

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'enseignement supérieur
Et De La Recherche scientifique
Centre Universitaire d'Aflou



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي بأفلو

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مطبوعة دروس في مقياس :

الأسواق المالية الدولية
موجهة لطلبة السنة أولى ماستر
شعبة علوم إقتصادية
تخصص : إقتصاد نقدي وبنكي
التأليف :

الدكتور : قطاف عبدالقادر
أستاذ محاضر قسم - أ -
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
-المركز الجامعي أفلو- الجزائر -

معتمدة من طرف المجلس العلمي معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

-المركز الجامعي أفلو في دورته العادية تحت رقم : 054/م ع ! تج نس/2022

بتاريخ : 2021/11/25

2022/2021

مقدمة :

هذه المطبوعة هي مجموعة محاضرات خاصة بمقياس الأسواق المالية الدولية ، وهي موجهة للسنة أولى ماستر ، شعبة العلوم الإقتصادية ، تخصص : اقتصاد نقدي وبنكي ، وهذا من أجل معرفة وفهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الدولية

حتى يتمكن الطالب من التحكم في المصطلحات الخاصة بهذا المقياس .
ان إعداد هذه المطبوعة جاءت لتحقيق جملة من الأهداف يمكن ايجازها فيما يلي :

- ❖ تدعيم مكتبة معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، وهذا من أجل تغطية العجز في هذا المجال ؛
- ❖ تعريف الطالب بالمفاهيم العامة المتعلقة بالسوق والأسواق المالية ؛
- ❖ معرفة المكونات البنوية للأسواق المالية ؛
- ❖ معرفة أدوات التعامل في سوق رأس المال وسوق النقد ؛
- ❖ معرفة بورصة الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها ؛
- ❖ معرفة الأسواق المالية الناشئة ؛
- ❖ تنوير الطلبة بكيفية إدارة المخاطر في الأسواق المالية ؛
- ❖ التعرف على أسواق الفوريكس والمراكز المالية الدولية
- ❖ إبراز أهم الجوانب الرئيسية للأسواق المالية الدولية؛
- ❖ التعرف على المنظمات الدولية لهيئات أسواق المال الدولية.

المؤلف :

د. قطاف عبدالقادر

أستاذ محاضر -قسم أ-

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

-المركز الجامعي أفلو -الجزائر-

فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
12-8	<u>الفصل الأول : الإطار المفاهيمي للسوق</u>
10	<u>1. تعريف السوق وتصنيفاتها</u>
10	<u>1.1. تعريف السوق</u>
10	<u>2.1. معايير تصنيف الأسواق</u>
10	<u>1.2.1. من حيث طبيعة السلعة</u>
11	<u>2-2-1 من حيث توحيد السعر</u>
11	<u>3-2-1 من حيث درجة المنافسة</u>
29-13	<u>الفصل الثاني : مدخل إلى الأسواق المالية</u>
13	<u>1. مفهوم السوق المالي</u>
15	<u>2. مراحل إنشاء الأسواق المالية</u>
16	<u>3. وظائف الأسواق المالية</u>
17	<u>4. أهمية الأسواق المالية</u>
18	<u>5. أنواع الأسواق المالية</u>
18	<u>1.5. أسواق رأس المال</u>
20	<u>1.1.5. التصنيف وفق نوعية وطبيعة الأصل المالي</u>
21	<u>2.1.5. التصنيف وفقا للتعامل على الأصول المالية</u>
22	<u>3.1.5. التصنيف وفقا لتوقيت التعامل على الأصل المالي</u>
23	<u>4.1.5. التصنيف وفقا لتنظيم السوق</u>
24	<u>2.5. سوق النقد</u>
24	<u>3.5. سوق العملات الأجنبية أو ما يعرف بالفوركس</u>
24	<u>4.5. سوق السلع</u>
24	<u>5.5. سوق العملات الرقمية أو المشفرة</u>
25	<u>6. الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية</u>
29	<u>7. عوامل نجاح الأسواق المالية</u>
45-30	<u>الفصل الثالث: المكونات البنوية للأسواق المالية</u>
30	<u>1. سوق النقد</u>
31	<u>2. المتدخلون على مستوى السوق النقدية</u>
32	<u>3. الأدوات المتداولة في السوق النقدية</u>
34	<u>4. أهمية السوق النقدية</u>

36	<u>5. سوق رأس المال</u>
36	<u>1.5. نشأة سوق رأس المال</u>
37	<u>2.5. تعريف سوق رأس المال</u>
38	<u>3.5. وظائف سوق رأس المال</u>
40	<u>6. تقسيمات سوق رأس المال</u>
44	<u>7. الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية</u>
64-46	<u>الفصل الرابع : أدوات سوق رأس المال</u>
46	<u>1. مفهوم الأسهم</u>
46	<u>2. أنواع الأسهم: Types of Stocks</u>
47	<u>1.2. الأسهم العادية</u>
49	<u>2.2. الاتجاهات الجديدة للأسهم العادية</u>
49	<u>3.2. الأسهم الممتازة</u>
50	<u>4.2. أنواع الأسهم الممتازة</u>
51	<u>5.2. اتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة</u>
51	<u>6.2. مميزات وعيوب الأسهم الممتازة</u>
53	<u>3. السندات</u>
53	<u>1.3. أنواع السندات</u>
57	<u>2.3. الأشكال الحديثة للسندات</u>
58	<u>4. المشتقات المالية</u>
58	<u>1.4. تعريف المشتقات المالية</u>
60	<u>2.4. أنواع المشتقات المالية</u>
74-66	<u>الفصل الخامس : بورصة الأوراق المالية</u>
66	<u>1.1. ماهية البورصة</u>
67	<u>2.1. نشأة البورصة ومفهومها</u>
67	<u>2. تطور بورصة الأوراق المالية</u>
68	<u>1.2. أهمية البورصة ووظائفها</u>
69	<u>3. أنواع البورصة</u>
69	<u>1.3. من حيث المنتجات المتداولة في البورصة</u>
69	<u>2.3. من حيث المدى الزمني</u>
69	<u>3.3. من حيث مدى التعامل الجغرافي</u>
70	<u>4.3. من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي</u>
70	<u>4. آلية العمل في البورصة والاطراف المتدخلة فيها</u>

70	<u>1.4. آلية العمل في البورصة</u>
72	<u>2.4. الأطراف المتدخلة في البورصة</u>
91-75	<u>الفصل السادس : المخاطر وإدارتها في الأسواق المالية</u>
75	<u>1.1. مفهوم المخاطرة</u>
76	<u>2.1. مفهوم إدارة المخاطر</u>
77	<u>2. خطوات إدارة المخاطر في الأسواق المالية</u>
79	<u>3. أنواع المخاطر المالية في الأسواق المالية</u>
79	<u>1.3 أنواع المخاطر المالية حسب ارتباطها بالمؤسسة</u>
79	<u>1.1.3- المخاطر النظامية</u>
80	<u>2.1.3- المخاطر غير النظامية</u>
81	<u>2.3 مصادر المخاطر المالية</u>
84	<u>2.2.3 المصادر غير المنتظمة للمخاطر</u>
85	<u>3.2.3 التصنيف التقليدي للمخاطر المالية</u>
85	<u>4. الأدوات المستعملة في قياس درجة المخاطر في الأسواق المالية</u>
86	<u>1.4. الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية</u>
88	<u>2.4 أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية</u>
89	<u>3.4. قياس المخاطر الكلية</u>
89	<u>4.4. أدوات أخرى لقياس الخطر</u>
102-92	<u>الفصل السابع : الأسواق المالية الناشئة</u>
92	<u>1. مفاهيم عامة حول المؤسسات الناشئة والأسواق المالية الناشئة</u>
92	<u>1.1. تعريف المؤسسات الناشئة</u>
93	<u>2.1. تعريف السوق المالي الناشئ</u>
94	<u>3. خصائص الأسواق المالية الناشئة</u>
95	<u>4. معايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة</u>
95	<u>1.4. المعايير الكمية</u>
96	<u>2.4. المعايير النوعية</u>
96	<u>5. إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة</u>
97	<u>6. شروط قيام الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها</u>
97	<u>1.6 شروط قيام السوق المالية الناشئة</u>
98	<u>2.6 مراحل تطور السوق الناشئة</u>
100	<u>7. مكانة الأسواق الناشئة ضمن التنوع الدولي</u>

118 - 103	الفصل الثامن: الجوانب الرئيسية للأسواق المالية الدولية
103	1. تعريف الأسواق المالية الدولية
103	2. بنية وهيكلية الاستثمار في الأسواق المالية
105	3. أهداف الأسواق المالية الدولية
106	4. وظائف الأسواق المالية الدولية
106	5. شروط قيام الأسواق المالية الدولية
108	6. أقسام الأسواق المال الدولية
109	7. أدوات الأسواق المالية الدولية
109	1.7. أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية
112	2.7. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
114	8. مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية
114	9. آلية التعامل في اسواق الأوراق المالية الدولية
116	10. تحليل واقع الاستثمار في الاسواق المالية الدولية
125-119	الفصل التاسع : المراكز المالية الدولية
119	1. مفهوم المراكز المالية الدولية
119	2. شروط المركز المالي الدولي
119	3. أنواع المراكز المالية الدولية
120	4. دور المركز المالي الدولي
121	5. أهم المراكز المالية الدولية
122	6. أهم المؤشرات المستخدمة في المراكز المالية الدولية
123	1.6. مؤشر داو جونز - Dow Jones Index
124	2.6. مؤشر ستاندارد أند بورز
125	3.6. مؤشر فايننشيل تايمز ومؤشر نيكاي
132-126	الفصل العاشر : أسواق الفوركس
126	1. تعريف سوق الفوركس
126	2. مراحل تطور سوق تداول العملات
128	3. مميزات وأنواع سوق الفوركس
128	1.3. مميزات سوق الفوركس
129	2.3. أنواع أسواق الفوركس
130	4. المنتجات المتداولة في سوق الفوركس
130	5. المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي
130	6. العملات الرئيسية في سوق الفوركس

131	7. تقلبات سوق الفوركس
139-133	<u>الفصل الحادي عشر : المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية:(IOSCO)</u>
133	<u>1. تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية</u>
133	<u>2.أهداف المنظمة</u>
133	<u>3. مبادئ المنظمة</u>
134	<u>1.3.المبادئ الخاصة بوضع القواعد التنظيمية لسوق المال</u>
134	<u>2.3.-المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم</u>
135	<u>3.3.المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية</u>
135	<u>4.3.المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية</u>
135	<u>5.3.المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات</u>
135	<u>6.3. المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية</u>
136	<u>7.3.المبادئ الخاصة بأليات الاستثمار الجماعي</u>
136	<u>8.3.المبادئ مبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية</u>
137	<u>9.3.المبادئ الخاصة بالأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول)</u>
137	<u>4.بنك التسويات الدولية(BIS)Bank for International Settlements</u>
137	<u>1.4.تعريف بنك التسويات الدولية</u>
138	<u>2.4.وظائف بنك التسويات الدولية</u>
139	<u>3.4.تاريخ بنك التسويات الدولية</u>
144-140	قائمة المراجع المعتمدة

فهرس الجداول

الصفحة	البيان	الرقم
20	مقارنة بين الأسهم والسندات	01
45	الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية	02
52	المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	03
63-62	مقارنة بين العقود الآجلة العقود المستقبلية	04
117	أنواع المراكز المالية الدولية	05

فهرس الأشكال

الصفحة	البيان	الرقم
19	الفرق بين السهم والسند	01
25	الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية	02
28	تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال	03
34	أدوات السوق النقدي	04
35	أهمية السوق النقدي	05
44	تصنيفات السوق المالية	06
64	أدوات سوق رأس المال	07
78	خطوات عملية إدارة المخاطر	08
106	التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية.	09
107	أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية	10

تمهيد:

يعرف الاقتصاد اليوم تغيرات متسارعة التي تركز على الأسواق المالية و ذلك في ظل المتغيرات العالمية و الاقتصادية و بذلك أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي تحظى باهتمام كبير من الدول و المؤسسات المالية نظرا لتزايد الدور و الوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية و الخارجية.

ومن المعروف أن نشأة و ظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجيء و تطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات و تحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة و تمويل النمو الاقتصادي، كما يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد و تخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية و قابلة للاستمرار

كما تمثل الأسواق المالية حلقة الوصل بين المستثمرين و الشركات من خلال حشد المدخرات و تحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول، وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، ينقسم المستثمرون إلى نوعين النوع الأول هم الذين يتمتعون بفوائض مالية يمكن التصرف فيها كمخزون للقيمة و تعظيم الثروة عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة و لا يعيرون الأرباح الموزعة أي اهتمام، أما النوع الثاني فيمثل المستثمرون الذين يعتبرون العائد الموزع على مساهماتهم دخلا دوريا مهما يعتمدون عليه في حياتهم، و كذلك يؤدي وجود سوق الأوراق المالية إلى تخصيص كفاء للموارد المالية فالوحدات الاقتصادية أو الأفراد الذين يحوزون على فوائض مالية يمكنهم من خلال هذه السوق المفاضلة بين البدائل المختلفة و المخاطر التي يتعرض لها كل بديل.

ولهذا فالأسواق المالية الدولية و المحلية من أهم تلك الأطر و الآليات في ظل تقسيم و التخصص في الإنتاج و وجود عملات وطنية، يترتب عليها أساس التجارة الخارجية. أي قيام التبادل التجاري و بالتالي وجود حركة لتلك رؤوس الأموال من أجل خلق علاقات تجارية و نقدية و مالية دولية متكاملة للقرارات المالية في المؤسسات على المستوى المحلي و الدولي، و قد لعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

لهذا سنقسم هذه المطبوعة الى مجموعة من الفصول والتي هي على النحو التالي :

الفصل الأول : الإطار المفاهيمي للسوق

الفصل الثاني : :مدخل إلى الأسواق المالية

الفصل الثالث : المكونات البنوية للأسواق المالية

الفصل الرابع : أدوات سوق رأس المال

الفصل الخامس : بورصة الأوراق المالية

الفصل السادس : المخاطر وإدارتها في الأسواق المالية

الفصل السابع : الأسواق المالية الناشئة

الفصل الثامن : الجوانب الرئيسية للأسواق المالية الدولية

الفصل التاسع : المراكز المالية الدولية

الفصل العاشر : أسواق الفوريكس

الفصل الحادي عشر: المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية (IOSCO)

يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خوصصة منشآت القطاع العام، أدى إلى بروز أداة لذلك وهي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخوصصة وكطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها وتمويل خططها التوسعية.

إن موقع سوق الأوراق المالية يعتبر واضحاً ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن لذا سنتطرق إلى النقاط الآتية:

- تعريف السوق ومعايير تصنيفها؛

- تعريف السوق المالي؛

1- تعريف السوق وتصنيفاتها

بالرغم من تعدد أنواع الأسواق تبعا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1-1- تعريف السوق

في اللغة العامة يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.

1-2- معايير تصنيف الأسواق: يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدد من المعايير نذكر منها:

1-2-1 من حيث طبيعة السلعة:

يمكن التمييز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي:

- سوق المال والنقد: سوق النقد هو السوق الذي يتعامل بالقروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار للسندات والأسهم.

- سوق العمل: يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، ويمثل العرض (البائع) في الدول المتقدمة اتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية.

بينما يمثل الطلب (المشتريين) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين. والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالاً فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم

الوكالات، وأصبحت تزاوّل نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة لحماية للعمالة، كما أن الطلب على وظيفة هو أيضا صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

- سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعا والتي تشمل المنتجات الزراعية والصناعية... الخ

- سوق الخدمات: ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي، وسوق الأدوات الصحية... الخ.

1-2-2 من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق إلى نوعين هما:

- سوق الكاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية:

- وجود عدد كبير من البائعين، وعدد كبير من المشترين، حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.

- سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف .

- تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.

- سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر.

- سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

1-2-3 من حيث درجة المنافسة:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة هي:

- سوق المنافسة الكاملة: وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا من المتعاملين، يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.

- سوق الاحتكار التام: يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي

يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم فإنه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره.

- سوق المنافسة الاحتكارية: وهذا السوق كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بما يلي:

- وجود عدد كبير من البائعين أو المنتجين لسلعة.

- اختلاف السلعة المنتجة.

- حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري.

- القدرة على ترويج المبيعات.

- سوق احتكار القلة: هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبياً بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق. (سيد محمد أحمد ،

2004، الصفحة : 333)

الفصل الثاني : مدخل إلى الأسواق المالية

بشكل عام، يبدو أن الأسواق المالية هي محرك التجارة الدولية والاقتصاد العالمي الشامل خلال المائة عام الماضية. خاصة خلال الـ 25 سنة الماضية، حيث أصبحت الأسواق المالية أكثر تعقيداً

و تطوراً وأهميةً. في بداية القرن الحادي والعشرين، أصبحت الاسواق المالية العالمية أكثر ديناميكية و بدأت تتغير بسرعة. في الوقت الحاضر، هناك ضوابط أقل على الصرف، و رأس المال، و المزيد من المعاملات المالية العالمية، و المزيد من أنظمة الدفع بشكل عام.

هناك أيضاً حركة متسارعة فيما يتعلق بتدفقات رأس المال الدولية، و تطوير أدوات مالية جديدة (مثل العملات الرقمية)، و التقنيات الرقمية الجديدة. بشكل عام، هذا يقود المجتمعات إلى أسواق مالية أكثر إنفتاحاً و تقدماً. على الرغم من أن الإتجاهات المذكورة أعلاه صالحة للأسواق المالية بشكل عام، فإن كل سوق مالي له اتجاهات منفصلة خاصة به. (admiralmarkets، 2019)

تعتبر سوق الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق أوراق مالية مزدهرة و متطورة، و من جهة أخرى أدى ازدهار و ازدياد هذه الأوراق و تنوعها و كذا إقبال الجمهور عليها إلى زيادة التعامل مع سوق هذه الأوراق إصدار و تداولاً، ساندها في ذلك التشجيع و الدعم من الجهات المعنية من حيث توفير القوانين المسيرة و ممارسة الرقابة بقصد تأمين حقوق المتعاملين و إلزامهم بواجباتهم. و تختص هذه المعاملات المتوسطة و طويلة الأجل و يأتي العرض فيها من فئات عديدة من أصحاب الفائض المالي من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لأمد طويل أما الطلب فيأتي من جانب العجز المالي الراغبين في استثمار هذه الأموال في مشروعات طويلة الأجل (علي حسين، 2013)

1. مفهوم السوق المالي :

ت1 : لا يختلف تعريف الأسواق المالية كثيراً عن مفهوم السوق الذي نعرفه، لذلك فإن الأسواق المالية تعبر عن المكان أو الكيان الذي يجتمع فيه البائع والمشتري لتنفيذ صفقة أو عملية متاجرة ما، البائع لديه الرغبة في بيع السلعة فيقدم عرضاً ببيع السلعة مقابل الحصول على ثمن ما، والمشتري لديه الرغبة والثمن للحصول على هذه السلعة فيقدم طلب شراء، وفي هذه الحالة تكون السلعة هي الورقة المالية ودور السوق المالية في هذه الحالة هو تسهيل عملية بيع أو شراء الورقة المالية، وقد تكون الورقة المالية عبارة عن أسهم، سندات، أوراق تجارية، وغيرها. (المتداول العربي ، /)

وبذلك يمكننا القول أن تعريف الأسواق المالية هي مكان أو كيان تتوافر فيه عروض وطلبات تداول الأوراق المالية ويتم ذلك في سوق منظم ومركزي ومن خلال منصة خاصة مثل سوق الأسهم أو في سوق غير منظم ونسميه هنا التداول خارج المنصة أو ما يعرف بـ OTC وسوق الأوراق المالية هو

سوق أصول، باختلاف أنواعها وأشكالها، تكون قابلة للتداول، ولا يفترض دائما ملكية السلعة أو الأصل المالي لتداولها إنما هي أداة مالية معدة للتداول طبقا لقواعد وضوابط خاصة.

ت2 : الأسواق المالية هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية على المستويين الوطني والعالمي. يقوم المستثمرون أو المتداولون بشراء وبيع هذه الأوراق المالية لجني الأرباح المحتملة مع محاولة إبقاء مخاطرها محدودة. يميل العديد من المتداولين إلى التركيز على سوق مالي واحد، على سبيل المثال، سوق الأسهم أو عقود الفروقات

ت3 : السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق ، 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 الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (وليد صافي، 2012، الصفحة : 16)

ت4 : تعرف السوق المالية على أنها:"سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفي واللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملائمة تشريعات الاستثمار (حمزة محمود ، 2000، الصفحة : 25)

ت5 : السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي (عاطف وليد، 2006، الصفحة : 21) ، كما تسمح بتحريك الادخار الفردي (Pierre Conso , 2002 ;P:387)

من خلال ما سبق يمكن استنتاج تعريف موجز للسوق المالي :

هي المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية.

2. مراحل إنشاء الأسواق المالية :

مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بجملة مراحل وهي: (رسمية أحمد ، 2005، الصفحات : 10-11) المرحلة 1 :

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية.....الخ. مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة 2 :

بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة 3 :

ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات.....الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة 4 :

ظهرت الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة 5 :

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وعمليات البيع الآجل والآني.....الخ.

3. وظائف الأسواق المالية :

يمكن إيجازها فيما يلي :

❖ تتمثل الوظيفة الرئيسية للأسواق المالية في تعبئة أو تجميع المدخرات من المستثمرين وتحويلها إلى المقترضين، وذلك على أساس معدل العائد المكافئ للمخاطر المتوقعة Expected risk adjusted returns.

❖ تقوم الأسواق المالية بتسهيل عملية تحويل أو نقل المخاطر من المقترضين إلى المدخرين، كما تقوم بتخفيض المخاطر، وذلك بتمكين المستثمرين من تكوين محافظ متنوعة من الأصول المالية؛

❖ تلعب الأسواق المالية دوراً رئيسياً في تحديد أسعار الأصول أو الأوراق المالية بشكل دقيق. فعندما تصدر إحدى الشركات كمثال أصلاً مالياً، فإنها تقدم أنواعاً مختلفة من التعهدات؛

❖ توفر السوق المالية آلية لبيع الأوراق المالية الخاصة بالمستثمرين. وبذلك فإن الأسواق المالية تعمل على توفير السيولة. حيث تمكن المستثمر من بيع الأوراق المالية التي يملكها والحصول على قيمتها عندما يحتاج إلى ذلك؛

❖ تساعد الأسواق المالية في تقويم أداء مديري الشركات وذلك بتوفير المعلومات عن أسعار الأوراق المالية الخاصة بالشركة؛

❖ تعمل الأسواق المالية على تخفيض كل من تكلفة البحث وتكلفة المعلومات اللازمة للتعامل في الأوراق المالية.

كما تقوم الأسواق المالية بدور الوسيط بين المشاركين فيها وتتضمن تلك الوظيفة ما يلي: (المتداول العربي ، /)

❖ إيجاد فرصة للتفاعل بين البائعين والمشتريين وبالتالي يؤدي ذلك إلى تحديد الأسعار للأصول المالية المتداولة؛

❖ تعزيز الدخل : تسمح الأسواق المالية للمقرضين بالربح من خلال الفائدة أو توزيعات الأرباح على الأموال الفائضة لديها، مما يساهم في تعزيز دخل الفرد والدخل الوطني؛

❖ تقليل تكلفة عملية الاستثمار، حيث من خلال وجود الأسواق المالية تتوفر المعلومات الضرورية لكل المشاركين في السوق لیساعدهم ذلك في اتخاذ القرار الاستثماري؛

❖ توفر السيولة للمستثمر من خلال آليات مناسبة توفرها الأسواق المالية؛

- ❖ المحافظة على الاستقرار النقدي في الدولة من خلال آليات مناسبة تهدف للحفاظ على استقرار مستويات الأسعار بالإضافة للحفاظ على أسعار صرف العملة؛
- ❖ تسهيل عملية خلق الديون بين الأفراد والمؤسسات مما يساهم في عملية تطوير التجارة المحلية والأجنبية.

4. أهمية الأسواق المالية :

تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي: (مونية ، 2015 ، الصفحات :

(15-14)

- ❖ تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالية، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي؛
- ❖ المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية؛
- ❖ تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء؛
- ❖ تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة؛
- ❖ ضرورة حتمية لتنمية الادخار وتوجيهه لخدمة التنمية الاقتصادية؛
- ❖ عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي؛
- ❖ السوق وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وبالتالي تعبئة وتنمية المدخرات ؛

- ❖ كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة؛
- ❖ تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة؛
- ❖ تقدم السوق مؤشرا ماليا إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية؛
- ❖ تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء؛
- ❖ تمثل السوق المصدر الأساسي للتمويل بواسطة إصدار الأسهم والأوراق المالية؛
- ❖ تحتل السوق المالي مجموعة متكاملة من المؤسسات المنتجة للاستثمارات والصناديق والشركات التعاونية؛
- ❖ تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة.

5. أنواع الأسواق المالية

تختلف أنواع الأسواق المالية باختلاف الأدوات المالية المتداولة بها أو بتعدد طرق التداول نفسها، ومن أهم وأشهر أنواع الأسواق المالية: (التداول العربي ، /)

1.5. أسواق رأس المال، وهي الأشهر، وتنقسم إلى سوق الأسهم، وسوق السندات والفرق بين السهم والسند، أن كلاهما ورقة مالية، أي أن السهم جزء من رأس مال الشركة، والسند جزء من الدين على الشركة. أي أن السهم يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة، وتعتبر الأسهم متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة من قبل مالكيها وقابلة للتداول بالطرق التجارية. أما السند فهو صك مالي قابل للتداول، هذا الصك يثبت إقراض حامله بمبلغ محدد إلى الشركة، ويضمن

لحامله حق المطالبة بمبلغ القرض بالإضافة إلى الفوائد المستحقة بحلول أجله، أي أنه تعهد كتابي بمبلغ القرض لحامله في تاريخ معين نظير فائدة محددة.

شكل رقم (01) : الفرق بين السهم والسند



المصدر: (المتداول العربي ، /)

كما يمكن تقديم فروقات جوهرية وذلك وفق الجدول التالي :

الجدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني،	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
أو إدماج الشركة في أخرى.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد	يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
بالكامل.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند	الديون كاملة.
وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم
7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة	وسعر الفائدة الجاري.
الاسمية على السند.	8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
8- لفوائد على سندات تغير من لفقات لا تخضع للضريبة.	9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بضرورة العمل في
9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية لعامة أو الحصول	الشركة.
على التقارير وليئات.	

المصدر: عبد الله بن السعيد بن فهد المرزوقي، مدى تأثير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القيمة السوقية للأسهم - دراسة ميدانية على السوق

المالية السعودية، رسالة من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبدالعزيز، المملكة العربية السعودية، بدون سنة، ص 50.

كما تختلف نظراً لتعدد المعايير التي تتحكم في أسواق رأس المال فإن الاقتصاديين يقسمونها إلى عدة أنواع وفقاً للمعايير التي تتحكم فيها، وذلك على النحو التالي: (رشيد هولي، 2011، الصفحات: 12-15)

1.1.5. التصنيف وفق نوعية وطبيعة الأصل المالي:

تنقسم أسواق رأس المال من حيث المعاملات وفقاً لنوعية وطبيعة الرأس المالي إلى قسمين رئيسيين هما: الأول معاملات متوسطة وطويلة الأجل عن طريق الأوراق المالية والتي ترتبط بنظم وقواعد العمل والتشريعات والقوانين الخاصة بها، لما لها من أشكال محددة متعارف عليها والمتمثلة في الأسهم والسندات.

والقسم الثاني معاملات متوسطة وطويلة الأجل عن غير طريق الأوراق المالية (سوق القروض طويلة الأجل)، وتمثل في القروض التي تقدمها مؤسسات التمويل التي تتمثل في المؤسسات المصرفية، والتي تضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال، بالإضافة إلى المؤسسات غير المصرفية كشركات التأمين ومؤسسات التأمين الاجتماعي، وصناديق التأمين والادخار، وذلك لتدعيم القدرة على إقامة المشروعات، أو القيام بعمليات التوسع والإحلال في حالة المشروعات القائمة. وقد تكون هذه القروض محلية داخل المجتمع الواحد، أو خارجية، كالتى تمنحها البنوك أو المؤسسات التمويلية الدولية، كالبنك الدولي لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2.1.5. التصنيف وفقا للتعامل على الأصول المالية:

يعتمد هذا التصنيف من ناحية على ما إذا كان التعامل على الورقة المالية للمرة الأولى أم للمرة الثانية و من ناحية أخرى على طبيعة هذا التعامل من حيث كونه إصدارا أم تعاملًا وتبعًا لذلك تنقسم إلى :

- السوق الأولى (سوق الإصدار): هو السوق الذي تم فيه إصدار الأوراق المالية (أسهم، سندات) أول مرة وبيعها للمشتري الأول، ويرتبط العمل بالسوق الأولى أو سوق الإصدار باحتياج مؤسسات الأعمال أو الحكومات إلى الأرصدة النقدية لتمويل عملياتها الاستثمارية، ومن ثم تلجأ إلى إصدار أصول مالية تمثل التزاما على الدخل المستقبلي لها، وقد يكون هذا الالتزام في شكل مساهمة يكون لصاحبه الحق في نتائج أعمال الجهة المصدرة، مع حق في أصولها (الأسهم)، وفي شكل قرض يكون لصاحبه الحق في قيمته وفقا لتاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى مبلغ محدد يرتبط بمدة القرض (السندات).

والتبادلات في سوق الإصدار تنطوي على استلام مصدر الأصل المالي للأرصدة النقدية المطلوبة لتمويل نفقاته من المشتري الأول للأصل، وإعطائه في مقابل ذلك ملكية هذا الأصل بما يحمله من مزايا.

- السوق الثانوي (سوق التداول) : هو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، و تسمح للمستثمرين أو حاملي الأوراق المالية بتحويلها إلى نقود عن طريق بيعها إلى مستثمرين آخرين ، ولكن من الملاحظ أنه من الممكن أن يكون هناك منشآت تقوم بعمليات البيع والشراء للأوراق الجديدة، وكذلك للأوراق السابق إصدارها مثل البنوك التجارية التي تتلقى طلبات الاكتتاب للأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركات، وفي نفس الوقت تقوم بشراء وبيع الأوراق

المالية السابق إصدارها لحسابها أو لحساب عملائها، وبالتالي فهي تكون جزء من السوق الأوليوالثانوي في نفس الوقت.

وجدير بالذكر أن حركة تداول الأصول المالية في السوق الثانوي من بيع وشراء، لا تعود بطريقة مباشرة على الجهة المصدرة بزيادة في الأرصدة النقدية أو حصولها على أرصدة نقدية جديدة، حيث أنها علاقة بين البائع) مقتني الأصل المالي (والمشتري، ينجم عنها قيام البائع بمبادلة الأصل المالي بالمقابل الذي يدفعه المشتري المتمثل في سعر هذا الأصل في السوق، في حين أن زيادة الأرصدة النقدية للجهة المصدرة للأصل المالي يرتبط ارتباطا مباشرا بالإصدار والبيع في السوق الأولي، وهذا لايعني عدم وجود دور للسوق الثانوي في زيادة الأرصدة النقدية لمصدر الأصل المالي، ولكن هذا الدور يكون بطريق غير مباشر من خلال اكتساب الأصول المتداولة صفة السيولة وفقا لما تكفله نظم هذه السوق من تسهيل حركة تداولها من بيع وشراء، مما يزيد من قوتها في السوق، ومساعدة الجهة المصدرة عند تحديد أسعار الأصول المالية المزعم طرحها في السوق الأولي ومن ثم تحديد التمويل الذي يمكن توفيره من خلال السوق المالي. إذن فكل من السوقين يؤثر كل من هما في الآخر (السيد الطيبي، 1989، الصفحة : 9)

3.1.5.التصنيف وفقا لتوقيت التعامل على الأصل المالي: وتقسم حسب هذا التصنيف إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية:

الأسواق الحاضرة(الفورية): ويقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية طويلة الأجل، على أن يتم تبادل الأصل المالي بقيمته السوقية بصورة فورية ترتبط بوقت إتمام الصفقة. الأسواق المستقبلية: يرتبط التعامل في الأسواق المستقبلية بتوقيت الحاجة إلى محل التعاقد، والتكلفة المرتبطة بتوفيرها، ويمكن القول بأن محور الأسواق المستقبلية يدور حول تفادي التقلبات في أسعار السلع محل التعاقد، حتى يحين موعد التسليم، ويرتبط العمل بنوعين رئيسيين من العقود أولهما:

يعرف بالعقود الآجلة وثانيمها العقود المستقبلية وما يحكم التفرقة بينهما نية (غرض) طرفي التعاقد. فنجد في العقود الآجلة أن طرفي التعاقد يتعاملان في السلعة محل التعاقد و يرغبان فيها، فهي نوعية من التبادل يلتزم فيها البائع بتسليم المشتري كمية من سلعة محددة في تاريخ مست قبلي، بسعر محدد وقت التعاقد.

أما العقود المستقبلية فظهرت نتيجة لدخول منظمات و أفراد لا يرغبون في السلعة، بمعنى رغبتهم في المضاربة و تحقيق مكاسب من تقلبات الأسعار المحتملة مستقبلا.

4.1.5.التصنيف وفقا لتنظيم السوق:

إن الأسواق الثانوية تنقسم بدورها لتكون إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين و إجراءات رسمية، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات، و يحددون الأسعار وفقا للعرض والطلب

والذي يمكن تقسيم الأسواق المالية من خلاله إلى:

❖ **السوق المالية المنظمة:** وهي التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات الرسمية وفقا للقواعد واللوائح المنظمة، والتي يتعامل فيها بيعا و شراء لكافة أنواع و أشكال الأسهم والمستندات، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ و اللوائح والتشريعات.

ويلاحظ أنه لكل بورصة قواعدها من حيث القيد والبيع و الشراء ، وتنظيم العلاقات بين السماسرة والمتعاملين ويعتمد العمل في هذه البورصات على أسلوب المزايدة من خلال المتعاملين المعتمدين في شكل شركات أو أفراد، وتقوم سوق الأوراق المالية على ثلاثة عناصر

أولا: السوق أو المكان الذي يتم فيه التعامل بين المقترضين و المقرضين والذي يتم فيه شراء أو بيع الأوراق المالية (البورصة) (محمد سويلم، 1992، الصفحة : 268)

ثانيا: السلع التي يتم التعامل بها في البورصات وهي الأوراق المالية، ويطلق عليها أيضا الأدوات المالية.
ثالثا: القائمين بالوساطة بين المقترضين و المقرضين ويعرفوا باسم الوسطاء الماليين.

❖ **السوق المالية غير المنظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري في خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة وتعرف أيضا بالسوق غير الرسمية، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط هاتفية، أنترنيت، الفاكس...) تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ومن أهم ما تتصف به هذه السوق هو عدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء، والسماسرة والمستثمرين والمضاربين الذين لهم دور فعال و مؤثر في تحديد و تحريك الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض و الطلب.

2.5. سوق النقد :

بأنها الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول أدوات مالية و أوعية ائتمانية قصيرة الأجل التي تستحق خلال سنة أو أقل، والتي يتم متابعتها(بيع، شراء)من خلال سعر الفائدة، المرتبط بها والذي يحدد غالبا عند عقد القرض (عاطف وليم ، 2007 ، الصفحة : 16)

وبمعنى آخر فإن السوق النقدية هي " مجموعة المؤسسات أو الوكالات والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا لإغراض قصيرة الأجل. (محمد، 1996 ، الصفحة : 101)

3.5. سوق العملات الأجنبية أو ما يعرف بالفوركس

سوق العملات أو فوركس هو سوق تداول العملات الأجنبية، وهو أكبر الأسواق المالية من حيث حجم التداول والسيولة ويطلق عليه لفظ Forex ويستفيد المستثمرون في سوق العملات Forex من تغير أسعار صرف العملات الأجنبية، بحيث تكون عملات دول العالم المختلفة بمثابة الورقة المالية القابلة للتداول، وذلك عن طريق مبادلة عملة بأخرى وشراء العملات بسعر منخفض وبيعها بسعر مرتفع.

4.5. سوق السلع

من أقدم الأسواق المالية، وكان بيع الحاصلات الزراعية أحد أقدم صور تداول السلع في البورصات القديمة، وفي هذا السوق يتم تداول السلع الرئيسية كالقمح والسكر والكافور والذهب والنفط على هيئة عقود، يتم تداولها فورية أو آجلة أو مستقبلية أو من خلال عقود الخيارات السعرية، وقد استحدث أيضا التداول بالمضاربة على أسعارها من خلال عقود الفروقات السعرية أو CFDs

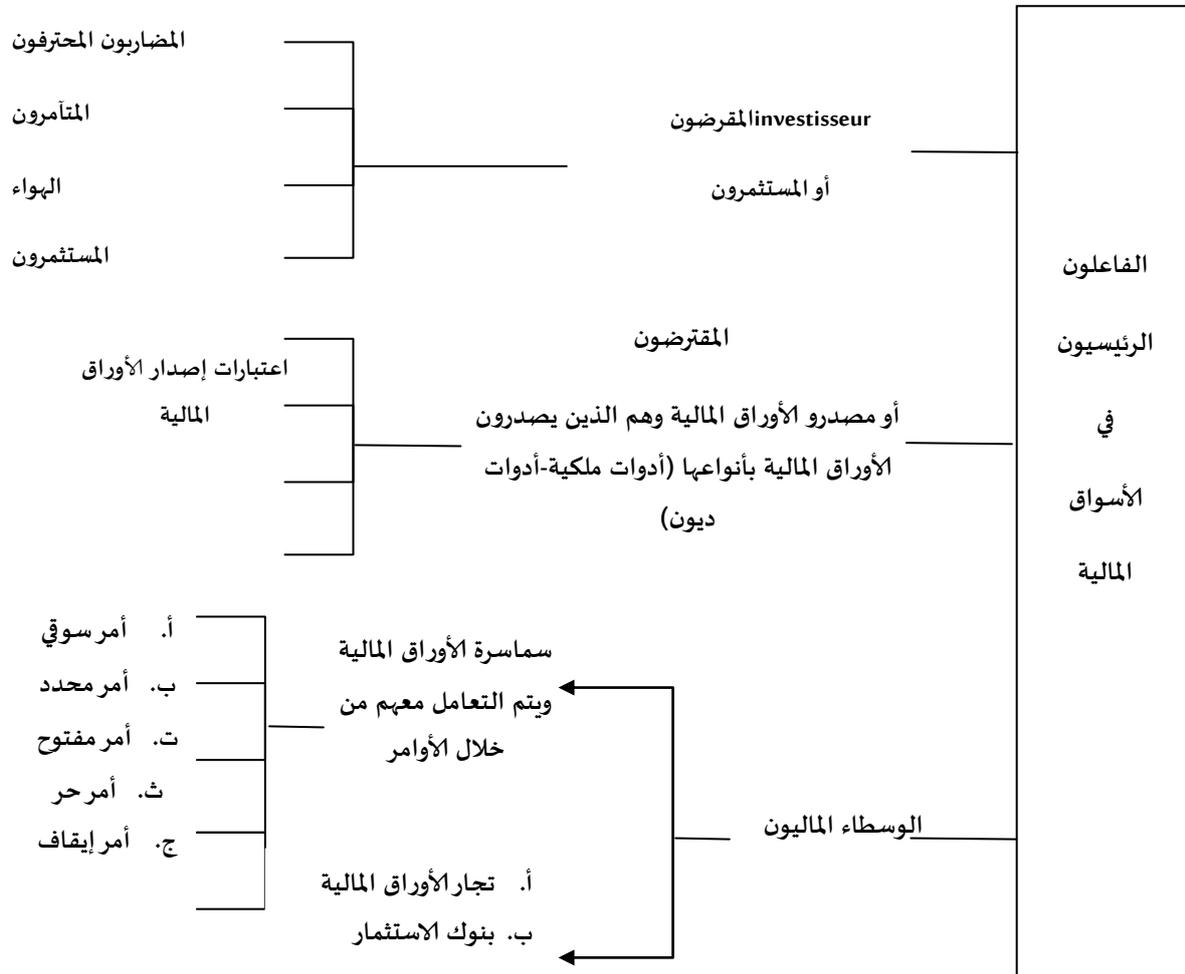
5.5. سوق العملات الرقمية أو المشفرة

وهو سوق مستحدث نوعا، ظهر مع ظهور العملات الرقمية المشفرة، حيث مكن هذا السوق المتاجرين من تداول العملات الرقمية الجديدة مثلما يتم تداول العملات العادية، وأطلق عليه أيضا سوق الأصول المشفرة، حيث يتم تسجيل المعاملات والتحويلات الخاصة به في سجل خاص يعمل من خلال شبكة البلوكتشين أو سلسلة الكتل.

6. الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية:

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

الشكل رقم (02) : الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية



المصدر: بتصريف بالإعتماد على : محب خلة توفيق الهندسة المالية (الاطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار. دار الفكر، 2011) ، ص 51

❖ المقرضون (المستثمرون):

تعتبر هذه الفئة هي مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد والمؤسسات (البنوك - شركات الاستثمار - شركات التأمين) التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية ومن ثم فهي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي سواء كان ذلك من خلال عمليات إقراض مباشرة أو من خلال شراء الأوراق المالية، وينبغي التنويه إلى أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر

الرئيسي للاستثمار، وذلك باعتبار أن فوائض المؤسسات سالفه الذكر ما هي إلا الفوائض المجمعة لمخدرات الأفراد فيها.

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

• المضاربون المحترفون:

وهم الذين يستهدفون من عملياتهم الانتفاع من فروق الأسعار في تحقيق أكبر عائد ممكن في أقل فترة ممكنة ومن ثم فإنهم يتحملون أقصى درجة مخاطرة، ويعتمد المضارب المحترف في تخطيطه لعملياته عن التنبؤ الدقيق باتجاهات السوق، ومن ثم فإنه من المفترض أن يكون ملماً بأدوات التحليل الاقتصادي سواء كان تحليل مالي أو أساسي خاص بالمنشأة المصدرة للورقة .

يستخدم المضارب المحترف في تخطيطه لعملياته أسلوبين هما:

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

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

وقد ينظر إلى المضارب بالصعود أو بالنزول باعتباره يسيء إلى سوق الأوراق المالية ويؤثر فيها، إلا أنه يمكن الرد على ذلك بافتراض تصور حالة هبوط الأسعار وركود العمل في السوق ثم جاءت الفئة

المضاربة بالصعود والتي دخلت السوق مشتريه فهل إذا ارتفعت الأسعار إلى المستويات المعقولة يمكن أن نتهم الفئة بالتأثير على السوق؟

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

• المتآمرون (المتلاعبون بالأسعار):

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

ويقصد بالتحكم في الأسعار التأثير والسيطرة عليها بوسائل مصطنعة تعمل في اتجاه أن يصبح السعر السائد في السوق أعلى أو أقل من السعر الطبيعي الذي كان من المتوقع أن، يسود بفعل القوى العادية للعرض والطلب وفي غيبة المؤثرات المصطنعة.

آلية تحويل الموارد المالية داخل السوق المالي: (فايزة لعراف، 2016، الصفحة : 61)

تتمثل أهم وظيفة يؤديها السوق المالي في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض (الذين يبحثون عن توظيف قصير الأجل يحقق لهم اعتبارات السيولة والعائد وقللة المخاطرة.) إلى الوحدات التي لديها عجز في الموارد المالية (التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل، لسداد التزامات عاجلة دون الحاجة إلى تحمل أعباء عالية، مثل التجار المضاربين والسماسرة والمستهلكين، إضافة إلى الحكومة والمنشآت.)، وتتم عملية نقل الموارد المالية داخل السوق المالي بأسلوبين: التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

التمويل المباشر :

تتم عملية التمويل المباشر باتصال بين المقرضين والمقرضين بدون تدخل وسيط مالي، من خلال إصدار مستخدمي الأموال - وحدات العجز المالي -الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي المقرضين النهائيين، أصل مالي (تدفق مباشر للأوراق المالية)عادة ما يتعهد المدين - المقرض - بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد

مناسب مقابل مخاطر التسليف.و تمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة .لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال.(Robert , & Vincent , 1997,P21)

والتتمويل المباشر قناة تمويلية يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المقرضة (المدخرة) إلى الوحدات المقرضة حيث تقوم الوحدات الإنفاقية العجزية (المقرضة) بإصدار الأدوات المالية وبيعها، إلى .

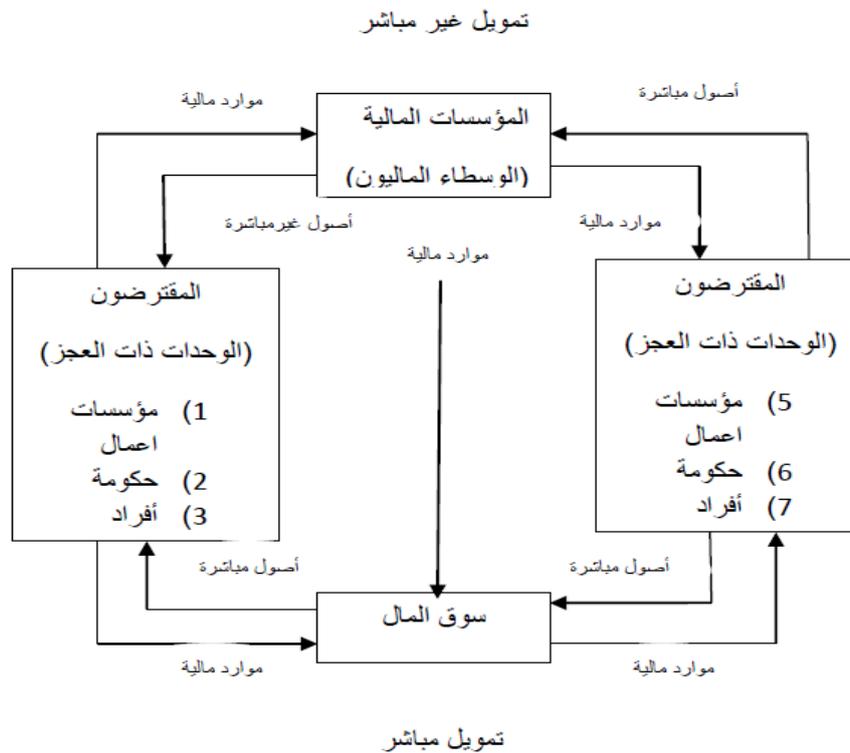
الوحدات المدخرة مباشرة وتسمى بالأدوات المالية أو الأوراق المالية المباشرة (عبد المنعم ، و نزار سعد الدين ، 2004 ، الصفحة : 89)

التمويل غير المباشر :

يكون التمويل غير مباشر عندما تشتري المؤسسات المالية الوسيطة الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض في مقابل إصدار وبيع أصول مالية غير مباشرة لهذه الوحدات .الأصول المالية غير المباشرة تصدرها المؤسسات المالية الوسيطة.

ويوضح الشكل التالي مسارات الموارد المالية من خلال التمويل المباشر وغير المباشر في سوق المال:

الشكل رقم (03) : تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال



(شكل يصور تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال)

عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر

المصدر: (فايزة لعرف، 2016)

7. عوامل نجاح الأسواق المالية

لنجاح الأسواق المالية يقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي والآخر شكلي (عبد المعطي رضا ، 1998 ، الصفحات : 22-24)

1-الشروط الموضوعية : تتضمن الشروط الموضوعية العناصر التالية:

يتم تنظيم الأسواق المالية وذلك من خلال :

- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية؛
- تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية؛
- تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين؛
- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر لذلك فإن نجاح أي سوق مالية لا بد من نشر بيانات معلومات عن الشركات القائمة والحديثة وبيان أسعار أوراقها المدرجة والتي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها؛
- جعل الادخار اختياريا وليس إجباريا.

2-الشروط الشكلية: وتتلخص فيما يلي:

- الوضع الجغرافي: موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية؛
- الإهتمام بالمرافق العامة وفي مقدمتها سهولة المواصلات والاتصالات السلكية واللاسلكية؛
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار؛

إذ أنه عندما تتوفر الشروط الشكلية والموضوعية فإنه تنهياً الفرصة لقيام سوق مالية فعالة وناجحة.

الفصل الثالث : المكونات البنوية للأسواق المالية

من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلا مع مرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة والتي أعطتها أهمية أساسية الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب.

كما تلعب الأسواق المالية دورا هاما في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي هي في حالة عجز مالي مع إيجاد قروض متاحة للتوظيف الفعال للموارد المالية و فائضه لدى أطراف الشيء الذي يؤدي إلى استمرارية تطور الاقتصاد الرأسمالي و تعاظم قدراته الإنتاجية و اتساع تأثير المنافسة وآلية السوق و تزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية أدوات تعبئة المدخرات ورفع كفاءة استخدام الموارد المتاحة وبالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادي.

1. سوق النقد :

ت1 : هو عبارة عن سوق يتم من خلاله عملية الاقتراض أو الإقراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك والمؤسسات المالية المحلية الأخرى، ويتأثر سوق النقد بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، ويتركز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والعوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن من معرفة تحركات واتجاه أسعار الفائدة. (عبد الغفار حنفي، 2000، الصفحة : 255)

ت2 : سوق النقد اصطلاحا يشير إلى السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل (بأجل استحقاق أقل من سنة) ، وهي تمثل أدوات مديونية بالأساس . وفي إطار سوق النقد التقليدي فإنه يتم فيه التداول في الأدوات المستندة على الفائدة . وتتعدد أنواعها (سندات الشركات ، سندات الحكومات ، شهادات الإيداع ، الكمبيالات المصرفية ، الأوراق التجارية ، وغيرها من الأدوات . وتتمثل أهمية سوق النقد للمؤسسات المالية في انه يعتبر أحد المعابر الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل لسد احتياجات المؤسسات المالية من السيولة ، بجانب أن السوق يتميز بالسيولة العالية للأدوات المالية المتداولة فيه وذلك لاعتبارات قصر آجال الأوراق المتداولة ، إضافة إلى زيادة عدد المتعاملين فيه من الأفراد والمؤسسات وبالتالي انخفاض المخاطر السوقية لهذه الأدوات . هذه المزايا ، وغيرها تمكن المؤسسات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة من الموجودات تساعد على تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد والاستخدامات بالنسبة للمؤسسات . بالإضافة إلى أن وجود سوق

النقد يساعد المؤسسات في الموازنة باستمرار بين اعتبارات الربحية والسيولة للمؤسسات وبصورة تحقق أهدافها (فاينانشيال إسلام، 2021)

ت3 : هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط (رايس حدة، 2008، الصفحة : 09)

ت4 : عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها الإقراض أو الاقتراض بين البنوك المحلية والبنوك الأجنبية، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة ويتحدد سعر الفائدة بناء على العرض والطلب (جمال جويدان، 2002، الصفحة : 30)

ت5 : هي السوق المالية التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل وتسمى (سوق السيولة) وتكمن أهمية السوق النقدية في تنفيذ السياسة النقدية للدولة وغالبا ما تباع الأوراق النقدية فيها بخصم من قيمتها الاسمية وتتصف الأدوات المالية للسوق النقدية بدرجة عالية من الأمان وان تاريخ استحقاقها تقل عن السنة ومنها حوالات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع والحوالات المصرفية المقبولة. (مهدي عطية ، 2018)

ومن التعريفات السابقة يمكن نستنتج أن السوق النقدية هي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل وليس لها مكان محدد ذاته بل يتم التعامل من خلال السماسرة والبنوك التجارية ولا تتعدى السنة.

أما بالنسبة للأدوات المالية قصيرة الأجل فتعتبر أصول سائلة، حيث يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وبأقل خسارة ممكنة، أو دون تحقيق خسارة نظرا لقصر أجل استحقاقها من ناحية، فضلا عن التغير الطفيف في أسعارها ارتباطا بالتغير في أسعار الفائدة من ناحية أخرى، وهذه الميزات أو الخصائص للأوراق المالية قصيرة الأجل، تتيح للمستثمر البيع قبل آجال الاستحقاق بأسعار تقترب كثيرا من أسعار شرائها وتمثل الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد، في شهادات الإيداع، السندات الحكومية قصيرة الأجل أذونات الخزنة ، الأوراق التجارية، الاحتياطات النقدية في البنوك ...

2. المتدخلون على مستوى السوق النقدية

وتتكون أطراف التعامل في السوق النقدية من ثلاثة عناصر: (محمد، 1996، الصفحة : 102) المؤسسات الوسيطة المالية والنقدية: مثل البنوك المركزية التي تلعب دورا هاما في تنظيمها من خلال السياسات والتشريعات خاصة منها المتعلقة بأسعار الفائدة، ونسب الاحتياطات النقدية كما نجد البنوك التجارية، شركات التأمين والمؤسسات المالية غير المصرفية مثل بيوت القبول وسماسرة الأذون...

أصحاب الفوائض المالية: الذين يبحثون عن توظيف قصير الأجل يحقق لهم اعتبارات السيولة والعائد وقلّة المخاطرة.

وحدات العجز المالي: التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل، لسداد التزامات عاجلة دون الحاجة إلى تحمل أعباء عالية، مثل التجار المضاربين والسماسرة والمستهلكين، إضافة إلى الحكومة والمنشآت. ويمكن القول أن السوق النقدية تعمل على تحقيق توازن السيولة للوحدات الاقتصادية

3. الأدوات المتداولة في السوق النقدية

يعتبر السوق النقدي جزء من الأسواق المالية مثلها مثل السوق المالي والمشتقات وعليه فإن السوق النقدي له أدوات تتداول فيه.

أولاً : أذونات الخزينة :

تمتاز بسعر فائدة مميز وسهولة وتنوع في تواريخ الاستحقاق زيادة عن ضمانها من الدول، (بخراز يعدل ، 2000، الصفحة : 122) حيث تقوم الخزينة المركزية بإصدار أذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية ولفترات قصيرة تتراوح ما بين 3 أشهر و 120 يوماً على أساس الخصم مقابل عدم دفع الفوائد على هذه الأذونات فيكون العائد التعويضي عن الفوائد عبارة عن الفرق بين سعر الشراء والسعر الاسمي للأذونات، ومنه فإن الفائدة مدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع .

ثانياً: الأوراق التجارية:

عبارة عن أوراق قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقا موضوعه مبلغ من النقود يستحق الوفاء بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معيّن وقابل للتعين".

والأوراق التجارية تقوم بدور مهم في الحياة الاقتصادية، إذ تؤدي فيها الوظائف التالية:

- تعتبر أداة لنقل النقود، أي تداول النقود.

- تعتبر أداة وفاء تقوم في التعامل مقام النقود.

- تعتبر أداة ائتمان للحصول على الأموال اللازمة لتسيير المعاملات التجارية.

وتشمل الأوراق التجارية الكمبيالة، السند لأمر وهما إحدى وسائل المعاملات التجارية الداخلية والخارجية بين الأفراد على المدى القصير.

ثالثاً : اتفاقيات إعادة الشراء:

هو عبارة عن قروض قصيرة الأجل يقل أجلها عن أسبوعين يستعملها المصارف لضمان أذونات خزنة تملكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقرض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقاً يصبح المقرض مالكا لأذون الخزنة الضامنة للمقرض.

رابعاً: القبولات المصرفية:

القبولات المصرفية تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد ، وقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية ، ويعرف القبول المصرفي بأنه سند مسحوب على بنك معين قبل عميل ، بمعنى أنه أمر دفع يطلب العميل بمقتضاه من البنك الدفع له أو لشخص ثالث مبلغ محدد من المال في المستقبل في موعد يحدد مقدماً ، وتصبح القبولات المصرفية مقبولة الدفع عندما يسجل البنك المسحوب عليه عبارة ، مقبولة ، على وجه ذلك السند ويمكن بيع هذا القبول المصرفي في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق.

خامساً: شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي شهادات شخصية يصدرها البنك ولا يعطي لحامله الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق ، أما قبل هذا التاريخ فليس لحامل هذه الشهادة سوى عرضها للبيع في السوق الثانوية والذي يتضمن البنوك التجارية وبنوك السماسرة والتجارة التي تتعامل في مثل تلك الشهادات. مع العلم أن تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة يتحددان بواسطة البنك دون تدخل العملاء وأهم ما يميز هذا النوع من الشهادات التي يمكن تداولها أن سعر الفائدة عليها يتم تحديده دون تدخل البنك المركزي ومنه فإنه لا يخضع في ظل بعض التشريعات للحد الأقصى للفوائد، وهذا يعني يمكن رفع سعر الفائدة عليها كوسيلة لزيادة الطلب (آل شيب،، 2009 ، الصفحة : 230)

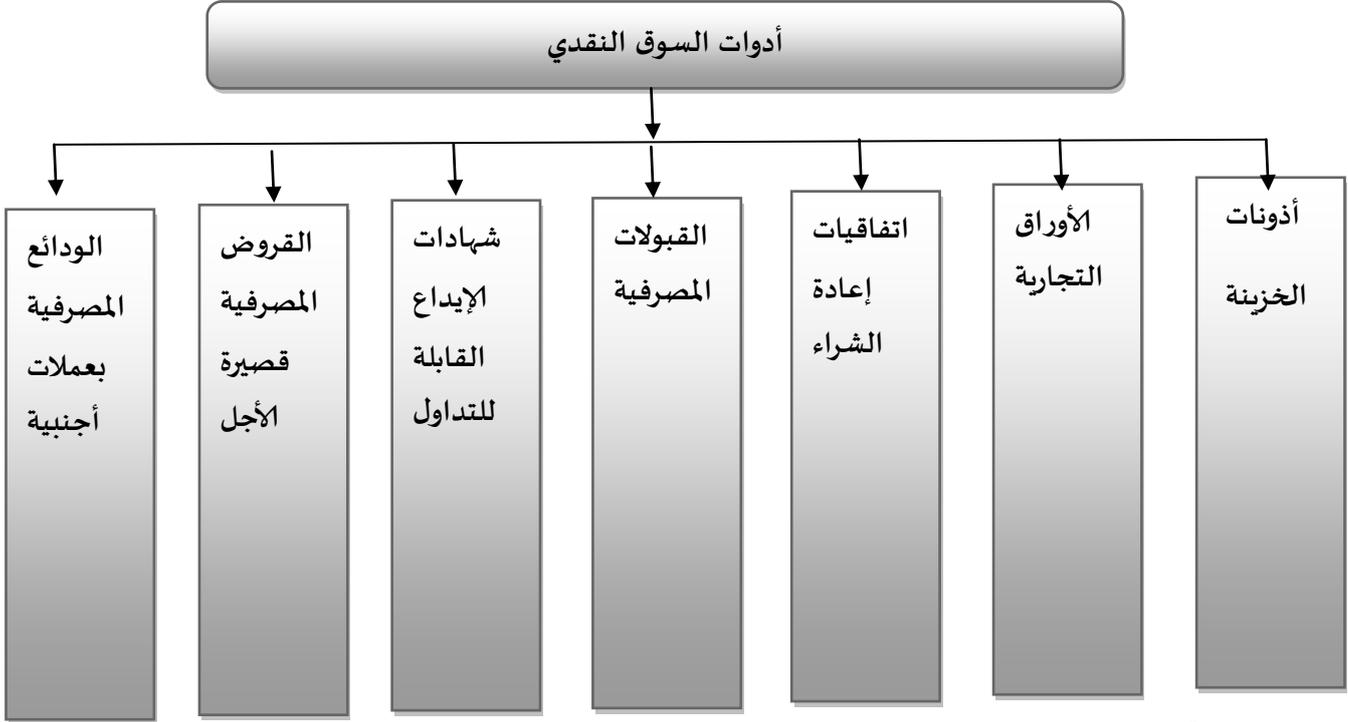
سادساً: القروض المصرفية قصيرة الأجل:

هي القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة وتكون مدتها أقل من سنة، وتكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للمشاريع وهي أداة دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 3 إلى 12 شهراً

سابعاً: الودائع المصرفية بعملة أجنبية:

يتم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ويستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك في خارج الو.م.أ، حيث يتكون هذا السوق من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي تعتمد في تعاملاتها على الدولار الأمريكي، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من الودائع بغرض إعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، وقد يكون بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها.

شكل رقم (04) : أدوات السوق النقدي



المصدر: آل شيب. دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 232 .

4. أهمية السوق النقدية :

تحتل الأسواق النقدية أهمية كبيرة خاصة في الدول التي تأخذ بنظام اقتصاد السوق و يعتبر وجود هذه الأسواق و درجة نموها و تطورها انعكاس لدرجة نمو و تطور النظام المصرفي عموما و السياسة الإئتمانية بشكل خاص و من بين اهمية ما تقوم به الأسواق النقدية ما يلي:

❖ تقوم بوظائف اقتصادية مهمة لها ارتباط كبير بكفاءة و أداء اقتصاديات الدول(تداول النقود، إعادة التمويل.....)؛

❖ تتميز السوق النقدية بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة و في منح الإئتمان قصير الأجل؛

❖ توفير التمويل قصير الأجل للنشاطات الاقتصادية و خاصة الإنتاجية منها، و للجهات المختلفة في الاقتصاد و التي تحتاج لمثل هذا النوع من التمويل و يبرز هذا الدور خاصة في الدول النامية و التي تتميز معظم نشاطاتها الإقتصادية بالحجوم الصغيرة و ضعف الإمكانيات خاصة المالية منها، و قد تعجز بعض هذه المشاريع من تشغيل الطاقة الإنتاجية المتاحة لديها كلاً أو جزءاً بسبب نقص هذا التمويل؛

❖ كما تظهر أهمية السوق النقدي من خلال القيام بعمليات الإقتراض و الإقراض بين الجهات المالية المختلفة من خلال توفير الفائض النقدي لدى بعضها إلى البعض الآخر منها، و لفترات قصيرة تحتاج فيها لاستخدام هذا الفائض لتغطية احتياجاتها التمويلية لأغراض مرتبطة و مختلفة بالفترات الزمنية قصيرة لأجل؛

❖ تؤمن السيولة النقدية وتوفر أدوات الدفع للجهاز المصرفي، وبذلك يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره في تمويل النشاط الاقتصادي الجاري من تجارة صناعة واستهلاك، فالمشروعات الاقتصادية تحتاج أثناء تنفيذها خططها الإنتاجية السنوية إلى أصول نقدية سائلة لشراء المواد الأولية ودفع الأجور للعمال واسترداد عناصر الإنتاج وغيرها من العمليات المرتبطة بالنشاط الإنتاجي وتجده؛

❖ تعطي مجالا للبنوك التجارية بتوظيف فوائضها النقدية لديها والمتمثلة في الأرصدة الدائنة للبنك التجاري لدى البنك المركزي (السيولة) عن طريق عرضها في السوق النقدية؛ (حده رايس، 2006، الصفحة : 6)

❖ كما أن الأفراد يحتاجون إلى الائتمان الاستهلاكي عندما تعجز مواردهم النقدية السائلة خاصة عن مواجهة متطلباتهم، وكذلك الأمر بالنسبة للحكومة لمواجهة نفقاتها الجارية والطارئة والتي تتجاوز الإعتمادات الواردة في الميزانية، ويعتبر قطاع التجارة أكثر المجالات استخداما للموارد النقدية والتسهيلات الائتمانية، حيث يحتاج هذا القطاع إلى ضمانات مصرفية وإعتمادات مفتوحة، يستطيع من خلالها أن يغطي احتياجاته من الأصول النقدية، لتأمين إسترداد بضائعه من الخارج أو تسويق منتجاته في الداخل (مجدي محمود شهاب، 1990، الصفحة : 176)

وعليه يمكن ايجاز ماسبق في الشكل التالي :

الشكل رقم (05) : أهمية السوق النقدي



المصدر : زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص 44 .

5. سوق رأس المال :

يحسن قبل تعريف السوق المالية توضيح بعض الأمور التي تساعد في فهم حقيقتها وطبيعتها التعامل فيها، علماً أن المقصود من ذلك هو إعطاء صورة واقعية للسوق المالية

1.5. نشأة سوق رأس المال

ترتبط فكرة أسواق رأس المال إلى حد ما بنظرية " آدام سميث " التي تقوم على فكرة تقسيم العمل التي تستوجب كبر حجم السوق الذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج الذي يستدعي نوع من التخصيص في هذا الصدد تنطبق العلاقة القائمة بين تقسيم العمل، حجم السوق وحجم الإنتاج على التطورات المالية عامة وحجم التعامل بالأوراق المالية خاصة، أي الأداة المتعامل بها في هذه السوق، ومن ثم بدأ التعامل بالأوراق المالية، حيث حدث ذلك لأول مرة في الطريق العمومية، في الدول الكبرى مثل Wall Street وبعد ذلك استقر في أبنية خاصة (أرشد فؤاد ، 2004 ، الصفحة : 264)

إن ما دفع الناس آنذاك إلى التعامل بالأوراق المالية هو وجود جماعات تفتقر للأموال وتستطيع الاستثمار والتجارة، وجماعات أخرى تملك الأموال الضخمة وليست على استعداد لممارسة التجارة أو الصناعة ولهذا السبب أصبح هناك عرض للأموال وطلب عليها في أماكن معينة وكانت أداة أو وسيلة التبادل هي الأوراق المالية. أو لمكان سمي بمفهوم ضيق السوق المالي (Belletante.B, 1992,P:9)

أما فيما يخص تطور أسواق رأس المال، فيعود إلى ظهور الحشد الكبير من الأفراد الذين يريدون وضع أموالهم في المشاريع الاستثمارية الكبيرة والطالين لرؤوس الأموال الضخمة للقيام بمشاريعهم الاقتصادية فوجدت الدولة نفسها مجبرة على تنظيم هذه العملية بوضع أماكن خاصة بها لاجتناب الفوضى وللاستفادة من فوائد هذه المشاريع المتراكمة. ومن ثم بدأت منشآت أسواق رأس المال تترصع وتتطور وخاصة بعد دخول الحكومة فيها كعضو من أعضاء السوق المالية، عندما بدأت تصدر السندات الحكومية، وبعد ذلك كان من اللازم التفرقة بين الأسواق والأسواق المالية أو بطريقة أخرى بين السوق والبورصة، فالبورصة هي وليدة السوق وكل منهما يلتقي فيه العرض والطلب، إلا أن السوق يمكن أن تتوفر فيه أي نوع من السلع في أي مكان بدفع فوري، لكن البورصة السلعة فيها يجب أن تتميز بخصائص وتتوفر فيها شروط معينة والدفع يكون غالباً مؤجل في مكان محدد، وتتميز البورصة أيضاً بأسعار مستقبلية وقد يعقد فيها صفقات على عينة من السلع ليست م وجودة فعلاً

تطور سوق رأس المال تم من جانبين، جانب العرض وجانب الطلب فمن جانب العرض كان ذلك بتشجيع و انشاء شركات الأموال وخلق أدوات مالية جديدة. أما من جانب الطلب فيكون ذلك بتوفير المناخ الملائم

اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات العمل المختلفة ونشاطها (زرفة زهية، ، 2000، الصفحة : 3)

2.5. تعريف سوق رأس المال

ت1 : يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الاجل والتي تنفذ اما في صورة قروض مباشرة طويلة الاجل ، او في شكل اصدارات مالية طويلة الاجل ويكون لعنصر الدخل الاولوية من قبل المستثمر ، وانه اقل اتساعاً من سوق النقد ولكنه اكثر تنظيماً كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال الى حد كبير ، ولكي تكون هذه الاسواق كفوءة لا بد من توفير شرطين اساسيين : (رائد عبد الخالق العبيدي. ، 2018)

— ان تتوافر ادوات الاستثمار المناسبة لتخصيص الاموال المتاحة للاستخدامات الرأسمالية الاكثر انتاجية وبأقل تكلفة ممكنة؛

— ان يتوفر فيه سوق ثانوي نشط يوفر للاوراق المالية الصادرة فيه درجة كافية من السيولة تُتيح لمن يحملها تحويلها الى نقد اذا ما رغب في بيعها قبل حلول موعد اجلها

ت2 : هي السوق المالية التي تتداول فيها الاوراق المالية طويلة الاجل وتختلف عن السوق النقدية اذ ان الاخيرة سوق السيولة بينما سوق رأس المال هي سوق احتياجات مالية طويلة الاجل ولهذا فان مخاطرتها اكبر من مخاطرة السوق النقدية وهي اسواق مركزية وان المتعاملين في هذه السوق هي شركات الاعمال والحكومة والافراد وتشمل استثمارات المديونية واستثمارات الملكية (مهدي عطية ، 2018)

ت3 : بأنه ذلك السوق ذو وجهين كل وجه متصل بالآخر ومكمل له ، فالوجه الأول يسمى السوق الأولية أو سوق الإصدارات ، والوجه الثاني يسمى بالسوق الثانوية أو سوق التداول (خليل ، 2000، الصفحة : 28)

ت 4 : هي الأسواق التي تشمل العناصر ذات الإستحقاق لأكثر من سنة وتقسم الى نوعين أسواق أولية وأسواق ثانوية (خالد وهيب ، 1999، الصفحة : 8)

ت 5 : وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كأسهم.

وإنما سميت سوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة. (مبارك بن سلمان ، 2010، الصفحة : 07)

وبصفة عامة يمكن تعريف سوق رأس المال أو السوق المالية (هو ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية لمشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا النظام أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشروط توافر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة لأي ورقة مالية متداولة فيها

3.5. وظائف سوق رأس المال

يمكن ايجازها فيما يلي : (مزبود ، 2007، الصفحات : 15-16)

– الوظيفة التمويلية : تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الإقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الإستثمارية والإستهلاكية وتحولها إلى المؤسسات الإقتصادية والإدارات العمومية بشكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق تمويل إستثماراتها وتؤمن للدول وسائل إضافية لتمويل سياستها الإقتصادية والإجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس أموال؛ (A.CHOINEL , 1999,P35)

– التخصيص الكفاء لرأس المال:

حيث أن البورصة هي الجهاز الذي يتم فيه تقابل الطلب على الأوراق المالية مع المعروض منها قد تحدد السعر، وتتميز الوضع هنا بأن جميع الأسعار التي تتم بموجها الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجل في سجلات وتطبع في نشرات وتوزع على من يطلبها وإعلان الأسعار على هذا النحو يجعلها في مستوى واحد، فلا يمكن لفئة ما أن تستفيد دون غيرها، كما تجعل المشتغلين في البورصة في مأمن من خطر تغير الأسعار في جهة دون أخرى، وفي ظل التخصيص الكفاء لرأس المال سوف تتعدل أسعار الأوراق المالية بسرعة – وفي المتوسط -وبطريقة مناسبة لجميع المعلومات الجديدة ذات الصلة، ونظرا لأن الأحداث تتم بانتظام، فإن أسعار الورقة المالية تتغير بانتظام، إستجابة للتيار المستمر من المعلومات الجديدة، وتمكن البورصة من موازنة الأسعار ويحدث بالبيع في الوقت الذي تكون الأسعار فيه مرتفعة، والشراء في الوقت الذي يكون فيه الأسعار منخفضة وذلك لتحقيق الربح من الفرق بين السعيرين، كذلك في الوقت الذي تكون فيه الأسعار منخفضة وذلك لتحقيق الربح من الفرق

بين السعيرين كذلك فإن البورصة ترشد .المستثمر دائما إلى الصكوك المتبادلة وتبين له الإمكانيات المتاحة لرؤوس الأموال ؛

– إضفاء صفة السيولة على رأس المال الدائم:

أي توفر السيولة للأوراق المالية التي لا يكون لها تاريخ إسترداد، وكثير من السندات الحكومية التي لا يتحدد لها تاريخ إستحقاق والأسهم العادية للشركات العامة هي من نوع الأوراق المالية التي تدخل في نطاق رأس المال الدائم، وإذا لم توجد بورصة للأوراق المالية فإنه يكون من الصعوبة بمكان التصرف في مثل هذه النوع من الأوراق المالية التي لا تكون مستحقة الأداء خلال فترة محددة، ونتيجة لذلك سوف يكون الأفراد أقل رغبة في الإستثمار في مثل هذا النوع من الأوراق المالية، وبالتالي فهي تجعل الأوراق المالية أكثر قابلية للسيولة، وبالتالي تشجع الأفراد على إستثماراتهم في شراء الأوراق المالية؛

– وسيلة لقياس قيمة الأصول

يتم الإعلان يوميا في السوق المالية عن أسعار الأوراق المالية هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالسوق المالية أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الإقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك.

وبهذا فالسوق المالية تعتبر أحد الركائز الأساسية لإقامة السوق، وبالتالي فإن التسعيرة اليومية المعلن عنها في البورصة، بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي تقييم المحل التجاري، أفاق المؤسسة في السوق (تشكل منهجية لتقييم معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية؛

– إيجاد أسواق دائمة ومستمرة:

يقبل المستثمر على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت وإستعادة قيمتها عند الحاجة إليها فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد) طبيعيين أو معنويين (المستثمرة في شكل أسهم وسندات، أي أن المستثمرين بتأكدهم من وجود سوق مستمر ومستثمرين دائمين للأوراق المالية التي بحوزتهم تشجعهم على دخول البورصة وشراء الأوراق المالية بدون تردد ولكي تكون البورصة سوقا مستمرة فيجب تحقيق الشرطين التاليين:

- إمكانية التعامل على المكشوف في البورصة؛

- أن يكون في أوقات عمل البورصة "الجلسات" عدد كبير من البائعين والمشتريين يرغبون في إجراء الصفقات.

كما يجب أن تكون البورصة مفتوحة لجميع المستثمرين دون تمييز في مراكزهم الإجتماعية أو المالية، ومنع السيطرة على السوق والأسعار من جانب فئة قليلة من المضاربين و الإستعانة بالقوانين والتشريعات واللوائح لضبط التعامل في الأوراق المالية؛

— فضاء لتسيير المخاطر:

تلعب السوق المالية دورا مهما في تسيير الخطر من طرف الأعوان الإقتصاديين، وذلك من خلال العمليات الآجلة والمتمثلة في عقود الإختيار والعقود المستقبلية فهي تعتبر آليات يسعى من خلالها المستثمرين إلى تجنب مخاطر السوق المالية (تقلبات الأسعار

6. تقسيمات سوق رأس المال

يعد سوق رأس المال اداة لتوجيه الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي باتجاه الوحدات الاقتصادية ذات العجز النقدي، وتتعامل هذه الاسواق بأدوات الدين طويلة الاجل مثل السندات وادوات الملكية (Equity Instruments) كالأسهم، ومن الخصائص المميزة لسوق رأس المال انه اقل اتساعاً من سوق النقد لكنه اكثر تنظيماً، ويقوم سوق راس المال على:

اولاً: اسواق حاضرة The Spot Markets :

ويقصد بها: "الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية". كما تعرف على أنها: "سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة. وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بها بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى". (صلاح الدين ، 2003، الصفحة : 15)

غير أن عمليات سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من المعاملات في سوق رأس المال في الدول المتقدمة، لدرجة أن البعض ينظر إليها على أنها وحدها التي تمثل سوق رأس المال. (عادل أحمد ، 2004، الصفحة : 107)

كما تسمى أيضا بالسوق الفورية، وهي تقوم على قسمين اساسيين هما :

أ- السوق الاولي (سوق الاصدار) Primary Market:

وهي سوق تُباع فيها الاوراق المالية (اسهم وسندات) لأول مرة وهي تصنف بدورها الى نوعين: (حيدر يونس، 2019)

- سوق التمويل المباشر: التي تتعامل في جميع انواع الاوراق المالية الاولية التي تصدرها الشركات المقترضة وتسوقها مباشرة من دون تدخل الوسطاء الماليين؛
- سوق التمويل غير المباشر: ويقصد بها تلك الاسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الاوراق المالية من المقترضين وبيعون اوراق مالية ثانوية في الاسواق الثانوية.

ب- السوق الثانوية Secondary Market:

هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأول وهي التي تتعامل بالأوراق المالية حال بيعها من قبل الجهة التي أصدرتها، وهذه أسواق مهمة باعتبار أن المستثمرين لن يشتروا إصدارات مالية جديدة من السوق الأولية إلا إذا تأكدوا تماماً أنهم سيكونون قادرين على بيعها في الأسواق الثانوية، وتوفر الأسواق الثانوية للمستثمرين عاملين رئيسيين: العامل الأول هو السيولة، والعامل الثاني هو فرص الربح. وهناك نوعان من الاسواق الثانوية :

❖ الاسواق المنظمة Organized Market:

ويطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية، ويتم التعامل فيها باسم الشركات المدرجة أي التي تم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول بوحدة التداول المحددة للتعامل ويجب على الشركة أن تحقق شروط خاصة تسمى شروط الإدراج تضعها إدارة سوق الأوراق المالية لكي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يسمح لها بتداول أسهمها في قاعة التداول؛

وتتمتاز هذه الاسواق بوصفها مكاناً محددا يلتقي فيه المتعاملون في الاوراق المالية - بيعاً وشراءً — المسجلة في هذه الاسواق، ومما يميز هذه الاسواق ايضاً توافر التشريعات والانظمة التي يجب على كل مؤسسة تروم الدخول اليها استيفاءها. وتقوم الاسواق المنظمة او ما يطلق عليها البورصات على قسمين هما: الاسواق المركزية والاسواق المحلية.

❖ الأسواق غير المنظمة :

يمكن تعريف السوق غير المنظمة بأنها شبكة تضم مجموعة من وكلاء الأوراق المالية الذين يقومون بالتعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً من خلال شبكة اتصالات تتكون من أجهزة الحاسب، خطوط الهاتف والفاكس والتلكس، ويضم هؤلاء الوكلاء منظمة خاصة تشرف على انشطتهم المختلفة وتأخذ هذه المنظمة تسميات متعددة في الدول المختلفة، غير ان جوهر الانشطة التي تقوم بها تلك المنظمة ينصب بصورة رئيسية على الاشراف والرقابة على العمليات التي تتم في تلك السوق وما يربط بها من أنشطة مختلفة يقوم بها اعضاء تلك المنظمة.

يتم في السوق غير المنظمة تداول السندات بصفة خاصة بالإضافة الى الأوراق التي تصدرها الشركات الصغيرة وكذلك بعض الاسهم التي تصدرها الشركات الكبيرة، ومن اهم العيوب التي تعاني منها السوق غير المنظمة عدم وجود الية لوقف انهيار الاسعار كما هو الحال في السوق المنظمة والتي تتدخل فيها ادارة البورصة لوقف التعامل في حالة انهيار اسعار الأوراق المالية، وتتضمن الاسواق غير المنظمة نوعين هما:

❖ السوق الثالثة: وتتضمن السمسرة من غير اعفاء الاسواق المنظمة وان كان لديهم الحق في

التعامل بالأوراق المالية المسجلة في تلك الاسواق، وتضم هذه السوق عملاء عدة من ابرزهم صناديق التقاعد ومحافظ الاوراق المالية المدارة من لدن البنوك التجارية؛

❖ السوق الرابعة: وتتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الاغنياء الذين يتعاملون

فيما بينهم في بيع الاوراق المالية وشراءها من اجل الحد من العمولات التي يدفعونها الى السماسرة. وقد يتم التعامل بين هذه المؤسسات عبر شبكة الاتصال الالكترونية تدعى (Instinct). (خالد عيجولي، 2006، الصفحة: 13)

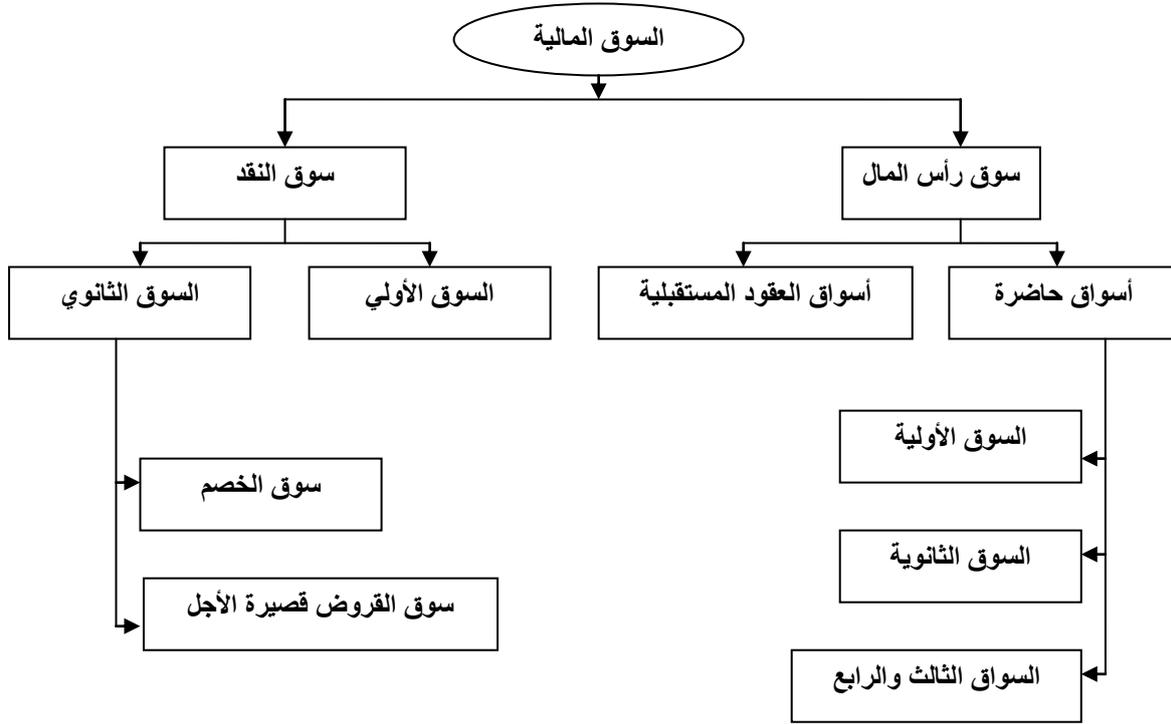
ويعتبر السوق الرابع منافس شديد لغيره من الأسواق المنظمة وغير المنظمة، لكونه يتعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، وكذلك غير المسجلة فيها، هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتمتع السوق الرابع بانخفاض عمولات السمسرة مقارنة بالسوق الثالث، وغيره من الأسواق (منير إبراهيم ، 1997، الصفحة : 510)

ثانياً: الأسواق الآجلة :

يطلق عليها ايضاً بأسواق المشتقات، وتعد الاسواق الآجلة احدث انواع الاسواق المالية الدولية، اذ بدأ التعامل بأدوات هذه الاسواق بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من اسواق المال العالمية وبخاصة في جانب اسعار الفائدة واسعار الصرف واسعار الاسهم، لذا فقد انشأت هذه الاسواق للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الاسعار، وتقوم الاسواق الآجلة على الاتي :

- أ- سوق العقود المستقبلية **Future Contracts Markets**: وهي سوق لبيع الاوراق المالية وشراءها في المستقبل، اذ يستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات اسعار الاوراق المالية، وتعرف العقود المستقبلية بانها اتفاق بين طرفين لتسليم موجودات مالية او حقيقية واستلامها بسعر معين في وقت لاحق
- ب- سوق عقود الخيارات **Option Contracts Market**: عقد الخيار هو اتفاق بين طرفين من السوق المالي للتعامل بسعر معلوم ومحدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني الذي يتحمل تكلفة قيام العقد اي ان عقود الخيار هي حق وليس التزاماً في بيع وشراء اوراق مالية او اصول معينة.
- ج - سوق عقود المبادلة **Swaps Contracts Market**: عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين او اكثر في تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة اي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ (Forward Contracts)، وتتم عملية تسوية عقود المبادلة على مدد دورية، ويعد عقد المبادلة ملزماً لطرفي العقد على عكس عقد الخيار.

الشكل (06): تصنيفات السوق المالية



المصدر: خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة، ودورها في تنمية التعاملات المالية.-
دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي- رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية
العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 14

7. الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية، غير أن السوق
الأولية تعتبر الدورة الرئيسية للسوق الثانوية، كما أن التداول في السوق الثانوية يتم دوريا وباستمرار
بينما الطرح في السوق الأولية يتم لمرة واحدة فقط عند بداية الطرح لأول مرة، ويمكننا تلخيص أهم
الفروقات بين هذين السوقين في الجدول الموالي

الجدول رقم (02) : الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية

الوظيفة الأساسية	إصدار القيم المتداولة	تبادل القيم المتداولة
المتعاملون	المؤسسات، الدولة الجمهور، المؤسسات المالية المختصة	المؤسسات المالية المختصة والجمهور
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار	توظيف الادخار وامكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية
طبيعة الإصدارات	سوق الإصدارات الجديدة	سوق الإصدارات القديمة
المؤسسات المختصة في جمع الأموال	الدولة(ممثلة بالخبزينة العمومية، البنوك صناديق الادخار ،البريد.....)	البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء(من وكلاء الصرف وغيرهم)

المصدر: جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الطبعة الأولى، الجزائر ، 2000 ، ص 63

الفصل الرابع : أدوات سوق رأس المال

تعد الأسهم والسندات والمشتقات المالية محرك أسواق رأس المال، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق ولكل نوع من هذه الأوراق عدة أقسام وتصنيفات، منها:

1. مفهوم الأسهم

السهم - في حقيقته - جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة - عند تأسيسها - إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك - أيضاً - سهماً، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضاً الصك المثبت لهذا الحق. ولهذا السهم قيمة اسمية، وقيمة إصدار، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، وقيمة تصفية، وسأقتصر طلباً للإيجاز على بيان المراد بالقيمة الاسمية، وقيمة الإصدار، وقيمة دفترية، والقيمة السوقية.

القيمة الاسمية هي: القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. أما قيمة الإصدار فهي: القيمة التي يصدر بها السهم سواء عند الشركة، أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها.

أما القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة بعد خصم التزاماتها على عدد الأسهم المصدرة، أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع، والاحتياطات والأرباح المحتجزة على عدد الأسهم المصدرة على أن القيمة الدفترية لا تمثل القيمة الفعلية لموجودات الشركة.

أما القيمة السوقية فهي: القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية، وقد تكون أقل منها، أو أكثر. (مبارك بن سلمان ، 2010، الصفحة : 11)

2. أنواع الأسهم: Types of Stocks

تقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة: (ميسون ، 2013، الصفحة : 7)

1. تقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم إلى قسمين: أسهم نقدية، وأسهم عينية. فالأسهم النقدية هي الأسهم التي تعطى لمن دفع قيمتها نقداً دفعة واحدة أو على أقساط. أما الأسهم العينية فهي الأسهم التي يحصل عليها لقاء تقديم حصص عينية سواء أكانت عقاراً أم مالياً منقولاً.

وتنفرد الأسهم العينية بأن قانون التجارة يوجب الوفاء بقيمتها كاملة عند تأسيس الشركة، كما يوجب تقديرها وفق إجراءات محددة كي لا يساء استخدامها .

2. وتقسم الأسهم وفقاً للشكل الذي تفرغ فيه إلى ثلاثة أقسام: أسهم اسمية وأسهم للأمر وأسهم للحامل .

فالأسهم الاسمية هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتفيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم. ويجري تداولها بطريق تغيير القيود في دفاتر الشركة .

والأسهم للأمر هي التي تصدر لأمر شخص معين وتُداول بطريق التظهير .

أما الأسهم للحامل فهي التي لا يذكر فيها اسم صاحبها، وإنما يذكر فيها كلمة لحاملها، ويعد حامل هذه الأسهم هو المالك في نظر الشركة. وتحقق الأسهم للحامل مزية التداول السريع المحرر من كل إجراء، إذ تنتقل ملكيتها عن طريق المناولة باليد، لكنها تتعرض بالمقابل لخطر الضياع أو السرقة .

3. وتقسم الأسهم من حيث طريقة توزيع أرباحها إلى ثلاثة أقسام أيضاً: أسهم عادية وأسهم امتياز وأسهم تمتع .

1.2. الأسهم العادية هي التي لم تخصص بامتيازات معينة سواء فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو التصويت أو فيما يتعلق بموجودات الشركة عند تصفيتها .

كما تعرف الأسهم العادية بأنها أوراق مالية تمثل الملكية في الشركة، وأصحاب الأسهم العادية يمارسوا السيطرة بانتخاب مجلس الإدارة والتصويت على سياسة الشركة، كما يقع أصحاب الأسهم العادية في الجزء السفلي من سلم الأولوية لهيكل الملكية؛ في حالة التصفية، فإن المساهمين العاديين لهم حقوق في أصول الشركة فقط بعد دفع مستحقات أصحاب السندات والمساهمين المفضلين وأصحاب الدين الآخرين بالكامل.

يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصص المساهمين بشركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهماً، ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك:

(خالد عيجولي، 2006، الصفحة : 24)

❖ اسم الشركة المصدرة للسهم.

❖ نوع السهم ورقمه.

❖ عدد الأسهم بالصك.

ويعرف السهم على أنه: "شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية. وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتهما".

وتمثل الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل من وجهة نظر الشركة حيث تعتمد عليها الشركات بشكل كبير وخاصة في بداية نشاطها حيث تكون قدرتها على تحمل الأعباء ضعيفة. كما يعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر الاستثمارات المالية شيوعاً نظراً لما يوفره من حق في ملكية الشركة بالإضافة إلى العوائد الاستثمارية.

ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك شركة المساهمة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة، وتتحدد طبيعة هذه المزايا والحقوق بدقة وبتفصيل في نصوص عقد التأسيس وإنشاء الشركة - نظامها الأساسي- والذي توافق عليه الجهة الحكومية المختصة، وبموجب قوانين الدولة المانحة لترخيص التأسيس والتي تنظم هذا النوع من الشركات.

وتكون نصوص عقود تأسيس الشركات المساهمة -عادة- متشابهة في كثير من النواحي بما فيها الحقوق الجماعية، والحقوق الممنوحة لحاملي الأسهم العادية.

ويمنح السهم مالكة مجموعة من الحقوق الأساسية، ونذكر منها:

- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز طرده ولا نزع ملكية أسهمه دون إرتكابه ما يستوجب ذلك قانوناً؛

- حق التصويت في الجمعية العمومية؛

- حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة، وكذلك الموجودات عند التصفية؛

- حق مراقبة أعمال الشركة (مراجعة الميزانية وحساب الأرباح.....)؛

- الحق في مقاضاة أعضاء مجلس إدارة الشركة، بسبب التقصير في مهامهم؛

- حق الأولوية في الإكتتاب في الأسهم الجديدة؛

- حق التصرف في أسهمه بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

• الحقوق الجماعية للمساهمين :

- حق تعديل عقد الشركة بعد موافقة الجهة الحكومية المختصة.

- حق وضع وتعديل النظام الداخلي للمؤسسة.

- حق انتخاب مجلس الإدارة.

- حق تفويض إدارة الشركة في بيع الأصول الثابتة.
- حق الموافقة على اندماج الشركة مع شركات أخرى.
- حق تغيير حجم الأسهم العادية المصرح بها.
- حق إصدار الأسهم الممتازة والسندات والأوراق المالية الأخرى.

2.2. الاتجاهات الجديدة للأسهم العادية :

الى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا عديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية المضمونة القيمة.

- ❖ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: وهي الأسهم التي ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالشركة.
- ❖ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وهي الأسهم العادية التي يجري فيها الخصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

❖ الأسهم العادية المضمونة: هذا النوع من الأسهم يعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم الى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وهنا يمكن للمستثمر تحقيق أرباح أرسالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، ولهذا النوع من الأسهم العديد من المزايا منها حماية بنوك الاستثمار وضمان التصريف الكامل للإصدار وتعتبر بديلا مرغوبا للسندات القابلة للتحويل وأيضا لتجنب مشكلات أسهم أقسام الإنتاج.

3.2. الأسهم الممتازة :

1. تعريف أسهم الامتياز فهي التي تعطي لحاملها حق التقدم والأفضلية على حملة الأسهم العادية في الحصول على جزء من الأرباح أو من موجودات الشركة عند تصفيتها (فيصل محرد، 2008، الصفحات : 82-83)، كأن تعطيه الحق في الحصول على 5% مثلاً من صافي الأرباح قبل توزيعها على المساهمين. ومن المألوف أن تصدر الشركة أسهم امتياز حين تكون في حاجة إلى زيادة رأس مالها وتكون أعمالها على غير ما يرام ويصعب عليها أن تجد من يكتب في الأسهم الجديدة الصادرة بزيادة رأس المال. فتضطر، ترغيباً للجمهور في الاكتتاب فيها وتشجيعاً له على الإقدام عليها إلى أن تقرر للأسهم الجديدة امتيازاً على الأسهم القديمة .

كما يطلق عليها بالأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات وهي مستندات ملكية ولهذا المستند قيمة إسمية وسوقية ودفترية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة الى العدد الاجمالي للأسهم المصدرة بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة.

4.2. أنواع الأسهم الممتازة : تتمثل فيما يلي :_ (السيد متولي ، 2010 ، الصفحات : 149-150)

❖ الأسهم الممتازة المشاركة: في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح : بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح على المعدل السنوي المقرر يحق لهم مشاركة أصحاب الأسهم العادية في بقية الأرباح لكن هذا النوع من الأسهم قليل الاستعمال و في المقابل أصحاب الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح لا يحصلون إلا على توزيعاتهم السنوية الثابتة بغض النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة.

❖ الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: الأسهم الممتازة لا تحصل على ارباح الا اذا في حالة ما اذا حققت الشركة ارباحا، وعلنت الشركة عن توزيع الارباح بعد تحقيقها لها؛

ففي حالة ما اذا حققت الشركة ارباحا ولم تعلن عن توزيعها في السنة، وفي حالة ما اذا هذه الاسهم الممتازة مجمعة للأرباح وفي السنة الموالية اعلنت الشركة توزيع الارباح فحملت هذه الاسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الارباح المتعلقة بالنسبة السابقة، اما في حالة ما اذا كانت هذه الاسهم غير مجمعة للأرباح، فهي تفقد الحق في المشاركة في ارباح السنوات الماضية، بل تأخذ الا في السنة التي قرر فيها توزيع الارباح؛

كما تكون الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح إذا كانت عدم كفاية الأرباح في سنة مما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم في الحصول على التوزيعات لهذه السنة، و ذلك لأنها تُرحل إلى السنة الموالية و تُجمع مع الأرباح المستحقة لهذه السنة وهو عكس الحال في الأسهم غير مجمعة للأرباح حيث عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات في سنة ما يسقط حق المساهمين في مطالبة الشركة بها في السنوات الموالية.

أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء: يعني أن تكون الأسهم الممتازة قابلة للاستدعاء أن تقوم الشركة المصدرة لها بوضع جدول زمني يوضح تواريخ استحقاق الأسهم بدقة في نشرة الإصدار، وتكون بذلك هذه الأسهم شبيهة بالقرض، وعند حلول تاريخ استحقاق هذه الأسهم تقوم الشركة باستدعائها أو شرائها من حملتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية، و يسمى الفرق بين قيمة

الاستدعاء و القيمة الاسمية بعلاوة الاستدعاء، كما تقوم بدفع الأرباح المستحقة عن السنوات التي لم تقرر فيها إجراء وتوزيعات، فهذه الأسهم عادة ما تكون مجمعة للأرباح.

❖ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: يعني هذا انها قابلة للتحويل الى اسهم عادية، وهذا طبعا اذا كان ينص عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة، فان الاسهم العادية تكون احسن من الاسهم الممتازة، فيمكن لحملة هذه الاسهم الممتازة ان يحولونها على اسهم عادية، اذا كان ينص عليه قانون الشركة.

❖ الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح: في هذه الحالة، الأسهم الممتازة تأخذ حصتها من الأرباح او العائد، بحيث يكون محدد مسبقا وحتى في حالة ما اذا كانت الشركة لم تحقق ارباحا، فيتم توزيع عليها أرباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية.

5.2. الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة :

❖ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم وظهر في الولايات المتحدة الامريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزنة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم.

❖ الأسهم التي تمنح لحاملها الحق في التصويت: الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات. (بلجبلية ، 2010، الصفحة : 17)

6.2. مميزات وعيوب الأسهم الممتازة

تقوم الشركات باستعمال الأسهم الممتازة كأسلوب للتمويل لأنها توفر لها المزايا التالية:

❖ إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمنشأة؛

❖ تنص معظم المنشآت المصدرة للأسهم الممتازة على شرط الاستدعاء و ذلك في الحالات التالية :

- توفر مصادر تمويلية أقل تكلفة من الأسهم الممتازة؛

- توفر السيولة لدى المنشأة المصدرة، لهذا فإن استعمال تلك السيولة في سداد الأسهم الممتازة بدلا من بقائها مجمدة يمكن أن يساهم في ارتفاع معدلات الأرباح لدى الشركة

- تمكن الأسهم الممتازة المنشأة المصدرة لها من الاستفادة من مزايا السندات والأسهم معا، حيث لا تكون المنشأة ملزمة على دفع الأرباح في شكل توزيعات سنوية وهي بذلك تشبه الأسهم العادية كما تضمن عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في الإدارة

وعلى الرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا الأسلوب في التمويل لا يخلو من العيوب أهمها:

التكلفة المرتفعة التي تتحملها الشركات المصدرة للأسهم الممتازة و ذلك لأن توزيعاتها لا تحقق وفرات ضريبية للشركة كما هو الحال بالنسبة للفوائد المدفوعة على السندات، يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين و من ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد

الجدول رقم (03) : المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

عامل المقارنة	السندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية
من حيث الأسبقية في الحصول على دخل	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
من حيث العائد والدخل	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
تاريخ استحقاق استرداد القيمة	محدد مسبقا وله تاريخ محدد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر : راوية لموشي ، أثر الوساطة المالية على كفاءة سوق رأس المال "دراسة حالة بورصة عمان"، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي ، 2018 ، ص : 51

أما أسهم التمتع فهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهم تعويضاً له عن استهلاك أسهمه الأصلية. واستهلاك الأسهم معناه دفع قيمتها لأصحابها في أثناء قيام الشركة. ويحدث الاستهلاك في صور خاصة كحالة الشركة الحاصلة على امتياز حكومي لاستغلال مشروع معين لمدة من الزمن تؤول بانتهاء هذه المدة جميع منشآتها إلى الدولة. ففي هذه الحالة مثلاً يسمح الاستهلاك للمساهمين بالحصول على قيمة أسهمهم وهو قد لا يتأتى لهم بعد انتهاء مدة الامتياز. ولا يفقد صاحب أسهم التمتع صفة الشريك

المساهم فيكون له حق حضور الهيئات العامة وحق التصويت، ولكن يلاحظ أن حقه في أرباح الشركة وفي موجوداتها عند تصفيتها أقل من حقوق المساهمين الذين لم تستهلك أسهمهم .

4- تقسم الأسهم من حيث الوفاء بقيمة الأسهم: يلتزم المساهم الوفاء بقيمة السهم أو الأسهم التي اكتتب بها. فالأسهم العينية يوجب التشريع الوفاء بها كاملةً عند الاكتتاب. أما الأسهم النقدية فلم يشترط المشرع إلا الوفاء بخمس قيمتها عند الاكتتاب، على أن تسدد ثلاثة أرباع هذه القيمة في خمس سنوات من تاريخ قرار الترخيص. وإن لم يُوفَّ وفاءً كاملاً بقيمة السهم فإن المساهم يبقى مدينًا بباقي القيمة غير المدفوعة منه، وللشركة أن تطالبه بالوفاء في الميعاد وعلى النحو الذي يحدده نظام الشركة أو مجلس الإدارة. وإذا ما تأخر المساهم عن تسديد القسط المستحق عليه في التاريخ المعين لأدائه تترتب عليه فائدة التأخير بالمعدل الذي ينص عليه نظام الشركة، وذلك بصورة حتمية بمجرد انقضاء الميعاد المحدد من دون الحاجة إلى أضرار المدين.

3. السندات :

تُعرف السندات بأنها الأداة التمويلية التي تلجأ إليها الدولة وهيئاتها المختلفة وكذلك المؤسسات الاقتصادية والشركات؛ بهدف جمع الأموال لتمويل مشاريعها وأنشطتها المختلفة، أو بمعنى آخر هي اتفاق مكتوب من قبل المقرض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على تلك القيمة بتاريخ معين، كما أن هناك معنى آخر للسند، وهو ورقة مالية تمثل جزءًا من دين على المصدر، سواء كانت حكومة أو شركة حينما تطلب الاستدانة من العامة.

وعرف في الموسوعة الاقتصادية بأنه: قرض طويل الاجل، تتعهد الشركة المقترضة بموجبه ان تسدد قيمته في تواريخ محددة (احمد بن محمد، 2005، الصفحة : 80)

كما تعرف على انها: أوراق مالية تصدرها الدولة او المؤسسات التزاما بدين، ووثيقة عن القرض الممنوح لها، تعطي هذه السندات مالكيها حق الحصول على دخل محدد (محمد وجيه ، 2010، الصفحة : 60)

1.3.انواع السندات : يمكن ايجازها فيما يلي : (النجار، 2020)

❖ سندات حسب الجهة المصدرة

تتلخص أنواع السندات حسب الجهة المصدرة في السندات العامة، وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تُمثل الدولة فيها الطرف المدين، ودائنها البنوك وشركات القطاع العام أو الخاص، وتهدف هذه السندات إلى تعزيز القدرة على مواجهة الأزمات الاقتصادية خاصة في فترة التضخم .

أما النوع الثاني فهو السندات الخاصة التي تصدرها الشركات المساهمة؛ بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها بدلاً من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة.

❖ سندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها

تحتوي السندات حسب طريقة السداد على سندات قابلة للتحويل إلى أسهم؛ حيث تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وسندات ذات علاوة، وتُمكن مالها من التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها.

❖ سندات حسب معدل العائد

تنقسم السندات حسب معدل العائد إلى نوعين، الأول: سندات ذات المعدل الثابت وهو يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات حتى نهاية مدة القرض، ويحظى هذا النوع بالإقبال الكثيف في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك.

ويتمثل النوع الثاني في السندات ذات المعدل المتغير؛ حيث يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق أو حسب معدل التضخم.

❖ سندات حسب طريقة السداد

تتضمن السندات حسب طريقة السداد: سندات تُسدد عند بلوغ تاريخ استحقاقها؛ حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق، وسندات تُسدد قبل بلوغ تاريخ استحقاقها؛ بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

❖ سندات حسب ما تحققه الشركة

يشمل هذا النوع من السندات: سندات عادية لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج عن أداء نشاطها، وسندات الدخل؛ حيث تتأثر بجم النشاط وما تحققه الشركة من نتائج، ولا يحق للمستثمر المطالبة بالفائدة في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

❖ سندات حسب الضمانات

تنقسم السندات حسب الضمانات المقدمة إلى نوعين، الأول: سندات مضمونة وتهدف إلى اجتذاب رؤوس الأموال؛ حيث تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بسداد القروض، والثاني: سندات غير مضمونة، ويكون للضمان فيها حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

كما يمكن تقسيم السندات إلى : (خالد، 2020)

السندات الحكومية Government bonds

- يمثل قطاع السندات الحكومية قطاعًا كبيرًا، يتضمن الديون السيادية، والتي يتم إصدارها وضمها من قبل الحكومة المركزية، مثل: سندات الحكومة الكندية (GoCs)، سندات الخزنة الأمريكية، السندات الألمانية، سندات الحكومة اليابانية (JGBs).
- تصدر عددًا من الحكومات أيضًا سندات سيادية مرتبطة بالتضخم، والمعروفة باسم السندات المرتبطة بالتضخم أو كما تُسمى في الولايات المتحدة، سندات الخزنة المحمية من التضخم TIPS. على السند المرتبط بالتضخم، يتم تعديل الفائدة و/أو رأس المال على أساس منتظم؛ ليتماشى مع التغيرات في معدل التضخم، وبالتالي توفير عائد حقيقي؛ يمحو تأثير التضخم على سعر العائد، ولكن، على عكس السندات الأخرى، قد تواجه السندات المرتبطة بالتضخم خسائر أكبر عندما تتحرك أسعار الفائدة الحقيقية بشكل أسرع، من أسعار الفائدة الاسمية.

بالإضافة إلى السندات السيادية، يشمل قطاع السندات الحكومية مكونات فرعية، مثل:

أ- السندات شبه الحكومية Agency and "quasi-government" bonds :

- تسعى الحكومات المركزية إلى تحقيق أهداف مختلفة، منها دعم قطاع الإسكان قليل التكلفة أو تنمية الأعمال التجارية الصغيرة، على سبيل المثال، من خلال الوكالات، التي يُصدر عدد منها سندات لتمويل خدماتها.
- بينما بعض سندات الوكالات مضمونة من قبل الحكومة المركزية فإن بعضها الآخر ليس كذلك. كما أن المنظمات الدولية، مثل: البنك الدولي وبنك الاستثمار الأوروبي، تقترض في سوق السندات؛ لتمويل المشاريع العامة والتنمية.

ب- سندات الحكومة المحلية: Local government bonds

- الحكومات المحلية، سواء الولايات أو المدن، تقترض لتمويل مجموعة متنوعة من المشاريع، من الكباري إلى المدارس، وكذلك بعض الخدمات العامة.
- سوق السندات الحكومية المحلية راسخا في الولايات المتحدة، حيث تعرف هذه السندات بالسندات البلدية. الأسواق المتقدمة الأخرى، تصدر أيضا سندات الحكومة المحلية.

سندات الشركات Corporate bonds

- مباشرة بعد القطاع الحكومي، كانت سندات الشركات دائما هي أكبر شريحة من سوق السندات. تقترض الشركات الأموال في سوق السندات؛ لتنفيذ عملياتها أو تمويل مشاريعها التجارية الجديدة.
- يتطور قطاع الشركات بسرعة، خاصة في أوروبا والعديد من البلدان النامية.

تنقسم سندات الشركات إلى فئتين:

أ- سندات المضاربة: Speculative-grade bonds

- سندات المضاربة المعروفة أيضًا باسم السندات ذات العائد المرتفع، حيث يتم إصدار سندات الدرجة المضاربة من قبل الشركات التي يُنظر إليها على أنها ذات جودة ائتمانية منخفضة، ومخاطر تقصير أعلى من الشركات ذات التصنيف الاستثماري العالي.
- تميل سندات الدرجة المضاربة إلى إصدارها من قبل الشركات الحديثة أو الشركات في القطاعات ذات التنافسية أو التقلبات بشكل خاصٍ أو الشركات ذات الأساسيات المثيرة للقلق.
- بينما يشير التصنيف الائتماني - من فئة المضاربين - إلى احتمالية أكبر للتخلف عن السداد، تهدف القسائم الأعلى على هذه السندات إلى تعويض المستثمرين عن المخاطر العالية. يمكن تخفيض التصنيف إذا تدهورت جودة الائتمان للمصدر أو تمت ترقيته إذا تحسنت الأساسيات.

ب- السندات الاستثمارية: bonds investment grade

- هي السندات التي يتمتع مصدرها بدرجة عالية من الجدارة الائتمانية، ويكون لها عائد أقل من سندات المضاربة؛ نظرًا لانخفاض مخاطر الاستثمار بها.
- ضمن هاتين الفئتين الواسعتين، تتمتع سندات الشركات بمجموعة واسعة من التصنيفات، مما يعكس حقيقة أنّ الحال المالية للمصدرين يمكن أن تختلف اختلافًا كبيرًا.
- السندات المضمونة بالأصول أو الرهن العقاري: هي نوع من السندات تتوفر له ضمانات، تتمثل في بعض الأصول أو رهن عقاري، ومن أنواعها:

أ- الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري: (MBS) Mortgage-backed securities

- يتم إصدار هذه السندات من مدفوعات الرهن العقاري لأصحاب المنازل السكنية. يقوم مقرضو الرهن العقاري (الذين سيتحولون لاحقًا إلى مصدري السندات) وهم عادةً البنوك، وشركات التمويل؛ ببيع قروض الرهن العقاري الفردية إلى كيان آخر، يقوم بتجميع تلك القروض في ورقة مالية، تقدم سعر فائدة مكافئ لسعر الرهن العقاري، الذي يدفعه أصحاب المنازل (المقترضون).
- مثل السندات الأخرى، فإنّ الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري، حساسة للتغيرات في أسعار الفائدة العامة، ويمكن أن تنخفض قيمتها عندما ترتفع أسعار الفائدة.

- الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ذات سعر ثابت، على وجه الخصوص، حساسة لأسعار الفائدة؛ لأنَّ المقترضين قد يدفعون مقدماً، ويعيدون تمويل قروضهم عندما تنخفض الأسعار، مما يتسبب في سداد الأوراق المالية المضمونة بهذه القروض، في وقت مُبكر عما كان متوقعاً.
- لهذا السبب بشكل ما، وأيضاً لاستهداف أنواع مختلفة من المستثمرين، يمكن هيكلة الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري في سندات ذات تواريخ وخصائص دفع محددة، وتُعرف باسم التزامات الرهن العقاري المضمونة (CMOs).

ب- الأوراق المالية المضمونة بالأصول: (ABS) Asset-backed securities

- هذه السندات هي أوراق مالية تم إصدارها من مدفوعات السيارات أو مدفوعات بطاقات الائتمان أو غيرها من القروض. تماماً مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، يتم تجميع القروض المماثلة، وتقديمها كضمان؛ لكي يتم بيعه إلى المستثمرين.
- يتم إنشاء كيانات خاصة لإدارة الأوراق المالية المضمونة بالأصول، مما يسمح لشركات بطاقات الائتمان والمقرضين الآخرين بنقل القروض من ميزانياتهم العمومية.

ج- السندات المغطاة: Covered bonds

- تُعرف الأوراق المالية الألمانية المضمونة بالرهون العقارية، باسم Pfandbriefe تاريخياً، كان سوق Jumbo Pfandbriefe أحد أهم قطاعات سوق السندات الأوروبية. الفرق الرئيسي بين Pfandbriefe والأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري أو المضمونة بالأصول؛ هو أنَّ البنوك التي تقدم القروض وتضمونها في Pfandbriefe تحتفظ بتلك القروض في دفاتها. بسبب هذه الميزة، يتم تصنيف Pfandbriefe في بعض الأحيان.
- كسندات شركات، تقوم دول أخرى في أوروبا بإصدار أوراق مالية شبيهة بـ Pfandbriefe، تُعرف باسم السندات المغطاة.

- يمكن للسندات غير الحكومية الموضحة أعلاه - في تسعيرها - أن تتفوق على عوائد السندات الحكومية أو سعر الفائدة بين البنوك في لندن، الليبور. LIBOR.

يُعرف الفرق بين العائد على السندات غير الحكومية والعائد على السندات الحكومية، ومعدل LIBOR، باسم: "إستريد الائتمان". فمثلاً، فإنَّ السندات ذات التصنيف الائتماني الأقل قليلاً من حكومتها؛ قد تُصدر سندات مع بريد ائتماني يبلغ 50 نقطة أساس (0.5٪)، أعلى من السندات الحكومية، مع أنَّ لهما تاريخ الاستحقاق نفسه. يتم ضبط فروق (إسبريد) الائتماني بناءً على تقييم المستثمر لجودة

الائتمان والنمو الاقتصادي، بالإضافة إلى إقبال المستثمر على المخاطرة، بغرض الحصول على عوائد أعلى.

بعد قيام المصدر ببيع السندات، يمكن شرائها وبيعها في السوق الثانوية، حيث يمكن أن تتقلب الأسعار وفقاً للتغيرات في الرؤية الاقتصادية، وجودة الائتمان للسند أو المصدر، والعرض والطلب، من بين عوامل أخرى. السماسرة هم المشترون والبائعون الرئيسيون في السوق الثانوية للسندات، ويقوم مستثمرو التجزئة عادةً بشراء السندات منهم، إما مباشرة كعميل أو بشكل غير مباشر من خلال صناديق الاستثمار المشتركة.

2.3. الأشكال الحديثة للسندات

كغيرها من الأوراق المالية عرفت السندات جملة من التعديلات والتحديثات نتج عنها أشكال جديدة من أبرزها:

❖ ظهر نوع من السندات لا يحمل قسيمة، إذ تباع هذه السندات بخصم على قيمتها الاسمية، يسترد المستثمر القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق أو قبل ذلك عن طريق التداول، والفرق ما بين قيمة الشراء المخصومة والقيمة الاسمية (عند الاستحقاق) أو البيع - في التداول - يمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر؛

❖ السندات ذات الدخل تتماشى إلى حد بعيد مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً. و بذلك فهذه السندات تقترب من حيث العائد إلى الأسهم مع عدم تمتعها بحق الملكية. (منير إبراهيم ، 1997 ، الصفحة :

(34

4. المشتقات المالية

لقد قام المهندسون الماليون بإستحداث أدوات إستثمار مالية جديدة، إضافة إلى الأدوات القديمة تسمى هذه الأدوات " المشتقات المالية " ، وقد أخذت هذا الإسم وذلك لأن قيمتها مشتقة من قيمة مرجعية كقيمة السهم العادي أو السند أو غيرها، ويهدف إستعمالها إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول. كما تستعمل لغرض المضاربة.

1.4. تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تجرى بين طرفين وهم البائع والمشتري ويتفقان الطرفان على قيمة معينة لإجراء هذا العقد بينهم وتكون هذه القيمة من أصل مالي، وتعتمد على التغير

بشكل كبير ويكون الهدف منها تبادل المخاطر وهي تعتبر أيضاً بمثابة عقود مالية تستخرج قيمتها من قيمة تكون حقيقة أكثر كالأسهم والسلع والذهب والعملات الأجنبية وغيرها من الأدوات الأخرى. كما تكون تلك العقود لها وقت معين وبعدها تنتهي مدة استخدامها، بالإضافة إلى فرض الأسعار والشروط المخصصة لكي يتم تحديدها عند تحرير العقود بين الطرفين.

ويتعامل في عقود المشتقات الأطراف التالية : (طارق عبد العال ، 2001 ، الصفحة : 08)

- المتحوطون : يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

- المضاربون : يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

- المراجحون : يدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

وقد عرفها بنك التسويات الدولية على أنها : عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ، ولكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول ، وكقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فإن انتقال الملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري (سمير عبد الحميد ، 2005 ، الصفحات : 59-60)

ويمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين :

الفئة الأولى : المستخدمون النهائيون في نشاط الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة ، وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل المصارف، سوق الأوراق المالية ، شركات التأمين ، صناديق الضمان الاجتماعي ، صناديق الاستثمار وغيرها.

الفئة الثانية : فئة الوسطاء Intermediaries أو المتعاملين Dealers الذين يتركز دورهم على تعزيز رغبة المستخدمين النهائيين للمشتقات وتوظيف هذه الأدوات المالية في الأسواق مقابل تحصيل الإيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

كما عرفها صندوق النقد الدولي " هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري" (سلسلة إضاءات، 2010، الصفحة : 02)

وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي:

- هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
 - تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه؛
 - لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد؛
 - يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل.
- هذا ويتضمن العقد:
- تحديد سعر تنفيذ في المستقبل؛
 - تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛
 - تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد؛
 - تحديد الشيء محل العقد (سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف عملة...).

2.4. أنواع المشتقات المالية : تنقسم المشتقات المالية إلى :

أ – عقود الخيارات:

وهي عقود مالية تمنح صاحبها الحق وليس الالتزام في بيع أو شراء أصل معين، عبر أوراق مالية تجارية معينة بسعر محدد وخلال مدة مثبتة في أصل العقد، يتفق فيها طرفين أساسيين في عقد الخيار: مشتري الخيار ومحرر حق الخيار (البائع) وتُقسم إلى خيارات الشراء وخيارات البيع. وتنطوي فلسفه هذا الطراز من العقود في محاولة كل طرف الاستفادة من توقعاته على حساب الطرف الأخر عن طريق تمكينهم من الانتقال بتصوراتهم وتوقعاتهم الى التطبيق العملي عبر أسلوب مقابلة حق ممارسة عملية شراء أو بيع يقوم بها طرف معين بالالتزام يتعهد به طرف آخر وإيجاد قيمة سعرية مقبولة ثمنًا لهذا الالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء أو حق البيع فيكون: - حق (خيار) يقابله التزام - التزام بتنفيذ يقابله ثمن. وأصبحت حقوق الخيار من الأهمية بمكان للمتعاملين في أسواق المال وأسواق العملات بفضل توفر نظريات حسابية معقدة لاحتساب سعر حقوق الخيار، وأصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال مثل ; Dawjones، NIKKEI وبذلك تداخلت مفاهيم المتاجرة والمقامرة عبر توقعات الأسعار وتقدير الفرصة والخطر. ويوجد نوعين من الاختيار، الأمريكي الذي يعطي الحق لصاحب الخيار في تنفيذه في أي وقت خلال المدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لإنتهائه والأوروبي فلا يتم تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لإنتهائه حسب نص الاتفاق.

كما تعرف الخيارات عموماً بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق، ولكن ليس الإلزام، لشراء أو بيع موجود محدد بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد سلفاً. الموجود المحدد بالعقد يسمى الموجود الأساس أو

الموجود محل التعاقد كما ويطلق عليه بعض الأحيان اصطلاح المصلحة الأساس، وهو يعني الأداة التي أشتق منها عقد الخيار، والسعر المحدد بالعقد يسمى سعر التنفيذ أو سعر الصفقة أو سعر المصافقة. وهو سعر ثابت منصوص عليه في عقد الخيار وربما يشتري أو يباع به الموجود الأساس إذا ما تم تنفيذ الخيار. والتاريخ المحدد بالعقد يعرف بتاريخ الاستحقاق أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وإذا لم ينفذ الخيار عند أو قبل هذا التاريخ فلن تعود له قيمة، لأنه لن يكون ساري المفعول بعد انتهاء صلاحيته (محمد علي إبراهيم ، 2013، الصفحة: 486)

ب - العقود الآجلة:

يغلب على هذه العقود الطابع الشخصي ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة، إذ يتفاوض طرفا العقد، على الشروط بما يتفق وظروف كل منهما، وغالباً ما تستخدم من قبل الشركات والبنوك لتفادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما يستخدمها المستثمرون ضد مخاطر أسعار الفائدة عندما يرغب مستثمر ما الحصول على قرض معين ، يلجأ لشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلتزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة بالعقد وعلى هذا النحو فإن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود.

كما تعتبر العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها: "اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين". ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ويعني ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئاً.

وتتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه، حيث يقوم حائز المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل في وقت ما السعر السوقي للأصل. وتتميز العقود الآجلة بما يلي:

- عقد بين طرفين يحتمل حصول أي منهم على مكاسب أو خسائر؛
- تعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد الأطراف على الوفاء بالتزاماته؛

- تلك العقود تمتاز بمرونة في التفاوض على أي شرط من شروطها بما يتفق من طرفي العقد وتمتاز بسهولة الاستخدام.

ج- العقود المستقبلية

هي عبارة عن عقد معياري منظم بواسطة البورصة بين طرفين يُفرض على أحدهما أن يسلم الآخر كمية محددة من أصل معين في تاريخ لاحق في مكان محدد وبسعر يُحدد الآن.

وبذلك فإن هذا العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتر للعقد والآخر بائعاً له. أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيمكن أن يكون أصلاً حقيقياً أو أصلاً مالياً. ويجب أن تحدد في العقد العناصر التالية بالإضافة إلى طرفي العقد (البائع والمشتري):

- تاريخ العقد, نوع الأصل محل العقد, تاريخ التسليم, الكمية, سعر التنفيذ أو سعر التسوية, مكان وطريقة التسليم. ويتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصدة Clearing Houses توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد بعد الأخذ بالحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد. ولأجل الالتزام المتبادل بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلتزم كل منهما بأن يُسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً (Margin) تتراوح قيمته بين 5- 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد و من ثم يعكس أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.

أسواق العقود المستقبلية في الو. م. أ، هي تنظيمات تطوعية، لا تهدف إلى تحقيق الربح.

أعضاء السوق هم من السماسرة والمضاربين الذين لهم مقاعد فيه، والذين من حقهم وحدهم التعامل على العقود المقيدة بذلك السوق، ويشترك الأعضاء في اللجان التي تدير نشاط السوق، كما ينتخبون مجلس إدارة السوق الذي يقوم بدوره باختيار من يقع على عاتقهم مسؤولية الإدارة. وهكذا فإنه إذا كان السوق في حد ذاته ليس منظمة تستهدف تحقيق الربح، فإنه يتيح لأعضائه الفرصة لتحقيق الأرباح، طالما أن التعامل في العقود المتداولة في السوق قاصراً عليهم وحدهم.

وتمثل رسوم العضوية جانبا من مصادر تمويل نشاط السوق، أما الجانب الآخر فتتم تغطيته من الرسوم على العقود التي يتم إبرامها. مع ملاحظة أن أسواق العقود المستقبلية، شأنها في ذلك شأن أسواق عقود الخيارات، لا تخلق أو تضيع ثروة، فمكاسب طرف هي خسائر آخر.

وفي الو. م. أ يقع على عاتق لجنة أو هيئة تداول العقود المستقبلية للسلع مسؤولية وضع الأحكام والقواعد العامة المنظمة لأعمال ، أسواق العقود المستقبلية ومتابعتها.

كذلك فإن لإدارة السوق صلاحيات تنظيمية داخل السوق ذاته، شرط ألا تتعارض مع الأحكام العامة التي تضعها لجنة تداول العقود المستقبلية (سميرة ، 2006، الصفحة : 63)

كما يمكن الإشارة الى الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (04) : مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
نوع العقد	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة.	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.
ثبات السعر المحدد في العقد	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فإن العقود المستقبلية يترتب عليها تدفقات نقدية قصيرة الأجل، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش لكل من المشتري والبائع، وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.	لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي.
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في	غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي. فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة البائع له	- نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. - عادة ما نبرم هذه العقود ما بين

العقد	وأیضا كل بائع تكون هي المشتري منه.	مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها.
المزاد	- تنطوي على مخاطرة ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. - تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة، فأی طرف إذا رغب في تصفية مركزه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان قد دخل كمشتري في العقد يستطيع أن يصفی مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل، والعكس صحيح.	- مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد. - سهولة الاستخدام.
العيوب	لأنّ العقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة، لذلك لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد.	يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته. أقل سيولة حيث لا يتمكّن أي طرف من الخروج من العقد إلاّ بإيجاد آخر يحلّ محلّه ويقبله الطرف الآخر.

المصدر: (سميرة ، 2006، الصفحة : 70)

د- عقود المبادلات (المقايضات): هي عقود مشتقة، يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة وتمثل إحدى أدوات تغطية المخاطر، لقد عرف عقد المبادلة بعدة تعريفات، نورد منها ما يلي: (حليمة بزار،

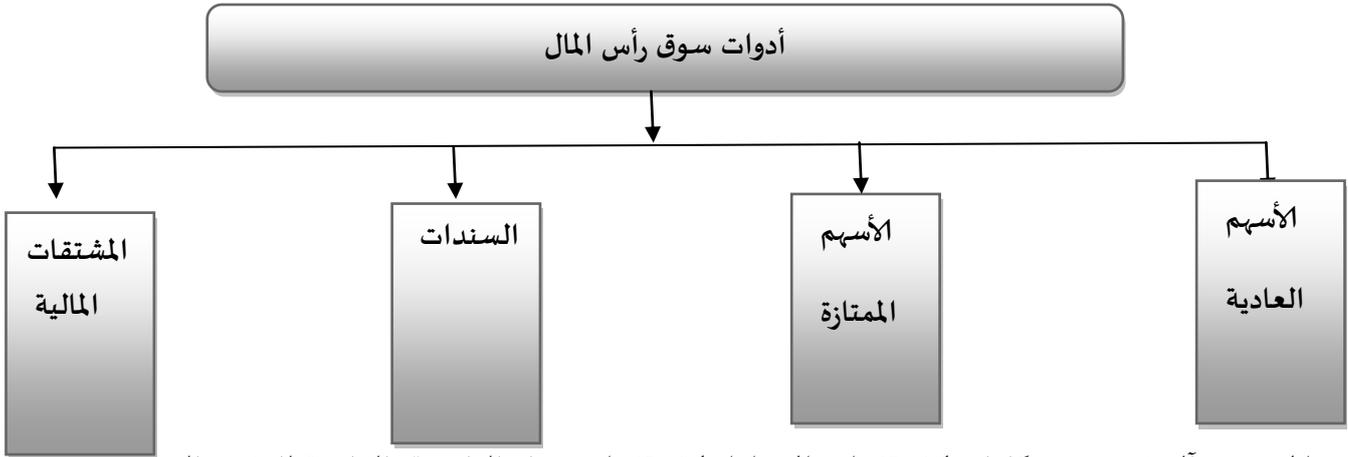
2013، الصفحات : 174-178)

- سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شعرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس عقد الاختيار. كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويقها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية - تتم عند تنفيذ عملية المبادلة- يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، ولذلك يعرف عقد المبادلة أنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

- هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محددة بالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان.

مما سبق يمكن اعطاء تطور نهائي لأدوات سوق رأس المال وفق الشكل التالي :

شكل رقم (07) : أدوات سوق رأس المال



المصدر: آل شيب. دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع،

الأردن، 2009، ص 249 .

الفصل الخامس : بورصة الأوراق المالية

1.1. ماهية البورصة

التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري ومهم، لما يمثله من رافد مهم للاستثمارات في الأوراق المالية، ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة إلى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة، للتعريف بالبورصة وإظهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الاقتصادية لجميع الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات وأفراد، وتسعى لإيجاد مؤسسات وساطة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي، كما تشجع الدولة التعامل في البورصة عن طريق تخفيض الضرائب المقررة على العوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية، وإلغاء رسوم التعامل في البورصة وتنشيطها، وتشجيع صغار المدخرين على استثمار أموالهم فيها.

هناك عدة تعاريف للبورصة يمكن أن تختلف فيما بينها من حيث الصفة ولكنها تصب في موضوع واحد . البورصة هي مكان يلتقي فيه عرض بطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونيا ويكون هذا التبادل سلعة هي أسهم وسندات وتعرف بسوق المال الطويل الأجل وهي أقرب ما تكون بالسوق الكاملة إذ نجد فيها سعر واحد، صفة واحدة للسهم، أو السند مع وجود عدد كبير من البائعين أو المشترين مع سهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها، حيث يتساوى فيها قوى العرض بالطلب ويتوفر فيها المنافسة الكاملة. فالبورصة بشكلها العام هي ذلك المفهوم المعروف والمجهول في آن واحد فهي معروفة من حيث الاسم ومجهولة من حيث الدور والأهمية خاصة إذا ما تعلق الأمر بالجمهور العريض. أما التعريف العلمي للبورصة هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما:

❖ المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء

❖ مجموع العمليات التي تنعقد فيه.

من خلال التعريف السابق يمكن القول بأن مفهوم البورصة يتمثل في تركيز رؤوس الأموال المدخرة ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل تحصل فيها الفوائد بالمضاربة بالأوراق المالية أو بيع وشراء المحاصيل الزراعية حيث يتم التعامل فيها وفق قوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات بين البائع والمشتري.

2.1. نشأة البورصة ومفهومها

نشأة البورصة إن أصل كلمة "بورصة" لم يقطع فيها السابقون برأي نطمئن إليه المحققون ويستوثق إليه الباحثون والدارسون، وإن تقاربت أقوالهم وتشابهت آرائهم ونستعرض أهم ما ورد في كتب المتخصصين وأسفار العلماء والمؤرخين:

يعد موضوع بورصات الأوراق المالية من بين الموضوعات التي حظيت بإهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار، نظراً لتزايد أهميتها والوظائف التي تؤديها، ولدورها الإستراتيجي في عملية التنمية الإقتصادية خاصة في شقها التمويلي وفي جانب التخصيص الكفاء للموارد المالية وسنستعرض من خلال هذا المبحث ماهية بورصات الأوراق المالية ونظم التعامل فيها وسبل تحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية.

قبل التطرق إلى مفهوم بورصة الأوراق المالية وتحديد صفات ومقومات إنشائها لابد لنا في البداية التطرق إلى ظروف نشأة و تطورها التاريخي.

2. تطور بورصة الأوراق المالية:

إرتبط تطور بورصة الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الصناعي و الإقتصادي الذي شهدته أغلب دول العالم خاصة منها الدول الرأسمالية، حيث يعود أصل نشأة بورصة الأوراق المالية إلى فكرة تعدد النقد التي ولدت مهنة الصرافة، فقد كلف حكام اليونان في عام 527 قبل الميلاد الصرافين بتبديل عملات الزائرين بالمدن المتواجدين ، لتنتشر هذه المهنة وتتطور بعد ذلك بشكل سريع .

وقد تأثرت هذه المهنة بعد دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة، لتشهد هي بدورها مرحلة سكون وغياب كامل باستثناء المنطقة العربية ، وبدأت رؤوس الأموال تتدفق عليها بكثافة ما إستدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، وفي بداية القرن الرابع عشر تحولت نحو مدينة (بروج)

البلجيكية، أين كانت تتجمع العائلات الست الكبرى في مجال الصرافة بشكل دوري في منزل الرئيس الذي كان يدعى (فان دي بور)

وقد كانت هذه الإجتماعات تتولى كتابة بوالص التأمين وكل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود ويات بذلك الفندق الذي يمتلكه عائلة (فان دي بورز) قبلة للتجار من كافة مناطق العالم وقد تطور التعامل بين التجار بعد ذلك وأصبحت التعاملات فيما بينهم تتم في شكل عقود وتعهدات، كما إستبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة بين الأطراف المتعاملة وأصبح بذلك لفظ (bourse) (يعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين، وقد كانت هذه الإجتماعات تتم بشكل منظم ودوري.

1.2. أهمية البورصة ووظائفها

أولاً : أهمية البورصة : تحضى بورصة الأوراق المالية بأهمية كبيرة تكمن في :

❖ تحقيق دور رئيسي في النشاط الإقتصادي من أجل ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الإقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات النشاط ؛

❖ العمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وإتاحة الحركة الكاملة فضلاً على ضمان العلانية والشفافية الكاملة عن كافة المعاملات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة وعن أسعارها؛

❖ إمكانية منح قروض بتكلفة مناسبة إذا ما قورن ذلك بالإقتراض من الخارج لأجل قصيرة أو متوسطة والذي يكلف الدولة أعباء باهضة خاصة مع إرتفاع أسعار الفوائد عليها ؛

❖ وينظم العمل في البورصات قوانين ولوائح وإجراءات وقواعد منظمة. لطرح وتداول الأوراق المالية والتعامل عليها من خلال سمسرة الاوراق المالية تمثل مرآة النشاط الإقتصادي ، وهذا بإعتبارها حلقة إتصال بين مختلف الفعاليات الإقتصادية . مما يؤهلها لتغطية المؤشر العام لإتجاهات الأسعار ومعادلات الإدخار والإستثمار؛

❖ تجنب الأثار التضخمية لحد كبير ؛

❖ المساهمة في الرقابة على الشركات في توظيف رؤوس الأموال بكفاءة ؛

❖ السماح بمباشرة النشاط بالعملات القابلة للتحويل ، وقبول طرح أسهم ومستندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملات المختلفة ، قد يؤدي إلى تحويل هذا السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي أو دولي ؛

ثانياً : وظائف البورصة : تتمثل في مايلي :

❖ تؤمن البورصة سوق مستمر للتداول الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة ؛

❖ يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية ؛

❖ تقوم البورصة بتقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر المعلومات عنها من خلال عمليات تداول ما بين المستثمرين ؛

❖ تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها ؛

❖ تلزم قوانين أسواق رأس مال الشركات المساهمة في الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب في إصدارها مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لإتخاذ قرارات الاستثمار؛

❖ تراقب إدارات أسواق الرأس المال عمليات التداول في مراكز البورصة أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار والهدف الأساسي هو حماية المستثمرين خاصة الصغار منه؛

❖ تساهم البورصات في عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع؛

❖ يؤدي تزايد عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع إلى تسارع معدلات النمو الاقتصادي.

3. أنواع البورصة

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها.

1.3. من حيث المنتجات المتداولة في البورصة:

1- بورصة البضائع : وهي سوق منظم تتركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بالمنتجات الطبيعية ذات استهلاك كبير كالبن والقطن والقمح والسكر.....الخ. وتسمى بورصة البضائع بالبورصة التجارية وتعتبر أقدم عهد من البورصات الأخرى إذ أنها تأسس تسيير من طرف غرفة التجارة في المكان الذي تتواجد فيه.

2- بورصات الخدمات: وهي بورصات شديدة التنوع نظرا لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، وأهمها السياحة الفنادق، التأمين، وبورصات النقل، تأجير السفن، وبورصات عقود التصدير...الخ.

1- بورصات الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع، وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات...الخ.

2.3. من حيث المدى الزمني:

وفقا لهذا المعيار يتم تصنيف البورصات إلى نوعين هما:

* بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فورا.

* بورصات عقود آجلة: يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام لا للمنتجات أو الأثمان بل تتم

مضاربة على السعر فقط.

3.3. من حيث مدى التعامل الجغرافي:

وفقا لهذا الأساس يتم تقسيم البورصات إلى نوعين أساسيين هما:

- بورصات تعمل على المستوى المحلي: ولا تمتد معاملاتها دولياً، وهي تتواجد عادة في اقتصاديات الدول المتخلفة وتكون محدودة النشاط.
- بورصات تعمل على المستوى الدولي: وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

4.3. من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي:

يمكن تصنيفها إلى نوعين هما:

* بورصة رسمية: منشأة وفقاً للقوانين والقواعد وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكشف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.

* بورصات غير رسمية: تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

4. آلية العمل في البورصة والاطراف المتدخلة فيها

1.4. آلية العمل في البورصة

إن التعامل بالأوراق المالية يتم حسب الطرق التالية:

- التعامل في سوق البورصات

1- التعامل الرسمي: يحدد القانون كيفية التعامل في سوق البورصة وكيفية السماح به حيث تقوم لجنة خاصة بدراسة طلب الدخول إلى البورصة وأهمية الأوراق المطروحة للصالح العام وضمن شروط القبول ما يلي:

- تقديم طلب خطي يتضمن منشورا خاصا بالشركة قبل طرح الأسهم.

- قيمة الأسهم المراد طرحها لا تقل عن نصف مليون دولار 83.

- رسالة من مصرف ضامن للشركة المراد طرحها "تطرح أسهمها" ويعلن هذا رسمياً.

- الإعلان عن الموافقة بطرح الأسهم في البورصة وتعلن رسمياً

- طرح الأوراق الحكومية لا يحتاج إلى كل هذه الإجراءات

ولا يحق التعامل بالسندات الحكومية "أذونات الخزنة العامة" في أسواق البورصة إلا بقانون، أما الأسهم والسندات الأخرى فلا يجوز التعامل بها، إلا بعد الحصول على موافقة الغرف التجارية والصناعية وإدارة البورصة، ولا يقبل الطلب إلا بعد الحصول على ضمان مصرفي، يوثق فيه المركز

المالي للشركة صاحبة الأسهم والسندات وإمكانية تطورها وذلك حماية للمتعاملين، وتكون قيمة الضمان عادة أقل من قيمة الأوراق المالية المتعامل بها. وفي كل يوم يحدد سعر السهم أو السند في الأسواق، وذلك من قبل السمسار المحلف، وينشر في الصحف في وقت افتتاح السوق فإذا تمت صفقات بحدود 50 سهم أو سند أو أكثر يطلق عليها مصطلح (تحديد السعر المؤقت) أما إذا كان العدد أقل من 50 سهم أو سند فيتم تحديد السعر بصورة موحدة.

2- التعامل الحر بالأوراق المالية: في حالة التجارة الحرة لا يوجد سعر محدد، كما هو الحال في حالة التجارة الرسمية إنما يوجد سعر متوسط بين السعر النقدي والسعر المستقبلي. كما يمكن التعامل بأسهم الشركات الصغيرة والحديثة التكوين وخاصة بعد قرار زيادة رأس المال إضافة إلى أسهم شركات أجنبية في التعامل الحر والجدير بالذكر أن التعامل الحر أصبح يشكل أهمية بالغة، خاصة بعد ظهور التعامل بحق الخيار.

3- التعامل غير المنظم: يطلق على النوعين السابقين من التعامل اسم التعامل المنظم، أما التعامل غير المنظم فهو الذي يتم خارج أسواق البورصة، عبر وسائل الاتصالات الحديثة بين المصارف نفسها.

4- وسطاء التعامل: تعتبر المصارف التجارية وما يتوفر لديها من كوادر بشرية مؤهلة ومدربة وذات خبرة عالية إضافة إلى الأموال المتاحة لديها، والإمكانات الكبيرة على صناعة ومعرفة الفرص الاستثمارية وانتهازها والعلاقات المترابطة والمتشابكة مع العديد من المؤسسات المالية والحكومية التي تتعامل حالياً ومستقبلياً في أسواق البورصات، من أهم العاملين الأساسيين في الأسواق المالية، فهي تتعامل لحسابها الخاص أو باسم زبائنها لشراء أو بيع أو طرح الأسهم والسندات لأول مرة وإعادة تدوير هذه الأوراق في البورصات، فضلاً عن تحويل الصفقات وإعداد الدراسات والتحليل وتوفير البيانات والمعلومات

- عمليات الأوامر والتنفيذ في البورصة

تمثل البورصة سواء المنظمة أو غير المنظمة موقعا للتعامل مع وحدات العجز والفائض و عبر آليات بيع وشراء وتحديد الأسعار وتتضمن كما لاحظنا مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة لإتمام تعاملات المستثمرين. و يصعب القول أن هناك قواعد ثابتة لآلية قيام الوسطاء بإنجاز التعاملات المستثمرين في الأسواق جميعاً، إلا أن ذلك يمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي الأوامر والتنفيذ التي تقوم بها الوسطاء في السوق المالية لصالح المستثمرين

1- الأوامر:

وهي طلبات البيع أو الشراء التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة و التي تحوي تنفيذها فيما بعد ذلك وتشتمل الأوامر على ما يأتي:

- أ- حجم الطلب: يتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدتها المستثمر.
- ب- المدى الزمني: وتتضمن أوامر المستثمرين على المدة الزمنية التي تمنح للسماسرة لتنفيذ الأمر حيث أن المستثمرين يحددون الزمن المناسب للتنفيذ.
- 2 - التنفيذ:

على الرغم من صعوبة الفصل بين الأوامر عن التنفيذ للتعاملات في سوق الأوراق المالية، إلا أن الفصل النظري بينهما يساعد في تفهم آلية شراء وبيع الورقة المالية في البورصة. ويمكن القول أن السعر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة وتقسم إلى:

أوامر التنفيذ بسعر السوق : يعتبر أمر التنفيذ بسعر السوق من أكثر الأوامر استخداما إذ تفوق استخداماته باقي أنواع الأوامر، وتشكل أوامر البيع وفقا لأمر السوق بنسبة 85% من حجم أوامر البيع في معظم أسواق الأوراق المالية الكبرى وبمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن، وهذا يعني انه لا يحدد سعر تنفيذ معين بل سعر تنفيذ الصفقة يتوقف على سعر السوق 88. و المميز في هذا النوع هو سرعة تنفيذ و الضمان أما عن السلبيات فتتمثل في عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ.

الأوامر المحددة : و في هذه الحالة يكون السعر بمثابة السعر الأدنى، فهذا يعني أن بيع الورقة المالية يكون كلما كانت السعر الأعلى في السوق. و هنا نجد أن المستثمر يعلم مسبقا الحد الأقصى للمبلغ الذي سيدفعه في حالة أوامر الشراء، و الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة أوامر البيع.

2.4. الأطراف المتدخلة في البورصة

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية البورصة إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين، و متدخلين غير مباشرين. أما المباشرين فهم السماسرة و الوسطاء و مختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية، و المتدخلين غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة و الوسطاء على تنفيذ أوامرهم.

1- **السماسرة** : هو وسيط في سوق الأوراق المالية، و يعمل ****ل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين و بين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة. إذن يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على

العميل أن يصدر أمرا لسمساره، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للبورصة، من هنا

فالسمسار دور مزدوج يكمل في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة، و العمل على تنفيذها من جهة أخرى عمل السمسار ينحصر في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدا ، مقابل عمولة متفق عليها، تكون غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فإنه وإن كانت الصفقة تتم على يديه، فهو لا يعتبر ممثلا لأي من الطرفين، وإنما يقرب بينهما فقط.

2- الوسطاء: هو أداة اتصال بين العميل و السمسار المقيد لديه، يحصل على حصة من العمولة التي يتحصل عليها السمسار، وهو مسؤول عن كافة العمليات المعقودة بواسطته، ولا يجب أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه.

3- المندوب الرئيسي: يساعد السمسار في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من عميله بالمقصورة مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي، فلا يجوز لهذا الشخص أن يعمل إلا باسم السمسار الذي أوكله و لحسابه و تحت مسؤوليته، كما لا يمكنه أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار، و أن لا يعمل لحسابه الخاص .

4- الأعضاء المنضمون: هم الموظفون الذين توكلهم البنوك لعقد عمليات في البورصة لصالحها و حسابها الخاص، هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سمسرة الأوراق المالية بأنفسهم دون أي وسيط.

5- العملاء: العملاء هم الأطراف المتدخلون بصورة غير مباشرة في عمليات البورصة، و العميل قد يكون بنكا، شركة، دولة أو فرد.

- تدخل البنوك في البورصة يكون بشراء و بيع الأوراق المالية المكتب فيها، وكذا المشاركة في إجراء عمليات المقاصة في آخر الجلسة

- تدخل الشركات يكونه بطرح الأسهم أو السندات للإكتتاب فيها، و هو ما يجلب لها السيولة اللازمة لمزاولة نشاطاتها.

- تتدخل الدولة في البورصة باعتبارها السلطة العليا في البلاد للإشراف على سير العمل فيها، كما يمكنها أيضا القيام بطرح سندات لتوفير السيولة اللازمة، و بالتالي معالجة مختلف أنواع العجز كعجز الميزانية أو العجز التجاري.

- تدخل الأفراد يكون بشراء الأوراق المالية المطروحة من طرف الشركات أو الدولة و بالتالي تقديم القروض و توفير السيولة من جهة و الحصول على عائد معقول من جهة أخرى.

- 6- الجمهور : تتمثل في الأفراد الذين ينتمون إلى البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة أي صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار وقد عرف عدد الأفراد المستثمرين تطورا ملحوظا.
- 7- المؤسسات الصناعية و التجارية : تعتبر هذه المؤسسات من بين المنتخبين المؤسسين في البورصة و الأسواق المالية بصفة عامة فهي تلجأ إلى الأسواق للحصول على رؤوس أموال بغرض تدعيم أموالها خاصة بإصدار الأسهم و تداولها فيما بعد أو إصدارها لسندات و الحصول على ديون متوسطة و طويلة الأجل و تداولها أيضا و بذلك تحصل المؤسسة على أموال دائمة لتمويل استثماراتها و توسعاتها ليتسنى لها ذلك يجب أن تكون مسجلة في البورصة و أن لم تكن كذلك يجب أن تدخل للبورصة و يمكن القول أن الشركات الصناعية و التجارية أصبحت توظف كافة إمكانياتها المالية لتجلب لها الأرباح.

الفصل السادس : المخاطر وإدارتها في الأسواق المالية

تتضمن تحليل المخاطر تحديد وقياس الأحداث التي يمكن أن تؤدي إلى خسائر للمنظمة، يمكن أن ترتبط هذه الأحداث بعمل تجاري في بلد ما ستقوم المؤسسة بالاستثمار في أسواقها، ويمكن ان تتمثل تلك المخاطر في احتمال حدوث فيضان مدته 100 عام، أو زلزال، أو تأمين قطاع اعمال في تلك البلد، بمجرد تحديد هذه الأحداث يتم استخدام تحليل المخاطر لتقدير احتمال حدوثها ومقدار الخسارة المرتبطة بكل حدث، الهدف من هذه الخطوة هو أن تحديد التأثير السلبي الأكثر خطورة على المؤسسة المالية ، وترتيب البقية من الأعلى إلى الأقل ثم دمج نتائج هذا التحليل في عملية إدارة المخاطر، حيث تتم صياغة مجموعة من إجراءات تخفيف المخاطر واتخاذ القرار بشأنها كما اوضحنا مسبقا.

يستخدم تحليل المخاطر أيضًا عند دراسة أي نوع من أنواع الاستثمار. تنطبق هذه العملية بشكل خاص على الميزانية الرأسمالية، حيث قد تكون هناك مؤسسة على وشك تخصيص مبلغًا كبيرًا من المال لمشروع تنموي القيام به؛ وفي هذه الحالة يكون العمل من خلال تحليل شامل للمخاطر الامر الفعال والمطلوب يهدف فهم أفضل لخطر الخسارة المرتبطة باستثمار محتمل، فإذا كانت النتيجة إشارة واضحة لمستوى عالٍ من المخاطرة فيجب أن يكون لذات الاستثمار معدل عائد مرتفع بحيث يتم تعويض الأعمال بالكامل عن مستوى المخاطرة الذي تتعرض له

1.1. مفهوم المخاطرة

أولاً: مفهوم المخاطرة:

التعريف الأول: المخاطرة بأنها «إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف الأهداف المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع» (Emett J.Vaughan, 1997)

التعريف الثاني: المخاطرة بأنها «تمثل احتمالات قابلة للقياس لتحقيق خسائر أو عدم الحصول على القيمة مشيراً إلى أن المخاطرة تختلف عن عدم التأكد حيث أن الأخيرة غير قابلة للقياس»

(Goohman John Downes et Jordan Elliott, 1995 ,P491)

التعريف الثالث: بأنها «تمثل الآثار غير المواتية على الربحية الناتجة عن العديد من عوامل عدم التأكد و أن قياس المخاطرة يتطلب الوقوف على تأثير الأمور غير المواتية التي تتم في ظل ظروف عدم التأكد على الربحية» (Joel Bessis, 1998,p5)

كما يعرف طلعت عبد الحميد « احتمال الخسائر في الموارد المالية أو البشرية نتيجة عوامل غير منظورة في الأجل الطويل أو القصير» (طلعت أسعد عبد الحميد، 1998، الصفحة: 227)

التعريف الرابع: يعرف (هندي) المخاطرة بأنها «تمثل التقلب في العائد المستقبلي و يتفق معه في ذلك (سينكي) حيث يشير إلى أن ذلك يمثل التعريف الشائع في التمويل» (منير إبراهيم هندي،، 2003، الصفحة : 5)

التعريف الخامس: «هي حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة والمتوقعة أو المأمولة» (طارق عبدا لعال حماد، 2003، الصفحة : 26)

مفهوم المخاطر: تعرف بأنها حالة عدم التأكد في إسترجاع رؤوس الاموال المقرضة أو تحصيل أرباح مستقبلية متوقعة (Anne Marie percie du sert, 1999,p25)

كما أصبحت الصناعة المصرفية والاسواق المالية تعرف بأنها فن التعامل مع المخاطر وليس تجنبها وذلك بغرض تعظيم العائد على حق الملكية ،وفي ضوء ما تقدم يمكن تعريف المخاطرة على أنها الآثار غير المواتية الناشئة عن أحداث مستقبلية متوقعة أو غير متوقعة تؤثر على ربحية المؤسسة .
ومن التعاريف السابقة نجد أن المخاطر موجودة ولا يمكننا أن ننكرها أو نتجاهلها وذلك كونها مرتبطة بمعظم أنشطة وممارسات المؤسسات لهذا وجب الإهتمام والتركيز عليها وهذا ما أدى إلى ظهور إدارة المخاطر.

2.1. مفهوم إدارة المخاطر: عرفت إدارة المخاطر بأنها كافة الإجراءات التي تقوم بها الإدارة لتحد من الآثار السلبية الناتجة عن المخاطر وإبقائها في حدودها الدنيا. (موسى عمر مبارك ، 2008، الصفحة : 19)

تعرف إدارة المخاطر حسب الهيئة المالية الأمريكية على أنها: " تلك العملية التي يتم من خلالها رصد المخاطر، تحديدها، قياسها، مراقبتها والرقابة عليها، وذلك بهدف ضمان فهم كامل لها والإطمئنان بأنها ضمن الحدود المقبولة." (A.M, 1999,P5)

كما تعتبر إدارة المخاطر تلك الأساليب التي تهتم ب: (بلعزوز علي، 2009، الصفحة : 335)

- ❖ تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها؛
- ❖ العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى مستوى ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية؛
- ❖ تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر؛
- ❖ إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر؛

- ❖ تطوير أساليب اتخاذ القرار والتخطيط وتحديد الأولويات عن طريق الإدراك الشامل والمنظم لأنشطة المؤسسة والتغيرات والفرص السلبية والايجابية المتاحة للمؤسسة؛
- ❖ المساهمة في الاستخدام والتخصيص الفعال لرأس المال والموارد المتاحة للمنظمة مع تخفيض التقلبات في مجالات النشاطات غير الأساسية؛
- ❖ تطوير وتدعيم القوى البشرية وقاعدة المعلومات بالمؤسسة وتعظيم كفاءة التشغيل.

2. خطوات إدارة المخاطر في الأسواق المالية :

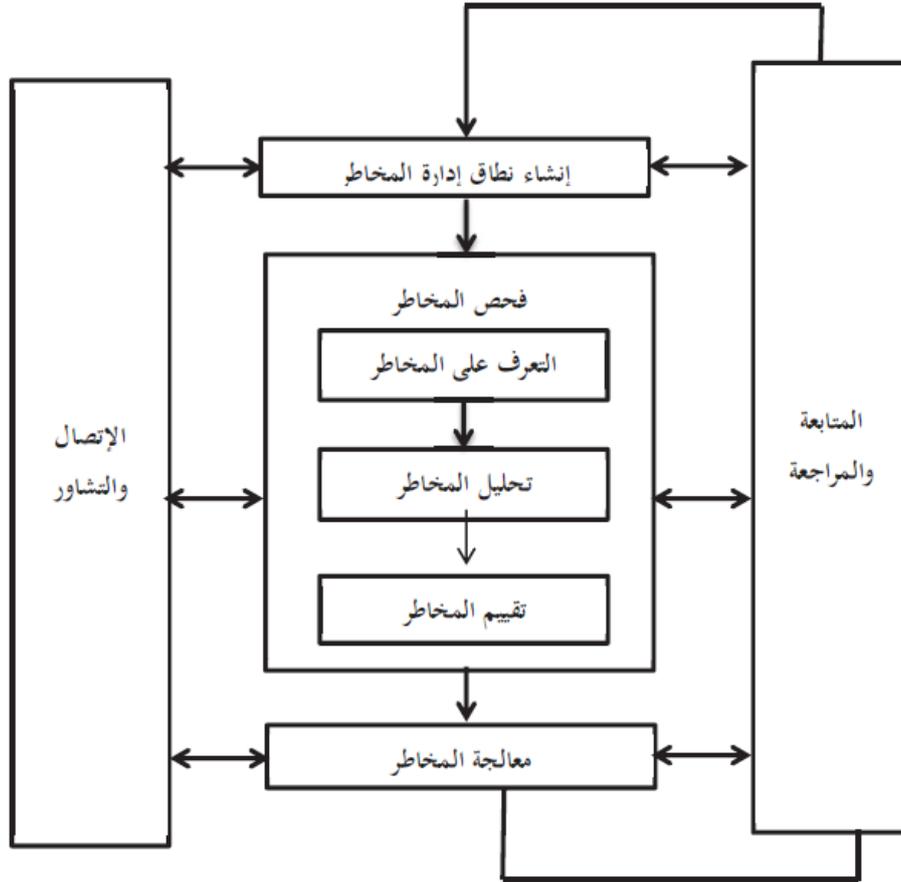
- إنشاء نطاق إدارة المخاطر: ويتضمن التخطيط للعملية ورسم خريطة نطاق العمل والأساس الذي سيعتمد في تقييم المخاطر وكذلك تعريف إطار للعملية وأجندة التحليل (تحليل المخاطر)
- فحص المخاطر: وتتضمن هذه المرحلة النقاط التالية:
 - ❖ التعرف على المخاطر: على المؤسسة التعرف على مصادر المخاطر ومناطقه والأثار المترتبة عليها، فالهدف من هذه الخطوة هو توليد قائمة شاملة للمخاطر التي قد تؤدي إلى إحداث خسائر؛ ومن الأدوات المستخدمة لذلك خرائط تدفق العمليات، تحليل القوائم المالية عمليات معاينة المؤسسة، المقابلات الشخصية...؛
 - ❖ تحليل المخاطر: بعد أن يتم التعرف على المخاطر، يجب أن يتم قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوث تلك الخسارة ثم ترتيب الأولويات إلى مخاطر حرجة، هامة وغير هامة؛
 - ❖ تقييم المخاطر: عندما يتم الانتهاء من تحليل المخاطر، فإنه من الضروري إجراء مقارنة بين تقدير المخاطر ومقاييس المخاطر التي تم إعدادها من طرف المؤسسة، مقاييس المخاطر تتضمن العوائد والتكاليف ذات العلاقة، والمتطلبات القانونية والعوامل الاجتماعية والاقتصادية والبيئية، وإهتمامات أصحاب المصالح لذلك يستخدم تقييم المخاطر لا اتخاذ القرارات تجاه المخاطر ذات أهمية بالنسبة للمؤسسة؛
 - ❖ معالجة المخاطر: بعد التعرف على المخاطر وتقييمها يتم وضع معايير مناسبة لضبط هذه المخاطر، وتتمثل هذه الخطوة في دراسة التقنيات التي ينبغي استخدامها للتعامل مع كل مخاطرة، ففي المرحلة التي يحدد فيها اتخاذ قرار بشأن المخاطر، من بين هذه التقنيات نجد الاحتفاظ والتحويل وعند تقرير التقنية الواجب استخدامها للتعامل مع خطر معين تدرس حجم الخسارة المحتملة ومدى احتمال حدوثها والموارد المتاحة لتعويض الخسارة حال حدوثها؛

❖ المتابعة والمراجعة: تضم عملية المتابعة والمراجعة نوعين من العمليات أولهما : التدقيق الذي يقوم به طرف خارجي على عمليات إدارة المخاطر وهو إما ان يكون مدقق داخلي مستقل أو من خلال مدقق خارجي، والثاني المراجعة التي تقوم بها ادارة المخاطر على عملياتها ويعود إدراج عملية المتابعة والمراجعة في برنامج إدارة المخاطر لسببين هما: (طارق عبدا لعال حماد، 2003، الصفحة : 61)

أن عملية إدارة المخاطر مستمرة ومتغيرة، فالعمليات التي تقوم قد تتغير من وقت لآخر وفقا للتغير في المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة كما تتغير التقنيات التي يتم إتباعها أيضا والانتباه المتواصل مطلوب؛

6- الاتصال والتشاور: يتم الاتصال والتشاور مع اصحاب المصالح الداخلية والخارجية، في جميع مراحل إدارة المخاطر وذلك لوضع خطة تتضمن الابلاغ عن العمليات والإجراءات المتعلقة بها من أجل إبلاغ اصحاب المصلحة بالأسس التي تم اعتمادها والقيام بإعداد تقرير مبني على النزاهة والوضوح وأن يكون مدعما بالأدلة اللازمة، ليتم إرساله إلى الجهات المختصة وكل من له شأن في ذلك كما هو موضح في الشكل الموالي :

الشكل رقم (8): خطوات عملية إدارة المخاطر



المصدر: محمد زوزي ، زاوية رشيدة ، " دور الابتكار المالي في إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية "
 مداخلة مقدمة الى الملتقى الوطني الثاني حول أساليب الحديثة لقياس وإدارة المخاطر المصرفية –
 الدروس المستفادة من الازمة المالية العالمية – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
 ، جامعة غرداية ، يومي 08-09/11/2015 ، ص. 255.

3. أنواع المخاطر المالية في الأسواق المالية

1.3 أنواع المخاطر المالية حسب ارتباطها بالمؤسسة:

يمكن تقسيم المخاطر إلى نوعين أساسيين هما:

1.1.3- المخاطر النظامية:

تعرف كذلك بالمخاطر العامة، وهي المخاطر التي تتولد عن العوامل العامة المشتركة التي ترتبط بالظروف الاقتصادية والسياسية العامة الشاملة لجميع النظام الاقتصادي، وهي ذلك الجزء من التقلب في العوائد الناجم عن العوامل المؤثرة في النظام الاقتصادي ككل، وتوصف المخاطر النظامية بأنها مخاطر البيئة الاقتصادية العامة، فعندما تكون البيئة الاقتصادية العامة مستقرة تكون المخاطر

النظامية مستقرة نسبياً أما إذا كانت البيئة الاقتصادية غير مستقرة فإن المخاطر النظامية سوف تتباين كثيراً من مدة أخرى.

وبناء على ما سبق نصل إلى أن المخاطر النظامية تتسم بالخصائص التالية:

- ❖ تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.
- ❖ تؤثر في جميع الشركات العاملة لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية؛
- ❖ لا يمكن تجنبها بالتنوع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال دراسة وتقدير العائد المتوقع.

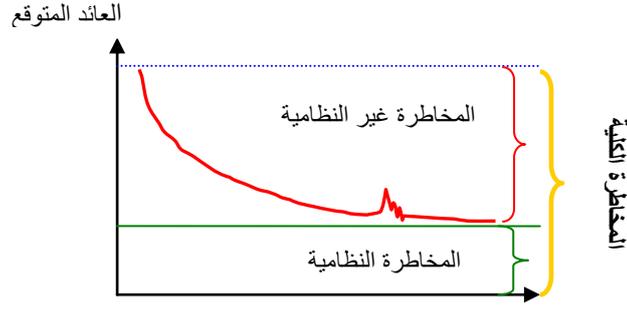
2.1.3- المخاطر غير النظامية:

هي المخاطر التي تكون مصادرها خاصة منفردة تتعلق باستثمار أو مشروع معين أو قطاع محدد وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق وتلعب الإدارة دوراً فاعلاً في التأثير عليها ولا يتأثر السوق بشكل عام، وفي حالة حدوثها فإن آثارها تكون جسيمة وتكون درجة المخاطر عادة مستقلة عن الظواهر الاقتصادية بشكل عام، وعلى العموم تتأثر هذه المخاطر بعوامل يمكن السيطرة عليها إذا توفرت الكفاءة الجيدة في الإدارة العليا، ولذلك يمكن تجنب هذه المخاطر.

وبناء على ما سبق نصل إلى أن المخاطر غير النظامية تتسم بالخصائص التالية:

- ❖ تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة ذاتها.
 - ❖ تؤثر فقط في الشركة المعنية؛
 - ❖ يمكن تجنبها عن طريق التنوع وذلك بالاستثمار في عدة بدائل استثمارية؛
 - ❖ يمكن قياسها من خلال مقاييس التشتت.
- ومن المخاطر غير النظامية التي قد تحدث في شركة ما نجد:
- ❖ حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتهي إليه تلك الشركة.
 - ❖ الأخطاء الإدارية في تلك الشركة كعدم التحوط للأحداق غير المتوقعة والارتباط بعميل واحد.
 - ❖ ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
 - ❖ الحملات الإعلانية من المنافسين.
 - ❖ تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة.
 - ❖ ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن حاصل جمع هاتين المخاطرتين يمثل المخاطر الكلية، ويمكن تمثيل المخاطرتين في الشكل الموالي:



المصدر: طارق عبد العال، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 244.

كذلك يمكن تقسيم المخاطرة المالية حسب مصدرها الى ما يلي:

- ❖ مخاطر الائتمان: تتعلق بإمكانية فشل المقترض أو عدم قدرته على السداد
- ❖ مخاطر السيولة: تعني عدم القدرة على مواجهة الالتزامات الخاصة بالمعاملات البنكية في الوقت المحدد لها.
- ❖ مخاطر الأعمال: تتمثل في المنافسة أو التقادم
- ❖ مخاطر سلعية: تنتج عن تذبذب أسعار السلع وما يرافقه من تغير في التدفقات النقدية
- ❖ مخاطر التشغيل: تنتج عن عدم أداء الوظائف حسب قواعدها.
- ❖ مخاطر السمعة: تتعلق بجودة الخدمات والمنتجات التي تقدمها المؤسسة مقارنة بمنافسيها.

2.3. مصادر المخاطر المالية:

يمكن تقسيمها تبعاً لطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة الى مجموعتين: مصادر منتظمة ومصادر غير منتظمة والتي تتفرغ بدورها الى اقسام أخرى:

1.2.3 المصادر المنتظمة للمخاطر:

1.1.2.3- مخاطر سعر الفائدة: يتمثل المصدر الأساسي لنشوء هذه المخاطر في التغير المستمر في مستوى معدلات الفائدة في الأسواق، أي قابلية التباين في العوائد عند تأثيرها على الأوراق المالية التي تتحرك في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة.

حيث ان الاستثمار في الأوراق المالية مرتبطة بعلاقة قوية بالتغيرات في أسعار الفائدة التي تؤثر مباشرة في القيمة السوقية للأوراق المالية، والتي بدورها تؤثر في معدل العائد (الربحية) الذي يحققه المستثمر. اذن أسعار الفائدة تؤثر على مختلف المتغيرات (الاستثمارات) مهما اختلفت ظروفها وطبيعتها.

وبالتالي تنعكس التغيرات في معدلات الفائدة على أسعار وفوائد الأوراق المالية ما يدفع بالمخاطر الى الزيادة او النقصان، فارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة يؤدي الى انخفاض أسعار الأوراق المالية بسبب تفضيل المستثمرين للفوائد المرتفعة لأنها أكثر جاذبية من الأوراق المالية. تظهر مخاطر تقلبات أسعار الفائدة خاصة على أوراق الدين، أين تتأثر الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أكثر من أي أوراق مالية أخرى (السندات أكثر من الأسهم العادية والممتازة) وذلك حسب نوع الاستثمار والاجل.

2.1.2.3- مخاطر القدرة الشرائية:

تعني هذه المخاطر إمكانية تراجع القيم الحقيقية للأموال المستثمرة أي انخفاض قدرتها الشرائية بسبب التضخم والذي يتسبب في الارتفاع العام في مستويات الأسعار بمعدلات كبيرة ما يؤدي الى ارتفاع في القيم النقدية كنوع من الوهم النقدي. تكون مخاطر القوة الشرائية قصوى في الاستثمارات ذات الدخل الثابت هي الأخرى (المدخرات، السندات والودائع ...) التي تدفع فوائد ثابتة.

3.1.2.3- مخاطر التضخم:

ان التضخم والذي نعني به الارتفاع العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، يؤثر على الأصول المالية بمختلف أنواعها من خلال انخفاض قيمتها الحقيقية. بحكم ان العائد يكون في المستقبل ما يولد حالة من عدم التأكد وهذا ما يدفع بالمستثمر الى تحديد العائد المتوقع حتى يحمي أمواله من مخاطر التضخم، فضلا عن تحقيق أرباح سنوية. "مخاطر التضخم تتسبب في الرفع من معدل الفائدة السوقية، وذلك على أساس أن سعر الفائدة الاسمي مساوي لسعر الفائدة الحقيقي مضافة اليه العلاوة مقابل خطر التضخم". وفي ظل ارتفاع مستوى التضخم يتوقع ان يطلب المستثمر معدل فائدة اعلى ليعوضه عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للتدفقات النقدية.

هذه المخاطر يمكن ان تسمى أيضا "مخاطر أسعار الأوراق المالية" تنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق راس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، او عوامل وهمية (الاشاعات الاحتكار والبيع والشراء الصوري ...)، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد المتغير، وذات مكونات من نقود وديون، فان تأثرها بالتضخم طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

4.1.2.3- مخاطر السوق:

تكمن مصادر الخطر المالي في التقلبات السوقية التي بصفة مباشرة على مكونات السوق المالي، فهي تعبر عن إمكانية وقوع خسائر بسبب تباين أسعار الأوراق المالية بشكل كبير ما بين تقديرات قيم الأوراق المالية والقيم الحقيقية لها، بالاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق المال مؤثرة بذلك على التدفقات النقدية المتوقعة و معدل العائد المطلوب على الاستثمار، و تتمثل المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة في أسعار السوق ، والتي في مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر العملة او سعر الصرف، مخاطر أسعار السلع، مخاطر الملكية ... الخ

وتؤثر مخاطر السوق بشكل واضح على الأسواق المالية، من خلال الأسهم العادية خاصة، واما السندات والأوراق المالية الممتازة فتكون اقل عرضة للتقلبات لأنه يمكن تقدير قيمتها الحقيقية بدقة من قيمة الأسهم العادية.

يتعرض المستثمرون في الأسواق المالية الصادرة بعملة اجنبية الى مخاطر العملة، فانخفاض قيمة العملة مقابل العملة المحلية، يؤدي الى انخفاض قيمة السوقية للاستثمارات بعملة المستثمر، أي تعرض هذا الأخير الى خسارة.

5.1.2.3- مخاطر الرفع المالي:

بحكم ان الرفع المالي يتعلق بالتمويل بالمدىونية فانه يعتبر من المصادر التي تؤثر على الاستقرار المالي في الأسواق والمؤسسات المالية، تقاس الرافعة المالية بنسبة الديون الى حقوق الملكية أي النسبة بين الديون واجمالي الأصول مع افتراض ثبات العوامل الأخرى.

حيث نكتب:

$$L = [(R_F - r) D / S] = (R_F - R_E) / (1 - T)$$

حيث:

L : أثر الرافعة المالية

R_F : المردودية المالية

R_E : المردودية الاقتصادية

r : معدل الفائدة المتوسط لمجموع الديون

T : معدل الضرائب على الأرباح

D : اجمالي الديون (الطويلة، المتوسطة وقصيرة الاجل)

S : الأموال الخاصة

تدرس الرافعة المالية العلاقة بين المردودية المالية، وكيفية الرفع من مردودية الأموال الخاصة، نتيجة استخدام الدين في الهيكل المالي، بذلك يعتبر أثر الرافعة المالية بمثابة المؤثر الذي يقيس التأثير الإيجابي أو السلبي لسياسة الدين في المؤسسة، والذي يتعلق بارتفاع درجة المردودية الاقتصادية، وذلك ما يسمح درجة المخاطر المالية للمؤسسة على المدى القصير والطويل. وفق الحالات التالية:

الرافعة المالية موجب، ما يعني ان الديون لها دور إيجابي في المؤسسة. أثر $L > 0 \leftarrow RE > r$

$L > 0 \leftarrow RE > r$: الديون ليس لها تأثير على المؤسسة.

$L > 0 \leftarrow RE > r$: أثر الرافعة المالية سالب، ما يعني ان الديون لها دور سلبي في المؤسسة.

يتسبب استخدام الرافعة المالية في زيادة التقلبات في الأرباح بسبب ارتفاع وانخفاض المبيعات خلال دورة الاعمال، نتيجة استخدام التكاليف الثابتة للتمويل، ويمكن التحكم فيها من خلال التحكم في هذه التكاليف.

6.1.2.3- مخاطر الرفع التشغيلي:

فالخطر التشغيلي الذي يؤثر سلبا على الأرباح يعرض المؤسسة لخطر العجز عن السداد وبالتالي يعرض المؤسسة الى الخطر المالي، وذلك لان الأرباح هي مصدر التدفق النقدي الذي يستخدم في عملية السداد حيث تتحدد الرافعة التشغيلية من خلال ناتج قسمة التكاليف الثابتة المؤسسة على التكاليف المتغيرة، ينتج عن ارتفاع الرافعة التشغيلية الزيادة في قابلية تباين العوائد المتوقعة.

2.2.3 المصادر غير المنتظمة للمخاطر:

1.2.2.3- مخاطر الاعمال:

هي درجة التذبذب في ربحية المؤسسة التي ترجع الى التغير في حجم المبيعات بسبب ظروف الصناعة او طبيعة النشاط، او بسبب التغير في تكاليف العمليات.

ترتبط مخاطر الاعمال باحتمال عدم تحقيق المؤسسة لأهدافها او احتمال تدني قدرة المؤسسة على المحافظة على مركزها التنافسي في السوق ما ينتج عنه تحمل خسارة المستقبل (تأثيرها على أرباحها).

2.2.2.3- مخاطر الادارة:

يمكن للإدارة أن تسبب اختلافا في عوائد الاستثمار، فهي بذلك تؤثر على مسار المؤسسة ومستقبلها. ومنه يجب على المستثمر التقييم وتحديد الكفاءات لتفادي ارتكاب الأخطاء التي تؤدي الى هذه المخاطر.

3.2.3 التصنيف التقليدي للمخاطر المالية:

حسب العوامل الأساسية المحددة للمخاطر كالحيازة، تغير الأسعار وتأثير الزمن، فإننا نميز أربع أنواع أساسية للمخاطر وهي خطر الملكية، خطر السيولة، خطر الفائدة وخطر الصرف، سنتطرق الى شرحها فيما يلي:

1.3.2.3- خطر الامضاء:

ينشأ هذا الخطر عن احتمال عجز مصدر الأوراق المالية عن دفع المبالغ المستحقة للمستثمرين في تاريخ الاستحقاق سواء كان معدل الفائدة. يمكن أن نميز نوعين من خطر الامضاء:

2.3.2.3- خطر العجز:

يعبر عن عدم قدرة مصدر الأوراق المالية عن التسديد، خاصة الذمم التجارية على الزبائن أين يكون هذا الخطر في الأسواق المالية ذات الكفاءة خاصة سوق السندات، حيث يعد خطر عدم استرداد الأموال اول خطر يعترض نشاط المؤسسة المالية.

4. الأدوات المستعملة في قياس درجة المخاطر المالية في الاسواق المالية

ان قوانين الاحتمالات تسمح بقياس المخاطر المالية، من خلال تطوير التقديرات (les estimations) عن طريق الترددات (عدد المرات التي يتكرر فيها الحدث) او درجة الخطورة خلال مدة زمنية معينة . تسمح هذه الطريقة بقياس المخاطر في مجال تغيرات كبيرة او صغيرة (l'intervalle de vraisemblance)

هذا وفق النظرية الكمية لفكرة وزن الخطر، التي تسمح بقياس الخطر عن طريق محددتين أساسيين حسب "prouty" بفضل مصفوفة من مدخلين. الترددات كقواصل ودرجة الخطورة في الترتيب

1.4. الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية:

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي ومن اهم هذه الأدوات:

1.1.4- المدى: يعتبر المدى (le range), و الذي يتمثل في الفرق بين اعلی قيمة و ادنى قيمة للمتغير المالي ,كمؤشر للحكم على المستوي النسبي للخطر، حيث كلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.

2.1.4- التوزيعات الاحتمالية:

التوزيعات الاحتمالية (les distributions de probabilité) وهي تقدم أداة كمية أكثر دقة من المدى، من خلال تتبع سلوك المتغير المالي بحساب احتمال وقوع الخطر أي تحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الاحداث الممكنة وبذلك تحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم المالية.

وتستخدم التوزيعات الاحتمالية في المقارنة بين مستويات الخطر لعدد من الصول المالية، ما يساعد متخذ القرار على اختيار الأصل المناسب والذي يكون ذو مستوى حطر أدنى. فكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو الطرفين، كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر للأصل. ونحسب:

$$\sigma^2[\Sigma(Ri-\bar{R})^2]/N$$

حيث:

σ^2 : التباين (مربع الانحراف المعياري)

Ri : عائد الورقة المالية (i)

\bar{R} : متوسط عائد الورقة المالية (i)

N : عدد الأصول المالية

3.1.4- الانحراف المعياري في قياس الخطر المالي:

لقد عرفنا الخطر على انه يعبر عن اختلافات في التدفق النقدي المحتمل والذي يمثل الوسط الحسابي في التوزيع الاحتمالي المعتدل، حيث يمثل درجة اتساع او ضيق منحنى التوزيع الاحتمالي. يمكن قياس هذه الاختلافات عن طريق الانحراف المعياري σ (Ecart type) الذي يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداما كمؤشر للخطر الذي يوافق الورقة المالية، حيث يمكننا من تقدير درجة تشتت قيم الأوراق المالية بفضل القيمة المتوقعة للأصل. وكما يعبر الانحراف المعياري عن درجة الاختلاف في تدفق النقدي المحتمل حدوثه عن التدفق النقدي المتوقع للخطر.

❖ كلما زادت قيمة الانحراف المعياري ارتفع مستوى الخطر للورقة المالية

❖ كلما قلت قيمة الانحراف المعياري انخفض مستوى الخطر للورقة المالية

قد يسمح الانحراف المعياري σ بتساوي ورقتين في درجة الخطورة بالرغم من اختلاف النسب المئوية لانحراف العوائد عن الوسط الحسابي

4.1.4- التباين "معامل الاختلاف":

يمكن التخلص من هذه المشكلة باستخدام التباين) معامل الاختلاف Var (كمقياس للخطر المالي بدل الانحراف المعياري فالتباين (la variance) يقيس درجة التشتت نسبيا، كما يعبر عن العلاقة التي تربط بين الخطر والعائد، أي بين الانحراف المعياري للأصل والقيمة المتوقعة له. يعبر معامل الاختلاف بدقة أكبر عن الخطر مقارنة بالانحراف المعياري في حالة مجموعة من الأصول المستقلة والمختلفة فيما بينها

(العائد والخطر)، ويبين درجة الخطر لكل وحدة من العائد، فكلما ارتفعت قيمة معامل الاختلاف ارتفع مستوى الخطر، نلخص التباين في العبارة التالية حيث:

$$V = \sigma^2 = \sum (R_i - E(R))^2 P_i$$

σ^2 : التباين (مربع لانحراف المعياري)

R_i : عائد الورقة المالية (i)

$E(R)$: التوقع الرياضي للعائد

P_i : احتمال الورقة المالية (I)

5.1.4- معامل بيتا:

معامل بيتا (coefficient beta) يبين درجة حساسية قيم الأصل المالي نحو التغيرات التي تحدث في أصل آخر، (فمثلا يمكن قياس درجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك....

يمكن ان نعبر عن المعامل B للخطر الذي تتعرض له الأوراق المالية من مخاطر عامة وخاصة بالعبارة التالية:

$$B = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

حيث:

B: درجة حساسية قيم الأصل المالي للتغيرات في الأصول المالية الأخرى

R_i مردودية الورق المالية I

$\sigma^2(R_m)$: تباين مردودية السوق

ويمثل B درجة حساسية التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية الى التغير في مؤشر السوق , كما يقيس مدى حساسية الورقة للتغيرات التي تحدث في السوق, اين تظهر علاقة درجة خطورة السوق و علاقة الورقة المالية بالسوق، حيث يعبر المعامل B على التغير في سعر الورقة المالية.

التغير في سعر الورقة المالية = التغير في عائد السوق \times الورقة المالية

يستعمل المعامل B في:

- 1- المبادلات بين المخاطر والعوائد عند الاستثمار في الأوراق المالية، وفق نموذج تسعير الأصول المالية.
- 2- التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها من أصول , باستبدال الأصول المالية قليلة الخطر وعديمة المردودية بالأصول المالية ذات مخاطر اكبر ومردود اكبر.
- 3- الكشف عن الأوراق الحساسة في السوق المالي.

حساسية المعامل B :

هناك طريقتين لقياس المعامل B حسب توفر المعلومات:

$$B = r(i, m) * \sigma_i / \sigma_m \quad \checkmark \text{ الطريقة المختصرة:}$$

حيث :

r: معامل الارتباط بين عائد الورقة المالية و عائد السوق.

σ_i : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية.

σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

\checkmark الطريقة الأساسية:

حيث:

$$B = \frac{\sum(R_i * R_m) - n(R_i)(R_m)}{[\sum(R_m^2) - n(R_m^2)]}$$

حيث :

R_i : عائد الورقة المالية

R_m : عائد السوق

R_i : متوسط عائد الورقة المالية

R_m : متوسط عائد السوق

N: عدد الأوراق المالية

2.4 أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية :

يعتبر التحليل المالي من الأنشطة الهامة للإدارة المالية حيث تعتمد على تحليل البيانات التاريخية للكشف عن العوامل ذات التأثير على حقوق الملكية , عن طريق تحويل الكم الكبير من البيانات التاريخية المالية الى كم اقل ذو معلومات اكثر فائدة تساهم في اتخاذ القرار , هذا التحليل يسمح بقياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير و خاصة الدائنين وذلك في الأجال المحددة لاستحقاقها و تحقيق تدفقات نقدية للمساهمين . ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة النسب والمؤشرات المالية.

ومن اهم النسب او المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في التحليل المالي مصنفة حسب المهام المراد تقييمها نذكر:

❖ نسب تقيس درجة المديونية

- ❖ نسب تقيس القدرة على أداء الالتزامات قصيرة الاجل
- ❖ نسب تقيس الكفاءة في إدارة الأصل
- ❖ نسب تقيس حق الملكية الى اجمالي الديون
- ❖ نسب تقيس الربحية و العائد.

3.4. قياس المخاطر الكلية:

نستطيع ان نقسم الخطر الذي يمكن ان تتعرض له الأوراق المالية حسب مصدرها الى مخاطر خاصة وعامة كما ذكرنا سالفا ، فيمكن التعبير عن كل من الخطر المنتظم و الخطر غير المنتظم لبناء علاقة الخطر الكلي للورقة المالية وفق المعادلة التالية :

$$R = R + U$$

$$R = R + m + \varepsilon$$

R: يمثل العائد الكلي المحقق من الورقة المالية

R: مثل العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلا من الرقة المالية

U: يمثل الجزء غير المتوقع من العائد او الخطر الموافق للعائد

m: يعبر عن المخاطر العامة او مخاطر السوق

ε : متغير عشوائي

فالخطر المنتظم للورق المالية يساوي: B مضروبة في الانحراف المعياري لربحية السوق .

اما الخطر غير المنتظم فيساوي: الانحراف المعياري للمعامل المتبقي ($\sigma\varepsilon$) ومنه يمكن بناء علاقة الخطر الكلي للورقة المالية بالعلاقة التالية :

$$\sigma^2 = B^2 \cdot \sigma^2 m + \sigma^2 \varepsilon$$

يدل معامل B المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر.

4.4. أدوات أخرى لقياس الخطر:

لقد تعددت أدوات قياس الخطر، بسبب تنوع الطرق التي تناولت الخطر، وفيما يلي اهم هذه الأدوات:

1.3.4- مقياس KOLM: يقوم هذا المقياس على أساس توقع المكاسب لدخل من خلال المقارنة بين منفعة المداخل المتوقعة ومنفعة المداخل.

2.3.4- مقياس Markowitz (التوقع الانحراف المعياري): يطرح من خلاله فكرة خيارات المحفظة بطريقة تسمح بحل مشاكل الأوراق المالية ، لكل منها مردود محدد بحساب التوقع الرياضي E و مستوى مخاطر محددة بالتباين V فهذا النموذج يسمح بتحديد المخاطر المالية في الاقتصاد .

3.3.4- المقياس الثاني Markowitz (semi-variance) : يهدف الى الرفع من مردودية الأوراق المالية الى حدودها القصوى .

4.3.4- مقياس Fama: افتراض ان مقياس الخطر يتمثل في الدخل او عائد الأصول المالية ، حيث تتبع القانون الطبيعي في توزيعها.

5.3.4- مقياس A D Roy: لقد عرف الخطر على انه احتمال الخسارة في المحفظة المالية لدخل ما، مع تجديد عتبة محددة وفق الدالة:

$$\Pi = P(x' < x_0)$$

4.4 قياس المخاطر المالية: يمكن قياس المخاطر المالية من خلال الادوات الكمية الاقتصادية حسب نوعيتها كمايلي:

1.4.4- قياس المخاطر المالية المنتظمة:

يعد المعامل مقياسا مناسباً لقياس المخاطر المنتظمة ، اذ يعبر عن التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية نتيجة التغير في مؤشر السوق ، فنعتبر عن العلاقة بينهما بالمعادلة الخطية التالية :

$$R_i = \alpha_i + B_i R_m$$

R_i : عائد الورقة المالية

R_m : عائد السوق عبر مؤشر السوق

α_i : ثابت ، يمثل معدل العائد للورقة المالية المستقل عن السوق

B_i : ثابت ، يمثل ميل معادلة المستقيم للتغير الحاصل في معدل عائد الورقة المالية

R_i : نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق بوحدة واحدة.

$$B = \text{Cov}(m) / v(m)$$

يمكن التوصل لقياس B بالعلاقة:

$\text{Cov}(m)$: التباين المشترك للورقة المالية و السوق

$v(m)$: تباين عائد السوق

يعبر المعامل بيتا عن الحالات التالية:

- ❖ إذا كان معامل بيتا مساوي للواحد، تكون الورقة المالية حساسة للتغيرات على عائد السوق بدرجة عادية، إذ يتغير العائد بدرجة متطابقة مع تغيرات عائد السوق، وتتطابق مخاطرة مع مخاطر السوق ومنه فالسوق يتصف بالاستقرار عكس المتغيرات الأخرى، يعني تحقيق التوازن.
- ❖ إذا ارتفعت قيمة معامل بيتا (أكثر من 1)، فإن الورقة المالية ذات حساسية كبيرة بالنسبة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق بدرجة كبيرة، أي أنه يضخم هذه التغيرات، ما يزيد من قيمة المخاطر المنتظمة المصاحبة للأوراق المالية، فتكون مخاطرة أكبر من مخاطر السوق، الأمر الذي يتطلب إعادة النظر في سياسة تنوع الاستثمارات التي تنتهجها المؤسسة.
- ❖ إذا انخفضت قيمة معامل بيتا أقل من 1، فإن الورقة المالية غير حساسة (نسبياً للسوق). أي أن الورقة المالية ذاتية الحساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وتكون مخاطرة أقل من مخاطر السوق.

إضافة إلى هذا، توجد علاقة عكسية تربط الزمن بالخطر، فكلما كانت النقطة الزمنية التي يتم فيها الحصول على عائد بعيدة، كلما زادت درجة الخطورة المرتبطة بهذا التدفق. أي أن الخطر يزيد مع الزمن، حيث أن σ - وحتى Var - يزداد بالنسبة للعوائد البعيدة.

الفصل السابع : الأسواق المالية الناشئة

تعرف التوجهات الحديثة في مجال التمويل اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، ومن قبل كبريات الشركات العالمية، بسبب ما يحصل من تطور بارز على مستوى تكامل الأسواق المالية في الاقتصادات المتطورة، هذا من جهة ومن جهة أخرى، تتطلع الاقتصادات الناشئة إلى اللحاق بركب الأسواق المالية المتطورة من خلال سعيها في تحقيق متطلبات وشروط الأسواق المالية الكفؤة. ويمكن القول أيضا، أن الأسواق المالية المتطورة تكون قد خضعت لسيرورة تاريخية من أجل الوصول إلى مستويات أعلى للأداء من جوانب حجم التداول، والعوائد المرتقبة، وكفاءتها العالية في مجال الاستثمار، إلا أن هذا لم يجعلها بمنأى عن مخاطر الاستثمار، أو الوقوع في أزمات من حين لآخر، لذلك فإن سعي الاقتصادات الناشئة نحو تطوير أسواقها المالية ليس بالأمر السهل لأن الكثير من هذه الأسواق حديثة النشأة لم يكتمل نضجها بعد لتكون بمستوى الأسواق المالية المتطورة.

1. مفاهيم عامة حول المؤسسات الناشئة والأسواق المالية الناشئة**1.1 تعريف المؤسسات الناشئة:**

تعرف المؤسسات الناشئة Startup اصطلاحا حسب القاموس الانجليزي على أنها مشروع صغير بدأ للتو، وكلمة start-up تتكون من جزأين "start" وهو ما يشير إلى فكرة الانطلاق "up" وهو ما يشير إلى فكرة النمو القوي. وبدأ استخدام المصطلح start-up بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة، وذلك مع بداية ظهور شركات رأس المال المخاطر (capital risque) ليشيع استخدام المصطلح بعد ذلك. وفي الوقت الحاضر يوجد المصطلح ويعرفه القاموس الفرنسي Larousse على أنها المؤسسات الشابة المبتكرة، في قطاع التكنولوجيا الحديثة. (بو الشعور، 2018، صفحة 420)

كما تعرف أيضا على أنها مؤسسة حديثة الانطلاق ولها تاريخ تشغيلي قصير. وفي نموذج دورة حياة المؤسسة تظهر المؤسسة الناشئة كمؤسسة في أولى سنوات انطلاقها، وكأول مرحلة تلي مباشرة إنشائها القانوني أين تباشر في عملياتها التشغيلية. حيث مرحلة الانطلاق تبدأ عندما تتلقى المؤسسة أولى طلبياتها أو تقدم أولى مبيعات لها وتنتهي عندما تصل بالفعل أو تجاوز نقطة التعادل (عتبة المردودية)، وتمتد مرحلة (start-up stage) بين ثلاث إلى خمس سنوات من وجود المؤسسة ثم تنتقل إلى المرحلة الموالية من مراحل النمو. (تليتي و سياغ، 2020، صفحة 779)

نستنتج مما سبق أن المؤسسات الناشئة هي مؤسسات فتية حديثة النشأة، ذات إمكانيات نمو عالية، تهدف إلى طرح أفكار أو ابتكارات جديدة وتعتمد بشكل كبير على التقنية الحديثة.

2.1. تعريف السوق المالي الناشئ :

لقد أحيطت الأسواق المالية الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها، وتحديد خصائصها، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية، و في الحقيقة لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة، فعبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية و التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من اجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو.

ويشمل مصطلح " ناشئة " عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية نمو و تتطور بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة والتي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق. ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين، كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات وتتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية.

2. خصائص المؤسسات الناشئة :

تتمثل شروط منح علامة "مؤسسة ناشئة" حسب المشرع الجزائري في:

تنص المادة 11 من المرسوم التنفيذي رقم 20-254 المؤرخ في 27 محرم عام 1442 الموافق ل15 سبتمبر سنة 2020، يتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة مؤسسة ناشئة: تعتبر مؤسسة ناشئة كل مؤسسة خاضعة للقانون الجزائري، وتحترم المعايير الآتية: (فرحات و عبداللاوي، 2020، صفحة 151)

❖ يجب ألا يتجاوز عمر المؤسسة ثماني (8) سنوات؛

❖ يجب أن يعتمد نموذج أعمال المؤسسة على منتجات أو خدمات أو نموذج أعمال أو أي فكرة مبتكرة؛

❖ يجب ألا يتجاوز رقم الأعمال السنوي المبلغ الذي تحدده اللجنة الوطنية؛

❖ أن يكون رأس مال الشركة مملوكا بنسبة 50% على الأقل من قبل أشخاص طبيعيين أو صناديق استثمار معتمدة أو من طرف مؤسسات أخرى حاصلة على علامة مؤسسة ناشئة؛

❖ يجب أن تكون إمكانيات نمو المؤسسة كبيرة بما فيه الكفاية، يجب ألا يتجاوز عدد العمال عامل.

ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق لمتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين، كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات وتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية.

وعموما فإنه لا بد من النظر إلي ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية، فبعض الأسواق قد برزت فعلا، وبعضها في الطريق البروز، وأخرى ستظهر لاحقا

3. خصائص الأسواق المالية الناشئة :

أنها تشترك غالبية الأسواق الناشئة في بعض الميزات على الرغم من تباينها فيما يتعلق ببعض المؤشرات وهي كالتالي:

– الحجم الصغير:

يعكسه كل من مؤشر رسملة البورصة ومؤشر عدد الشركات المسجلة في السوق وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق لمعدلات جيدة وارتفاع مؤشراتهما إلى أكثر من تلك المتحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع؛

– درجة تركيز عالية:

تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز ، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة ، مما يسمح بعزل البوصلات الناشئة عالية التركيز بالاستثناء الهند وباكستان والبرازيل؛

– تذبذب كبير في الأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة:

وتقاس درجة التذبذب بواسطة الانحراف المعياري لعوائد السوق المعينة، وأيضا بمعدل (PER)، وهو حاصل قسمة سعر السهم على عائده، وهذا المعدل مرتفع جدا في الأسواق الناشئة؛

– التطور السريع:

حيث حققت العديد من البورصات الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في إندونيسيا ، تركيا ، البرتغال ، اليابان ، فنزويلا ، اليونان ، الأرجنتين ، ماليزيا وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصص إلى هذه البورصات.

– قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية:

إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيرة كفاءة من أجل السير الحسن للعمليات المالية، بالإضافة إلى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة ، كما لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين أو مستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال وإعادتها إلى الوطن أو تحويل الأرباح ؛

– ضعف الاستقبال للاستثمارات الأجنبية:

فعلى الرغم من تزايد رؤوس الأموال المتجهة نحو البورصات الناشئة من 13 مليار دولار في 1990 إلى 61 مليار في 1993 فهناك دراسات للبنك الدولي توضح أن الحصة الأكبر من رؤوس الأموال المستثمرة في الأسواق المالية الدولية تتركز فيما بين الدول الصناعية وهذا على الرغم من أن الأسواق الناشئة أكثر مردودية وتنوعا.

4. معايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة:

وهي مجموعة من المقاييس الكمية والنوعية، يمكن من خلال الحكم على طبيعة السوق الناشئة ومستويات تطورها :

1.4.المعايير الكمية:

يمكن الرجوع إلى تعريف مؤسسة التمويل الدولية للسوق الناشئة على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10.000 دولار، والبعض يلجأ إلى الحصر: الأسواق الناشئة هي البلدان التي لم تدخل إلى مجموعة الـ 15 أو خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية(OCDE)، أو أيضا خارج مؤشر مورغان ستانلي أو خارج مؤشر فاينانشل تايمز، حيث يمثل معدل النمو الاقتصادي أحد أهم المعايير الكمية وهناك تعريف آخر: أن بروز أو نشوء سوق ما، يدل على الانتقال من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي، وكل هذه المعايير في الحقيقة تقوم على مجموعة مؤشرات اقتصادية وأخرى مالية من أجل تصنيف الأسواق المالية، ولكنها في الواقع معايير غير كافية، في حين لم تشر إلى معيار إمكانية الدخول في السوق وإلى قوة هياكل البورصة.

وحتى المعايير الجغرافية التي تصنف الأسواق حسب موقعها الجغرافي ليست وجيهة، فمنذ 1990 دخلت بعض بلدان إفريقيا و أوروبا الشرقية مثل بولونيا وجمهورية التشيك وقبرص في إطار الأسواق الناشئة مما يقضي بضرورة إعادة النظر في مسألة إقتصار صفة النشوء على بلدان آسيا وأمريكا الجنوبية.

2.4. المعايير النوعية:

تحدد السوق الناشئة من خلال دراستها من حيث تطورها ودرجة كفاءتها وأدائها ، فالسوق الناشئة هي سوق ليست على درجة عالية من الكفاءة ولكنها تعود بمردوديات مرتفعة، بمعنى آخر تتميز بقوة أداء داخلية وكاملة، كما أنها تتيح فرص متنوعة للربح أمام المستثمرين الدوليين، وأكثر أهمية من تلك المتاحة في الأسواق المتقدمة، فبالإضافة إلى شرط تواجد السوق في إقتصاد نامي، هناك شرط آخر هو أن تكون السوق نفسها في حالت نمو وتطور نسبي، ولا بد أن تصل السوق إلى درجة معينة من التطور حتى يمكن منحها صفة "ناشئة" حيث تقصى الأسواق البدائية والضعيفة من هذه المجموعة، وفي نفس الوقت هناك أسواق قد تجاوزت مرحلة النشوء بحجمها الكبير ودرجة إرتقائها العالية.

وعلى كل تتصف هياكل السوق المالية في البلدان الناشئة ببعض النقص وقلت الكفاءة بالمقارنة مع أسواق الدول المتقدمة، ويعتبر هذا كميّار مهم لتمييز هذه الأسواق.

ولا بد من الإشارة هنا إلى أن مصطلح (الأسواق الناشئة) لا يرتبط بمدى حداثة السوق، أي بالأسواق حديثة النشأة، فهو يستخدم أو يطلق على الأسواق المقامة مؤخرا مثل البحرين، غانا، باناما وسلوفاكيا مع بداية التسعينات 1990، كما يطلق أيضا على الأسواق القديمة مثل سوق بومباي 1887، ريو ديجي نيو 1845 و سانباولو 1890.

وهي كغيرها من الأسواق في البلدان النامية حيث نشطت بورصاتها بشكل كبير في الماضي ثم علقت نشاطاتها لتظهر ثانية مع بداية التسعينات، وهي أسواق مالية نشأت قديما وهي لا تزال في مرحلة النشوء أو التطور.

5. إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة :

إذا كان مستوى تنمية وتطوير المؤسسات الناشئة وقطاع الأنشطة الخاصة بها وجودة آليات التوزيع مهما، فإن حجم التمويل من خلال رأس المال أيضا على درجة أكبر من الأهمية، وبالتالي فإن التحدي التمويلي الذي تواجهه هذه المؤسسات تفرضه خصائص هذه المؤسسات ومتطلبات الاحتياجات التمويلية الخاصة بها من جهة، ومدى اصطدامها بمؤسسات التمويل التي توفر الرأس المال من جهة أخرى.

يرجع ممثلو مؤسسات التمويل أسباب مشكلة تمويل المؤسسات الأصغر حجماً إلى عدم وجود الضمانات الكافية لمنح تمويل هذه المؤسسات خاصة أن هذا النوع من المؤسسات عادة ما يتصف بانخفاض حجم الموارد المالية التي عادة تأخذها شركات التمويل بعين الاعتبار عند منح الائتمان، إضافة إلى صعوبة تصرف مؤسسات التمويل في الضمانات بسرعة ودون خسارة في حالة تخلف المقترض عن تسديد المستحقات وذلك راجع لانخفاض موجوداتها والاعتبارات الاجتماعية من جهة ثانية. ويضاف إلى ذلك الأسباب التالية: (بورنان و صولي، 2020، صفحة 137)

❖ **نقص الخبرة:** أي نقص الخبرة في أسس المعاملات البنكية والتي تعد أحد صفات المؤسسات الكبيرة إضافة إلى عدم قدرتها على الاستعانة بالخبرات المتخصصة في هذا المجال وهذا نتيجة لافتقارها للسجلات المحاسبية وبصفة خاصة الكاملة والسليمة الموثوق فيها وهذا لنقص في الخبرة الإدارية والتنظيمية للقائمين على هذه المؤسسات.

❖ **الافتقار لعنصر الثقة:** وذلك في القائمين على هذه المؤسسات، وهو العنصر الأساسي لعدة مؤشرات أهمها الجدارة الائتمانية للزبون، والتي تتحدد من خلال القوائم المالية، والطاقة الإنتاجية والسيولة والسمعة الائتمانية للزبون.

❖ **عدم ملائمة القروض المطلوبة:** حيث عادة تفضل البنوك منح التمويل قصير الأجل، وغالبا هذه المؤسسات تطلب قروضا طويلة الأجل لغرض الإنشاء.

❖ **محدودية التسويق:** وهو ما يؤثر على سرعة دوران الأموال المستثمرة في المؤسسة وبالتالي على تسديد القروض.

❖ **انخفاض الجدارة الائتمانية:** إن انخفاض الجدارة الائتمانية لهذه المؤسسات يجعلها في صعوبة للحصول على التمويل. (بوروية، 2017-2018، صفحة 59)

❖ **عدم تناسق المعلومات:** إن التباين في المعلومات وعدم تناسقها يؤدي إلى امتناع البنوك عن منح التمويل اللازم، مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

6. شروط قيام الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها

1.6 شروط قيام السوق المالية الناشئة:

تنشأ السوق المالية الناشئة أساساً من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر شروط الجاذبية المطلوبة التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل وهي كالتالي:

❖ **الطلب الدولي على رؤوس الأموال:**

أدت أزمة المديونية في بداية الثمانينات إلى التقليل من اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل هذه الاقتصاديات المدينة، ومن ثم كان لابد من إيجاد مصادر تمويل مباشرة دون اللجوء إلى الوساطة وقد تم في بداية عمليات التخفيض من المديونية، والتي وضعت في إطار مخطط برادي في مارس 1989 الذي جاء بفكرة توريق ديون البلدان النامية حيث ساهمت هذه العمليات في إمكانية الاستجابة في الأسواق الدولية للرؤوس الأموال لعشرات المليارات من الدولارات من سندات (برادي) المصدرة في بلدان أمريكا اللاتينية بشكل خاص.

كما قدمت البنوك الإمتيازات بكثافة للاختيارات تحويل مستحقاتها على البلدان النامية إلى سندات مقابل تخفيض المبلغ الرئيسي أو الفائدة، وضمن هذه الشروط قادت عمليات توريق الديون مع التطور الكبير للأسواق الناشئة إلى تحول جزء من قروض هذه البلدان إلى محافظ المستثمرين الدوليين.

❖ العرض الدولي لرؤوس الأموال:

مع الركود الاقتصادي الذي ضرب البلدان المتقدمة في بداية التسعينات إضافة إلى انخفاض معدل الفائدة في عدد منها ومن بينها الولايات المتحدة سارع المستثمرون الأجانب والمحليون سعياً وراء العوائد المرتفعة إلى استثمار أموالهم في البلدان الناشئة، سواء في الأسواق المالية (أسهم و سندات) أو باستثمارات طويلة الأجل في شكل مساهمات في قطاع الإنتاج المحلي، ولقد تطورت التدفقات المالية المتوجهة إلى الأسواق الناشئة في شكل استثمارات مباشرة أو في شكل استثمارات المحفظة المالية. ويعود ذلك بتأكيد إلى التغيرات التي طرأت على هذه البلدان من خلال تحسن الاستقرار السياسي والاجتماعي، إضافة إلى الإصلاحات الاقتصادية والمؤسسية، الموضوعة عادة من طرف صندوق النقد الدولي التي تهدف آليات اقتصاد السوق، وتقديم دور مهم وفعال للمؤسسات الخاصة في تخصيص الموارد، وكل هذه الأمور قد دعمت نمو الأسواق المالية، وعموماً فإن تطور الأسواق الناشئة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بإدارة السلطات العمومية، والتزامها بضرورة الاندماج ضمن المحيط التجاري والمالي الدولي.

2.6 مراحل تطور السوق الناشئة:

يمكن تمييز أربعة مراحل أساسية لتطور السوق الناشئة تختلف حسب البلد ومدى تطور السوق في حد ذاته وهي كالتالي:

المرحلة الأولى:

تبدأ مع بداية استخدام السوق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم النمو الاقتصادي للبلد، وعموما يرتبط ظهور مثل هذه الأسواق بدرجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي للبلد، حيث يميل المستثمرون المحليون إلى التوجه نحو هذا النوع من الاستثمار بدلا من الودائع البنكية التقليدية وسندات الخزينة قصيرة الأجل وخلال هذه المرحلة، تميل أسعار الأوراق المالية إلى ارتفاع بسبب الحجم الصغير الذي تتمتع به هذه الأسواق، كما انه تقدم فرص استثمار محدودة.

كما أن هذه الأسواق تتمتع بنمو معتبر في الحجم وفي درجة الرقي والتكلف، الشيء الذي يميزها عن الأسواق البدائية والتي تظهر عليها أية علامات تطور (بلدان الاتحاد السوفياتي سابقا وبعض البلدان الإفريقية).

المرحلة الثانية:

خلال هذه المرحلة، تكون السوق المالية أكثر نشاط بحيث تؤدي ضغوطات من الخارج من اجل الحصول على تسهيلات للدخول، ومن الداخل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة وفي هذه المرحلة النشيطة والمتذبذبة، تحسن السوق المالية مجموعة قوانينها المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها، وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب المستثمرين، وزيادة حجم الأوراق المالية المتداولة على السوق، ولكن هناك عاملان لا يخدمان مصلحة المستثمر بشكل كبير: الحجم الصغير للسوق، وبقاء بعض القيود التنظيمية (من بين الأسواق التي لا تزال في هذه المرحلة: الصين، كولومبيا، الهند، باكستان، البيرو والفلبين... الخ).

المرحلة الثالثة:

هي مرحلة التوسع، حيث تقدم السوق عوائد أكثر ارتفاعا وأقل تذبذبا، ويحصل المستثمرون بسهولة كبيرة على الإصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل سريع، ولكن هذا يترجم في الحقيقة إحتياجات متزايدة إلى رؤوس الأموال لدى مؤسسات كانت مسجلة من قبل أكثر مما يعبر عن برامج خصصت، وينمو إلى جانب السوق الناشئة هذه نظام وساطة مالية فعال (البنوك)، وقد وصلت هذه إلى المرحلة كل من أسواق الأرجنتين، البرازيل، إندونيسيا، ماليزيا، المكسيك وفنزويلا، كما ظهرت في كثير من هذه الأسواق بعض آليات تغطي المخاطر كالمشتقات والعمليات على المؤشرات نظرا لنمو السوق والمفاجآت الكبيرة فيها.

المرحلة الرابعة: هي المرحلة النهائية، والتي تعبر عن نضج السوق و إستقرار نموها، حيث تكون علاوات المخاطر تنافسية على المستوى الدولي، وتقترب السوق في هذه المرحلة من الأسواق المالية المتقدمة المكتملة النضج.

وفي هذه المرحلة أيضا، يلاحظ إحترام السوق للمعايير الدولية المعترفة، وتطور إستراتيجيات التسويق و الإتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين، ومن ناحية أخرى فإنها تتميز بحجم كبير يجعلها قابلة للمقارنة بالأسواق المتقدمة، وقد لا تعتبر السوق ناشئة إلى هذه المرحلة. وعموما يمكن القول إن مرور الأسواق عبر هذه المراحل، يلغي قليلا ذلك التقسيم التقليدي للعالم بين بلدان متقدمة وبلدان متخلفة، وعلى الرغم من بقاء بعض المعلم المميزة لكل منها، ولكن المؤكد في كل الأحوال أن بروز هذه الأقطاب الكثيرة عبر العالم قد غير في رسم خريطة التدفقات المالية الدولية.

7. مكانة الأسواق الناشئة ضمن التنوع الدولي: يمكن اختصارها في العناصر التالية :

– تصاعد دور الأسواق الناشئة:

شغلت هذه الأسواق مقدمة الأحداث خلال كل عشرية التسعينات، وأخذت الاهتمام الكبير حتى بعد تعرضها للأزمة المالية في أواخر تلك العشرية من خلال استقطابها لرؤوس الأموال الخاصة، والتي ارتفعت تدفقاتها إلى داخل مجموع هذه الأسواق من 53,2 مليار دولار في 1990 لتصل إلى 231 مليار دولار في 1996 ثم 202.7 مليار دولار في 1997 مع عودتها إلى الاقتراض الحكومي (الرسمي) مع إنتقال آثار عدوى الأزمة المكسيكية في 1995.

ولقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا (47%) و أمريكا اللاتينية (38%) كأقطاب رئيسية، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية (15%)، وعلى العموم فإن أهمية التدفقات المالية الدولية الداخلة إلى الأسواق الناشئة، إنما تعكس مدى فعالية الإقتصادية والمالية لهذه الأسواق، وليست هنالك أية مبالغة إذا اعتبرت هذه الأسواق العنصر الأساسي والمحرك للأسواق المالية الدولية خلال هذه المدة، فنلاحظ تصاعد تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة أصبح يمثل بشكل كبير قواعد وأسس العولمة المالية الجديدة؛

– تنامي عناصر جذب الاستثمار:

إن النظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة هي التي تبرر هذا التصاعد للأسواق الناشئة ، وحتى بعد الأزمة التي أصابها في 1997، استطاعت بفضل توقعات النمو فيها، أن تستعيد نشاطها، فهذه العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة، وضعف معدلات العوائد في الأسواق المالية الكبرى

في نفس الوقت، بالإضافة سياسات الإنفتاح الموسعة التي اتبعتها سلطات هذه البلدان، كل هذه العوامل ساعدت في إعادة تحريك رؤوس الأموال في العالم، وفي وضع الأسس الجغرافية للمالية الدولية .

وتبني نظريات الإستثمار الدولي عادة على التحليل ذي بعدين (مخاطر – عوائد)، فهي بأسلوب أبسط تقوم على المقارنة بين العوائد المتوقعة للإستثمار والمتمثلة أساسا في مخاطر البلدان في حد ذاته: مخاطر سياسية، مخاطر السيادة، مخاطر الصرف بالإضافة إلى التذبذب وفي جميع الأحوال يعتبر هذا الثنائي التقليدي أهم محرك لعملية التوزيع الدولي.

وتتميز الأسواق الناشئة رغم المخاطر الإستثمار فيها بالعوائد المرتفعة ، وهذا يمثل أهم عنصر جاذب للإستثمار الدولي، و إرتفاع معدلات النمو فيها يشكل مؤشرا فعالا في عملية بناء أهداف واستراتيجيات المستثمرين، كما أنها تحمل توقعات متفائلة عن مستقبل هذه الأسواق، فمثلا في 1996، قدر البنك الدولي أن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2.7 % خلال فترة 1994 إلى 2009 مقابل 4.8 % في البلدان الناشئة بشكل عام، أي الضعف تقريبا ومع النشاط الكبير الذي شهده القطاع الخاص في الاقتصاديات الناشئة، والدعم المقدم له من قبل الحكومات في إطار التحويلات الهيكلية

لهذه الإقتصاديات، زاد إقبال رؤوس الأموال الأجنبية: استثمارات مباشرة ، استثمارات المحافظ المالية والقروض البنكية وكل التدفقات الأجنبية والتي تتبع تلك الإصلاحات والتغيرات الاقتصادية وخاصة التي تتعلق بقوانين الإستثمارات وكذلك مكانة القطاع الخاص.

ولقد أصبح الآن بإمكان هذه الأسواق الناشئة أن تستحوذ على حصص متزايدة من الإنتاج العالمي، من خلال موقعها الجغرافي وعدد سكانها وثرواتها الطبيعية، ويمكن أن تصل إلى معدل نمو حوالي 6% مع التطور الملحوظ للقطاع الخاص، ونظام اقتصاد السوق المبني على الحرية الاقتصادية، وهذا يعني أن الإقتصاد الواعد بالنمو الإقتصادي مع الإستقرار السياسي يشكلان عوامل النجاح بالنسبة للأسواق الناشئة لجذب الإستثمارات الدولية إليها، وتعمل السلطات المحلية على دعم الاستقرار السياسي خاصة فيما يتعلق بسياساتها إتجاه الاستثمارات. وعموما يمكن القول إن إنفتاح الأسواق المالية الناشئة للإستثمار الأجنبي، ومحاولة توفير كل عوامل الجذب لهذه التدفقات المالية، يجعلها تدخل في منافسة حقيقية مع الأسواق المالية العالمية الكبرى وربما تعتمد في ذلك على ميزت العوائد المرتفعة، وهذا معناه أن الأسواق الناشئة ومن أجل إندماجها المالي في الحركة العالمية دفعت ثمنا لذلك يتمثل في العوائد المرتفعة للمستثمرين الأجانب .

– عدم الارتباط في العوائد مع الأسواق المتقدمة: يستخدم هذا المفهوم في تحليل مخاطر المحفظة المالية، حيث يعتبر بعض المحللين الماليين أن عدم ارتباط العوائد بالأسواق المتقدمة يلعب دورا مهما في نجاح الإستثمارات في الأسواق الناشئة، ويقصد بعدم الارتباط هنا ضعف معامل الإرتباط بين العوائد على الأسواق المتقدمة والعوائد على الأسواق الناشئة ، بمعنى أن أي تغيير في عوائد الأسواق المتقدمة لا يؤدي بالضرورة إلى التأثير على عوائد الاستثمار في الأسواق الناشئة وهذا الارتباط الضعيف جدا يترجم من جهة نظر هؤلاء المحللين بأنه يوجد أرباح محتملة من وراء عملية تنوع المحفظة في الأسواق الناشئة.

ولما كان المستثمر الدولي يبحث عن أفضل تشكيلة لمحفظته المالية والوصول إلى أفضل العوائد بأقل المخاطر وحسب المختصين في هذا الميدان من خلال الخبرات المتراكمة لديهم فإن تشكيل محافظ مرجحة بأوراق مالية على الأسواق الناشئة يمثل درجة ضعيفة من المخاطر من تلك المرجحة بأوراق مالية في أسواق البلدان الصناعية.

الفصل الثامن : الجوانب الرئيسية للأسواق المالية الدولية

تشكل سوق الأوراق المالية الدولية قناة مهمة لتمويل الاستثمارات لكونها تمثل سوقاً لقدرتها على توظيف رؤوس الأموال كما هو الحال في المجالات الاستثمارية المختلفة من جهة ولارتباطها الوثيق باقتصاديات السوق من جهة أخرى، وقد ساعد ذلك بدرجة كبيرة بروز ظاهرة تقويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على الصعيد الدولي، والذي أدى في كثير من الأحيان إلى عدم وجود أية عوائق أمام تدفقات رؤوس الأموال بهيئة أدوات ائتمانية وادخارية وعملات اجنبية.

لما تستهدفه موازياً ونهوضاً وازاء ذلك شهدت الاسواق المالية هذه في الوقت الحاضر تطوراً تقنيّة المعلومات وازدهار نشاط المعلوماتية من خلال تطوير شبكات المعلومات والانترنت التي ساهمت في توسيع نشاط تلك الاسواق ومساهمتها في الناتج المحلي الاجمالي، ألا ان تنامي تحركات الكتل المالية الكبيرة وتدفقات رؤوس الأموال نحو هذا النشاط وما رافقه من ملابسات من حالات المنافسة غير المتكافئة والمضاربات، جعل هذه الاسواق عرضة للارتباك والتأزم نتيجة للتغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار الأسهم والسندات وقيام المبادلات بشكل عام كان من بينها حصول الازمة الحالية في الاسواق

1. تعريف الأسواق المالية الدولية

ينصرف تعريف السوق المالية الدولية إلى عدة مفاهيم تتمحور كلها حول التعاريف التالية:

❖ تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشأة أو هيئات في دول أخرى.

❖ يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراءً وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية.

❖ سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين وللأوراق المالية من دول أخرى.

2. بنية وهيكلية الاستثمار في الاسواق المالية

ان تحقيق الاستثمار الناجح لتشكيلة الأوراق المالية في اسواق المال الدولية دون التضحية بالعائد المتوقع مرهون بما يأتي:

- مقدار العائد : وهو ما يعكس حجم الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالباً ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الاموال المستثمرة (بدوي ، 1994 ، الصفحة : 277) .

- درجة المخاطر: وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة او بما يسمى بعنصر عدم التأكد في مجال تقييم المشروعات .

اذ ان الاسهم التي تحمل عوائد او مردودات مماثلة ليست بالضرورة تحمل نفس معدلات الخطورة مما يدفع المستثمر وضع تقييم للوصول الى حالات من الموازنة ما بين معدلات الارباح وما ينشأ عنها من مخاطر لكي يجعل قراره اقرب الى الصواب . (فياض ، 1998 ، الصفحة : 52)

-الوقت : ان شراء الاوراق المالية محدد بفترة زمنية يتحدد بموجها الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالأسهم والسندات ، اذ ان عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها . وهكذا يمكن تحديد المتحركات الاساسية في سوق الاوراق المالية بما يأتي:

أ. سعر الفائدة : يؤثر اختلاف سعر الفائدة بشكل معاكس على اسعار الاوراق المالية اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض عمليات التعامل في السوق المالية وبالعكس فأن انخفاض اسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في الاسواق المالية (فياض ، 1998 ، الصفحة : 53)

أما قياس درجة تلك المؤثرات فيتم باستخدام نسب التغيير في الاصول والخصوم التي تتأثر بتلك التغييرات او التذبذبات

ب. السيولة : وهو الموجود النقدي المتوفر لدى المستثمر او المصرف او المؤسسة المالية وبالشكل الذي يضمن سد الاحتياجات بحيث لا يضطر لبيع الاوراق المالية التي بحوزته والتي قد تسبب الخسارة احيانا ويتم قياس السيولة بالتعرف على نسبة الاستثمارات المالية الى مجموع الودائع او الموجودات ازمة الاسواق المالية الدولية

- الائتمان : يبرز دور هذا المتحكم في المصارف والمؤسسات في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على السداد في الاوقات المقررة وخاصة عند اختلا التوازن ما بين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض .

- رأس المال : ويمثل حالة القدرة على عدم تغطية اقيام الاوراق المالية المصدرة ولا سيما عندما تكون هناك خسائر... الامر الذي يتطلب الاهتمام بهذا العنصر ومراقبة حقوق الملكية التي ينتفع بها البنك او المؤسسة المالية او قرار المستثمر (محمد بن ، 1988 ، الصفحات : 172-190)

اذا ويحتاج المستثمر الذي يريد خوض التعامل في الاسواق المالية الدولية الى مجموعة من المعلومات تتيح له فرصة اتخاذ القرار وبمعرفة كافة الملابسات الناتجة عما يتخذه من القرارات ، تلك المعلومات التي يمكن تقسيمها الى ما هو سابق لاتخاذ قرار الاستثمار وما هو لاحق له ولا سيما تلك التي تتيح للمستثمر تقدير ما يختاره وما لا يختاره من اوراق مالية او سندات بما في ذلك المعلومات التي تبيئ له متابعة عناصر محفظته ... وما يصدر من نشرات تلخيص لخصائص اسهم الشركات والسندات المطروحة واطلاع الهيئات المصدرة وكذلك اوضاع الاكتتاب نفسه (محمد بن ، 1988 ، الصفحة :

195) ، إلا أنه غالباً ما تتسم هذه السوق (السوق الدولية للأوراق المالية) بعدم وضوح ماهية المستثمرين ومعرفة ما يتخذونه من مواقف وما يتبعونه من سلوك حتى من خلال مصادر الاعلام المتوفرة وخاصة بالنسبة الى المؤسسات المشتركة فالبنوك الكبرى وصناديق الاستثمار التي بدأت في سوق الاسهم والسندات الدولية لا تفصح الا نادرا وبصورة مبهمه عن السياسة التي تلعب دورا مهما تنتهجها بشأن الاستثمار والتي كثيرا ما تعتمد على عنصر الحدس وتأثير العوامل النفسية هذا الى جانب عليه فأن مسألة التعامل في هذه الاسواق يعتمد على امرين التعامل السطحي بالمعلومات المتوفرة وبناءا هما :

❖ الاول : اهمية الدور الذي يلعبه تجار الاوراق المالية وبيوت السمسرة بشأن توجيه

المستثمرين وتقديم النصح اليهم ومساعدتهم في كيفية ترشيد واتخاذ قراراتهم

❖ الثاني : اهمية العمل على زيادة وعي المستثمرين بما هم يقومون به او يقدمون عليه وضرورة

العمل على زيادة المامهم بمختلف جوانب السوق التي يريدون الاشتراك او التعامل فيها.

حيث ان سوق الاوراق المالية الدولية تعتبر مؤسسة مستقلة تحكمها ظروف فنية مختلفة اذ ان الوضع الاقتصادي للشركة او حتى الوضع الاقتصادي ككل لا يعكس بالضرورة اتجاهات الاسعار كما هو شأن السوق السلعية فقد يكون وضع الشركة جيدا وكذلك الوضع الاقتصادي متينا الا ان الاسعار قد تتجه نحو الهبوط ... والعكس صحيح فالتحركات الدورية في الاسعار قد تتأثر بأحداث فنية او سيكولوجية وغيرها ... ومن هنا برز قسمين من الاسهم والسندات في السوق المالية فئة منها تتجاوب مع حركة السوق وبيطئ ، وفئة اخرى تتحرك بصورة اكثر وبفعالية في مثل تلك الظروف فالتحليل الفني الصائب هو الذي يصل الى تحديد افضل الاوقات للدخول في السوق التي تبين بدورها الفرق ما بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح (لبراوري، 2005)

3. أهداف الأسواق المالية الدولية

تكمّن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية: (بن ابراهيم و بن ضيف ، 2019،

الصفحة : 35)

- إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين؛
- إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية؛
- تنسيق أسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بين المتعاملين الدوليين؛

- تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة بمهام المراقبة والأشراف والتوجيه؛
- تبنى الإجراءات العملية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة (الأزمات المالية)؛
- تنظيم الأسواق المالية والنقدية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية دولية فعالة.

4. وظائف الأسواق المالية الدولية

للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف، يمكن إيجازها فيما يلي: (بن ابراهيم و بن ضيف ، 2019، الصفحة : 36)

- حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي؛
 - تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية؛
 - المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية؛
 - تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق؛
 - تطوير الأساليب والإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية؛
 - تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها؛
 - توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية؛
 - توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية؛
 - المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي؛
 - تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.
5. شروط قيام الأسواق المالية الدولية : لقيام الأسواق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح الأسواق المالية الدولية، والمتمثلة فيما يلي: (بن ابراهيم و بن ضيف ، 2019، الصفحات : 37-38)

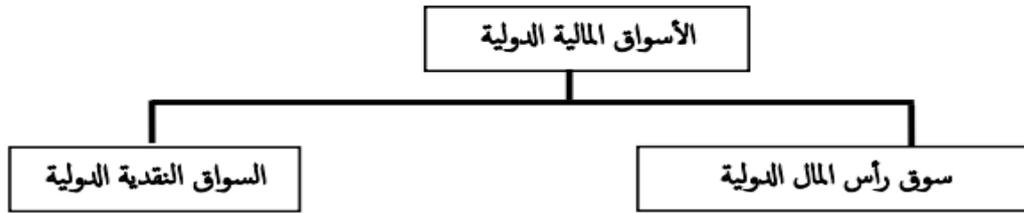
- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية؛
- تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزهاء وتشجع القطاع الخاص؛
- تبني منظومة مالية مرنة ومتزنة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال؛
- تبني منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية؛
- وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفؤة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها؛
- وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض مما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها؛
- ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية ببعضها البعض لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية؛
- وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة؛
- توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية. واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها؛
- ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض؛
- إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية؛

- ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

6. أقسام الأسواق المال الدولية

إن أقسام الأسواق المال الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي لكنها تخالف من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملة التقييم، وعلى هذا الأساس سيتم التركيز على التقسيم الأساسي المختصر للسوق المالية الدولية، والذي يبرز الفروع الرئيسية للسوق المالية الدولية، كما يوضح ذلك الشكل رقم (1) التالي:

الشكل رقم (9): التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية.



المصدر: (بن ابراهيم وبن ضيف ، 2019 ، الصفحة : 39)

- مفهوم السوق النقدية الدولية : هي المكان أو الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لأجل قصيرة ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل وبالتالي فهذه السوق مختصة بالودائع المصرفية بالعملات الدولية القابلة للتحويل والتي يتم التعامل بها يوميا أو لفترة زمنية محددة قصيرة الأجل ويطلق على هذه السوق سوق القروض النقدية.

- مفهوم سوق رأس المال الدولية :

يتم التعامل في هذه السوق من خلال أسواق الأوراق المالية أو بما تعرف بالبورصات، ويشترك في التعامل في هذه السوق صناديق الاستثمار والشركات الدولية، وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق التقاعد...إلخ، وتكون الفترة الزمنية للسندات المصدرة بين 3- 5 سنوات، ويتم التعامل في هذه السوق بعقد القروض المشتركة إضافة إلى إصدار وتداول السندات الأوروبية والأجنبية، وتتأثر هذه السوق بتغيرات أسعار الفائدة بالإضافة إلى تغيرات أسعار صرف العملات.

- أقسام أسواق رأس المال الدولية:

تنقسم أسواق رأس المال الدولية إلى عدة أسواق وهي:

1- الأسواق الحاضرة: تتم فيها المعاملات بصورة فورية حيث تتم عملية الاستلام والتسليم فور إتمام الصفقة.

2- الأسواق الآجلة: تتم فيها المعاملات من خلال العقود والاتفاقيات حيث يتم تنفيذ الصفقات في أوقات لاحقة لإبرام العقود والاتفاقيات، أي يوجد بعد زمني بين عملية الإبرام أو الاتفاق وعملية التنفيذ.

3- الأسواق المنظمة: ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية.

4- الأسواق غير المنظمة: وفيها تتداول الأوراق المالية من خلال المصارف التجارية وبيوت السمسرة.

5- أسواق رأس المال الحكومية: وفيها يقتصر التعامل على أوراق معينة تصدرها الحكومة من خلال المصرف المركزي أو وزارة المالية.

6- السوق الأولية (سوق الإصدار): وتمثل السوق التي يتم فيها الاكتتاب الأولي للأوراق المالية حيث تتيح فرصا استثمارية متعددة في الأوراق المالية والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، ومن ناحية أخرى فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصا للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو وهذه السوق تخلقها أو تصنعها مؤسسات متخصصة تعرض فيها للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية عادة يطلق عليها المتعهد أو مصرف الاستثمار أو وجهة الاكتتاب.

7- السوق الثانوية (سوق التداول): وتمثل السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها والاكتتاب فيها في السوق الأولية، وبالتالي فإنها توفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية للشركات والمؤسسات حيث يمكنهم تحويلها إلى نقدية بسهولة نسبية.

7. أدوات الأسواق المالية الدولية

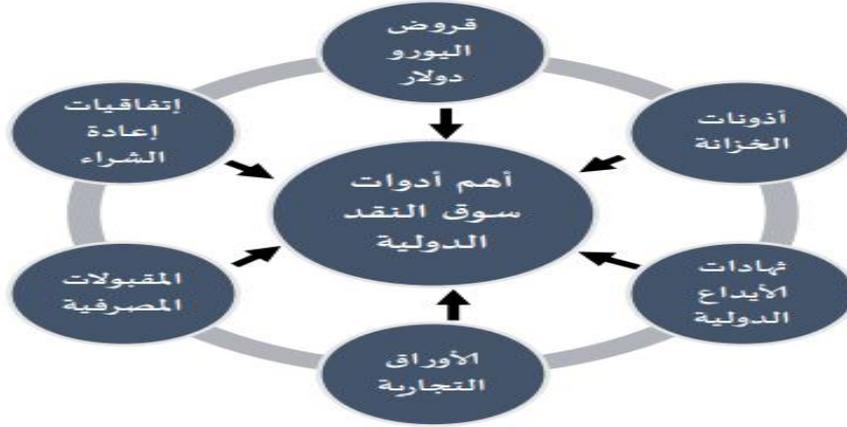
تختلف أدوات الأسواق المالية الدولية عن تلك الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية من حيث نطاق تداولها الجغرافي لكونها عابرة للحدود، وكذلك من حيث قيمتها المالية والتي تكون عادة بمبالغ أكبر، وأيضا من حيث نوع العملات المستخدمة في تقييمها والمتعاملين الأجانب الذين يتداولونها.

1.7. أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.

تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال، والشكل رقم (2) الموالي يوضح أهم الأدوات النقدية المتداولة في أسواق النقد هي: (بن ابراهيم و بن ضيف ،

2019، الصفحة : 42)

الشكل رقم (10): أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.



المصدر: (بن ابراهيم وبن ضيف ، 2019، الصفحة : 42)

❖ أذونات الخزانة (Treasury Bills)

هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثني عشرة شهرا، وتباع بخصم عن طريق المزاد العلني، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنا لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، وعادة ما تكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوما بالنسبة للأذونات التي تصدر أسبوعيا و 52 أسبوعا بالنسبة للأذونات التي تصدر شهريا.

❖ شهادات الإيداع على المستوى الدولي:

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما: شهادات الإيداع القابلة للتداول بالتظهير في السوق الثانوية، وتستخدمها البنوك لجذب الفوائض لدى الشركات والمؤسسات غير المصرفية.

شهادات الإيداع المغلقة أو المخزنة: هي شهادات تصدرها البنوك التجارية للحصول على أموال لفترة محدودة على أن يتم الاحتفاظ بهذه الشهادة في خزائن البنك دون أن يجري التعامل عليها في السوق الثانوية للتداول، كما تتمتع هذه الشهادات بسعر فائدة ثابتة وبسعر فائدة معوم حيث يتحدد سعر الفائدة عليها في حدود (1/4%) فوق سعر الليبور (LIBOR) ويتم تعديلها كل ستة أشهر.

بالإضافة إلى شهادات الإيداع الأمريكية، المقبولات المصرفية والأوراق التجارية.

-شهادات الإيداع الدولية: هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ

بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ولحامل الشهادة الحق في الحصول على التوزيعات النقدية والعينة ومن بيع الأسهم.

❖ المقبولات المصرفية Banker's Acceptances :

تعد المقبولات المصرفية من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول

❖ اتفاقية إعادة الشراء Repurchase Agreements :

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، أو ما يعرف باسم الريبو repo هو السعر الذي يستخدمه البنك المركزي في إعادة شراء الأوراق المالية الحكومية من البنوك التجارية للسيطرة على المعروض النقدي. أي أن الحكومات تلجأ للاقتراض المحلي عبر طرح أدوات دين محلية مثل أذون الخزانة والسندات، وهذه الأدوات عادة ما تشتريها البنوك المحلية وبفائدة تصل إلى 14% في بعض البلدان. أحيانا تقوم البنوك نظراً لحاجتها لأموال وسيولة ببيع أذون وسندات بحوزتها (اشتريتها من قبل من الحكومة) تقوم ببيعها للبنك المركزي على أن تتعهد بإعادة شرائها مرة أخرى أي تباع هذه الأدوات مقابل ما تحتاجه من سيولة لفترة قصيرة جداً تصل لليلة واحدة في معظم الأحيان. هذه الآلية تسمى الريبو أو اتفاق إعادة الشراء.

❖ الأوراق التجارية الدولية Commercial Paper :

الورقة التجارية هي ورقة دين أو محرر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص آخر، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى آخر عن طريق التظهير أو المناولة، على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أذونات الخزانة، وتتخذ الأوراق التجارية ثلاثة أشكال هي:

-الشيك: هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغاً من النقود لمصلحة من يحدده الأمر.

-الكمبيالة أو السفتجة: هي مكتوب غير مقيد بشرط، تتضمن أمراً من شخص، يسمى الساحب، لشخص آخر، يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع مبلغاً معيناً، بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، لشخص ثالث، يسمى المستفيد، أو الحامل.

- السند لأمر: هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين الأثبات ذمة مالية واحدة، يسدد بموجها ما المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق، وهو قابل للخصم.

❖ قروض اليورو دولار Eurodollars :

هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية.

2.7. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعثرها مخاطر الإفلاس، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل، وفيما سيتم التطرق للأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية، كما يلي:

❖ أدوات السوق المستقبلية:

ترتكز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها الأسهم والسندات، ليشتق منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات، والهدف من وجود المشتقات المالية وفق نظر مؤيديها هو استخدام المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر لتلبية احتياجات لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

أ- عقود الخيارات: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد وتنوع عقود الاختيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي خيار الشراء وخيار البيع والخيارات المركبة.

أ-1 خيار الشراء Call Option :

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو مؤشرات، أو غيرها من الطرف آخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم، والهدف منه هو المضاربة في السوق وكذا الاحتياط من المخاطر.

أ-2 خيار البيع Put Option :

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو غيرها للطرف الآخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم.

أ-3 الخيارات المركبة

وهي العقود المركبة من اختياريين أو أكثر من نوعين الاختيار السابقين، اختيار البيع واختيار الشراء، وهي أنواع كثيرة، نذكر منها: الخيار المزدوج؛ الخيار المسمى سترادل Straddle الخيار المسمى سبريد Spread عقد الخيار المسمى ستراب strap عقد الخيار المسمى ستريب Strip

ب-العقود الآجلة: هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتر وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لا حق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين.

ج-عقود المبادلات عمليات (SWAP) : عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر، " وهو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد"، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين كمبادلة أسعار الفائدة أو بقيمة عملات أجنبية كمبادلة العملة الأجنبية.

❖ أدوات السوق الحاضرة: تتشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم والسندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية.

أ-الأسهم Stocks : يعرف السهم بأنه أداة ملكية، وهو وثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)، مما يخول الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة، وتدون على السهم قيمة اسمية ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير والتسليم وللتسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية ويتم تداول الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا أيضاً وفق اللوائح التنفيذية للسوق المحلية للأسهم في تلك البلدان.

ب-السندات Bonds : يعرف السند بأنه أداة دين، وهو يمثل جزء من قرض متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات وشركات الأموال قابل للتداول، وهو عقد في شكل شهادات بقيمة اسمية موحدة

يصبح بموجبها حامل السند مقرضاً دائناً ومصدر السند مقرضاً مديناً، ويتكفل الأخير بالوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائن بدفع فائدة دورية عادة كل سنة محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسند طيلة مدة حياته، ورد أصل الدين كاملاً (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق، السندات الدولية يتم تداولها مثل الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا، إلا أن السندات تتسم بنسبة منخفضة من المخاطر المالية.

ج. الصكوك المالية الإسلامية Sokooock : يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضارباً وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلاً بجعل مقابل أجر معين محدد مسبقاً، ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أوراق مالية، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل.

8. مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية

تتحكم وتدير وتنظم أسواق المال الدولية عبر العالم مؤسسات وهيئات دولية، تسهر على ضمانات نجاحها وعملها، ومحاولة التخفيف من حدة الأزمات المالية التي تعصف بها، ومن أهم هذه المؤسسات نجد المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية، وكذلك بنك التسويات الدولية.

9. الية التعامل في اسواق الاوراق المالية الدولية

تصدر الاوراق المالية اما مقومة بعملات حقيقية متداولة في دولة من الدول وهذا هو الغالب او بوحدات نقدية (حسابية) او مركبة لا تتداول بالفعل وانما تستخدم فقط كوحدات للقياس وذلك لما لها من مزايا العملات الحقيقية لتجنب ما قد يطرأ على العملة من تقلبات قد تضر بمصلحة المتعاملين في السوق المالية ويتم التعامل بها في هذه الاسواق على وفق مؤشرات يتم على ضوءها تحديد التوجهات التي يمارسها المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون في الاسواق المالية ... وهي أولاً . المؤشرات الاقتصادية : تتأثر حركة اسعار الاسهم والسندات في السوق المالية بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهينات والتوقعات في السوق ... مثل حالة الاعلان عن ميزانية مالية ضخمة او منهاج استثماري طموح ... والذي يعني توقع ارتفاع الاسعار بشكل عام كما ان القيام بضخ اموال اضافية للسوق من شأنها ان تنعكس على حالة واطلاع الاوراق المالية في البورصة في البلدان السائرة في طريق النمو وهكذا في اعتماد احصاءات الانتاج الصناعي او الناتج القومي او

الدخل القابل للتصرف كمؤشرات في اسواق البورصة في الدول المتقدمة (لبراوري، 2005، الصفحة : 190)

ثانيا. المؤشرات النقدية المالية : وهي من اهم المؤشرات لمعرفة اتجاهات الاسعار في السوق المالية اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي الى توجه المستثمرين نحو الايداع في المصارف والقيام ببيع اسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتنخفض اسعارها في حين تتجه الاموال نحو السوق المالية في حالة هبوط اسعار الفائدة في المصارف او تحويلها الى سوق السندات كما ان زيادة عرض النقد سواء أكان في اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو أو المتطورة يؤدي الى ارتفاع اسعار الاسهم وبعكسه فأن انخفاض معدلات نمو عرض النقد سوف يعمل على انخفاض اسعار الاسهم ، وعليه فأن تدخل البنوك المركزية في توسيع عرض النقد او تقليصه ينعكس على تحول اسعار الفائدة نحو الارتفاع او الانخفاض ومن ثم التأثير على اتجاهات الاسعار في السوق المالية تبعا لذلك (لبراوري، 2005، الصفحة : 194)

ثالثا. حجم التداول في البورصة : ان عدد الاسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعات صعود الاسعار او هبوطها بالمستقبل اذ ان كثافة حجم التداول يعني تفاؤل المستثمرين واقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الاسعار نتيجة لذلك اما اذا حققت السوق تقدما او عرضا ولم يرافقه تداول كثيف .. فعندها تبقى الاسعار على حالها او تتجه نحو الانخفاض او الجمود النسبي للمشاركة وبالتالي توجه المستثمرين نحو تصفية استثماراتهم حيث تستمر الاسعار باتجاهات النزول ... ومن هنا يتبين لنا بأن كثافة التداول وزيادة الاسعار هي التي تولد الطلب والتي تعقبها حصول الزيادات المتتالية بعد ذلك ، فالطلب اذن ليس وحده الذي يؤدي الى زيادة الاسعار في الاسواق المالية، اذ أن لهذه السوق خصائص تختلف عما هي عليه في الاسواق الاستثمارية واسواق السلع الاستهلاكية تلك الخصائص التي تعكس فاعلية الية العملية الاستثمارية في تلك الاسواق ... والمتمثلة بما يأتي :

رابعا. الطابع الفردي لهذه الاسواق : مما يجعل المستثمر يواجه اطرافا قوية في جانب الاصدار والتسويق ممثلة بالهيئات العامة والشركات الكبرى وهي التي لها القدرة على الخوض في السوق الدولية انه من الصعب على المستثمر ان يلم الماما كافيا بالأوضاع السائدة في الاسواق بصفة عامة وكذلك بأوضاع الهيئات التي يستثمر اوراقها وكثيرا ما يعتمد المستثمر في هذا الشأن اما على صيغة معلومات عامة واما على نصائح وارشادات المتاجرين بالأوراق المالية. هذا اذا ما علمنا بأن غالبية المستثمرين

يلتجؤون الى خدمات المتخصصين نظرا لما يفرضه هؤلاء من شروط ومن رسوم قلما ترتبط بنوعية الاداء وفاعليته (لبراوري، 2005، الصفحة : 195).

خامسا. انتقال الازمات: ،

ما يؤدي رواج وفاعلية التعامل في الاسواق المالية الدولية الى حصول الازمات وانتقالها من غالبا خلال تفاعل تلك الاليات عن طريق : الارتفاع الحاد في اسعار الفائدة الدولية وارتفاع اسعار السلع والخدمات في نطاق التجارة الدولية كما هو الحال عند حصول ازمة اسعار الفائدة في الاعوام 1981 / 1982 في الولايات المتحدة الامريكية (لبراوري، 2005، الصفحة : 197) .

10. تحليل واقع الاستثمار في الاسواق المالية الدولية

لقد اصبح الاقتصاد العالمي ازاء الاهمية المتزايدة لرأس المال في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية اداة تحركه مؤشرات ورموز البورصات العالمية (داوجونز ، ناسدك ، نيكاي ، داكس ، كيك)

والتي تؤدي الى نقل الثروة العينية من يد مستثمر الى اخر دون عوائق او حتى عبر الحدود الجغرافية حيث الحركة المستمرة لرؤوس الاموال الباحثة عن الربح امام فوائدها المتراكمة وتوفير ضمانات لأصحاب هذه الاموال وتنوعها من خلال الاليات التي توفرها الادوات المالية والتحكم في الاسواق المختلفة ، فقد اشارت بعض احصاءات البنك الدولي الى ان الحجم السنوي لتجارة العملات الاجنبية قد بلغ اكثر من 50 ضعف التجارة السلعية العالمية والتي تقدر بأكثر من 10 الاف مليار الامر الذي يهدد اقتصاديات العالم هذا الذي جعلها تشكل خطرا و الى حدوث في التسعينات من القرن الماضي في حركة للكميات الهائلة من رؤوس الاموال كثيرا ازمات وصددمات مالية مكلفة (في المكسيك ، النمور الاسيوية ، البرازيل ، روسيا والمتمثلة في :

-المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للاستثمارات في الاسواق المالية الدولية وخاصة قصيرة الاجل منها مخاطر التعرض للمضاربات في السوق (الجزار، 1998، الصفحات : 120-121)

-مخاطر هروب الاموال الوطنية

- مخاطر دخول الاموال القذرة

-غسيل الاموال ضعف السيطرة على السياسات الوطنية في مجالات السياسة النقدية والمالية ناهيك عن سيطرة القوى العظمى للاستثمارات بثروات العالم واسواقه ساعدها في ذلك ازدهار شبكات الاتصال ونقل المعلومات التي يوفرها التقدم التقني الهائل في ربط الاسواق المالية العالمية مما يسمح

(جمال ، ، 1998، الصفحة : 130)

للمستثمرين الاستجابة للتطورات التي تحدث في الأسواق بصيغة انية وفورية ... وبسبب ظاهرة التضخم النقدي الذي يعتبر من الخصائص الهيكلية للحياة الاقتصادية الحديثة في شتى دول العالم والذي أدى بدوره الى ارتفاع التكاليف اللازمة للاستثمار الى جانب حاجة رؤوس الاموال الى توسيع نشاطاتها وعدم قدرة الادخارات من الجانب الاخر لتلبية حجم الاستثمارات المطلوبة ، فليس هناك من سبيل سوى الأسواق المالية للحصول على الاموال اللازمة لمواجهة ذلك الطلب لتنفيذ الاستثمارات ... تتم بواسطتها اجراء الصفقات من خلال قيام المستثمرين ببيع حصصهم او زيادتها بالشراء ... حيث نشطت السوق المالية كأداة مالية جديدة ، وما رافق ذلك من دعوات لإلغاء التنظيمات القانونية والتشريعية التي تقف في سبيل ترويج اقتصاديات السوق وممارسة العمليات المصرفية والمالية على نطاق واسع ومن ثم التسريع في حركة تدفق رؤوس الاموال عبر الحدود ... مما خلف اتساعا في نطاق التعامل بالأوراق المالية بأنواعها المختلفة لتتحول اجزاء من حجم رؤوس الاموال المتداولة الى المضاربة عالميا في اسواق العملات والبورصات والاوراق المالية والاسهم والسندات والبيوع المكشوفة مما جعل التعامل في الأسواق المالية الدولية تتطلب ما يتم التعامل في هذه الأسواق المراجعة المستمرة للمناهج والاثار لابل والاستراتيجيات المتبعة فغالبا ضمن عملية مقصودة تحركها القوى الرأسمالية لتحقيق مصالحها بما في ذلك تحرير التجارة وفتح الأسواق الدولية امام الانتقال الحر للسلع والخدمات ... وذلك عن طريق اللاعبين الاساسيين في هذه الأسواق الدولية والتي تقود عمليات الاستثمار واجراءات البيوع والسمسرة والمضاربات المالية المتمثلة في : (جمال ، ، 1998 ، الصفحة 140)

1.10. عمليات غسل العملة غسل الاموال

2.10. الشركات الكبرى عبر الوطنية : على أثر الازدهار الاقتصادي في اعقاب انهاء الحرب العالمية الثانية برزت ظاهرة انتشار ما يسمى بالشركات متعددة الجنسية او الشركات عبر الوطنية (أغلب هذه الشركات أمريكي ، أوروبي ، ياباني) عن أمتدت نشاطاتها الى أنحاء مختلفة من العالم واقامة لها فروع وشركات تابعة في الدول المضيفة بحثا فرص اوسع للعمل ... حتى اضحت تمثل في الوقت الحاضر من اهم عوامل تطور النظام الاقتصادي لما تتميز به من قدرات واسعة تدفعها للكشف عن مجالات الاستثمار واستغلالها وتوسيع الدولي .. نظرا نشاطاتها حتى قدر حجم المبيعات السنوية لبعض هذه الشركات مثل شركة جنرال موتورز اكبر من الناتج القومي الاجمالي لكل من سويسرا + الباكستان + جنوب افريقيا ... ومبيعات شركة شل أكبر من الناتج ان هذه الارقام تعود الى ما يزيد عن عشر سنوات مضت (القومي الاجمالي لكل من ايران + فنزويلا + تركيا (الحربي ، 2008 ، الصفحة : 51)

أي ان اية مقارنة مشابهة نجريها بأرقام اليوم سوف تعطينا تقديرات أضخم بكثير مما اشرنا اليه سيما وان هذه الشركات تمارس عملها حرة وليس هناك من حدود لسيادتها الانتاجية والتوزيعية والتبادلية والتسويقية ، تساعدنا في ذلك شبكة الاتصالات والمعلومات المتطورة والتي اعطتها قوة تكنولوجيا وقدرة اقتصادية هائلة الامر الذي ينطوي عليه المزيد من هيمنة رأس المال وما يتبعها من سيطرة وقدرة على التلاعب ورفع مستوى الارباح كحافز اساسي من خلال سعها الى : أ. العمل على خلق بيئة نقدية ومالية تتفق مع الاقتصاد الرأسمالي العالمي ومنع اية قيود مؤسسية او قانونية او اجرائية مفروضة على الاسعار المحلية والعالمية تحرف الية السوق عن اداء دورها في مجالات التمويل والانتاج والتجارة والاستهلاك . ب. تشجيع الاندماج في الاقتصاد الرأسمالي العالمي من خلال حرية انتقال رؤوس الاموال والتجارة الدولية (الحري ، 2008، الصفحة :52)

-دور عمليات غسيل العملة: غسيل الاموال يعني غسيل الاموال القيام بعملية استثمار عملة محصلة بشكل غير قانوني من قبل طرف ثالث لطمس بان مصدر هذه الاموال هو فعل اجرامي ، ويتم استغلال هذه الاموال في مجالات هوية مصدرها .. علما قبول الودائع ، والحوالات المصرفية، اصدار وسائل الدفع المصرفية، الضمانات والالتزامات المالية ، الاتجار لحساب الغير او للحساب الخاص ، التحويل الخارجي ، السمسرة النقدية ، ادارة المحفظة النقدية امتلاك وادارة السندات المالية ،... وغيره من الانشطة المصرفية وتشير البيانات الاولية الى ان هناك (0.9) تريليون دولار امريكي من انتاج العالم ينفق في ما يعرف ب (اقتصاد الظل) أو الصفقات التي لا تخضع للضرائب ولا تسجل في الدفاتر الرسمية والتي تضم الدخل القانوني غير المسجل للصفقات من جهة الدخل غير القانوني لنشاطات التهريب والمدخرات وغيرها من جهة اخرى ويتم المدفوعة نقلا غسيل الاموال على ثلاث مراحل

المرحلة الاولى توظيف الاموال غير المشروعة على شكل ايداعات بالبنوك والمؤسسات المالية او شراء الاسهم والسندات (حنفي، عبد الغفار، /، الصفحة : 14).

المرحلة الثانية : اخفاء المصدر الحقيقي للأموال عن طريق اجراء سلسلة من المعاملات المالية
المرحلة الثالثة : اعادة وضع الاموال غير المشروعة بعد غسيلها (حنفي، عبد الغفار، /، الصفحة :

(16)

الفصل التاسع : المراكز المالية الدولية:

1. مفهوم المراكز المالية الدولية :

عند التطرق إلى أسواق أرس المال على المستوى العالمي لابد من التذكير ببعض المراكز المالية التي أصبحت معالم بارزة على صعيد المال وأهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، وزيورخ، سنغافورة، هونغ كونغ، باناما، البحرين، لوكسمبورغ، وأيضا بعض الدول الصغيرة التي تسمى أحيانا " Exotiques " وأهمها جزر البهاما. ويعرف المركز المالي بأنه: "مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، ومن الفرضيات الأساسية للمركز المالي أن تكون المعاملات المالية بكافة أنواعها (عقود، تحويل، عمليات بورصة....) قابلة للتداول وبكافة العملات (إما بعملة البلد أو بعملات أساسية أخرى)، وذلك عبر المؤسسات المالية المختصة التي تعمل ضمن هذه السوق (محلية أو أجنبية)، إضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي" (جبار محفوظ، ، 2008، الصفحة: 79) .

2. شروط المركز المالي الدولي:

يمكن تحديد مجموعة من الشروط الواجب توافرها في أي مركز مالي حتى يتحول إلى مركز مالي دولي، ومن هذه الشروط ما يلي: (جبار محفوظ، ، 2008، الصفحات: 79-80)

- طبيعة النظم السياسية والاقتصادية التي تلعب دورا مهما في المساعدة على تطوير المراكز المالية لتصبح عالمية. واعتمادا على فرضية أن أي مستثمر عقلاني يبحث عن المردودية الأعلى مع حد أدنى من المخاطرة، فمن الطبيعي يبتعد عن الأماكن التي تحتوي على نسبة عالية من المخاطر المختلفة؛
- توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز المالي وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المساعدة. كما يعتمد نجاح المركز المالي على خلوه من التدخل الحكومي بفرض الضرائب وفرض الاحتياطات على البنوك وتحديد معدلات العائد، مما يحد من هامش ربح تلك المؤسسات؛
- إن أي مركز مالي يجب أن يوفر للمستثمرين وللمؤسسات المالية ولكافة المتعاملين في هذا السوق كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة، وذلك حول وضعية الشركات العاملة، مما يسمح باتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي بناء على كم معقول من المعلومات.

3. أنواع المراكز المالية الدولية:

فرق البعض بين أربعة أنواع من مراكز، كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (05): أنواع المراكز المالية الدولية

النوع	مصادر التمويل	استخدامات الأموال	أمثلة
مركز رئيسي	عالمية	عالمية	لندن، نيويورك
مركز حجز	من خارج المركز	خارج المركز	ناسو، جزر القيمان
مركز تمويل	من خارج المركز	داخل المركز	سنغافورة، بنما
مركز تجميع	داخلية	خارج المركز	البجرين

المصدر: أحمد عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، ط 2، الرياض، السعودية، 2001، ص 243.

يخدم المركز الرئيسي جميع أنحاء العالم وهو بذلك مركز عالمي، كون أن المصادر والاستخدامات تكون عالمية. أما مركز الحجز فهو مركز صوري يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة للمركز المتساهلة كالتسهيلات الضريبية، حيث أن كلا من المصادر والاستخدامات خارجية ولذا ليس من الضروري أن تكون البنى الهيكلية في المركز متطورة. بين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذا المصادر الخارجية والاستخدامات الداخلية. وأخيرا هناك مراكز التجميع للمصادر الداخلية والاستخدام الخارجي. وعلى العموم تعرف المراكز التي تكون فيها المصادر والاستخدامات من خارج البلد بمراكز "الأوفشور" off-shore وهي تقدم خدمات لغير المقيمين وتفصل ما بين معاملاتها المحلية والدولية مثل مراكز الهماما. ورغم عدم وجود تعريف محدد لمراكز الأوفشور إلا أنها تتيح:

- الاستقرار السياسي ووجود مجموعات مالية كفاءة ووسائل اتصال جيدة وخدمات مساعدة سريعة؛

- ضرائب منخفضة جدا أو معدومة، ودرجة عالية للسرية في التعاملات؛

- مناخ يحمي المستثمرين والمودعين من التدخل الحكومي؛

- مكان لتقديم الخدمات الموجهة أساسا للزبائن الأجانب.

4. دور المركز المالي الدولي:

يمكن تحديد ثلاثة أدوار رئيسية يمكن للمركز المالي أن يقوم بأحدها تبعا للوجهة التي يتخصص بها والمحددة بتوجهات عامة استراتيجية للمؤسسات المالية الكبيرة العاملة في هذا المركز. وتتمثل هذه الأدوار فيما يلي: (جبار محفوظ، ، 2008، الصفحة : 80)

أ. تصدير رؤوس الأموال: يعني هذا الدور أن المركز المالي يعتمد بشكل أساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم يتم إقراضها للمؤسسات والشركات أو الدول التي تكون بحاجة للتمويل.

ب. الحلقة الدائرية: يتمثل هذا الدور من أدوار المركز المالي في تحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنبيين، ولكن العملية تتم عبر مؤسسات مالية متمركزة في المركز المالي لبلد ثالث. لكن من الممكن أيضا أن توظف الأموال الواردة إلى المركز المالي داخل البلد حيث ينشط المركز المالي، الذي قد يلعب دور المصدر فقط لرؤوس الأموال، مثل مراكز سنغافورة وهونغ كونغ، التي تقوم بتصدير أموال آسيا نحو أوروبا وأمريكا الشمالية، وبالمقابل قد تقوم باستيراد لرؤوس الأموال فقط. ويمكن اختصار هذا الدور بأن العمليات المالية تنتج أساسا عن التحويلات ما بين المصارف وغير المصارف لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية.

ج. الدور التسجيلي: يتمثل هذا الدور لبعض المراكز المالية تسجيل حركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين، والاقتصاد المحلي حيث يوجد المركز المالي الذي لا يتأثر بحركة الأموال هذه بفعل مجموعة من القوانين التي ترعى ذلك. إلا أنه وعلى صعيد التطبيق العملي يمكن لمراكز الأوفشور أن تقوم بتمويل بعض النشاطات الإنتاجية والتجارية للبلد الذي يوجد فيه المركز المالي.

5. أهم المراكز المالية الدولية:

من بين أهم المراكز المالية الدولية ما يلي:

أ. بورصة نيويورك: تعتبر بورصة نيويورك البورصة الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم ، إذ يعود

تاريخ إنشائها الرسمي إلى عام 1817، وتعتبر الشركات المدرجة في بورصة نيويورك أكبر الشركات العالمية ، كما تعتبر مؤشرات قياس أدائها داوجونز وستاندرز أند بورز مؤشرات مرجعية لمجمل البورصات في العالم.

والمعروفة أيضا باسم المجلس الكبير (The Big Board) ورمزها (NYSE)، وتقع في نيويورك في وول ستريت في مدينة نيويورك، وتبلغ قيمتها السوقية أكثر من 16 تريليون دولار أمريكي، وبلغ عدد الشركات المدرجة فيها أكثر من 1900 شركة.

ب. بورصة لندن: تعتبر لندن أهم مركز مالي أوروبي، كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم ، وبدأت لندن تكسب أهميتها منذ بداية القرن السابع عشر تم إنشاؤها في عام 1801 خلفت بورصة أمستردام بهولندا، تم أخذت شهرتها تنتشر مع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، ومن أهم مؤسسات لندن كمركز مالي نجد بورصة لندن التي تقوم بدورين رئيسيين ، إذ تمثل مصدرًا لرؤوس الأموال بالنسبة للبريطانيين أو الأجانب، وكذلك تعتبر مركزًا عالميًا للتعامل بالأوراق المالية ويرمز لسوق لندن للأوراق المالية ب (LSE) وتحتوي بورصة لندن على عدة مؤشرات أهمها وأكبرها مؤشر فيننشال تايمز FTSE 100 لأكبر مئة شركة بريطانية. وتبلغ القيمة السوقية لبورصة لندن 3,392 تريليون دولار أمريكي، وتضم حتى حوالي 3000 شركة من 71 دولة مختلفة.

ج. بورصة نيويورك: أنشئت بورصة طوكيو في عام 1878 ومقرها طوكيو، اليابان. تحتوي قوائمها على أكثر من 2200 شركة من أكبر الشركات في العالم وهي أكبر بورصة في آسيا، وثالث أكبر بورصة في العالم، بقيمتها السوقية التي تبلغ 3,478 تريليون دولار أمريكي، واندمجت بورصة طوكيو مع أوساكا للأوراق المالية في منتصف عام 2012 لتعزز صدارتها كأكبر بورصة في آسيا وهي أيضا حليف مقرب من بورصة لندن للأوراق المالية، الأمر الذي يسهل التجارة بينهما بشكل خاص وبين قارتي آسيا وأوروبا بشكل عام ويتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق الأوراق المالية في طوكيو من خلال مؤشر نيكاي

6. أهم المؤشرات المستخدمة في المراكز المالية الدولية

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

ولكي كون المؤشر فعالاً لا بد أن تكون العينة مناسبة من ثلاث نواحي الحجم والانتساع والمصدر. فيما يتعلق بالحجم، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الانتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز. أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك

الصناعة. فيما خص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية. و أهم المؤشرات التي تميز المراكز المالية الدولية، مؤشر داو جونز ومؤشر ستاندارد أند بورز 500، في السوق المالي الأمريكي، ومؤشر فايننشيل تايمز في السوق المالي البريطاني، ومؤشر نيكاي في السوق المالي الياباني، إضافة إلى مؤشر كاك 40 في السوق المالي الفرنسي.

1.6. مؤشر داو جونز - Dow Jones Index

يعتبر مؤشر داو جونز من أقدم وأشهر المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية، والذي يعكس تطور 30 سهما صناعيا بالغة الأهمية ويشمل هذا المؤشر ثلاثة مؤشرات فرعية ومؤشر رئيسي يمثل السوق المالي كليا.

وهذه المؤشرات هي:

- مؤشر داو جونز الصناعي: ويقيس هذا المؤشر معدل أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة تغطي قطاعا عريضا من الصناعات.

- مؤشر داو جونز لوسائل النقل: ويقيس هذا المؤشر معدل أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة تغطي قطاع النقل، من بينها ست شركات للخطوط الجوية.

-مؤشر داو جونز للمرافق: يقيس هذا المؤشر أسعار أسهم أكبر خمس عشرة شركة خاصة بالمرافق، مثل شركات الكهرباء والغاز.

- مؤشر داو جونز المركب: ويقيس هذا المؤشر معدل أسعار أسهم خمس وستين شركة، هي مجموع الشركات التي تتضمنها المؤشرات الثلاثة السابقة.

و يعتبر مؤشر داو جونز الصناعي أهم هذه المؤشرات حيث أنه يضم الشركات الصناعية

الثلاثين الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تعتبر الأكثر نشاطا والأكثر حجما في البورصة.

ولمعرفة طريقة حساب هذا المؤشر نفرض انه يتكون من أسهم ثلاث شركات فقط هي: أ، ب، ج وكان

سعر الإقفال لأسهم هذه الشركات هو 10، 15، 5 دينار على التوالي: ومنه معدل السعر = $\frac{3}{(10 + 15 + 5)}$

= 10 دينار

مثال: وفيما يلي مثالا مبسطا يتعامل مع صيغة افتراضية لهذا المؤشر مؤلفة من سهمين فقط (RST

: ,FGH)

السهم	السعر الأولي	السعر النهائي	عدد الأسهم /بالملايين/	القيمة الأولية للأسهم المتبقية	القيمة النهائية للأسهم المتبقية
FGH	25 دولار	30 دولار	20	500 مليون دولار	600 مليون دولار
RST	100 دولار	90 دولار	1	100 مليون دولار	90 مليون دولار
الإجمالي				600 مليون دولار	690 مليون دولار

إن القيمة الأولية لهذا المؤشر بناءً على هذه المعلومات تحسب كما يلي :

القيمة الأولية للمؤشر = $\frac{\text{السعر الأولي للسهم الأول} + \text{السعر الأولي للسهم الثاني}}{2}$.

2

$$= \frac{25 + 100}{2}$$

2 (عدد الأسهم)

$$= 62.5 \text{ دولار}$$

أما القيمة النهائية لهذا المؤشر فتعطى بالعلاقة التالية :

القيمة النهائية للمؤشر = $\frac{\text{السعر النهائي للسهم الأول} + \text{السعر النهائي للسهم الثاني}}{2}$.

2 (عدد الأسهم)

$$= \frac{90 + 30}{2} = 60 \text{ دولار}$$

2

وهكذا نلاحظ أن مؤشر DJIA قد انخفض بمقدار 2.5 نقطة أي نسبة قدرها $(2.5 \setminus 62.5) = 4\%$

2.6. مؤشر ستاندارد أند بورز

Standard and Poors 500 Index -500

و يقيس هذا المؤشر معدل أسعار الأوراق المالية عن الشركات الخمسمائة الأمريكية الكبرى المسجلة في

سوق نيويورك المالي NYSE، وسوق الأسهم الأمريكي AMEX.

وأهم الشركات المكونة لمؤشر ستاندارد أند بورز 500 هي:

- 400 شركة صناعية؛

- 40 بنكا تجاريا وشركات تأمين وادخار وتمويل؛

- 20 شركة نقل؛

- 40 شركة للمرافق العامة.

ويتم حساب مؤشر ستاندارد أند بورز 500 بمقارنة أسعار الأوراق المالية للشركات المكونة له مع سنة الأساس (1941م-1943م).

حسب المعادلة التالية:

المؤشر = (سعر السوق الحالي/سعر السوق للمجموعة في سنة الأساس)*10

3.6. مؤشر فايننشيل تايمز ومؤشر نيكاي

يمثل مؤشر فايننشيل تايمز الرقم القياسي لأسعار الأسهم العادية في إنجلترا.

ويقاس هذا المؤشر معدل أسعار المالية لأكثر مائة شركة مسجلة في السوق المالي البريطاني.

أما مؤشر نيكاي فهو يقاس معدل أسعار الأوراق المالية لأكثر مائتين وخمس و عشرين (225)

شركة في اليابان .

الفصل العاشر : أسواق الفوركس

1. تعريف سوق الفوركس: هو سوق تداول العملات الأجنبية، وهو اختصار للحروف الأولى من Foreign Exchange Market، حيث يستفيد المستثمرون من تغير أسعار صرف العملة الأجنبية وذلك عن طريق مبادلة عملة بعملة أخرى وشراء العملات بسعر منخفض وبيعها بسعر مرتفع. كما عرفت على أنها آلية يتم بواسطتها الجمع بين مشتري وبائع العملات الأجنبية، وهي تتكون أساساً من مجموعة من البنوك تنخرط في استبدال العملات الأجنبية فهي تصنع سوق الصرف، ويقوم نشاطها على إيجاد سعر متماثل إلى حد كبير لأية عملة قابلة للتحويل في جميع المراكز المالية.

2. مراحل تطور سوق تداول العملات**أ- التداول بنظام المقايضة**

يعد نظام التجارة بالمقايضة أقدم طرق التبادل، حيث يعود تاريخه إلى 6000 قبل الميلاد وغالبا ما ينظر إليه على أنه اللبنة الأساسية وراء ظهور تداول العملات الأجنبية في السنوات اللاحقة. بموجب نظام المقايضة، كانت السلع تستبدل بسلع أخرى. تطورت العملية في وقت لاحق، وأصبحت سلع مثل جلود الحيوانات والملح والتوابل الغذائية - التي كانت ذات طلب كبير - وسائل شعبية للتبادل. ومع ذلك، بدأ ظهور العملات الذهبية في القرن السادس قبل الميلاد. وهكذا، تبنت العملات الذهبية دور العملة لقابليتها للنقل، وقابلية القسمة، والتوحيد، والحد من العرض، وهي الخصائص الهامة للنقود اليوم. في الواقع، استمر المفهوم ليحل محل نظام المقايضة.

ب- العملات الذهبية القياسية

اعتمدت معظم البلدان معيار الذهب في نهاية القرن الثامن عشر. تضمن معيار الذهب أن تدفع الحكومة أي مبلغ من النقود الورقية مقابل السعر المساوي له من الذهب، والذي كان يعمل بشكل جيد حتى اندلاع الحرب العالمية الأولى. اضطرت الدول الأوروبية إلى تعليق معيار الذهب لتمويل الحرب من خلال تكثيف طباعة النقود الورقية. ومن هنا نشأت حاجة كل بلد إلى تطوير عملاتها الورقية في هذه المرحلة. ولذلك، كان من المحتم أن يطبع كل بلد النقود الورقية كوسيلة للتبادل.

ج- مؤتمر بريتون وودز النقدي (1944-1971)

كان مؤتمر بريتون وودز النقدي، الذي عقد في بريتون، أحد أهم الأحداث في التاريخ التي ساعدت على توحيد سوق الفوركس وفق صورته اليوم.

بعد الحرب العالمية الثانية، اجتمعت مجموعة الـ 3 التي تضم الولايات المتحدة وبريطانيا العظمى وفرنسا في مؤتمر الأمم المتحدة النقدي والمالي في بريتون وودز لتشكيل نظام اقتصادي عالمي جديد. تم

اختيار مكان انعقاد المؤتمر في ذلك الوقت ببساطة لأن الولايات المتحدة هي الدولة الوحيدة التي لم تتأثر بشدة بالحرب. كانت معظم الدول الأوروبية الكبرى في حالة من الفوضى خلال هذه الفترة. حولت الحرب العالمية الأولى الدولار الأمريكي من عملة فاشلة بعد انهيار سوق الأسهم في عام 1929 إلى عملة معيارية يمكن من خلالها مقارنة العملات الدولية الأخرى في وقت لاحق.

بعد ذلك ، طلب من بلدان أخرى تحديد سعر الصرف على أساس سعر الصرف النسبي للدولار الأمريكي إلى العملة المحلية. ومع ذلك، لم يستطع الدولار الأمريكي إخضاع الذهب لأنه كان يحتفظ بأعلى قدر من الاحتياطيات الكبيرة على مستوى العالم. وتحقيقاً لهذه الغاية، علقوا بدلا من ذلك أهمية أكبر على الذهب مقابل سعر صرف الدولار. ومن شأن الدولار بوصفه الوحدة القياسية للصرف أن يؤدي إلى إنشاء نظام التعويم الحر.

د- تشكيل نظام تعويم حر

تسببت المعارضة على الهيمنة الدولارية الناجمة عن اتفاق بريتون وودز إلى عقد اتفاق سميثسونيان في ديسمبر من عام 1971. سمحت هذه الجلسة بنطاق تذبذب أكبر للعملات. قامت الولايات المتحدة بتحويل الدولار إلى الذهب بسعر صرف قدره 38 دولاراً للأونصة، مما أدى إلى انخفاض قيمة الدولار. بموجب اتفاقية سميثسونيان، يمكن أن تتذبذب العملات الرئيسية الأخرى بنسبة 2.25٪ مقابل الدولار الأمريكي. الدولار الأمريكي لديه زوج من الذهب.

هـ- معاهدة بلازا

بحلول نهاية أوائل 1980 ، تسبب وزن الدولار الأمريكي في وضع اقتصادات دول العالم الثالث تحت وطأة الديون وإغلاق معظم المصانع الأوروبية لأنها لا تستطيع منافسة الأجانب الآخرين. نتيجة لذلك، اجتمعت مجموعة الـ 5 في عام 1985، وهي أقوى اقتصادات العالم التي تضم الولايات المتحدة وبريطانيا العظمى وفرنسا وألمانيا الغربية واليابان، وأرسلت ممثلين عنها إلى ما كان يعرف باسم الاجتماع السري في فندق بلازا في مدينة نيويورك. تسربت أخبار الاجتماع ، مما أجبر مجموعة الـ 5 على إصدار بيان يشجع على ارتفاع العملات غير الدولارية، بما في ذلك اليورو والين والجنيه الإسترليني. لذلك كان هذا يعرف باسم "معاهدة بلازا".

و- سوق الفوركس اليوم

مع ظهور الإنترنت، انتشر تداول الفوركس على الفور كالنار في الهشيم عبر مختلف البلدان. لعبت البنوك أدواراً مهمة في توحيد سوق الفوركس اليوم من خلال توفير السيولة اللازمة لتبادل عملات متعددة.

ثم نشأت الحاجة إلى وسطاء ماليين رقميين يربطون الأفراد بسوق الفوركس دون الحاجة إلى الذهاب للبنك لتنفيذ تداولاتهم.. يتم سد هذه الفجوة اليوم من قبل الوسطاء. اليوم يمكن للمستثمر استخدام الهاتف الذكي لإنشاء حساب تداول مع أي وسيط معين والمشاركة بحرية في سوق الصرف الأجنبي العالمي.

3. مميزات وأنواع سوق الفوركس

1.3. مميزات سوق الفوركس

أ - الحجم الكبير للأسواق: يقدر المحللون الماليون الحجم اليومي لتداول العملات في سوق الفوركس بحوالي 5 تريليون دولار (5 آلاف مليار دولار يوميا) ، حيث أن الاف الملايين من الدولارات تباع وتشتري كل ثانية وكمثال على ذلك، اظهرت دراسة مسحية نفذتها مجموعة المرشدين العرب ان حوالي 70 الف أردني يتاجرون في العملات الاجنبية على الهامش (فوريكس) بمبالغ قاربت 787 مليون دولار أميركي.

ب - انتشار الاسواق وتعدد المتعاملين: وبعكس عدة أسواق منتشرة في السوق فأن سوق العملات لا يعد سوق نخبوي يجيد التعامل معه إلا القلة من الناس، فحتى الأشخاص الذين ليس لديهم خبرات في التعامل مع الإنترنت والحاسوب، يمكنهم التداول عبر مكالمات هاتفية لشركات الوساطة، والتوقعات تشير إلى تقبل شريحة كبيرة من الشباب عبر العالم لتجارة العملات في الفترات المقبلة.

ج- الحساسية القصوى للتغيرات الاقتصادية والسياسية في الدول: تؤثر التغيرات السياسية والاقتصادية بشكل مباشر على اسعار صرف العملات، وهذا لما له من ارتباط وثيق بعملة الدولة، وقد لاحظنا ان كل تغير يمس البناء الاقتصادي او السياسي للدولة سينعكس مباشرة على اسعار صرف عملة تلك الدول.

د- التقلبات السريعة في اسعار العملات: بعد التطور الكبير الحاصل في مجال تكنولوجيا الاتصالات، ومع انتشار استخدام وسائل التحليل الاستراتيجي، اصبح من الممكن الحصول على المعلومات الدقيقة والتنبؤات الصحيحة في اوقات مناسبة ، الشيء الذي انعكس مباشرة على اسواق الفوريكس من خلال تغير اسعار العملات لحظيا ارتفاعا وانخفاضا في مجالات تتغير حسب قوة العملة، فهناك عملات يكون التقلب فيها لعملات الصعبة وذلك لخطأ في \square بمعدلات صغيرة جدا و لحظيا مثل العملات الصلبة المعروفة (معروفة خطأ ترجمتها من الانجليزية)، وهناك عملات يكون التقلب فيها بمعدلات كبيرة لكن في مدة طويلة مثل العملات الضعيفة عند مراجعة قيمتها وتعويمها.

كما تمتاز سوق الفوركس بمجموعة من الخصائص يمكن ايجازها فيما يلي :

❖ سوق الفوركس هو سوق يتم عبر اتصالات وليس له مكان مادي ملموس، ما عدا تداول بعض

المنتجات المالية- التي تتم في أسواق منظمة وهي عقود المستقبلات على العملة والتي تتداول على مستوى بورصات منظمة كبورصة شيغاكو وبورصة سنغافورة وبورصة لندن؛

❖ أغلب الصفقات فيه تتم في أهم المراكز المالية الدولية كلندن والولايات المتحدة الأمريكية واليابان؛

❖ ارتباط كل الأسواق المالية الأخرى على المستوى الدولي بسوق الفوركس؛

❖ يعمل سوق الفوركس على مدار 24 - ساعة لمدة 5 أيام في الأسبوع ما عدا يومي السبت والأحد والتي تعتبر عطلة في أهم المراكز المالية العالمية؛

❖ الريح في الاتجاهين الصاعد والنازل: على عكس باقي الأسواق المالية الدولية والمحلية فالفوركس يمكن التعامل- فيه من الاستفادة من الاتجاهين لأنه يمكنه تنفيذ عمليات البيع والشراء في الوقت نفسه، فتوقع الصعود يؤدي إلى الشراء الآن لتبيع فيما بعد بسعر مرتفع، وتوقع الهبوط تقوم بالبيع الآن حتى لا تلحق به خسائر فيما بعد؛

❖ المرونة: حيث يمكن الاتجار بمبالغ صغيرة أو كبيرة حسب طاقة كل متعامل .

❖ المتاجرة باستخدام الرافعة المالية: في سوق العملات يتم استخدام الرفع المالي على نطاق واسع حيث أنك تملك مبلغ مالي صغير ولكن تستثمر في السوق عدة أضعافه، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح ولكن قد تلحق بالمتعامل خسائر كبيرة؛

2.3. أنواع أسواق الفوركس :

هناك نوعان من البورصات: بورصات التبادل المباشر و بورصات التبادل عبر شبكات الاتصال: أ- بورصات التبادل المباشر : وهي بورصات يتم خلالها تبادل العملات الأجنبية بشكل مباشر بين المتعاملين، من خلال إبرام الاتفاقيات بحضور الطرفين او من ينوب عنهم، مع تسليم واستلام العملات محل العقد بشكل اني او اجل حسب الاتفاق.

ب - بورصات التبادل عبر شبكات الاتصال : الفوركس تتبع لبورصات التبادل عبر شبكات الاتصال Over the counter فهي أسواق يتم فيها بيع وشراء السلع دون أن يكون لها مكان مركزي محدد بل تتم عمليات البيع والشراء بين الشركات والبنوك والأفراد عن طريق شبكات الاتصال لحاسوب في وقت واحد بين مئات البنوك حول العالم.(والكمبيوتر) عن طريق الاتصال التلفوني والإنترنت وهذا هو السبب لضخامة سوق العملات، فهناك مئات الملايين من الدولارات تباع وتشتري كل بضع ثوان. وبورصات العملات تتميز أيضاً بالمشورات المختلفة والتحليل الفني والتحليل الإخباري وسرعة الحصول على الأرباح .

4. المنتجات المتداولة في سوق الفوركس : هناك خمسة أنواع رئيسية من المنتجات المالية المتداولة في سوق الفوركس وهي:

❖ السوق المباشر أو ما يسمى بالمعاملات الفورية؛

❖ العقود الآجلة؛

❖ عقود المستقبلات على العملات الأجنبية؛

❖ عقود المبادلة على العملات الأجنبية؛

❖ عقود الخيار على العملات الأجنبية.

5. المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي : تتمثل الأطراف الرئيسية المتعاملة في سوق الصرف الأجنبي في:

❖ المستخدمون التقليديون: كالمصدرين والمستوردين والمستثمرين...؛

❖ البنوك التجارية: حيث تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشترين؛

❖ سماسرة الصرف الأجنبي: مثل شركات الصرافة

❖ البنك المركزي: ويكون تدخله بهدف الحفاظ على استقرار قيمة العملة الوطنية من خلال

دخوله كبائع أو كمشتري من خلال الاحتياطي، كما تتدخل البنوك المركزية اليوم في سوق

الصرف الأجنبي في حالات محدودة هي:

- شراء وبيع العملات من أجل تدعيم العملة الوطنية في حالات معينة؛-

- تلبية حاجة بعض المتعاملين معها للعملة الأجنبية كالبنوك المركزية الأجنبية والبنوك التجارية والخزينة؛

- شراء وبيع العملات الأجنبية من أجل التأثير على مستوى عرض وطلب عملة ما؛

- يتدخل البنك المركزي في بعض الأحيان لتخليص عملته من ضغوط المضاربة المفروضة عليها؛

- يتدخل البنك المركزي في سوق الفوركس للتخلص من السيولة الزائدة أو لتوفير السيولة للاقتصاد.

6. العملات الرئيسية في سوق الفوركس:

يرمز للعملة محل التداول في سوق الفوركس بثلاثة أحرف لاتينية، حيث يشير الحرفين الأولين

لاسـم البلد، والحرف الثالث يرمز لاسـم عملة البلد، والجدول التالي يبين أهم العملات القيادية في

سوق الفوركس والرموز الخاصة بها:

الجدول رقم (06): أهم العملات القيادية في سوق الفوركس.

Symbol	Country	Currency	Nickname
USD	United States	Dollar	Buck
EUR	Euro zone members	Euro	Fiber
JPY	Japan	Yen	Yen
GBP	Great Britain	Pound	Cable
CHF	Switzerland	Franc	Swissy
CAD	Canada	Dollar	Loonie
AUD	Australia	Dollar	Aussie
NZD	New Zealand	Dollar	Kiwi

ويتم تداول العملات في أزواج أو ثنائية بين عملتين، على سبيل المثال اليورو والدولار الأمريكي (/ EUR USD) وتسمى العملة الموجودة على اليسار (EUR) بالعملة المسعرة أو الثابتة والعملة الموجودة على اليمين (USD) بعملة التسعير أو المتغيرة، بشكل عام فإن سعر الصرف لعملة بلد ما مقابل عملة بلد آخر تتحدد وفق عوامل العرض والطلب وكذا قوة اقتصاد البلد مقارنة مع اقتصادات الدول الأخرى.

7.. تقلبات سوق الفوركس:

إن سوق الفوركس على الرغم من أنه كبير وواسع إلا أنه يتأثر بكل ما يجعل أسعار صرف العملات فيه تتغير، وعليه فإن العوامل التي تتحكم فيه هي:

❖ التجارة الدولية: يعتبر تداول السلع والخدمات ما بين الدول السبب الأقدم لطلب وعرض العملات، فسعر العملة يعتمد على تدفق الواردات والصادرات فإذا كانت للدولة سلع قابلة للتصدير فإن كل زيادة في صادراتها تعني زيادة الطلب على عملتها ما يعني ارتفاع سعر عملتها في مقابل انخفاض سعر صرف عملة الدولة المقابلة:

❖ حركة رؤوس الأموال: في الوقت الحاضر يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي من أكثر العوامل التي تؤثر على سعر صرف عملة دولة ما، فالدولة التي تجذب رؤوس الأموال الأجنبية ترتفع قيمة عملتها نتيجة زيادة الطلب عليها، والعكس فخرج رؤوس الأموال يعني انخفاض قيمة العملة المحلية:

❖ التغير في الأسعار: ارتفاع الأسعار المحلية في حالة ما إذا كان للدولة سلع قابلة للتصدير يؤدي إلى تخفيض تنافسياتها وهو ما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها فتتخفف قيمة العملة المحلية مقابل الأجنبية:

❖ المضاربة: وهو وجود فئات في السوق تسعى إلى تحقيق الربح عن طريق الاعتماد على توقعاتها حول مستقبل عملة معينة وهو ما قد يؤثر على اتجاه سعر صرف العملة التي تبني حولها التوقعات:

- ❖ قوة الاقتصاد: كلما كانت أسس الاقتصاد لدولة ما قوية كانت عملتها مستقرة وقوية، وقوة الاقتصاد تقاس بالعديد من المتغيرات منها: التوازن المالي، حساب رؤوس الأموال، الالتزامات الخارجية، الاحتياطات من الصرف الأجنبي، الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم...إلخ؛
- ❖ السياسات الحكومية: في الدول التي يكون فيها سعر الصرف مثبت أو مسير فإن البنك المركزي سيكون لاعبا رئيسيا في سوق الصرف الأجنبي، فالبنك يؤثر على قيمة العملة عن طريق عمليات بيع وشراء العملة، كما يؤثر عليها من خلال معدل الفائدة؛
- ❖ عمليات البورصة: كلما امتلك البلد بورصات قوية ونشطة وجاذبة للمستثمرين الأجانب أدى ذلك إلى زيادة الطلب على عملة الدولة من أجل الاستثمار في مختلف الأسهم والسندات؛
- ❖ العوامل السياسية: في العادة فإن الاستقرار السياسي يؤدي إلى زيادة النمو وبالتالي استقرار قيمة العملة، وبشكل عام فإن سوق الفوركس حساس لكل المعطيات السياسية مما لها انعكاس مباشر أو غير مباشر على العملة، كتغير الرؤساء واجراء الانتخابات وتغير أحزاب الحكم والاضطرابات السياسية والعسكرية...إلخ؛
- ❖ البيانات المتاحة حول الاقتصاد: كل الأرقام والمعطيات المتاحة حول اقتصاد ما سواء المحققة سابقا أو المتوقع تحقيقها في المستقبل لديها تأثير على قيمة العملة في سوق الفوركس، لأن كل منها لديه تأثير معين على سعر العملة مقابل العملات الأجنبية، كالناتج المحلي الإجمالي السابق والمتوقع، حجم الاستثمار، عدد السكان، القوة العاملة...إلخ؛
- ❖ معدل الفائدة: في ظل وجود أسواق نقدية ومالية متطورة في الدولة فإن كل زيادة أو نقصان في معدل الفائدة سيكون له تأثير مباشر على قيمة العملة، فارتفاع سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية يؤدي إلى دخول رؤوس الأموال بحثا عن العائد المرتفع وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى، ويحدث العكس في حالة انخفاض معدل الفائدة؛
- ❖ كل الأحداث والحوادث غير المتوقعة: كالكوارث الطبيعية التي تؤثر بالسلب على قيمة عملة هذه الدولة.

الفصل الحادي عشر: المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية: (IOSCO)**1. تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية:**

التعريف 1 : هي جمعية من المنظمات التي تنظم أسواق الأوراق المالية والعقود الآجلة في العالم. الأعضاء عادة ما يكونون أوراق مالية أولية و / أو منظمات مستقبلية في ولاية قضائية وطنية أو الجهة الرقابية المالية الرئيسية من كل بلد. وتتمثل مهمتها في :

- تطوير وتنفيذ وتعزيز معايير تنظيمية عالية لتعزيز حماية المستثمرين وتقليل المخاطر النظامية
 - تبادل المعلومات مع التبادلات ومساعدتهم في القضايا التقنية والتشغيلية
 - وضع معايير لمراقبة المعاملات الاستثمارية العالمية عبر الحدود والأسواق
- تضم أعضاء من أكثر من 100 دولة مختلفة، والتي تنظم أكثر من 95٪ من أسواق الأوراق المالية في العالم. لديها أمانة دائمة في مدريد ، إسبانيا

التعريف 2 : هي أرفع هيئة مهنية عالمية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال الدولية وقد تأسست في عام 1983، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقراً لها، وتضم المنظمة 124 عضواً من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية وهي هيئات الأوراق المالية الوطنية أو الهيئات الحكومية المماثلة مع أسواق المشتقات أي أكثر من 95٪ من أسواق الأوراق المالية في العالم، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخراً، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير وأسس المنظمة للأسواق المالية.

2. أهداف المنظمة: وتسعى المنظمة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

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

3. مبادئ المنظمة:

المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال هي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق ما يلي:

• التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية.

• تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق 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 أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ وعددها 31 مقسمة إلى تسع مجموعات مختلفة تتناول كفاءة أطراف السوق وتعد مرشداً جيداً لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، وهي:

1.3- المبادئ الخاصة بوضع القواعد التنظيمية لسوق المال:

- يجب أن يتوافر الوضوح في المسؤوليات الخاصة بالجهة المنظمة للسوق.

- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق الاستقلالية في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها والمسئولية عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها.

- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق السلطة الكافية والموارد اللازمة بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها.

- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتبنى إجراءات تنفيذية تتسم بالوضوح والتناسق فيما بينها.

- يجب على فريق العمل بالجهة المنظمة للسوق أن يتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل وعلى الأخص تلك التي ترتبط بالحفاظ على سرية البيانات والمعلومات.

- على الجهة المنظمة للسوق ان تقوم بذاتها - او تشارك في - عمليات الرقابة والحد من وإدارة مخاطر التداعي للأسواق المالية التي تقع تحت سيطرتها.

- يجب ان تقوم الجهة المنظمة للسوق - او تشارك في - عمليات مراجعة وفحص القواعد المنظمة للسوق ومؤشراتها.

2.3- المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم: على الجهة المنظمة للسوق الاستفادة من عمل

المؤسسات ذاتية التنظيم التي تمارس مسئوليات إشرافية مباشرة في المجالات الخاصة بها. وينبغي أن تخضع المؤسسات ذاتية التنظيم لرقابة الجهة المنظمة، وعلى المؤسسات ذاتية التنظيم إتباع معايير

العدالة والسرية عند ممارسة صلاحيتها والمسئوليات المنوطة إليها.

3.3. المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية:

- يجب أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل وإجراء التحقيقات وممارسة أعمال الرقابة.

- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات الإلزام الشامل بتطبيق القواعد التنظيمية للسوق.

- يجب أن يتضمن النظام الرقابي التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتيش والتحقيقات والرقابة وسلطات الإلزام بالتشريعات والتحقق من فاعلية برامج الالتزام والرقابة الداخلية.

4.3. المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية:

- يجب ان يكون للجهة المنظمة للسوق سلطة تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات الأخرى المنظمة للأسواق سواء المحلية أو الأجنبية المماثلة لها.

- يجب أن تضع هيئة الرقابة على أسواق المال نظاماً لتبادل المعلومات وتحدد وقت وأيفية تبادل المعلومات وغيرها مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها.

- يجب أن تسمح اللوائح التنظيمية للجهة المنظمة للسوق بالعمل على مد الجهات الأجنبية المناظرة المنظمة لأسواقها بما تحتاجه لمزاولة اختصاصاتها وممارسة سلطاتها الرقابية.

5.3. المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات:

- ينبغي أن يخضع مراقبو الحسابات لمستوى كافٍ من الرقابة.

- ينبغي أن يكون مراقبو الحسابات مستقلون تماماً عن الجهة المصدرة التي يقومون بمراجعة حساباتها.

- ينبغي أن تتمتع معايير المحاسبة بجودة عالية مقبولة دولياً.

- ينبغي أن تخضع وكالات التصنيف الائتماني لمستوى كافٍ من الرقابة، وكذا يجب التأكد من أن وكالات التصنيف الائتماني التي يتم استخدام ما يصدر عنها من تقارير وتصنيفات ائتمانية في

السوق المنظمة تخضع لمتطلبات الترخيص والرقابة المستمرة.

- ينبغي أن تخضع الجهات الأخرى – التي تقدم خدمات تحليلية وتقييمية للمستثمر – للرقابة ولنظام يتناسب ودورها في السوق أو لنظام رقابي يتناسب مع درجة اعتماد النظام الرقابي على هذه الجهات.

6.3. المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية:

- يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق وفي توقيت مناسب عن النتائج المالية والمخاطر والمعلومات

الأخرى الجوهرية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.

- يجب أن يعامل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدالة والمساواة.

- يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة في أعلى المستويات المقبولة عالمياً.

7.3. المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي:

- ينبغي على النظام الرقابي ان تضع معايير تتسم بالملائمة و الحوكمة والتنظيم وسهولة التطبيق لمن يرغب في التسويق او تشغيل نظم الاستثمار الجماعي.

- ينبغي على النظام الرقابي وضع قواعد تحكم الشكل القانوني والهيكل للشركات وكذا وضع قواعد للفصل بين أصول واستثمارات العملاء وحمايتهم.

- ينبغي أن يتضمن الإطار الرقابي النص على الإفصاح عن كافة النواحي الخاصة بصناديق الاستثمار أو أي نظام للاستثمار الجماعي، حيث يعد ذلك أمراً هاماً لتقييم مدى ملائمة صندوق الاستثمار لمستثمر محدد أو نوعية المستثمر المستهدف وكذا تحديد العوائد التي تتحقق للمستثمر نتيجة استثماره في الصندوق أو النظام.

- ينبغي أن يتضمن الإطار الرقابي وجود أسس صحيحة ومفصّل عنها بشأن تقييم الأصول وتسعير الوثائق وتنظيم الاسترداد للوثائق المصدرة في الصندوق أو في نظم الاستثمار الجماعي.

- ينبغي أن يضمن النظام خضوع صناديق التحوط و/أو مديري ومستشاري صناديق التحوط لمستوى كافٍ من الرقابة.

8.3. المبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:

- يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية حد أدنى من الشروط الواجب توافرها للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

- يجب أن يكون هناك متطلبات لرأس المال وكذا رأس المال العامل لشركات الوساطة تعكس المخاطر التي يمكن ان تتعرض لها الشركة.

- يجب أن يطلب من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وضع مهام واختصاصات داخلية من شأنها التحقق من إتمام أعمال الشركة ومزاولة أعمالها وفقاً لمعايير الالتزام والرقابة الداخلية والتي تهدف في مجملها الى حماية مصالح العملاء وأصولهم الاستثمارية والتحقق من الإدارة السليمة للمخاطر، والتي من خلالها تقبل ادارة الشركة تحمل المسؤولية الأساسية تجاه ذلك.

- يجب توافر إجراءات للتعامل مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المتعثرة للحد من أضرار وخسائر المستثمرين واحتواء مخاطر التداعي والتعثر.

9.3. المبادئ الخاصة بالأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول):

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

- يجب توافر رقابة مستمرة وإشراف على البورصة ونظم التداول بها لضمان سلامة المعاملات وذلك من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التي تحقق التوازن المناسب بين مطالب مختلف فئات المتعاملين بالسوق.

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

- يجب أن توضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تضمن كشف عمليات التلاعب في الأسعار والممارسات غير العادلة وتعمل على منعها.

- على الجهة الرقابية وضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تؤدي إلى تقليل مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية التي قد تؤثر على أداء السوق.

- يجب أن يخضع نظام التسوية والمقاصة والجهات الأساسية التي تتعامل معه إلى متطلبات رقابة وإشراف تضمن العدالة والفاعلية والكفاءة والحد من مخاطر التداعي والتعثر.

➤ وتهدف هذه المبادئ العشرة إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي:

أ- توفير الحماية للمستثمرين؛

ب- ضمان تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات التي تتم بالأسواق المالية؛

ج- التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

4. بنك التسويات الدولية (BIS) Bank for International Settlements

1.4. تعريف بنك التسويات الدولية:

بنك التسويات الدولية (BIS) هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم، تأسس في 17 ماي 1930، و يعرف بنك التسويات الدولية (بالإنجليزية) (Bank for International Settlements): واختصاره (BIS) بأنه منظمة دولية تحفّز وتشجع التعاون النقدي والمالي بين دول العالم وتسعى للحفاظ على استقرار البنوك المركزية، فبنك التسويات الدولية هو بنك البنوك المركزية لجميع دول العالم، كما يهدف بنك التسويات الدولية لتعزيز المناقشة وتحليل السياسات المالية، ويعد مركزاً للبحوث الاقتصادية والمالية، كما يعمل كوكيل أو وصي فيما يتعلق بالعمليات المالية الدولية، ويضم بنك التسويات الدولية عملاء وهم البنوك المركزية للدول الأعضاء، أما فيما يتعلق في مقره فيقع مقره الرئيس في بازل سويسرا، ويحتوي على مكاتب تمثيلية في منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة

ومكسيكو سيتي.

ولا يتعامل مع الأفراد أو الشركات سواء لقبول الودائع أو تقديم الخدمات المالية لهم ويساهم في وضع الخطط الرئيسية للنظام المالي العالمي.

2.4. وظائف بنك التسويات الدولية:

تكمن وظائف بنك التسويات الدولية فيما يلي:

- ❖ مراقبة البنوك المركزية.
- ❖ مساعدة البنوك المركزية في العالم من خلال عقد المنتديات والاجتماعات مع محافظي البنوك المركزية.
- ❖ توفير التسهيلات المصرفية للبنوك المركزية.
- ❖ تعزيز التعاون النقدي العالمي.
- ❖ تأمين الاستقرار المالي.
- ❖ زيادة النمو الاقتصادي المستدام.
- ❖ العمل كبنك بحيث يتنافس بنك التسويات الدولية مع المنظمات المالية الدولية الأخرى على الأنشطة المصرفية.
- ❖ ضمان بنك التسويات الدولية السيولة لأعضائه من خلال قيامه بإعادة شراء الأوراق المالية القابلة للتداول من البنوك المركزية.
- ❖ تقديم عائدات عالية على الأموال المستثمرة كوسيلة لجذب البنوك المركزية.
- ❖ عقد الاجتماعات مع الأعضاء لتوفير منصة لمناقشة الاقتصاد العالمي والأسواق المالية، وتوزيع الأرباح، والموافقة على التقارير المالية السنوية، واختيار المدققين الخارجيين لبنك التسويات الدولية، وغيرها من القضايا المختلفة التي تهم البنوك المركزية.
- ❖ العمل كوصي فيما يتعلق بالعمليات المالية الدولية، للمساعدة على تعزيز الاستقرار المالي والنقدي العالمي.
- ❖ تنظيم ورش عمل وندوات تركز على القضايا المالية الدولية.
- ❖ تقديم المساعدة الفنية والمشورة للبنوك المركزية من خلال الاجتماعات المنعقدة.
- ❖ تقديم الخدمات المالية المختلفة بما في ذلك؛ مساعدة البنوك المركزية والمؤسسات المالية النقدية الأخرى في إدارة الاحتياطيات الأجنبية، ضمان توفير السيولة بشكل فوري للبنوك المركزية سيولة فورية، تقديم خدمات ائتمانية، القيام بعمليات إعادة شراء الأدوات المالية القابلة للتداول

التي تقدمها هذه البنوك المركزية.

3.4. تاريخ بنك التسويات الدولية:

انشى بنك التسويات الدولية في 17 مايو 1930 بموجب اتفاق حكومي دولي من ألمانيا وبلجيكا وفرنسا وبريطانيا العظمى و أيرلندا الشمالية ، وإيطاليا، واليابان، والولايات المتحدة الأمريكية وسويسرا. كان المقصود من BIS أصلا لتسهيل التعويضات التي فرضت على ألمانيا بموجب معاهدة فرساي بعد الحرب العالمية الأولى. واقترح ضرورة إنشاء مؤسسة مخصصة لهذا الغرض في عام 1929 من قبل لجنة "الشباب"، وكان المتفق عليه في أغسطس من عام في تلك السنة في مؤتمر في لاهاي. وتمت صياغة ميثاق للبنك في مؤتمر المصرفيين الدولي في بادن بادن في نوفمبر تشرين الثاني ، واعتمد ميثاقها في مؤتمر لاهاي الثاني في 20 يناير 1930. وفقا ل ميثاق الأمم المتحدة، يمكن عقد أسهم في البنك من قبل الأفراد والكيانات غير الحكومية. وقد شكلت BIS وجود وجود الشركات في سويسرا على أساس اتفاق مع سويسرا تتصرف دولة المقر كما للبنك. فإنه يتمتع أيضا بالحصانة في جميع الدول المتعاقدة.

بين عامي 1933 و1945 سيطر على BIS إدارة شملت قالتر فونك، وهو مسؤول بارز النازية، وإميل پول Puhl ، الذين كانوا على حد سواء المدانين بارتكاب جرائم حرب في محاكمات نورمبرج بعد الحرب العالمية الثانية، وكذلك هرمان شميتس، مدير IG فاربن، والبارون فون شرودر، صاحب البنك JHStein ، التي عقدت الودائع من الكسيتا. كانت هناك مزاعم بأن BIS ساعد الألمان نهب الأصول من البلدان المحتلة خلال الحرب العالمية الثانية .

بنك التسويات الدولية كانت مملوكة في الأصل من قبل كل من الحكومات والأفراد والشركات، ولكن الولايات المتحدة وفرنسا قررت أن تبيع بعض أسهمها لمستثمرين من القطاع الخاص. تداول أسهم بنك التسويات الدولية في أسواق الأسهم، الأمر الذي جعل البنك مؤسسة غير عادية: منظمة كارتل دولية (بالمعنى التقني للقانون الدولي العام)، ولكن يسمح للمساهمين من القطاع الخاص. بدأت العديد من البنوك المركزية بالسير على هذا النحو للتحويل الى مؤسسات خاصة، على سبيل المثال، بنك انجلترا اصبحت مملوكة من القطاع الخاص حتى عام 1946. في السنوات الأخيرة تم عرض اسهم BIS للتداول كلها مرة واحدة. وهي الآن مملوكة بالكامل من قبل أفراد، و تعمل في سوق القطاع الخاص، لإدارة الأصول و المقرض للبنوك المركزية والدولية وتستخدمها المؤسسات المالية لتمويل الأنشطة الدولية الأخرى للبنك .

Bibliographie

- البنّا محمد. (1996). *أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعملية*. مصر: زهراء الشرق، مصر.
- الجمال جمال جويدان. (2002). *دراسات في الأسواق المالية والنقدية*. عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
- الخليل احمد بن محمد. (2005). *الاسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي*. السعودية: دار ابن الجوزي، ط 2.
- الشواوة فيصل محرد. (2008). *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية*. رالأولى، دا وائل للنشر والتوزيع، الأردن.
- أندراوس عاطف وليد. (2006). *أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها*. مصر: الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر.
- شعبان محمد إسلام لبروري. (2005). *بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي*. سوريا: دار الفكر، دمشق، ط 2.
- كاظم حيدر يونس. (2019, 6, 24). المرجع . تاريخ الاسترداد 14 5, 2021، من <https://almerja.com/reading.php?idm=118199>
- أحمد زكي وآخر بدوي . (1994). *معجم المصطلحات التجارية والمالية والمصرفية*. مصر: دار الكتب المصرية ، القاهرة ط 1.
- فهد الحربي . (2008). *سوق الأسهم* . السعودية: دار طويق للنشر والتوزيع ، الرياض ، ط 1.
- جعفر الجزائر. (1998). *الادخار والاستثمار والمضاربة في البورصة*. لبنان: دار النفائس، بيروت.
- ابراهيم مزبود . (2007). *سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في الدول العربية -دراسة حالة الجزائر - مذكّرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير*. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- أبو موسى رسمية أحمد . (2005). *الأسواق المالية والنقدية*. عمان: دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى.
- أرشيد وآخرون عبد المعطي رضا . (1998). *الأوراق المالية و مفاهيم وتطبيقات*. دار زهران للنشر والتوزيع.
- اسلام النجار . (4 9, 2020). *أنواع السندات المالية ومخاطرها*. تاريخ الاسترداد 16 5, 2021، من رواد الأعمال: <https://www.rowadalaamal.com>
- ال فواز مبارك بن سلمان . (2010). *الأسواق المالية من منظور إسلامي* . السعودية : مركز النشر العلمي .
- التميمي أرشد فؤاد . (2004). *أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة*. الأردن: دار المسيرة، عمان.
- الراوي خالد وهيب . (1999). *الإستثمار، مفاهيم تحليل وإستراتيجية* . عمان : دار المسيرة .
- الزبيدي حمزة محمود . (2000). *إدارة الاستثمار والتمويل*. الاردن: دار عمان للنشر والتوزيع، عمان.
- السيد الطيبي. (1989). *أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية*. المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع القاهرة. مصر.

- السيد علي عبد المنعم ، ، و العيسى نزار سعد الدين . (2004). *النقود والمصارف والأسواق المالية*. الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع، عمان .
- السيريتي سيد محمد أحمد . (2004). *مبادئ الاقتصاد الجزئي*. مصر: الدار الجامعية، مصر.
- العامري محمد علي إبراهيم . (2013). *الإدارة المالية الدولية*. الأردن: دار وائل ، الطبعة الأولى.
- الغالي بن ابراهيم ، و محمد عدنان بن ضيف . (2019). *الأسواق المالية الدولية* . الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر-بسكرة -.
- المتداول العربي . (/). *arabictrader*. تم الاسترداد من <https://www.arabictrader.com/ar/learn/forex-school/332>
- الهندي خليل . (2000). *العمليات المصرفية والسوق المالية* . لبنان : المؤسسة الحديثة للكتاب .
- أندراوس عاطف وليم . (2007). *أسواق الأوراق المالية* . مصر: دار الفكر الجامعي، الإسكندرية .
- أنس البكري وليد صافي. (2012). *الأسواق المالية والدولية* . الاردن: الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن .
- بلعدي ر.ع. ا. & ، مقلاني ر.ع. (2017). *المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما*. *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا*، العدد 17, 236.
- بورنان م، & ، صولي ر.ع. (2020). *الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة (حلول لإنجاح المؤسسات الناشئة)*. *مجلة دفاتر اقتصادية*، المجلد 11، العدد 1، p. 137.
- بوروبة ك. (2017-2018). *إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تطوير الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة*، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير سطيف: جامعة فرحات عباس.
- تليتلي بي، & ، سياغ، ا. ر. (2020). *دراسة استكشافية للعوامل المؤثرة على نجاح وفشل المؤسسات الناشئة في الجزائر: دراسة حالة لولاية ورقلة*. *مجلة الباحث*، العدد 20، p. 779.
- جلال وفا محمددين . (1988). *المبادئ العامة في القانون التجاري*. لبنان : الدار الجامعية ، بيروت ، ط1 .
- جي جمال ، . (1998). *إدارة محفظة الأوراق المالية*. لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، بيروت، ط1.
- حدة رايس. (2006). *دور السوق النقدية في تأمين*. *مجلة العلوم الانسانية - بسكرة* .
- حسن السيبي صلاح الدين . (2003). *بورصات الأوراق المالية*. القاهرة: عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة.
- حشيش عادل أحمد . (2004). *أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي* ./: دار الجامعة الجديدة.
- حفصي ر، & ، دادن ر.ع. ا. (2018). *رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر*. *مجلة اقتصاديات الاعمال و التجارة*، العدد 6،، 167 .
- حليمة بزار. (2013). *المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية* .، أطروحة دكتوراه .، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية.

- حماد طارق عبد العال . (2001). ، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية - قضايا معاصرة- ./: الجزء الخامس، الدار الجامعية.
- حنفي، عبد الغفار. (/). ، البورصات؛ أسهم، سندات، صناديق الاستثمار. مصر: المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر.
- حنيني محمد وجيه . (2010). تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية . الاردن: دار النفائس، عمان..
- خالد احمد المشهداني رائد عبد الخالق العبيدي. . (2018, 12 20). المرجع . تم الاسترداد من <https://almerja.com/reading.php?idm=108800>
- خالد عيجولي. (2006). ، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ، ودورها في تنمية التعاملات المالية،- دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي-. رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- دريد كامل آل شيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. الأردن: دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع.
- رايس حدة. (2008). ، محاضرات في مقياس الأسواق،. بسكرة /الجزائر.
- رشيد هولي . (2011). مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية. مذكرة ماجستير في علوم التسيير (منشورة) . قسنطينة / الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة قسنطينة .
- رضوان سمير عبد الحميد . (2005). ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها،.. مصر: دار النشر للجامعات ، الإسكندرية .
- زرفة زهية، . (2000). بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية: دراسة حالة الجزائر . ، رسالة الماجستير. الجزائر، كلية الاقتصاد ، جامعة الجزائر .
- سلسلة إضاءات. (2010). المشتقات المالية. الكويت: نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 2.
- سلطان مونية . (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني- دراسة حالة بورصة ماليزيا - أطروحة دكتوراه . بسكرة /الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
- سمية بلجبلية . (2010). اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996-2006). رسالة ماجستير في علوم التسيير. الجزائر، جامعة منتوري قسنطينة / كلية الاقتصاد .
- شادي خالد. (1 ماي، 2020). بورصات . تاريخ الاسترداد 16 ماي، 2021، من تعريف السندات وأنواعها: <https://www.borsaat.com>
- شريفة بو الشعور. (2018). دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startups، دراسة حالة الجزائر. مجلة البشائر، المجلد4، العدد2، صفحة 420.
- عبد الباسط و. (2001). المال المخاطر ودوره في تمويل المشروعات الناشئة. مصر: دار النهضة العربية.
- عبد الغفار حنفي. (2000). ، أسواق المال. مصر: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية.

- عبد القادر السيد متولي . (2010) . ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير . عمان : دار الفكر، الاردن .
- عطية فياض . (1998) . ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي . مصر : دار النشر للجامعات ، القاهرة، ط1 .
- علي حسين ميسون . (2013) . الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية. مجلة جامعة بابل، المجلد 21 العدد 1 .
- عمر عبده سامية، جبار محفوظ، . (2008) . أسواق رأس المال الدولية. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، ع 03، جامعة بسكرة، الجزائر.
- فايزة لعراف. (2016) . اقتصاد نقدي وأسواق رأس المال. مطبوعة دروس . المسيلة (الجزائر)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
- فاينانشيال إسلام . (2021) . فاينانشيال إسلام -مرصد الصيرفة الإسلامية . Consulté le 4 30, 2021, sur <http://ar.financialislam.com/158716081602-15751604160616021583.html>
- فرحات ك & ، عبداللاوي م . (2020) . رأس المال المغامر البديل الأمثل لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر شركة Sofinance نموذجاً. مجلة النمو الاقتصادي وريادة الأعمال، المجلد 5، العدد 1، . p. 151 .
- فريدة بخرازيعدل ، . (2000) . تقنيات وسياسات التسيير المصرفي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، .
- مجدي محمود شهاب. (1990) . ، الاقتصاد النقدي، . مصر: الدار الجامعية، مصر، .
- محسن سميرة . (2006) . المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية. رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة.
- محمد سويلم. (1992) . إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، . مصر: منشأة المعارف، الإسكندرية، .
- موجي الجبوري مهدي عطية . (2018) . السوق النقدية ، شبكة جامعة بابل. تاريخ الاسترداد 4 30, 2021، من <http://www.uobabylon.edu.iq/uobColeges/lecture.aspx?fid=9> &depid=2&http://www.uobabylon.edu.iq/uobColeges/lecture.aspx?fid=9
- ميسون علي حسين. (2013) . الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري. مجلة بابل.
- هندي منير إبراهيم . (1997) . أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. مصر: منشآت المعارف، الإسكندرية، .
- هندي منير إبراهيم . (1997) . إدارة الأسواق والمنشآت المالية. مصر: منشأة المعارف، الإسكندرية.
- A.CHOINEL , G. (1999) . , *les marchés financiers ,Structures et acteurs* , . Paris: banque édition, , 7eme.
- admiralmarkets . (25 حزيران, 2019) . *admiralmarkets* . تاريخ الاسترداد 26 4, 2021، من <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/forex-basics/anwa3-alaswaq-almaliye>
- Belletante.B. (1992) . , *La bourse : son fonctionnement. Son rôle dans la vie économique*. paris: hâtier, paris.

Pierre Conso , F. (2002). , " *gestion financière de l entreprise*. France: 10e édition, Dunod, France.

Robert ,, F., & Vincent , K. (1997). *Marché de capitaux et technique Financières* . Paris: 4 édition, Economica,.