إلى المزايا الضريبية التي يتيحها هذا النوع من الإصدارات.

1- مفهوم الأسواق الدولية للسندات:

ظهر التعامل في الأسواق الدولية للسندات ابتداء من سنوات 1960 لكنها لم تشهد توسعا كبيرا بسبب هيمنة التمويل عن طريق القروض في هذه المرحلة.

ابتداء من سنوات 1980 عرفت أسواق السندات الدولية تطورا كبيرا تزامنا مع تراجع التمويل عن طريق القروض الخارجية، وانطلاقا من سنوات 1990 عرفت هذه الأسواق توسعا هائلا مع تصاعد وتيرة التجديد المالي وتقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة.

وتتمثل مكونات الإصدار السندي على المستوى الدولي في¹:

- **عملة الإصدار:** حيث شكل الدولار وحتى سنة 1997 عملة تسعير حوالي 40% من الإصدارات السندية الجديدة، ويمكن تفسير هيمنة الدولار بسماع السلطات الأمريكية باستعمال عملتها من طرف غير المقيمين، بالإضافة إلى العملات القوية الأخرى مثل اليورو والين الياباني؛

¹ Le financement offshore , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>, consulté le 15/1/2020, p 28

- **الجهة المصدرة:** تعود معظم الاصدارات السنديّة على المستوى الدولي إلى متعاملين ينتمون إلى منظمة دول التعاون من أجل التنمية الاقتصادية (OCDE) بنسبة قدرت بحوالي 95 % بين سنتي 1983 و1993، أما النسبة الباقية من الاصدارات فتعود إلى المؤسسات المالية الدولية والمقترضين من البلدان النامية، ويتمثلون بالأساس في البنوك والمؤسسات العمومية والخاصة، الخزينة العمومية (الدولة).

2- أنواع الأسواق الدولية للسندات:

ترتبط الأسواق الدولية للسندات بنوعين من الأسواق (أسواق السندات الأجنبية، والأسواق الخارجية للسندات)، والجدول التالي يوضح الفرق بين هذه الأسواق.

الجدول (1): أنواع الإصدارات السنديّة

الإصدارات السنديّة		
من طرف المقيمين	من طرف غير المقيمين	
A	B	بالعملة الوطنية
C	D	بالعملات الأجنبية

Source : Nyahoho Emmanuel, (2002) : Finances internationales : théorie, politique et pratique 2e édition, édition press de l'université du Québec, Québec, Canada, p192

A: سندات محلية
B: سندات أجنبية
C+D: أورو سندات (سندات خارجية)
B+C+D: سندات دولية

2-1- أسواق السندات الأجنبية (Les marchés des obligations étrangères):

يتم فيها إصدار أوراق دين من طرف متعاملين غير مقيمين، ويتم تداولها على مستوى سوق مالي معين، بحيث يتم تسعير هذه الأوراق بعملة البلد الذي تتم فيه عملية الإصدار¹.

مثال: مؤسسة إيطالية تقوم بإصدار سندي بالدولار في الساحة المالية لنيويورك، هذا الإصدار يكون في شكل سندات أجنبية، ويتم تنظيم عملية الإصدار بواسطة اتحاد بنكي (Un syndicat bancaire)، أو مؤسسات مالية تنشط في بلد التوظيف حيث تستفيد من بعض المزايا الضريبية بسبب عدم خضوعها للقواعد التنظيمية المحلية.

¹ Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , op. cit, p5

2-2- الأسواق الخارجية للسندات (Les marchés des euro-obligations):

الأورو-سندات هي عبارة أوراق دين يتم إصدارها بشكل متزامن في أسواق بلدين على الأقل بواسطة اتحاد بنكي، حيث أن عدم وجود مكان واحد للإصدار يعطيها الطابع الدولي، ويتم تسعير هذه الأوراق إما بعملة المقترض أو بأي عملة أخرى¹.

مثال: تقوم الحكومة الإيطالية بإصدار سندي بالين الياباني في الأسواق المالية لكل من الولايات المتحدة، فرنسا، كوريا الجنوبية.

يمكن تمييز 3 خصائص تشترك فيها كل من السندات الأجنبية والأورو سندات هي²:

- تتمتع كل من السندات الأجنبية والأورو سندات بامتيازات ضريبية سواء مباشرة أو غير مباشرة، حيث أنها لا تتعرض لاقطاعات ضريبية من المصدر على المبالغ التي يسدها المقترضون.
- تخضع السندات الأجنبية إلى قواعد إصدار مشابهة لمبدأ إصدار الأورو سندات، ويمكن الفرق في أن إصدار السندات الأجنبية يتم في بلد معين، وبالتالي فهي تخضع للقواعد التنظيمية لهذا البلد.
- السوق الثانوي للسندات الأجنبية يشبه إلى حد بعيد السوق الثانوي للأورو سندات، أي أن أغلب المعاملات تتم خارج السوق المنتظم الذي يتم فيه الإصدار.

من جهة أخرى يمكن تمييز 3 مجموعات من الأورو سندات هي³:

- **السندات التقليدية (Straight):** وهي عبارة عن أورو سندات بمعدل ثابت، وهي عبارة عن أوراق دين قابلة للتفويض، يتم سدادها بأقساط ثابتة على فترات زمنية منتظمة، وبأجل استحقاق محددة.
- **أورو سندات بمعدلات متغيرة (Floating Rate Notes):** تتميز بنظام حساب الأقساط مؤشر على معدل فائدة متغير على المدى القصير، ويتم سداد هذه الأقساط عادة كل 6 أشهر.

¹ Flora Sfez, (2010) : Le marché des euro-obligations de 1963 _a 2008 : une organisation au risque de la bureaucratie, Thèse de doctorat, Economies et finances, Conservatoire national des arts et métiers, France, p3

² Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , op. cit, p7

³ Ibid, p8

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تنتج هذه الأوراق من خلال المزج بين عنصرين، ورقة دين تحمل معدل فائدة ثابت أو متغير، لكنها تتضمن الحق في تحويل هذه الورقة إلى سهم عادي للمؤسسة المصدرة.

ثانيا- أسواق الأسهم الدولية (Les marchés des actions internationales):

عرفت الاسواق الدولية للأسهم توسعا هائلا تماشيا مع استراتيجيات تدويل رأس المال التي توسعت مع تطور الأسواق الخارجية للقروض والأسواق الدولية للسندات.

1- تعريف الأسهم الدولية:

تعرف الأسهم الدولية على أنها أوراق مالية تعبر لصاحبها عن حق ملكية له في مؤسسة أجنبية، وعلى غرار الأسهم على المستوى المحلي تنقسم الأسهم الدولية إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، وهناك عدة أشكال للأسهم الدولية¹:

- أسهم الشركات الأجنبية المتداولة في السوق المالي المحلي لدولة ما مثلا: أسهم الشركة البريطانية (British Telecom) المتداولة في بورصة نيويورك.
- الأسهم الخارجية (les euro-actions أو euro-equities) وهي الأسهم التي تتداول بشكل متزامن في الاسواق الداخلية لعدة دول غير بلد المصدر.
- الأسهم التي تباع في الأسواق المحلية والأجنبية في آن واحد.
- الأسهم التي تباع للأجانب في السوق المحلية.

برزت الأسواق الدولية للأسهم منذ سنة 1985 مع قيام المستثمرين المؤسساتيين بعمليات توظيف مالي كبيرة على المستوى الدولي، وتوسعت هذه الأسواق بشكل كبير خلال سنوات 1990 مع تزايد عمليات الخصخصة في دول أوروبا الوسطى والشرقية، ودول منظمة التعاون من أجل التنمية الاقتصادية (OCDE).

¹ Laurence Abadie ; Cathrine Mercier-Suissa, op. cit, p 247

وقد شهدت الأسواق الدولية للأسهم ازدهارا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية حتى سنة 2002، وذلك بفضل مرونة عملية التسعير في المراكز المالية الأمريكية، خاصة ما يتعلق بقدرة المؤسسات على رفع وتنويع امكانيات التمويل، والحصول على أفضل شروط التمويل بفضل السيولة العالية للسوق الأمريكي، لكن الفضائح التي عرفتها العديد من الشركات الأمريكية (Enron, WorldCom....) أدت إلى تشديد الإجراءات والقواعد التنظيمية، وهو ما ساهم في إضعاف جاذبية أسواق الأسهم الأمريكية، لصالح أسواق أخرى خاصة في البلدان الناشئة.

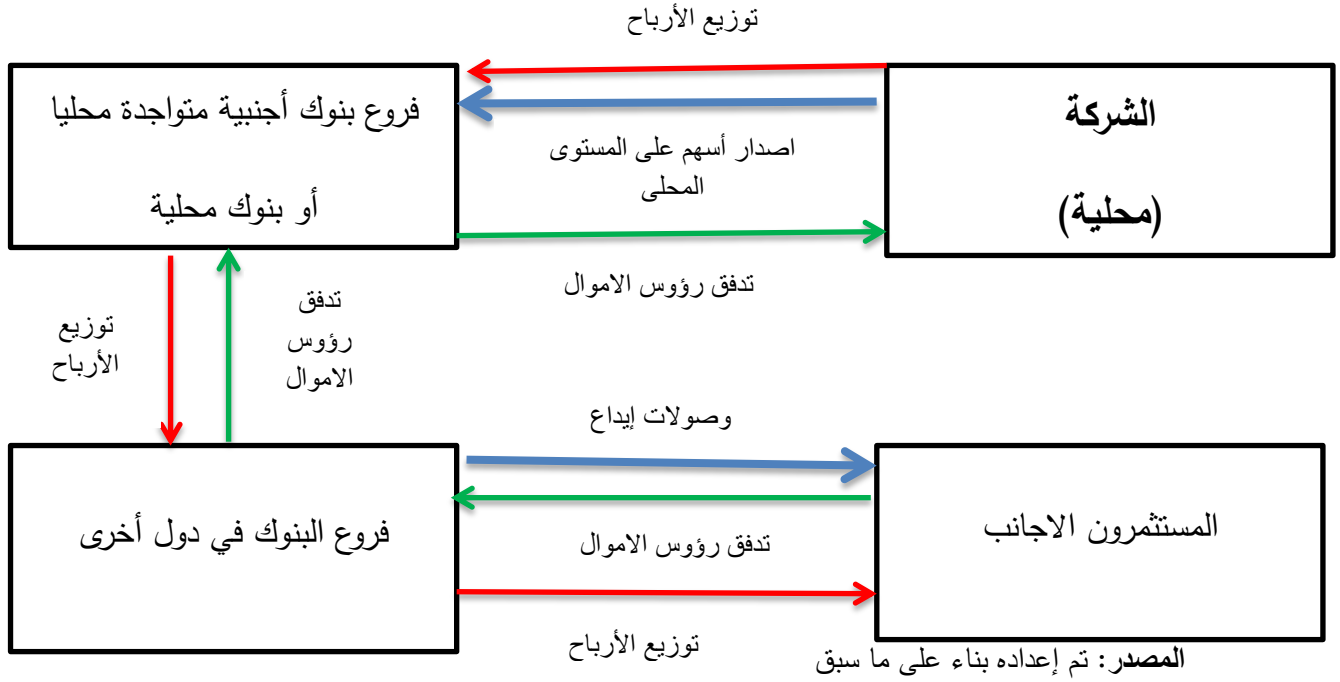
2- طرق اصدار الأسهم الدولية:

تختلف طريقة اصدار الأسهم الدولية عن الأسهم المحلية بسبب إصدارها على المستوى الدولي بإحدى الطريقتين¹:

- **إصدار مباشر:** حيث تقوم الشركة بطرح أسهمها مباشرة في أسواق مالية متعددة بالاستعانة باتحاد بنكي متواجد على مستوى العديد من الدول، تضطر هذه الشركات لتسجيل الاصدار في بورصات عالمية متعددة وبالتالي الخضوع لتشريعات وقوانين مختلفة ما يعرضها لتكاليف عالية.
- **إصدار غير مباشر:** بحيث يكون الاصدار على المستوى المحلي، لكن يتم بيع الأسهم للأجانب عن طريق فروع البنوك الأجنبية المتواجدة على المستوى المحلي عن طريق وصولات الإيداع الدولية، وهي عبارة عن شهادة يصدرها البنك للمستثمر (المكتتب) على أنه يملك أسهم موجودة في دول أخرى، وتمنحه الحق في الحصول على توزيعات الأرباح والتنازل والتداول في الأسهم الأصلية.

¹ Nyahoho Emmanuel, op. cit, 2015

الشكل (1): إصدار الأسهم على المستوى الدولي



3- مزايا الأسواق الدولية للأسهم:

تتيح الأسواق الدولية للأسهم مجموعة من المزايا أهمها¹:

- تجديد وتوسيع الكتلة المساهمية بفضل تسعير الأسهم في أسواق بعيدة عن الأسواق المحلية؛
- يسمح انتشار الأسهم على المستوى الدولي بتدعيم سمعة المؤسسة المصدرة، وهو ما تقوم به العديد من الشركات متعددة الجنسيات من خلال بحثها عن مصادر التمويل في مناطق جغرافية أخرى؛
- في إطار البرامج الكبرى لخصوصية المؤسسات العمومية في بعض البلدان، تساعد الأسواق الدولية للأسهم هذه المؤسسات على توسيع كتلتها المساهمية خارج الحدود الوطنية، وبالتالي تعزيز وجودها على المستوى الدولي؛
- تتيح الأسواق الدولية للأسهم للمؤسسات سهولة الإصدار بفضل إمكانية التسعير المتعدد من خلال ادراج الأسهم في عدة أسواق دولية في نفس الوقت .

¹ Laurence Abadie ; Cathrine Mercier-Suissa, op. cit, p 246

4- صعوبات إصدار الأسهم على المستوى الدولي:

يمكن أن تصطدم إصدار الأسهم على المستوى الدولي ببعض نقاط الضعف تتعلق أساساً بـ¹:

- الصعوبات المرتبطة بالحصول على رؤوس الأموال على المستوى الدولي، خاصة ما يتعلق بتكلفة إصدار الأسهم؛
- إلزامية إصدار الأسهم ضمن الأسواق المنتظمة على عكس الإصدارات السندية، وما يترتب عن ذلك من قيود تنظيمية؛
- في حالة ضعف المعاملات على أسهم بعض الشركات المسجلة في الأسواق الأجنبية أو عزوف المستثمرين عنها فإن ذلك سيؤدي إلى تدهور صورة المؤسسة بسبب اضطرارها لسحب أسهمها من السوق؛
- تباين إجراءات عرض الأسهم على المستوى الدولي، حيث تكون سهلة ومرنة في بعض الأسواق، وتكون صعبة في أسواق أخرى.

¹ Ibid, p247

المحاضرة 09: سوق صرف العملات الأجنبية (الفوركس FOREX)

تمهيد:

شهدت سنوات السبعينيات ازدهارا كبيرا لأسواق الصرف نتيجة لتعويم أسعار الصرف، وتماشيا مع صعود ظاهرة العولمة المالية التي نجم عنها زوال القيود على أسواق الصرف الاجنبي، وتحرير حركة رؤوس الأموال بين مختلف المراكز المالية الدولية.

أولا- تعريف سوق صرف العملات الأجنبية (الفوركس FOREX)

تعرف أسواق العملات الأجنبية أو الفوركس (FOREX) أو (Foreign Exchange) بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى بموجب نظام سعر الصرف العائم¹.

يختلف سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية، حيث أنه ليس له مكان محدد يجمع البائعين والمشتريين، إذ يتم إبرام صفقات تداول العملات الأجنبية عبر السوق الغير منتظمة، والتي تتكون من مجموعة من نظم الاتصال عبر الهاتف والانترنت تصل بين المتعاملين (البنوك الكبرى، والمؤسسات المالية المتخصصة في التداول بالعملات الدولية) ، حيث تضمن الأسواق غير المنتظمة تبادل وتحويل المعلومات اللازمة بالسرعة المطلوبة.

ثانيا- وظائف سوق صرف العملات الأجنبية:

يمكن تمييز ثلاث وظائف رئيسية لسوق صرف العملات الأجنبية²:

1- عمليات شراء وبيع العملات: ويكون ذلك إما في السوق الفوري أو في السوق الآجل:

- سوق فوري (spot market): تتداول فيه عقود شراء وبيع للعملات يتم تسويتها في يومين على الأكثر،

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 68

² Laurence Abadie ; Cathrine Mercier-Suissa, op. cit, pp 39-40

• سوق آجل (FORWARD market): يتم فيه شراء وبيع العملات بآجال تتجاوز 48 ساعة، أو بواسطة عقود آجلة، مستقبلات، خيارات، عقود مبادلة، يتعهد فيها الطرفين بتبادل العملات في تاريخ مستقبلي محدد وفق سعر معين مهما كان السعر السوقي.

2- عمليات السوق الآجل: تسمح للبنوك والمؤسسات التجارية بالتغطية ضد تقلبات أسعار الصرف، حيث تم خلق هذا السوق الآجل ليلعب دور التأمين والحماية ضد خطر الصرف، لاحقا سمح ظهور منتجات مشتقة جديدة خاصة بسوق الصرف للمتعاملين بتنفيذ عمليات مضاربة على تغيرات أسعار الصرف بشكل منفصل عن الدائرة الحقيقية (شراء وبيع السلع).

3- عمليات الخزينة: تتم على مستوى سوق ما بين البنوك للإيداع، الذي يشكل جزءا مهما من سوق الصرف، حيث يتم إجراء عمليات خاصة بالخزينة في شكل عمليات إيداع واقتراض بالعملة الصعبة بين البنوك، ويخضع هذا السوق لقواعد تنظيمية صارمة جدا.

ثالثا- خصائص سوق صرف العملات الأجنبية:

تتميز أسواق الصرف الاجنبية بالخصائص الآتية¹:

- تعتبر سوق العملات الاجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالي في العالم، كما يعتبر أكثر الأسواق شفافية وسيولة مقارنة بجميع الأسواق الاخرى؛
- رغم اتساع سوق صرف العملات الأجنبية وانتشاره على المستوى العالمي إلا ثلاثة مراكز مالية عالمية هي لندن وطوكيو ونيويورك تستحوذ على أكثر من نصف المعاملات المتعلقة بالعملات الأجنبية في العالم؛
- تركيز السوق، حيث أن ما يعادل ثلثي الصفقات على العملات الاجنبية اليومية يتم بين سماسرة البنوك؛
- يتميز سوق العملات الاجنبية بالسيولة بالسيولة الشديدة؛
- تجري المعاملات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل، وتشمل في أغلب الاحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 267

رابعاً- الأطراف المتعاملة في سوق الصرف الأجنبي:

تتعدد الأطراف المتدخلة في سوق الصرف الأجنبي، وتتمثل أساساً في البنوك والمؤسسات المالية والبنوك المركزية، والسماصرة والعملاء المتخصصين.

1- البنوك والمؤسسات المالية: تتمثل أساساً في البنوك التجارية التي تتعامل بصفة مباشرة في سوق الصرف الأجنبي، حيث تتدخل هذه البنوك إما لحسابها الخاص أو لحساب زبائنها (مؤسسات كبرى، مستثمرون مؤسساتيون.....إلخ) في الأسواق الفورية (عمليات تمويل)، أو في الأسواق الآجلة (تسيير أخطار الصرف).

وتتم عمليات الصرف (شراء وبيع العملات) عن طريق متعاملين ينشطون انطلاقاً من مقر البنك، حيث تستحوذ المعاملات بين البنوك على حصة الأسد، حيث تتم عبر أرضيات للسماصرة تنشأ بين البنوك التي تربطها علاقات قرضية¹.

2- البنوك المركزية: تعد من أهم المتدخلين في سوق الصرف الأجنبي لأهداف الضبط النقدي (استقرار أسعار الصرف، الارتفاع أو الانخفاض الكبير في قيمة العملة)، وحتى تكون تدخلات هذه البنوك فعالة يجب عليها استعمال احتياطي الصرف بشكل مكثف، على غرار ما تفعله البنوك المركزية لبع البلدان الناهضة فمثلاً الصين تمكنت من تجميع أحجام هائلة من احتياطات الصرف من خلال تدخلها الدوري في أسواق الصرف لمنع ارتفاع قيمة عملتها أمام الدولار الأمريكي (عملة الشريك التجاري الرئيسي للصين)².

3- العملاء المتخصصون: يتشكل العملاء المتخصصون في سوق الصرف إلى ثلاث فئات رئيسية هي³:

- المؤسسات المالية والبنوك الصغيرة،
- المؤسسات الصناعية والتجارية،
- المستثمرون الدوليون.

¹ Laurence Abadie ; Cathrine Mercier-Suissa, op. cit, p42

² Ibid, p43

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 269

وفي أغلب الاحيان فإن هؤلاء العملاء لا يتدخلون مباشرة في سوق الصرف، حيث يقتصر الأمر فقط على الذين حققوا أو يحققون حجما معيناً من العمليات، والذين لديهم متعاملين خاصين بهم يمكنهم ان يحملوا صفة العملاء-الصارفة، ومن ثم يحق لهم الدخول إلى قاعات السوق، أما الذين لا يتوفر لديهم حجم مهم من العمليات، فتنتم معاملاتهم وتمويلاتهم عن طريق الهياكل التقليدية للبنوك التجارية، بعد دراسة المعاملات والتأكد من التكاليف.

خامساً- المصطلحات والرموز في سوق الصرف الأجنبي:

يرمز للعملة الرئيسية في سوق الفوركس بثلاثة حروف لاتينية، حيث يشير الحرفين الأولين لاسم البلد، والحرف الثالث يرمز لاسم عملة البلد، والجدول التالي يبين أهم العملات القيادية في سوق الفوركس:

الشكل (1): أهم العملات القيادية في سوق الفوركس

الرمز	اسم العملة والبلد
USD	الدولار الأمريكي
EUR	الأورو (عملة الاتحاد الأوروبي)
JPY	الين الياباني
GBP	الجنيه الاسترليني (العملة البريطانية)
CHF	الفرنك السويسري
CAD	الدولار الكندي
AUD	الدولار الأسترالي

المصدر: بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، (2019): الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، طبعة 1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، ص70

ويتم تداول العملات في أزواج أو ثنائيات بين العملات (Currency Pairs)¹، فكل عملتين متقابلتين تمثلان زوجاً واحداً وسعراً واحداً فالبيورو مقابل الدولار هو أحد هذه الأزواج والبيورو مقابل الين هو زوج آخر، ويتم قياس أسعار العملات مقابل بعضها البعض، أي عملة مقابل الأخرى، وبالتالي فإن سعر البيورو مقابل الدولار يختلف تماماً عن سعر البيورو نفسه أمام الين.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، 274

مثال: تداول الأورو مقابل الدولار الأمريكي يكتب (EUR/USD) حيث تسمى العملة الموجودة على اليسار (EUR) بالعملة المسعرة أو الثابتة، والعملة الموجودة على اليمين (USD) تسمى عملة التسعير أو المتغيرة، فعلى سبيل المثال يكون سعر صرف الأورو مقابل الدولار في وقت معين كما يلي:

$$1\text{EUR}=1.8\dots\text{USD}$$

ومن أهم المصطلحات المتداولة في سوق الصرف نجد:

المركز المفتوح: يعبر عن الدخول في صفقة شراء أو بيع دون الحصول على نتيجة مالية فورية:

- مركز شراء مفتوح (مركز طويل): يعبر عن الدخول في عملية شراء أصل يتوقع ارتفاع سعره لاحقاً (بنية إعادة بيعه في تاريخ لاحق).
- مركز بيع مفتوح (مركز قصير): يعبر عن بيع أصل يتوقع انخفاض سعره لاحقاً من أجل إعادة شرائه مستقبلاً.

العملية العكسية في الحالتين يطلق عليها مصطلح غلق المركز (أو مركز مغلق)



المحاضرة 10: العقود الآجلة والمستقبليات (Futures, forwards)

تمهيد:

عرفت أسواق المنتجات المشتقة نموا هائلا منذ سنوات 1980 حيث أصبحت تمثل طباقا جديدا في بناء الأسواق المالية، وقد تم بناؤها في شكل عقود تشتق من المنتجات المالية الموجودة سابقا والتي أصبح يطلق عليها مصطلح " الأصل القاعدي L'actif sous- jacent"، ما يعني أنها أقل تكلفة من الأصول القاعدية، وهو ما يفتح المجال لاستعمال "تقنية الرفع المالي" من أجل تحقيق نسب أكبر من الأرباح.

وتعتبر المنتجات المشتقة عن عقود آجلة تكون مشروطة أو غير مشروطة، كما أنها قد تكون موحدة أو غير موحدة المعايير، ويتم تداولها في أسواق منتظمة أو من خلال عقود ثنائية على مستوى الأسواق غير المنتظمة، وتعد العقود الآجلة أول شكل من المشتقات المالية التي تتداول في الأسواق المنتظمة والغير منتظمة، كما أنها تتعلق بالأصول المالية، بالإضافة إلى مختلف أنواع السلع.

أولا- مفهوم العقود الآجلة والمستقبليات (Futures, forwards) :

يمكن تعريف العقود الآجلة على أنها " التزامات قانونية بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان معين وزمان محدد وبموجب سعر متفق عليه"¹.

وينشأ هذا العقد بين طرفين يكون أحدهما بائع والآخر مشتري، أما الأصل محل التعاقد فقد يكون أصل حقيقي مثل السلع والمعادن، والعملات بأنواعها المختلفة، كما قد يكون أصل مالي كالأسهم، والسندات، ومؤشرات السوق المالي، وتحدد في العقد ستة عناصر رئيسية هي:²

- تاريخ العقد
- نوع الأصل محل التعاقد

¹ L. Le grand, Les innovations financières dans les métiers des dérivés action : de l'opacité a la lumière, <http://www.institut-entreprise.fr>, consulté le 02/06/2018, p3

² محمد صالح الحناوي، (2000): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر،

- تاريخ التسليم
- الكمية
- سعر التنفيذ أو سعر التسوية
- مكان وطريقة التسليم .

ويتم التعامل في أسواق العقود الآجلة بطريقة المزاد المفتوح عن طريق الوسطاء، وبيوت المقاصة التي تقوم بتنظيم التسويات اليومية بين طرفي العقد، مع الأخذ بعين الاعتبار الآثار التي تترتب على حق كل طرف بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد، حيث يلتزم كل طرف بأن يسلم للوسيط هامش محدد (عادة بين 5% و 15%) من القيمة الإجمالية للعقد¹، ويقوم الوسيط بإجراء تسوية يومية بين الطرفين تعكس التغيرات التي تحدث على سعر العقد ومن ثم يعكس أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته .

مثال: يقوم متعامل بإبرام عقد مع شركة معينة في شهر أكتوبر يتعهد بموجبه بتسليم 1000 برميل من البترول بتاريخ 31 ديسمبر وبسعر 20 دولار للبرميل، وعلى ذلك فإن هذه الشركة ضمنت الحصول على الكمية المطلوبة من البترول وبسعر محدد هو 20 دولار للبرميل.

بافتراض أن المتعامل السابق هو مجرد وسيط أي أنه لا يملك بشكل فعلي كمية البترول المتعاقد عليها، وبناء على ذلك فإنه يقوم بشراء عقود آجلة تسمح له بتملك المنتج المطلوب بتاريخ 31 ديسمبر وبسعر أقل من السعر المتعاقد عليه مع الشركة (15 دولار للبرميل) بهدف الحصول على هامش ربح .

ثانياً- الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

يوجد نوعين أساسيين من هذه العقود: عقود الآجلة "forwards" ومستقبليات "Futures" ، وتتشابه هذه العقود من حيث المبدأ حيث أن كل من العقود الآجلة والمستقبليات يكون فيها طرفي العقد مجبرين على تنفيذه وذلك مهما كانت الأسعار السوقية، لكنها تختلف في طريقة التنفيذ²:

- فبالنسبة للعقود الآجلة من نوع "forwards" فهي عقود تتداول في الأسواق الغير منتظمة (اتفاق بين طرفين)، وتعبر عن التزام ببيع أو شراء كمية معينة من الأصول القاعدية في تاريخ

¹ محمد مطر وفايز تميم، (2005): إدارة المحافظ الاستثمارية، طبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص 270

استحقاق مستقبلي، وبسعر محدد، فإذا كان السعر الجاري في تاريخ الاستحقاق أكبر من السعر المحدد في العقد ينفذ العقد ويحقق المشتري ربح وفي حالة العكس يحقق خسارة، ويكون البائع في الوضعية المعاكسة.

- أما عقود المستقبلات "Futures" فتختلف عن العقود الآجلة "forwards" في كونها عقود نمطية (أي لها نفس الخصائص)، تتداول في الأسواق المنتظمة حيث تخضع لشروط وقواعد محددة، وتتميز بكونها مضمونة التنفيذ، حيث أنها غير معرضة لخطر عدم السداد بفضل وجود هامش مبدئي يقوم الطرفين بإيداعه لدى غرفة المقاصة عند بداية العملية.
- العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته لأنها تتداول في الأسواق الغير منتظمة على عكس العقود المستقبلية.
- تكاليف المعاملات (التكاليف المصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب) تكون أقل بالنسبة للعقود المستقبلية مقارنة بالعقود الآجلة.
- في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية أما في حالة العقود الآجلة، فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحتملة تكون كبيرة نسبيا.

ثالثا - أنواع العقود الآجلة: من بين أنواع العقود الآجلة نذكر ما يلي¹:

- عقود آجلة على السلع: هي عقود تتم بين طرفين يلتزم بمقتضاها أحدهما بتسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد وفي تاريخ محدد، ويتم تداول العديد من السلع والمعادن في أسواق العقود الآجلة مثل الحبوب والزيوت، الماشية واللحوم، السلع الغذائية، القطن، المعادن و الأخشاب.... الخ،
- عقود آجلة على أسعار الفائدة: هي عقود يتم تنفيذ أغلبها قبل تاريخ الاستحقاق، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول مثل أدونات الخزينة، سندات الخزينة، قروض الأورو - دولار.
- عقود آجلة على مؤشرات الأسهم: مثل مؤشر S&P500، المؤشر المركب لسوق نيويورك NISE

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 69

رابعاً- المتعاملون في سوق العقود الآجلة :

1- الشركات الوسيطة Brokers :

لا يمكن لأي شخص بيع أو شراء أي عقد مستقبلي إلا من خلال الشركات الوسيطة، حيث لا بد للعميل أن يحتفظ بحساب لدى الوسيط يدفع من خلاله قيمة العقود المشتراة، وتقيد فيه عائدات بيع العقود، حيث يتم إيداع أموال المستثمرين لدى بنك مرخص، ويفوض المستثمر الوسيط المعتمد بموجب وكالة خاصة محددة بتنفيذ عمليات البيع والشراء من خلال هذا الحساب دون إعطائه أي حق بالسحب من الحساب لأي غاية أخرى، وينفذ الوسطاء أوامر البيع والشراء في قاعة التداول في البورصة¹.

2- المتداولون في البورصة (Locals) Floor traders :

يتولى المتداولون في البورصة شراء وبيع العقود المستقبلية لحسابهم الخاص في قاعة التداول، فإذا لم يكن هناك طرف بائع أو مشتري لطلب شراء أو بيع في أي وقت من الأوقات، يتولى المتداولون صنع السوق وتوفير الجهة المقابلة للصفقة، حيث يعمل هؤلاء على شراء ما باعوه أو بيع ما اشتروه في الدقائق التي تلي صفقة صنع السوق، فهم يعملون باستقلال تام وفقاً لمصلحتهم الشخصية ويمكنهم تزويد السوق بشكل مستمر بالسيولة².

3- المستشارون في تجارة السلع Commodity Trading Advisors :

قد يكون شخص طبيعي أو شركة تتولى تقديم النصائح والتوصيات لعملائها من المستثمرين في العقود المستقبلية، متى يشترون أو يبيعون أو يخرجون من السوق.... الخ ، حيث تتميز أساساً نوعين من المتعاملين في سوق العقود المستقبلية³:

- **المتحفظون** : يتمثل الهدف الرئيسي في سوق العقود الآجلة في التحوط وضمان إدارة فعالة لمخاطر تقلبات الأسعار، وتظهر الحاجة إلى التحوط في جميع أنواع التجارة والأعمال

¹ محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص 408

² المصدر نفسه، ص 408

³ هوشيار معروف، (2003): الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،

والتعاملات المالية، خاصة ما يتعلق بالحماية من انخفاض أو ارتفاع معدلات الفائدة بالنسبة للمقرضين والمقترضين والمستثمرين الماليين ، أو ما يرتبط بتقلبات السلع والمعادن النفيسة، حيث أنه باتخاذ قرار التحوط يتنازل المتحوط مسبقا على إمكانية استفادته من حركة الأسعار المربحة له مقابل أن يحمي رأس ماله وهامش ربحه فقط وفي هذه الحالة لا يتحمل أي مخاطر غير عادية.

• **المضاربون** : يسعى هذا النوع من المستثمرين إلى تحمل المخاطر التي يسعى المتحوطون إلى تجنبها حيث ينصب اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة ، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها وبيع تلك التي يتوقع انخفاض أسعارها .

وبناء على أهداف المستثمر يقدم المستشار نصائحه لكل عميل من عملائه بشكل مستقل وفق الاستراتيجية الخاصة بكل عميل، وذلك باستعمال البريد الإلكتروني، والفاكس ورسائل الهاتف المحمول¹.

خامسا- المعاملات في سوق العقود الآجلة و نظام التسوية:

1- نظام تسوية المعاملات في سوق العقود الآجلة:

ارتبطت المشتقات المالية بصفة عامة والعقود الآجلة بصفة خاصة بنظام تسوية المعاملات، ففي حين أن المعاملات تتم بصفة جارية في الأسواق التقليدية من خلال عمليات تسوية وتسليم فورية للسلع والأصول المالية، فإن عدد المعاملات التي تجري على مستوى هذه الأسواق أصبح محدودا جدا بالمقارنة مع المعاملات التي تتم على مستوى أسواق العقود الآجلة ويتم تسويتها في آجال لاحقة، ما يطلق عليها " Forwards " .

بالنسبة لأسواق الأوراق التجارية والقروض في الو م أ، يمكن ملاحظة وجود تمديد لآجل التسوية على مدى 5 أيام في حين أن التسوية في بلدان أخرى (فرنسا ، إيطاليا) كانت تتم في تاريخ محدد شهريا ، كما أن أسعار التسوية يجب أن تعكس " تكاليف الحياة " المتعلقة بآجال التسوية والتسليم، أما بالنسبة للمستثمرين الذين يحتفظون بأصولهم لمدة قصيرة فنجد أن التحديد المسبق لتاريخ التسوية يعد أكثر نجاعة وفعالية .

¹ ماهر كنج شكري، مروان عوض، (2004): المالية الدولية، طبعة 1، معهد الدراسات، الأردن، ص ص 313-317

يقدم الجدول الموالي مثال المستثمر A الذي يشتري أسهم في التاريخ (0) يتم تسويتها بعد 20 يوما، لنفترض أن المستثمر A قرر بيع أسهمه بعد 12 يوما من شرائها، تعد هذه التسوية ذات أهمية بالغة بالنسبة لعمل نظام التسوية:

الجدول(1) : تحليل التسوية المؤجلة بتواريخ ثابتة و ممتدة

التاريخ	المعاملات	التدفقات
0	شراء الأسهم	
12	بيع الأسهم	
	تسوية ممتدة في الزمن (T+20)	
20	تسوية عملية الشراء	تسديد الأسهم المشتراة
32	تسوية عملية البيع	تحصيل مبلغ بيع الأسهم
	تسوية محددة (ثابتة)	
20	تسوية المعاملتين معا	تسديد/ تحصيل الصافي بين المبلغين

Source : A. F. Perold, (1998): La finance sans frontière, Economica, Paris, France, p79

إذا كان أجل التسوية هو نفسه بالنسبة للبيع والشراء (بهذه الطريقة يتم تسوية البيع بتاريخ 32) ، فعلى المستثمر A استلام الأسهم التي اشتراها بتاريخ 20 حتى يقوم بتسليمها بتاريخ 32 ، و الأكثر من ذلك أنه يتوجب على المستثمر تمويل وضعيته خلال المجال الممتد على 12 يوما الفاصلة بين تاريخي تسوية المعاملتين، وهذا ما يحدث في حالة التسوية الممتدة " le règlement glissant " .

وبالعكس في حال ما إذا كانت تسوية البيع بعد 8 أيام، أي أن البيع يتم تسويته بتاريخ 20 يمكن استثناء المستثمر A من تسليم الأسهم بتاريخ 20 واستبدال ذلك بحق الحصول على الأسهم في نفس التاريخ من جهة ، ومن جهة أخرى يتم إجراء عملية مقاصة بين أسعار البيع والشراء من جهة أخرى،

وبالتالي إذا تمت المعاملة بهذه الطريقة فإن المستثمر يتلقى مبلغ صافي يمثل الفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء مع عدم تسليم أو استلام الأسهم ما يعرف بـ " Netting"¹.

2- إحلل العقود الآجلة محل المعاملات الحقيقية:

عرفنا سابقا إحدى أهم مميزات العقود المستقبلية، وهي التسوية الآجلة للمعاملات. بالإضافة إلى ذلك توجد خاصية أخرى تتمثل في التغطية ضد تقلبات أسعار الأدوات المالية حتى دون شراء أو بيع مباشر لهذه الأدوات، وتشكل هذه الميزة أهمية بالغة بالنسبة لنظام التسوية كونها تجنب المستثمر تحمل التكاليف الناجمة عن خطر استعمال نظام التسوية، كما أن المعاملات الافتراضية على الأصول المالية تساهم في تقليص الطلب على خدمات التسوية المباشرة.

ويتم تسيير خطر السداد من خلال إيداع هامش مبدئي في بداية المعاملة مع الحصول يوميا عند الإغلاق على هامش يدعى "Margin call" قد يسمح للمستثمر بالحصول على أرباح إذا كان أكبر من الهامش المبدئي، كما قد يعرضه إلى خسائر في حالة العكس.

يؤدي طلب الهوامش إلى ارتفاع تكلفة الطلب على خدمات التسوية بسبب تولد عدد كبير من عمليات الدفع (انطلاقا من مبلغ وحدوي مرتفع)، وأيضا لأن المبلغ الإجمالي الخام للهوامش يكون دائما أكبر من المبلغ الكلي الصافي، ويرتبط المبلغ الخام للهوامش بمجموعة من العوامل حيث أنه يتناسب مع مدة الاستثمار وتقلبات الأصول القاعدية على طول هذه المدة ما يتولد عنه معادلة غير خطية لتطور طلب الهوامش².

3- تسوية العقود المستقبلية على المؤشرات السوقية :

تتمثل العقود المستقبلية على المؤشرات السوقية في عقود تقوم على أساس سلة خاصة من الأصول (مثلا مجموعة الأسهم المكونة لمؤشر S&P500)، وتتميز هذه العقود بعدة خصوصيات أهمها³:

- يتم تسويتها نقدا عموما على وجه يضمن حد أدنى من طلب خدمات التسوية حتى عندما تتم التسوية عند تاريخ الاستحقاق،

¹ A. F. Perold, (1998): La finance sans frontière, Economica, Paris, France, pp 78-80

² Ibid, pp. 82-84

³ Ibid, pp. 86-87

- عدم الحاجة إلى تبادل الأصول القاعدية،
 - غياب التكاليف والأخطار المرتبطة بعمليات المقاصة عند التسوية،
 - إمكانية الاحتفاظ بعدد كبير من الأصول المختلفة.
- حيث يتم تسليم المؤشر في تاريخ وبسعر محدد مسبقاً، وتكون القيمة التي يكون المشتري ملزماً بدفعها يحددها السوق، ويمكن تحقيق مبالغ معتبرة من الفارق بين الأسعار المطلوبة والأخرى المعروضة، ويعود ذلك إلى نوعية المعلومات التي يملكها كل متعامل عن الأصول المتداولة، وعن المؤسسات المصدرة لهذه الأصول (رقم الأعمال ، النتيجة ...الخ)، وعن حالة السوق (التقلبات المستقبلية للأسعار ومعدلات الفائدة).

المحاضرة 11: الخيارات المالية "Les options"

تعد الخيارات من بين أشهر المشتقات المالية وأكثرها انتشارا نظرا للمزايا الكثيرة التي تتمتع بها.

أولاً- مفهوم الخيارات المالية:

تعرف كما يلي: " الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع له، بموجبه يكون للطرف الأول الحق أن يشتري من الطرف الثاني، أو أن يبيع له أصلا معينا في تاريخ لاحق، ويسعر معين يسمى سعر الممارسة (Le prix d'exercice)، أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يدفع المشتري فورا علاوة (une prime) للطرف الثاني"¹.

وتسري عقود الخيارات عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات، و كذلك على مؤشرات الأسواق المالية كما تسري أيضا على العملات الأجنبية، وتتميز هذه العقود بعدد من العناصر الأساسية مثل²:

- تاريخ العقد
- نوع الأصل محل لتعاقد
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد
- سعر التنفيذ (سعر الممارسة) أي السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد
- تاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار أوروبي) أو فترة سريان العقد (إذا كان الخيار أمريكي)
- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يتوجب على مشتري الخيار دفعها للمحرر (البائع)، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، أسعار الفائدة السائدة.
- يصبح المستثمر الذي يقوم ببيع الخيار ملزما بتنفيذه في المستقبل، أما المشتري للخيار فلديه ثلاثة أنماط متاحة من التصرف:

- تنفيذ الخيار في أو قبل تاريخ التنفيذ ليصبح بعدها مالكا للأصل محل التعاقد،

¹ P. Navatte, (1998) : Finance d' entreprise et théorie des options , Paris, France, p12

² محمد مطر و فايز تيم، المرجع السابق، ص257

- بيع عقد الخيار في السوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ،
- ترك الخيار لتنتهي صلاحيته ويصبح بدون قيمة.

ثانياً - أنواع الخيارات :

تنقسم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين تتبثق منهما أنواع أخرى كثيرة حسب رغبات الزبائن، وهما:

1- خيار شراء (call option):

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي المشتري الحق بأن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي محرر الخيار، أو من السوق أصلاً معينة بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ محدد، أو خلال فترة زمنية معينة، وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد¹.

إن شراء هذا النوع من الخيارات يضمن الحق للمستثمر بشراء الأصل الأساسي (مثلاً سهم) بسعر محدد وثابت هو سعر التنفيذ مهما ارتفع سعر السهم السوقي، أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أدنى من سعر التنفيذ فإن المستثمر لن ينفذ خياره، وكل ما سيخسره هو سعر الخيار أو العلاوة التي دفعها في بداية العقد.

مثال: إذا وقع مستثمر عقد خيار شراء على سهم إحدى الشركات بسعر تنفيذ 50 وحدة نقدية لسهم الواحد، فإن حساب ربحية المستثمر عند الأسعار السوقية: 35، 40، 45، 50، 55، 60، 65، 70 يكون كما يلي:

- إذا كان السعر السوقي > سعر التنفيذ، فإن (الربحية = - العلاوة) أي أنه في المجال 35 حتى 50 يخسر المستثمر قيمة العلاوة 5 و.ن و يفضل الشراء بسعر السوق .
 - إذا كان السعر السوقي < سعر التنفيذ، فإن (الربحية = السعر السوقي - سعر التنفيذ - العلاوة) أي أنه في المجال 50 حتى 70 يفضل المستثمر تنفيذ الخيار وتكون الربحية متزايدة .
- أما ربحية البائع فتؤخذ بوضع الإشارة السالبة لربحية المشتري.

¹ محمد مطر و فايز تيم، المرجع السابق، ص 259

2- خيار البيع (put option):

يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا بكمية معينة، وسعر معين وفي تاريخ محدد، أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد¹.

يؤدي خيار البيع دورا مشابها لبوليصة التأمين، بمعنى أن وثيقة التأمين لن يكون لها معنى إلا إذا حدث الضرر المؤمن منه، وهكذا بالنسبة لخيار البيع، حيث تزيد قيمته كلما انخفض سعر السهم، لأنه يتيح لحامل الخيار بيع السهم بسعر التنفيذ رغم انخفاض السعر السوقي للسهم وهو الضرر المتوقع، أما إذا لم ينخفض سعر السهم، فإن كل ما سيخسره حامل الخيار هو سعر الخيار أو العلاوة المدفوعة في بداية العقد.

مثال: عندما يشتري مستثمر خيارا لحق البيع بسعر تنفيذ 30 و.ن و علاوة قدرها 3 و.ن للسهم، فإن ربحية هذا المستثمر (المشتري) في ظل أسعار سوقية 18 ، 21 ، 24 ، 28 ، 30 ، 33 ، 36 ، 39 تكون كالاتي :

- إذا كان السعر السوقي > سعر التنفيذ فإن (الربحية = سعر التنفيذ - السعر السوقي - العلاوة) ويكون العقد في هذه الحالة في وضع ربحية أي أنه في المجال 18 حتى 27 يحقق المشتري ربحية.
- إذا كان السعر السوقي = سعر التنفيذ فإن (الربحية = - العلاوة) ويكون العقد في وضعية تعادل عند سعر 30 .
- إذا كان السعر السوقي < سعر التنفيذ فإن (الربحية = - العلاوة) ويكون العقد في وضعية خسارة في المجال اكبر من 30
أما ربحية البائع فتكون عكس ربحية المشتري.

يمكن تلخيص الالتزامات والحقوق المتعلقة بعقود الخيارات في الجدول التالي:

¹ أسعد حميد عبيد العلي، (2005): استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الكرك، الأردن،

البائع	المشتري	
يحصل على ثمن الخيار، ويمكن أن يكون مطالب بالبيع	يدفع ثمن الخيار (العلاوة)، له حق الشراء	خيار الشراء
يحصل على ثمن الخيار، ويمكن أن يكون مطالب بالشراء.	يدفع ثمن الخيار وله الحق في البيع	خيار البيع

ثالثا - تقييم نظرية الخيارات للأصول المالية:

ترتبط سياسة الاستثمار بالشروط الاقتصادية المتاحة، لكن هذه المعايير التقليدية تغيرت مع تطور نظرية الخيارات، حيث أن هذه الأخيرة تتميز بالحساسية الشديدة لحالة عدم اليقين المصاحبة للأصول القاعدية، وعليه لم يعد المستثمر يخضع لقاعدة الاستثمار الآن أو لاحقا بل أصبح بإمكانه الاستثمار في أي وقت على طول فترة زمنية معينة تبعا للبنية الاقتصادية، ولهذا عرفت نظرية الخيارات تطورا مهما خلال 30 سنة حيث نجد عدة أعمال في هذا الإطار أهمها أعمال (S.Sprenkle 1961 , H.Ayres 1963, A.Boness 1964, P.A.Smuelson 1965)¹.

لكن الخطوة الأهم كانت من خلال أعمال كل من F.Black et M.Scholes سنة 1973 حيث وضعوا معادلة لتقييم الخيارات بإعطاء أهمية بالغة لعملية التحكيم أو المراجعة.

1- محتوى نموذج (Black & Scholes) لتقييم الخيارات:

يعتبر موضوع تسعير خيارات الأسهم إحدى الموضوعات المهمة والمعقدة، ويعود ذلك لحاجة المستثمرين للتعرف على القيمة العادلة للخيارات بأنواعها المختلفة، من أجل ترشيد قرارات الاستثمار وحساب معدلات العائد المتوقعة، ولعل أبرز نموذج لتسعير الخيارات هو "نموذج Black & Scholes" الذي نال جائزة نوبل عام 1995 للدور المهم له في تسعير الخيارات، حيث يمكن هذا النموذج من تقييم أي خيار بدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر، أي أنه يقيم خيار الشراء بصورة منفصلة عن خيار البيع، والعكس صحيح.

¹ P. Navatte, op. cit, p12

وتقوم فرضيات النموذج على¹:

- لا توجد تكاليف معاملات أو ضرائب و المعلومات متوفرة بدون تكاليف،
- الخيار من النوع الأوروبي، أي يمكن تنفيذه في تاريخ الاستحقاق فقط،
- يتبع سعر السهم السوقي السير العشوائي بالزمن المستمر،
- سوق الخيارات في انعقاد دائم،
- معدل الفائدة قصيرة الأجل ثابتة ومعلومة للجميع،
- لا يدفع السهم أي توزيعات حتى تاريخ استحقاق الخيار،
- توزيع السهم يكون على أساس اللوغاريتم الطبيعي.

عند تطبيق هذه الخيارات فإنه يمكن تحديد قيمة خيار الشراء التوازنية، فإذا حدث وأن كان سعر الخيار الحقيقي مختلفا عن هذه القيمة فإن المراجحين سيتدخلون لإجراء عدد من الصفقات ليكسبوا من هذه الفروق السعرية إلى أن يعود السعر السوقي للخيار إلى نقطة التوازن التي حددها النموذج.

معادلة النموذج :

$$C_a = PN(d_1) - Xe^{-(RFR)T}$$

$$d_1 = \frac{\ln(P/X) + (RFR + 0.5\delta^2)T}{\delta\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T}$$

C_a : قيمة خيار الشراء

P : سعر السهم السوقي الذي حرر عليه الخيار

X : سعر تنفيذ الخيار

δ : الانحراف المعياري للسهم العادي و المركب تركيبيا مستمرا و الذي يحسب على أساس سنوي

¹ أسعد حميد عبيد العلي، المرجع السابق، ص 172

(RFR) : معدل الفائدة خال من المخاطرة و المركب تركيبا مستمرا و الذي يحسب على أساس سنوي.

$\ln(P/X)$: اللوغاريتم الطبيعي للكسر (P/X)

T : الوقت المتبقي حتى تاريخ استحقاق الخيار معبرا عنه كنسبة مئوية من السنة

e : أساس اللوغاريتم الطبيعي و يساوي تقريبا 2.71828

متطلبات تطبيق النموذج¹ :

- يتم حساب عمر الخيار كجزء من السنة، فلو كان 3 أشهر يعني 91 يوما يقسم على 365 وبالتالي يكون أجل الخيار 0.249 من السنة،
- يتم حساب الانحراف المعياري انطلقا من حساب السعر النسبي بين سعر الإغلاق في بداية الشهر P_1 و سعر الإغلاق في نهاية الشهر P_2 ، ثم يحسب الانحراف المعياري على أساس سنوي بضربه في 12،
- حساب معدل الفائدة خال من المخاطرة (RFR)، ويجب أن يتلاءم مع أجل الخيارات ،
- حساب $N(d_1)$ و $N(d_2)$ وهي احتمالية تحدد من جدول التوزيع الطبيعي .

-2 مثال تطبيقي على نموذج Black & Scholes:

معادلة خيار الشراء :

افتراض أن سعر السهم السوقي هو 20 و.ن وسعر تنفيذ خيار الشراء هو 20 و.ن، أي أن الخيار هو في حالة " على إمكانية الربح «، وأجل الخيار 3 أشهر ، بمعنى 0.25 من سنة، ومعدل الفائدة خالي المخاطرة 12%، وتباين السهم الأساسي هو 16 %، والمطلوب حساب قيمة خيار الشراء.

معطيات السؤال:

$$P = 20 \quad X = 20 \quad T = 0.25 \text{ من سنة}$$

¹ أسعد حميد عبيد العلي، المرجع السابق، ص 177

$$\%40 = \delta \quad \%12 = (\text{RFR})$$

أولاً : نحسب d_1 و d_2

$$\frac{\ln(20/20) + [0.12 + 0.5(0.16)]0.25}{(0.5)0.4} = \frac{0 + 0.05}{0.20} = 0.25 = d_1$$

$$d_2 = d_1 - 0.4\sqrt{0.25} = 0.25 - 0.20 = 0.05$$

ثانياً : حساب $N(d_1)$ و $N(d_2)$

نلاحظ أن: $N(0.25) = N(d_1)$ و $N(0.05) = N(d_2)$ تمثلان مناطق تحت دالة التوزيع الطبيعي ويمكن استخراج قيمتهما من الجدول :

$$0.5199 = N(d_1)$$

$$0.5987 = N(d_2)$$

ثالثاً: تطبيق معادلة النموذج

$$C_a = 20[N(d_1)] - 20e^{-(0.25)(0.12)}[N(d_2)] = 20[(0.5987)] - 19.41(0.5199) \\ = 11.97 - 10.09 = 1.88$$

وعليه فإن قيمة خيار الشراء هي 1.88 و.ن ، وبافتراض سعر الخيار الحقيقي 2.25 فبإمكان المراجحين أن يبيعوا خيارات الشراء وشراء السهم العادي للحصول على ربح دون تحمل مخاطرة، وتستمر هذه العملية حتى ينخفض سعر الخيار إلى 1.88 .

أما إذا كان سعر الخيار السوقي أقل من 1.88 فإن المراجحين يقومون بشراء خيارات الشراء والحصول على ربح دون تحمل مخاطرة، وبسبب هذا الطلب سيرتفع سعر الخيار حتى يصل إلى السعر التوازني 1.88 .

معادلة خيار البيع :

من خلال النموذج يمكن إيجاد العلاقة بين خيارى البيع والشراء معبر عليه في المعادلة الآتية¹:

$$P_u = C_a + P_v(X) - P_t$$

P_u : قيمة خيار البيع

C_a : قيمة خيار الشراء

$P_v(X)$: القيمة الحالية لسعر التنفيذ

P_t : سعر السهم الحالى

وتكون المعادلة النهائية لخيار البيع بالشكل :

$$P_u = Xe^{-(RFR)T} [1 - N(d_2)] - P[1 - N(d_2)]$$

بالتطبيق على المثال السابق نجد سعر خيار البيع هو 5.981 و.ن .

3- الانتقادات الموجهة لنظرية الخيارات المالية :

تواجه نظرية الخيارات المالية عدة انتقادات منها :

أ- وجود ثغرات في النموذج :

تبين القراءة السابقة للخيارات أن أسعارها تحدد وفقا لقاعدة معينة (قاعدة التحكيم) التي تلخصها معادلة Black & Scholes ، ويعتمد التقويم على ملاحظة محفظة تضم عدد لا بأس به من الخيارات والأصول القاعدية من أجل الحصول على محفظة خالية من المخاطر، حيث يفضل كل المستثمرين

¹ أسعد حميد عبيد العلي، المرجع السابق، ص 180

الاستثمارات ذات أعلى مردودية من أجل القيام بعملية تحكيم مريحة على اعتبار أنه يتم الحصول على نفس قيمة تنفيذ الخيار من خلال استثمار متحرك .

وبناء على المعادلة الرياضية لـ Black & Scholes فإن المستثمر يمكنه تحقيق أرباح من تعامله بالخيارات تماما بنفس القدر في حالة ما إذا فضل الاستثمار الديناميكي في الأصول القاعدية، أما في حالة البيع فيجب على المستثمر التغطية ضد المخاطر من خلال التسيير الديناميكي للمحفظة، وهذا يعني أن التقييم عن طريق التحكيم يكون مستقل عن الطلب لأنه من أجل كل خيار مباع يمكن الحصول من خلال استثمار متحرك على نفس القيمة المدين بها في حالة التنفيذ.

لكن الواقع أثبت أن سعر الخيارات مرتبط ارتباطا وثيقا بالطلب، وهذا ما يعكس وجود ثغرة واضحة في منطق Black & Scholes ، وتكمن في فرضية كون الأصل القاعدي للخيار يتبع قاعدة خاصة جدا؛ من جهة يفترض أن الأصل القاعدي ذو قيمة متقلبة لكنها تستقر عبر الزمن، ومن جهة أخرى يفترض عدم وجود قفزات في الأسعار وهذا ما كذبه الواقع من خلال أزمة 1987 مثلا أين انهارت البورصة بنسبة 25 % يوميا¹ ، وهو ما يعني أن قدرة الخيارات على تغطية الخطر لن تكون إلا جزئية.

ب - تسيير الخطر:

تسمح معرفة احتمالات تغير أسعار الأصول بالنسبة للمستثمرين بالتحكم بمدى تعرضهم للخطر وبالتالي ضبط وتعديل أسعار الخيارات بناء على ذلك، فعند إجراء أي معاملة أصبح المستثمرون يهتمون بمعرفة أقصى خسارة يمكن أن يتعرضوا لها على مدى أفق زمني معين. وبناء على هذه المقاربة التقليدية فإنه يتم أخذ المردوديات المحققة في السابق بعين الاعتبار في وضع الفرضيات المستقبلية المتعلقة بالخطر، ويعاب على هذه المقاربة أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي يعرفها الاقتصاد، كما لا تعطي الأهمية للأحداث المحتمل حدوثها في المستقبل حتى وإن لم تحدث في الماضي، وعليه فإن المعطيات التاريخية للسنوات الماضية تعد غير كافية لتقدير الخطر.

ج - العوامل السياسية :

¹ M.Rockinger, (1998) : Quelles informations tirées des options ?, Finance d'entreprise et finance de marché , Edition Les Echos, Paris, France, p 303

أظهرت التجربة أن الأحداث السياسية المهمة (مثلا : الانتخابات التشريعية أو الرئاسية) تؤثر بشكل واضح على قرارات المستثمرين، حيث أن الفترات التي تسبق إعلان النتائج تسودها حالة كبيرة من الشك وعدم اليقين حول الأسعار والمعدلات المستقبلية بشكل ينعكس حتما على تغير معتبر في أسعار الخيارات بسبب تعديل علاوة الخطر بما يتلاءم مع عدم إمكانية تحقيق تغطية كاملة.

المحاضرة 12: عقود المبادلات المالية (Swaps) ومشتقات القرض

أولاً- عقود المبادلات المالية (Swaps):

تتميز عقود المبادلات المالية بقدر كبير من التعقيد خاصة وأنها لا تخضع في أغلب الأحيان لقواعد موحدة، كما أنها تتداول خارج السوق المنتظمة.

1- مفهوم عقود المبادلات المالية:

المبادلة المالية (بالإنجليزية Swap) هي إحدى منتجات المشتقات المالية ظهرت سنة 1981، وعرفت ازدهارا كبيرا منذ منتصف التسعينات، وتتمثل في عقد تبادل تدفقات مالية بين طرفين محددين يكونان عادة بنوك أو مؤسسات مالية، حيث يتم تحديد موعد تسليم التدفقات وطريقة الحساب. ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، ولذلك فهي تتداول في الأسواق المنتظمة¹.

مثال عن عقود المبادلة:

لو أن شركة (أ) تملك سندات مسعرة بالأورو، وتحصل نتيجة ذلك على فوائد بالأورو، بينما تملك شركة (ب) سندات بالدولار، تحصل مقابلها على فوائد بالدولار، في هذه الحالة قد يتفق الطرفان على تبادل الفوائد، حيث تدفع الشركة (أ) إلى الشركة (ب) الفوائد التي تقبضها بالأورو، في مقابل أن تقبض الفوائد بالدولار من الشركة (ب).

2- خصائص عقود المبادلة:

من أهم خصائص عقود المبادلات ما يلي²:

- لا يتم تبادل الأصول، بل يتم تبادل الفوارق في التدفقات المتولدة عنها فقط؛
- تعتبر أداة لإدارة المخاطر والتحوط؛
- تعد منخفضة التكلفة؛

¹ السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 261

² المصدر نفسه، ص 261

- تتميز بمرونة عالية.

3-أنواع المبادلات المالية :

هناك أربعة أنواع رئيسية لعقود المبادلة¹:

- **مبادلة معدلات الفائدة:** لمعدل متغير مقابل معدل ثابت "plain vanilla interest rate swap" ويتم على أساسها تبادل فوائد قروض أو ودائع ذات معدلات متغيرة مع فوائد بمعدلات ثابتة.
- **مبادلة العملة:** "Cross Currency Swap" أو "Currency interest rate swap" يتم من خلالها تبادل معدلات الفائدة على عملتين مختلفتين على المدى المتوسط و الطويل .
- **مبادلة خطر القرض :** "Credit Default Swap" تتمثل في مبادلة الحماية أو التغطية على خطر القرض من طرف مصدر السندات مقابل تدفقات دورية منتظمة على طول مدة العقد.
- **المبادلات على المواد الأولية:** تتمثل في تبادل سعر ثابت محدد عند إبرام العقد مقابل معدل متغير يحسب عموما على شكل متوسط لمؤشر على فترة معينة في المستقبل .

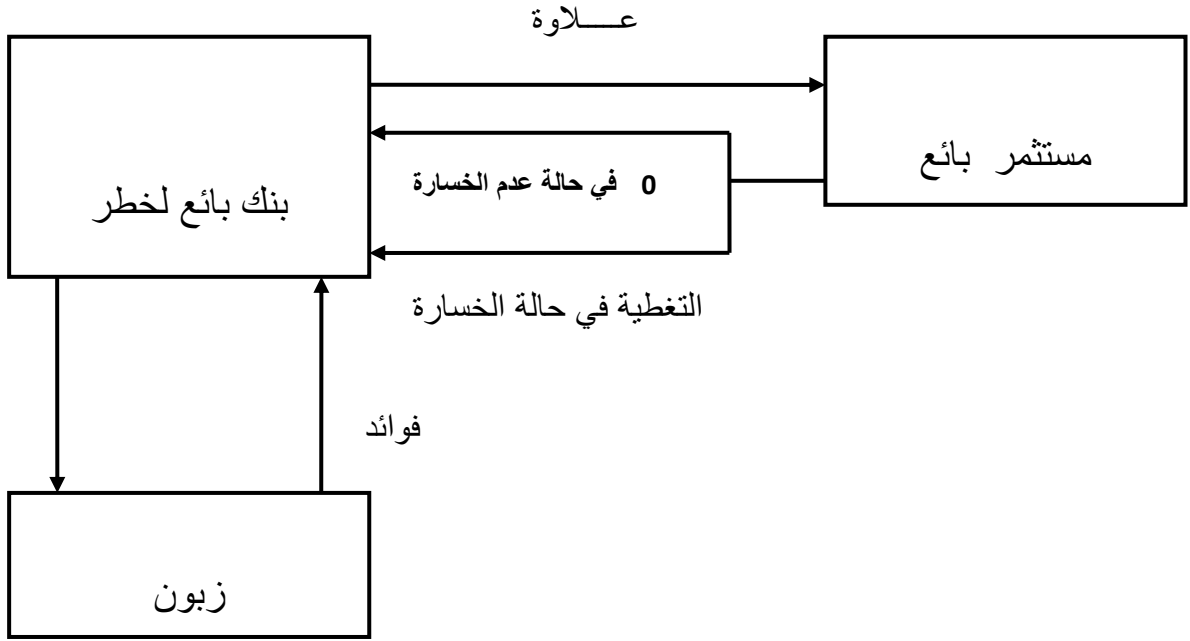
إضافة إلى ذلك يوجد عدد كبير من المبادلات منها² :

- مبادلة معدلين متغيرين مؤشرين على معدلات قصيرة الأجل لعملة واحدة أو لعملتين مختلفتين "basis swap" .
- مبادلة معدل متغير مؤشر على معدلات قصيرة الأجل مقابل معدل آخر متغير مؤشر على معدل فائدة متوسط أو طويل الأجل "constant maturity swap" .
- مبادلة مركبة بين مبادلة معدل فائدة و سندات بمعدل ثابت و ينتج عن ذلك سندات بمعدل متغير "Asset swap" .
- بالإضافة إلى أنواع كثيرة أخرى مثل: مبادلة الأسهم، مبادلة الفوارق "swap des variances"، مبادلة التضخم التي تسمح بمبادلة معدل ثابت أو متغير بمعدل التضخم.
- مبادلة العوائد الكلية "Total Return Swap" وتسمح بتبادل العوائد وتقلبات قيم أصلين مختلفين خلال فترة محددة

¹ F. Q.Pinon, (1998) : Marchés des capitaux et théorie financière, Economica, 2° Edition, Paris, France, p407

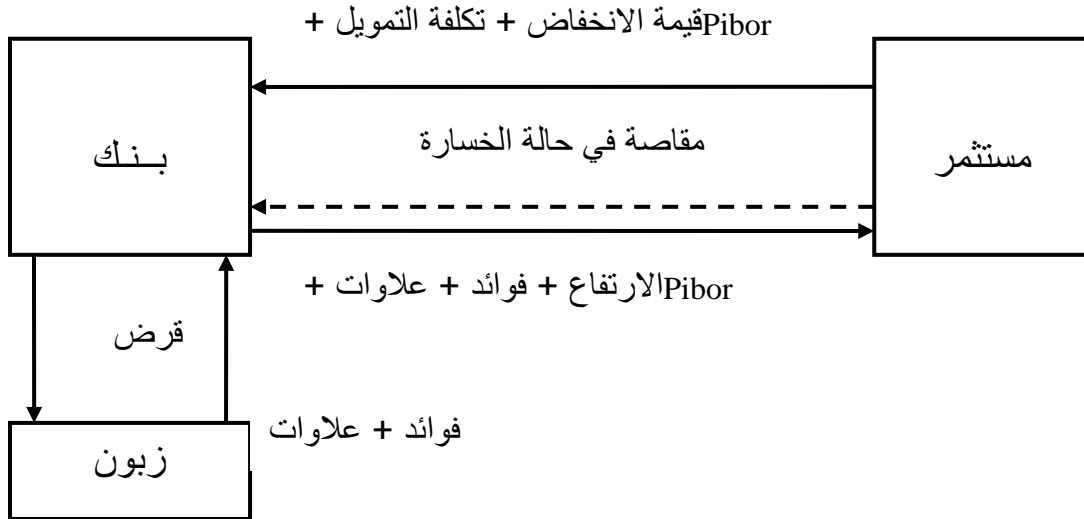
² C. Chazot, P. Claude, (1999) : Les swaps, concept et application , 2° Edition, Economica, Paris, France, p40

الشكل (01): تدفقات مبادلة خطر الزبون



Source : P. Mathieu, P. d'Herouville, (1998) : Les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque du crédit ,Economica, Paris, France , p50

الشكل (02) : تدفقات مبادلة Total Return Swap



Source : P. Mathieu, P. d'Herouville, (1998) : Les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque du crédit ,Economica, Paris, France, p. 49

4- ديناميكية أسواق المبادلات المالية:

تضاعفت ديناميكية أسواق المبادلات المالية خلال السنوات الأخيرة ويعود ذلك إلى:

4-1 - بالنسبة للبنوك :

تكمن أهميتها في عدم وجود تبادل لرؤوس الأموال، بل يتم تبادل تدفقات الفوائد فقط، ويعكس عقد مبادلة معدلات الفائدة قرصا خاليا من خطر القرض المرتبط به، كما اختفت الودائع المرفقة بالضمانات ليحل محلها عقود مبادلة معدلات الفائدة مع احتساب معدلات التحيين، وعلى ضوء هذه المعطيات أصبح بإمكان البنك أن يسير الآلاف من عقود المبادلة والمنتجات الأخرى بصفة مركزية تتماشى مع الحاجيات الخاصة للزبائن.

4-2 - بالنسبة للشركات و المؤسسات المالية :

تسمح عقود المبادلة بتغيير شروط ومميزات الأصول المالية (مثلا معدل ثابت إلى معدل متغير) دون إخراجها من الميزانية وما يترتب عن ذلك من نتائج ضريبية، ومحاسبية وهنا يتم الحصول على منتج خارج الميزان "Produit hors bilan".

5- أثر التعامل بعقود المبادلة على التدفقات المالية :

يعد الطلب الإضافي على خدمات التسوية المتولدة عن عقود المبادلة ضعيفا بالمقارنة مع تلك التي تولدها المعاملات على لأصول القاعدية، فعقود المبادلة لا يترتب عنها تبادل المبالغ الأساسية بل دفع الفارق في معدلات الفائدة فقط، وتكون غالبا طويلة الأجل (ما بين 5 و 10 سنوات)¹.

يوضح الجدول الآتي المعدلات المسجلة تاريخيا للمدفوعات المرتبطة بعقود مبادلة بأجال استحقاق مختلفة، مع أخذ مبلغ 100 دولار كمبلغ مبدئي و ضبط فارق الفوائد كل 3 أشهر، و انطلاقا من مبلغ متراكم على سنتين يقدر بـ 6.2 دولار.

الجدول (1) : المتوسط الخام للتسديدات الناتجة عن مبادلة معدلات الفائدة المؤشرة على LIBOR لـ 3 أشهر

¹ A. F. Perold, op.cit, p 83

عدد التسديدات	المتوسط الخام للدفعات	آجال استحقاق عقود المبادلة
08	\$6.5	سنتين
20	\$ 17.50	5 سنوات
40	\$ 30.00	10 سنوات

Source : A. F. Perold, (1998): La finance sans frontière, Economica, Paris, France, p84

ينعكس أثر استعمال عقود المبادلة من خلال ارتفاع الطلب على خدمات الدفع الذي يقاس بعدد المعاملات : حيث يتولد عن Swap ذات أجل سنتين 8 معاملات، وعن Swap ذات أجل 5 سنوات 20 معاملة¹ .

تمكن هذه الطريقة من خلق عدد هائل من التسديدات الصغيرة لكنها مهمة جدا لأن هذا العدد الكبير يؤدي إلى خلق مبالغ جد معتبرة .

ثانيا- مشتقات القرض:

ظهرت مشتقات القرض في نهاية سنوات التسعينيات في الولايات المتحدة الأمريكية، وعرفت أسواقها تطورا كبيرا خاصة بسبب تدهور نوعية عدد كبير من المقترضين والمصدرين للسندات، وأدى الاستعمال المكثف لمشتقات القرض إلى صعود فئة جديدة من الأدوات المالية تنفرد بوضعية قانونية وهيكل تقني ومالي خاص بها وحدها، وكأهم مثال على هذه المنتجات نجد " Credit Default Swap(CDS) " .

1- مفهوم عقود مبادلة خطر القرض " Credit Default Swap "

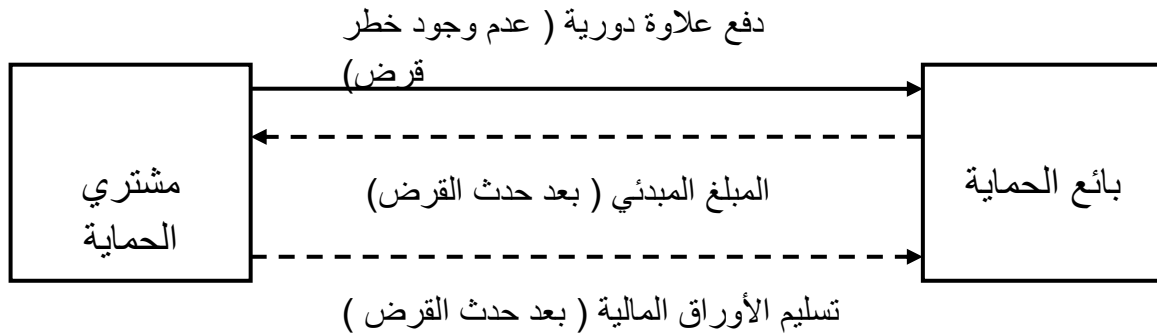
تنفرد عقود مبادلة خطر القرض (CDS) بمميزات تجعلها تختلف عن المشتقات المالية السابقة حتى وإن كانت تشترك معها في خصائص أخرى، ويعبر " Credit Default Swap " عن عقد ثنائي بين طرفين يسمح بتحويل خطر القرض²، بحيث يبحث الطرف المشتري للحماية على تحويل الخطر وإلقائه على عاتق الهيئة المرجعية وهي الجهة المقترضة أو المصدرة للسندات، أما الطرف البائع للحماية فيأخذ

¹ هذا التحليل لا يأخذ بعين الاعتبار المبالغ التي يتم إيداعها كضمان.

² N. Duport : Les dérivés de crédit : conséquences en terme de risque global , <http://www.univ-orleans.fr>, consulté le 02/06/2018, p2

الخطر من الهيئة المرجعية بغرض تحقيق أهداف استثمارية أو تحكيمية، ويتم تحويل الخطر بين الطرفين من خلال تقنية المبادلة " Swap " حيث يدفع الطرف المشتري علاوة دورية للطرف البائع تتحدد قيمتها بواسطة " نقاط الأساس"، ويطلق عليها أيضا مصطلح " المدى The spread"، يتم دفعها عادة كل 3 أشهر لكن استثناء في حالة توقع حدوث خطر قرض (إفلاس وشيك) فان هذه العلاوة تدفع دفعة واحدة " up front free " عند إبرام العقد¹ وتكون في شكل نسبة من المبلغ المبدئي للعقد تصل إلى 20 %²، وفي حالة العكس يمكن دفع المبلغ المبدئي دون طلب تسبيقات على الخطر.

الشكل (03) : مبدأ عمل تقنية Credit Default Swap



Source : E. O. Assouan : Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) , <http://www.banquefrance.fr>, consulté le 02/06/2018, p102

2- طرق تسوية عقود (CDS):

عند حدوث خطر القرض تتم التسوية نقداً أو عن طريق تسليم أصول وأوراق مالية خاصة بالهيئة المرجعية، حيث يقوم بائع الحماية بدفع القيمة الاسمية للأصول³ :

- نظام التسوية نقداً : يتم تقييم دين الهيئة المرجعية بسعر السوق، ويقوم بائع الحماية بدفع الفارق بين القيمة الاسمية للأصل وسعر السوق لصالح المشتري، أو بين سعر السوق والقيمة

¹ P. Mathieu, P. d'Herouville, (1998) : Les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque du crédit ,Economica, Paris, France, p50

² E. O. Assouan : Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) , <http://www.banquefrance.fr>, consulté le 02/06/2018, p 101

³ Ibid, p102

المقدرة للتغطية، حيث يحدد معدل التغطية عند وقوع الإفلاس انطلاقاً من القيمة السوقية للسندات المصدرة من طرف الهيئة المرجعية، ويقوم الأطراف المتعاقدون باختبار حالة السوق من أجل تحديد هذا المعدل؛

• **نظام التسوية العينية** : يقدم مشتري الحماية أي أصل سندي أو قرض بنكي يملكه على الهيئة المرجعية مقابل الحصول على قيمته الاسمية، و يخضع ذلك لعدة شروط منها (نوعية عملة الدين، ألا يتجاوز أجل الدين 30 سنة، ألا يكون الدين مرتبط بديون أخرى)، ويفضل المتعاملون التسوية العينية، لأن بائع الحماية الذي يحصل على أوراق الدين أو السندات يأمل في تحسن وضعية الهيئة المرجعية مستقبلاً، ويسمح اللجوء إلى التسوية العينية بتجنب الخسائر التي تنتج عند الإفلاس على عكس التسوية نقداً.

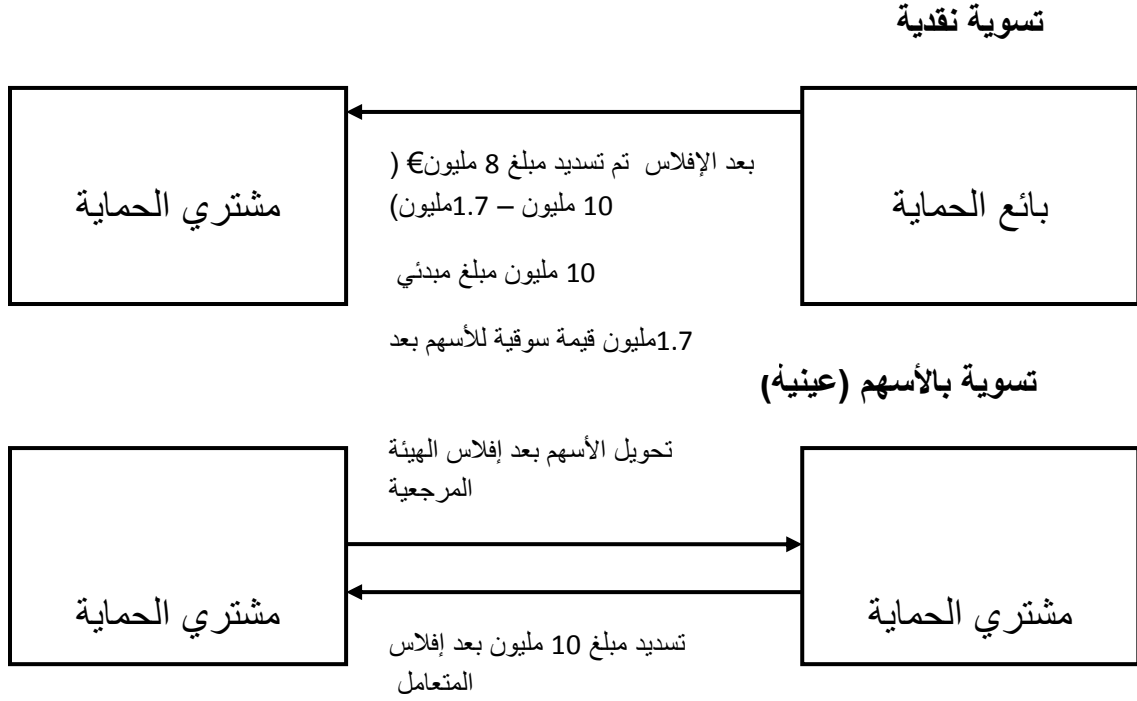
مثال : يسعى مستثمر للتغطية ضد خطر القرض لمتعامل ما من الهيئة المرجعية لمدة 5 سنوات ولمبلغ يقدر بـ 10 مليون £ ، تكلف علاوة المبادلة (100 نقطة أساس) حيث يتوجب على مشتري الحماية دفع مبلغ (100000 £) سنوياً .

إذا تحقق خطر (حدث) القرض يلتزم بائع الحماية بتسديد الخسائر، في حالة التسوية العينية يتم دفع المبلغ المبدئي للعقد (10 مليون £) ويقدم الطرف المشتري أسهم الهيئة المرجعية للبائع، أما في حالة التسوية النقدية يقدم البائع مبلغ يقدر بالفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية للأسهم ويحتفظ مشتري الحماية بهذه الأسهم¹.

يمكن تحليل إفلاس المتعامل السابق بطريقتين للتسوية

الشكل (04) : التسوية النقدية و العينية

¹ E. O. Assouan, op.cité, p.102



Source : E. O. Assouan : Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) , <http://www.banquefrance.fr>, consulté le 02/06/2018, p103

3 - تغطية خطر القرض باستعمال (CDS) :

إن تغطية الخطر هي السبب الأساسي لوجود (CDS) ويكون ذلك من خلال عدة طرق حسب هدف المستثمر، وبعد حساب المبلغ المبدئي للعقد عنصرا ضروريا جدا ويحدد وفقا لاستراتيجية التغطية المتبعة حيث توجد 3 استراتيجيات للتغطية¹ :

- **تغطية القيمة الظاهرية للسندات:** إذا كان أفق التوظيف طويلا، فإن المستثمر سوف يبحث عن تغطية المبلغ الاسمي للسندات، و يرتبط مبلغ عقد (CDS) فقط بالقيمة الاسمية، لكن هناك إمكانية تعديل نسبة التغطية وفقا للقيم المتوقعة في حالة اختلاف قيمة (CDS) وقيمة السندات.
- **تغطية المدى (The spread) :** تهدف هذه التغطية إلى إلغاء حساسية قيمة المحفظة السندية لأي تغير في مدى القرض، بافتراض أن التغير يكون نفسه بالنسبة لكل الآجال، فإنه من أجل كل تغير في المدى يتم تعويض الخسارة في السندات ببيع في (CDS) والعكس صحيح، وبالنتيجة فإننا نحصل على نسبة تغطية على أساس الحساسية ما يسمح بحساب دقيق للمبلغ

¹ E. O. Assouan, op. cit , pp109-111

المبدئي لـ (CDS)، مع اخذ تغير (1 نقطة أساس) في علاوة (CDS) و (1 نقطة أساس) في معدل السندات :

$$Ratio_{sensitivity} = \frac{S_{Oblig}}{S_{CDS}}$$

حساسية السندات : S_{Oblig}

حساسية CDS : S_{CDS}

- **تغطية القيمة السوقية للسندات (Default Neutral Hedge) :** عند وجود خطر وشيك يهتم المستثمر بحماية القيمة السوقية وليس القيمة الظاهرية لمحفظته، وتكون هذه التغطية ذات أهمية كبيرة إذا تم حيازة الأصل السندي بقيمة سوقية أكبر من القيمة الظاهرية، وذلك بهدف تغطية الفائض المحصل عليه بالمقارنة مع القيمة الاسمية وتسمى نسبة التغطية " Default Neutral Hedge".

$$\frac{P_{Oblig} - VR_{Oblig}}{100 - VR_{CDS}} = DNH$$

Poblig : السعر السوقي للسندات

VRoblig : قيمة التغطية المقدرة للسندات

VRCDs : قيمة التغطية المقدرة لـ CDS

Default Neutral Hedge : DNH

يعد النوع الأخير للتغطية أكثر فاعلية ويعود ذلك إلى عدم وجود خسارة إذا كانت قيمة التغطية المقدرة مرتبطة جيدا بقيم التغطية الموجودة فعليا.



المحور الخامس: تنظيم الأسواق المالية الدولية

المحاضرة 13: شفافية الأسواق المالية الدولية وأنظمة الرقابة عليها

تمهيد:

تعرف الأسواق المالية الدولية منذ عدة سنوات الكير من التقلبات وعدم استقرار حركة رؤوس الأموال، وقد كانت للأزمة المالية العالمية سنة 2008، وقبلها أزمة جنوب شرق آسيا وغيرها من الأزمات انعكاسات مهمة على:

- مستوى كفاءة مقاييس تسيير الأخطار على المستوى الدولي؛
- مستوى الشفافية حول الأخطار المرتبطة بالتعامل على مستوى الأسواق المالية الدولية؛
- دور الرقابة المالية وتعزيز التعاون الدولي بين الهيئات الوطنية للرقابة.

أولاً- شفافية الاسواق المالية الدولية:

تعد الشفافية مكملاً ضرورياً لعملية الرقابة على عمل الأسواق المالية الدولية، حيث أنها تساهم في تدعيم الاستقرار المالي، وبناء على ذلك تم اطلاق العديد من المبادرات على المستوى الدولي بهدف تحسين شفافية عمل الأسواق المالية الدولية، على غرار توصيات لجنة بازل، وزراء المالية لمجموعة السبعة الكبار في العالم (G7)، محافظي البنوك المركزية لمجموعة العشرة (G10)، بالإضافة إلى المؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

من أهم النقاط التي يتم العمل عليها لتحسين شفافية عمل الأسواق المالية الدولية ما يلي¹:

- سهولة انتشار المعلومات على المستوى الكلي من خلال تطبيق سياسات اقتصادية سليمة؛
- نشر المعلومات والبيانات الخاصة بوضعية السيولة والعملات الاجنبية بالنسبة للحكومات؛
- نشر المعلومات حول مؤشرات المديونية الخارجية،
- التأكيد على مسؤولية المؤسسات المالية الدولية في تحقيق الشفافية؛
- حل المشاكل المتعلقة بالمعلومة المالية وتقييم المخاطر؛
- المبادرات الخاصة بتوحيد المعايير المحاسبية على المستوى الدولي (IAS ; FAS....).

¹ Parlement européen, (2001) : Fonctionnement et contrôle des établissements financiers internationaux, Document de travail,N⁰ 03, Volume I, p45

ثانيا- الرقابة على الأسواق المالية الدولية:

مع تصاعد تعقيد المحافظ والتوظيفات المالية على المستوى الدولي، وزيادة حدة تقلبات الأسواق والأزمات، برزت أهمية الرقابة على نشاط الأسواق المالية الدولية والمختلف الأطراف المتدخلة فيها.

1- أنواع الرقابة على الأسواق والأدوات المالية:

يمكن تصنيف أهم أنواع الرقابة على الأسواق والأدوات المالية كما يلي¹:

- **الرقابة على الجهات المصدرة للأوراق المالية:** للتأكد من التزامها وتقيدها بمتطلبات الإفصاح والالتزام بمبادئ حوكمة الشركات ومعايير الانضباط المؤسسي الواجبة التطبيق؛
- **الرقابة على التداول:** وتشمل الرقابة اليومية على عمليات التداول في الأسواق المالية لحماية السوق من عمليات التلاعب وضبطها، وكشف أي تداول يتم بناء على معلومات داخلية وغيرها من الممارسات غير المشروعة، والرقابة المعمول بها حاليا لدى معظم الهيئات هي رقابة إلكترونية تعتمد على برامج إلكترونية متطورة توفر إمكانية تتبع كافة عمليات التداول اليومية؛
- **الرقابة على مزاولو الخدمات المالية:** والتي تشمل الرقابة على أعمال جميع الشركات المرخص لها بمزاولة الخدمات المالية في الاسواق للتأكد من مدى التزامها بأحكام القوانين والانظمة واللوائح الداخلية للأسواق؛
- **مراقبة عمليات غسل الأموال:** حيث تولي الهيئات الرقابية اهتماما متزايدا في وضع إجراءات وضوابط تنظيمية لمكافحة عمليات غسل الأموال من خلال تشريعاتها وأنظمتها الرقابية على الجهات الخاضعة لرقابتها، حيث تلزم هذه التشريعات كافة الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية بالالتزام الكامل بالقوانين المحلية والدولية ومتطلباتها الخاصة بمكافحة غسل الأموال .

¹ مداني أحمد، (2017): أنظمة الرقابة المالية العربية وإعادة هيكلتها وفق نظام "Twin Peaks"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، ص 225

2- قياس الأخطار المرتبطة بعمل الأسواق المالية الدولية:

دفعت الأخطار المتصاعدة على مستوى الاسواق المالية الدولية البنوك والمؤسسات المالية المتدخلة في هذه الأسواق إلى وضع مقاييس وتقنيات دقيقة لقياس الأخطار المرتبطة بالأسواق، وتقييم مستويات المردودية بناء على مستوى الخطر المقابل.

ويعد نموذج تقدير القيمة المعرضة للمخاطر (VAR) من أهم النماذج التي تستعمل في تقييم أخطار السوق فقد ظهر في سنوات 1980 في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يسمح هذا النموذج بـ¹:

- تقييم السوق أو الخطر المرتبط بمحفظة الاستثمارات المالية، أي الخطر المتعلق بتراجع قيمة المحفظة بسبب تقلبات أحد وبعض عوامل السوق (معدلات الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأسهم، أسعار المواد الأولية)؛ أي تقدير الخسائر المحتملة في حالة حدوث تقلبات في الأسعار؛
- وضع حدود معينة للهيئات المتحملة للمخاطر، قياس المردودية المعدلة على أساس الخطر، تحديد أسعار المعاملات المالية، وتوزيع رأس المال على مستوى فروع البنوك؛
- يتم تحديد الخطر على أساس أقصى خسارة محتملة في تاريخ ما من أجل مستوى ثقة معين، فمثلا إذا تم تقدير القيمة المعرة للخطر (VAR) لمحفظة ما بمليون أورو في اليوم لمستوى ثقة مقدر بـ 99% في تاريخ معين، فمعنى ذلك أن احتمال أن تتعرض هذه المحفظة لخسارة أعلى من 1 مليون أورو في اليوم الموالي لن يتجاوز نسبة 1%.

لكن هذا النموذج يعاني من مجموعة من نقاط الضعف يمكن تقسيمها إلى قسمين² :

أ- **نقاط ضعف جوهرية:** مرتبطة بمسلمات صريحة او ضمنية تتعلق بعمل الاسواق المالية وأهمها:

- استقلالية العوائد المرتبطة بالعوامل السوقية؛
- التوزيع العادي لعوائد عوامل السوق؛
- استقرار العلاقة بين عوائد عوامل السوق.

حيث أن هذه المسلمات غالبا ما تنهار عند تعرض الأسواق المالية لصدمات عنيفة.

¹ Parlement européen, op.cit, p 59

² Ibid, p 63

ب- نقاط ضعف نظامية: تتعلق أساسا بمشكلتين رئيسيتين هما:

- إذا قام كل المتعاملين على مستوى السوق بتطبيق نفس النموذج للتقليل من احتمال التعر للخطر، فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى الوقوع في مشكل توحيد القرارات الذي يمكن أن يكون له آثار سلبية على استقرار السوق؛
- إذا كانت البنوك والمؤسسات المالية الأخرى تعتمد فقط على نموذج (VAR) في تقدير الأخطار المرتبطة بأموالها الخاصة، دون أخذ الصدمات الكبرى والازمات المحتملة بعين الاعتبار، فإن ذلك سوف يؤدي إلى انهيار هذه المؤسسات عند حدوث الأزمات.

المحاضرة 14: الهيئات المنظمة لنشاط الأسواق المالية الدولية

تمهيد:

تشهد الاسواق المالية الدولية من حين إلى آخر حالات عدم استقرار او تغييرات حادة في أسعار الأدوات المالية المتداولة، ويصل الأمر في بعض الأحيان إلى حدوث أزمات بسبب القرارات غير المدروسة للمتعاملين على مستوى هذه الأسواق، وهنا تبرز أهمية الدور الذي تؤديه هيئات الرقابة والجهات المنظمة للأسواق المالية الدولية في اتخاذ الإجراءات اللازمة لاستعادة استقرار هذه الأسواق.

أولاً- المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (IOSCO):

1- تعرف المنظمة:

المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (International organization of securities commissions) هي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معا من أجل تحقيق ما يلي¹:

- التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية؛
- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم تطور الأسواق المحلية؛
- توحيد الجهود لتأسيس مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية؛
- تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق، وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب المعاملات بالأسواق المالية.

وقد وضعت المنظمة مجموعة من المبادئ عددها (30) لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، والتي وضعها على أساس تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي²:

- حماية المستثمرين؛

¹ السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 98

² Organisation internationale des commissions de valeurs, (1998) : Objectifs et principes de la régulation financière, <https://www.iosco.org> , consulté le 14/05/2022, p i

- ضمان عدالة الأسواق، وكفاءة وشفافية المعاملات المالية؛
- تخفيض حجم الأخطار النظامية.

2- مبادئ المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال:

إن التطبيق العملي للمبادئ التي وضعتها المنظمة يتطلب وضعها ضمن الأطر القانونية المرتبطة بها، ولذلك تم تقسيم هذه المبادئ إلى ثمانية مجموعات¹:

- المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال:

- 1- يجب أن يتوافر الوضوح في المسؤوليات الخاصة بالجهة المنظمة للسوق؛
- 2- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق الاستقلالية في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها والمسؤولية عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها؛
- 3- أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق السلطة الكافية والموارد اللازمة بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها؛
- 5- يجب على فريق العمل بالجهة المنظمة للسوق ان يتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل بما في ذلك مقاييس السرية المناسبة.

- المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم:

- 6- على الجهة المنظمة للسوق الاستفادة من عمل المؤسسات ذاتية التنظيم التي تمارس مسؤوليات إشرافية مباشرة في المجالات الخاصة بها إلى المدى الذي يتناسب مع حجم ونضج الأسواق؛
- 7- يجب أن تكون المؤسسات ذاتية التنظيم خاضعة لإشراف الجهة المنظمة للسوق كما يجب أن تراقب مقاييس العدالة والسرية عند ممارسة السلطات وتفويض المسؤوليات.

- المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية:

- 8- يجب أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل والاستجواب والرقابة؛

¹ السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص ص 98-101

- 9- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات التطبيق الشامل للقواعد التنظيمية للسوق؛
- 10- يجب ان يضمن هذا النظام التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتيش والاستجواب والرقابة وسلطة التنفيذ والتحقق من فاعلية البرنامج المطبق لهذه القواعد.
- المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية:
- 11- يجب على الجهة المنظمة للسوق ان تتمتع بالسلطة لتشارك بالمعلومات المنشورة وغير المنشورة مع الاسواق المحلية والأجنبية المماثلة لها؛
- 12- يجب أن تضع هيئة سوق المال نظاما لتبادل المعلومات وتحدد وقت وكيفية تبادل المعلومات وغيرها مع الاسواق المحلية والأجنبية المماثلة لها؛
- 13- يجب ان تسمح اللوائح التنظيمية للقائمين بالعمل بمد الجهات الاجنبية المنظمة لأسواقها بما تحتاجه لعمل تحقيقات تختص بأدائها لوظائفها وممارسة سلطاتها.
- المبادئ الخاصة للشركات المصدرة للأوراق المالية:
- 14- يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق وفي توقيت مناسب عن المؤشرات المالية وكذلك المعلومات الأخرى التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم؛
- 15- يجب أن يعامل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدل والمساواة؛
- 16- يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة في أعلى المستويات المقبولة عالميا.
- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي (صناديق الاستثمار):
- 17- يجب ان تحدد القواعد التنظيمية للترخيص والاحكام المنظمة لصناديق الاستثمار ومديري الاستثمار؛
- 18- يجب أن توفر القواعد التنظيمية الشكل القانوني لهذه الصناديق وقواعد الفصل أو العزل والحماية لأصول العميل؛

19- يجب ان تشترط اللوائح ضرورة الإفصاح كما هو موضح مسبقا في المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية، وذلك حتى يمكن تقييم مدى صلاحية صندوق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين وتحديد قيمة العائد على الاستثمار في هذا الصندوق؛

20- يجب ان تتضمن اللوائح التنظيمية وجود قاعدة بيانات مناسبة للكشف عن قيمة الأصل والتسعير ووحدات الاسترداد بالصناديق.

-المبادئ الخاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:

21- يجب أن تضع اللوائح التنظيمية حدا أدنى من الشروط الواجب توافرها للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛

22- يجب ان يتوافر للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية رأس مال مصدر وقابل للزيادة بالإضافة إلى متطلبات أخرى لازمة لهذه الشركات؛

23- يجب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أن تستجيب للقواعد المطلوبة بالنسبة للتنظيم الداخلي لهذه الشركات والخبرة اللازمة للمديرين والتي تهدف لحماية مصالح العملاء، وبحيث تقبل الإدارة تحمل المسؤولية تجاه هذه المتطلبات؛

24- يجب توافر إجراءات قانونية للتعامل مع عدم توفيق الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في اداء أعمالها للحد من أضرار و خسائر المستثمرين واحتواء مخاطر المعاملات.

- المبادئ الخاصة بالسوق الثانوي (سوق التداول):

25- يجب أن يخضع نظام التداول وإنشاء بورصات الأوراق المالية لسلطة وإشراف الجهة المنظمة للسوق؛

26- يجب تتوافر رقابة مستمرة وإشراف على البورصة ونظم التداول بهدف ضمان سلامة المعاملات من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التي تحقق التوازن المناسب بين مطالب مختلف المتعاملين بالسوق؛

27- يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضوابط إلى شفافية التعامل في البورصة؛

28- يجب أن توضع الضوابط والاحكام والقواعد التي تضمن كشف عمليات التلاعب في الأسعار والممارسات غير العادلة، وتعمل على منعها؛

29- يجب أن توضع الضوابط والاحكام والقواعد التي تؤدي إلى تقليل مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية التي قد تؤثر على أداء السوق؛

30- يجب أن يخضع نظام التسوية والمقاصة للعمليات في الاوراق المالية إلى إشراف الهيئة بحيث يضمن العدالة والفاعلية والكفاءة والحد من مخاطر المعاملات.

ثانيا- أهم الهيئات الإقليمية لتنظيم الأسواق المالية

1- اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (UASA):

تأسس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية عام 2007، وهو مؤسسة لا تهدف للربح تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، مقره دولة الإمارات العربية المتحدة، ويضم في عضويته هيئات الأوراق المالية والجهات الرقابية على الأسواق لـ 15 دولة عربية هي (الإمارات العربية المتحدة، تونس، الجزائر، المملكة العربية السعودية، سوريا، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب)، يقع مقره في دولة الإمارات العربية المتحدة.

يهدف الاتحاد إلى تحقيق ما يلي¹:

- الارتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية بما يحقق العدل والكفاءة التشغيلية؛
- توحيد الجهود والتعاون المشترك للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على التعاملات في أسواق رأس المال العربية؛
- التنسيق والتعاون لتحقيق أفضل قدر من الانسجام والتوافق فيما يتعلق بالقوانين والأنظمة ذات العلاقة؛

¹ اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الخطة الاستراتيجية لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية 2016-2020،

، تاريخ الاطلاع 2022/05/14، ص 5 <https://www.uasa.ae>

- تعميق ثقافة الاستثمار ومفاهيم الإفصاح والشفافية والحوكمة، إضافة على تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية.

2- شراكة منظمات الأسواق المالية للدول المطلة على البحر الأبيض المتوسط (PMRVM):

وقعت الهيئات المنظمة للأسواق المالية لدول حوض البحر الأبيض المتوسط يوم 26 مارس 2009 في باريس ميثاق تأسيس شراكة مؤسسية تهدف إلى تهيئة الظروف والفرق اللازمة لتعزيز التعاون العملي بين سلطات الأسواق المالية من حيث الضبط والإشراف على هذه الأسواق، وتنظم هذه الشراكة كل من الجزائر، مصر، إسبانيا، فرنسا، إيطاليا، المغرب، البرتغال، تونس، اليونان، تركيا¹.

3- المعهد الفرانكوفوني للضبط المالي (IFREFI):

أنشئ بمبادرة من هيئات ضبط الأسواق المالية الفرانكوفونية، ويهدف هذا المعهد إلى تعزيز التعاون والتبادل بين أعضائه، وتتمثل مهمته في تعزيز التدريب والتنسيق، والتعاون التقني فيما بين أعضائه ودراسة أي مسألة تتعلق بالضبط المالي، وهو مخول لاتخاذ أي إجراء ضروري لتحقيق الأهداف التالية²:

- تنظيم دورات تدريبية تقنية حول ضبط الأسواق المالية لصالح أعضائه؛
- المساهمة في إنشاء ادوات مشتركة في مجال التعليم في الاسواق المالية؛
- توفير فرص اللقاءات، وتبادل المعلومات بين المختصين من مختلف المجالات في الاسواق المالية، ورؤساء القطاعات الرئيسية من النشاط المالي والاقتصادي والقانوني؛
- تشجيع الوعي المتبادل بين أعضائها، وطريقة أداء كل منها والأسواق المالية والأسواق المالية التي ترصد؛
- إجراء أي دراسات حول الموضوعات ذات الاهتمام المشترك، وخصوصا حول استخدام إطار قانوني مشترك بين هيئات الدول الأعضاء.

¹ سلطة ضبط السوق المالي (COSOB): <https://www.cosob.org> ، تاريخ الاطلاع 2022/05/14

² المصدر نفسه

ويظم المعهد 15 سلطة ضبط لكل من إفريقيا الوسطى، غرب إفريقيا (الاتحاد النقدي لغرب إفريقيا، المجلس الإقليمي للادخار العام والأسواق المالية)، الجزائر، الكامبيرون، كندا، فرنسا، غينيا، لوكسمبورغ، مولدوفا، موناكو، المغرب، رومانيا، سويسرا، تونس.



المحور السادس: أهم الأسواق المالية الدولية

المحاضرة 15: المراكز المالية الدولية

يتضمن السوق المالي الدولي عدد من المراكز المالية، والتي تحتضن بدورها مجموعة من أسواق رأس المال والأسواق النقدية.

أولاً- مفهومها:

يعرف المركز المالي الدولي بأنه مكان عالمي في دولة أو إقليم أو مدينة التقاء التدفقات المالية والنقدية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات وأوراق مالية بمختلف آجالها، بالإضافة إلى المعادن النفيسة، والتي يعاد توزيعها عبر العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من بنوك، أسواق عملات أجنبية، أسواق رأس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليين، وذلك من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات بكافة العملات الأجنبية¹.

ويعد المركز المالي الدولي مكان حر دون قيود للدول والشركات المالية لإدارة أعمالها والتفاوض حول عدد كبير من العقود والعملات والمعادن النفيسة والأصول المالية الأخرى بمبالغ مالية ضخمة وبدون التقيد بالحدود الوطنية.

ثانياً- أنواع المراكز المالية الدولية:

يمكن تمييز نوعين من المراكز المالية الدولية²:

1- المراكز المالية التقليدية: وهي المراكز الناشئة في بيئة قانونية لم تعدل فيها التشريعات الضريبية، وبذلك فالمركز المالي الدولي يختلف من دولة إلى أخرى، ومن ذلك المراكز التي جاءت التسميات فيها متطابقة بين المراكز المالية الدولية والمراكز المصرفية الدولية (C.B.I. & CFI)، وهي تعبيرات لا تختلف عن مراكز الاعمال الدولية (Centres d'affaires internationaux) كما هو مستخدم في العديد من الجهات؛

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 77

² يحيى عيسى، (2005): أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، العدد 5، ص 37

2- المراكز المالية خارج الاقليم (off - shore) والجنات الضريبية: وهي مراكز انخفاض الضرائب لدرجة كبيرة، وتتميز بالإعفاء النسبي أو الكلي كما هو الحال في جزر البهاماس، ليكسمبورغ،..... إلخ، حيث تستفيد البنوك وبيوت التمويل من مزايا ضريبية في الدخول إلى السوق وتنمية منتجاتها.

ثالثا- خصائص المركز المالي الدولي:

يتميز المركز المالي الدولي بالخصائص التالية¹:

- السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملة المحلية والاجنبية؛
- البيئة الضريبية الجاذبة حيث تصل نسبة الضرائب في الغالب إلى 10، والإعفاء من الضرائب أو تخفيضها؛
- يسمح المركز المالي بملكية 100 من قبل الشركات الاجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج؛
- القدرة على النمو السريع وبدون احتياجات استثمارية مرتفعة؛
- انخفاض التكاليف الاستثمارية في الأصول الثابتة مثل المعدات والتجهيزات على عكس التكاليف المطلوبة في القطاعات السلعية والخدمية الاخرى؛
- تتركز مصاريف المركز المالي على الأجور والرواتب، حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جدا.

رابعا- أهم المراكز المالية الدولية:

من أهم المراكز المالية العالمية نجد²:

- **المركز المالي لأمستردام:** تعد واحدة من أقدم المراكز المالية الأوروبية، تأسست في بداية القرن 17م، وعرفت تطورا كبيرا منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بفضل قوة النظام البنكي المحلي الذي له نشاطات مالية دولية مهمة، ووجود عدد كبير من البنوك الأجنبية، بالإضافة إلى الحرية الكبيرة للنشاط المالي.
- **المركز المالي للندن («IFSL» International Financial Services):** يتمثل الهدف الرئيسي لهذا المركز المالي في ترقية الخدمات المالية البريطانية على المستوى الدولي، وهو

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 79

² Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , op. cit, pp 14-17

بذلك تركز على الصعيد العالمي أكثر من المستوى الأوروبي، ويتميز هذا المركز بخبرة واسعة في مجال جمع المعلومات الاحصائية، ومساعدة المؤسسات المالية البريطانية في ترقية خدماتها الموجهة إلى الخارج، ويحتل المرتبة الاولى عالميا في مجال التأمينات.

- **المركز المالي لباريس (Paris Europlace):** يحتل المرتبة الأولى من حيث حجم الرسملة السوقية في منطقة اليورو، وقد عرف تطورا كبيرا بفضل جاذبية السوق السندي الفرنسي، خاصة أوراق الدين التابعة للدولة، وقد تعززت قوة هذا المركز بنشأة سوق (Euronext) سنة 2000، حيث سمح ذلك بتدعيم مصداقية وشفافية، وجاذبية المركز المالي لباريس.
- **المركز المالي لشيكاغو:** يمثل المركز المالي للأسواق الآجلة وأسواق الخيارات المالية، حيث يظم أكبر بورصة للتجارة والخيارات في العالم، وقد عرف هذا المركز ازدهارا كبيرا خلال سنوات السبعينيات، لكنه تراجع في السنوات الأخيرة بسبب صعود أسواق أخرى في الولايات المتحدة وأوروبا.
- **المركز المالي لنيويورك:** يعد من أهم المراكز المالية العالمية بفضل تطور الشبكة البنكية، ووجود واحدة من أهم بورصات القيم المنقولة في العالم (New York Stock Exchange).
- **المركز المالي لطوكيو:** يحتل المركز الثالث عالميا، وقد تم إنشاء أول الأسواق المالية في اليابان سنة 1878م، حيث لعب هذا المركز المالي دورا هاما في عملية تمويل الصناعة الناتجة عن موجة التطور الاقتصادي الكبير في اليابان، ومن أهم خصائصه تنوع ادوات الاستثمار المتداولة فيه وانخفاض المخاطر والانفتاح الكبير على الشركات الاجنبية.

المحاضرة 16: المراكز المالية خارج الإقليم (نظام الأوفشور off-shore)

أولاً- مفهوم المراكز المالية خارج الإقليم (off-shore) :

المراكز المالية خارج الإقليم او مراكز الأوفشور هي مراكز تعود معظم أصول وخصوم المؤسسات المالية التي تنتمي إليها إلى أطراف غير مقيمة ، حيث تكون المعاملات ذات طابع دولي كما يسيطر غير المقيمين على أغلبية المؤسسات المالية الناشطة ضمن هذه المراكز، وعلى العموم تتميز مراكز الأوفشور بما يلي¹:

- تكييف النصوص القانونية مع طبيعة نشاط المؤسسات المالية التي تتعامل أساساً مع أطراف غير مقيمة؛
- تقدم مزايا وخدمات غير موجودة في المراكز المالية الأخرى مثل : ضرائب منخفضة أو معدومة، مرونة القواعد التنظيمية، السر المصرفي وإخفاء الهوية.

كما تتميز أيضاً بـ²:

- النشاطات المالية التي تتم في هذه المراكز لا تكون متناسبة مع احتياجات الوساطة المالية للاقتصاد المحلي؛
- تنفيذ أو تسجيل المعاملات غالباً ما يبدأ في مكان آخر

ثانياً- الفرق بين مفهومي "الجنات الضريبية" والمركز المالي خارج الإقليم:

يستعمل مصطلح "الجنة الضريبية" عادة لوصف الأقاليم التي تتميز بضعف الاقتطاعات الضريبية والغموض الكبير في نظام المعلومات، ما يجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين الذين يواجهون مشاكل قضائية في بلدانهم الأصلية، وهو ما يؤدي إلى تضخيم النشاطات المالية في هذه الأقاليم مقارنة بباقي النشاطات الانتاجية، كما أن البيئة التنظيمية والضريبية المنقوصة التي تميز هذه المناطق والتي تغلب عليها فكرة

¹ Le financement offshore , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>, consulté le 15/1/2020, p33

² Jean-Stéphane Mésonnier, (2000) : Les centres financiers extraterritoriaux, Bulletin de la banque de France, N° 82, p65

حرق القوانين، ما يجعلها مناسبة لعمليات غسل الأموال والتهرب الضريبي، والمعاملات المالية عالية المخاطرة.

وإذا كان المعيار الأول للمركز المالي خارج الاقليم هو انخفاض مستوى الضرائب، فإن هذا المستوى يختلف في الجناح الضريبية حسب طبيعة المتعاملين أو النشاط أو الهيكل القانوني:

- عدم وجود ضرائب مباشرة (جزر البهاماس، البحرين، موناكو، برمودا، فانواتو)؛
- الإعفاء الضريبي للشركات الدولية التي تقوم بالتسجيل في الخارج (أنتيغوا وباربودا، ماكاو، سانت لويس، بروناي)؛
- الإعفاء لصالح الأرباح المحققة خارج البلاد (بنما، هونغ كونغ، السيشل)؛
- الإعفاء لصالح شركات ذات مسؤولية محدودة: الشركات القابضة (لوكسمبورغ)، والمؤسسات (ليختنشتاين).

ثالثاً - أنواع المراكز المالية خارج الاقليم:

بالرغم من أن مصطلح (الأوفشور) ينظر إليه في الغالب على ارتباط النشاط المالي بالممارسات الغير مشروعة، إلا أن جزء مهم من المعاملات المالية في الكثير من المراكز المالية الكبرى في العالم تتم في إطار نظام الأوفشور حيث تستفيد من تخفيف القيود التنظيمية، وتخفيض معدلات الضرائب، لكن هذه المعاملات تجري ضمن الشرعية القانونية الكاملة. ويمكن تصنيف البلدان والمراكز المالية التي تطبق نظام الأوفشور إلى ثلاث مجموعات كبرى¹:

- المراكز المالية الدولية الكبرى مثل لندن ونيويورك، حيث تقوم في بعض الأحيان إلى وضع تشريعات خارج الاقليم لتغطية جزء من النشاط الدولي الذي يتم على مستواها؛
- المراكز المالية الاقليمية مثل هونكونغ، سنغافورا، ولوكسمبورغ؛
- المراكز المالية صغيرة الحجم، والتي تتخصص في معظم الأحيان في تقديم مجموعة من الخدمات مستفيدة من قربها من المراكز المالية الدولية الكبرى (مثل نيويورك والمراكز المالية للكاربي، لندن والجزر الانجلو نورماندية) حيث تشترك معها في المنطقة الزمنية، والنقود، وتشكل بذلك مراكز مالية مساعدة.

¹ Jean-Stéphane Mésonnier, op. cit, p64

رابعاً- خصائص المراكز المالية خارج الاقليم:

تتقاسم المراكز المالية خارج الاقليم مجموعة من الخصائص أهمها¹:

- السرية المصرفية عالية جداً؛
- عدم كفاية اللوائح التنظيمية للأنشطة المالية والبنكية، كما أن الإمكانيات المخصصة للرقابة المصرفية لا تتناسب غالباً مع العدد الكبير للمؤسسات المسجلة، حتى أن الوجود المادي لهذه المؤسسات لا يكون مطلوباً ويمكن الاكتفاء بوجود مكتب ممثل للمؤسسة؛
- قانون تجاري يسمح بخلق الشركات بسهولة، بالإضافة إلى سهولة إدارة هيكل الاصول (الصناديق، والشركات التجارية الكبرى...إلخ) حيث يضمن القانون اخفاء هوية المستفيد من العملية المالية مع الدول الأجنبية، كما يتيح مرونة تسجيل الأدوات المالية؛
- ضرائب منخفضة جداً أو معدومة على الدخل المتولدة عن الأنشطة الصناعية أو التجارية، أو الاستثمارية، بالإضافة إلى عدم وجود استقطاعات ضريبية على العوائد المدفوعة لغير المقيمين.

خامساً- النشاطات المالية الرئيسية للمراكز المالية خارج الاقليم:

تلجأ الشركات متعددة الجنسيات والمستثمرون، والمؤسسات المالية للمراكز المالية خارج الاقليم للاستفادة من المزايا الضريبية، وخاصة استخدام الهندسة المالية بهدف تجنب بعض القيود التنظيمية الوطنية، وخلق منافذ لإدارة بعض الأصول²:

- **البنوك الدولية:** يقوم عدد كبير من البنوك بتسيير عمليات الصرف وعملياته خارج الميزان من خلال إنشاء أدوات استثمار هيكلية (structured investment vehicle SIV)، وقد ازدهر هذا النوع من النشاط خاصة في الفترة الاخيرة بفضل الانتشار الواسع لتقنية التوريق؛
- **المالية الهيكلية:** عن طريق خلق صناديق مشتركة للتوظيف (special purpose vehicle SPV)، أو أدوات الاستثمار الهيكلية (SIV)، حيث تستعمل هذه الأدوات في نقل خطر القرض من مؤسسة إلى أخرى، ويتم تسيير الأدوات المالية الهيكلية عموماً من طرف كيانات قانونية

¹ Jean-Stéphane Mésonnier, op. cit, p 65

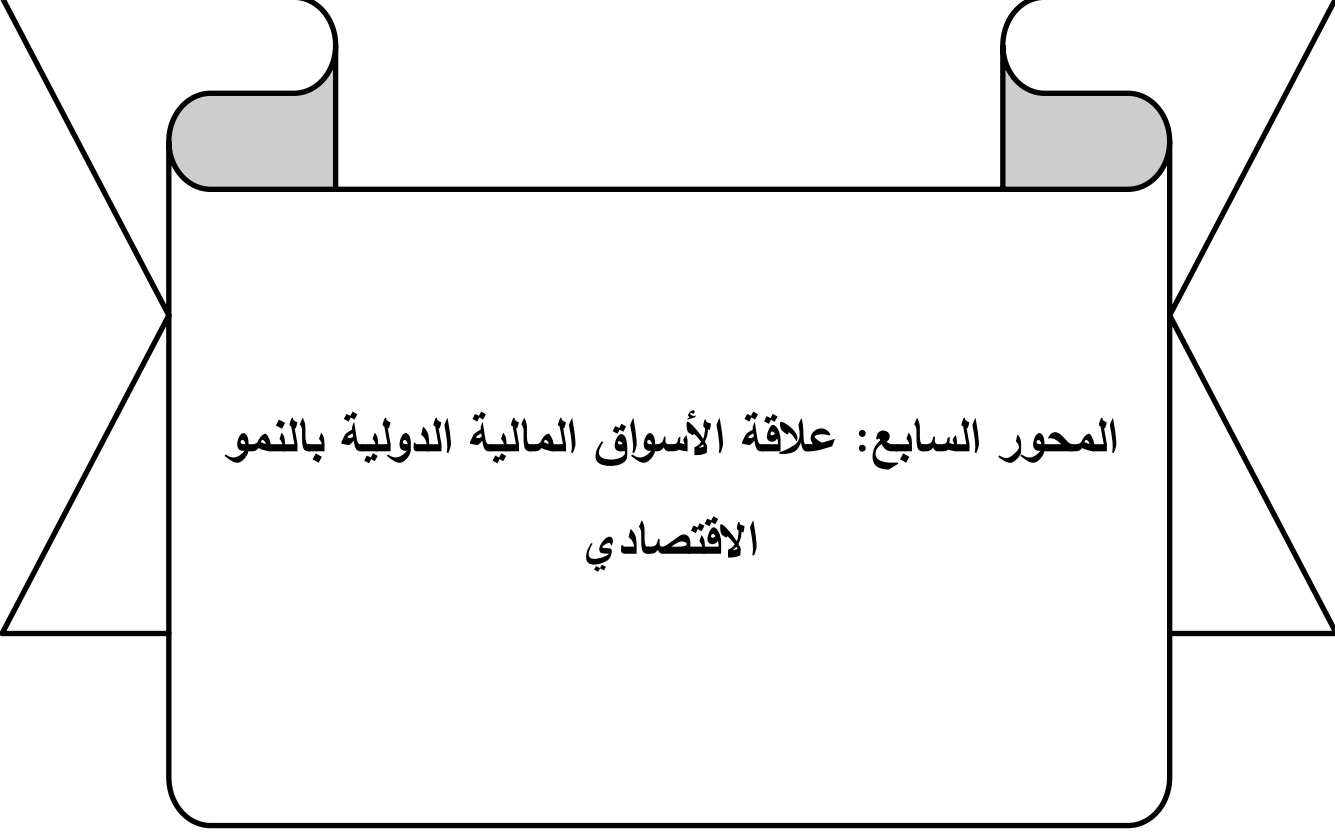
² Centre d'analyse stratégique, (2011): Centres financiers offshore et système bancaire "fantôme", www.strategie.gouv.fr, consulté le 19/03/2022, p3

متخصصة، ولا تظهر هذه الأدوات في ميزانية المؤسسات التي تصدرها، وبعضها يستعمل في عمليات الرفع المالي على مستوى الأسواق؛

• **عمليات التأمين:** عن طريق إنشاء فروع لشركات كبرى هدفها تأمين وإعادة تأمين كل أو جزء من الاخطار التي تتعرض لها هذه الشركات أو فروعها الأخرى، وتلعب دورا هاما في تسيير الخطر عبر تحويل الأخطار الداخلية؛

• **تسيير الأصول:** خاصة عن طريق الصناديق المشتركة للتوظيف أو صناديق الاستثمار مثل صناديق التحوط (hedge funds) التي تستفيد من اطار قانوني مرن يسمح لها بتنفيذ استراتيجيات تسيير على عدد كبير ومتنوع من الأدوات المالية (أسهم، مستقبليات، خيارات، سندات، عملات... إلخ)؛

• **عمليات التسيير الخاصة:** تتمثل في تسيير شركات الأوفشور متعددة الجنسيات، تسيير الشركات المرتبطة بشركة أم، تسيير عمليات إصدار الأسهم والسندات للشركات ذات المسؤولية المحدودة مع العمل على تجنب هذه الشركات من التعرض للضرائب، تسيير التدفقات المالية لعمليات الاندماج والاستحواذ والمشاريع المشتركة.... إلخ.



المحور السابع: علاقة الأسواق المالية الدولية بالنمو
الاقتصادي

المحاضرة 17: علاقة تحديث النظام المالي بالنمو الاقتصادي

تمهيد:

عرف النقاش حول إشكالية أهمية المالية وتحديث النظام المالي في الجهود المبذولة لتحريض النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية توسعا كبيرا منذ زمن طويل وإلى يومنا هذا، كما أن هذا النقاش لم يصل حتى الآن إلى إجابة نهائية لهذه الإشكالية.

أولا- مفهوم تحديث النظام المالي:

لم تتمكن الأدبيات الاقتصادية حتى الآن من وضع مفهوم دقيق وواقعي لمصطلح "التحديث المالي"، فقد أشار "R. Goldsmith, 1969" إلى أن "التحديث المالي يعكس تعقيد البنية المالية التي تتطور بشكل متباين بين البلدان، وذلك وفق سيرورة تطور كل بلد"⁽¹⁾، أي أن التحديث المالي يعكس التحولات التي تعرفها الهياكل المالية بما في ذلك الأسواق المالية، وحسب "R. Goldsmith" دائما فإن دراسة التحديث المالي تمر حتما عبر استغلال المعلومات حول التحولات التي تشهدها الهياكل المالية على المدين القصير والطويل، حيث يعتبر أن دراسة التحديث المالي تكون إما من خلال جمع المعلومات حول حركة المعاملات المالية على فترات زمنية متعاقبة، أو من خلال عملية مقارنة الهياكل المالية بين نقاط زمنية مختلفة.

لاحقا مع صعود نظرية التحرير المالي اعتبرت المدرسة النيوكلاسيكية مفهوم التحديث المالي كمرادف لتحرير النظام المالي، لكن مشكلة هذا المفهوم أن النظرية النيوكلاسيكية تعتمد على فرضيات لا تعكس حقيقة الأسواق المالية، حيث تعتبر أن هذه الأسواق تحكمها قواعد المنافسة التامة التي من أهم شروطها شفافية الأسواق أي إتاحة المعلومة الصحيحة لكل المتعاملين.

¹ Béji Samouel , (2009) : Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée a l'épreuve de la mondialisation financière, Thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques, Université de Paris 3, France, p 20

من جهة أخرى لخص كل من " A. Demirgüç-Kunt et R. Levine " الوظيفة الرئيسية للمالية في خمسة وظائف فرعية هي⁽²⁾:

- توفير المعلومة في الوقت الحقيقي "ex-ante" حول الفرص الاستثمارية المتاحة والتوطين الأمثل للموارد المالية،
- تمويل المشاريع الاستثمارية وممارسة الرقابة على المؤسسات محل التمويل،
- تسيير وتنويع المخاطر سواء بالنسبة للأفراد أو المؤسسات،
- تعبئة الادخار، وخلق موارد جديدة عن طريق تشجيع التجديد المالي؛
- تسهيل عملية تبادل السلع والخدمات.

انطلاقاً من هذه الوظائف فإن تحديث النظام المالي حسب " A. Demirgüç-Kunt et R. Levine " يتمثل في توفير المعلومات حول الفرص الاستثمارية المتاحة، وإرساء نظام لحوكمة المؤسسات من خلال ممارسة الرقابة على الاستثمارات، وتختلف درجة التحديث المالي حسب قدرة الأسواق والوسطاء الماليين على تخفيض تكلفة المعلومة والأداء الجيد للوظائف الخمسة السابقة.

ثانياً - المقاربة النظرية للعلاقة بين التحديث المالي والنمو الاقتصادي:

شكلت العلاقة الوطيدة بين المالية والنمو الاقتصادي على المستوى الكلي موضوعاً للنقاش بشكل متكرر في العلوم الاقتصادية، ويعود البحث في الجذور النظرية لهذه العلاقة إلى "فرضية الازدواجية النقدية L'hypothèse d'ambivalence monétaire" التي قدمها كل من "Aglietta et Orléon, 1982" والتي اعتمدت عليها أغلب الأعمال النظرية في تأسيس علاقة مزدوجة الاتجاه بين التحديث المالي والنمو الاقتصادي⁽³⁾.

² Jeanneney Guillaumont, Kpodar Kangni, (2004) : Développement financier, instabilité financière, croissance et pauvreté, www.aed.auf.org, consulté le 8/12/2013, p 21

³ Doliges François, (2017) : La microfinance, précurseur de la financiarisation de l'aide au développement, Revue Mondes en développement, Vol 45, N 178, p 52

1- تحليل العلاقة بين تحديث النظام المالي والنمو الاقتصادي:

نظريا وبهدف فهم كيف يمكن للتحديث المالي أن يحرض النمو الاقتصادي نعود إلى النموذج التحليلي الذي قدمه "M. Pagano, 1993"، حيث ينطلق من دالة الانتاج في نموذج النمو الداخلي (نموذج AK)⁽⁴⁾.

$$Y_t = A K_t \dots\dots\dots (1)$$

يفترض "M. Pagano" أن النمو الديمغرافي ثابت وأن الاقتصاد ينتج سلعة واحدة قابلة للاستثمار والاستهلاك، ويكون الاستثمار بمعدل (δ) لكل فترة، وبالتالي يعبر عن الاستثمار كما يلي:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta) K_t \dots\dots\dots (2)$$

في إطار اقتصاد مغلق، فإن التوازن على مستوى سوق رؤوس الأموال يعبر عنه من خلال المساواة بين الادخار (S) والاستثمار (I)

من جهة أخرى يفترض "M. Pagano" أن نسبة تقدر بـ (ϕ) فقط تتحول إلى استثمار والباقي أي ($1 - \phi$) يضيع في سيرورة الوساطة المالية:

$$\phi S_t = I_t \dots\dots\dots (3)$$

من المعادلة (1) يمكن كتابة:

$$Y_{t+1} = A K_{t+1}$$

وعليه فإن معدل النمو في الزمن ($t+1$) يساوي إلى:

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t} = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1$$

باستعمال المعادلة (2) وبإهمال العامل الزمني فإنه يمكن كتابة معدل النمو الاقتصادي بالشكل الآتي:

$$g = \frac{I + (1 - \delta)K}{K} - 1 = \frac{1}{K} - \delta = I \frac{A}{Y} - \delta = A\phi s - \delta$$

$$g = A\phi s - \delta \dots\dots\dots (4)$$

⁴ Béji Samouel , op.cit, p 27

s و : معدل الادخار يساوي $\frac{S}{Y}$

توضح المعادلة (4) العلاقة التحليلية الموجودة بين التحديث المالي والنمو الاقتصادي، حيث أن تحديث القطاع المالي يؤدي إلى تحسين المعامل "φ" الذي يمثل نسبة الادخار الموجه للاستثمار، كما أن الانتاجية الحدية الاجتماعية لرأس المال تؤثر أيضا على المعامل "s" الذي يمثل معدل الادخار الخاص.

2- قنوات تأثير تحديث النظام المالي على النمو الاقتصادي:

حسب النموذج السابق فإن تأثير التحديث المالي على النمو الاقتصادي يتم عبر عدة قنوات هي⁽⁵⁾:

2-1- تسهيل عملية توجيه الادخار إلى المؤسسات الاقتصادية: حيث تمتص مؤسسات الوساطة المالية من خلال وظيفتها لتحويل الادخار إلى استثمار نسبة معبر عنها في النموذج السابق بـ "1 - φ" بما في ذلك الهامش بين المعدلات الدائنة والمدينة، الأعباء، العمولات... إلخ، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما دل ذلك على عدم كفاءة الوسطاء الماليين، وعليه فإن التحرير المالي سوف يعمل على الحد من (ضياغ) هذه الموارد، أي رفع المعامل "φ" في المعادلة (4) وبالتالي رفع معدل النمو "g".

2-2- التوطين الأمثل للموارد: أي توظيف رؤوس الأموال في المشاريع ذات المردودية العالية، بالإضافة إلى المنفعة الاجتماعية التي تقدمها في بعض الحالات، حيث يساهم الوسطاء حسب النموذج السابق في تحسين المردودية الحدية لرأس المال "A"، وبالتالي يساهمون في إنعاش النمو الاقتصادي عن طريق:

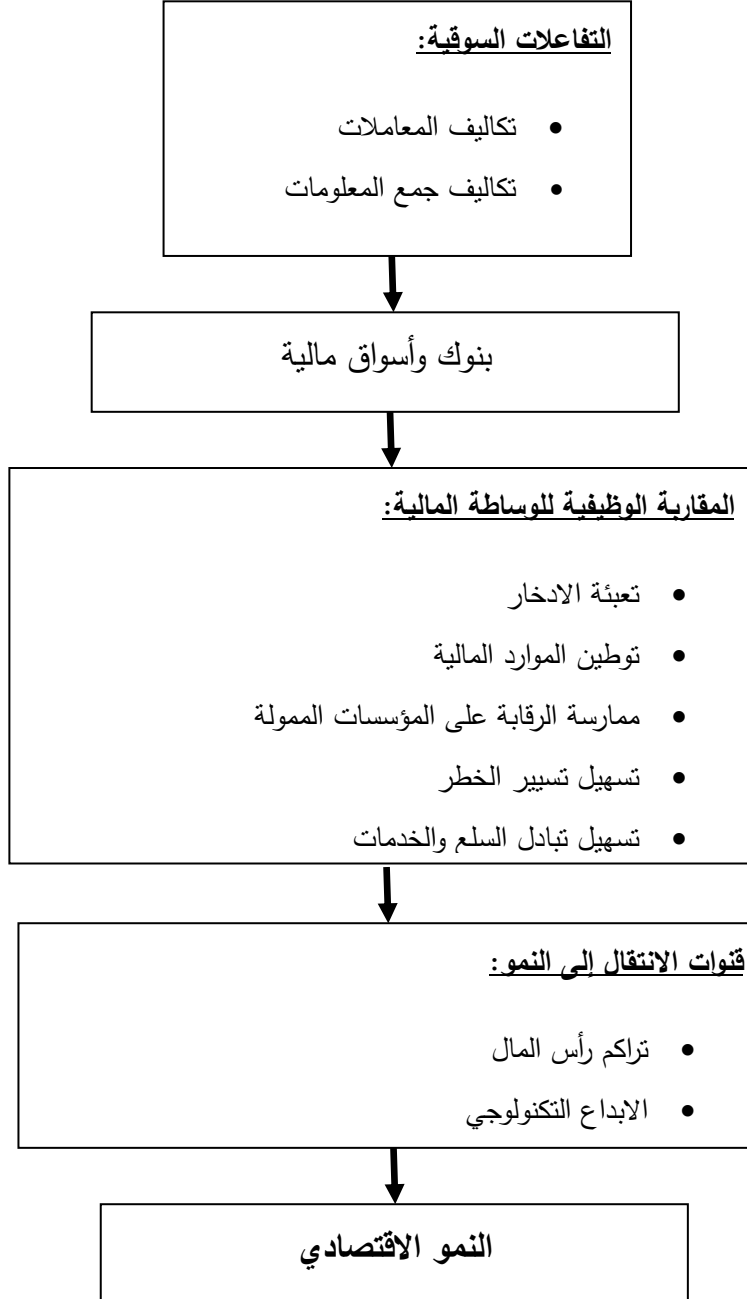
- جمع المعلومات اللازمة لتقييم مردودية ومنفعة المشاريع الاستثمارية محل التمويل،
- تشجيع الأعوان ذوي الفائض التمويلي على الاستثمار في المشاريع التي تكون عالية الخطر، لكنها تتميز بإنتاجية مرتفعة ومردودية جيدة، وذلك من خلال إتاحة أفضل الصيغ لتقاسم الأخطار.

2-3- التأثير على معدل الادخار الخاص: حيث أن الدور الأساسي للنظام المالي هو تعبئة الادخار من خلال إتاحة الفرصة للأسر لحيازة أصول سائلة والاستثمار في المشاريع ذات المردودية العالية، حيث أن

⁵ Béji Samouel , op.cit, pp 28- 29

تعبئة الادخار عبر تحسين توظيف الموارد وتشجيع الابداع التكنولوجي ينعكس إيجابا على حجم التراكم الرأسمالي، وبالتالي على النمو الاقتصادي.

الشكل (01): المقاربة النظرية للمالية والنمو الاقتصادي



Source : Levine Ross, (1997) : Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol. 35, p 691

المحاضرة 2: إشكالية الانفتاح على الأسواق المالية الدولية في البلدان النامية

تمهيد:

تعود فكرة إرساء حرية حركة رؤوس الأموال بين مختلف البنوك والأسواق المالية على المستوى الدولي، إلى بروز الوعي من طرف المنظرين الاقتصاديين والمؤسسات المالية الدولية بوجود عوائق سياسية ومؤسسية لا تسمح بتحقيق التحرير المالي في الظروف الملائمة في عدد كبير من الدول النامية، ولذلك فقد كان الحل حسب رؤية المؤسسات الدولية وخاصة البنك العالمي يكمن في الاستفادة من مزايا الانفتاح المالي الدولي.

أولاً- مزايا الانفتاح على الأسواق المالية الدولية:

شكلت المزايا الناتجة عن الانفتاح المالي في ظل العولمة منذ نهاية السبعينات الفرصة المثلى لتحقيق التخصيص الكفاء للموارد بالنسبة للبلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك من خلال إزالة الارتباط القوي بين الادخار الوطني والاستثمار الوطني (أصبح معدل الارتباط بين الادخار الوطني والاستثمار الوطني شبه معدوم أو بعبارة أخرى الانفصال بينهما)، وبالتالي إزالة القيد الوطني الذي

يفترض المساواة بين الاستثمار والادخار، وحلت الصيغة $\sum S_i = \sum I_i$ مكان الصيغة $i \forall$

$$S_i = I_i$$

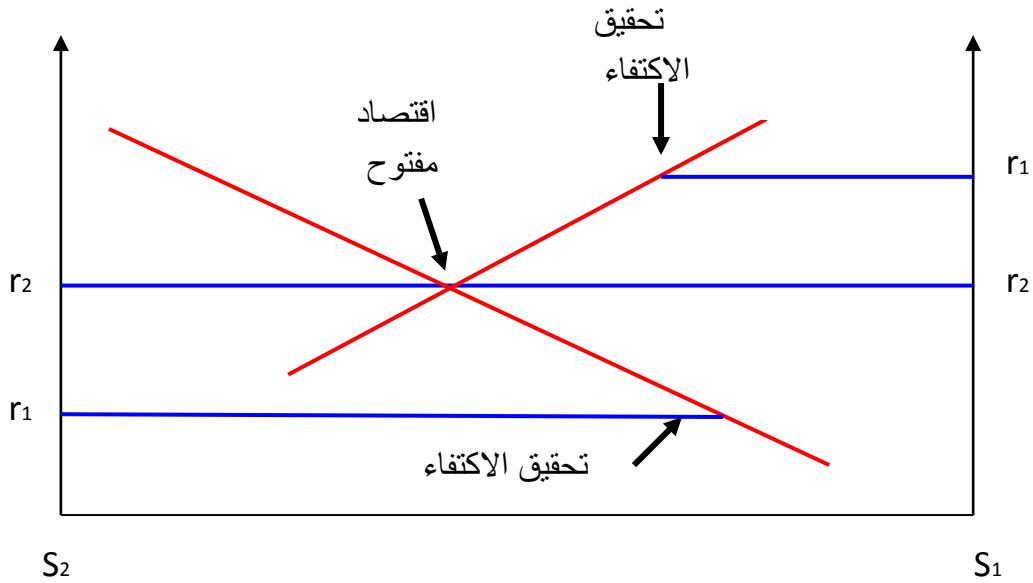
يسمح هذا التحول بتحقيق تخصيص أفضل للموارد من الناحيتين الجغرافية والزمنية، وذلك كما يلي:

1- التخصيص الجغرافي للموارد :

يسمح الانفصال بين الاستثمار والادخار الوطنيين بتوجيه الفوائض المالية للعديد من البلدان لتغطية العجز التمويلي للبلدان الأخرى، وهذا ما يسمح بتخصيص مثالي للموارد.

كمثال عن ذلك نأخذ اقتصاديتين غير متساويتين التقدم (أ، ب) تتميز الأولى بتوفر فائض رأسمالي مهم، ومعدل فائدة منخفض، وقدرة على التمويل، أما الثانية فتتميز بمستوى رأس مال منخفض، ومعدل فائدة مرتفع لأنها مازالت في مرحلة التراكم.

الشكل (01) : الكسب الجغرافي من الانفتاح المالي



Source : O.B. Sébastien Capron, V.Guinaudeau, et P. Piveteau, (2009): Innovation et globalisation financière : théorie et manifestations , [http:// team.univ-paris1.fr/teampers/bachelierie](http://team.univ-paris1.fr/teampers/bachelierie), consulté le 10/5/2013, p 5

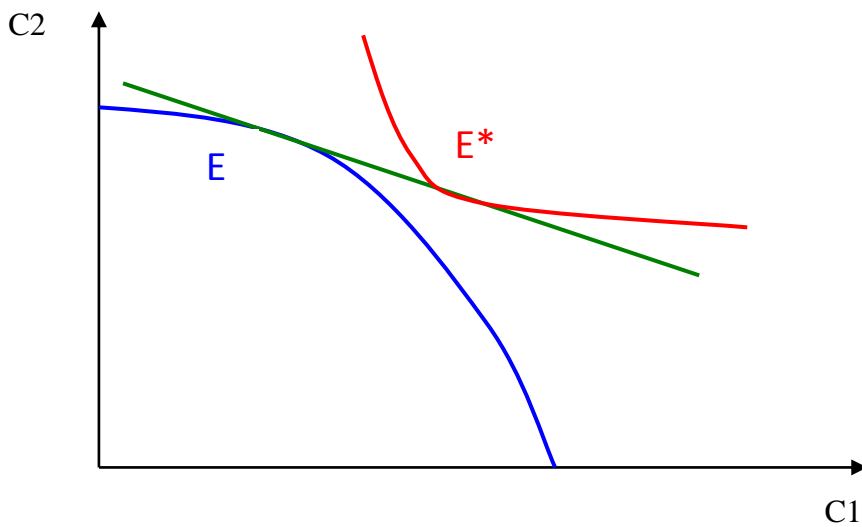
يوضح البيان أن الانفتاح المالي يؤدي إلى تقارب معدلات الفائدة و حدوث نتائج متعاكسة بالنسبة للبلدين، بالنسبة للبلد (أ) يبدأ معدل الفائدة بالارتفاع ما يسمح له باستغلال أفضل للدخار الذي يولده هذا الارتفاع، وذلك على الرغم من انخفاض معدل الفائدة للاستثمار لأنه يحقق أرباحاً أفضل فرص التوظيف في البلد (ب) .

بالنسبة للبلد (ب) فإن سعر الفائدة سينخفض مما يسمح له بالوصول إلى مستوى مهم من الاستثمار بسبب جذب الأموال من البلد (أ)، وبالتالي تحصل على تراكم أكثر سرعة، وهنا يمكن القول أن هذا التكامل قد عاد بالنفع على كلا البلدين.

2- التخصيص الزمني للموارد:

يتم استغلال العامل الزمني من أجل تحقيق تخصيص أمثل للموارد، وذلك من خلال تقديم وتأخير الادخار بين العديد من الفترات ما يسمح للأعوان الاقتصادية بتوسيع استهلاكهم خلال بعض الفترات الزمنية والوصول إلى التوازن الذي يقابل تحقيق الحد الأقصى للمنفعة⁽⁶⁾.

الشكل رقم (02): الكسب الزمني من الانفتاح المالي



Source : O.B. Sébastien Capron , V.Guinaudeau, et P. Piveteau, (2009): Innovation et globalisation financière : théorie et manifestations , [http:// team.univ-paris1.fr/teampers/bachelierie](http://team.univ-paris1.fr/teampers/bachelierie), consulté le 10/5/2013, p 6

من البيان تلاحظ أن الانفتاح المالي يسمح بالوصول إلى نقطة التوازن E^* التي تقع على منحنى بمستوى منفعة أكثر ارتفاعاً من مستوى المنفعة عند النقطة E ، فإذا كان فائض الادخار يوظف بمعدل ممثل بالخط الأخضر الذي يسمح بالوصول إلى هذا التوازن، وبالتالي الحصول على ربح أكبر يكون من خلال رفع هذا القيد الذي يساوي بين الادخار والاستثمار ما يسمح ببرنامج توسع أقل تقييداً، وتحقيق توازن أكثر كفاءة.

⁶ O.B. Sébastien Capron , V.Guinaudeau, et P. Piveteau, (2009): Innovation et globalisation financière : théorie et manifestations , [http:// team.univ-paris1.fr/teampers/bachelierie](http://team.univ-paris1.fr/teampers/bachelierie), consulté le 10/5/2013, pp 5- 6

بالإضافة إلى ذلك فإن الانفتاح المالي يسمح بتنويع الخطر على المستوى العالمي وترقية تحويل التكنولوجيا وخبرات التسيير في المجال المالي، بما يسمح بتحريض الاستثمار وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي بالنسبة للبلدان النامية.

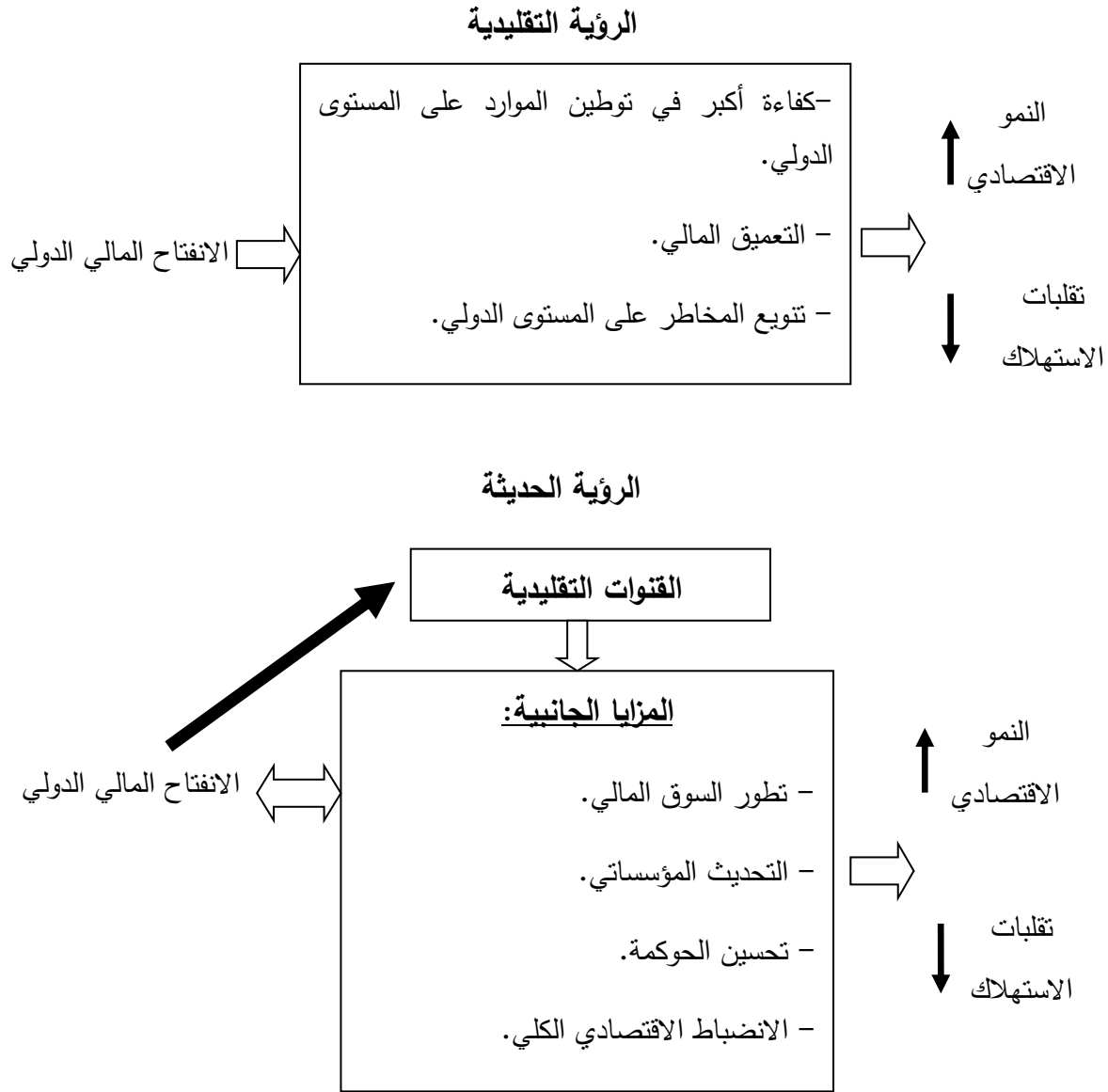
ثانيا- شروط الانفتاح المالي الدولي وإشكالية العتبة:

يعتبر عدد من الاقتصاديين أن انفتاح الأسواق المالية الوطنية على رؤوس الأموال الأجنبية من شأنه أن يسمح للمؤسسات المالية الدولية بتملك جزء من رأس مال المؤسسات المحلية، ما يساعد على زيادة تدفق رؤوس الأموال نحو الاقتصاد المحلي.

لكن "A. Kose" يرى أن ذلك يعكس نظرة تقليدية محضة للانفتاح المالي، حيث يوضح في دراسة قدمها بمساعدة مجموعة من الباحثين لصالح صندوق النقد الدولي سنة 2006، أن الانفتاح لا يكمن فقط في حرية حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي وزيادة حجم رؤوس الاموال المتدفقة إلى الداخل، بل يظهر أيضا فيما تتضمنه هذه الحركة من إصلاحات وتجديدات على المستوى المحلي وهو ما أطلق عليه مصطلح "المزايا الجانبية collateral benefits" للانفتاح المالي، حيث تدفع العولمة المالية والانفتاح المؤسسات المالية المحلية إلى إصلاح الأنظمة القانونية وتحسين البنية المؤسساتية، بالإضافة إلى إصلاح الإطار الكلي الاقتصادي والمالي⁽⁷⁾، وقد قدم "A. Kose" مخططا يبين الفرق بين الرؤية التقليدية والحديثة للانفتاح المالي الدولي وأثرها على البلدان النامية.

⁷ Béji Samouel, op.cit, p 60

الشكل (03): الفرق بين الرؤية التقليدية والحديثة لأثر الانفتاح المالي الدولي على البلدان النامية

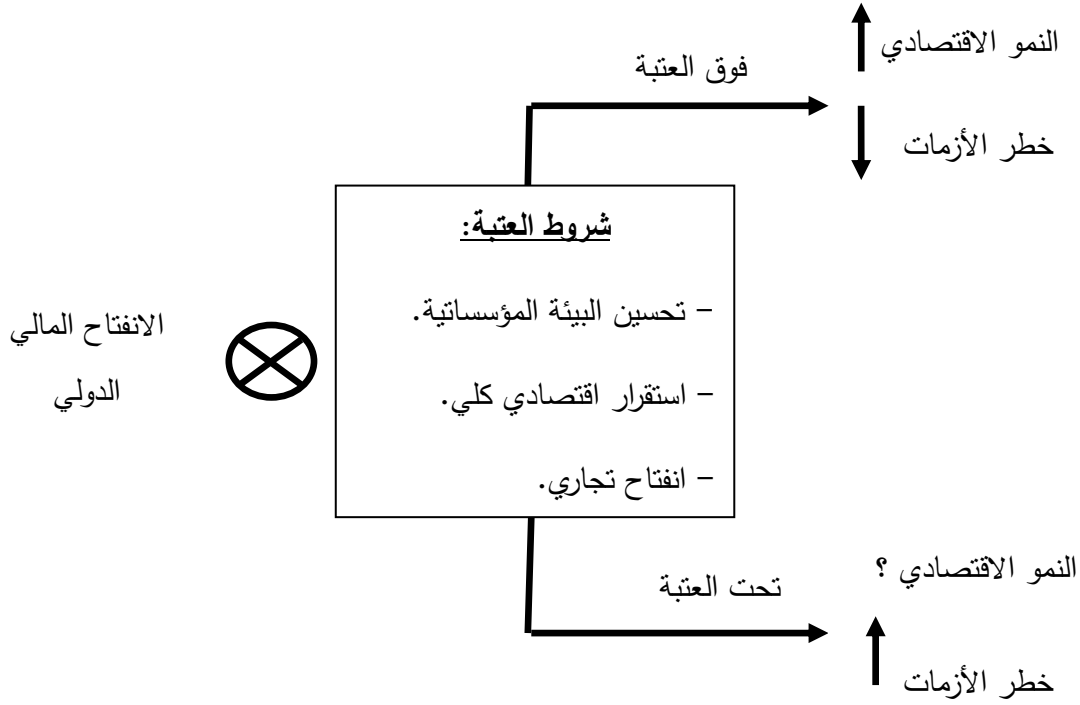


Source : Kose M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, (2006) : Financial Globalization, <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwp/4/9/2017>, p5

تركز الرؤية التقليدية على أهمية القنوات التي يمكن من خلالها رفع تدفق رؤوس الأموال، ما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي والتخفيف من تقلبات الاستهلاك، بينما تؤكد الرؤية الحديثة على أهمية القنوات التقليدية لكنها تركز على إعطاء أهمية أكبر للمزايا الجانبية التي تأتي مع الانفتاح المالي الدولي.

لكن رغم وجود أنظمة مالية متطورة وسياسات اقتصادية جيدة في بعض البلدان إلا أن ذلك لم يمنعها من التعرض لأزمات عنيفة بسبب الانفتاح المالي، وعليه لابد من توفر مجموعة من الشروط الأولية التي تسمح بتحقيق "عتبة للانفتاح المالي الدولي"، حيث أن عدم توفر هذه العتبة يؤدي إلى نتائج عكسية.

الشكل (04): مقارنة عتبة الانفتاح المالي



Source : Kose M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, (2006) : Financial Globalization, <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/4/9/2017>, p6

يبين المخطط أعلاه أن شروط العتبة مشابهة للمزايا الجانبية للانفتاح المالي الدولي، وهو ما يفسر الدور المحفز للانفتاح في تحقيق هذه المزايا، لكنه يبين من جهة أخرى الأخطار التي يمكن أن تتجم عن عدم توفر الشروط والظروف المناسبة للانفتاح، وهو ما يطرح إشكالية مدى جاهزية واستعداد بلد ما للانفتاح المالي الدولي.

ثالثاً- استراتيجية الانفتاح المالي المتدرج في البلدان النامية:

انطلاقاً من الطرح السابق المتعلق بـ "عتبة الانفتاح المالي" يتضح لنا أن انتهاج سياسة التحرير المالي الكامل في الظروف الغير ملائمة المعروفة في البلدان النامية، قد يكون خطيراً ومضراً لهذه البلدان لأن

العولمة المالية وإن كانت تحمل كثيرا من المزايا المتعلقة بتقليل التكاليف وسيولة الأسواق، فإنها تحمل أيضا أخطار عدم الاستقرار المالي خاصة في ظل هشاشة وضعف الأنظمة المالية المحلية.

ونظرا لكون الانتقال إلى الانفتاح المالي الكامل يمر عبر تحرير حساب رأس المال، وهي عملية خطيرة جدا خاصة وأنها في غالب الأحيان لا تعكس إرادة مستقلة لهذه البلدان للانفتاح بقدر ما تعكس الضغوط التي تمارسها المؤسسات المالية الدولية عليها، وهو ما دفع عدد من الاقتصاديين إلى التوصية بضرورة الانفتاح التدريجي في هذه البلدان، فقد اقترح " P. Jacquet,1999 " سيرورة متدرجة للانفتاح المالي تبدأ بتهيئة سياسة رقابة على رؤوس الأموال تسمح بتحضير المجال للمرور إلى فتح حساب رأس المال، مع العمل على تحقيق تقدم فيما يتعلق بالتحكم في الأخطار⁽⁸⁾.

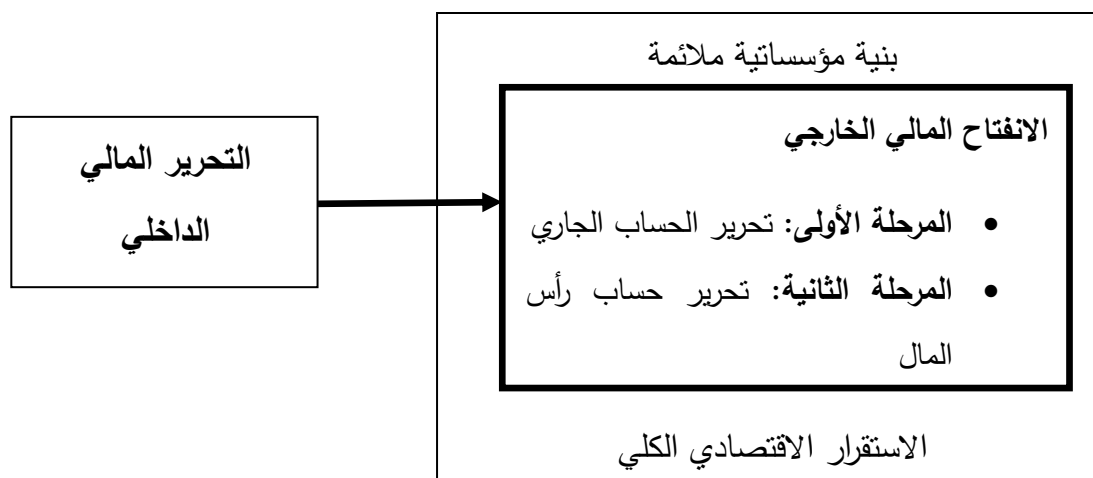
ومن جهته أوصى " D. Plihon,2000 " بتحقيق الانفتاح عبر مراحل بهدف تجنب الأزمات الخطيرة الناجمة عن التحرير والانفتاح العنيف لحساب رأس المال، التي عرفتها العديد من البلدان الناهضة (جنوب شرق آسيا 1997-1998 ، روسيا والبرازيل 1998، الأرجنتين 2001، ...إلخ)، وتمثل المراحل التي تسبق الانفتاح الكامل في⁽⁹⁾:

- إصلاح القطاع المالي المحلي،
- انتهاج سياسة كلية سليمة (جبائية، نقدية، سياسة الصرف) بهدف ضمان الاستقرار،
- تحرير حساب رأس المال،
- تدعيم قواعد الضبط المالي والرقابة على الأسواق وتطبيق قواعد الحذر،
- تهيئة نظام قانوني وتشريعي بهدف المرور إلى الانفتاح الكامل.

⁸ Béji Samouel , op.cit, p 119

⁹ Ibid, p 120

الشكل (05): مراحل الانفتاح المالي



Source : Béji Samouel, (2009) : Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée a l'épreuve de la mondialisation financière, Thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques, Université de Paris 3, France, p 109

حيث أن الاقتصادات التي تمر مباشرة إلى التحرير الكامل لحساب رأس المال دون تحقيق الشروط السابقة تكون عرضة لأزمات مالية عنيفة، لذلك حسب هذا الطرح فإن التحرير التدريجي هو الحل الأمثل لها.

كما قدم كل من " G. Kaminsky, S. Schmukler, 2008 " مجموعة من المعايير للتمييز بين الانفتاح المالي الكامل والتدريجي نلخصها في الجدول الموالي:

الجدول (01): معايير الانفتاح المالي الكامل والجزئي

حساب رأس المال	
معايير الانفتاح المالي الكامل	
إمكانية الاستدانة الخارجية	تتمتع البنوك والمؤسسات بحرية الاستدانة من الخارج، وتكون مطلوبة أحيانا بإعلام السلطات دون أي تأثير على خياراتها، مع إمكانية وجود نظام احتياطي إجباري لكن بمعدل أقل من 10% ولا تتجاوز آجال الاقتراض الخارجي سنتين.
معدلات الصرف والقيود الأخرى	عدم وجود معدلات صرف خاصة للمعاملات الجارية أو المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال، وعدم وجود قيود على خروج رؤوس الأموال.
معايير الانفتاح المالي الجزئي	
إمكانية الاستدانة الخارجية	يسمح للبنوك والمؤسسات بالاستدانة الخارجية، لكن مع وجود قيود تتمثل في

احتياطات إجبارية بين 10% و 50% وأجل استحقاق بين 2 و 5 سنوات، وتشديد القيود على بعض القطاعات.	
وجود معدلات صرف خاصة للمعاملات الجارية والعمليات على رأس المال، مع إمكانية وجود بعض القيود على خروج رؤوس الأموال.	معدلات الصرف والقيود الأخرى
سوق رؤوس الاموال	
معايير الانفتاح المالي الكامل	
يمكن للمستثمرين الأجانب حيازة أصول مالية محلية بدون قيود.	حيازة الأصول المالية
يمكن استرجاع رؤوس الاموال المستثمرة والأرباح على الأسهم والفوائد خلال السنتين اللاحقتين للاستثمار دون أي قيود.	إمكانية استرجاع رؤوس الأموال وأرباح الأسهم والفوائد
معايير الانفتاح المالي الجزئي	
يمكن للمستثمرين الأجانب حيازة في حدود 49% من رأسمال كل مؤسسة، مع وجود قيود على المساهمة في بعض القطاعات.	حيازة الأصول المالية
يمكن استرجاع رؤوس الاموال المستثمرة والأرباح على الأسهم والفوائد، لكن خلال مجال زمني يتراوح بين 2 و 5 سنوات ابتداء من تاريخ الاستثمار.	إمكانية استرجاع رؤوس الأموال وأرباح الأسهم والفوائد

Source : Béji Samouel, (2009) : Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée a l'épreuve de la mondialisation financière, Thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques, Université de Paris 3, France, p 60

ويمكن لحركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي أن تكون في شكل استثمارات أجنبية مباشرة (IDE) أو قروض بنكية أو سندية، أو أسهم ومختلف القيم المنقولة.

المراجع باللغة العربية:

أولاً- الكتب:

- 1- أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 2- أسعد حميد عبيد العلي، (2005): استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الكرك، الأردن.
- 3- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، (2019): الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، طبعة 1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر.
- 4- سمير عبد الحميد رضوان، (1996): أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، طبعة 1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر.
- 5- السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، طبعة 1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.
- 6- شذا جمال الخطيب، صعق الركيبي، (2008): العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، طبعة 1، دار مجدلاوي، عمان، الأردن.
- 7- عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر.
- 8- ماهر كنج شكري، مروان عوض، (2004): المالية الدولية، طبعة 1، معهد الدراسات، الأردن.
- 9- محمد صالح الحناوي، (2000): أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر.
- 10- محمد مطر وفايز تميم، (2005): إدارة المحافظ الاستثمارية، طبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

قائمة المراجع

11- هوشيار معروف، (2003): الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

12- وليد صافي، أنيس البكري، (2009): الأسواق المالية الدولية، طبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

ثانياً - الأطروحات:

1- بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق رأس المال العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

ثالثاً - المجلات العلمية:

1- أوكيل نسيم، ديش أحمد، يحيوي أحمد، (2013): الرقابة على الأسواق المالية، مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، مجلد 8، رقم 15.

2- مداني أحمد، (2017): أنظمة الرقابة المالية العربية وإعادة هيكلتها وفق نظام "Twin Peaks"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17.

3- يحي عيسى، (2005): أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5.

رابعاً - مواقع الانترنت:

اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، الخطة الاستراتيجية لاتحاد هيئات الأوراق المالية العربية 2016-2020، <https://www.uasa.ae>، تاريخ الاطلاع 2022/05/14.

سلطة ضبط السوق المالي (COSOB): <https://www.cosob.org>، تاريخ الاطلاع 2022/05/14.

I- Les livres :

- 1- A. F. Perold, (1998): La finance sans frontière, Economica, Paris, France.
- 2- Anjan Thakor, (2015) : International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce, Center for Capital Markets Competitiveness, Washington, USA.
- 3- B. Jacquillat ·B. Solnik, (1997): Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques , 3 °Edition, Dunod, Paris, France.
- 4-C. Chazot, P. Claude, (1999) : Les swaps, concept et application , 2° Edition, Economica, Paris, France.
- 5- Didier Marteau, (2021) : Les marchés de capitaux, 3e édition, Dunod, Paris, France.
- 6- F. Mishkin, (2004): Monnaie, banque et marchés financiers, 7 °Edition, Pearson édition, . Paris, France.
- 7- F. Q.Pinon, (1998) : Marchés des capitaux et théorie financière, Economica, 2° Edition, Paris, France.
- 8- H. Bourguinat, J. Teiletche, M.Dupuy, (2007) : Finance internationale , Dalloz, Paris, France.
- 9- Jérémy Morvan, (2009) : Marchés et instruments financiers, édition Dunod, Paris, France.
- 10- Laurence Abadie ; Cathrine Mercier-Suissa, (2011) : Finance internationale, Armand Colin, Paris, France.
- 11- M. Lemoune et all, (2007): Les grandes questions d'économie et finance internationale : Décodes l'actualité , 1° Edition, Ouvertures économiques, Paris, France.
- 12- M. Rockinger, (1998) : Quelles informations tirées des options ?, Finance d'entreprise et finance de marché , Edition Les Echos, Paris, France.
- 13- Nyahoho Emmanuel, (2002) : Finances internationales : théorie, politique et pratique, 2e édition, édition press de l'université du Québec, Québec, Canada.
- 14- P. Navatte, (1998) : Finance d' entreprise et théorie des options , Paris, France.
- 15- P. Mathieu, P. d'Herouville, (1998) : Les dérivés de crédit : une nouvelle gestion du risque du crédit ,Economica, Paris, France.
- 16- P. Spieser, (2000): Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, France.
- 17-Paul-Jacques Lelmann, (2014) : Economie des marchés financiers, 2édition, ouvertures économiques, Paris.

II- Les Thèses de doctorat :

- 1- Abdellatif Zaoui, (2008) : Les euro-crédits bancaires : principal instrument du financement international, mémoire de magister, Faculté de droit, Université d'Oran, Algérie.

2- Béji Samouel , (2009) : Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée a l'épreuve de la mondialisation financière, Thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques, Université de Paris 3, France.

3- Flora Sfez, (2010) : Le marché des euro-obligations de 1963 _a 2008 : une organisation au risque de la bureaucratie, Thèse de doctorat, Economies et finances, Conservatoire national des arts et métiers, France.

III- Les Revues:

1- Doliges François, (2017) : La microfinance, précurseur de la financiarisation de l'aide au développement, Revue Mondes en développement, Vol 45, N 178.

2- Levine Ross, (1997) : Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol. 35.

IV- Les Séminaires :

1- A. Dahi,(2008) : Le hasard boursier entre la finance néoclassique et la finance comportementale , séminaire, 24-25oct2008, FSEG, Université d'Annaba.

V- LES Rapports :

1- Jean-Stéphane Mésonnier, (2000) : Les centres financiers extraterritoriaux, Bulletin de la banque de France, N° 82.

2- Parlement européen, (2001) : Fonctionnement et contrôle des établissements financiers internationaux, Document de travail,N° 03, Volume I .

VI - Les sites d'Internet :

1- A. Orléan . Efficience informationnelle versus finance comportementale : éléments pour un débat . <http://www.pse.ens.fr/orléan/depot/publi/marchesfi.pdf>, consulté le 26/03/2020.

2- Centre d'analyse stratégique, (2011) :Centres financiers offshore et système bancaire "fantôme", www.strategie.gouv.fr, consulté le 19/03/2022

3- E. O. Assouan : Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) , <http://www.banquefrance.fr>, consulté le 02/06/2018

4-J.Paul ; P. Jacquet : Systèmes financiers et croissance, <http://www.pierrefacquet.fr/spip.php?article148>, consulté le 22/02/2018

5- Jeanneney Guillaumont, Kpodar Kangni, (2004) : Développement financier, instabilité financière, croissance et pauvreté, www.aed.auf.org, consulté le 8/12/2013

6- Joel Priolon, (2007) : Les marchés financiers, Agro Paris Tech, www.agroparistech.fr, consulté le 10/02/2022

قائمة المراجع

- 7-Kose M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, (2006) : Financial Globalization, <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa>: consulté le 4/9/2017
- 8- L. Le grand, Les innovations financières dans les métiers des dérivés action : de l'opacité à la lumière, <http://www.institut-entreprise.fr>, consulté le 02/06/2018
- 9-Le contexte des marchés financiers, <https://www.editions-ellipses.fr>, consulté le 10/02/2022
- 10-Le financement offshore , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net>, consulté le 15/1/2020
- 11-Leleux Associated Brokers, (2007) : Instruments et Marchés Financiers, www.leleux.be , consulté le 10/02/2022
- 12-Les marchés financiers internationaux , <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net> , consulté le 12/10/2019
- 13-N. Achouri : Les implications de la finance comportementale en matière de désigne des produits financiers , <http://www.programme-finance.com>, consulté le 26/03/2020
- 14-N. Aktas : « La finance comportementale : un état de lieux », http://www.cnam-degfin.fr/IMG/aktas_Reffet_et_Persp.pdf, consulté le 26/03/2020
- 15-O.B. Sébastien Capron, V.Guinaudeau, et P. Piveteau, (2009): Innovation et globalisation financière : théorie et manifestations , [http:// team.univ-paris1.fr/teamperse/bachelierie](http://team.univ-paris1.fr/teamperse/bachelierie), consulté le 10/5/2013
- 16- Organisation internationale des commissions de valeurs, (1998) : Objectifs et principes de la régulation financière, <https://www.iosco.org> , consulté le 14/05/2022