



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة ابن خلدون - تيارت



كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الإقتصادية

مطبوعة بيداغوجية بعنوان :

# محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر شعبة العلوم الاقتصادية

تخصص إقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الدكتور:

عقي لخضر

السنة الجامعية : 2022 - 2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

الحمد لله العلي القدير حمداً كثيراً طيباً مباركاً والصلاة والسلام على خير

خلق الله سيدنا محمد وعلى آله وصحبه ومن والاه

## الفهرس

## شكر وعران

## الفهرس

## ماهية الأسواق المالية الدولية

02	تعريف الأسواق المالية الدولية.....
03	أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية.....
04	أهداف الأسواق المالية الدولية .....
05	وظائف الأسواق المالية الدولية.....
06	المتعاملون في الأسواق المالية الدولية.....
07	شروط قيام الأسواق المالية الدولية.....
09	أنواع الأسواق المالية الدولية.....
11	أسواق النقد.....
11	الأدوات الإستثمارية في سوق النقد.....
12	السوق المنظم ( السوق الرسمي أو البورصة ).....
14	آلية الإصدار في السوق الأولى.....
16	السوق الغير منظم.....
18	أقسام الأسواق المالية الدولية .....
19	أسواق السندات الدولية .....
19	تعريف سوق السندات الدولية .....
20	نشأت سوق السندات الدولية .....
20	عوامل تطور سوق السندات الأوروبية .....
21	طرق إصدار السندات الدولية في السوق الأولى .....
23	أشهر السندات الدولية .....
24	عوامل إزدهار السندات الدولية.....
25	إيجابيات سوق السندات الدولية.....

25	..... سلبيات سوق السندات الدولية
26	..... المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل وتقييم السندات
34	..... تمارين :
37	..... سوق الأسهم الدولية
37	..... تعريف السهم
37	..... تعريف سوق الاسهم الدولية
37	..... نشأة أسواق الأسهم الدولية
38	..... شروط تداول الأسهم في الأسواق الدولية
38	..... طريقة إصدار و تداول الأسهم الدولية
40	..... خطوات إصدار الأسهم الدولية
42	..... إيجابيات أسواق الأسهم الدولي
42	..... سلبيات أسواق الأسهم الدولية
43	..... المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل وتقييم الأسهم
47	..... تمرين
49	..... سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس )
50	..... نشأة سوق الفوركس
51	..... التقسيم الجغرافي لأقسام أسواق العملات الأجنبية
53	..... مكان تداول سوق العملات الأجنبية
53	..... وظائف سوق العملات الأجنبية
54	..... المعاملات التي تتم في سوق الفوركس " FOREX "
54	..... سلبيات سوق الفوركس
55	..... مميزات أو إيجابيات سوق الفوركس
56	..... العملات الرئيسية في سوق الفوركس
57	..... أزواج العملات الأكثر تداولاً في سوق الفوركس
58	..... العملة الرقمية الجديدة وعملة المستقبل " بيتكوين/ دولار "

58	..... عملة بلاد الذهب " أسترالي / نيوزيلندي "
59	..... عملة الملاذ الآمن
59	..... العوامل المساعدة على وجود عملة الملاذ الآمن
61	..... كيفية التداول على عملات الملاذ الآمن في سوق الفوركس
62	..... أسواق أخرى
62	..... سوق اليورو دولار Eurodollars
62	..... أسباب تطور سوق الأورو دولار
63	..... خصائص سوق الأورو - دولار
64	..... أشكال عملية الإئتمان
64	..... أسعار الفائدة على قروض اليورو دولار
65	..... سوق الإقراض بين البنوك الدولية
65	..... تعريف سوق الإقراض بين البنوك الدولية
65	..... مميزات سوق الإقراض بين البنوك
66	..... ليبور ( LIBOR ) : London inter Bank offre rate
66	..... أليه حساب معدلات ليبور
70	..... المشتقات المالية
71	..... تعريف المشتقات المالية
72	..... نشأة وتطور أسواق العقود المستقبلية
73	..... أسباب التعامل بالمشتقات المالية
73	..... مزايا التعامل بالمشتقات المالية
74	..... مخاطر التعامل بالمشتقات المالية
75	..... مستخدمي المشتقات المالية
76	..... أنواع المشتقات المالية
76	..... الأركان الأساسية التي تبنى عليها العقود في المشتقات المالية
77	..... عقود الخيار

78	ربح أو خسارة عقود الخيار
86	مزايا ومخاطر عقود الخيار
87	المعايير الزمنية لممارسة الخيارات
88	العقود المستقبلية
88	تعريف العقود المستقبلية
88	الأركان الأساسية التي تبنى عليها العقود المستقبلية
89	أنواع العقود المستقبلية
90	المهامش
91	تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية
94	الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية
95	عقود المقايضة أو المبادلة
95	تعريف المقايضة " المبادلة "
95	العناصر الأساسية لعقد المقايضة
96	أنواع المقايضات
96	عقود مقايضة العملات
100	عقود المقايضة لأسعار الفائدة
101	مخاطر استخدام المشتقات في التحوط من المخاطر
103	إدارة الأسواق المالية الدولية
103	مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية
103	المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية: (IOSCO)
103	أهداف المنظمة:
104	مبادئ المنظمة
105	بنك التسويات الدولية ((Bank for International Settlements (BIS))
105	تعريف بنك التسويات الدولية
105	مهام بنك التسويات الدولية

106	تاريخ بنك التسويات الدولية
108	كفاءة السوق الدولية
108	تعريف السوق المالي الكفؤة
109	متطلبات كفاءة سوق المال الدولية
109	مستويات كفاءة السوق المالية الدولية
110	خصائص الأسواق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية
112	نظام الأوفشور وتطوره
112	تعريف نظام الأوفشور
112	تطور نظام الأوفشور
113	الرقابة على أعمال بنوك الأوفشور
114	أهداف نظام الأوفشور وأهم أسواقه
114	أهداف نظام الأوفشور
114	أهم أسواق الأوفشور
115	إيجابيات وسلبيات نظام الأوفشور
115	الإيجابيات
116	السلبيات
119	علاقة الأسواق المالية بالنمو الإقتصادي

## عنوان الماستر

### اقتصاد نقدي وبنكي

#### اسم المادة : مادة : الأسواق المالية الدولية

السداسي: الأول

وحدة التعليم: الوحدة الأساسية

#### أهداف التعليم :

يهدف هذا المقياس إلى تعريف الطالب ب ماهية الاسواق المالية الدولية و أهميتها الاقتصادية .

#### المعارف المسبقة المطلوبة : كل مكتسبات الليسانس

#### محتوى المادة:

- ماهية الاسواق المالية الدولية و أهميتها الاقتصادية
- أنواع الأسواق المالية الدولية
- سوق السندات
- سوق الأسهم
- سوق الفوركس
- أسواق أخرى
- المشتقات المالية
- عقود الخيار
- عقود المبادلة
- العقود المستقبلية
- العقود الآجلة
- تنظيم الأسواق المالية الدولية
- أهم أسواق المالية الدولية
- علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي

طريقة التقييم: تقييم مستمر و امتحان نهائي .

# ماهية الأسواق المالية الدولية

## الأسواق المالية الدولية

### ماهية الأسواق المالية الدولية :

تزايدت أهمية ووزن المعاملات الخارجية بين دول العالم خلال العصر الحالي حيث نمت التجارة الخارجية بوتيرة متزايدة عن ضعف زيادة النمو الإقتصادي العالمي مما ساهم في زيادة حصة المعاملات الدولية وبشكل خاص في الدول الصناعية الكبرى لحاجتها لتصريف فوائضها وزيادة هيمنتها على الإقتصادات الأخرى وسعت لفكرة عوامة الأسواق سواء أسواق السلع والخدمات أو أسواق الإستثمارات المالية الحقيقية مما أدى لزيادة الإستثمارات في جميع المجالات بشكل كبير في هذه الدول فقد إرتفعت الإستثمارات الخارجية الأمريكية خلال الفترة 1970 – 1992 بـ 600 % خارج أمريكا وإرتفعت الإستثمارات الأجنبية الأمريكية خلال نفس الفترة بـ 1700 % مما ساهم في زيادة الحاجة للمعاملات المالية الدولية وزادت الحاجة للتعامل بعدد من العملات الرئيسية في المعاملات الدولية مما أدى إلى زيادة الإهتمام بالأسواق المالية والنقدية الدولية وتحديثها وعصرنتها وتكييفها ومتطلبات العصر الحالي

### 1: تعريف الأسواق المالية الدولية

يمكن تعريف الأسواق المالية الدولية بعدة تعاريف كل حسب وجهة النظر إليها ومن جملة التعاريف

نذكر:

- تعرف الأسواق المالية الدولية بأنها تلك الأسواق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات لمختلف الدول فهي بذلك بمثابة القناة التي تنساب من خلالها الأوراق المالية بين مختلف المتدخلين في السوق المالي الدولي .
- يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي تتيح لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتدخل في السوق بغرض البيع أو الشراء للأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات مختلفة .

- السوق المال الدولية هي الإطار التنظيمي الذي يتم من خلاله تداول ( بيع وشراء ) الأوراق المالية بين مختلف المتدخلين من دول مختلفة عن طريق بعض الهيئات التي تعمل كوسيط بين الطرفين .
- مما سبق يمكن النظر للأسواق المالية الدولية على أنها الآلية التي يتم من خلالها تعبئة الموارد المالية على مستوى المنشآت أو المؤسسات على المستوى الدولي

## 2 : أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

- ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية لتمويل المنشآت ،الشركات و المؤسسات بما تحتاجه من أموال بغض النظر عن جنسيتها ،وتكمن أهم الأسباب التي ساعدت وأدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية في :
- ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى (1175) خاصة في إيطاليا ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية و ... .
- إزدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في بلجيكا عام 1531 وسميت بالبورصة نسبة إلى العائلة التي كانت لديها فندق وكانت تباع الصرف وإسم هذه العائلة هو " فاندر بورص " ، ثم في العاصمة الهولندية أمستردام عام 1602 وكانت عبارة عن شركة تحت إسم " داتش إيست إنديا " ، ثم في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1803 وتلاها في القرنين التاسع عشر والعشرين نشأة للمراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية والحاجة للتمويل لما تتطلبه من رؤوس أموال .
- ظهور شركات المساهمة الضخمة والحاجة للتمويل والتي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الإستثمارية.

- هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو إلى الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي بغية تحقيق المزيد من الأرباح .
- توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي من أجل تغطية العجز في التمويل الذاتي .
- زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء إلتزاماتها المالية إتجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية.
- تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنوع مصادر الإقراض لديها ( تنوع القاعدة الإستثمارية ) وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.

### 3 : أهداف الأسواق المالية الدولية

- تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في :
- إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال .
- 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 والإشراف والتوجيه.
- تبنى الإجراءات العملية والعلمية 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 حصرها في :
  - حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الإقتصادات 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 : المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

- من أهم الأطراف التي يمكن لها التعامل في الأسواق المالية الدولية نذكر :
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعمليات الأجنبية
  - البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة.
  - شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى.
  - الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية.
  - شركات التأمين وصناديق التقاعد.
  - المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية.
  - الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
  - البورصات العالمية، كبورصة لندن ونيويورك للأوراق المالية..... .
  - الشركات الضخمة والشركات المتعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية.
  - الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية.
  - كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

## 6 : شروط قيام الأسواق المالية الدولية

لقيام الأسواق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية الدولية وتمثل في :

**6 - 1 - الشروط القاعدية :** تتمثل في جملة الظروف الواجب توافرها لقيام الأسواق المالية وعدم توفر يعني إستحالة قيام هذه الأسواق ومن هذه الشروط نذكر :

- **الإقتصاد الرأس مالي أو المختلط :** يعتبر تبني نظام إقتصادي رأس مالي أو مختلط من العوامل الأساسية الواجب تبنيتها لقيام أسواق مالية دولية لما يوفره من حرص وتصرف بحرية وسلاسة في إتخاذ القرارات بغية تحقيق أكبر ربح ممكن

- **البنى التحتية لتكنولوجيا الإعلام والاتصال ( TIC ) :** تضمن تكنولوجيا الإعلام والاتصال ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة إتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي مكان وذلك من خلال الإعتماد على البرمجة البسيطة سهلة الإستخدام وحمايتها من الإختراق

- **المناخ الإستثماري :** نقصد به جميع العوامل التي تسهل عملية الإستثمار من دخول إليه وخروج منه وفهم للقوانين وتكيفها وبساطتها وعدم تعقيد للإجراءات

- **البورصة :** تنشأ البورصة بموجب قانون وتأخذ شكل شركات مساهمة وهناك قوانين منظمة لعملها ومنظمين وطرق التسعير و... إلخ وهذا كله يجب أخذه بعين الإعتبار لتسهيل إمكانية قيام البورصة ونشاطها

**6 - 2 - الشروط الأخرى :** هي لا تقل أهمية عن سابقتها ويمكن حصرها في :

- وجود إستقرار سياسي في الدولة المراد فيها إنشاء سوق مالية دولية لتشجيع تدفق رؤوس الأموال

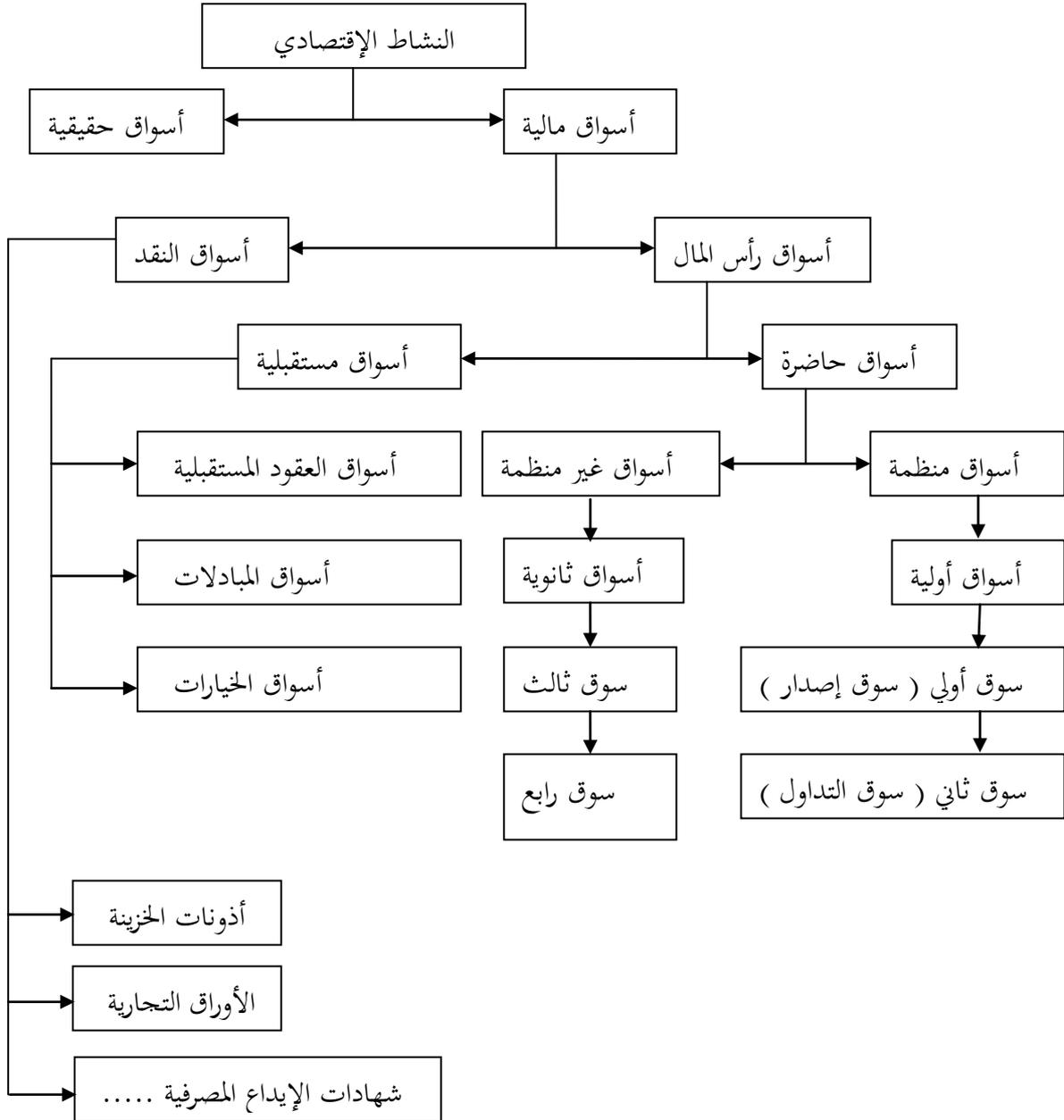
الأجنبية.

- تبنى سياسة إقتصادية ليبرالية قائمة على إقتصاد السوق تضمن الحرية الإقتصادية والمنافسة النزيهة .
- تبنى منظومة مالية مرنة ومنتزنة فيما يخص السياسة النقدية والمالية بهدف تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال.
- تبنى منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية.
- وجود أجهزة مصرفية قوية ومتكاملة تقودها بنوك مركزية كفأة 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 الإقتصادي تكمل بعضها البعض مما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة والمشاركة السلسلة في تداول الأوراق المالية .
- ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية 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 الإقتصادية والمالية والتجارية و إتمامها بالمرونة والكافية لسهولة تداولها.
- إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذلك إستقرار العملة في الدولة أو المنطقة أو الجهة المراد فيها إيجاد سوق مالية دولية.
- ضرورة وجود عدد هائل من المؤسسات الإقتصادية والمالية والتجارية.

## أنواع الأسواق المالية الدولية

تستخدم الأموال في الأسواق المالية إما لتمويل رأس المال الأساسي أو المستثمر وذلك لشراء الأصول الثابتة الموظفة في النشاط الرأسمالي وإما في تمويل رأس المال العامل لتمويل شراء الأصول المتداولة الموظفة في النشاط التشغيلي وبهذا يكون تمويل رأس المال المستثمر بأدوات تمويل طويلة الأجل والمتمثلة في السندات والأسهم ورأس المال العامل بأدوات تمويل قصيرة الأجل والمتمثلة في القروض قصيرة الأجل كشهادات الإيداع، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة، قروض ليورو دولار، الأوراق التجارية إتفاقيات إعادة الشراء وبالعموم، يمكن تقسيم السوق المالي على النحو التالي :

## الشكل رقم 01 : تقسيمات الأسواق المالية



**أسواق النقد :**

تعتبر أسواق النقد مصدر للتمويل قصير الأجل فهو يوفر للمقترضين الفرصة في الحصول على قروض قصيرة الأجل من المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان بإستثمارهم لأموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة وتلعب البنوك التجارية دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق على جانب المؤسسات المالية الأخرى بتمثيلهم لدور الوسيط وتتميز هذه السوق بمرونة عالية كون أغلب الصفقات تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات مبسطة، تكاليف منخفضة وإنخفاض لدرجة المخاطر فهو بذلك يساهم في توجيه السياسة الإقتصادية نحو تحقيق الأهداف الإستراتيجية المراد تحقيقها

**الأدوات الإستثمارية في سوق النقد :**

تتوفر سوق النقد على مجموعة من الأدوات التي تتداول فيها وتمثل في :

- **أذونات الخزينة :** تطرح للبيع بخصم وبالمزاد ويمكن شراء أذونات الخزينة من قبل البنوك المرخص لها
- **الأوراق التجارية :** هي أداة من أدوات الإستثمار تتخذ في الغالب شكل سندات أذنية تصدر عن مؤسسات مالية ذات مراكز إئتمانية كبيرة وهي تصدر لحاملها على أساس خصم مثل أذونات الخزينة ولكنها تكون غير مضمونة مما يجعلها في درجة مخاطرة أكبر من سابقتها
- **شهادات الإيداع المصرفية :** هي أداة دين ترتب لحاملها حق عل وديعة بنكية مودعة لأجل تصدر عن البنوك التجارية بقيمة إسمية وبسعر فائدة معوم وتصدر بصورتين

أ- **إصدار عام :** تعرض للبيع للجمهور ويطلق عل هذا النوع من الإصدار " Tranch CDs "

ب- **إصدار خاص :** يكون هذا النوع من الإصدار خاص بالمودعين فقط فهو يخضع للإكتتاب الخاص

وبالعادة يكون هذا الإصدار بطلب من المودعين وبشروط متفق عليها بينهم وبين البنك المصدر

ويطلق على هذا النوع من الإصدار " Tap CDs " وصدرت هذه الشهادات لأول مرة في

الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1961

- **القبولات المصرفية** : تصدر عن البنوك التجارية وهي عبارة عن سحوبات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون عند الإستيراد

- **قروض اليورو دولار** : هي عبارة عن قروض تسلم للبنوك بالدولار وتستثمر بالدولار وعند وقت الإستحقاق تسترد بالدولار عكس العرف السائد لدى البنوك التجارية

- **إتفاقيات إعادة الشراء** : هي عبارة عن إتفاق بين الجهة المانحة للقرض والمقترض والذي يكون بمقتضاه الإتفاق على إعادة شراء هذه الأوراق بسعر أعلى في تاريخ لاحق وتتراوح فترة الإتفاق بين 03 أيام و14 يوم كما قد تكون ليوم واحد فقط وهو ما يسمى بإتفاق إعادة الشراء لليلة واحدة " Overnight repo "

### أنواع الأسواق بحسب الإطار التنظيمي :

تختلف الأسواق حسب الإطار التنظيمي والذي تقوم عليها فمنها من تكون قائمة على أساس تنظيمي بحيث تشرف عليها هيئات ومؤسسات حكومية تسبغ عليها الإطار النظامي ومنها من تكون تفتقر لذلك وعلى هذا الأساس يمكن تصنيف الأسواق إلى :

### -1 السوق المنظم ( السوق الرسمي أو البورصة ) :

يسمى بالسوق المنظم أو البورصة كونه له مكان معين وله هيئات ومؤسسات حكومية تقوم على تنظيمه ورسمي كون الهيئات المشرفة عليه تنتمي للدولة ويكون فيه السوق أولي ويسمى بسوق الإصدار و

سوق ثاني ويسمى بسوق التداول وهو السوق الذي يتم فيه التداول للأوراق المالية لأكثر من مرة وهو ينقسم إلى أربع أقسام

**1- بورصة الأوراق المالية :** البورصة هي اجتماع رسمي يعقد بصفة رسمية ودورية في مكان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر زبائنهم ،وبورصة الأوراق المالية هي تنظيم رسمي يتم من خلاله وبصفة رسمية إلتقاء العرض والطلب بأي وسيلة من وسائل الإتصال للتعامل في الأوراق المالية

**2- بورصة البضائع :** ويطلق عليها البورصات التجارية للسلع الدولية أو بورصات العقود النمطية ويتم فيها التعامل بالسلع الدولية كالكطن ،النفط ،البن ،السكر ... إلخ وفيها يعاين التاجر عينة من السلع محل التداول ليتخذ قرار الشراء من عدمه وتتم التسوية بين الطرفين بالتسليم للسلعة والدفع لمقبلها في فترة لا تتجاوز اليوم الثاني من الاتفاق

**3- بورصة العملات :** يتم فيها تعبير العملات

**4- بورصة المعادن النفيسة :** يتم فيها تسعير المعادن النفيسة من ذهب وفضة وأحجار كريمة وهي بورصة تسعير وليست تداول

**الفروقات الجوهرية بين البورصات**

بورصة الأوراق المالية	بورصة البضائع ،العملات والمعادن النفيسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- لها سوق أولي</li> <li>- بورصة تداول ( التسليم للأموال والأوراق المالية يكون داخل البورصة</li> <li>- في غالبية الأحيان تحمل الطابع المحلي كما قد تأخذ الطابع الدولي</li> <li>يتم فيها تداول الأوراق المالية والمشتقات المالية على الأوراق المالية</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ليس لها سوق أولي</li> <li>- التسليم والإستلام يكون خارج البورصة</li> <li>تحمل الطابع الدولي فقط</li> <li>يتم فيها تسعير البضائع الدولية والمشتقات المالية على البضائع الدولية</li> </ul>

**آلية الإصدار في السوق الأولي :**

يكون الإصدار في السوق الأولي ( البورصة ) من خلال تولى أحد البنوك التجارية عملية الإشراف على العملية الإستثمارية والتي تمر بأربع مراحل أساسية تتمثل في :

**1- المرحلة الأولى :** وهي مرحلة الحاجة للجوء إلى الطرح وتكون من خلال وضوح عدم قدرة الهيئة أو

المؤسسة أو الشركة على التمويل الذاتي الداخلي وهو الشيء الذي يدفعها للجوء لعملية الطرح

للحصول على رؤوس أموال لتمويل مشاريعها أو الزيادة في إستثماراتها

**2- المرحلة الثانية :** مرحلة إختيار الوسيط المناسب ويكون من خلال وضع الهيئة التي تلجأ للقرض

بوضع دفتر شروط يتضمن بطاقة فنية عن العملية التمويلية والهدف منها حيث تقوم البنوك التجارية

بالتنافس حول هذه الصفقة من خلال تقديم عروضهم من خلال تحديد التكاليف والخدمات

المتوفرة ومكانة وسمعة البنك ،الإنتشار الجغرافي للبنك ( فروع البنك ) الخبرة و... إلخ

**3- المرحلة الثالثة :** يقوم البنك التجاري الذي فاز بالصفقة بتصنيف هذا المقترض من خلال وضع

بطاقة فنية يتم فيها تصنيف هذا المقترض من حيث وضعية خزينته ،وفائه بالإلتزامات ،قدرته المالية

... وهي إجراءات تمكن من جلب المستثمرين ورفع مخاوفهم

**4- المرحلة الرابعة :** يتم فيها التحديد وبدقة للإحتياجات اللازمة لهذا المقترض ليتجاوز محنته كما

يمكن هنا للبن الذي تم إختياره بتقديم الإستشار للمقترض إن كان هذا الطرح يتطلب فعلاً اللجوء

للأسواق المالية أو أن هذا الطرح يتطلب فقط قرض بنكي ،أو طرح خاص أو عام أو ....

**5- المرحلة الخامسة :** وهي مرحلة الطرح للإكتتاب بحيث يقوم البنك الذي تم إختياره بالترويج

للأوراق المالية المعروضة وتغري الفئة المستهدفة من الإستثمار فيها من خلال إبراز أهم المكاسب

الحققة من سعر فائدة ودرجة مخاطرة ووفاء بالإلتزامات و....

هنا يمكن توضيح بعض المصطلحات والخاصة بالطرح وبالإصدار حيث أن :

- **الطرح** : وهو قيام البنوك التجارية كوسيط للهيئات التي تريد الحصول على تمويل بالإشراف على هذه العملية حتى النهاية ( حتى حصول الهيئة المحتاجة إلى تمويل على التمويل اللازم لها ويكون على المستوى المحلي كما يكون على المستوى الدولي كما يكون الطرح في صيغتين هما :

أ- **طرح خاص** : وهو التمويل الذي يكون موجه لفئة خاصة فقط دون غيرهم ( المساهمين في الشركة

أو المؤسسة أو ... ) ولا يمكن للعموم الحصول عليه فهذا النوع من الطرح يكون موجه فقط للمستثمرين الشركاء دون غيرهم كما أنه قد يكون بإقتراح من المساهمين وفي العادة يكون بسعر فائدة أعلى من غيره من الإصدار كما يكون على المستوى المحلي فقط

ب- **الطرح العام** : هذا النوع من التمويل يكون موجه لعامة المستثمرين دون إستثناء ويكون على

المستوى المحلي كما يكون على المستوى الدولي

6- **الإصدار** : يقصد به الإصدار الأولي للأوراق المالية ويكون فقط في السوق الأولي ومرة واحدة

فقط

7- **الإكتتاب** : وهو آخر إجراء في عملية الطرح ويقصد به توثيق التمويل بين الهيئة المقترضة والمقرض (

بين طالب التمويل والمستثمر )

## 2- السوق الغير منظم :

وهي السوق الغير رسمية أو ما تسمى بسوق التفاوض وهو يطلق على التعاملات التي تجري خارج

السوق المنظمة ( البورصة ) ولا يوجد لها مكان محدد وتتكون من

## 8- السوق الثالث :تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة وتتكون من

أ- المؤسسات الإستثمارية الكبرى

ب- شركات إدارة أموال المعاشات

ت- الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية

ث- شركات رأس المال المخاطر

ج- بيوت السمسرة التي ليس لها ممثلون في البورصة

## 9- السوق الرابع : تمثل سوق التعامل بين المؤسسات الكبرى وأغنياء المستثمرين وبذلك يتجنبون

التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية وتعتبر هذه السوق بمثابة إستراتيجية للحد من العمولات

التي يدفعونها للسماسرة وبهذا يمكن القول أن السوق الرابع منافس للسوق الثالث بحيث يدفع

بالسماسرة للحد من الغلو في العمولة التي يطلبونها

# سوق السندات

## أقسام الأسواق المالية الدولية

. سوق السندات

. سوق الأسهم

. سوق الفوركس

. أسواق أخرى

## أقسام الأسواق المالية الدولية

إن أقسام الأسواق المال الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي المحلي لكنها تخالف من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملة التقييم والمتدخلون والإجراءات التبعة و تتضمن الأسواق المالية الدولية كلا من سوق الأسهم الدولية وسوق السندات الدولية وسوق العملات الأجنبية وأيضا سوق الاورو دولار يمكن تقسيم الأسواق المالية الدولية حسب طبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها على النحو التالي .

## أقسام الأسواق المالية الدولية بحسب الأدوات المالية المتداولة فيها

### أولاً : أسواق السندات الدولية :

**تعريف السند :** السند هو أداة دين لحامله يصدر بقيمة إسمية ومعدل فائدة إسمي وتاريخ إستحقاق

وعندما يدخل سوق التداول تصبح له قيمة سوقية وسعر فائدة سوقي ويبقى محكم بنفس تاريخ الإستحقاق

السابق

والسندات الدولية هي أداة دين تصدرها الحكومات أو الشركات المختلفة من أجل الحصول على التمويل

اللازم لها بعملة معينة في أسواق غير أسواقها المحلية وبمستثمرين أجنبى وتكون هي الأخرى محكمة بقيمة

إسمية ومعدل فائدة إسمي وتاريخ إستحقاق مستقبلي وعند دخوله لسوق التداول يصبح له قيمة سوقية وسعر

فائدة سوقي ويبقى محكم بنفس تاريخ الإستحقاق السابق

### تعريف سوق السندات الدولية:

يمثل سوق السندات الدولية جزءاً مهماً من سوق رأس المال الدولية فهو بذلك المكان أو الهيئة أو

الآلية لإصدار وتداول السندات الدولية بين مختلف المتعاملين إذ تعتبر السندات الدولية بمختلف أنواعها

والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد

المصدرة فيها والمتداولة فيها وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل تتراوح بين 10 و 15 سنة وتشكل

الدول والمؤسسات العمومية أكبر وأهم متدخل في هذا السوق إضافة للشركات الخاصة ويكمن الهدف

الرئيسي لسوق السندات الدولية في تمويل متعاملين بالاحتياجات المالية اللازمة لها خارج أسواقها المحلية

بغية تحقيق أرباح .

## نشأت سوق السندات الدولية :

تم إصدار السندات منذ القرون الوسطى حيث عمد المقرضون في إنجلترا بتنظيم أنفسهم في عهد " وليم الثالث " في سنة 1694 وإقتراض مبالغ بسعر فائدة يقدر بـ 4.5% وإعادة إقراضها بسعر فائدة يقدر بـ 08% وبعدها مباشرة تم إنشاء بنك إنجلترا ولقد إشتهرت كل من لندن وباريس كمركزان ماليان هامان يحتويان على إصدارات واسعة من السندات وإستمرت حتى بداية الحرب العالمية الأولى حيث بدأت سوق لندن بالتراجع نتيجة لإنتهاجها لنظام التعامل بالذهب وكبح إصداراتها بالجنيه الإسترليني من أجل إدارة مديونيتها الكبيرة ومنع خروج الجنيه الإسترليني وبهذا بدأت سوق لندن تفقد مكانتها وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية حيث ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سوق مالية تسمى بسوق اليانكس " Yankee bonds " وشهدت سنة 1963 أول إصدار للسندات الدولية والمتمثلة في السندات الأوروبية من قبل شركة إيطالية في بورصة ليكسمبورغ بحيث تم إصدار سندات بالدولار الأمريكي لمدة عشرة ( 10 ) سنوات وكان قيمة الإصدار 15 مليون دولار أمريكي

وفي الوقت الحالي أصبحت أغلب السندات الدولية عبارة عن سندات إلكترونية يتم تحصيلها وتداولها ودفع الفوائد عنها عن طريق أنظمة المقاصة الدولية الموجودة على مستوى العالم

## عوامل تطور سوق السندات الأوروبية :

من بين العوامل التي ساهمت في تطور سوق السندات الدولية الأوروبية نذكر

- التدفق الكبير للدولار الأمريكي إلى أوروبا الناتج عن معاهدة مارشال بعد الحرب العالمية الثانية والمتمثلة في وعد مارشال الخاص بإعادة بناء أوروبا الذي كان تنفيذ للوعد التي أعطته الولايات المتحدة

- الأمريكية للدول الأوروبية الأعضاء في صندوق النقد الدولي من أجل التصويت عليها لإنشاء صندوق النقد الدولي في الو م أ ووضع الدولار عملة دولية بالمقابل تمنحها قروض لإعادة بناء نفسها
- عدم وجود قيود أو ضوابط على تحويل العملة الأجنبية إلى دولار
- الإمتيازات التي يتمتع بها الدولار الأمريكي خارج أمريكا من إعفاء من ضرورة الإحتياطي الإجباري وارتفاع معدل الفائدة عليه خارج الولايات المتحدة الأمريكية
- تدفق الفوائض المالية للدول المنتجة للبترو ل إلى هذا السوق بغية تحقيق عوائد مالية ( البيترو دولار )

### طرق إصدار السندات الدولية في السوق الأولي :

هناك طريقتان لإصدار السندات الدولية في السوق الأولي ويتمثلان في :

- **الطريقة الأولى :** وهي أقدم طريقة في إصدار السندات الدولية وتسمى بصفقة الشراء بحيث في هذه الطريقة يتولى بنك دولي وحيد مهمة طرح السندات الدولية وسميت بصفقة الشراء نتيجة للتنافس بين البنوك الكبرى حول من يفوز بالصفقة ويكون الفائز من يقدم أفضل خدمات وبأقل تكلفة وبأرقى وأفضل خدمات وبهذا يحصل البنك الذي وقع عليه الإختيار بعملية الإصدار بالكامل ويسجله في دفاتره ونتيجة لتطور السوق وزيادة حجم طلبات التمويل أصبح من الصعب لبنك واحد قيامه بعملية الإشراف عن الإصدار لوحده وعلى هذا الأساس ظهرت الطريقة الثاني
- **الطريقة الثانية :** نتيجة للنقائص في الطريقة الأولى ظهرت هذه الطريقة والتي هي في الأصل عبارة عن إتحاد بنكي للإشراف على عملية إصدار السندات وتمثل هذه الطريقة في المراحل التالية :

- 1- قيام الجهة المصدرة للسندات الدولية مهما كان نوعها بالبحث عن بنك دولي للإدارة والإشراف عن عملية الإصدار والذي عادة ما يكون من البنوك الدولية المعروفة والكبيرة الحجم والتي لديها

سمعة جيدة في مجال الإصدار ولا يقبل هذا البنك المدير بالإشراف إلا بعد حصول الهيئة الطالبة لإصدار السندات على تقدير الجدارة والذي يتم فيه تصنيف طبيعة الإئتمان هذه الهيئة والتي تقدمها وكالات التصنيف الائتماني المستقلة والمعترف بها دولياً

2- بعد قبول البنك المدير بالإشراف على عملية الإصدار يقوم بتشكيل إتحاد بنكي دولي متعدد الجنسيات ويقوم بـ

1-2- تعيين البنك المدير : وهو البنك الأكبر من حيث الحجم والموارد وهو الذي يرأس هذه البنوك ويقوم بالمهام التالية

- تقييم الجدارة الائتمانية وتقديم الإستشارة للهيئة الراغبة في الطرح في مجال الإصدار إن كان هذا الإصدار يتطلب قرض بنكي فقط أو إصدار محلي أو إصدار دولي ( سندات دولية ) والعملية التي من الأجدر الإصدار بها

- التفاوض مع الهيئة المصدرة عن مبلغ القرض ،التكاليف ووقت الإصدار

- التنسيق بين جميع الأطراف الفاعلة في عملية الإصدار من إدارة ومتعهدو إصدار وبائعين

- يحضر مع المستشار القانوني جميع الأمور المتعلقة بالإصدار من وثائق وترتيبات

2-2- تعيين البنك المسؤول عن مسك الدفاتر وفي الغالب يكون هو البنك المدير نفسه

3-2- تعيين البنوك المشاركة والمتمثلة في مجموع البنوك التي تتولى عملية الإصدار تحت إشراف البنك

المدير وتحصل هذه البنوك على رسوم كنسبة مئوية من قيمة الإصدار الكلي إضافة على تعويضات عن كامل التكاليف المحتملة

4-2- تعيين متعهدو التغطية والمتمثلة في البنوك الأضعف في المجموعة والتي تضمن تغطية الإصدار

- 3- قيام الإتحاد البنكي الذي تم تكوينه بجمع القروض المشتركة والتي تمثل القيمة الإجمالية للإصدار وبهذا تحصل الجهة المصدرة للسندات على القروض المطلوبة دون الإنتظار لعملية بيع السندات الدولية للمستثمرين النهائيين
- 4- قيام البنك المدير بتعيين البنوك التي تشرف على عملية البيع والتي تتوفر فيها ميزات تمكنها من الإشراف عليه وتتضمن بنوك دولية وبنوك محلية
- 5- قيام البنك المدير بتتبع عملية الإصدار إلى غاية تاريخ الإستحقاق

#### أشهر السندات الدولية:

تعد السندات الحكومية الأمريكية أشهر أنواع السندات الدولية المصدرة والمتداولة عالميا من حيث الحصة السوقية ويليه السوق السندي الأوروبي وثم السوق السندي الآسيوي إذ أفادت الإحصائيات أن السندات الحكومية الأمريكية التي يحملها جميع المستثمرون الأجانب وصل إلى 2.6018 تريليون دولار أمريكي حتى نهاية أبريل 2007 وظلت اليابان أكبر دولة حاملة للسندات الحكومية الأمريكية بقيمة قدرها 592.2 مليار دولار أمريكي والصين ثاني دولة تحمل السندات الحكومية بقيمة قدرها 500 مليار دولار أمريكي أما السندات الحكومية الأمريكية التي تحملها بريطانيا وصلت قيمتها إلى 251.4 مليار دولار أمريكي من سنة 2007

وفي أواخر سنة 2020 قدرت السندات الحكومية الأمريكية التي يحملها جميع المستثمرون الأجانب أكثر من 07 تريليون دولار أمريكي حتى نهاية ديسمبر 2020 وظلت اليابان أكبر دولة حاملة للسندات الحكومية الأمريكية بأكثر من 1.26 تريليون دولار أمريكي والصين ثاني دولة تحمل السندات الحكومية بأكثر من 1.07 تريليون دولار أمريكي

إضافة إلى السندات التي يتم إصدارها بالدولار الأمريكي خارج قواعدها هناك عملات أخرى يتم

إصدار السندات الدولية بها والمتمثلة في :

-العملات الأوروبية: الاورو، الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري.

-العملات الآسيوية غير العربية: الين الياباني، دولار هون كونج.

-العملات العربية: الدينار الكويتي، الدينار البحري، والريال السعودي.

### عوامل إزدهار السندات الدولية :

من أهم العوامل التي ساهمت في إزدهار السندات الدولية نذكر :

- الضرائب : الإمتيازات والإعفاءات الضريبية التي تحظى بها السندات الدولية ساهمت بشكل كبير في

إزدهارها وتطورها ( الجنات الضريبية )

- إختلاف المكان والزمان : التفاوت الزمني ما بين مختلف الأسواق بإختلاف المناطق ساهم وبشكل

كبير في إمكانية عرض أكبر عدد من السندات ممكن وعلى مدار 24 ساعة ليمس بذلك أكبر عدد

ممكن من المستثمرين

- المرونة القانونية : عدم خضوع السندات لأنظمة الدولة التي أصدرتها وتملصها من الرقابة التي

تفرضها البنوك المركزية المحلية

- التطورات التنظيمية : تحول السندات الدولية من الطابع التقليدي إلى السندات الإلكترونية والذي

ساهم بشكل كبير من سرعة في التداول والإنتشار وتقليل للتكاليف

- المنافسة : التنافس بين الوسطاء للإشراف على عملية الطرح مكن من تطوير الخدمات وتدنية

للتكاليف

- **خصائص السندات** : مكنت خاصية السند من إزدهار الأسواق المالية الدولية لما تتوفر عليه من خاصية إعادة البيع في السوق الثاني في حالة ما إن كان حامله بحاجة للسيولة

### إيجابيات سوق السندات الدولية :

- من جملة الإيجابيات التي توفرها سوق الأسهم الدولية نذكر :
- **تعدد عملات الإصدار** : تعدد عملات الإصدار يتيح للمقترض إختيار العملة التي يرغب بالقرض بها والتي هو بحاجة إليها والتي توفر له نوع من الأمان كعمرات الملاذ الآمن .... إلخ
- **حجم المخزرات** : تحتوي هذه السوق على قروض كبيرة كما وكيفاً
- **السيولة العالية** : سهولة تحويل هذه السندات إلى نقود عند الحاجة وأنها مكفولة ومضمونة
- **إنعدام حق المراقبة والإشراف** : في بعض القروض تكون للجهة المانحة للقرض حق المراقبة والإشراف والتتبع كما أنها قد تملّي عليك وصفة تلتزم بتتبعها مثل صندوق النقد الدولي " FMI "
- أما في السندات الدولية فلا يكون للهيئة المقرضة حق في المراقبة ولا في الإشراف على هذه التدفقات النقدية

### سلبيات سوق السندات الدولية :

- التعرض لمخاطر تقلبات سعر الصرف
- الدورة الإقتصادية ونعني بها أن المستثمر يتعرض لخسارة عندما يكون تاريخ إستحقاق السندات الدولية في وقت يعرف فيه الإقتصاد الدولي حالة من الركود بفعل فاعل ( أزمة عالمية ) أو بسبب التضخم وإنخفاض اللقدرة الشرائية

## المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل وتقييم السندات :

هناك العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم في تحليل وتقييم السندات ومن بين هذه المؤشرات نذكر

**1 - كوبون السند :** يقصد بكوبون السند الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه السند خلال سنة والذي يتم تسليمه لحامل السند على أساس سنوي أو على أساس نصف سنوي حسب ما تم التعاقد عليه في نص العقد

**2 - ريع ( مردود ) السند ( Band yield ) :** هو مؤشر يمكن الإعتماد عليه في قياس عند الإستثمار المتوقع من السند مقارنة مع المتوقع من البدائل الإستثمارية الأخرى ضمن ما يعرف بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة ( كالأسهم مثلا أي الإختيار بين الإستثمار في الأسهم أو في السندات ) ويمكن قياس ريع السند من خلال :

**- الريع الإسمي ( Nominal yield ) :** يمثل المردود الإسمي للسند الدخل السنوي للسند مقسوم على القيمة الإسمية للسند ويكتب بالعلاقة التالية

$$NY = \frac{C}{Pn} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الإسمية للسند}}$$

**- المردود الجاري ( Current yield ) :** يعبر المردود الجاري للسند عن الكوبون السنوي للسند منسوباً للقيمة السوقية للسند ويحسب بالعلاقة التالية

$$CY = \frac{C}{Pm} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{السعر السوقي للسند}}$$

### 3 - المردود المتوقع أو المرغوب من السند ( expected or promised yield )

: يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات أهمية في تقييم وتحديد الأسعار السوقية للسندات كونه يقاس بعد الأخذ بعين الإعتبار جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند على مدار طول فترة حيازته والتي تتمثل في جميع الكوبونات السنوية مضاف إليها القيم المستردة التي سيحصل عليها المستثمر إما عند بيعه قبل إنتهاء أجل السند أو عند إنتهاء فترة الإستحقاق ويطلق على هذا المردود عند طلبه وقت الإستحقاق ( إنتهاء فترة السند ) مصطلح المردود لحين الإستحقاق ( ytm ) yield to maturity

يعرف ( ytm ) بمعدل الخصم الذي فيما لو أستخدم في خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت قيمته الحالية تساوي السعر الجاري أو السعر السوقى للسند بتاريخ الخصم ويقوم ( ytm ) على مفهوم إعادة إستثمار الكوبونات المحصلة من السند على مدار فترة حيازته بسعر فائدة يعادل تماماً ( ytm ) وهناك طريقتين لحسابه هما

- الأسلوب المبسط أو الأسلوب التقريبي : إعتقاداً على هذا الأسلوب يتم تحيد ( ytm ) على

$$YTM = C + \frac{\frac{(P - V)T}{(P + V)}}{2}$$

النحو التالي

حيث

- YTM : المردود المتوقع من السند

- C : قيمة الكبون

- P : القيمة المسترد للسند أو هو الثمن المتوقع لبيع السند

- V : سعر شراء السند

- T : فترة الإحتفاظ بالسند أو عدد سنوات الإحتفاض بالسند

- الأسلوب الثاني : تعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعاً والأكثر دقة وإستخداماً في الأسواق المالية

حيث أنها تقوم على مبدأ خصم التدفقات النقدية المتوقعة من السند والتي تمثل مجموع الكوبونات المحصلة منه والقيمة المستردة ووفقاً لهذه الطريقة يحدد ytm بنفس الأسلوب المتبع في حساب العائد الداخلي على الإستثمار ( IRR )

4 - السعر الجاري أو السعر السوقي للسند ( **Band price** ) : ويتم حساب السعر الجاري أو السعر السوقي للسند ( **PB** ) على النحو التالي :

$$P_B = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{\text{Par value}}{(1+r)^t}$$

$$P_B = C \frac{1 - (1+r)^{-t}}{r} + \frac{F}{(1+r)^t}$$

ومنه

حيث

- **PB** : السعر الجاري ( السعر السوقي ) للسند وهو السعر الذي يمكن للمستثمر دفعه لشراء السند
- **C** : كوبون السند
- **r** : سعر الخصم وهو يمثل أيضاً المردود السنوي لحين الإستحقاق ( **ym** )
- **t** : عدد السنوات أو الفترة الزمنية لإسترداد السند ( فترة حياة السند )
- **F** : القيم الإسمية للسند

تمرين :

سند قيمته الإسمية 1000 وحدة نقدية بكبون سنوي ( سعر فائدة سنوية ) 08 % يستحق بعد فترة زمنية تقدر بـ 25 سنة ( الفترة الزمنية لإسترداد السند ) فإذا كان سعر الفائدة السوقي هو 06 %

المطلوب :

- ما هو السعر الذي يمكن للمستثمر دفعه في شراء هذا السند ؟

$$P_B = C \frac{1 - (1+r)^{-t}}{r} + \frac{F}{(1+r)^t}$$

الحل :

لدينا :

$$C = F * 0.08 \Rightarrow C = 1000 * 0.08 \text{ لـديا}$$

$$\Rightarrow C = 80 \text{ Um}$$

$$P_B = 80 \frac{1 - (1 + 0.06)^{-25}}{0.06} + \frac{1000}{(1 + 0.06)^{25}} \Rightarrow P_B = 1255.667 \text{ Um}$$

حساب المردود لحين الإستحقاق ( Ytm )

$$YTM = C + \frac{(P - V)}{\frac{(P + V)}{2}} \Rightarrow YTM = 0.08 + \frac{(1055.667 - 1000)}{\frac{(1055.667 + 1000)}{2}}$$

ومنه  $YTM = 08.216 \%$

ربيع السند من خلال :

- الربيع الإسمي ( Nominal yield ) :

$$NY = \frac{C}{Pn} = \frac{80}{1000} = 0.08 \%$$

- المردود الجاري ( Current yield ) :

$$CY = \frac{C}{Pm} = \frac{80}{1255.667} = 6.37 \%$$

-6 عائد الإحتفاظ بالسند ( Holding period return ) :

يقصد به العائد على الإستثمار الذي يحققه المستثمر في السندات بدلالة دخله السنوي والمكاسب أو الخسائر الرأس مالية التي تنتج عن التقلب الحادث في السعر السوقي للسند ويتم حسابه إعتقاداً على العلاقة التالية :

$$HPR = \frac{\text{القيمة الإجمالية للدخل من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السند}}$$

مثال :

سند قيمته الإسمية 1000 وحدة نقدية يستحق بعد 30 سنة بكونون سنوي يقدر بـ 08 %

المطلوب :

- ما هو العائد المحقق من الإحتفاظ بالسند خلال عام من حيازته في حالة سعر الفائدة السوقي 08 %
- ما هو العائد المحقق من الإحتفاظ بالسند خلال عام من حيازته في حالة سعر الفائدة السوقي 7.5 %
- ما هو العائد المحقق من الإحتفاظ بالسند خلال عام من حيازته في حالة سعر الفائدة السوقي 8.5 %

الحل :  $r = 08 \%$  Si

$$HPR = \frac{80 + (1000 - 1000)}{1000} = 08 \%$$

- إذا إنخفض سعر الفائدة إلى 07.5 % يصبح

نحسب المكاسب ( السعر السوقي للسند )

$$P_B = 80 \frac{1 - (1 + 0.075)^{-30}}{0.075} + \frac{1000}{(1 + 0.075)^{30}} \Rightarrow P_B = 1059.05193 \text{ Um}$$

في هذه الحالة المستثمر مستفيد من السعر السوقي للسند فهو بذلك يحقق ربح في سعر السند يقدر بـ 59.05193 وحدة نقدية

- حساب العائد المحقق من الإحتفاظ بالسند في حالة سعر الفائدة السوقي 7.5 %

$$HPR = \frac{80 + (1059.05193 - 1000)}{1000} = 13.905 \%$$

في هذه الحالة وكأن المستثمر يستثمر بسعر فائدة يقدر بـ 13.905 % أي أنه يحقق علاوة في استثماراته تقدر بـ 05.905 %

- إذا ارتفع سعر الفائدة إلى 08.5 % يصبح

نحسب المكاسب ( السعر السوقي للسند )

$$P_B = 80 \frac{1 - (1 + 0.085)^{-30}}{0.085} + \frac{1000}{(1 + 0.085)^{30}} \Rightarrow P_B = 946.2657 \text{ Um}$$

في هذه الحالة المستثمر يفقد نسبة من السعر السوقي للسند فهو بذلك يحقق خسارة في سعر السند تقدر بـ 53.7342 وحدة نقدية

- حساب العائد المحقق من الإحتفاظ بالسند في حالة سعر الفائدة السوقي 8.5 %

$$HPR = \frac{80 + (946.2657 - 1000)}{1000} = 02.62658 \%$$

في هذه الحالة وكأن المستثمر يستثمر بسعر فائدة يقدر بـ 02.62658 % أي أنه يحقق خسارة في استثماراته تقدر بـ 05.873 %

-7 المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند ( Band duration ):

يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات استخداماً في مجال تحليل السندات خصوصاً في مجال إدارة محافظ السندات الدولية إذ يعتبر أداة مناسبة لتحديد السعر السوقي المناسب لشراء السند خصوصاً عندما يقرن استخدامه بمؤشر آخر يتمثل في معامل تحذب المنحنى والمثل للعلاقة القائمة بين السعر السوقي والمردود المطلوب منه أو المتوقع الحصول عليه

- أساليب قياس المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند :

يقاس مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند بالإعتماد على عدة طرق والأكثر شيوعاً وإستخداماً في حسابه هما طريقة ماكولي وطريقة فيشر

1- طريقة ماكولي :

تستند هذه الطريقة في حساب المتوسط المرجح لطول الفترة الزمنية للإحتفاض بالسند على العلاقة

$$D = 1 * \frac{C_1/(1+y)^1}{V} + 2 * \frac{C_2/(1+y)^2}{V} + \dots + n * \frac{(C_n + P_n)/(1+y)^n}{V}$$

الرياضية

حيث

- D : المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند
- V : القيمة السوقية للسند وهي القيمة المسترد بتاريخ الإستحقاق
- C : كوبون السند ( العائد الذي يحققه السند )
- Y : المردود الداخلي للسند أو المردود لحين الإستحقاق
- n : عدد السنوات ( فترة إسترداد السند )

تمرين :

إشترى مستثمر سند بقيمة إسمية تقدر بـ 1000 وحدة نقدية يستحق التسديد بعد 03 سنوات وكان هذا السند قد صدر بكوبون يقدر بـ 10 % يدفع سنوياً

المطلوب : إعتماًداً على طريقة ماكولي

- أحسب ( D ) المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند بإفتراض أن المردود المتوقع للسند لحين الإستحقاق هو 10 % ؟
- أحسب ( D ) المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند بإفتراض أن المردود المتوقع للسند لحين الإستحقاق هو 12 % ؟

الحل :

حساب ( D ) المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند بإفتراض أن المردود المتوقع للسند لحين

الإستحقاق هو 10 % أي Y = 10 %

$$D = 1 * \frac{C_1/(1+y)^1}{V} + 2 * \frac{C_2/(1+y)^2}{V} + \dots + n * \frac{(C_n + P_n)/(1+y)^n}{V}$$

لدينا C = 100

$$D = 1 * \frac{100/(1 + 0.1)^1}{1000} + 2 * \frac{100/(1 + 0.1)^2}{1000} + \dots + 3 * \frac{(100 + 1000)/(1 + 0.1)^3}{1000}$$

ومنه  $D = 02.7355$

هنا بعد حساب الـ ( D ) يتم تعديله من خلال حساب ما يعرف بالمتوسط المرجح المعدل لطول فترة

الإحتفاظ بالسند ( Modified Duration ) بالعلاقة التالية  $MD = D/(1+y)$

ومنه نجد  $MD = 02.7355/(1+0.1) \Rightarrow MD = 2.4868$

من هنا يمكن قياس درجة حساسية سعر السند للتغيرات التي تحدث في سعر الفائدة وهذا يعني أنه عند زيادة سعر الفائدة بنسبة 01 % فهذا يساهم في إنخفاض السعر السوقي للسند بـ 2.4868 % وبهذا وبحسب مثالنا هذا فإن زيادة سعر الفائدة بـ 01 % فهذا يؤثر على السعر السوقي للسند ويصبح

السعر السوقي = سعر الشراء - نسبة التغير في سعر الفائدة مضروب في المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاظ بالسند مضروب في المردود المتوقع

$$\text{السعر السوقي} = V - D(r * y)$$

$$975.132 = 10 * 2.4868 - 1000 \text{ وحدة نقدية}$$

وفي حالة زيادة سعر الفائدة بـ 02 % فهذا يؤدي إلى إنخفاض السعر السوقي للسند ويصبح

$$950.264 = 10 * 2.4868 * 2 - 1000 \text{ وحدة نقدية}$$

أما في حالة إنخفاض سعر الفائدة فهذا يؤدي لزيادة قيمة السعر السوقي للسند نتيجة للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة والسعر السوقي للسند

ففي مثالنا هذا مثلاً في حالة إنخفاض سعر الفائدة بـ 02 % فهذا يؤدي إلى إرتفاع السعر السوقي للسند ويصبح

$$1049.736 = 10 * 2.4868 * 2 + 1000 \text{ وحدة نقدية}$$

أي أن القيمة السوقية للسند عندما ينخفض سعر الفائدة بـ 02 % يرتفع إلى 1049.736 وحدة نقدية

2- طريقة فيشر :

يكمن الفرق الأساسي بين طريقة فيشر وطريقة ماكولي في قياس المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند في أن نموذج ماكولي يقوم على فرضية عدم تغير معدلات الفائدة أي أن أسعار الفائدة تبقى ثابتة طوال فترة الإحتفاض بالسند لكن نموذج فيشر يفترض عدم ثبات أسعار الفائدة طول فترة الإحتفاض بالسند

مثال :

إشترى مستثمر سند بقيمة اسمية تقدر بـ 1000 وحدة نقدية يستحق التسديد بعد 03 سنوات وكان هذا السند قد صدر بكوبون يقدر بـ 10 % يدفع سنوياً

المطلوب : اعتماداً على طريقة ماكولي

- أحسب ( D ) المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند بإفتراض أن المردود المتوقع للسند لحين الإستحقاق خلال الثلاث سنوات هي على التوالي 10 % 12 % و 15 % ؟

الحل :

حساب ( D ) المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاظ بالسند بإفتراض أن المردود المتوقع للسند لحين

الإستحقاق هو 10 % أي Y = 10 %

$$D = 1 * \frac{C_1/(1+y_1)}{V} + 2 * \frac{C_2/(1+y_1)(1+y_2)}{V} + \dots + n * \frac{(C_n + P_n) \frac{1}{(1+y_1)(1+y_2) \dots (1+y_n)}}{V}$$

$$D = 1 * \frac{100/1.1}{1000} + 2 * \frac{100/(1.1 * 1.12)}{1000} + \dots + 3 * \frac{(100 + 1000)/(1.1 * 1.12 * 1.15)}{1000}$$

ومنه D = 02.58

هنا بعد حساب الـ ( D ) يتم تعديله من خلال حساب ما يعرف بالمتوسط المرجح المعدل لطول فترة

الإحتفاظ بالسند ( Modified Duration ) بالعلاقة التالية MD = D/(1+y)

ومنه نجد MD = 02.58/(1+0.1) ⇒ MD = 2.84068

من هنا يمكن قياس درجة حساسية سعر السند للتغيرات التي تحدث في سعر الفائدة وهذا يعني أنه عند زيادة سعر الفائدة بنسبة 01 % فهذا يساهم في إنخفاض السعر السوقي للسند بـ 2.4868 % وبهذا وبحسب مثالنا هذا فإن زيادة سعر الفائدة بـ 01 % فهذا يؤثر على السعر السوقي للسند ويصبح

السعر السوقي = سعر الشراء - نسبة التغير في سعر الفائدة مضروب في المتوسط المرجح لطول فترة الإحتفاض بالسند مضروب في المردود المتوقع

$$\text{السعر السوقي} = V - D(r * (y1+y2+y3)/3)$$

$$967.73 = 1000 - 12.3333 * 02.84068 \text{ وحدة نقدية}$$

أي أنه بسبب ارتفاع سعر الفائدة إنخفض سعر السند من 1000 وحدة نقدية إلى 967.73 وحدة نقدية ( وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار السندات ) ولوأن سعر الفائدة إنخفض لساهم ذلك في ارتفاع أسعار السندات

# سوق الأسهم

## ثانيا: سوق الأسهم الدولية.

### 1- تعريف السهم :

السهم هو حق ملكية لصاحبه أو حامله يمثل حصة من رأس مال شركة قائمة ( مجسدة على أرض الواقع ) تمكنه من الحق في الحصول على نسبة معينة ن الأرباح وله الحق في التصويت في الجمعية العامة للشركة حسب نوعية السهم المتحصل عليه

### 2- تعريف سوق الاسهم الدولية:

من حيث المبدأ فإن سوق الأسهم الدولية شبيه بسوق السندات الدولية فهو يمثل جزء من سوق رأس المال الدولية وبالتالي سوق المال الدولية وبالتالي يمكن النظر إلى سوق الأسهم الدولية على أنه المكان أو الهيئة أو الآلية التي من خلالها يتم إصدار وتداول الأسهم بين مختلف المتعاملين وعلى مستوى دولي إذ تعتبر الأسهم بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه وتكون مدة إستحقاقها طويلة الأجل مقرونة بمدة حياة المؤسسة المصدرة.

### 3- نشأة أسواق الأسهم الدولية :

لم تظهر سوق الأسهم الدولية إلا في سنة 1983 وذلك بعد سنوات من ظهور سوق للسندات الدولية وهذا راجع لعدة عوامل من بينها طبيعة السهم أو خاصية السهم في حد ذاته كونه يمثل حق ملكية وحق في التصويت وقد يصل إلى حد الإستثمار المباشر إن زادت حصة الأسهم المكتسبة عن نسبة معينة من رأس مال الشركة وهو الشيء الذي ترفضه الكثير من الشركات إضافة إلى التشريعات والتي كانت تضيق مثل هذه العملية

#### 4- شروط تداول الأسهم في الأسواق الدولية :

حتى تدخل الأسهم للعرض في الأسواق الدولية يجب أن تتوفر على أحد الشروط التالية :

- أسهم الشركة مدرجة في بورصة واحدة محلية على الأقل وتباع عن طريق إتحاد دولي في عدة دول وهذا هو أدنى شرط يجب أن تتوفر في الأسهم محل العرض وهذا يخص الشركات الغير قادرة على إستيفاء شروط الإدراج في البورصات الدولية وكانت هذه الشركة تبحث عن تنويع قاعدتها الإستثمارية

- أسهم الشركة تكون مدرجة في بورصة بلد المنشأ وفي واحدة أو أكثر من البورصات الدولية وهو ما يعرف بالإدراج المزدوج

#### 5- طريقة إصدار و تداول الأسهم الدولية :

يكون إصدار الأسهم الدولية من قبل شركات مساهمة دولية في غير بلدها الأصلي لغرض تلبية إحتياجاتها المالية اللازمة لإستثماراتها التوسعية وتعزيز مركزها المالي دولياً وتتم عملية توزيع الأسهم الدولية للإكتتاب من طرف هيئة دولية متخصصة مكونة من بنوك ومؤسسات مالية، وبذلك يصبح جزء من رأس مال الشركة المصدرة للأسهم الدولية ملكاً لأطراف أجنبية ويتم التعامل في سوق الاسهم الدولية من خلال المؤسسات المالية المتخصصة، البنوك والسماصرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية إضافة للأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم لتعظيم مكاسبهم المادية.

بالعموم هناك طريقتان لإصدار الأسهم الدولية ويتمثلان في :

## 5-1- الطريقة الأولى الطريقة المباشرة :

تقوم الشركة التي تريد إصدار أسهم دولية بإختيار وكيل يتمثل في بن: إستشاري ينشط على المستوى الدولي ليقوم بطرح أسهمها مباشرة في البورصة التي تود أن تطرح فيها هذه الأسهم الدولية شريطة أن تكون هذه الأسهم تستجيب للمتطلبات المفروضة من طرف لجنة الأوراق المالية كونها تماثل الهيئة التنظيمية والرقابية للبورصة ويكون هذا السهم معروض بعملة الشركة وتدفع أرباحه أيضاً بعملة الشركة

## 5-2- الطريقة الثانية طريقة إيصالات الإيداع :

إيصال الإيداع هو عبارة عن أداة مالية مالية تصدر عن البنوك تشير إلى أن حاملها له حق ملكية أسهم في شركة أجنبية وأول ما ظهرت هذه الإيداعات كانت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1927 وكانت تسمى ( Américain depository receipts ) ونتيجة لإجراءات التحرير المالي العالمي وفتح المجال للمستثمرين والشركات للتعامل في الأسواق المالية العالمية ظهرت الحاجة لإستخدام نظام إيصالات الإيداع في الكثير من الدول المتقدمة منها والناشئة ومن هذه الإيصالات نذكر :

- إيصالات الإيداع الأوروبية ( European depository receipts ) تتداول في بورصة لندن ويرمز لها إختصاراً بالرمز " EDRs "
- إيصالات الإيداع لسنغافورة ( Singapore depository receipts ) تتداول في بورصة سنغافورة ويرمز لها إختصاراً بالرمز " SDRs "
- إيصالات الإيداع الهولندية ( continental depository receipts ) تتداول في بورصة هولندا ويرمز لها إختصاراً بالرمز " CDRs "

الأسواق المالية الدولية \_\_\_\_\_ سوق الأسهم \_\_\_\_\_ د.عقبي لخضر

- إيصالات الإيداع الهندية ( indian depository receipts ) تتداول في بورصة الهند ويرمز لها اختصاراً بالرمز " IDRs "

- إيصالات الإيداع العالمية ( Global depository receipts ) تصدر عن طريق بنك مودع ينشط في أحد المراكز المالية الدولية خارج الولايات المتحدة الأمريكية وتأخذ عملة السوق الذي تكون موجهة إليه أي يتم تداولها بعملة السوق الذي تباع فيه ويرمز لها اختصاراً بالرمز "GDRs"

## 6- خطوات إصدار الأسهم الدولية :

إن إصدار أسم في السوق المالي الدولي يتطلب جملة من الإجراءات تتمثل في إتباع الخطوات التالية :

### 6-1 البحث عن بنك إستثماري :

يتم البحث عن بنك إستثماري ينشط على المجال الدولي ليدبر عملية الإصدار من مختلف جوانبه وتقدم المشورة والنصيحة حول طبيعة الإصدار ويقوم بتحضير نشرة الإصدار وتأخذ موافقة السلطات الإشرافية في بلدها الأصلي

### 6-2 تشكيل إتحاد مصرفي دولي تحت إشراف البنك المدير :

يقوم البنك المدير بتشكيل إتحاد مصرفي يشرف على إصدار هذه الأسهم ويقوم هذا الإتحاد المصرفي ( البنوك المتعهدة بالتغطية والبنوك التي تتولى عملية البيع للأسهم في الأسواق الدولية ) ويحددون سعر الإصدار مع الهيئة المصدرة للأسهم وتعطى الأولوية للبنك المدير في إختيار النسبة من الأسهم التي يستطيع الإكتتاب فيها

**3-6- تعيين المؤسسة المالية التي تشرف على إصدار إيداعات الإيصال :**

تقوم الهيئة المصدرة للأسهم بتعيين بنك أو مؤسسة مالية تقوم بإصدار شهادات إيداع بنفس عدد الأسهم وتقوم بتحديد النسبة بين هذه الشهادات والأسهم ويكون هذا البنك أو المؤسسة المالية هو الوسيط بين المساهمين والهيئة المصدرة للأسهم ويكون هذا البنك يحمل الصفة الدولية ( موجود في المراكز المالية الدولية )

**4-6- تعيين البنك الأمين :**

يتم تعيين البنك الأمين من طرف الهيئة المصدرة للأسهم والبنك المصدر لشهادات الإيداع وهو البنك الذي يؤتمن على كل ما يتعلق بالإيصالات كشهادات الأسهم والأرباح وحقوق السهم ونوعية السهم ويكون هذا البنك من البلد الذي تنشط فيه الشركة

**5-6- إصدار الأسهم :**

تقوم الهيئة المصدرة للأسهم بإصدار عدد من الأسهم مساوي لعدد الإيصالات المصدرة سابقاً

**6-6- تسويق الإصدارات من الأسهم :**

يقوم البنك المدير والبنوك المشاركة معه ببيع الأسهم للمستثمرين وتسليم النقود للهيئة المصدرة للإيصالات وذلك بعد خصم أتعابهم كما يتحمل الإتحاد المصرفي تكاليف أي إيصالات غير مباعة

**7-6- التسجيل :**

تسجل الشركة المصدرة للأسهم الدولية الإيصالات في سجل المساهمين

## 7- إيجابيات أسواق الأسهم الدولي :

- تتميز أسواق الأسهم الدولية بجملة من الإيجابيات يمكن حصرها في :
  - التوفر على رؤوس أموال كبيرة وبعملات متعددة وهو الشيء الذي لا يمكن الحصول عليه في الأسواق المحلية خاصة في برامج الخصخصة وإعادة الهيكلة للمنشآت
  - التنوع في المساهمين
  - تحسين صورة الشركة على المستوى المحلي والدولي
  - نشاط الأسواق الثانوية على المستوى الدولي وتمتعها بسيولة كبيرة وهو ما يمكن المستثمرين من الإقدام إلى هذا النوع من السوق للإستفادة من تقلبات أسعار الأسهم والتفاوت في أسعار الصرف
  - الإستفادة من الإمتيازات الضريبية

## 8- سلبيات أسواق الأسهم الدولية :

- يتميز سوق الأسهم الدولية بحساسية كبيرة لكل الظروف من ظروف سياسية ، ظروف إقتصادية وهو ما يمكن إلتماسه في تراجع أسعار الأسهم الدولية في حالة الأزمات ونقص الإصدارات الأولية لها
- عادة ما يلجأ المستثمرين الأجانب إلى بيع أسهمهم في السوق الثاني ( سوق التداول ) بغية تحقيق أرباح ( المضاربة ) أو تخوف من ما قد تأول له هذه الأسهم وفي كثير من الأحيان تشتري هذه الأسهم من طرف مستثمرين محليين لإدراكهم ومعرفتهم بكل ما تتوفر عليه هذه الشركات وهو ما يؤدي في الأخير إلى عدم التنوع في المستثمرين والذي قد يكون هدف هذه الشركة من إصدارها للأسهم الدولية

- في العادة لا تفضل الكثير من الشركات شركاء جدد الشيء الذي يدفعها للعزوف عن إصدار الأسهم واللجوء للإقتراض وهو ما جعل نصيبها من التمويل الدولي ضئيل
- تخوف الشركات من وصول نسبة الأسهم إلى 10 % أو أكثر مما يتيح للمساهم باب الإستثمار الأجنبي المباشر والحق في التسيير والمشاركة في التصويت والتسيير وإبداء الرأي

## 9- المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل وتقييم الأسهم :

يتم تحليل وتقييم الأسهم اعتماداً على مجموعة من المؤشرات المالية نذكر منها

### 9-1- حصة السهم العادي من الأرباح ( earnings Per share ) :

يستخدم هذا المؤشر (EPS) لتقييم رحية السهم العادي ويتم إحتسابه وفق طبيعة هيكل رأس

المال المستثمر في الشركة لإغذا كان هيكل رأس المال المستثمر بسيط أي خالي من الأدوات المالية القابلة

للتحويل إلى أسهم عادية يتم إحتساب هذا المؤشر وفق المعادلة التالية

$$\text{EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون لعدد الأسهم العادية (عدد الأسهم خلال سنة كاملة)}}$$

أما إذا كان هيكل رأس المال مركب أي أنه غير خالي من الأدوات المالية القابلة للتحويل إلى أسهم فإنه

يُحسب وفق العلاقة التالية

$$\text{DEPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل} + \text{توزيعات الأسهم الممتازة القابلة للتحويل} + \text{صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة}}{\text{المتوسط الموزون للأسهم العادية مضاف إليها الأسهم المحتمل تحويلها من الأدوات المالية القابلة للتحويل}}$$

ويطلق عليها في هذه الحالة الحصة المخفضة ( Diluted earnings Per share )

### 9-2- حصة السهم العادي من التوزيعات ( Dividends Per Share ) :

تحدد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها ويتم تحديدها

بالعلاقة التالية

$$\text{DPS} = \frac{\text{التوزيعات المعلن عنها} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية}}$$

### 9-3- مردود السهم العادي ( Yield Per Share ) :

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الإستثمار في الإحتفاض بالسهم أو بيعه والتحول

للإستثمار في أدوات أخرى لوجود فرصة إستثمارية أخرى بديلة تحقق ربح أفضل وأكبر ويتم

التعبير عن هذا المؤشر بالعلاقة التالية

$$\text{YPS} = \frac{\text{DPS}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

**9-4- مضاعف سعر السهم العادي ( Price Earnings Ration ) :**

يحظى هذا المؤشر بالاهتمام الكبير والبالغ من قبل محلي الأسواق المالية كونه يعتمد عليه لتقييم مدى التضخم أو الإنكماش الحادث في الأسعار السوقية للأسهم فهو بذلك يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، فمن المتعارف عليه في السوق أنه كلما إبتعد بالزيادة مضاعف سعر السهم عن النسبة المعيارية للسوق كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس في حالة الإنخفاض ما لم تفلس الشركة ويتم تحديد هذه النسبة بالعلاقة التالية :

$$PER = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{DEPS} \quad \text{أو} \quad PER = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{EPS}$$

**9-5- القيمة الدفترية للسهم ( Book value Per Share ) :**

يتم اللجوء إلى هذا المؤشر في إتخاذ قرار الشراء للأسهم وتحدد القيمة الدفترية للسهم إعتماًداً على العلاقة التالية :

$$BVPS = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

## 9-6- عائد الإحتفاض بالسهم ( Holding Period Return ) :

يقيس مؤشر عائد الإحتفاض بالسهم معدل نمو أو إضمحلال ثروة حامل السهم خلال فترة زمنية معينة ليتم من خلاله إتخاذ قرار الإحتفاض بالسهم من عدم الإحتفاض به ويتم حسابه إعتماًداً على العلاقة التالية :

$$HPR = \frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

ويقصد بالقيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر حصة السهم من الأرباح ( EPS ) مضاف إليها المكاسب الرأس مالية المحققة في تقلب السعر السوقي للسهم

## 9-7- معدل دوران السهم ( Share Turnover ) :

يقصد بمعدل دوران السهم قياس مدى الإقبال على السهم في سوق المال ممثلاً بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم ويحدد معدل دوران السهم إعتماًداً على العلاقة التالية :

$$st = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

**تمرين :**

لتكن لدينا البيانات التالية والمستخرجة من السجلات المحاسبية لشركة مساهمة عامة بتاريخ 31 - 12 - 2022 حيث كانت حقوق المساهمين العاديين هي : 10 مليون سهم عادي بقيمة إسمية تقدر بـ 10 مليون وحدة نقدية وإحتياطات تقدر بـ 03 مليون وحدة نقدية وأرباح غير موزعة ( محتجزة ) تقدر بـ 02 مليون وحدة نقدية

صافي الأرباح بعد الضريبة هو 02.4 مليون وحدة نقدية وقد وافقت الهيئة العمومية على توزيع 1.5 مليون وحدة نقدية منه منها 0.50 مليون وحدة نقدية تخصص لحملة الأسهم الممتازة

كان أحد المستثمرين قد إشتري عدداً من أسهم الشركة من السوق المالي في بداية سنة 2022 بسعر يقدر بـ 05 وحدة نقدية للسهم الواحد بينما كان السعر السوقي للسهم بتاريخ 31 - 12 - 2022 حوالي 08 وحدة نقدية للسهم الواحد كما بلغ عدد الأسهم المتداولة من أسهم الشركة في السوق المالي خلال السنة 20 مليون سهم

عدد الأسهم العادية من رأس مال الشركة بتاريخ 01 - 01 - 2022 هو 09 مليون سهم ولقد أصدرت مليون سهم لزيادة رأس مال الشركة بتاريخ 01 - 07 - 2022

**المطلوب :**

ما هي أهم المؤشرات المالية الممكنة إشتقاقها من هذه المعلومات ؟

الحل :

حساب عائد الإحتفاظ بالسهم ( HPR )

$$HPR = \frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}} = \frac{(8 - 5) + 0.2}{5}$$

ومنه  $HPR = 0.64 \text{ Um}$

ومنه عائد الإحتفاظ بالسهم هو 0.64 مليون وحدة نقدية لكل سهم

أي أن حامل السهم يحقق ربح سنوي يقدر بـ 0.64 مليون وحدة نقدية عن كل سهم يحمله أو بعبارة أخرى

فإن ثروة حامل السهم تحقق نمو قدره 0.64 مليون وحدة نقدية لكل سهم

وإذا ما عبرنا عليها بنسبة نمو فنقول أن حامل السهم يحقق نمو سنوي يقدر بـ  $(0.64 / 0.05) * 100$

أي أن ثروة حامل السهم تنمو بنسبة 12.8 %

حصة السهم العادي من الأرباح ( earnings Per share ) :

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط الموزون لعدد الأسهم العادية (عدد الأسهم خلال سنة كاملة)}}$$

$$EPS = \frac{2400000 - 500000}{9000000 * \frac{12}{12} + 1000000 * \frac{6}{12}} = 0.2 \text{ Um / s}$$

أي أن كل سهم عادي يحقق عائد سنوي يقدر بـ 0.2 مليون وحدة نقدية

حصة السهم العادي من التوزيعات ( **Divedinds Per Share** ) :

$$\frac{\text{التوزيعات المعلن عنها} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية}} = \text{DPS}$$
$$\text{DPS} = \frac{1500000 - 500000}{9000000 + 1000000} = 0.10 \text{ Um /s}$$

مردود السهم العادي ( **Yield Per Share** ) :

$$\text{YPS} = \frac{\text{DPS}}{\text{السعر السوقي للسهم}} = \frac{0.1}{08} = 0.0125$$

وهذا يعني أن هذا المستثمر يستفيد من سعر فائدة يقدر بـ 1.25 % فإذا أتاحت له فرصة بإستثمار

أمواله بسعر فائدة أكبر من هذه النسبة فإنه يبيع سهمه ويتحول للإستثمار في مجال آخر لتحقيق ربح أكبر

مضاعف سعر السهم العادي ( **Price Earnings Ration** ) :

$$\text{PER} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{EPS}} = \frac{08}{0.2} = 40$$

كون مضاعف سعر السهم مرتفع لأن القيمة الإسمية للسهم إرتفعت بنسبة 40 % وهي نسبة كبيرة فمن

المحتمل أن يكون فيه هناك هبوط حاد ( سقوط حر ) في سعر السهم فمن مسلحة المستثمر يبيع حصته من

الأسهم لتفادي الخسارة والتحوط

القيمة الدفترية للسهم ( **Book value Per Share** ) :

$$BVPS = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ الميزانية}} = \frac{10 + 03 + 02}{10} = 1.50\text{Um}$$

نلاحظ القيمة الدفترية للسهم هي 1.5 مليون وحدة نقدية وسعر شراء السهم هو 05 مليون وحدة

نقدية والسعر السوقي للسهم هو 8 مليون وحدة نقدية هذا يوضح الفارق في القيم والأرباح المحققة خلال

فترة الحياة على السهم قفز من 1.5 إلى 08 وهذا يكون دافع للإقبال على شراء هذا السهم لما يحققه من

أرباح وزيادة الطلب عليه

معدل دوران السهم ( **Share Turnover** ) :

$$st = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}} = \frac{20}{10} = 02$$

نلاحظ أن معدل دوران السهم هو 02 مرة مما يدل على أن هناك إقبال للطلب على السهم مما يتوقع

زيادة ارتفاع السعر السوقي للسهم

سوق العملات الأجنبية الدولية  
( سوق الفوركس )

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

### ثالثاً: سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس )

بالإمكان تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية والمعروفة بإسم Foreign Exchange أو، FOREX وذلك عن طريق السوق الفورية Spot Market، هذا السوق الإلكتروني هو عبارة عن إطار تنظيمي يمكن من إلتقاء عدد كبير من البنوك والمصارف العالمية إلى جانب السماسرة والوسطاء المختصين في العملات الدولية ( المتدخلون في سوق العملات )، ويتم فيه التداول الفوري للعملات، ويستطيع من يريد التعامل في هذا السوق فتح حساب لدى وسيط محلي أو بنك والتداول في مقره أو عن طريق الهاتف أو عن طريق أي وسيلة من وسائل الإتصال كما يمكن أيضاً أن تبرم في سوق الفوركس المعاملات الآجلة Forward Market عن طريق عقود مستقبلية لشراء وبيع العملات الأجنبية بسعر محدد في تاريخ العقد أما التسليم فيكون في تاريخ مستقبلي.

#### 1. تعريف سوق العملات الأجنبية الدولية:

هو إطار تنظيمي يتم فيه تداول العملات الأجنبية المختلفة بغية الإستفادة من التفاوت في الأسعار والطلب عليها حسب الحاجة فهو بذلك عبارة عن إطار تنظيمي يتم فيه تفاعل للعرض والطلب لمختلف العملات بتدخل مجموعة من الفاعلين الأساسيين في هذا السوق من سماسرة، مستثمرين، بنوك و..... كما يمكن النظر إلى سوق الفوركس على أنها سوق تداول أزواج العملات المختلفة خاصة تلك التي تلقى قبول واسع في التعاملات الدولية ويكون بالعادة خارج البورصة أو ما يسمى بالتعامل خارج القاعة ( لا يوجد له سوق أولي ) فهي بذلك سوق للتداول .

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقبي لحضر

## نشأة سوق الفوركس :

إن مبدأ سوق الفوركس هو نفسه مبدأ المقايضة والذي يتمثل في مقايضة سلعة بسلعة أخرى فإذا ما نظرنا إلى النقود على أنها سلعة ولها ثمن أو لها قيمة تبادلية يمكن مبادلتها بها نجد أنها عبارة عن مبادلة بين أزواج العملات وكأنها مقايضة عملة بعملة ما بهدف إتمام صفقات معينة دفعت بمقايضة عملة بعملة أخرى ولا يكون هذا إلا من خلال سوق الفوركس بمبادلة أزواج العملات بعضها ببعض، وكان أول نشاط حقيقي وفعال لسوق الفوركس عند إختيار نظام بريتن وودز والمتمثل في إختيار قاعدة الذهب والذي كان عن طريق تدخل الرئيس الأمريكي في سنة 1971 بمنعه مبادلة الدولار الأمريكي بالذهب والتخلي عن نظام سعر الصرف الثابت وظهور مجموعة من الأنظمة ( كنظام التعويم ونظام نفق الشعبان ونظام سعر الصرف المرن المدار ونظام سعر الصرف الحر ) والذي ساهم بشكل كبير في نشاط وإزدها أسواق الصرف الأجنبية والتي مرت بعدة مراحل زمنية يمكن تصنيفها على النحو التالي :

1- في بداية السبعينات كان بالإمكان التحكم في الصرف من طرف البنوك المركزي وهو الدور الكبير الذي كان يلعبه البنك المركزي والبنوك التجارية الأخرى التابعة له في توفير العرض والطلب على العملات لمتعاملهم ( عملائهم )

2- خلال الثمانينات إزداد الطلب بشكل كبير على العملات فأصبحت البنوك الكبرى تقوم بالمضاربة في العملات لتحقيق الأرباح مستعينة بالوسطاء والمتمثلون في السماسرة وبإستعمالهم لوسائل الإتصال المتوفرة أنا ذاك والمتمثلة في الهاتف والتيلكس الشيء الذي كان يكلف كثيراً من العمولة المدفوعة للوسطاء والتي ساهمت في إنخفاض للأرباح وإرتفاع لهامش الربح لتغطية التكاليف

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

3- خلال التسعينات ومع ظهور الأنترنت وزيادة حركة كل من الأفراد والعملات إلى الداخل والخارج مكن ذلك من فتح منصات إلكترونية للبيع والشراء والتقييم الحقيقي لمختلف العملات وهو ما آلت إليه في الوقت الحالي لهته الأسواق

### التقسيم الجغرافي لأقسام أسواق العملات الأجنبية :

يمكن تقسيم أسواق العملات الأجنبية جغرافياً على النحو التالي :

1- سوق الفوركس الأسترالية ( سيدني ) : تقع في العاصمة الأسترالية سيدني

2- أسواق الفوركس في الشرق الأقصى ( لل ) : تشمل كل من

أ- سوق الفوركس في طوكيو : إزدهرت هذه السوق نتيجة لزيادة دور اليابان في التجارة الخارجية

ونمو الطلب العالمي على الين الياباني

ب- سوق الفوركس في هونج كونج ( الصين ) : كانت نتيجة لما أصبحت عليه هونج كونج

كقاعدة صناعية عالمية إضافة إلى تضاعف متوسط التداول اليومي فيها

ج - سوق الفوركس في سنغافورا : كانت نتيجة لبروز سنغافورا كمنطقة صناعية ومالية تخدم كامل

جنوب شرق آسيا

3- أسواق الفوركس في الشرق الأوسط ( لل ) : تشمل ثلاث أسواق هي :

أ - سوق الفوركس في البحرين : تعتبر البحرين مركزاً مالياً للعمليات المصرفية الخارجية " لل " تضم

كل من البحرين ،السعودية والخليج العربي

ب - سوق الفوركس في دبي : وهو يخدم بالأخص منطقة الخليج العربي

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

ج - سوق الفوركس في الرياض : هو نتيجة للمكانة التي تحتلها المملكة العربية السعودية في الإقتصاد

العالمي بصفة عامة والإقتصادات العربية بصفة خاصة كإمتلاكها لأكبر إحتياطي للنفط في العالم وأكبر

وأقوى إقتصاد في منطقة الخليج العربي

-4 أسواق الفوركس في الأوروبية : تشمل كل من :

أ - سوق الفوركس في لندن : وهي أكبر أسواق الفوركس الأوربية والعالمية على الإطلاق من ناحية

الحجم ومن ناحية النشاط وأقدمها

ب - سوق الفوركس في فرانك فورت : كان بفضل القوة والمكانة التجارية لألمانيا وقوة التعامل

باليورو كما أنها فيها البنك المركزي الأوروبي

ج - سوق الفوركس في زيورخ ( سويسرا ) : طبيعة النظام في سويسرا والسرية التي تتميز بها

ومكانتها التجارية والإستقرار السياسي والتجاري وحياديتها و ..... كل هذه مكنت من نمو وإزدهار

ورقي أسواق العملات الأجنبية

د - سوق الفوركس في باريس : كان لحجم الإقتصاد الفرنسي وحجم التبادل التجاري الفرنسي في

العالم الدور الكبير والفعال للنهوض بمثل هذه الأسواق

-5 أسواق الفوركس في أمريكا الشمالية : تشمل هذه الأسواق كل من سوق الفوركس في نيو يورك ،

سوق الفوركس في شيكاغو ، سوق الفوركس في لوس أنجلس وسوق الفوركس في تورونتو ( كندا

) وكانت هذه الأسواق بفضل المكانة التي تحتلها أمريكا في العالم من قوة إقتصادية ومكانة ريادية

وسيادة في العالم

وتتناوب هذه الفروع في الافتتاح فيما بينها إذ تفتح سوق وتغلق سوق أخرى وذلك بسبب الفروقات

الزمنية للموقع الجغرافي.

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

## مكان تداول سوق العملات الأجنبية :

سوق الـ FOREX ليس كغيره من أسواق المال إذ أنه لا يوجد له مكان يحكمه كما يحدث في بورصات

الأوراق المالية فهو يتداول خارج القاعة أو في السوق الغير رسمي اعتماداً على نظم الإتصال بين المتعاملين من

مصارف دولية كبرى ،مؤسسات مالية متخصصة و ....

## وظائف سوق العملات الأجنبية :

تكمن الوظائف الأساسية لسوق العملات الأجنبية في :

1- **تحويل القدرة الشرائية من عملة إلى أخرى :** يكون ذلك من خلال تبادل العملات بين المتدخلون

في هذا السوق باعتبارهم أطراف فعالة فيه لإتمام صفقات البيع والشراء

2- **التحكيم أو الموازنة ( Arbitrage ) :** يقصد بالتحكيم شراء العملات من السوق التي يكون

فيها السعر منخفض ليعاد بيعها في السوق التي فيها سعرها مرتفع نسبياً بنية زيادة العرض من هذه

العملات في هذا السوق من بنية تقريب أسعار العملات من بعضها البعض في الأسواق المختلفة

والهدف هنا نبيل بغية تقريب الأسعار من بعضها البعض لا بنية المضاربة

3- **التحوط ( Hedging ) :** يقصد بالتحوط نقل الخطر إلى طرف آخر من خلال العمليات التي

تتم في السوق كالإتفاق على شراء أو بيع كمية من عملة معينة في الحاضر بسعر مستقبلي يتم التفاهم

عليه في الوقت الحالي على أن يتم إتمام عقد الصفقة في المستقبل بتاريخ يتم تحديده وقت إبرام العقد

فكل من البائع والمشتري قد تحوطا بناءً على معلومات آنية ومعلومات متوقعة الحدوث في المستقبل

4- **المضاربة ( Spéculation ) :** الهدف الرئيسي من المضاربة هو الإستفادة من فروقات التفاوت

في الأسعار سعياً لتحقيق الأرباح

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

المعاملات التي تتم في سوق الفوركس " FOREX " :

أهم المعاملات التي تتم في سوق الفوركس هي :

1- عمليات الصرف الفورية ( spot exchange ) : تتمثل في عمليات الشراء والبيع التي تكون

فيها التسوية فور إبرام العقد أو على الأكثر 72 ساعة بعد إبرام العقد

2- عمليات الصرف الآجلة ( For Word ) : يكون فيها إبرام العقد فور الإتفاق على الصفقة

ولكن التسليم يكون في وقت لاحق يزيد عن 72 ساعة

3- عمليات المبادلة ( Swap option ) : تتمثل في الخيارات التالية

أ - خيار الشراء ( Call option ) : يعطي لصاحبه حق الشراء من دونه مع فقدانه للعلاوة

المدفوعة سابقاً

ب - خيار البيع ( Put option ) : يعطي لصاحبه حق البيع من دونه مع فقدانه للعلاوة

المدفوعة سابقاً

سلبيات سوق الفوركس :

من جملة السلبيات التي يكتنفها هذا النوع من الأسواق نذكر :

1- سيطرة البنوك والمؤسسات المالية الكبرى على هذا السوق لما تتوفر عليه من عملات مختلفة وعملات

ريادية والذي يمكنها من طرح أو سحب لحجم كبير من العملات في هذا السوق الشيء الذي يعطيها

قوة في التحكم في السوق وتغير العملات حسب ما ترغب في تحقيقه

2- درجة مخاطرة كبيرة نتيجة للسيطرة والهيمنة الكبيرة للمؤسسات الكبرى

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

3- ضرورة الإلمام والإدراك التام والشامل لجميع متغيرات السوق والتي من شأنها التأثير على هذا السوق وهذا

يعتبر شيء مستحيل التحقيق لإرتباطه بالكثير من المتغيرات حتى الدعاية

4- الصدمات التي تتعرض لها العملات والتي قد تكون بفعل إشاعة أو فعل فاعل أو ....

5- السيطرة الكاملة على هذه الأسواق من طرف الدول العظمى والكبر إقتصادياً وإنخفاض حصة الدول

الأقل نمواً والذي قد يكون نتيجة تداول بعض المنتجات المالية ( كعقود الخيار ) التي يكون فيها نوع من

التنافي ( التحريم ) مع عقيدة الكثير من الدول الشيء الذي يدفعهم لعدم التعامل بها

### مميزات إيجابيات سوق الفوركس:

تمتاز سوق الفوركس بمجموعة من الخصائص تجعلها تختلف عن غيرها من الأسواق :

- انخفاض تكاليف المعاملات المالية وعدم وجود رسوم حكومية للمعاملات الخاصة بالمقاصة والصرف؛
- سوق مستمرة على مدار 24 ساعة خلال أيام العمل
- صعوبة التحكم والسيطرة على سوق الصرف من قبل جهة غير محددة
- سوق الفوركس منتشر في جميع أنحاء العالم مع عدم وجود موقع مركزي محدد
- صعوبة الرقابة الحكومية للمعاملات اليومية بسبب الطبيعة الإلكترونية للسوق.

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

## 2. العملات الرئيسية في سوق الفوركس:

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

والحرف الثالث يرمز لاسم عملة البلد، والجدول التالي يبين أهم العملات القيادية في سوق الفوركس والرموز

الخاصة بها:

جدول رقم (01): 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.

يلعب زوج الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني دورا مثيرا للاهتمام في أسواق الفوركس لأنه ينظر اليه بالاستثمار

الآمن أو " الملاذ الآمن ". وهذا يعني أنه في أوقات عدم اليقين والاضطرابات في الأسواق يتحول المستثمرون من

الأصول التجارية الأكثر خطورة مثل الأسهم الفردية لتداول الين وغيرها من العملات " الأقل خطورة "

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر  
ولكن هذه التدفقات والطلب الكبير على عملات التي تمثل الملاذ الآمن أدت إلى زيادة كبيرة في سعر الين الياباني  
وبما أن الاقتصاد الياباني يعتمد على سعر رخيص للين لتعزيز صادراتها فقد تراجع بنك اليابان مرارا وتكرارا في  
محاولة لخفض الين الياباني.

### أزواج العملات الأكثر تداولاً في سوق الفوركس :

تتمثل أزواج العملات الأكثر تداولاً في سوق الفوركس حيث نجد أن حجم التداول سجل تطور كبير في  
هذه السوق حيث أنه قفز من 05 مليار دولار سنة 1977 إلى 5.5 تريليون دولار سنة 2017 ليصل في سنة  
2020 إلى ما يقارب 07 تريليون دولار وتتمثل أزواج العملات الأكثر تداولاً في :

- الأورو و الدولار الأمريكي
- الدولار الأمريكي و الين الياباني
- الجنيه الإسترليني و الدولار الأمريكي
- الدولار الأسترالي و الدولار الأمريكي
- الدولار النيوزيلندي و الدولار الأمريكي
- الدولار الأمريكي و الفرنك السويسري
- الدولار الأمريكي و الدولار الكندي

وتشكل هذه العملات السبعة أكثر من 70 % من قيمة حجم التداول في سوق الفوركس وهناك  
عملات للدول الناشئة والتي تتمثل في كل من

- الدولار الأمريكي واليرة التركية
- الدولار الأمريكي والراندي لجنوب إفريقيا

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

## — العملة الرقمية الجديدة وعملة المستقبل " بيتكوين / دولار "

اليوم تعتبر العملة الرقمية البيتكوين مقابل الدولار الأمريكي عملة المستقبل، فلقد شهدت تطوراً ملحوظاً وسريعاً عمل على تسريع تداولها لدى المستثمرين والعاملين في أسواق العملات والأسواق المالية فلقد تجاوز سعرها إلى ما فوق الخمسة الالاف دولار امريكي في ارتفاع قياسي، فلقد بدأت هذه العملة عام 2009 لتبادل العملات على الشبكة العنكبوتية وهي عملة رقمية لا مركزية اي انها لا تتبع اي جهة محددة تتطور وتتداول ضمن عدد ضخم من المتداولين والشركات.

وتعمل هذه العملة بناءً على خوارزميات تعتمد على اجهزة الحاسوب وهي شديدة الثقل في الفترة الاخيرة مما يكسبها قيمة اضافية للمتداولين في اسواق العملات الأجنبية وقد تجدها لدى اغلب المتداولين والمستثمرين في أسواق العملات.

## — عملة بلاد الذهب " أسترالي / نيوزيلندي "

من المعروف بأن أستراليا تعتبر من المنتجين الرئيسيين للذهب ومصدر الذهب ولها وزنها وقيمتها في تجارة الذهب ، والاقتصاد الأسترالي يعتمد على سعر الذهب وبالتالي فإن زوج الدولار الأسترالي / الدولار الأمريكي والذهب لهما علاقة قوية ببعضهما ويجب على متدولي الفوركس الناشطين في هذا الزوج من العملات أن يراقبوا دائماً سعر الذهب لأن التأثير ببعضهم غالباً ما يكون متزامن أي غالباً ما تحدث في وقت واحد في حين نجد أن النيوزيلندي والتي تشتهر بلاده بصادرتها من الصوف واللحوم والحليب يعتبر تابع للعملات الاسترالية والتي غالباً ما تتداول على نحو مماثل مقابل العملات الأخرى بسبب المواقع الجغرافية المماثلة ومعدلات التمدد العالية.

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

ولذلك، فإن هذا الزوج يتحرك بناءً على التغيرات الفعلية في الاقتصادات المحلية، ولا يتأثر بشدة من اتجاهات

المخاطر أو العوامل العالمية التي تحدث باستمرار وبدرجات متفاوتة

وفي الأخير الأخير يمكن القول أن عملات بلاد الذهب متعلقة بالإقتصاد الحقيقي وبسعر تحافض على

القيمة ونسبة المخاطرة فيها ضئيلة والتغير فيها يكون ببطء وحتى وإن سجلت تراجع فهي لا تؤدي بذلك إلى

إفلاس المستثمرين .....

## عملة الملاذ الآمن

عملة الملاذ الآمن هي عملة تعتبر آمنة خلال الاضطرابات الجيوسياسية والاقتصادية. وبالتالي، عندما تقع

أحداث مثل الكوارث الطبيعية والحروب وانحيار الأسهم في سوق البورصة، يتجه المستثمرون والمتداولون إلى شراء

ملاذات آمنة، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة عملات الملاذ الآمن وتراجع قيمة العملات المقترنة بها ويعتبر من الين

الياباني " JPY " والفرنك السويسري " CHF " في مقدمة عملات الملاذ الآمن والتي أثبتت قوتها

وصمودها أمام الاضطرابات الاقتصادية والجيوسياسية خلال السنوات الماضية، ويحل بعدهما الدولار الأمريكي

USD في المرتبة الثالثة

## العوامل المساعدة على وجود عملة الملاذ الآمن

ويمكن تمييز أهم العوامل المساعدة على وجود هذه العملات كملاذ آمن على النحو التالي

- الين الياباني " JPY " : الين الياباني يعتبر ملاذ آمن للمستثمرين مدفوع بعوامل مثل:

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

• **فائض الحساب الجاري:** تسجيل اليابان لفوائض كبيرة في الحساب الجاري يجعل منها كأكبر دولة دائنة في العالم والذي هو راجع لحجم مبادلاتها الضخمة مع العالم الخارجي

• **اقتصاد قوي يعتمد على الصناعة و التجارة:** إكتساب اليابان قاعدة صناعية كبيرة ومتنوعة جعل منها من أكبر الدول الصناعية في العالم ودفع بجل دول العالم للتعامل معها مما أكسبها قوة تنافسية كبيرة ودفع أغلب دول العالم للطلب على الين الياباني مما أكسبه طلب عالمي في كل مكان وزمان وتحسن مستمر في قيمته

• **ليونة البنك المركزي الياباني إزاء المستثمر الأجنبي:** يعتبر الين عملةً جذابة للمستثمرين الأجانب، خصوصاً أن تسهيلات البنك المركزي الياباني بتخفيض سعر الفائدة تزيد من جذب الاستثمارات مقارنة مع البنوك الأوروبية والأمريكية المكلفة وذات أسعار فائدة كبيرة.

- **الفرنك السويسري " CHF "** : يعتبر الفرنك السويسري عملة ملاذ آمن لعدد من الأسباب:

• **السيولة:** يتمتع الفرنك السويسري بالسيولة الكبيرة والميل إلى الاستقرار مما يخفف من تقلبات أسعار الصرف وبالتالي التقليل من مخاطر التغير في القيمة

• **اقتصاد قوي ومستقر:** تتمتع سويسرا ببيئة أعمال تنافسية فعالة، إلى جانب ضرائب منخفضة على الشركات، واقتصاد شفاف وتاريخ من الإدارة الاقتصادية الجيدة.

• **حيادية سويسرا:** سويسرا دولة محايدة تقليدياً، لذلك ينظر إليها على أنها أقل عرضة للتأثر بالاضطرابات السياسية.

• **احتياطات ضخمة من الذهب:** يحتفظ البنك الوطني السويسري بجزء كبير من احتياطياته من الذهب، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الفرنك السويسري أمام سعر الذهب.

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

- الدولار الأمريكي " USD " : يعتبر الدولار الأمريكي واحد من عملات الملاذ الآمن ويحتل المرتبة

الثالثة على الرغم من الاضطرابات السياسية والجيوسياسية وحتى المشكلات الداخلية التي تشهدها

الولايات المتحدة الأمريكية على فترات متتالية

ومن جملة الأسباب الرئيسة التي جعلت الدولار الأمريكي عملة ملاذ آمن نذكر

- حجم اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية
- الاستخدام الواسع للدولار الأمريكي في العالم
- الإيمان بالدولار الأمريكي كعملة ملاذ آمن والسيولة الكبيرة التي يتمتع بها

كيفية التداول على عملات الملاذ الآمن في سوق الفوركس

يتم التداول على عملات الملاذ الآمن في سوق الفوركس من خلال شركات الوساطة والبنوك، في رموز

مرتبطة مثل: USDJPY و EURJPY و USDCHF وغيرها.

يعتمد المتداولون في وقت الاضطرابات والأزمات العالمية إلى شراء عملات الملاذ الآمن أمام العملات الأخرى،

على سبيل المثال:

- بيع رمز العملة USDJPY : يتم بذلك شراء الين الياباني أمام الدولار الأمريكي
- بيع رمز العملة GBPJPY : يتم بذلك شراء الين الياباني أمام الجنيه الإسترليني

## . سوق اليورو دولار Eurodollars .

### 1. تعريف سوق اليورو دولار:

هو عبارة عن سوق الدولارات الأمريكية الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية والمتواجدة على الأغلب في الدول الأوروبية و غير الأوروبية، وتقوم البنوك التجارية العاملة في أوروبا بقبول الودائع من المودعين والمقومة بالدولار الأمريكي مقابل سعر فائدة يمنح لهم، وتقدم قروض بنكية لمعاملتها بالدولار الأمريكي مقابل معدل فائدة أكبر من معدل الإيداع يدفعونه للبنك التجاري. ومن المتعاملين في هذه السوق نجد كلا من البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الاستثمار والأفراد.

### 2. أسباب تطور سوق الأورو دولار:

تعود أسباب ظهور هذه الدولارات الأوروبية إلى:

- التخوف من قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتجميد موجوداتها من الدولارات فيما لو كانت موظفة في داخلها وكان ذلك خلال فترة الخمسينيات حيث عمدت بعض الدول نتيجة للظروف التي خلفتها الحرب الباردة بين المعسكرين إلى إعادة إيداع موجوداتها من الدولارات في بنوك أوروبا الغربية
- التحديد الصارم لمعدلات الفائدة الدائنة التي تدفعها بنوك الولايات المتحدة الأمريكية لمودعيها من قبل البنوك المركزية أو ما يسمى بقاعدة "ك" أو "Q"، مما أدى إلى قيام عدد كبير من أصحاب الودائع بالدولارات من غير المقيمين وبعض المقيمين بتوظيف أموالهم خارج الولايات المتحدة الأمريكية للهروب من أحكام القاعدة المشار إليها سابقا وبالتالي الحصول على معدلات فائدة أعلى في أوروبا.
- العجزات الحادة التي كانت تسجل في ميزان المدفوعات الأمريكي خلال تلك الفترات وأيضا طريقة تمويل هذا العجز

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

- الحضر المفروض على البنوك البريطانية منذ سنة 1957 باستعمال الجنيه الإسترليني كعملة أجنبية لعمليات التحويل، وإجراء المعاملات النقدية بين الدول الواقعة خارج منطقة الإسترليني قد أجبر البنوك في لندن على إحلال الدولار مكان الإسترليني وبالتالي الحصول من خارج إنجلترا على كل الدولارات اللازمة.

- الضريبة الخاصة أو رسم تأمين التعادل بين معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد أدى إلى انخفاض الطلب على القروض في سوق نيويورك من قبل غير المقيمين الأمريكيين (بسبب ارتفاع تكلفة هذه القروض) وأرغم هؤلاء إلى اللجوء إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية للحصول على التمويل اللازم.

### 3. خصائص سوق الأورو- دولار:

يمتاز سوق الأورو دولار بمجموعة من الخصائص يمكن حصرها في :

- الرقابة الدولية : يعتبر سوق الأورو دولار جزء من السوق المالي الدولي ليس له حدود وطنية معينة ولذلك فإنه لا يخضع لرقابة أية دولة من الدول

- طبيعة السلع المتداولة في السوق : يقوم هذا السوق على أساس عمليات الإيداع والإقراض ولذلك يعتبر سوقاً للأموال المقترضة

- طبيعة المتدخلون في هذا السوق : انتماء الدائنين والمدينين في هذا السوق إلى دول مختلفة

- إستقلالية السوق : إن هذا السوق يتمتع باستقلالية نسبية وسياسة خاصة لأسعار الفائدة

تختلف تماماً عن المعدلات المعمول بها في الأسواق الأخرى

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

أشكال عملية الإئتمان : إن العمليات الائتمانية في سوق الأورو دولار تتخذ أحد الشكلين التاليين:

- أ.عمليات ما بين البنوك: تتخذ شكل الودائع الجارية والآجلة ما بين البنوك المحلية والبنوك الأخرى مع التمييز ما بين الدول المتطورة والأقل نمواً والبنوك المحلية وتتراوح الآجلة ما بين يوم وستة أشهر بمعدلات فائدة مختلفة .

### أسعار الفائدة على قروض اليورو دولار

يمكن أن تكون أسعار الفائدة على قروض اليورو دولار ثابتة كما يمكن أن تكون غير ثابتة خلال فترة القرض

ويتم تحديدها من خلال العمل بسعر الفائدة بين البنوك والمطبق في لندن والمعروف بإسم " ليبور LIBOR

" ويتم القرض بحسب الوجهة الموجه إليها على النحو التالي

- بالنسبة للدول المتطورة ( الدول الصناعية ) : يتم قرض هذه الدول بسعر فائدة 0.5 % أقل من

معدل ليبور

- بالنسبة للدول الأقل نمواً ( الدول الإفريقية ) : يتم قرض هذه الدول بسعر فائدة بين 01 % و

02 % أعلى من معدل ليبور وذلك بحجة المخاطرة وعدم القدرة على السداد

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لخضر

### سوق الإقراض بين البنوك الدولية :

تتواجد سوق الإقراض بين البنوك الدولية في العديد من المراكز المالية الدولية أشهرها وأكبرها وأقدمها سوق لندن والتي يوجد فيها ممثلي أكثر من 500 بنك وتستحوذ على 20 % من قروض البنموك الدولية و 30 % من قيمة صفقات العملات الدولية

تعريف سوق الإقراض بين البنوك الدولية : هي سوق تتبادل فيها البنوك ودائع بعملات أجنبية وبكميات كبيرة ولمدة تتراوح بين اليوم والسنة

### مميزات سوق الإقراض بين البنوك :

تتمثل مميزات سوق الإقراض بين البنوك في الخصائص التالية

- لا يفرض على ودائعها نسبة إحتياطي
- تتمتع بتسهيلات ضريبية
- لا توجد رسوم تأمين على ودائعها
- إنخفاض تكلفة تقييم القروض
- قلة القيود المفروضة على الإقتراض من طرف الحكومة المضيفة

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لخضر

## ليبور ( LIBOR ) London inter Bank offre rate :

ليبور هو معدل سعر فائدة على القروض المتبادلة بين البنوك في سوق لندن بدأ العمل به سنة 1986 كمعدل مرجعي يتم الإعتماد عليه عند التعامل بالمشتقات المالية ويحسب هذا المعدل يومياً من طرف مجموعة من البنوك يتم إختيارهم من طرف جمعية البنوك البريطانية، وفي الوقت الحالي يعتبر الليبور سعر فائدة مرجعي الأوسع إستخداماً على النطاق الدولي

### أليه حساب معدلات ليبور:

يتم في كل يوم عمل رسمي حساب 150 معدل ليبور، لعشر عملات رئيسة هي الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الاسترالي، اليورو، الكرونة الدانماركية، الكرونة السويدية، الدولار النيوزلندي، حيث يتم حساب 15 معدلاً حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعين، ومن شهر إلى 12 شهراً) لكل عملة، كما يلي:

- تحديد البنوك المقومين لسعر ليبور : يتكونون من مجموعة بنوك لكل عملة ( 8 أو 12 أو 16)، ويتم اختيارهم بشكل سري كل ربع سنة ( ثلاث أشهر ) وفق معايير السمعة، وحجم النشاط في السوق وتصنيفها الائتماني، ولا تنتمي هذه البنوك للعملة محل التقييم.

- قيام كل بنك من البنوك المساهمة بتقديم تقويم يومي لأسعار الفائدة حسب المدد الخمسة عشر لممثل الجمعية في عملية حساب ليبور وهي شركة " تومسن رويترز " بين الساعة 00 : 11 صباحاً و 10 : 11 ويجب أن تلتزم البنوك المساهمة عند تقديم تقويمها لأسعار الفائدة بالتعليمات التي وضعتها الجمعية ومنها:

- أ - يقدم كل بنك المعدلات التي يكون مستعداً عندها لاقتراض مبلغ معقول الحجم.

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

- ب - تقدم المعدلات بخانات عشرية لا تقل عن اثنتين ولا تزيد عن خمس.
- ج - ترسل المعدلات لرويتز بين الساعة 11:00 و 11:10 صباحاً حسب توقيت لندن.
- د - يحدد كل بنك معدلاته باستقلالية عن البنوك والعملات الأخرى.
- بعد استلام تقويمات جميع البنوك لأسعار الفائدة المختلفة، تقوم رويتز بترتيب العروض من الأعلى للأدنى، ثم يتم استبعاد  $\frac{1}{4}$  من كل عملة من الأعلى ومن أدنى قيمة من المعدلات المعروضة لتحديد تأثير المعدلات المتطرفة، وتحدد معدلات ليبور لذلك اليوم بحساب المتوسط الحسابي للعروض المتبقية .
- عادة ما تبث المعدلات المحسوبة للسوق في حدود الساعة 11:45 مع ملاحظة أن الأسعار الفائدة تستمر في التغير خلال اليوم وقد تختلف عن معدلات ليبور المعلنة.

مثال :

تم العمل بقاعدة 08 أي تم تعيين ثمانية بنوك لتحديد سعر الفائدة على الدولار وكانت النتائج كالتالي بعد ترتيبهم من الأعلى إلى الأسفل

5.2 - 5.3 - 5.4 - 5.5 - 5.6 - 5.7 - 5.8 - 5.9

تحديد معدل ليبور

$2 = 4/8$  وبالتالي يتم إستبعاد عددين من الأعلى وعددين من الأسفل ثم بعد ذلك يتم حساب متوسط

القيم الباقية لنتحصل في الأخير على معدل ليبور على النحو التالي

يتم إستبعاد كل من 5.9 و 5.8 من الأعلى و 5.2 و 5.3 من الأسفل

الأسواق المالية الدولية — سوق العملات الأجنبية الدولية ( سوق الفوركس ) — د.عقي لحضر

يتم حساب متوسط الباقي على النحو التالي

$$05.55 = 4 / ( 5.4 + 5.5 + 5.6 + 5.7 )$$

ومنه معدل ليبور هو 05.55

# المشتقات المالية

## المشتقات المالية

### تمهيد :

نتيجة للعولمة والثورة في تكنولوجيا الإتصال تزايد الإهتمام بالمشتقات المالية وإنعكس ذلك بشكل كبير على سوق راس المال المحلي والدولي حيث مكنت من إبتكار أدوات مالية جديدة للإستثمار في هذه الأسواق وزادت بها هذه الأسواق عمقاً وإتساعاً وتسهيلاً لعملية نقل وتوزيع المخاطر بين مختلف الأطراف محل التعاقد الشيء الذي ساهم في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني ومكن من تحسين كفاءته وبهذا يمكن الحكم على هذه الأدوات على أنها أداة للمضاربة وللتحوط

ولقد حظيت المشتقات المالية بعناية كبيرة من طرف الجهات الرسمية سواءً من ناحية وضع القوانين والتشريعات التي تحكم التعامل بها، أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تحكم الجوانب الخاصة بالإعتراف بها وبقيومتها والإفصاح عنها في البيانات المحاسبية وعلى هذا الأساس أصدر المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين في هذا السياق عدة معايير دولية كان آخرها المعيار رقم 119 سنة 1994 ( FASB Statement ) كما أصدرت اللجنة الدولية للمعايير المحاسبية IASC المعيار المحاسبي الدولي رقم ( 39 ) تحت عنوان الأدوات المالية ( Financial instruments ) وبهذا كانت المشتقات المالية سبباً في نشوء منهج محاسبي جديد يعرف بمحاسبة التحوط ويرى الكثير من المحللين الماليين والخبراء في أسواق المال أن سوء إستخدام المشتقات المالية يعتبر أحد الأسباب الفاعلة في حدوث الأزمة المالية لعام 2008

## أولاً - تعريف المشتقات المالية :

لفهم مدلول المشتقات المالية يجب التطرق للأدوات المالية الأصلية أو الأساسية والتي تتمثل في الأدوات المالية التي تدرج في صلب الميزانية والتي يترتب على إقتنائها تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسددها من يرغب في إمتلاكها ،يقابلها مقبوضات نقدية يتحصل عليها مالكها الذي قام ببيعها أو أصدرها مثل الأسهم ،السندات وغيرها من الأدوات الملكية التقليدية ،لكن المشتقات المالية هي أدوات خارج الميزانية فهي أداة تنشئ إلتزام بين طرفي التعاقد إلا أنها قد لا تسجل أي تدفق نقدي مبدئي أو أنها تتسبب في تدفق نقدي ضئيل وهو في الغالب يتمثل في الهامش المبدئي وعلى هذا الأساس يطلق البعض على المشتقات المالية إسم " الإستثمارات الصفيرية " ومن أمثلة هذه الإستثمارات العقود المستقبلية ،العقود العاجلة والمبادلات

ومن جملة التعاريف للمشتقات المالية نذكر :

- عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية ( أوراق مالية ،عملات أجنبية ،سلع ...إلخ ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة وذلك في نطاق المسطوح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية
- يعرفه بنك التسويات الدولية (BIS) ( وهو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي ) على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول ، كما يمكن النظر إليها على أنها عقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد

و يمكن أن نلخص مفهوم المشتقات المالية كما يلي :

- ✓ هي عقود مالية تشتق قيمتها من أصل مالي موجود فعلاً .
- ✓ يتم تسويتها بتاريخ مستقبلي .
- ✓ لا تتطلب إستثمارات مبدئية أي أنها تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود .
- ✓ تعتمد قيمتها (المكاسب \ الخسائر) على قيمة الأصل موضوع العقد .
- ✓ تتطلب تدفق نقدي ضئيل وهو الغالب ويتمثل في الهامش المبدئي وعلى هذا الأساس تسمى بـ " الإستثمارات الصفرية "

مما سبق يمكن النظر إلى الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يسمى بالأصل الأساسي ،فهي بذلك أدوات مالية ترتبط بأدوات مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطرة المالية في سوق الأوراق المالية ،أما قيمة الأداة المشتقة فهي تتوقف على قيمة سعر الأصل أو المؤشر محل التعاقد

نشأة وتطور أسواق العقود المستقبلية :

كان أول إستخدام للمشتقات المالية من طرف ملاك الأراضي الإقطاعيين اليابانيين في القرن السابع عشر بيعهم للأرز في شكل عقود آجلة ( مستقبلية ) تم تداولها في السوق الغير منظم ثم تم تطويرها إلى أسلوب منظم يسمح بتداول إيصالات إنتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية ،ثم في سنة 1860 تم تنظيم هذا النوع من المعاملات ( التعاقد ) في الولايات المتحدة الأمريكية وتم صياغة القواعد والتشريعات التي تنظم هذا النوع من التعاقد أو التعامل وكانت تخص فقط التعاملات الآجلة للمزارعين ،وفي سنة 1972 تم إدراج أول منتجات للمشتقات المالية في شكل عقود مستقبلية أو عقود آجلة على العملات في السوق المنظم في سوق شيكاغو

## أسباب التعامل بالمشتقات المالية :

يتم استخدام المشتقات المالية لعدة أغراض منها :

1 - إدارة المخاطر : تعني إدارة المخاطر كيفية التعامل مع المخاطر المحتمل وقوعها من خلال تجنبها أو التقليل

من حجم خطرها اعتماداً على المعطيات و التحليل الجيد للواقع والمحيط الإقتصادي والإجتماعي والتنبؤ

بالأحداث المحتمل وقوعها في المستقبل ويمكن النظر إلى المخاطر على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو

التدفقات النقدية المستهدفة أو الراجب في الحصول عليها مستقبلاً

وتعرف المخاطر في الإستثمار على أنها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الإستثمار

ويمكن قياس المخاطرة بمدى إنحراف الإنحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع

2 - التحوط ضد المخاطر : من خلال نقل المخاطر إلى طرف آخر

3 - المراجعة بين الأسواق : يقصد بها تقريب الأسعار من بعضها في مختلف الأسواق وبين مختلف المنتجات

4 - المضاربة : يقصد بالمضاربة الإستفادة من التفاوت أو الفروقات في الأسعار بين مختلف الأسواق

## مزايا التعامل بالمشتقات المالية :

تساهم المشتقات المالية في تشجيع الكثير من المضاربين للتعامل بما لما تحققه للمستثمر من مزايا الرفع المالي

باستخدام أسلوب الهامش لجني الأرباح بفضل التقلبات السعريّة للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها كما

أنها تعتبر أداة فاعلة وجذابة وحامية للمستثمر بفعل التحوط الذي يتيح للمستثمر حماية نفسه من الأخطار

الناجئة عن التقلبات في الأسعار من خلال إستعمال المشتقات المالية كأداة للمضاربة لتحقيق أرباح وأداة للتحوط

( أو التغطية ) لحماية نفسه ونقل الخطر لأطراف أخرى هذا يكون في حالة ما إذا أحسن هذا المستثمر التعامل

بالمشتقات المالية بناءً على معطيات صحيحة وتحليل صحيح وتنبؤ صائب وهو ما يعرف بإستراتيجيات السعر والزمن لأن سوء إستخدام هذه الأدوات هي أصل الأزمات المالية

### مخاطر التعامل بالمشتقات المالية :

تعتبر المخاطر عنصراً ملازم للإستثمار أياً كان مجاله وهذه المخاطر تزداد حدة عند الإستثمار في المشتقات المالية والناجحة عن عدم اليقين أو عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها تتعامل مع المستقبل الذي يكتنف الكثير من الغموض والمتغيرات اللا متناهية واللا مستقرة ،ومن الأدلة على ذلك إفلاس بنك برينج ميرشون " brings Merchant Bank " سنة 1995 في سنغافورا نتيجة لتعامله بالمشتقات المالية وبالذات عقود الخيار والعقود المستقبلية للعملات الأجنبية والأوراق المالية مما تسبب في خسارة إجمالية تقدر بحوالي 1.4 مليار دولار كان " ليسون " يعمل في ساحة التداول ( متداول ) ولذكائه وفراسته أنيطت له مهمة إنشاء فرع للبنك للأسواق الآجلة وكلف أيضاً بإدارة حسابات البنك ورأى هذا الأخير إمكانية لربح كبير إن قام بالتداول من أموال البنك وبدأ " ليسون " ببيع وشراء عقود الخيار والمشتقات المالية الأخرى في الخارج ( Euro / yen ) وكانت الفترة التي كان ليسون يشتري فيها العقود تشهد إنخفاض حاد وكبير ومتواصل لمؤشر نيكاي والديكان متزان مع الزلزال الذي ضرب منطقة كوبي في اليابان وبعد ذلك بأيام فقط هبط المؤشر بـ 1000 نقطة ونتيجة لحجم العقود التي كانت بجوزته والتي كانت تفوق 27 ألف عقد ولم يقد بأي إجراء للتحوط أو التنويع في الإستثمار وبهذا أفلس هذا البنك

## مستخدمي المشتقات المالية :

من المتعاملون بالمشتقات المالية ما يقدم على المخاطرة أو يتحوط منها ومن الإقتصاديون من يصنف

مستخدمي المشتقات المالية إلى صنفين هما :

**الصنف الأول :** هم المستخدمين النهائيين الذي يدخلون هذه الأسواق لأحد الأغراض التالية:

- التحوّط
- لتكوين المراكز المالية .
- بدافع المضاربة .

ويضم هذا الصنف تجار التجزئة ،صناديق المعاشات ،بنوك الاستثمار ،الشركات العقارية ،الشركات

،المصدرون و المستوردون .

**الصنف الثاني :** هم المتاجرين في الأوراق المالية (DEALERS) وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص

،ويقومون بدور صانعي الأسواق ومن خلالها يتم تلبية حاجات الصنف الأول .

## أنواع المشتقات المالية :

تتعدد المشتقات المالية والأكثرها تداولاً في الأسواق المالية هي

- عقود الخيار
- العقود المستقبلية
- العقود العاجلة ( الفورية )
- عقود المقايضات أو المبادلات

## الأركان الأساسية التي تبنى عليها العقود في المشتقات المالية :

بصفة عامة يتضمن كل عقد مهما كان نوعه إضافة إلى طرفيه ( البائع والمشتري ) ستة أركان أساسية يبنى

عليها هذا العقد والتي لا يصح من دونها والمتمثلة في :

- 1- تاريخ التعاقد .
- 2- نوع الأصل محل التعاقد .
- 3- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد (تحديد الشيء موضوع العقد إذا كان سلعة ،سعر فائدة ،سعر ورقة مالية ،سعر صرف عملة أجنبية ،مؤشر أسعار . . .).
- 4- سعر التنفيذ وهو السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد
- 5- تاريخ التنفيذ ( إذا كان الخيار من نوع أوروبي ) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها ( إذا كان الخيار من نوع أمريكي )

6- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يتوجب على مشتري الخيار دفعها لمحذر الخيار وعادة ما تتوقف هذه

الخلاوة على عدة عوامل مثل القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر الفائدة، تاريخ التنفيذ

،أسعار الفائدة السائدة ...

## 1- عقود الخيار :

يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والثاني بائع الخيار وبهذا يكون لحامل الخيار (

مشتري الخيار ) الحق في تنفيذ عقد الخيار أو عدم التنفيذ ( عدم الإلتزام بالعقد ) حسب ما يراه مناسب

لصالحه أو حسب ما تفرضه عليه الظروف مقابل أن يكون المشتري ملزم بدفع علاوة أو مكافأة معينة لمحذر العقد

أو بائع الخيار

## أنواع الخيارات :

وفقاً لطبيعة وشروط العقد يمكن تقسيم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما :

- خيار الشراء ( **Call Option** ) : يكون العقد خيار الشراء عندما يعطي للمشتري الحق بأن

يشترى ( إذا ما رغب ) من البائع والذي هو بمثابة محذر الخيار أصلاً معيناً وفي تاريخ معين أو خلال فترة

زمنية معينة حسب نوع الإتفاق وذلك مقابل حصول البائع من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط

العقد وعلى هذا الأساس وبموجب العقد يكون البائع ملزم ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التاي

يتضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد

- خيار البيع ( **Put Option** ) : يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للمشتري الحق في أن يبيع (

إذا ما رغب ) للبائع أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة

حسب الإتفاق وذلك مقابل حصول المحذر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد، وبذلك

يصبح محرر خيار البيع ملزماً بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد وفق الشروط التي يتضمنها

العقد إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد

مما سبق نلاحظ أن زمام المبادرة في ممارسة الحق بالتنفيذ الخيار هو دائماً رهن بإرادة المشتري وما على المحرر إلا

الإذعان وأن في كلتا الحالتين يقبض محرر الخيار من المشتري علاوة تحدد في شروط العقد

**ربح أو خسارة عقود الخيار :**

**ربح أو خسارة عقود خيار الشراء :** يمكن تحديد ربحية أو خسارة المشتري والبائع في عقود خيار الشراء كالتالي

**أ- بالنسبة لمشتري خيار الشراء :** يحقق مشتري خيار الشراء ربحاً في خيار الشراء إذا ارتفع السعر

السوقي وأصبح أعلى من سعر التنفيذ مضافاً إليه العلاوة عند وقت الإستحقاق ( التنفيذ ) ويكون

الربح في هذه الحالة مساوياً للفرق بين القيمة السوقية للأداة محل التعاقد وسعر التنفيذ مضافاً إليه

العلاوة ، أما إذا كانت قيمة السعر السوقي للأداة محل التعاقد مساوية لسعر التنفيذ أو أقل فلا حاجة

للمستثمر في هذه الحالة في تنفيذ العقد ويتحمل المشتري خسارة ثابتة مساوية لقيمة العلاوة وعموماً

من مصلحة مشتري خيار الشراء أن يتخذ قرار الشراء عندما يكون السعر السوقي أكبر من سعر

التنفيذ

**ب- بالنسبة لبائع خيار الشراء :** تسلك ربحية بائع خيار الشراء هنا إتجهاً معاكساً للمشتري فهو يحقق

ربحاً فقط في حالة ما إذا كان السعر السوقي مساوياً أو أقل من سعر التنفيذ ويكون ربحه هنا ثابت

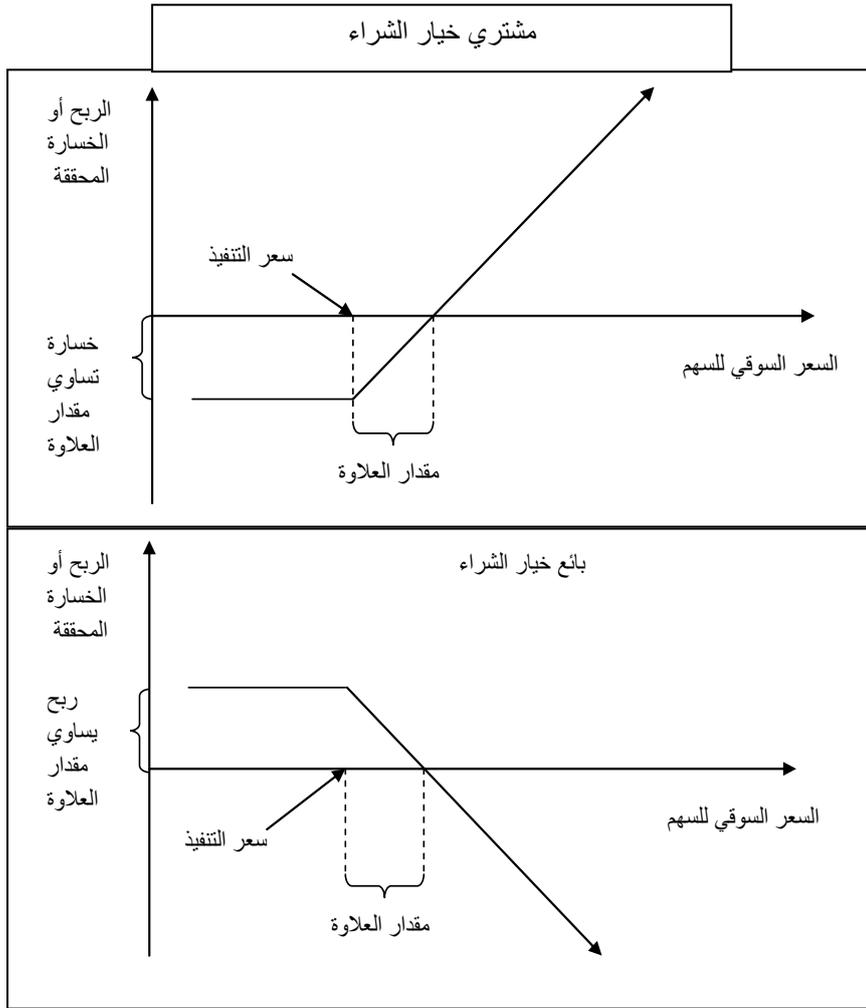
ومساوي لمقدار العلاوة ويحقق خسارة في حالة ما إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ

مضاف إليه العلاوة وكلما ارتفع السعر السوقي عن سعر التنفيذ وإقترب من سعر التنفيذ مضاف

إليه العلاوة كلما إنخفضت ربحية بائع خيار الشراء حتى تنعدم ربحيته عندما يكون السعر السوقي

مساوي لسعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة

ويمكن توضيح ذلك بيانياً من خلال التمثيل البياني التالي



مثال :

في تاريخ 01 سبتمبر 2020 إشتري مستثمر عقد خيار شراء تحوطاً وتخوفاً من هبوط حاد في أسعار الأسهم وكان السعر السوقي للسهم عند السعر الجاري والذي كان 74 وحدة نقدية للسهم الواحد وتم إبرام العقد وفقاً للشروط التالية :

- عدد الأسهم 600 سهم
- سعر التنفيذ 70 وحدة نقدية / السهم
- تاريخ التنفيذ 31 جانفي 2021
- العلاوة 04 وحدة نقدية للسهم الواحد

**المطلوب :** بين موقف المستثمر من عقده لعقد خيار الشراء عند تاريخ التنفيذ في الحالات التالية

- إرتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 82 وحدة نقدية للسهم
- إرتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 78 وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 74 وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ( 70، 71، 72، 73 ) وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 66 وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 60 وحدة نقدية للسهم
- مثل ذلك بيانياً

**الحل :**

ربحية المشتري في عقد خيار الشراء

السعر السوقي	سعر التنفيذ	العلاوة	الربح ( الخسارة ) للسهم الواحد	الربح أو الخسارة الإجمالية
60	70	4	-4	-2400
66	70	4	-4	-2400
70	70	4	-4	-2400
71	70	4	-3	-1800
72	70	4	-2	-1200
73	70	4	-1	-600
74	70	4	0	0
78	70	4	4	2400
82	70	4	8	4800

**الحالة الأولى :** عند السعر السوقي للسهم 60 وحدة نقدية / السهم نجد أن السعر السوقي أقل من سعر

التنفيذ ومنه من مصلحة المستثمر ( صاحب عقد الخيار أي مشتري خيار الشراء ) عدم إتمام إبرام العقد وتكون

التضحية بقيمة العلاوة فقط وفي هذه الحالة يكون صاحب الخيار قد حقق خسارة ثابتة تتمثل في قيمة العلاوة

المدفوعة مسبقاً لبائع الخيار أي أنه يخسر 04 وحدة نقدية على كل سهم بينما بائع خيار الشراء نجده قد حقق

ربح ثابت يتمثل في قيمة العلاوة التي تحصل عليها مسبقاً ومحتفظاً بسهمه وتبقى هذه حالة مستمر ما دام أن

السعر السوقي أقل أو يساوي سعر التنفيذ أي ما دام السعر السوقي  $\geq$  سعر التنفيذ

**الحالة الثالثة :** عند السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ وأصغر من سعر التنفيذ مضاف إليه

العلاوة فمن مصلحة مشتري الخيار الإقدام على تنفيذ الصفقة لأن في هذه الحالة يكون يقلل من الخسارة أي

كلما إقترب السعر السوقي من سعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة كلما سام ذلك في إنخفاض الخسارة

**الحالة الرابعة :** عندما يكون السعر السوقي للسهم يساوي 74 وحدة نقدية / السهم نجد أن السعر

السوقي متساوي مع سعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة ومنه من مصلحة المستثمر ( صاحب عقد الخيار ) إتمام

إبرام العقد ويكون الربح في هذه الحالة معدوم في هذه الحالة يكون مشتري خيار الشراء قد ربح 04 وحدة

نقدية على كل سهم والتي هي بمثابة العلاوة التي دفعها عند إبرام العقد بينما بائع خيار البيع يكون قد خسر

04 وحدة نقدية على كل سهم والتي هي بمثابة العلاوة التي تحصل عليها عند إبرام العقد

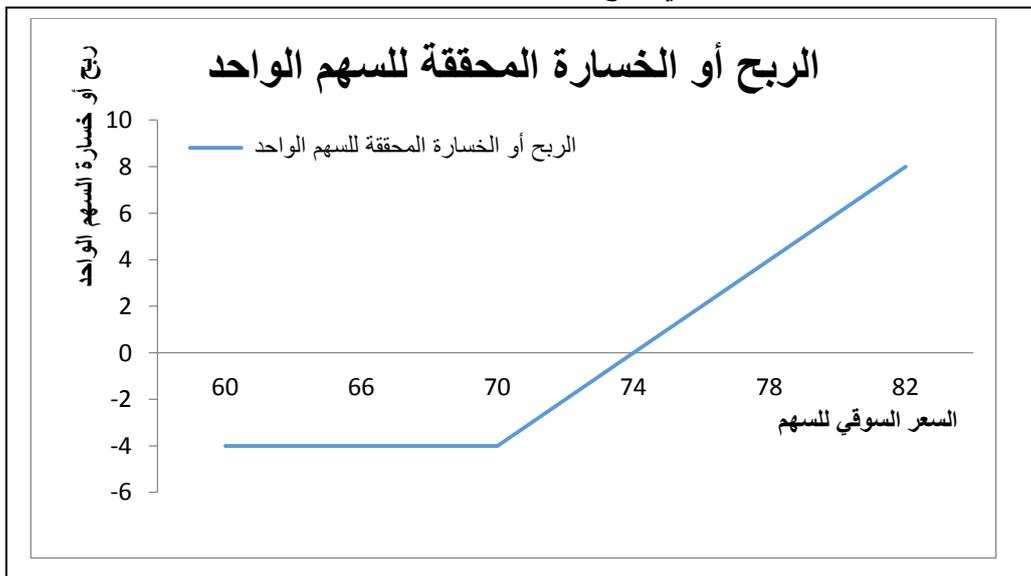
**الحالة الخامسة والسادسة :** عند السعر السوقي للسهم 78 و 82 وحدة نقدية / السهم نجد أن السعر

السوقي أكبر من سعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة ومنه من مصلحة المستثمر ( صاحب عقد الخيار أو مشتري

خيار الشراء ) أن يمارس حقه في التنفيذ وتكون النتيجة ربح وهي عبارة عن الفرق بين السعر السوقي وسعر

التنفيذ مضاف إليه العلاوة مضروب في عدد الأسهم المتفق عليها في العقد كما هو موضح في الجدول أعلاه

**التمثيل البياني لربح أو خسارة مشتري خيار الشراء**



ربح أو خسارة عقود خيار البيع : يمكن تحديد ربحية أو خسارة المشتري أو البائع في عقود الخيار البيع كالتالي

أ- بالنسبة لمشتري خيار البيع : يحقق المشتري لعقد خيار البيع ربحاً في خياره إذا إنخفض السعر

السوقي وأصبح أقل من سعر التنفيذ عند وقت الإستحقاق ( التنفيذ ) ويكون الربح في هذه الحالة

مساوية للفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ مطروح منه العلاوة ، ولا مصلحة للمستثمر

أي مشتري الخيار البيع في هذه الحالة في عدم تنفيذ العقد بينما يحقق خسارة ثابتة تقدر بقيمة

العلاوة المدفوعة مسبقاً عند إبرام العقد عندما يكون السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ

بناءً على ما سبق يمكن تلخيص ربح أو خسارة مشتري عقد خيار البيع كالتالي :

- إذا كان السعر السوقي  $>$  سعر التنفيذ فإن الربح = الفرق بين السعيرين مطروحاً منه قيمة العلاوة

ويكون الوضع في هذه الحالة في وضعية ربح لمشتري خيار البيع

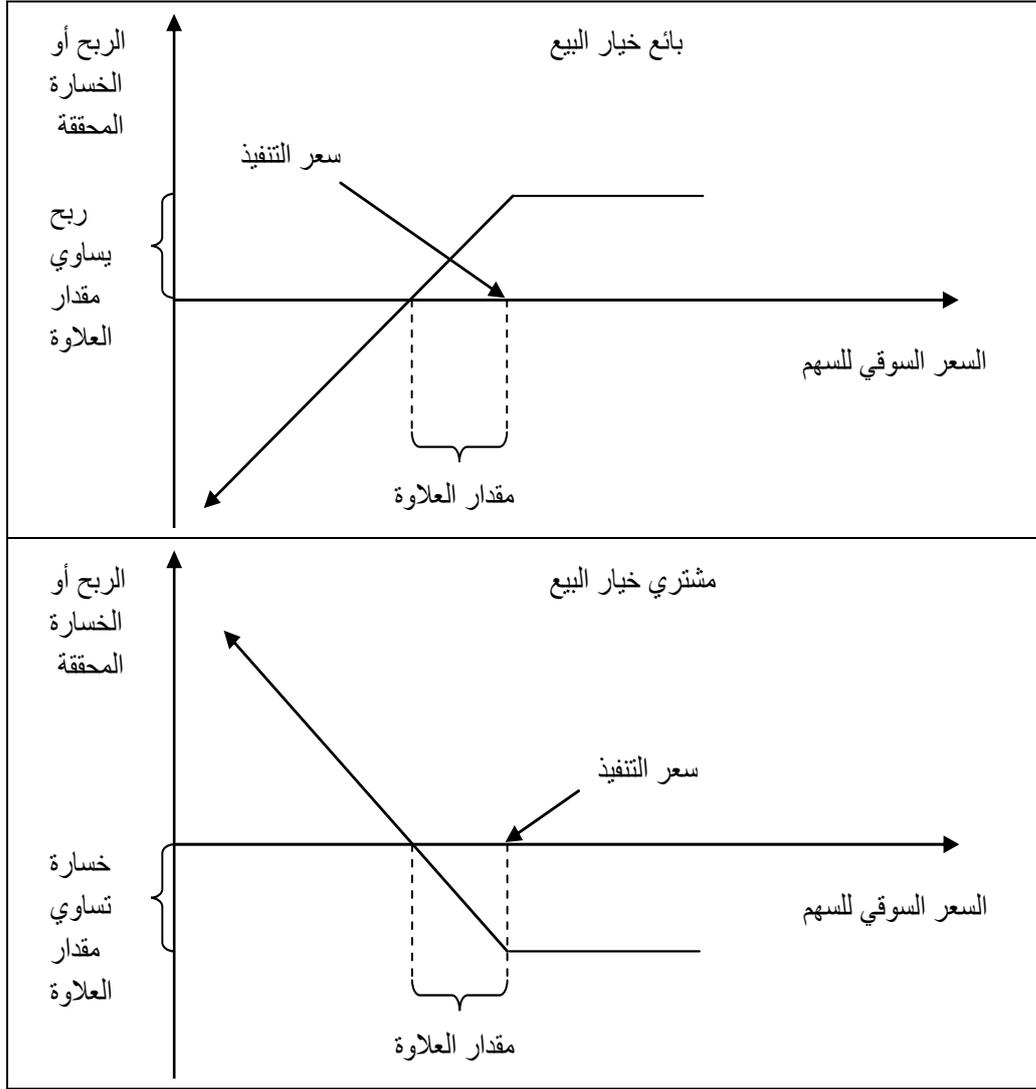
- يكون في حالة تعادل إذا كان الفرق بين السعيرين ( السعر السوقي وسعر التنفيذ ) مساوياً لقيمة العلاوة

- إذا كان السعر السوقي  $<$  من سعر التنفيذ فإن مشتري خيار البيع في هذه الحالة يفضل خسارة العلاوة

ويبيع السهم بالسعر السوقي

بالنسبة لبائع خيار الشراء : تسلك ربحية البائع هنا إتجاه معاكس للمشتري فهو يحقق ربحاً فقط في حالة ما إذا

كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ مطروح منه العلاوة



مثال :

في تاريخ 01 أكتوبر 2020 إشتري مستثمر خيار لحق البيع بسعر تنفيذ يقدر بـ 30 وحدة نقدية للسهم متحمل بذلك علاوة تقدر بـ 04 وحدة نقدية للسهم الواحد وكان عدد الأسهم المتفق عليها هي 10 أسهم

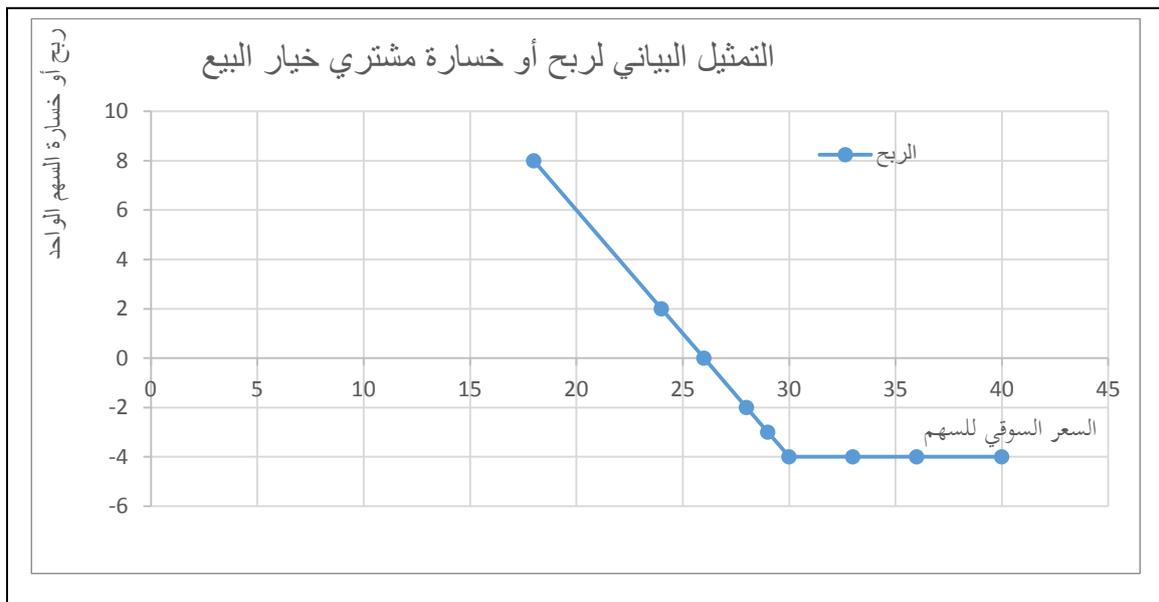
**المطلوب :** بين موقف المستثمر من عقده لعقد خيار البيع عند تاريخ التنفيذ في الحالات التالية

- إرتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 36 وحدة نقدية للسهم
- إرتفاع السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 33 وحدة نقدية للسهم

- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 30 وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى ( 26، 28، 29 ) وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 24 وحدة نقدية للسهم
- إنخفاض السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ إلى 18 وحدة نقدية للسهم

الحل :

السعر السوقي	سعر التنفيذ	العلاوة	الربح للسهم الواحد	الربح الإجمالي
18	30	04	08 +	80 +
24	30	04	02 +	20 +
26	30	04	0	0
28	30	04	- 02	- 20
29	30	04	- 03	- 30
30	30	04	- 04	- 40
33	30	04	- 04	- 40



## مزايا ومخاطر عقود الخيار :

توفر عقود الخيار للمستثمرين نوعين من المزايا والتي تعتبر في نفس الوقت مخاطرة في عقود الخيار و تتمثل في :

### - المضاربة " Speculation " : وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها بإستخدام مبالغ قليلة من

الأموال للمتاجرة في السوق المالي ،حيث يقوم مشتري الخيار بدفع علاوة التي تمثل نسبة ضئيلة مقارنة

بالقيمة الإجمالية للعقد وتكون المضاربة بكميات كبيرة من الإستثمارات ، كما يقوم الطرف الآخر من

العقد أي محرر الخيار من المضاربة عن طريق الرفع المالي بدفع هامش ضئيل نسبياً لبيت السمسرة والذي

يقوم بدور الوسيط لتأمين الوفاء بالإلتزام ، ويلجأ المستثمرون عادة للمضاربة عند توقعهم بإرتفاع أسعار

الأسهم في المستقبل وعند تحقق توقعاتهم تتوفر لهم فرص كبيرة لجني أرباح طائلة مقابل أن يخسروا نسبة

العلاوة والتي تعتبر ضئيلة جداً مقارنة بما سيحققونه

### - التحوط " Hadjing " : وذلك من أجل التحوط عن مخاطر إنخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق

المالية ونقل الخطر طرف آخر ويكون ذلك عند توقع المستثمر إنخفاض أسعار الأسهم التي يمتلكها ففي

هذه الحالة يقوم بالتحوط من أجل الحد من الخسارة عن طريق ولوجه لسوق الخيار بشراء خيار بيع

بموجب العقد بغية أن يخسر نسبة ضئيلة وثابتة ومعلومة مسبقاً فضلاً أن يخسر نسبة كبيرة قد تؤدي إلى

إفلاسه

### - الخيار العاري (Naked option)

من الطريف أنه قد لا توجد سلعة أصلاً في الخيارات وهو غالب الحال في الخيارات التي تكون لأجل

المضاربة، فيبيع شخص مثلاً خيار شراء إلى شخص آخر، ليكون لهذا الأخير الحق بمقتضى هذا الخيار في شراء

سلعة أو أصل محدد من بائع الخيار بسعر محدد وأجل محدد دون أن يملك الأول أي أصل لبيعه وهذا ما يسمى

بالخيار العاري، أي عار عن إرتباطه بأصل ما فيتمخض غرض بائع الخيار في هذه الحالة في المضاربة على سعر

السلعة وينتفي إحتمال أن يكون قصده التحوط ضد تقلب الأسعار في المستقبل لأنه لا توجد سلعة أصلاً يخشى إنخفاض سعرها في المستقبل وقت ممارسة الخيار

### المعايير الزمنية لممارسة الخيارات :

هناك ثلاثة معايير زمنية معمول بها في الأسواق المالية لممارسة الخيارات تختلف حسب نوع المعيار وقت

الممارسة في البيع أو الشراء ( وقت التنفيذ ) وهي :

- **المعيار الأمريكي** : يعطي لحامل الخيار الحق بممارسته، أي بتنفيذ عملية البيع أو الشراء للأصل بمقتضى

الخيار، في أي وقت يريد حامل الخيار من تاريخ شراء الخيار إلى تاريخ انتهاء أجله.

- **المعيار الأوروبي** : ويعطي حامل الخيار بممارسته عند انتهاء فترة الخيار فقط لا قبل ذلك التاريخ.

- **المعيار المسمى معيار برمودا ( Bermudan option )** ويعطي حامل الخيار الحق بممارسته

في عدة أوقات محددة ومذكورة في إتفاقية بيع الخيار

## 2- العقود المستقبلية :

يكون المشتري في وضع إختياري لإتخاذ قرار الشراء للإستعمال أو الإستهلاك المستقبلي وهو إما أن يشتري في الحاضر ويقوم بعملية التخزين لحين وقت الإستهلاك المستقبلي أو أن ينتظر حتى التاريخ المقبل الذي يريد الإستهلاك فيه ليقوم بعملية الشراء كما يمكنه شراء السلعة في الحاضر وبسعر شراء في المستقبل يتم التفاهم عنه في الحاضر ولكن إتمام التسديد والتسليم يكون في المستقبل وهو ما يطلق عليه إسم العقود المستقبلية

### تعريف العقود المستقبلية :

العقود المستقبلية هي إلتزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر ( أو يستلم منه ) وبواسطة طرف ثالث والمتمثل في الوسيط كمية محدودة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبموجب سعر محدد مسبقاً

مما سبق يتضح أن العقود المستقبلية هي عقود تنتج عن إلتزام بين طرفين أحدهما هو بائع العقد والآخر هو مشتري العقد أما الأصل الذي يسري عليه العقد فيكون إما أصول حقيقية مثل السلع والمعادن والمعاملات بأنواعها والأصول المالية مثل الأسهم والسندات كما يمكن أن يسري هذا العقد على مؤشرات السوق المالي

الأركان الأساسية التي تبنى عليها العقود المستقبلية :

يبني العقد على ستة أركان أساسية تتمثل في :

- 1 - تاريخ العقد
- 2 - الكمية
- 3 - تاريخ التسليم أو تاريخ التنفيذ
- 4 - مكان التسليم أو مكان التنفيذ
- 5 - سعر التنفيذ
- 6 - مكان وطريقة التسليم

يتم التعامل في الأسواق المستقبلية عن طريق المزاد المفتوح من خلال وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها تنظيم التسويات ،وبقصد الوفاء بالإلتزام يلزم كل من البائع والمشتري بدفع للوسيط عند إبرام العقد هامشاً تتراوح قيمته بين 05 % و 15 % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند تصفية العقد

### أنواع العقود المستقبلية :

يتم تداول العديد من السلع والمعادن في السوق المستقبلية مثل اللحوم ،السلع الغذائية ،المعادن ...إلى إضافة إلى ذلك توجد عقود مستقبلية مالية نذكر منها :

- **عقود مستقبلية على السلع :** والتي تتمثل في شراء السلعة في الحاضر من خلال الاتفاق مع البائع على الكمية والسعر المستقبليين في السوق الحاضرة على أن يكون تاريخ التسليم في المستقبل وقت إتمام الصفقة وتكون تمس السلع الملموسة كالذهب ،الفضة ،اللحم ،مادة أولية أو ... إلخ
- **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة :** وهي عبارة عن إلتزام من بائع العقد إلى مشتريه بتسليم إحدى أدوات المديونية مقابل قيمة جارية تقل عن القيمة الإسمية وقت التسليم وتتمثل في أذونات الخزينة ،سندات الخزينة ،اليورو والدولار
- **عقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم :** هو إلتزام من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ عند مستوى رقمي للمؤشر في بداية التداول لقاء مبلغ يمثل سعر المؤشر في تاريخ التسوية وهنا يتم الإكتفاء بالتسوية النقدية فقط مثل المؤشر المركب لسوق نيويورك " NYSE Composite Index " مؤشر " Value line " ( تحتوي بورصة نيويورك على عدة مؤشرات كمؤشر " الداو جونز " الصناعي والخاص بأكبر 30 شركة صناعية أمريكية ومؤشر " ستاندرد آند بورز " S & P 500 والخاص بأكبر 500 شركة مالية أمريكية

- عقود مستقبلية على العملات : إلتزام بين البائع والمشتري يتم فيه الاتفاق على السعر والكمية والتسليم يكون في وقت لاحق يتم التفاهم عنه مسبقاً مثل اليورو ،الين الياباني ،الدولار الكندي ،الجنه الإسترليني الدولار الأسترالي ،الفرنك السويسري

#### الهامش :

- يقصد بالهامش في العقود المستقبلية المبلغ الذي يجب على المستثمر دفعه في حساب بنكي ولا يجوز له التصرف فيه إلا بعد تنفيذ العقد بحيث تقوم بيوت المقاصة بتحديد نسبة هذا الهامش والذي يكون بالعادة بين 05 % و 10 % ويصل حتى 15 % من القيمة الإجمالية للعقد بهدف الإلتزام بتنفيذ العقود المستقبلية ويوجد نوعان من الهامش

- الهامش المبدئي : يعبر عن النسبة التي يجب الإحتفاظ بها في الحساب البنكي والتي تم الإشارة إليها سابقاً تكون بين 05 % و 10 % وتصل حتى 15 % من القيمة الإجمالية للعقد
- هامش الوقاية ( هامش الأمان ) : وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش المبدئي بحيث يجب أن لا يقل الهامش المبدئي عن هذا الهامش ( هامش الوقاية ) وفي حالة إنخفاض رصيد الهامش عن هامش الأمان يقومون المسؤولون عن متابعة تطورات حساب العميل بإصدار إشعار بالدفع بحيث يجب على العميل دفع ( إيداع ) الفارق حتى يصل إلى الهامش المبدئي

## تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية :

يعتبر تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية المهمة الأساسية والرئيسية التي تقوم بها بيوت المقاصة، بحيث يقوم مكتب المقاصة بالطلب إلى العميل بفتح حساب وإيداع مبلغ يتحدد طبقاً لقيمة الهامش المبدئي وتقوم بيوت المقاصة بتحديد هامش الوقاية والذي لا يجب أن يفوق الهامش المبدئي

تقوم بيوت المقاصة بحساب ربح أو خسارة المستثمر بشكل يومي فإذا ارتفع السعر السوقي فهذا يعني أن المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحاً ( السعر السوقي - السعر المستقبلي )  $X$  حجم العقد والعكس في حالة انخفاض السعر السوقي، أما المستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحاً إذا انخفض السعر ويتكبد خسارة إذا ارتفع السعر وبناءً على تغيرات السعر يتم حساب الربح أو الخسارة فور إغلاق التعامل في نهاية كل يوم ( حساب الربح أو الخسارة بشكل يومي لكل من البائع والمشتري في نهاية التداول) وفي حالة ما إذا إستمر المشتري في تحقيق خسارة إلى الحد الذي أصبح رصيد هذا الأخير أقل من هامش الوقاية ( هامش الأمان ) يتم إشعار العميل من قبل مكتب المقاصة فيما يسمى بإشعار الهامش حتى يودع ما يكفي من أموال في حسابه ليصل إلى الحد المطلوب ( حتى يصل إلى قيمة الهامش المبدئي، كما يحق لأي متعامل سحب الرصيد الذي يفوق الهامش المبدئي قبل إنتهاء فترة العقد ولكن هذا يكون في حالة المعيار الأمريكي أو معيار برمودة ولا يطبق هذا في حالة المعيار الأوروبي إلا بعد تاريخ الإستحقاق

مثال :

وَقَع مستثمر عقد شراء لسبعة الفضة بتاريخ 01 فيفري 2021 فإذا كانت الكمية المتفق عليها هي 01 كلغ والسعر المستقبلي هو 1200 دينار جزائري للغرام والهامش المبدئي هو 78000 دينار وهامش الوقاية هو 72000 دينار

المطلوب : أحسب الربح الإجمالي لهذا العقد عند مستويات الأسعار التالية : 1250، 1225، 1200، 1110، 1180، 1240، 1245، 1250، 1260،

تعديل قيمة العقد وحساب قيمة الربح في عقد الشراء المستقبلي

التاريخ	السعر	الربح (أو الخسارة)	رصيد الهامش	إشعار الهامش
02/02/2021	1250	50000	128000	
03/02/2021	1225	-25000	103000	
04/02/2021	1200	-25000	78000	
05/02/2021	1110	-90000	-12000	90000
06/02/2021	1180	70000	148000	
07/02/2021	1240	60000	208000	
08/02/2021	1245	5000	213000	
09/02/2021	1250	5000	218000	
10/02/2021	1260	10000	228000	

تبدأ عملية التعديل في اليوم الموالي لإبرام العقد وهو اليوم 2021/02/02 حيث أصبح السعر 1250

وحدة نقدية للغرام الواحد من الفضة وبذلك يحقق هذا المستثمر ربح إجمالي يقدر بـ 50000 وحدة نقدية

ويصبح رصيد الهامش 128000 وحدة نقدية لكن بتاريخ 2021/02/05 ينخفض السعر إلى 1110 ون

لـلغرام مما ينجم عنه خسارة تقدر بـ 90000 وحدة نقدية الشيء الذي يؤثر على رصيد الهامش لينخفض إلى ما

دون هامش الوقاية ( ينخفض ليصل إلى -12000 و ن ) مما يدفع بمكتب المقاصة إشعار العميل بالزامية دفع

الفارق والذي يقدر بـ 90000 وحدة نقدية

نفس الشيء يحدث في الأيام الموالية

يمكن حساب الربح بعدة طرق والتأكد من السير السلس والصحيح للخطوات على النحو التالي :

نلاحظ أن سعر الإغلاق في اليوم الأخير للعقد هو 1260 وحدة نقدية وبالمقارنة مع السعر المستقبلي ( السعر

الذي تم التفاهم عليه لتنفيذ العقد في المستقبل " عقود مستقبلية " ) والذي هو 1200 وحدة نقدية نجد أن

الربح هو

$$60000 = 1000 \times ( 1200 - 1260 )$$

أو من خلال الجمع العمودي لقيمة الربح اليومي المحقق قبل فترة الإستحقاق نجد أن صافي الربح هو 60000

كما يمكن حسابه من خلال طرح رصيد الهامش عند وقت الإستحقاق من مجموع الإيداع في الحساب

البنكي حيث نجد أن هناك دفعتين للإيداع الأول كان بمبلغ 78000 والثاني كان بمبلغ 90000 ومنه نجد أن

$$60000 = 90000 - 78000 - 228000 = \text{الربح الصافي في وقت الإستحقاق}$$

كما يمكن لهذا المستثمر أن يسحب الفائض الذي يفوق هامش التأمين في أي وقت خلال فترة العقد

## الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية :

- تعتبر كل من عقود الخيار والعقود المستقبلية مشتقات مالية توفر للمستثمر درجة عالية من مزايا الرفع المالي " levirage " والتي تتيح له إستعمالها بشكل واسع في المضاربة والتحوط وتمثل أوجه الإختلاف بينهما في :
- العقود المستقبلي عقود حقيقية ملزمة لكل من الطرفين بتنفيذ العقد عند حلول وقت التسوية بينما عقود الخيار فتعطي لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد من عدمه
  - يترتب على العقود المستقبلية إتمام الصفقة وتكون هذه الصفقة حول أصول حقيقية تحدد في شروط العقد أما عقد الخيار فغالباً لا يترتب عنه بيع أو شراء ( لغرض التحوط فقط )
  - يدفع كل من طرفي العقود المستقبلية ( البائع والمشتري ) للوسيط هامش معين عبارة عن نسبة من المبلغ الإجمالي للصفقة بنما في عقود الخيار فمشتري الخيار فقط هو من يدفع العلاوة أو المكافأة لبائع الخيار
  - يتعرض المستثمر في العقود المستقبلية خاصة المضارب لدرجة عالية من المخاطرة والتي يمكن أن تشمل هذه المخاطرة القيمة الإجمالية للعقد بينما في عقود الخيار فإن خسارة المستثمر ( مشتري الخيار ) لا تتجاوز قيمة المكافأة التي يدفعها مسبقاً لبائع الخيار
  - في العقود المستقبلية عند التسوية يتم حساب قيمة الهامش أما في عقود الخيار فلا يتم حساب أو إدراج العلاوة عند تسوية العقد

## عقود المقايضة أو المبادلة :

### تعريف المقايضة " المبادلة " :

تعتبر المقايضة صيغة من صيغ التعامل بالمشتقات المالية وتسري عقودها على عقود الخيارات ،على أسعار

الفائدة وعلة العملات

يمكن تعريف عقد المقايضة على أنه إتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الإلتزامات

أو الحقوق ويتعاهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على إلتزامات كان قد قطعها كل منهما

للطرف الآخر وذلك دون الإخلال بالإلتزام أو من خلال مقايضة مقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول

يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول

### العناصر الأساسية لعقد المقايضة :

- 1- طرفي العقد
- 2- الإلتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة
- 3- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة
- 4- العملة التي تسدد بها قيمة المدفوعات أو تحصل بها قيمة المقبوضات ( طريقة التسوية )
- 5- السعر الآجل لتنفيذ العقد
- 6- مدة سريان العقد

## أنواع المقايضات :

تسري عقود المقايضة على عدة أدوات إلا أن أهمها وأشهرها يسري على العملات وعلى أسعار الفائدة ويمكن توضيح ذلك في :

### 1- عقود مقايضة العملات :

تتمثل عملية مقايضة العملات في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الآني أو الفوري وفي الوقت نفسه بيع الأولى ( التي تم شراؤها ) وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة ( السعر الآجل ) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين كل واحدة من العملتين المشار إليهما سابقاً تمثل عملية مقايضة يتم فيها تبادل أو مقايضة عملة بالعملة الأخرى ،وعلى الرغم من أن المقايضة تنشأ بين البنوك وعملائها إلا أن معظم هذه العقود وخاصة الكبيرة منها تكون بين البنوك مثلاً إذ كان لدينا بنكاً لديه فوائض في إحتياطي عملة ما وعليه إلتزامات يستوجب تسويتها بعملة أخرى في تاريخ لاحق ولا يتوفر على ما يلزمه من هذه العملة فإنه في هذه الحالة يلجأ إلى عقود المقايضة مع بنك آخر لديه فوائض في هذه العملة وبحاجة إلى تبادلها بما يلزمه من العملة الأخرى فهنا يقومان هذان البنكان بإجراء عقد مقايضة للعملات خوفاً منهما من مخاطر تقلبات أسعار الصرف في المستقبل ويكون هنا سعر الصرف الآجل محدد سلفاً ضمن شروط العقد كما تخدم عقود المقايضة المستثمرين بحيث توفر لهم عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجونها عن طريق مقايضتها بعملة أخرى لديهم فائض منها وتتخذ عقود مقايضة العملات شكلين

- عقود مقايضة قصيرة الأجل : وهي العقود التي يتم إبرامها في غالبية الأحيان في أسواق النقد ويتعامل فيها المضاربون بغرض تحقيق أرباح من جراء التقلبات لأسعار الصرف وأسعار الفائدة على تلك العملات
- عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل : وهي العقود التي يتم إبرامها في غالبية الأحيان في أسواق المال ويطلق عليها مصطلح مقايضات رأس المال ويغلب على أغراضها طابع التحوط أكثر من دافع المضاربة وتلجأ إليها في غالبية الأحيان المؤسسات المالية للإقتراض طويل الأجل

مثال :

إذا كان سعر الصرف الفوري للأورو أمام الدينار الجزائري هو 133 / 135 دينار وكانت أسعار الفائدة

المصرفية على كل من الأورو والدينار لمدة 10 أشهر على النحو التالي :

للأورو	الدينار	
5%	8.5%	الإيداع
5.5%	9%	الإقراض

المطلوب : تحديد

- الهامش التبادلي " Swap point "
- سعر الشراء وسعر البيع الآجلين للأورو مقابل الدينار

الحل :

الهامش التبادلي للشراء = السعر الفوري للشراء x ( فرق سعر الفائدة / 100 ) x ( المدة / 360 )

$$= 133 \times ( 8.5 - 5.5 ) / 100 \times ( 300 / 360 )$$

ومنه الهامش التبادلي للشراء = 3.3249

ومنه السعر الآجل للشراء هو السعر الفوري للأورو أمام الدينار + الهامش التبادلي للشراء

$$\text{وهو : } 133 + 3.3249 = 136.3249 \text{ دينار للأورو}$$

$$\text{الهامش التبادلي للبيع} = \text{السعر الفوري للبيع} \times (\text{فرق سعر الفائدة} / 100) \times (\text{المدة} / 360)$$

$$= 135 \times (9 - 5) / 100 \times (360 / 300)$$

$$\text{ومنه الهامش التبادلي للبيع} = 4.499 \text{ دينار}$$

$$\text{ومنه السعر الآجل للبيع هو } 139.499 \text{ دينار للأورو}$$

ومنه يمكن القول أن بإمكان البنك أن يشتري الأورو من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني والمقدر بـ 133

دينار جزائري للأورو ، كما يمكنه في الوقت نفسه أن يعيد للعميل تسليم 10 شهور بسعر بيع آجل يقدر بـ

$$139.499 \text{ دينار للأورو}$$

كما أن بإمكان أي بنك أن يبيع الدولار لأي عميل بالسعر الآني والمتمثل في 135 دينار للأورو كما يمكن أن

يشتره منه بعد إنقضاء فترة العقد والمتمثلة في عشرة أشهر ( بعد 10 أشهر ) بسعر 136.3249 دينار للأورو

تمرين :

إذا كان السعر الصرف الفوري للدولار أمام الأورو هو 1.12 / 1.15 دولار وكانت أسعار الفائدة

المصرفية على كل من الأورو والدولار لمدة 03 أشهر على

الأورو	الدولار	
7.5%	5.85%	الإيداع
7.6%	5.95%	الإقراض

النحو التالي :

المطلوب : تحديد

- الهامش التبادلي SP

- سعر الشراء وسعر البيع الآجلين للأورو مقابل الدولار

**الحل :**

الهامش التبادلي للشراء = السعر الفوري للشراء x ( فرق سعر الفائدة / 100 ) x ( المدة / 360 )

$$( 360 / 90 ) x ( 100 / ( 7.6 - 5.85 ) ) x 1.12 =$$

$$0.00049 = \text{ومنه الهامش التبادلي للشراء}$$

ومنه السعر الآجل للشراء هو 1.11951 دولار للأورو

الهامش التبادلي للبيع = السعر الفوري للبيع x ( فرق سعر الفائدة / 100 ) x ( المدة / 360 )

$$( 360 / 90 ) x ( 100 / ( 7.5 - 5.95 ) ) x 1.15 =$$

$$0.004456 = \text{ومنه الهامش التبادلي للبيع}$$

ومنه السعر الآجل للبيع هو 1.14554 دولار للأورو

ومنه يمكن القول أن بإمكان البنك أن يشتري الأورو من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الآني والمقدر بـ 1.12

دولار للأورو ، كما يمكنه في الوقت نفسه أن يعيد للعميل تسليم 03 شهور بسعر بيع آجل يقدر بـ

1.14554 دولار للأورو

كما أن بإمكان أي بنك أن يبيع الدولار لأي عميل بالسعر الآني والمتمثل في 1.15 دولار للأورو كما يمكن

أن يشتريه منه بعد إنقضاء فترة العقد والمتمثلة في ثلاثة أشهر ( بعد 03 أشهر ) بسعر 1.11951 دولار

للأورو

## 2- عقود المقايضة لأسعار الفائدة :

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب إختلاف ملاءة المقترضين من جهة وإختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول إتجاهات تقلبات أسعار الفائدة ولهذا الأساس يلجأ هؤلاء المتدخلون لإستخدام عقود مقايضة أسعار الفائدة من أجل التخفيض من تكلفة التمويل من خلال التوقعات المحتملة لإتجاهات أسعار الفائدة

مما سبق يمكن النظر إلى عقود المقايضة في أسعار الفائدة على أنها الإتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يدفع فائدة ثابتة وآخر يدفع فائدة متغير فكل منهما ينظر إلى سعر الفائدة المستقبلي من وجهة نظر مختلفة ( ينظران إلى سعر الفائدة في المستقبل من زاويتين مختلفتين ) وهنا كل منهما يدفع للآخر سعر فائدة حسب ما يرغب في التعامل فيه ولنفس المبلغ من المال كأن يدفع الأول للثاني فائدة ثابتة محددة مسبقاً ( عند وقت التعاقد ) والطرف الثاني يدفع الفائدة السائدة في وقت الإستحقاق ولمدة محددة في العقد وكل منهما هدفه هو تدنية التكاليف

مثال : إتفق مصرفان على أن يدفع أحدهما للآخر فائدة ثابتة قدرها 6% عن مبلغ قدره مليون وحدة نقدية

مثلاً، على أن يدفع المصرف الآخر للمصرف الأول الفائدة السائدة في السوق عن مثل هذا المبلغ كل ستة أشهر ( 06 أشهر ) وذلك لمدة خمس سنوات، فإذا كان معدل الفائدة السائد في نهاية الفترة الأولى 8%، فهذا يعني

أن على المصرف الثاني أن يدفع للمصرف الأول الفرق بين المعدلين، ويمكن

حساب ذلك على النحو الآتي:

$$\text{الطرف الأول يحقق} ( 0.08 \times 1000000 ) \times ( 360 / 180 ) = 40000 \text{ وحدة نقدية}$$

$$\text{الطرف الثاني يحقق} ( 0.06 \times 1000000 ) \times ( 360 / 180 ) = 30000 \text{ وحدة نقدية}$$

من خلال ما سبق وحسب ما إتفق عليه الطرفان فإن في نهاية ستة أشهر الأولى يدفع المصرف الثاني للمصرف الأول الفرق بين عوائد سعر الفائدة والمتمثلة في 10000 وحدة نقدية ( 30000 – 40000 )

ويبقى هذا الحساب على هذا المنوال بحساب الفارق في كل مرة بين أسعار الفائدة خلال كل ستة أشهر حتى إنقضاء فترة 05 سنوات ( فترة العقد )

### مخاطر استخدام المشتقات في التحوط من المخاطر:

نظرا لما ينطوي عليه استخدام المشتقات المالية من مخاطر لذلك فإن استخدامها كأداة للتحوط ضدّ المخاطر كان مدعاة لانتقادات عنيفة :

- 1- **المخاطر الائتمانية :** هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن نكوص أحد الاطراف عن الوفاء بالالتزامات الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية و قد أصبحت مخاطر الائتمان مصدر قلق و إزعاج للمتاجرين في المبادلات و المشتقات في السوق غير الرسمية .
- 2- **مخاطر السيولة :** أما مخاطر السيولة فتتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق محل التعاقد في موعدها مما يضطره إلى الإقتراض أو تسهيل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة إلتزاماته للغير .
- 3- **مخاطر الإحلال :** وهي لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بإلتزاماته خلال فترة التسوية و إنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقاً وهو ما يدفع الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بإلتزاماته مع تحمله لخسائر جسيمة تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد و سعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.

4- **مخاطر تشغيلية** : تنشأ من خلال عمليات التسوية و المقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة

الداخلية والإخفاق في إجراء عمليات التسوية و المقاصة بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر

للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش .

5- **مخاطر قانونية** : و ترجع هذه المخاطرة إلى كون العقود ليست ملزمة قانوناً ومعنى آخر ليس لها قوة

التنفيذ وتصبح عملية الإلتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

6- **مخاطر سوقية** : وهو ما يمكن التعبير عنه بمخاطر تحرك الأسعار في الاتجاه المعاكس للتحوط .

7- **التقليل من فعالية السياسة النقدية** : فالمشتقات تسمح لرجال ومؤسسات الأعمال بالتوسع في

إستخدام الرفع المالي وطلب القروض وتجاهل القيود التي تفرضها السياسة النقدية .

8- إن انهيار أحد البنوك التي تتاجر في المشتقات قد يؤثر تأثيراً جوهرياً على النظام المصرفي الدولي ككل .

9- إن التحوط ضد المخاطر لا يترتب عليه درء المخاطر أو حتى تقليلها بل تظل باقية على ما هي عليه و إنما

ينصرف الأمر إلى مجرد تحويل المخاطر من جهة لا ترغب بتحمل المخاطر الى الجهة التي تسعى وراءها .

إن رحلة البحث في المشتقات ودورها في التحوط يثبت عدم جدوى التحوط من خلال هذه العقود و أنه

قد ينطوي بحد ذاته على خسارة وأن عدم التحوط قد يكون أجدى من التحوط فضلاً عن أنه حتى لو ثبت أن

هذا مجلبة لمصلحة أو منفعة فإنه ولاشك ينطوي على مخاطرة للطرف الآخر فإذا كان ربحاً لأحد الأطراف فهو

خسارة للطرف الآخر وهو ما لا يتحقق إلا في عقود القمار ( المبدأ الذي يقوم على أساسه القمار ) .

# إدارة الأسواق المالية

## إدارة الأسواق المالية الدولية

### - مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية

تتحكم وتدير وتنظم أسواق المال الدولية عبر العالم مؤسسات وهيئات دولية، تسهر على ضمانات بنجاحها 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.

أولاً: المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية: (IOSCO)

#### 1. تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية:

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:

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ وعددها 31 مقسمة إلى تسع مجموعات مختلفة تتناول كفاءة أطراف

السوق وتعد مرشدًا جيدًا لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، وهي:

- المبادئ الخاصة بوضع القواعد التنظيمية لسوق المال؛
  - المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم؛
  - المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية؛
  - المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية؛
  - المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات؛
  - المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي؛
  - المبادئ الخاصة بالوسطاء الماليين في السوق المالي؛
  - المبادئ الخاصة بالأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول)؛
- وتهدف هذه المبادئ التسع 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.

## ثانياً : بنك التسويات الدولية ((Bank for International Settlements (BIS)

### 1. تعريف بنك التسويات الدولية:

بنك التسويات الدولية (BIS) هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم، تأسس في 17 ماي 1930، وهو بنك لتسوية المدفوعات الدولية للمصارف المركزية، ويضم حالياً 60 بنك مركزياً كأعضاء، يمثلون 60 دولة من مختلف أنحاء العالم والتي تشكل معاً حوالي 95٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مكتبها الرئيسي في بازل بسويسرا، كما أن لديه فروع في هونغ كونغ الخاصة لجمهورية الصين الشعبية ومكسيكو سيتي ومعاملاته غير خاضعة للمساءلة المركزية أو القانونية في العالم، ولديه حصانة كاملة من الضرائب ومن جميع القوانين الدولية والوطنية ولا يتعامل مع الأفراد أو الشركات سواء لقبول الودائع أو تقديم الخدمات المالية لهم ويساهم في وضع الخطط الرئيسية للنظام المالي العالمي.

### 2. مهام بنك التسويات الدولية:

تكمن مهام بنك التسويات الدولية فيما يلي:

- رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية.
- خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية.
- تعزيز المناقشة وتيسير التعاون بين البنوك المركزية.
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي.
- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- وكيلاً أو وصياً في اتصال مع العمليات المالية الدولية.

-وضع التحليلات والإحصاءات المالية والمصرفية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاصة بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين.

-تحقيق الاستقرار النقدي والمالي لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام والازدهار العالمي.

### ملاحظة:

كل شهرين يجتمع محافظي البنوك المركزية في العالم في بازل لحضور الاجتماع الاقتصادي

العالمي "Global Economy Meeting" وخلال تلك الاجتماعات يتم اتخاذ القرارات التي تؤثر

على بنوك العالم .

### 3. تاريخ بنك التسويات الدولية:

منذ نشأة بنك التسويات الدولية في 17 ماي 1930 وتاريخه يحفل بالمنعطفات الحادة، فقد كان بنك

التسويات الدولية يحظى دائما بمكانة خاصة في عالم المؤسسات المالية الرفيعة الذي تكتنفه التعقيدات، وقد

تأسس بنك التسويات الدولية بعد الحرب العالمية الأولى بصلاحيات محدودة، تمثلت في تسوية مدفوعات

تعويضات الحرب المفروضة بموجب معاهدة فرساي على ألمانيا المهزومة، واقتضت معالجة المسائل الفنية مثل

تحصيل وإدارة وتوزيع الأموال المستحقة الدفع، إنشاء مؤسسة مالية ومن ثم إنشاء بنك التسويات الدولية

( BIS) أو "BIZ" وفق مسماه باللغة الألمانية ، وتقتصر قائمة مؤسسيها المالكين على البنوك المركزية في

الدول المنتصرة في الحرب العالمية الأولى بلجيكا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة، لكنها ضمت أيضا ألمانيا

واليابان، بالإضافة إلى اتحاد من ثلاثة بنوك أمريكية بالنيابة عن البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، ولم يمض

وقت طويل حتى انضمت البنوك المركزية في كل من النمسا وتشيكوسلوفاكيا وهنغاريا وغيرها من البلدان الأوروبية

الصغيرة إلى هذا البنك الذي كان من المقرر أن يمارس دورا في سياق المعاملات المالية بين البنوك المركزية وفي إطار

جهات الاتصال المختصة، لكن التاريخ سرعان ما دخل في منعطف حاد وتم تعليق التعويضات التي تؤديها

ألمانيا، لكن بنك التسويات الدولية استأنف نشاطه ولم يمنعه هذا المزيج الغريب من حملة الأسهم من مزاوله نشاطه حتى أثناء سنوات الحرب العالمية الثانية.

وقد حافظ بنك التسويات الدولية (BIS) على صورته في الظل السنوات عديدة، حيث ظل يقوم بأعماله متخذاً فندقاً معزولاً مقرأً. وفي ذلك المكان تم اتخاذ قرارات لتخفيض قيمة عملات أو الدفاع عن عملات، واتخاذ قرارات لتثبيت سعر الذهب، وتنظيم الأنشطة المصرفية فيما وراء البحار (offshore banking)، ورفع أو خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وفي عام 1977، تخلى بنك التسويات الدولية عن أسلوب التستر في ممارسة أنشطته ليتحول إلى إدارة هذه الأنشطة من خلال مراكز أكثر كفاءة ويشغل بنك التسويات الدولية حالياً مبنى يتكون من 18 طابقاً على شكل ناطحة سحاب دائرية الشكل، في المدينة التاريخية العريقة (بازل) ويعرف هذا المبنى الآن بإسم برج بازل (Tower of Basel) ويتمتع بنك التسويات الدولية بحصانة حكومية، ولا يدفع ضرائب، وبقوة أمنية خاصة به.

## كفاءة السوق الدولية

إن من بين أهم المخاطر التي تحدق بالسوق المالية الدولية، تكمن في عدم استقرار السوق والاضطرابات التي تعصف بها من حين لآخر، وهذا راجع للتقلبات التي تصيب أسعار الأوراق المالية المقيدة بها والأدوات الأخرى محل التعامل على المستوى الدولي، والتي يكون من ضمن أسبابها الرئيسية عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تخص الشركات المصدرة لهذه الأوراق، مما ينعكس سلباً على أسعارها، وهذا ما يعرف بكفاءة السوق المالي.

### أولاً: تعريف السوق المالي الكفؤة.

السوق المالية الكفؤة هي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية المقيدة والمتداولة فيها والتي تصدرها إحدى المؤسسات كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها سواء في شكل القوائم المالية أو المعلومات المثبتة في السجل التاريخي لحركة سعر الورقة المالية أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وينعكس أثرها على القيمة الحقيقية للإستثمارات المالية في السوق في شكل تغيرات إما موجبة أو سالبة للمكاسب المستقبلية للمستثمرين ومستويات المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

### ويمكن القول أن :

- في ظل السوق المالي الكفؤ ووفقاً للمعلومات المتوفرة حول المنشأة المصدرة لأصول المالية المتداولة، فإن القيمة السوقية للورقة المالية تقترب من قيمتها الحقيقية.
- تتيح السوق المالية الكفؤة توفير المعلومات لكافة المتعاملين فيها بأدنى تكلفة وفي نفس الوقت ودون فاصل زمني كبير لأحداث مبدأ تكافؤ الفرص في اتخاذ القرار.

## 1. متطلبات كفاءة سوق المال الدولية: يطلق مصطلح الكفاءة على سوق رأس المال، إذا توفرت السوق

على شرطين رئيسيين هما :

أ- **كفاءة التشغيل**: وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وهي تعنى بالناحية التشغيلية

من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على

الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار

التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها.

ب- **كفاءة التسعير**: وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية، لأنها مرتبطة بعوامل متأتية من خارج السوق المالي وهي

تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق رأس المال، والتي

تعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق

بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.

## 2. مستويات كفاءة السوق المالية الدولية:

إن كفاءة سوق رأس المال تتدرج وفقا لنوع ومستوى المعلومات المتاحة للمتعاملين فيها، كما يلي:

- الشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال Weak Form؛

- الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق رأس المال Semi-Strong Form؛

- الشكل القوي لكفاءة سوق رأس المال Strong Form .

أ- **الشكل الضعيف لكفاءة سوق المال الدولية**: وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية

المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال شركاتها، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير

عادية تفوق متوسط عائد السوق أو المعدل المطلوب على الأسهم ذاته على حساب مستثمر آخر. ويمكن

تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير

في الأسعار، وذلك باستخدام الاختبارات الإحصائية المتمثلة في اختبار الارتباط التسلسلي أو اختبار الإشارات، أو باستخدام قواعد المتاجرة في الأسهم.

**ب- الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق المال الدولية :** وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة، كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق ربح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو استخدام قياس الأرباح غير العادية.

**ج- الشكل القوي لكفاءة سوق المال الدولية:** وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق فيها أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكار هذه المعلومات، وحينها تفترض أن يتعادل الطلب مع العرض، وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي.

### 3. خصائص الأسواق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية:

تمتاز السوق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية بالخصائص التالية:

**أ- السيولة:** وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة دون خسارة، والاصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة.

**ب- استمرارية السعر:** وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثير من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.

**ج- عمق السوق:** السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشتريين

(أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، ولهم القدرة على التعامل مع أي تغيير كبير في أسعار الأوراق المالية.

**د-شمولية السوق:** تعتبر السوق شاملة أو واسعة، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج قليلا فإن السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا.

**هـ-حيوية السوق:** عندما يحتل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغيير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق ويكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا، ويتم إنجاز أية صفقة بيع أو شراء بسرعة ويكون حجم التداول كبيرا، ويعتبر وجود وسائل سريعة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

**و-كفاءة المعلومات أو التسعير:** إن التغيير السريع في الأسعار على ضوء أية معلومة جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن كافة الأوراق المالية.

## نظام الأوفشور وتطوره :

### 1- تعريف نظام الأوفشور:

تعد بنوك الأوفشور أحد أوجه العولمة كما هو معروف هي الجزء الأكثر تطورا في النظام الرأسمالي، وبنوك الأوفشور هي مؤسسات مالية وسيطة عبر الحدود تقدم خدماتها لغير المقيمين، وهذا لا يعني أن إنشاء مثل هذه البنوك يجب أن يكون على الحدود بين دولتين أو أكثر، فهناك بنوك أوفشور في داخل البلد كبنك التسهيلات المصرفية الدولية في الولايات المتحدة الأمريكية، سوق الأوفشور في اليابان وبنك التسهيلات المصرفية الدولية في بانكوك ومركز الأوفشور الدولي في ماليزيا .

ويعرف قاموس أكسفورد للتمويل والبنوك بنوك الأوفشور بأنها ممارسة تقديم الخدمات المالية في مواقع تجذب الزبائن غير المقيمين إليها نتيجة انخفاض الضرائب ( جنّات ضريبية ) هذا يعني أن الفرق الأساسي بين البنوك التقليدية وبنوك الأوفشور هو أن خدمات هذه الأخيرة ( بنوك الأوفشور ) هي عادة لا تكون لمواطني البلد الذي تعمل فيه.

### 2- تطور نظام الأوفشور:

ظهرت بنوك الأوفشور نتيجة التشريعات المالية المصرفية الصارمة خلال فترة الستينات والسبعينات من القرن الماضي في الدول الصناعية مثل متطلبات الإحتياطي القانوني، تحديد معدلات الفائدة، فرض قيود على التعامل ببعض المنتجات المالية، الرقابة على رأس المال وإجراءات الإفصاح المالي، وتعتبر هذه الإجراءات الصارمة السبب الأساسي لظهور وتطور بنوك الأوفشور .

فإن الإعلان عن هذا النظام الجديد قامت المصارف الأمريكية والمؤسسات المالية التابعة لها بإقامة مثل هذه المناطق الحرة (أسواق العملات) في أنحاء مختلفة من العالم وخاصة في أوروبا وفي الشرق الأوسط والأقصى و تعد أكثر هذه المراكز نشاطا هي تلك التي أنشأت في جزر الكاريبي والبحرين.

وأشارت التقديرات إلى أن حجم عملياتها يبلغ نحو 1500 مليار دولار سنويا والجدير بالملاحظة أن أهم مصادر تمويل نظام الأوفشور هي أسواق العملات الدولية وبالدرجة الأولى سوق اليورو دولار وخصوصا بعد زيادة العائدات النفطية عام 1974-1975 و عام 1979 ونشوء ما سمي بالدولارات النفطية والتي تمثل هي الأخرى نوعا آخر من الدولارات التي تقع خارج دائرة التأثير الفعلي للولايات المتحدة الأمريكية

وتجدر الإشارة إلى أنه بعد عام 1996 حصلت هناك زيادة كبيرة في التعامل بالحسابات المصرفية بغير الدولار مما شجع على التوسع في إنشاء بنوك الأوفشور.

أما في ما يتعلق بظهور بنوك الأوفشور في قارة آسيا فقد بدأت نشاطاتها بعد عام 1968 إثر إنطلاق سوق الدولار الآسيوي وإصدار الوحدات النقدية الآسيوية في سنغافورة وقد تم إنشاء سوق الدولار الآسيوي ليكون بديلا لسوق لندن لليورو دولار للاستثمار في الفوائض النفطية في كل من اندونيسيا وماليزيا.

أما في أوروبا فكانت البداية من خلال جذب المستثمرين إلى لوكسمبورغ من ألمانيا وفرنسا وبلجيكا في بداية السبعينات من القرن الماضي نتيجة لإنخفاض الضرائب على الدخول والعمل بقاعدة السرية المصرفية ونتيجة لذلك إرتفعت قيمة الأصول لهؤلاء المستثمرين بمعدل 8% سنويا للفترة من 1987-1997 أما في الشرق الأوسط فكانت البداية في دولة البحرين لتمثل دور مركز التحصيلات للفوائض المالية (الدولارات النفطية) للمنطقة خلال منتصف السبعينات بعد إصدار التشريعات المصرفية المناسبة وتقديم التسهيلات الضريبية (الجنات الضريبية) التي قادت إلى إنشاء بنوك الأوفشور وفي الوقت الحاضر هناك ما يزيد على 500 بنك أوفشور منتشرة في مختلف أنحاء العالم .

## ج- الرقابة على أعمال بنوك الأوفشور:

إن الحرية المتاحة لبنوك الأوفشور لا تعني أنها تعمل بحرية مطلقة دون رقابة على نشاطاتها ففي عام 1975 كانت هناك أول محاولة للتفتيش والرقابة على عمل الأنشطة الدولية للبنوك بموجب اتفاقية بازل وفي عام 1992 تم إصدار ما يسمى بالحد الأدنى للمعايير للرقابة على المجموعات المصرفية الدولية ومؤسسات عبر الحدود (الأوفشور) التابعة لها من قبل لجنة بازل وفي عام 1996 صدر تقرير أطلق عليه تقرير 1996 حول الرقابة على الأنشطة المصرفية عبر الحدود تمت المصادقة عليه من قبل مراقبي البنوك من 140 دولة حيث تم تشكيل مجموعة عمل تضمنت أعضاء لجنة بازل ومجموعة مراقبي البنوك وقاموا بإعداد التقرير المذكور والذي تضمن 29 توصية تعالج العديد من المشاكل العلمية المرتبطة بتنظيم عمل بنوك الأوفشور وتم تقسيم التقرير إلى قسمين:

**القسم الأول:** ركز على الوسائل التي يتمكن من خلالها مشرفو البلد المعين الحصول على المعلومات التي يحتاجونها للقيام بالرقابة الفعالة على نشاطات بنوك الأوفشور.

**القسم الثاني:** ركز على الحاجة إلى القيام بالرقابة الفعالة على جميع العمليات المصرفية لبنوك الأوفشور .

## 2- أهداف نظام الأوفشور وأهم أسواقه :

### أ- أهداف نظام الأوفشور:

يهدف نظام الأوفشور بالدرجة الأولى إلى إستعادة جزء من الدولارات الأمريكية المتسربة إلى الخارج وإعادة توطينها داخل الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق إعفاء البعض منها من الضرائب والقيود في حالة بقائها ضمن المناطق المالية الحرة، لكن الهدف الخفي من وراء هذه الخطوة أو النظام الجديد هو إحكام الهيمنة الأمريكية على النظام النقدي العالمي، عن طريق إخضاع الدولارات التي تجوب أنحاء العالم إلى السيطرة الأمريكية عليها وتوجيهها وفقاً للسياسات التي تؤمن المصالح الأمريكية، وتعددها أحياناً لنشر حالات الارتباك والفوضى واللا إستقرار في الأسواق المالية والعالمية، وتهديد الأنظمة الأوروبية الحليفة .

## - أهم أسواق الأوفشور:

1- سوق اليورودولار: يعتبر جزءًا هامًا من أسواق الأوفشور والتي تعتبر مراكز مالية عالمية توجد في أماكن

عديدة لا تخضع لقوانين أي بلد وليست مخرجة للخضوع لأية قوانين حكومية.

2- جزر البهامس: أصدرت السلطات النقدية نوعين من التراخيص يدعى الأول العمل المباشر وهذا النوع

يتطلب تواجد فعلي للوحدات والثاني يدعى العمل غير المباشر وهو لا يتطلب تواجد فعلي للوحدة في جزر

البهامس، ولكن تم التسجيل فقط لدى الشركات النقدية بموجب بعض السندات.

هذا بالإضافة إلى المراكز المالية الموجودة في سنغافورة والبحرين

بالإضافة إلى أسواق أخرى توجد بكل من لوكسمبورغ، قبرص... إلخ.

## إيجابيات وسلبيات نظام الأوفشور :

### 1- الإيجابيات:

بشكل عام يمكن القول أن من المبررات الأساسية التي تدفع الدول إلى الموافقة على إنشاء بنوك الأوفشور

هو حرية الدخول إلى أسواق رأس المال الدولية.

- جذب المهارات والخبرات الأجنبية المطلوبة.

- إدخال عنصر المنافسة الجديدة إلى النظام المالي المحلي على الرغم من أنها تساعد في نفس الوقت على

توفير الحماية للمؤسسات المحلية.

- بعض الدول تطمح إلى تحقيق الاستفادة من الأنشطة المربحة التي يتم تمويلها من قبل بنوك الأوفشور

وخلق فرص عمل جديدة لأبناء البلد.

وتشارك جميع بنوك الأوفشور بوجود العناصر التالية:

1- انخفاض الضرائب أو عدم وجودها (الجنات الضريبية) .

- 2- الخدمات المقدمة هي بشكل أساسي للزبائن من غير المقيمين.
- 3- هناك شرط توفر وسائل الاتصال المتقدمة والخدمات المصرفية المتطورة.
- 4- نظام قانوني يدعم المحافظة على السرية المصرفية .
- 5- درجة عالية من الإستقرار السياسي فلا يوجد هناك مستثمر يرغب بالإستثمار في عملة بلد لا يستطيع توفير الحماية والأمان لعملته بما يضمن حقوق المستثمرين.
- 6- التركز في بلدان صغيرة ذات موارد طبيعية محدودة.

## 2- السلبيات:

- لكل نظام إيجابيات وسلبيات ومن بين سلبيات بنوك الأوفشور نذكر :
- 2-1- إن بنوك الأوفشور تعمل على تزويد الأفراد والشركات بوسائل يمكن من خلالها تجنب دفع الضرائب بشكل متعمد، ومن المعروف أن دفع الضرائب يمثل التزام قانوني تجاه الدولة، وبالطبع فإن تقليص حجم الضرائب المدفوعة إلى الدولة سوف يؤدي إلى إضعاف قدرتها على تقديم المزيد من الخدمات
  - 2-2- إن خاصية سرية العمل المصرفي ومرونة القوانين والأنظمة التي تعمل بموجبها بنوك الأوفشور سوف تسمح بجذب المزيد من الأموال المتأتية من ممارسة نشاطات عالمية محرمة، فعلى سبيل المثال هناك تزايد ملحوظ في عدد هذا النوع من البنوك في أنتجو وبربود (هي مراكز مالية للأوفشور) التي تشتهر بغسيل الأموال حسب ما ورد في أحد تقارير الحكومة الأمريكية في عام 1997، وقد ثبت إرتباط العديد من هذه البنوك مع بنوك أوفشور في روسيا وبلدان أخرى.
  - 2-3- إن صفة الالتفاف على القوانين والأنظمة التي تعمل بموجبها بنوك الأوفشور جعلت من نشاطات وسمعة هذه البنوك موضع شك وتساؤل مستمر مما يقود البعض إلى الاعتقاد أنه سوف لا تكون هناك عملية إنتشار وقبول واسع لهذه البنوك، كما هو الحال بالنسبة للبنوك الاعتيادية.

الأسواق المالية الدولية \_\_\_\_\_ كفاءة السوق الدولية \_\_\_\_\_ د.عقي لخضر

وفي دراسة لصندوق النقد الدولي عام 1999 قام بها كل من أريكو ومواسالي أشارت إلى تراجع دور بنوك الأوفشور بانخفاض قيمة الأصول بين الحدود، ورغم هذه النظرة التشاؤمية حول مستقبل بنوك الأوفشور هناك من يدافع عن بعض هذه البنوك باعتبارها أصبحت معروفة وتدار بشكل جيد مثل تلك الموجودة في سويسرا، لوكسمبورغ، البهاماس، سنغافورة، هونغ كونغ.

علاقة الأسواق المالية بالنمو

الإقتصادي

## علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي

تلعب الأسواق المالية دورًا حيويًا في النشاطات الاقتصادية خاصة الإقتصادات الرأسمالية منها وذلك من خلال توفير ما يتطلبه هذا الإقتصاد من تمويل بفضل الأدوات المالية المتوفرة في هذا السوق والخصائص التي ينفرد بها والتنوع لهذه الأدوات المتداولة وحجمها الكبير وإمكانية تنقلها بكل سهولة فهي بذلك تسهل على المشتريين والبائعين تداول ممتلكاتهم المالية حيث تقوم الأسواق المالية بإنشاء منتجات الأوراق المالية التي توفر عائداً لأولئك الذين لديهم فوائض مالية (المستثمرون/ المقرضون) وتجعل هذه الفوائض المالية متاحة للذين هم بحاجة إلى هذه الفوائض لتمويل مشروعاتهم وهذا كله لتحقيق نمو إقتصادي وتنمية إقتصادية وتكمن العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الإقتصادي في :

### تعزير النمو الإقتصادي :

يساهم السوق المالي في دفع المستثمرين الذين لديهم فوائض مالية من إستثمارها في الأوراق المالية التي تطرحها هذه الأسواق مما يساهم في تحقيق إحتياجات المقرضين في تمويل نشاطاتهم الإستثمارية ويزيد من حيوية النشاط الإقتصادي بإستثمار الأموال بدل إدارها وهذا يساهم حتى في القضاء على السوق الموازي بنسبة كبيرة وإستقطاب لرؤوس الأموال المكتنزة والتحكم في معدلات الفائدة للإقراض كما يسمح السوق المالي للحكومات بطرح سندات وأذونات خزينة للإكتتاب العام بأجال مختلفة للأفراد والشركات مما يحرك السوق المالي بإقتراض الحكومة من الشعب عن طريق هذه الصكوك وإستفادة الحكومة بهذه الطريقة لسد بعض إلتزاماتها ونفقاتها وتمويل المشاريع التي تخص التنمية الإقتصادية .

يوجه السوق المالي المستثمرين للإستثمار في المجالات الأكثر ربحية مما يساهم في تحقيق عوائد أكبر وزيادة في الدخل وفي الناتج الوطني مما يؤدي إلى نمو في الناتج الوطني وبالتالي تقدم وإزدهار إقتصادي لكن هذا يعتمد بشكل أساسي على أن يكون متوفر في السوق المالي كفاءة في التسعير وفي التشغيل ( سوق مالي كفى ) وأن يكون هناك عدالة في السوق وشفافية وأن يتم تسعير الأوراق المالية بصورة واقعية غير مبالغ فيها على أساس المعرفة والعدالة والتقييم الحقيقي للأدوات المالية المتداولة في هذا السوق كون أكبر وأشد الأزمات المالية والتي أدت إلى إنهيار إقتصادات بكاملها كان سببها التهور في الأسواق المالية وعدم التقييم الحقيقي والعدال للأدوات المالية المتداولة .

## توفير السيولة:

إن توفر سوق الأوراق المالية تسمح للمستثمرين بالاستثمار في الأدوات المالية من خلال شراء الأدوات المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية الأخرى وسهولة بيعها مما يزيد في إمكانية حصول الشركات على رأس المال أو الزيادة فيه بشكل دائم باللجوء إلى الأسواق المالية لإصدارات أسهم جديدة وهكذا يتسنى لها الحصول على استثمارات طويلة بفترات زمنية مختلفة وبمعدلات متفاوتة توفر بذلك إمكانيات تحقيق زيادة في النمو الإقتصادي

## تجميع المدخرات ورؤوس الأموال :

توفر سوق الأوراق المالية الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الإدخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث تقليل المخاطرة، زياد العائد وتوفير السيولة ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات كما يوفر السوق الأولي للمدخرين فضاء لتوظيف إستثمارتهم مدخراتهم وللشركات مصدر جيد لتمويل مشاريعهم وإحتياجاتهم ويمكنهم السوق الثانوي من سهولة التداول للأوراق المالية لأكثر من مرة .

## إستقطاب الاستثمارات الأجنبية :

يقوم سوق الأوراق المالية بجلب الاستثمارات الأجنبية عن طريق منح عوائد مرتفعة ومغرية للمقرضين كما يساهم إنضمام الشركة إلى السوق المالي بمنحها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على وضعها الاقتصادي الجيد ومركزها المالي المقبول وبالتالي عند تدفق رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على زيادة حجم السيولة للبلد المستقبل مما يخلق مصدراً مالياً ووفورات مالية يمكن من خلاله للمؤسسات تمويل مشاريعها .

## تسريع النمو الإقتصادي :

يقوم السوق المالي بتجمع المعلومات وتخفيض تكلفتها وتسعيها وتيسير الحصول عليها وبسرعة وقوم سوق الأوراق المالية بتجميع وتحليل ونشر المعلومات التي تخص مختلف الاستثمارات مما يمكن المدخرين من تقييم أداء الشركات والإيرادات المختلفة وأحوال السوق مما ينعكس إيجاباً على معدلات الإدخار وتوزيع الموارد وتخصيصها مما يؤدي لتخصيص أفضل لرأس المال ومن ثم تسريع النمو الاقتصادي .

## الرقابة على الاستثمارات :

يساهم سوق الأوراق المالية في زيادة وإحكام الرقابة على التدفقات المالية الداخلة والخارجة والمتداولة في بلد ما بصفة عامة وذلك من خلال نشاط المؤسسات التمويلية والبنكية عن طريق الإفصاح ووضع شروط وتعهدات تكون كفيلة بحماية التدفقات والمدخرات المالية بالإضافة إلى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات والتدفقات كما أنها تضع معايير وآليات وبرامج على قدر عالٍ من الأمان لتمكين المستثمرين من متابعة استثماراتهم الشيء الذي يعزز من رقابة هذه الاستثمارات وتوجهاتها وتحسين توزيع الموارد الشيء الذي يزيد من معدلات النمو الاقتصادي .

## تنويع المخاطر وتقليلها:

تعد تنويع المخاطر والحد منها من أهم الوظائف التي تسعى سوق الأوراق المالية لتحقيقها من خلال إكتساب والتمتع بقدرة عالية على تنويع المخاطر وتخفيضها من خلال الكفاءة العالية في الأداء الجيد والإندماج في الأسواق العالمية والدراية الكافية والتامة بأحوال السوق والإقتصادات العالمية مما يفع بالمستثمرين لتنويع المخاطر وإختيار الإستثمار في المشاريع عالية المخاطر وذات العائد المرتفع وهذا يؤثر إيجاباً في النمو الاقتصادي وهنا يكمن الدور الأساسي والفعال لسوق الأوراق المالي في تخفيض مخاطر السيولة والتسعير لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة وتوزيع مواردهم المالية .

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع :

- محمد مطر ( 2016 ) الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن
- حسين أحمد الحسين الغزو ( 2016 ) الإقتصاد الدولي الحديث بين الجدلية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن
- سمير عبد الحميد رضوان ( 1996 ) أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر
- ماهر كنج شكري، مروان عوض ( 2004 ) المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن
- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان ( 2019 ) الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للنشر والتوزيع، الجزائر
- مبارك بن سلمان آل سلمان ( 2010 ) الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية
- وديع طوروز ( 2011 ) المدخل إلى الإقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان
- هجير عدنان زكي أمين ( 2010 ) الإقتصاد الدولي النظرية والتطبيقات، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع الأردن
- عبد المعطي رضا أرشيد و آخرون ( 1998 ) الأوراق المالية و مفاهيم و تطبيقات دار زهران للنشر و التوزيع
- منير إبراهيم هندی ( 2003 ) الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر
- منير إبراهيم هندی ( 2003 ) أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الإستثمار ، المكتب العربي الحديث، مصر

- Jean Brilman et Claude Maire, Manuel d'évaluation des entreprises, Les éditions d'organisation, Paris, 1993.
- Jérémy Morvan( édition2009 ) Marchés et instruments financiers, Dunod
- Christophe CHOUARD et Sébastien LOTZ ( 2014 – 2015) MARCHES FINANCIERS Université Panthéon-Assas Paris 2
- Gérard Marie Henry( édition 1999 ) les marchés financiers,Armand colin, paris

- عبد العظيم أبو زيد ( 2014 ) التحليل الفقهي المقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز المجلد 27 العدد 03 المملكة العربية السعودية
- حسان خضر ( 2004 ) تحليل الأسواق المالية المعهد العربي للتخطيط العدد 27
- جون كيف (ديسمبر 2012 ) ما هو ليبور، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي
- هيئة السوق المالية العربية، الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم، المملكة العربية السعودية
- أديب قاسم شندي ( 2013 ) الأسواق المالية وأثرها في التنمية الإقتصادية – سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعية، العراق
- أحمد سامي، وليد جمعة ( 2022 ) مبادئ الإستثمار في السندات، صندوق النقد العربي، أبو ضبي
- حيدر حسين آل طعمة ( 2014 ) الأسواق المالية، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق
- منال محمد تيسير سرور ( 2014 ) العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية، دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، جامعة دمشق، سوريا
- قط سليم ( 2016 – 2015 ) مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية – دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه علوم، جامعة محمد خيضر – بسكرة الجزائر
- مباركي سامي ( 2015 – 2014 ) تأثير الأسواق المالية على النمو الإقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر

- العجاج فاطمة الزهراء ( 2009 – 2010 ) المعلومات محرك التطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية، دراسة قياسية لسوق تونس والمغرب – مذكرة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر
- الطيف عائشة ( 2006 – 2007 ) ظاهرة غسيل الأموال وأثرها على إقتصاديات دول العالم العربي، دراسة حالة الجزائر – مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر
- سمير محسن ( 2005 – 2006 ) المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة بنك BNP.PARIBAS مذكرة ماجستير بنوك وتأمينات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر
- بلعيد محمد ( 2020 – 2021 ) محاضرات في مقياس الأسواق المالية، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، الجزائر
- محمد هاني ( 2020 – 2021 ) محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية، جامعة أكلي محمد أو لحاج، البويرة – الجزائر
- عنتر بوتيارة ( 2021 – 2022 ) مطبوعة بيداغوجية بعنوان محاضرات في الإقتصاد النقدي وأسواق رأس المال، جامعة محمد بوضياف، المسلة، الجزائر
- لباذ الأمين ( 2020 – 2021 ) مطبوعة بيداغوجية بعنوان محاضرات في الأسواق المالية الدولية، جامعة زيان عاشور ، الجلفة، الجزائر

#### مواقع إلكترونية :

- <https://sinbadthesailor10.blogspot.com/2014/03/Offshore-system.html>.
- <http://WWW.albayan.co.ae/Albayan/2003/05/26/eqt/2htm>.