

## تمهيد

شهد الربع الأخير من القرن العشرين وتحديدا عقد التسعينات منه العديد من التغيرات والتطورات العالمية السريعة والمتلاحقة التي حولت الاقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، حيث أنتجت ما يسمى العولمة التي كان لها العديد من التأثيرات على جميع المجالات وخاصة الاقتصادية منها، إذ لم تعد العولمة خاصة الاقتصادية منها خيارا بقدر ما أصبحت تيارا جديدا يدعوا إلى تبني أفكار الانفتاح والمنافسة الحرة والتحول نحو اقتصاد السوق، فتكون الأسواق العالمية أكثر تحررا واندماجا مع بعضها البعض وهذا استجابة للتغيرات المعاصرة.

ومن أهم التطورات التي جاءت في ظل هذه الظروف، عمليات التجديد على مستوى أسواق الأوراق المالية في إطار تجديد ملامح الصناعة المالية العالمية، والتي مست العديد من جوانب هذه الأسواق سواء في آليات وطرق التعامل أو في منتجاتها حيث ظهرت " المشتقات المالية". لهذا سوف نحاول من خلال هذا الفصل التعرض إلى أهم التأثيرات التي تفرضها العولمة على الأسواق المالية، كذلك يتم التطرق إلى مظاهر التجديد المالي التي جاءت في إطار العولمة، وقد تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، فتم التعرض إلى عولمة أسواق الأوراق المالية وانعكاساتها في المبحث الأول وجاء المبحث الثاني بعنوان التجديد المالي وأثره على أسواق الأوراق المالية وأخيرا المبحث الثالث الذي تناول المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية.

### المبحث الأول: عولمة أسواق الأوراق المالية

تشير التطورات العالمية المعاصرة في الاقتصاد العالمي والتي مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية والثقافية والتي تهدف إلى تحقيق المزيد من الاندماج والترابط بين مختلف الدول وهذا ما يندرج ضمن ما يسمى بالعولمة التي أوجدت بيئة عمل جديدة وخلقت أوضاعا اقتصادية مغايرة، وقد خصص هذا المبحث لدراسة هذه الظاهرة وبالتركيز على البعد الاقتصادي وتحديدًا شقها المالي.

#### المطلب الأول: ماهية العولمة الاقتصادية

إن العولمة هي ظاهرة لنظام عالمي جديد مست العديد من الجوانب وامتدت آثارها إلى العديد من الدول، حيث أثار مفهوم العولمة جدلا واسعا من حيث مفهومها وأبعادها وآثارها.

أولا: مفهوم العولمة الاقتصادية " تعريف ونشأة العولمة الاقتصادية "

#### 1 - تعريف العولمة الاقتصادية

تتضح العولمة من خلال ديناميكية جديدة تبرز داخل العلاقات الدولية من خلال تحقيق

درجة عالية من الكثافة والسرعة في عملية انتشار المعلومات والمكتسبات التقنية والعلمية للحضارة، يتزايد فيها دور العامل الخارجي في تحديد مصير الأطراف الوطنية المكونة لهذه الدائرة المندمجة وبالتالي لهوامشها أيضا.<sup>1</sup>

إلا أنه لم تتفق الآراء حول تعريف واحد وشامل لهذه الظاهرة نظرا لتشعب المحتوى

الفكري للمفهوم وتباين اتجاهاته الفكرية والانتماءات الأيديولوجية ولامتداده من ناحية مجالات التطبيق للعديد من الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية والسياسية، " وإذا أردنا أن نقرب من صياغة تعريف شامل للعولمة، فلا بد أن نأخذ في الاعتبار ثلاث عمليات تكشف عن جوهرها: العملية الأولى تتعلق بانتشار المعلومات بحيث تصبح متاحة لدى جميع الناس، والثانية تتعلق بإزالة

<sup>1</sup> خاطر طارق، قوى التغيير الإستراتيجية في مجال العمل المصرفي وأثرها على أعمال البنوك ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005 / 2006 ، ص: 20.

الحدود بين الدول والعملية الثالثة هي زيادة معدلات التشابه بين الجماعات والمجتمعات والمؤسسات والدول<sup>1</sup>.

ونظرا لتشعب وتعدد مجالات العولمة وتماشيا مع موضوعنا فسوف تقتصر دراستنا لهذه الظاهرة على المجال الاقتصادي والمالي لها، فقبل الوصول إلى العولمة المالية يتعين علينا التطرق إلى العولمة الاقتصادية وأنواعها والتي من خلالها يتدرج المفهوم نحو العولمة المالية. تظهر العولمة الاقتصادية أساسا في نمو وتعميق الاعتماد المتبادل بين الدول والاقتصاديات القومية، وفي وحدة الأسواق المالية، وفي تعميق المبادلات التجارية في إطار " نزعت عنه قواعد الحماية التجارية "، بحكم ما نتج من دورة الأرجواي للجات، وإنشاء منظمة التجارة العالمية وهذه الأبعاد الاقتصادية تبرز بوجه خاص من خلال عمل التكتلات الاقتصادية العالمية، ونشاط الشركات المتعددة الجنسيات والمؤسسات الدولية الاقتصادية، كالبنك العالمي وصندوق النقد الدولي وكذلك انتشار التجارة الالكترونية<sup>2</sup>.

وفي إطار الاعتماد المتبادل يعرف صندوق النقد الدولي العولمة الاقتصادية على أنها تمثل زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول مع تنوع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود، كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تؤدي القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في احد أجزاء العالم إلى نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم<sup>3</sup>.

إن التعريفين السابقين يشيران إلى تحول العالم إلى مجموعة من العلاقات الاقتصادية المندمجة فيما بينها، والتي تزداد عمقا وتداخلا بتوحيد النظام الاقتصادي والاجتماعي في العالم كله تقريبا، حيث يتم تبادل الاعتماد بين دول العالم التي تتمتع بالتوافق الاقتصادي فيما بينها والذي يتعلق بكل السلع والخدمات والأسواق المالية ورؤوس الأموال، والخبرة التقنية والفنية وذلك لدفع

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2004/2003، ص: 18.

<sup>2</sup> حداد محمد، العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية " مع الإشارة إلى حالة الجزائر ومصر "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير تخصص نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 56.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية " منظماتها، شركاتها وتداعياتها "، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 18.

وزيادة حجم المبادلات التي تتم عبر الحدود من أجل تكريس العولمة على جميع المستويات والمعاملات.

كما يمكن تعريف العولمة الاقتصادية على أنها تحرر العلاقات الاقتصادية القائمة بين الدول من السياسات والمؤسسات القومية والاتفاقيات المنظمة لها بخضوعها للتقائمي لقوى جديدة، أفرزتها التطورات التقنية والاقتصادية، تعيد تشكيلها وتنظيمها وتنشيطها بشكل طبيعي على مستوى العالم بأكمله كوحدة واحدة<sup>1</sup>.

إن تعني العولمة الاقتصادية بشكل عام اندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة وانتقال الأموال وانتقال القوى العاملة وانتقال الثقافات ضمن إطار رأسمالية حرية السوق وبالتالي خضوع العالم لقوى السوق العالمية بما يؤدي إلى اختراق الحدود القومية<sup>2</sup>. تعتمد العولمة الاقتصادية على خمس قوى رئيسية وهي<sup>3</sup>:

- حرية الاستثمار في أي مكان في العالم: والتي اقترنت بحرية رأس المال الخاص في الحركة دون أي عوائق على المستوى العالمي.
- حرية إقامة الصناعة في انصب الأماكن لها في العالم: وذلك بغض النظر عن الجنسية أو السياسة لأي قومية.
- عالمية الاتصالات: التي ترتبت على تطور تقنيات وصناعة الأقمار الصناعية.
- عالمية المعلومات: والتي ترتبت على تطور وصناعة الكمبيوتر.
- عالمية النمط الاستهلاكي: وتعني حرية المستهلك في الشراء من المصدر الذي يختاره في العالم.

<sup>1</sup> عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات"، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، الجزائر، 14 و 15 ديسمبر 2004، ص: 3.

<sup>2</sup> هيفاء عبد الرحمان ياسين النكريتي، آليات العولمة الاقتصادية أثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار حامد، الأردن، 2009، ص: 229.

<sup>3</sup> عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات"، مرجع سابق، ص: 3، 4.

وهذه القوى متداخلة معا بطبيعتها ومتضافرة في تأثيرها على المستوى العالمي، فمثلا حرية إقامة صناعة في انسب مكان ارتبطت بحرية الاستثمار أو بحرية انتقال رأس المال، كما أن عالمية الاتصالات والمعلومات يسرت اتخاذ قرارات الاستثمار وانتقال رؤوس الأموال وأتاحت ترويج أساليب استهلاك معينة على المستوى العالمي وأتاحت للمستهلك حرية اختياره من أنحاء مختلفة من العالم.

فالعولمة لا تخرج عن كونها السمة الرئيسية التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي بدأ يتشكل في العقد الأخير من القرن العشرين والقائم على تزايد درجة الاعتماد المتبادل بفعل اتفاقيات تحرير التجارة العالمية والتحول لآليات السوق وتعميق الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولت العالم إلى قرية عالمية متنافسة الأطراف تخنفي فيها الحدود السياسية للدول القومية وينفق في إطارها الفاعلون الرئيسيون من دول وتكتلات اقتصادية ومنظمات دولية وشركات متعددة الجنسيات على قواعد للسلوك لخلق أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي وتكوين أشكالاً جديدة للعلاقات الاقتصادية العالمية بين الأطراف الرئيسية المكونة له والذي يعتبر في هذه الحالة الوحدة الاقتصادية الأساسية بكل ما فيها من متناقضات<sup>1</sup>.

## 2- نشأة العولمة الاقتصادية<sup>2</sup>

إن العولمة الاقتصادية ليست بالظاهرة الجديدة ذلك لأن جذورها الأولى تمتد عبر التاريخ القديم، ومع اتجاه الأفراد والجماعات والدول فيما بعد إلى الاعتماد المتبادل والتكامل الاقتصادي من أجل زيادة قوتها وقدرتها وتأمين وتلبية احتياجاتها وتوفير متطلبات تطورها ومع تحقيق الفائض الاقتصادي، وفي إطار ذلك برز توجه البعض من الأفراد والدول والجماعات إلى السيطرة على البعض الآخر، وتمثل ذلك بشكل خاص في الإمبراطوريات القديمة التي سادت في فترات مختلفة وقامت الأقوى منها بالسيطرة على العالم المعروف لها في حينه...، وقد تطور الارتباط بين الدول

<sup>1</sup> عبد المطالب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص: 21.

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، الأردن، 2009، ص ص: 10، 12.

وازداد تكاملها واتسع اعتماد بعضها على البعض الآخر عبر الزمان وبفعل الحاجة إلى ذلك، وبفترات مختلفة وتبعاً لفترات التطور الذي رافقته وباختلاف الوسائل والإمكانيات المتاحة لتحقيقه. إن العولمة الاقتصادية وبالشكل الذي تحقق تعود بداياتها إلى العديد من المراحل التي تطورت من خلالها، والتي من أهمها مايلي:

■ بدأت العولمة مع نشوء النظام الرأسمالي وتطورت مع تطوره وما افرزته من احتياجات ترافق هذا التطور وتسهم في تحقيقها، حيث أن بدايات العولمة الاقتصادية ارتبطت بالنظام الرأسمالي هذا، حيث أن انهيار النظام الإقطاعي الذي كان نظاماً مغلقاً من الناحية الاقتصادية وبدرجة كبيرة لم يكن يسمح بتوسيع النشاطات الاقتصادية، وبتطور الاقتصاديات ونموها نتيجة القيود والعوائق التي كان يفرضها هذا النظام، وبقيام النظام الرأسمالي على أنقاضه تم التوجه نحو الاكتشافات الجغرافية والتوسع التجاري، وهو الأمر الذي ارتبطت به الثورة التجارية ومن خلال الرأسمالية التجارية وذلك منذ بداية القرن الخامس عشر وحتى القرن الثامن عشر.

■ وقد امتدت العولمة الاقتصادية من خلال الرأسمالية الصناعية وما تحقق عن طريقها من ثورة صناعية والتي بدأت منذ القرن الثامن عشر، حيث اقتضت هذه الثورة الحاجة إلى المستلزمات والمدخلات اللازمة للإنتاج الصناعي واستمرار التوسع فيه وتطوره، وكذلك الحاجة إلى الأسواق لتصريف المنتجات الصناعية وهو الأمر الذي اقتضى معه ضرورة توسع الدول في الاعتماد المتبادل فيما بينها وزيادة ترابطها من أجل تأمين متطلبات تحقيق الثورة الصناعية وتأمين ما يلزم لاستمرارها وتطورها.

■ إن استمرار التطور الاقتصادي واتساعه وتحديداً من خلال الثورة الصناعية أدى إلى زيادة الإنتاج بدرجة كبيرة ومن خلال استخدام وسائل وأساليب إنتاج تتيح ذلك، وهو ما تطلب زيادة المبادلات واتساعها بين الدول وزيادة حركة الأفراد ورؤوس الأموال عبر الحدود، حيث زادت درجة تشابك الاقتصاديات واعتماد بعضها على البعض الآخر خاصة منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر وحتى الحرب العالمية الأولى، وقد ساعد ذلك على التطور في وسائل وطرق النقل وانخفاض تكلفته.

▪ تابعت العولمة الاقتصادية تحققها في الفترة ما بين الحربين العالميتين لأن الانتعاش والاعمار الذي ساد في تلك الفترة وما رافقها من تطور اقتصادي وما تضمنه من بروز طبقة رأسمالية والتي أصبحت فيها المؤسسات المالية وأصحاب رؤوس الأموال هم الطبقة المسيطرة على عمل الاقتصاد، وهو ما ارتبط به نشوء شركات احتكارية تتركز لديها قدرات مالية ضخمة، وأصبحت الجهات المالية والمؤسسات والمصارف والرأسماليين هم المسيطرين على النشاطات الاقتصادية وهو الأمر الذي دفع إلى تدويل النشاطات الاقتصادية هذه من خلال عدم كفاية المجالات المحلية لاستخدام رؤوس الأموال التي زادت مقادير تجمعها وتركزها لدى الجهات المالية التي أصبحت هي الأساس في عمل الاقتصاد الرأسمالي.

وتتحدد العولمة الاقتصادية في نوعين رئيسيين هما:

▪ **العولمة الإنتاجية:**<sup>1</sup> تتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتتم بدون وجود أزمات كما حدث للعولمة المالية وما صاحبها من أزمات وخاصة أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، كما يلاحظ أن عولمة الإنتاج بدأت تقرر لنا أنماط جديدة من التقسيم الدولي للعمل ويمكن أن نرى ذلك في طبيعة المنتج الصناعي حيث أصبحت أي دولة مهما كانت قدراتها وإمكانياتها لا تستطيع أن تتخصص في منتج معين بالكامل مثلا السيارات التي يتم تجميعها في أكثر من دولة، وفي هذا الإطار أصبحت قرارات الإنتاج ومن ثم قرارات الاستثمار من منظور عالمي ووفقا لاعتبارات الرشادة فيما يتعلق بالتكلفة والعائد، وقد أتاح ذلك فرصا هائلة للكثير من الدول النامية يمكنها اغتنامها، وبالتالي اختراق السوق العالمي في كثير من المنتجات في ظل ما يسمى بعولمة الإنتاج التي هي جزء أساسي من العولمة الاقتصادية.

وتتبلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين:

➤ **الاتجاه الأول:** عولمة التجارة الدولية: إن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال العقد

الأخير من القرن العشرين، بحيث بلغ معدل نمو التجارة العالمية ضعفي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وتزايد هذا المعدل بحوالي 9% بينما تزايد الناتج المحلي الإجمالي

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص: 42، 45.

بنسبة 5 % فقط، كما بلغ معدل نمو التجارة العالمية 11.2 % لعام 2000 بينما الناتج المحلي الإجمالي لنفس العام بلغ 4.7 %، ويلاحظ أن التجارة العالمية يزداد تحريرها بشكل متزايد وتكتمل تلك العمليات الخاصة بالتحرير من سنة إلى أخرى، حيث دخلت أكثر من 95 % من التجارة العالمية عام 2002 .

➤ **الاتجاه الثاني:** الاستثمار الأجنبي المباشر: لوحظ ارتفاع معدلات نمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة في بلدان العالم النامي ليصل في المتوسط إلى حوالي 12 % خلال عقد السبعينات، ويرجع ذلك إلى انتهاج العديد من البلدان آلية السوق من خلال فتح أسواقها لهذه الاستثمارات التي لعبت الشركات متعددة الجنسيات دور بارز للهيمنة على التكنولوجيا ورؤوس الأموال.<sup>1</sup>

■ **العولمة المالية:** هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى الاندماج المالي الذي يؤدي إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية والمحلية بالأسواق الخارجية من خلال عدة عمليات منها إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال من وإلى الدول مما يسهل عمليات انتقالها وتحركها نحو أسواق المال العالمية.<sup>2</sup>

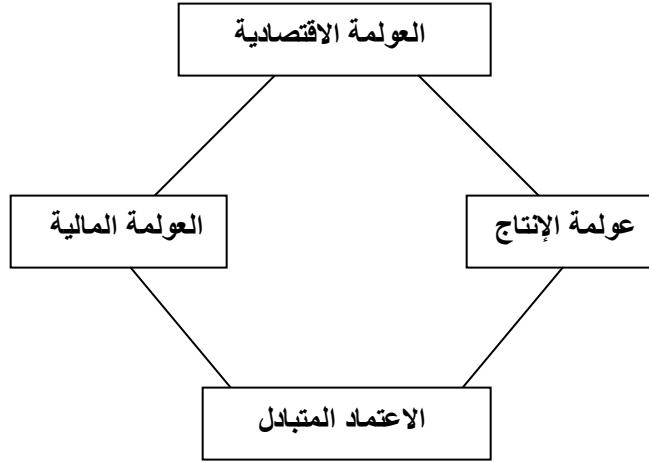
العولمة مفهوم يتجسد أساسا في جانبه الاقتصادي بدرجة كبيرة أكثر من الجوانب الأخرى من خلال العمليات الأساسية التي تدور في فلكها العولمة وهي المنافسة والابتكارات التكنولوجية وتحرير التجارة الدولية والتحديث وانتشار عولمة الإنتاج والعولمة المالية وهما المكونان الرئيسيان للعولمة الاقتصادية من منظور أن هذه الأخيرة أساسا تبنى على مبدأ الاعتماد المتبادل. وهو ما يظهره الشكل الموضح أدناه.

شكل رقم (06): أشكال العولمة الاقتصادية

<sup>1</sup> محمد زيدان، النظام المصرفي وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني حول النظام المصرفي الجزائري " واقع وآفاق " ، جامعة قالم، الجزائر، 5 و 6 نوفمبر 2001 ، ص: 30.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، جوان 2005 ، العدد 2 ، ص: 205.





المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 16.

ثانيا: خصائص العولمة الاقتصادية ومظاهرها

### 1 خصائص العولمة الاقتصادية:

إن التأمل في المحتوى الفكري والتاريخي لظاهرة العولمة الاقتصادية يكشف عن الخصائص الرئيسية لها والتي تميزها عن غيرها من الظواهر، ومن أهم هذه الخصائص نذكر<sup>1</sup>:

- سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية: حيث يتم اتخاذ القرارات في إطار من التنافسية والامتثالية والجودة الشاملة واكتساب القدرات التنافسية من خلال الاستفادة بالثورة التكنولوجية وثورة الاتصالات والمعلومات، حيث أن العالم يتحول إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف ويتغير فيه نمط تقسيم العمل الدولي ليتفق مع اتجاه الإنتاج أو عالمية الإنتاج وعالمية الأسواق.

- ديناميكية مفهوم العولمة: إن اغلب التعاريف المتعلقة بالعولمة تشير إلى ديناميكية هذه الظاهرة من خلال تبدل موازين القوى الاقتصادية القائمة حاليا وفي المستقبل، وإن التنافسية تواجه الجميع، حيث أن كل دولة تسعى لاكتساب قدرات تنافسية لكي تستطيع المنافسة مع باقي الأطراف الأخرى.

- تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل : وهذا يعني تزايد احتمالات وإمكانيات التأثير والتأثر المتبادلين من خلال إلغاء الحواجز الحدودية والمسافات بين الدول، وينطوي مفهوم الاعتماد

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص ص : 22، 29.

المتبادل على تعاضم التشابك بين الأطراف المتاجرة وخلق علاقة في اتجاهين بين بلد وآخر أو مجموعة من البلدان وأخرى.

- وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي : ويظهر هنا في طبيعة المنتج الصناعي، حيث لم يعد في إمكان دولة واحدة مهما كانت قدرتها الذاتية أن تستقل بمفردها في صناعة هذا المنتج، وإنما يتم تجميع هذا المنتج في أكثر من دولة.

- تعاضم دور الشركات متعددة الجنسيات : هذه الشركات هي شركات عالمية النشاط والتي تعتبر احد السمات الأساسية للعولمة، وهي تؤثر بقوة على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة من نقل تكنولوجيا والخبرات التسويقية والإدارية.

- تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة العولمة : تتمثل هذه المؤسسات التي تقوم بإدارة العولمة من خلال مجموعة من السياسات النقدية والمالية والتجارية، المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم الدول في العالم، وهذه المؤسسات هي:

- صندوق النقد الدولي: المسؤول عن إدارة النظام النقدي للعولمة.
- البنك الدولي للإنشاء والتعمير: المسؤول عن إدارة النظام المالي للعولمة.
- منظمة التجارة العالمية: المسؤولة عن إدارة النظام التجاري للعولمة.

- تقليص درجة سيادة الدولة: من خلال إضعاف قدرتها على التحكم واتخاذ القرار في مجال السياسة النقدية والمالية لها، حيث اضطرت مختلف بلدان العالم إلى إلغاء قوانين التحكم في السوق وتطبيق قوانين التحرير والانفتاح الاقتصادي على الأسواق العالمية وذلك سعياً وراء تنظيم عمل الحكومة وفقاً للخطوط التي تسيّر عليها المنظمات العالمية مما يترتب عليه وهن سلطة الدولة وشرعيتها.

## 2 العوامل التي ساعدت على انتشار العولمة

نتجت العولمة بفعل عوامل عديدة وتطورات وتغيرات متسارعة يعود لها الدور في ظهور العولمة، ولا تقتصر هذه العوامل على الجانب الاقتصادي فقط بل تمتد لتشمل جوانب أهمها الجانب التكنولوجي والمعلوماتي.

وسوف نتعرض إلى أهم العوامل التي لها تأثير في ظهور العولمة.

- تحرير التجارة الدولية: تعتبر التجارة من أول العوامل التي تمت عولمتها من خلال عولمة النشاط الإنتاجي، وبذلك تحقيق قوى وآليات السوق الحر وعدم التدخل في النشاطات الاقتصادية، وهو الأمر الذي ساهم في تحرير الاقتصاديات وعولمة أنشطتها وتكامل الأسواق المحلية واندماجها في سوق عالمية مفتوحة لكافة الدول في العالم " فبعد الحرب العالمية الثانية بدأت ملامح قيام نظام اقتصادي عالمي جديد تطرح في مناقشات الدول المنتصرة، ومهد لذلك مؤتمر بريتن وودز عام 1944 الطريق لتأسيس هذا النظام الجديد، وكان من قرارات هذا المؤتمر هو إنشاء صندوق النقد الدولي كمؤسسة دولية تسهر على إدارة وتوجيه السياسة النقدية الدولية وفي سنة 1947 تمت المصادقة على الاتفاقية العامة للتعرفة الجمركية GATT وبالتالي دخلت مسيرة تحرير التجارة الدولية مرحلة جديدة تقوم على أساس التبادل المتكافئ الذي أفضى إلى قيام جولات من المفاوضات متعددة الأطراف قصد تحقيق المزيد من عمليات التحرير وارتفعت بذلك حصيلة الصادرات العالمية بعد ما كانت 28 مليار \$ في عام 1970 و 2255 مليار \$ في 1984 و 3646 مليار \$ في عام 1992. وذلك النمو المتزايد جاء على إثر انتقال GATT إلى منظمة التجارة العالمية عام 1995 التي تسعى إلى تحرير وإلغاء القيود التجارية في العالم".<sup>1</sup> وفي هذا السياق نلاحظ أن الاقتصاد العالمي ينتقل من تحرير كامل للمعاملات التجارية الدولية وبالتالي عولمة التجارة بشكل شبه كلي، حيث نلاحظ أن نمو معدل التجارة الدولية قدر بـ 12.5 % مقارنة بعام 1995 والذي بلغ 50 %<sup>2</sup>. بالإضافة إلى الخطوات التي اتخذت لتحرير التجارة من طرف GATT ثم OMC ساعد على ذلك قيام التكتلات الاقتصادية مثل الاتحاد الأوروبي ومنطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية والآسيان، أدى ذلك إلى المساعدة في تضاعف معدل نمو التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي

<sup>1</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص : 40.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص : 44.

الإجمالي للعالم خلال الفترة (1985 - 1995) ثلاث مرات عن العشر سنوات السابقة لتلك الفترة وضعف المعدل الذي تحقق في الستينيات<sup>1</sup>.

ساعدت الإجراءات والإصلاحات التنظيمية التي تولدت عن اتفاقيات OMC وبرامج صندوق النقد الدولي والمطبقة على الاقتصاديات العالمية والنامية منها خاصة ساعدت على تسارع عمليات فتح الأسواق وعولمتها.

• **الشركات متعددة الجنسيات والاستثمار الأجنبي المباشر:** إن النمو المتزايد للشركات متعددة الجنسيات الذي صاحب ظهورها نهاية القرن الماضي، حيث تمارس هذه الأخيرة نشاطها وأعمالها على مستوى عالمي وساعدت على نشوء ظاهرة العولمة، ذلك من خلال عولمة أنشطتها وأعمالها، وقد تنامت الشركات متعددة الجنسيات بصفة كبيرة حيث بلغ عددها في سنة 1992 37000 شركة مقابل 7000 شركة عام 1970، حيث أنها تحتكر ثلث الإنتاج العالمي وتحقق 2000 مليار \$ من الاستثمار السنوي وتتوزع هذه الشركات بشكل أساسي على ما يسمى بـ "الثلاثية" والتي تتمثل في الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا واليابان.<sup>2</sup>

تعتبر الشركات متعددة الجنسيات جانب من الجوانب التي شكلت العولمة الاقتصادية، وتوسعت أعمالها ونشاطاتها، بحيث تجعلها تمارس معظم أنشطتها على مستوى العالم كله، وعن طريق عولمة أنشطتها الاستثمارية والإنتاجية، وعولمة ما تقوم به من تعاملات مالية وتجارية ومن خلال دعم الدول المتقدمة المالكة لمعظم هذه الشركات لأنها تحقق لها الكثير من المكاسب، فقد ساهمت هذه الشركات في تفكيك عملية الإنتاج على المستوى الدولي وبالتالي تعمل على تعميق ظاهرة العولمة كما تساعد العولمة الشركات متعددة الجنسيات على النمو من خلال منحها جملة من المزايا كتسهيل انتقال رؤوس الأموال وعوامل الإنتاج عبر الدول وتسهيل عملية إيجاد منافذ تسويقية بالإضافة إلى البحث عن أسواق جديدة لتصريف منتجاتها.<sup>3</sup>

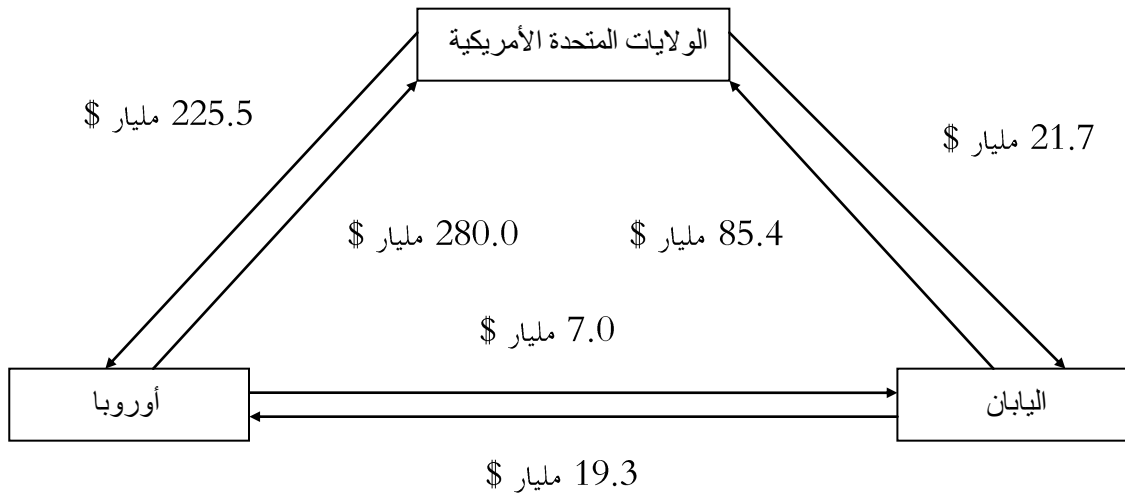
<sup>1</sup> سعيد غزلان، اثر العولمة على الاستثمارات الأجنبية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص نفود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 14.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 24.

<sup>3</sup> فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 15.

ينشأ الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق النشاط الذي تقوم به الشركات متعددة الجنسيات على مستوى العالم، حيث تحقق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إيرادات مالية صافية للبلاد المستقبل لها، بالإضافة إلى الخبرات الفنية والتكنولوجية، حيث أصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع نهاية الثمانينات المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال للغالبية من الدول، وقد أكد البنك الدولي الاتجاه إلى تحسين الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تقاريره المختلفة من منظور أن هذه الاستثمارات الدولية أفضل من المديونية الخارجية، وتشير بعض البيانات إلى أن التدفقات السنوية للاستثمارات الأجنبية بلغت نحو 315 مليار \$ عام 1995 مسجلة زيادة مقدرة بـ 40 % مقارنة بعام 1994، وقد وصلت عام 2001 600 مليار \$ إلى جانب هذا تستحوذ الولايات المتحدة الأمريكية على ما يقارب نصف الاستثمارات الأجنبية في العالم، أما الاتحاد الأوروبي واليابان يستحوذان على 35 % من هذه الاستثمارات فقط، والباقي وهو نسبة 15 % موزعة بين الدول النامية.<sup>1</sup> وهذا ما سوف يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (07): تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بين الدول



المصدر: بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 42.

- التقدم التكنولوجي وتكامل نظام الاتصالات: أدى التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات واتساع وانتشار لثورة المعلومات التي تعتمد على الاستخدام الكثيف لوسائل الاتصال الإلكتروني وأجهزة

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 57.

الحاسوب وشبكة الانترنت وغيرها من التقنيات المتطورة التي ساعدت على اندماج وتكامل الأسواق على مستوى عالمي، كما حققت إلغاء الحواجز الزمانية والمكانية بين الدول، وكان لتقدم التكنولوجيا والعالمي والثورة المعلوماتية أثر كبير في زيادة حركة رؤوس الأموال بين الأسواق العالمية وزيادة ترابطها، كما تعقد الصفقات والمبادلات والمعاملات بين المتعاملين من مختلف أنحاء العالم بدون أي قيود وعراقيل مكانية ولا زمانية. ويستطيع هؤلاء المتعاملين التعرف على الأسعار في جميع الأسواق المالية وغير المالية في العالم ومن ثم اتخاذ القرارات المتعلقة بعمليات الشراء والبيع والمنافسة. " كما تمارس شبكة الانترنت دورها الرئيسي في توحيد العالم وزيادة ترابطه واتصاله وهي تعبر عن تطور الطرق والوسائل التي يتواصل بها الناس ويتعاملون بها من أجل تبادل السلع والخدمات والأفكار، وفي هذا المجال توسعت المعلومات والبيانات التي تنتجها هذه الشبكة لتشمل<sup>1</sup>:

▪ مبيعات الأوراق المالية من الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأوراق المالية الأخرى.

▪ مبيعات البحوث والدراسات والمعلومات من مراكز المعلومات المختلفة.

▪ العمليات البنكية والمصرفية مثل "دفع الالتزامات، تقديم الخدمات المصرفية المختلفة للعملاء وقبول الودائع.

- **تزايد المعاملات المتعلقة بالتجارة الإلكترونية<sup>2</sup>:** التجارة الإلكترونية هي عمليات البيع والشراء بين الأفراد والشركات من خلال شبكة الانترنت، وقد توسعت كثيرا حتى أصبحت تشمل عمليات بيع وشراء المعلومات نفسها جنبا إلى جنب مع السلع والخدمات وبالتالي أصبحت التجارة الإلكترونية أشبه بسوق الكتروني يتواصل فيه البائعون والوسطاء والمشترون وتقدم فيه الخدمات بصيغة افتراضية أو رقمية كما يدفع ثمنها بالنقود الإلكترونية وأصبحت تتميز بمجموعة من الخصائص التي تعمل على استخدام تكنولوجيا المعلومات بهدف رفع الكفاءة وتحقيق الفاعلية من

<sup>1</sup> ميلودي محمد الكريم، الجهاز المصرفي في ظل العولمة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 11.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 59، 60.

خلال توسيع الأسواق، ومن هذا المدخل وبهذا المفهوم تطور حجم التجارة الالكترونية تطور هائل وسريع منذ منتصف تسعينيات القرن العشرين، وها ما تعكسه الأرقام والبيانات الموضحة في الجدول المقدم أدناه، حيث ارتفعت معدلات نمو التجارة الالكترونية خلال سبع سنوات فقط (1995 - 2002) بما قيمته 1233.9 مليار \$.

**جدول رقم (03): تطور حجم التجارة الالكترونية خلال الفترة 1995-2002**

مليار \$

السنوات	حجم التجارة الالكترونية	معدل النمو السنوي
1995	0.1	--
1996	3	2900
1997	22	633.3
1998	74	236.40
1999	180	143.20
2000	377	109.40
2001	717	90.20
2002	1234	26.80

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 61.

• تكامل الأسواق المالية الدولية<sup>1</sup>: تعتبر الحركة الدولية لرأس المال مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي، كما أن صورة هذه الحركة ودرجاتها ترتبط ارتباطا وثيقا بغرض كفاءة الأسواق المالية الدولية، حيث تعد هذه الأسواق هي القناة التي تتدفق من خلالها الأدوات المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم، وتأتي هذه التدفقات بين الدول أو من خلال الأسواق المالية استجابة للاختلاف في معدلات الفائدة على الأدوات، وفيما بين الأسواق المختلفة بالإضافة إلى الاختلافات في درجات وأشكال الرقابة المفروضة على تحركات رؤوس الأموال.

ثالثا: مؤسسات العولمة الاقتصادية

<sup>1</sup> عمر الصقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2001/2000، ص: 13.

لقد لعبت الأمم المتحدة ومنظماتها التابعة دورا رئيسيا في تأكيد أهمية وحدة العالم، وأن ما مارسه كل من المجلس الاقتصادي والاجتماعي التابع للأمم المتحدة والوكالات التابعة لها، قد ساعد على الإحساس بأهمية هذه الوحدة ومعالجة التفاوت الشديد القائم بين الدول المتقدمة والمتخلفة، وعليه تشرف على عملية العولمة ثلاث مؤسسات وهيئات دولية، وهذه المؤسسات هي كالتالي:

**1 منظمة التجارة العالمية ( OMC ):** تعتبر منظمة التجارة العالمية أحد أهم الركائز الأساسية لظاهرة العولمة، فهي تمارس دورا رئيسيا في تحقيقها وتحويل الاقتصاديات المحلية المغلقة إلى اقتصاديات مفتوحة مدمجة في الاقتصاد العالمي، وقد ساهمت منظمة التجارة العالمية في تعميق ظاهرة العولمة والدخول في توحيد الأسواق العالمية وعولمتها من خلال القواعد والإجراءات التي أفضت إليها والساعية إلى تحرير التجارة وإلغاء كافة القيود المفروضة عليها وهذا ما أدى إلى قيام الشركات متعددة الجنسيات بإعادة هيكلة هيكلها الإنتاجية والتسويقية والتمويلية وكوارها البشرية بما يتماشى مع احتياجات التيار الجديد للعولمة، وعملت منظمة التجارة العالمية على إزالة كافة الحواجز الجمركية التي تعوق حركة انسياب السلع والخدمات أو الأفكار في الوقت الذي تحت فيه الشركات والدول على ابتكار مزايا تنافسية تكسبها درجة من التفوق على الآخرين، كما أن هدف هذه المنظمة هو زيادة ودفع فاعلية الاقتصاديات المتقدمة لتصبح أكثر تقدما، فضلا على أنها تعطي للاقتصاديات المتخلفة فترة سماح مناسبة لاستكمال إجراءات فتح أسواقها المحلية واندماجها مع العالم الخارجي.

**2 صندوق النقد الدولي ( FMI ):** انشأ هذا الصندوق بموجب اتفاقية بريتن وودز عام 1944 والتي أصبحت نصوصها نافذة في ديسمبر 1945 وعقدت الجلسة الافتتاحية لمجلس محافظي الصندوق في مارس 1946<sup>1</sup> ، وتتمثل أهم أهداف الصندوق في<sup>2</sup>:

• دعم التعاون النقدي.

• تسهيل النمو والتوسع في التجارة الدولية.

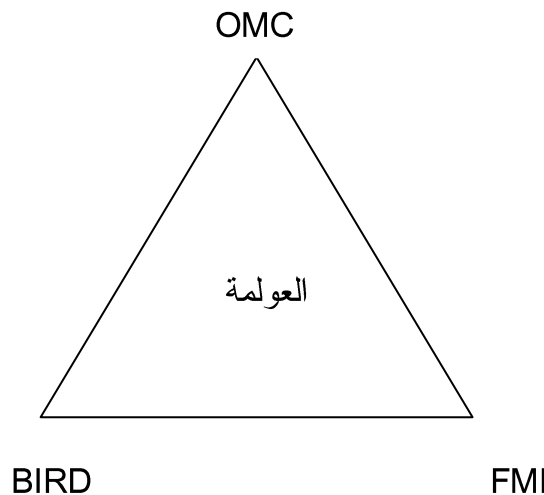
<sup>1</sup> محسن احمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001 ، ص ص : 102 ، 103 .

<sup>2</sup> Louis Sabourin, Organismes économiques internationaux, la documentation française, paris, 1994, p p : 71 , 72.



- العمل على دعم استقرار الصرف وإيجاد ترتيبات بين الدول الأعضاء فيما يخص أسعار الصرف وتفاذي المنافسة المؤدية إلى تدهور قيمة العملات .
  - العمل على وضع نظام متعدد التسويات للعمليات الجارية ما بين الدول الأعضاء والقضاء على القيود المتعلقة بالصرف التي من شأنها عرقلة تطور التجارة العالمية.
  - وضع الموارد العامة للصندوق تحت تصرف الدول الأعضاء بصفة مؤقتة، وبواسطة ضمانات ملائمة من أجل تصحيح الاختلالات في موازين مدفوعاتها.
- وبالتالي فقد ساهم الصندوق في تأكيد العولمة وتدعيم التعاون النقدي الدولي، وتحقيق المزيد من الدوافع والتسهيلات لتحقيق عولمة الاقتصاد العالمي من خلال الوظائف التي يقدمها، كما كانت له مساهمة في تسهيل التوسع والنمو المتوازن للتجارة العالمية.
- 3 البنك الدولي:** هو أحد المؤسسات المنبثقة عن اتفاقية بريتن وودز، انشأ عام 1945 وقد تم إنشائه بغرض تسهيل عمليات الاعمار وإعادة بناء وتعمير ما دمرته الحرب العالمية الثانية، وإعادة اقتصاديات البلدان الأعضاء إلى وضعها السابق، فبدأ البنك الدولي بتقديم قروض بشروط ميسرة ومساعدات للدول الأقل تقدماً لتنمية اقتصادياتها تبعاً للشروط الموضوعية، ويعتمد في منحه القروض بالإضافة إلى رأس المال المدفوع من قبل الدول الأعضاء على ما يستطيع جذبها من رؤوس الأموال من الأسواق المالية الدولية.

شكل رقم (08): المؤسسات الدولية للعولمة الاقتصادية



المصدر: محسن احمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001 ، ص: 99.

يتضح من خلال الشكل السابق أن هناك ثلاث مؤسسات كبرى تعمل على تكريس ظاهرة العولمة في مجالات اقتصادية رئيسية وهي : عولمة التجارة من خلال منظمة التجارة العالمية، عولمة التمويل والمعاملات المالية من خلال صندوق النقد الدولي وعولمة الاستثمارات طويلة الأجل من خلال البنك الدولي للإنشاء والتعمير.

### المطلب الثاني: معالم عولمة النظام المالي

لقد تطرقنا في المطلب السابق إلى مفهوم العولمة الاقتصادية والعوامل التي ساعدت على ظهورها، متدرجين في ذلك للوصول إلى تحديد مفهوم العولمة المالية ومظاهرها كأحد أهم أنواع العولمة الاقتصادية لما لهذه الأخيرة من تأثير كبير على نشاط وعمل أسواق الأوراق المالية.

### أولاً: مفهوم العولمة المالية

إن النمو السريع للمعاملات المالية الدولية وتزايد حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي بفعل ما تتضمنه عمليات التحرير المالي وتكامل الأسواق المالية الدولية من خلال ما تنتجه ثورة المعلومات والتكنولوجي، كلها متغيرات وتطورات تكشف وتعبّر عن مفهوم وآلية العولمة المالية.

### 1 تعريف العولمة المالية

تعني العولمة المالية فتح الأسواق المالية المحلية وربطها بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على رؤوس الأموال والتي أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية والتي أصبحت أكثر ارتباطا وتكاملا<sup>1</sup>.

إن تحول العالم بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وتزايد وتيرة الاعتماد المتبادل بواسطة التجارة والاستثمار بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي، وانخفاض تكاليف النقل وتزايد حدة المنافسة واتساع نطاقها ورفع القيود وتحرير العمليات النقدية والمالية تعتبر كل هذه العمليات جوهر العولمة المالية.

العولمة المالية في الحقيقة تقوم على التكامل والاندماج المالي، وذلك بظهور سوق شبه محدودة لرؤوس الأموال الدولية مما يساعد على تدفق رأس المال بسهولة، وبدون قيود أو حواجز وارتفاع حجم المعاملات الدولية، ومن الصعب التأريخ لبداية العولمة المالية فحركات رؤوس الأموال هي ظاهرة ليست بالجديدة فيكفي التذكير هنا إلى عمليات البنكين الايطاليين في أوروبا في عصر النهضة في الإقراض والاقتراض، وتدفقات رؤوس الأموال الفرنسية والانجليزية في العالم، وخاصة في المستعمرات في القرن 19 وما أحدثته أزمة عام 1929 من حركات لرؤوس الأموال الأمريكية<sup>2</sup>.

ويمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما<sup>3</sup>:

➤ **المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل اقل من 10 % من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980، بينما وصلت إلى ما يزيد على 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد عن 200 % في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.

<sup>1</sup> زيدان محمد، النظام الجزائري وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري " واقع وآفاق"، مرجع سابق، ص: 30.

<sup>2</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 47.

<sup>3</sup> مفتاح صالح، مرجع سابق، ص ص: 216، 217.

➤ **المؤشر الثاني:** هو تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فإن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي من أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار \$ في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 ترليون دولار عام 1995، وهو ما يزيد عن 84 % من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

وتفصيلاً فإن العولمة المالية تتضمن تحرير المعاملات التالية:<sup>1</sup>

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات.
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية " أي المعاملات الخاصة بشراء وبيع العقارات التي تتم محلياً أو خارجياً.
- المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية.
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية وتشمل " الودائع والقروض، الهدايا، تسوية الديون... الخ ".
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي " إلغاء القيود، تصفية الاستثمار وتحويل الأرباح عبر الحدود".

## 2 - العوامل المؤدية للعولمة المالية

إن أهم العوامل المفسرة لظاهرة العولمة المالية هي كالتالي:<sup>2</sup>

- **تنامي الرأسمالية العالمية:** ونقصد به الأهمية المتزايدة لرأس المال التي أعطت قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية وتتجسد هذه الأهمية في صناعة الخدمات المالية " قروض، استثمارات مالية"، ونتج عن ذلك ما يعرف بالاقتصاد الرمزي وهو الاقتصاد الذي تحركه رموز ومؤشرات البورصات العالمية وهو ما يساعد على نقل الثروة العينية من مستثمر إلى آخر محلياً ودولياً دون قيود.

<sup>1</sup> سعيد غزلان، مرجع سابق، ص: 10.

<sup>2</sup> حباية عبد الله، بوقرة رابح، الوقائع الاقتصادية - العولمة الاقتصادية، التنمية المستدامة - مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص: 201، 202.

- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية: حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية الناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت الأسواق الوطنية عن استيعابها فاتجهت نحو الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.
- ظهور الابتكارات المالية: ارتبطت العولمة المالية بظهور أدوات مالية جديدة التي استقطبت الكثير من المستثمرين وهي المشتقات المالية " مبادلات، الخيارات..."، إلى جانب تداول الأدوات التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية " الأسهم، السندات".
- التقدم التكنولوجي: ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات والمعلومات مساهمة فعالة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق إلى آخر.
- التحرير المالي والدولي: لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي والدولي، وقد زادت سرعة معدلات النمو للتدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي نتيجة السماح للأفراد بحرية تحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية.
- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية: حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، حيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية مثل دخول مؤسسات مالية غير مصرفية تنافس البنوك التجارية من خلال ما تقدمه من خدمات، والتحديث في الصناعة المصرفية وإدخال خدمات متطورة في أعمال البنوك.

### 3 - مظاهر العولمة المالية

- تعددت مظاهر العولمة المالية، لكن يمكن إجمالها في ثلاث مظاهر رئيسية وهي:
- تراجع دور الوساطة المالية: أدت أزمة الاستدانة التي بدأت عام 1982 إلى تحجيم ملموس في نشاط البنوك التجارية، وتفسر هذه الوضعية جزئيا تقلص عدد المقترضين القادرين على الوفاء بالدين وبتقلص عدد البنوك المستعدة للاشتراك بهذا النوع من الوساطة.<sup>1</sup> " حيث أن التخلي

<sup>1</sup> فرنسوا لروا، ترجمة: الضيقة حسن، الأسواق الدولية للراسميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 1991، ص: 237.

التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة زيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجأ كثيرا للبنوك والمؤسسات المصرفية لتمويل نشاطاتها عن طريق القروض، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة، من خلال إصدار المؤسسات أوراق مالية " أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية " لتغطية احتياجاتها بدلا من اللجوء إلى البنوك ووساطتها، وانتقلت العلاقة من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر، كما أن عملية تمويل الاقتصاد عن طريق الأوراق المالية أو ما يسمى " بالتوريق " <sup>\*</sup> قللت هي الأخرى من دور البنوك والمؤسسات في تمويل الاقتصاد <sup>1</sup>.

- **التخفيف من القيود والحواجز التنظيمية:** وهي عملية تعديل وتفعيل التنظيمات والقوانين بحيث تصبح أكثر موائمة لمتطلبات التحرير الاقتصادي واقتصاد السوق، هذا من أجل زيادة المنافسة بين المؤسسات المالية العالمية في الأسواق المالية.

- **إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق - تكامل الأسواق -** : يعتبر هذا المظهر من أهم المظاهر الرئيسية للعولمة المالية، حيث تسعى هذه الأخيرة لإلغاء وإزالة الحدود والحواجز المكانية والزمانية، وهذا يتطلب اندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية في إطار متطلبات التحرير المالي هذا من جهة، ومن جهة أخرى العمل على تكامل الأسواق الوطنية ذاتها - أسواق نقدية، مالية وأسواق الصرف الأجنبي - لأن عمليات الانفتاح المالي على الأسواق العالمية تتيح للمستثمرين فرصة الحصول على موارد مالية من السوق وبأي طريقة شرط أن تكون بدون قيود، وعليه فإن عملية الربط وإزالة الحواجز البينية بين الأسواق الوطنية أو الأجنبية ومع تسارع وتيرة عمليات التحرير المالي تعتبر عوامل ضرورية لعولمة العمليات المالية وذلك لجلب المزيد من المستثمرين وانسياب رؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

**ثانيا: التحرير المالي**

### 1- مفهوم التحرير المالي

<sup>\*</sup> التوريق: سوف نتعرض إلى مفهوم التوريق في المبحث الموالي.

<sup>1</sup> محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، لم تذكر دار النشر وبلد النشر، 2002، ص 35، 28.

يعد التحرير المالي أحد أهم معالم النظام المالي الجديد وأهم ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي بموجة التوجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول، ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسواق صرف العملات، قطاع التأمين والبنوك وتحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير البورصات، إلا أننا سوف نركز على تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير سواق رأس المال.<sup>1</sup> وذلك حسب ما تتطلبه هذه الدراسة .

ويتم تحرير الأسواق المالية بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وامتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد وقد تفاوت الاتجاه نحو إزالة القيود والإجراءات المعوقة بحركة تدفق رؤوس الأموال واستثمارها، وإلغاء الرقابة على عمليات التمويل الخارجي وإزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وتلك المفروضة على العمولات وتسعير الخدمات المصرفية وإلغاء السقوف الائتمانية ورفع القيود على عمليات الصرف الأجنبي.<sup>2</sup>

إن جوهر عملية التحرير المالي والتي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال، والمقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم، والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال يرتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات...، وإن هذا لا يعني انعدام الضوابط على هذه الحركة حيث ثمة دائما وفي أي بلد

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب، صفاق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 2008، ص : 27.

<sup>2</sup> بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص : 30، 38.

إجراءات وقيود تنظم الحركة سواء تكون على نطاق واسع وتشمل كافة المعاملات، وأخرى تقتصر على تحرير بعض مكونات حساب رأس المال وتفرض القيود على بعضها الآخر.<sup>1</sup> لقد كان التحرير المالي بمثابة الاستجابة الطبيعية لمجمل التحديات التي واجهتها الدول والمؤسسات والنظم المالية على حد سواء وبغية تفعيل آليات المنافسة في ظل عمليات الانفتاح الاقتصادي والمالي وتكامل الأسواق، ولغرض الوقوف على نطاق التحرير المالي واتجاهاته يمكن القول بأن نطاق الخدمات المالية التي تقدمها الأسواق والمؤسسات المالية وإن تخفيف القيود وصيغة التحرير سوف تؤدي إلى تشغيل المؤسسات والأسواق المالية وفق آليات السوق.<sup>2</sup> فتعددت الفوائد المترتبة عن عملية التحرير المالي والتي تتمثل في:<sup>3</sup>

- يمكن للتحرير المالي أن يجعل من قطاعات الخدمات المالية أكثر كفاءة واستقرار، كما أن المنافسة تدفع الشركات إلى تخفيض التكاليف وتحسين إدارتها فضلاً عن التحسين من جودة الخدمة.

- إن القطاع المالي المفتوح يزيد من الدافع إلى إتباع سياسات أفضل للاقتصاد الكلي والتنظيمات الحكومية، إذ توجد علاقة بين الأسواق المفتوحة والاستقرار الاقتصادي من خلال تبني الحكومة لسياسات مقبولة مالية ونقدية وأخرى متعلقة بسعر الصرف.

- يمكن أن يؤدي التحرير المالي إلى تحسين تخصيص الموارد المؤقتة المتبادلة والدولية لأن الأسواق المالية المفتوحة والأكثر كفاءة تؤثر على المدخرات والاستثمارات وتؤدي إلى تحسين تخصيص المؤقت المتبادل للموارد، ويؤدي التنافس بين المؤسسات المالية وتحرير معدلات الفائدة وظهور أدوات الادخار الجديدة إلى زيادة العائد على الاستثمار.

- كما يسهل التحرير المالي تدفق رأس المال من الدول ذات الفائض إلى الدول التي لديها نقص في رأس المال، على أن يخفف ذلك من تكلفة فوائد الاستثمار للدول التي تعاني نقصاً،

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب، صغفق الركيبي، مرجع سابق، ص : 31.

<sup>2</sup> عبد الرزاق الرحاحلة، زاهد محمد ديرى، دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010، ص: 40.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص ص : 29 ، 30.



كما يدفع من عوائد الاستثمار بالنسبة للدول لديها مدخرات مرتفعة وعوائد منخفضة نسبيا للاستثمار، وبالتالي يساهم في تساوي معدلات الفائدة بين الدول.

## 2 - مخاطر التحرير المالي والعولمة المالية<sup>1</sup>:

يمكن أن نرصد أهم المخاطر التي تنجم عن عولمة الأسواق المالية في العناصر التالية:

- **المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال " الاستثمارات الأجنبية":** إن الحركة الواسعة والمفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية تخلف العديد من الآثار السلبية على الاقتصاد الوطني نذكرها فيما يلي:

أ - **حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل:** يترتب عن تدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل وبكميات كبيرة وبشكل مفاجئ عدم الاستقرار الكلي، مما يحدث ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات، فيزداد العجز في الميزان التجاري و يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

ب- **حالة خروج تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج:** يتسبب الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال سواء الأموال الساخنة أو نتيجة لصدمة سلبية مثل " تطور سياسي مفاجئ غير متوقع، انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية يتسبب في انخفاض سعر صرف العملة المحلية وتدهور في أسعار الاوراق المالية والأصول العقارية.

- **مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج:** هي من أخطر ما نجم عن عولمة الأسواق المالية في البلدان النامية هو تسرب أموالها للاستثمار في الخارج، إذ أن هناك دول تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن 100 % كحالة فنزويلا , وهناك دول تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج نسبة تتراوح ما بين 50 % - 95 % من إجمالي ديونها الخارجية، كما أن الدول النامية تساهم بما نسبته 14.4 % من جملة الاستثمارات الأجنبية المنسابة إلى الخارج عام 1997 وهو ما يعادل 61 مليار \$ أمريكي.

<sup>1</sup> محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص : 180، 183.

- مخاطر دخول الأموال القذرة " غسيل الأموال": هو ما حدث من جراء إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية، وانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب وفتح قنوات عديدة لغسيل الأموال القذرة المتأتية من الاتجار بالمدخرات والأسلحة وسرقة البنوك... الخ، ويستخدم أصحابها هذه القنوات لغسيل الأموال وإخفاء مصدرها عن طريق إدخالها للنظام المصرفي والسوق المالي من خلال استثمارها مؤقتاً في بعض الأدوات المالية - أسهم وسندات- . " وبسبب عولمة الاقتصادية وتخفيف الرقابة على الحدود والتطورات المتلاحقة في تقنيات المعلومات والاتصال ووسائل النقل ظهرت أقاليم تعرف " بالجنات الضريبية" تضم مختلف النشاطات والمشاريع الأجنبية بتكلفة ضريبية منخفضة أو معدومة، كما برزت مراكز مالية يصطلح عليها بالمراكز المالية خارج الحدود \* تتواجد فيها مؤسسات مالية ونقدية بعيدة عن القيود الإدارية والرقابة المالية، وانتشرت في هذه الأقاليم فروع البنوك الكبرى الدولية لاستقبال رؤوس الأموال الأجنبية التي تضم وبأحجام كبيرة الأموال القذرة سعياً من أصحابها لاستغلال تلك الأقاليم بأساليب متطورة ومعقدة لنقل وتحويل هذه الأموال ومن ثم إكسابها صفة الشرعية.<sup>1</sup>

- إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية: إن تزايد درجة العولمة المالية تخرج مسألة تحديد سعر الفائدة من سلطة البنك المركزي، وارتباط أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل بأسعار الفائدة الخارجية قصيرة الأجل نتيجة زيادة حركة رؤوس الأموال، كما أن تحرير حساب رأس المال يصبح بإمكان المستثمرين المحليين استثمار أموالهم في أماكن ترتفع فيها معدلات العائد على الاستثمار والاتجاه نحو المناطق التي تنخفض فيها معدلات الضرائب على الأرباح والدخول.

\* الجنات الضريبية: عبارة عن أقاليم وبلدان تمنح للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين فيها نظاماً جباتياً تفضيلياً مقارنة بالبلدان المجاورة أو بالمعدل العام عبر العالم، يستفيدون بموجبه بمزايا ضريبية، وغالباً ما تكون هذه الدول عبارة عن جزر مثل جزر البهاماس، جزر الكوك .

\* المراكز المالية خارج الحدود : هي مراكز مالية بعيدة يقرر تشريعها إعفاء كلي أو جزئي لرؤوس الأموال الأجنبية من القيود التي تتعرض لها في موطنها الأصلي.

<sup>1</sup> المهدي ناصر، المراكز المالية خارج الحدود وظاهرة غسيل الأموال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية بنوك، جامعة بليدة، 2005، ص: 10.

- ظهور أزمات مالية: أثبتت العديد من الدراسات العلاقة بين التحرير المالية والأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات، دراسة KAMINSKI et REINHART عام 1996 والتي أجريت على 20 دولة آسيوية وفي أوروبا من سنوات السبعينات إلى منتصف التسعينات، وتوصل الباحثان من خلالها إلى أن زيادة الحركة العامة لتحرير تؤدي في الغالب إلى حدوث أزمات بنكية، وكذلك دراسة KUND et DETRAGIACHE DEMIRGUC وتوصلت إلى أن عمليات التحرير المالي يتبعها وقوع أزمات على مستوى القطاع المالي.<sup>1</sup>

إن أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997 التي جاءت كنتيجة لعمليات التحرير المالي، حيث بدأت بوادر الأزمة في تايلندا على اثر انخفاض في سعر صرف عملتها نتيجة عمليات المضاربة على العملة وبفعل عولمة الأسواق المالية انتقلت الأزمة إلى دول المنطقة "ماليزيا، سنغافورة..."، فتوالت الانخفاضات في أسعار صرف العملات متنوعة في أسعار الأسهم إلى 50% من أسعارها السوقية. وهذا ما سوف يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(04): تأثير الأزمة على أسعار الصرف والأسهم لعملات الدول المعنية عام1997

اندونيسيا	تايلاندا	ماليزيا	الفلبين	كوريا الجنوبية	تاوان	سنغافورة	هونج كونج	
83.3 %	40.1 %	39.8 %	36.2 %	35 %	19.22 %	15.4 %	1 %	انخفاض أسعار صرف العملات بـ
29.8 %	46 %	55.5 %	5.9 %	57.2 %	_____	40 %	30.2 %	تدهور مؤشرات أسعار الأسهم بـ

المصدر: محمد زميت، مرجع سابق، ص: 183.

<sup>1</sup> رجال فواد، تأثير تحرير تجارة الخدمات المصرفية على تنافسية البنوك التجارية- وأثرها على القطاع المصرفي الجزائري -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2006/ 2005، ص ص :

## المطلب الثالث: مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية

أفرزت عولمة أسواق الأوراق المالية العديد من المظاهر مثل الابتكارات المالية، والتي تعتبر نتيجة لعمليات ترابط هذه الأسواق والتأثير الكبير الذي أبرزته تكنولوجيا المعلومات.

## أولاً: نماذج - آليات - الربط بين أسواق الأوراق المالية

- تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات بعضها البعض بأساليب مختلفة من أهمها:
- الربط الحاسوبي للبورصات: ويقصد به وجود شبكة بين الحواسيب الإلكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أغلب أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية، فمثلاً توجد 35 شبكة معلومات في أمريكا منها شبكة المعلومات البريطانية British Telecom يمكن الربط من خلالها بين بورصة لندن وباريس وفرانكفورت.
  - الربط البريدي العاجل: يمكن استخدام البريد السريع في الربط بين البورصات وخاصة إذا كانت هناك حاجة ماسة لتبادل صكوك مالية وأوراق عقود رسمية.
  - الربط بالوسطاء الماليين: يمكن ربط البورصات بالوسطاء الماليين في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات ومسجلين بها ، سواء كان هؤلاء الوسطاء الماليين يعملون بالوكالة أو بالأجر، وهم يلعبون دوراً هاماً في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين بورصتين أو أكثر.
  - الربط بين الشركات المالية العالمية : ويكون الربط بين البورصات الدولية بطريقة غير مباشرة عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب والفروع في الدول والمراكز المالية.

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004 ، ص ص : 171 ، 174 .

- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية : يتم الربط بين البورصات العالمية عندما يتم بناء محفظة الاستثمار الدولية ذات الأوراق مالية والعملات متعددة الجنسيات ، وتعتمد الشركات متعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف والمخاطر وتغيير مكونات محفظة الاستثمار لضمانات أعلى عائداً و أقل مخاطر مشرقة.
- الربط بالسياسات المالية : عن طريق بتوحيد السياسات المالية يمكن الربط بين البورصات من حيث سياسات الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين الشركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية في البورصة.
- الربط التنظيمي : تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معهما ، ويعني أن جميع الأدوات والآليات سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك الأسواق.
- الربط التشريعي : تكفي بعض البورصات الراغبة في الربط بتطبيق التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية حيث يسهل ذلك التداول في الأوراق المالية المختلفة.
- الربط بالشركات المشتركة: يؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق الجغرافية المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات الشركة المشتركة في أكثر من بورصة.
- الربط المتكامل تحقق الدول في الإتحاد الأوربي ربطا للبورصات في أوروبا الغربية بأكثر من طريقة وآلية من آليات المذكورة أعلاه، حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب الالكترونية والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...التي تستخدم الأقمار الصناعية (الاستقبال والتوجيه ) في الاتصالات واستقبال المعلومات عن أسواق المال بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.
- ويتم ربط البورصات في البلاد الواحد ببعضها البعض، أو ربط البورصات بين بلدين أو أكثر داخل كتلة اقتصادي واحد، أو ربط البورصات بين عدة دول حيث يصبح ربط عالمي على مدى 24 ساعة للاستفادة من اختلاف التوقيت الزمني بين القارات والدول.

إن العولمة زادت من التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم، وذلك ينسحب بالضرورة على عولمة الأسواق المالية، حيث يتم من خلالها تبادل وتداول وتصفية الأصول النقدية والمالية خارج الحدود السيادة الوطنية، كما أصبحت الأسواق المالية العالمية هي الأداة الأكثر ربطاً للعديد من دول العالم بما تشمله من عمليات سوق العملات والأسهم والسندات والقروض والأوراق المالية الأخرى، كما أن عولمة الأسواق المالية تزايدت مؤخراً بشكل شديد، وقد عكست ثورة مالية حقيقية من حيث حجم الأسواق وتأثيرها وعلاقتها وأدواتها المالية الجديدة وأن هذه الثورة أحدثت ترابطاً عضوياً بين هذه الأسواق.<sup>1</sup>

إن عملية ترابط وتشابك الأسواق المالية العالمية في إطار عولمة الأسواق المالية بفعل التقدم التكنولوجي والمعلوماتي الذي ساهم في هذه العملية إلى حد كبير، فأصبح بإمكان أي شركة أو مؤسسة في أي دولة من العالم أن تصدر الأوراق المالية وتطرحها للتداول في بورصات مختلفة من العالم، حيث تتيح للمستثمرين الذين يتوفر لديهم فوائض مالية واستثمارها عن طريق البورصات. " إن زاد التقدم التكنولوجي من تكامل الأسواق المالية وكفاءتها، وتبلور ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات التي ساهمت في ربط عموم المشاركين في السوق بشبكة اتصالات تمكنهم من تنفيذ الصفقات في لحظات، هذا إلى جانب السرعة بنقل المعلومات الأمر الذي ساعدها بالمتابعة والمراقبة لأسعار الأصول المالية عن بعد.<sup>2</sup>

كما تعتبر العولمة المالية ومظاهرها سبب في عالمية الأزمات وانتشارها في جميع أنحاء العالم، بفعل ترابط معظم الاقتصاديات العالمية واندماج أسواقها، فتظهر أزمة في اقتصاد دولة معينة سرعان ما تنتقل إلى اقتصاديات دول أخرى، وتعتبر الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أفضل مثال على ذلك، إذ ظهرت هذه الأخيرة في سوق العقارات الأمريكي ليمتد تأثيرها ويمس القطاع المصرفي والمالي في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة التداخل بين القطاعات الاقتصادية

<sup>1</sup> احمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع " استراتيجيات الأعمال في ظل العولمة"، جامعة فيلا دلفيا، الأردن، 15، 16 مارس 2005، ص ص: 5-6.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن، 2010، ص: 31.

والمؤسسات المالية وغير المالية - المصرفية - العاملة بها، فأفلست العديد من البنوك ومؤسسات التأمين وغيرها. كما أن لأزمة سوق العقارات تداعيات وأثار كبيرة على الاقتصاد العالمي، " فقد انتشرت هذه الأزمة إلى الأسواق المالية - البورصات - العالمية منها البورصات الأوروبية، الآسيوية والعربية وألحقت أضرار كبيرة بالقيم المنقولة المتداولة في السوق، كما أثرت بشكل سلبي على الاقتصاد الحقيقي وأدت إلى انكماش النشاط الاقتصادي في اغلب دول العالم"<sup>1</sup>. بالإضافة إلى أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، فبمجرد ظهور الأزمة في تايلندا وعمدت إلى تخفيض قيمة عملتها حتى انتشرت الأزمة بسرعة في الأسواق المالية الآسيوية.

### ثانيا: الأسواق العالمية لرؤوس الأموال

عولمة الأسواق يعني تكاملها في جميع أنحاء العالم لتكون أسواق مالية دولية، وقد ساهمت عملية العولمة للأسواق في زيادة حركة الأموال وعدم التقيد بالأسواق المحلية، كما وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وعدم حصرها في ظل حدود الأسواق المحلية، لأن أهم ما يميز الأصول المالية في الأسواق الدولية هو أن عملية إصدارها متزامنة في عرضها لعموم المستثمرين وفي مختلف البلدان وعادة ما تكون عملية العرض خارج السلطات القانونية للدولة الواحدة.<sup>2</sup>

تكمن الوظيفة الأولى للأسواق العالمية لرؤوس الأموال في إقامة علاقة مباشرة أو غير مباشرة، بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها، ولكن العمليات تتخطى حدود الدولة وتشارك فيها عناصر اقتصادية تنتمي إلى قوميات مختلفة، وعلى الرغم من التكاليف والمخاطر التي تتطوي عليها هذه العمليات إلا أن هذه الأسواق تقدم الكثير من الإغراءات وهذا ما يبرر نموها، وهذه الإغراءات هي<sup>3</sup>:

- بالنسبة لمالكي الأموال:

<sup>1</sup> عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub prime, 2009, Regende, ص ص: 63، 66.

<sup>2</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص : 30.

<sup>3</sup> فرنسوا لورو، مرجع سابق، ص ص: 13، 14.

- بعض البلدان تتمتع بفائض مالي بشكل طبيعي، واقتصادياتها تستطيع امتصاص المدخرات المملوكة أو المحدثه ويجد المالكون لهذه الفوائض في الخارج إمكانيات جديدة للتوظيف.
- إن الفوائد والأرباح المحصلة من توظيف هذه الأموال في أسواق خارجية تتجاوز مقدار ما لو تم توظيفها في أسواق محلية.
- يتمكن المستثمرين من الحصول على الأرباح إضافية بفعل تنويع المحفظة المالية.

#### - بالنسبة لطالبي الأموال:

- يستطيع طالبوا الأموال تقليص تبعيتهم لسوق واحدة من خلال تنويع التمويل.
- بإمكان مصدرى الأوراق المالية إيجاد فرص جيدة في الأسواق المالية الدولية تساهم في انخفاض تكاليف التمويل.

تعد هذه الأسواق إحدى التطورات النقدية التي شهدتها الأسواق المالية الدولية الراهنة وتتجزأ إلى<sup>1</sup>:

#### 1. السندات الدولية: لما كانت الفوارق غير واضحة تماماً، بين اليورو سندات والإصدارات

الدولية، فقد تم دمج هذين النموذجين من الأوراق المالية ضمن ما يعرف بالسندات الدولية.

أ - سوق اليورو - سندات: اليورو سند هو ورقة مالية، تستفيد من وضع ضريبي مميز،

وتصدر باليورو عملة بواسطة مجموعة دولية من المصارف، وتوظف خارج البلد الذي

استخدمت عملته في تحرير القرض، إن وجود مجموعة دولية Syndicat يسمح بنشر

الأوراق المالية عبر العالم.

ب - أسواق الإصدارات الأجنبية: يقتضي عدم المزج بين أسواق الإصدارات الأجنبية وأسواق

اليورو - سندات فالإصدارات الأجنبية هي كناية عن إصدارات يقوم بها غير المقيم بواسطة

مجموعة من المصارف، على أن تحرر عادة بعملة البلد الذي حصل فيه الإصدار، وتوظف

<sup>1</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003، الجزء 2، ص ص: 158، 165.



- بشكل أساسي في البلد المذكور، ويجب على من يلجأ إلى هذا النوع من الإصدارات أن يتقيد بالإجراءات المتبعة في بلد الإصدار، خاضعا في نفس الوقت للنظم القانونية المطبقة.
2. سوق الإصدارات الدولية للأسهم: الإجراءات المتبعة في سوق الإصدارات للأسهم هي قريبة جدا من الإجراءات الخاصة باليورو - سندات والفارق يتأتى أساسا من طبيعة الأصول المالية المصدرة، كما هناك مجموعة مصرفية دولية تضمن التوظيف والنشر الدولي للأسهم الجديدة المصدرة من قبل مشروعات خاصة، هذا النموذج من العمليات المرتبط غالبا بعمليات الخصخصة، يجرى بالتوازي مع إصدارات للأسهم التقليدية الحاصلة في السوق المحلي، وما تجدر الإشارة إليه هو أن سوق الأسهم لم يشهد انطلاقا حقيقيا إلا في العقد السابق.
3. سوق القروض المصرفية الدولية أو اليورو - قروض: هذا السوق هو إطار لقروض مالية، متوسطة وطويلة الأجل غير مضمونة عادة وممنوحة مباشرة من قبل مجموعة من المصارف الدولية المجتمعة في Syndicat هذه القروض في الغالب محررة بالدولار.
4. سوق إصدارات الأوراق المالية قصيرة الأجل: تشتمل كافة الأسواق السابقة على خاصية واحدة وهي إتاحة التمويل المتوسط وطويل الأجل عبر مجموعة مصرفية، هذا المفهوم للتمويل المتوسط وطويل الأجل هو في تطور دائم وما ظهور وتطور أسواق اليورو - ورقة واليورو ورقة تجارية إلا استمرار مطلقا لأسواق اليورو قروض.
5. عولمة الأسواق الثانوية الدولية لتداول الأسهم والسندات:
- إن وجود سوق ثانوي منظم لرؤوس الأموال، متكامل مع الأسواق المحلية الأخرى، يعتبر عامل أساسي لأسواق السندات الدولية، وإذا ما نظرنا إلى النمو المتواصل الذي شهدته الأسواق الثانوية خلال خمسة عشر عاما الأخيرة، وهذا ما يظهر على سبيل المثال في بلوغ سوق اليورو سندات في نهاية عام 1994 مقومة بعملة الدولار الأمريكي 783 مليار \$ وهو ما يعادل نسبة 36.8، ونلاحظ سيطرة الدولار الأمريكي على هذه الأسواق.

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص ص : 205، 218.

إن مجموع العمليات المنجزة عبر " Euro clear و cedel " \* ارتفع إلى 29000 مليار \$ عام 1994، وهذا المجموع وصل إلى 23000 مليار \$ في 1993، والى حوالي 3500 مليار \$ عام 1986، لقد كان نمو الأسواق الثانوية متواصلا عبر الزمن، وضخامة هذه الظاهرة توضح التركيز المؤكد أكثر فأكثر للسوق المالي الدولي، يشار أيضا إلى أن حجم السوق الثانوي لليورو - سندات واليورو أوراق كان قد بلغ 10800 مليار \$ عام 1994 أي حوالي 40 مليار \$ يوميا، وهذا النشاط الهام يتعلق بكافة فئات الاوراق المالية سواء المحررة بالدولار أو بباقي العملات الأخرى، أما فيما يخص حجم أسواق الأسهم الدولية يشار إلى أن المصدرين الدوليين كانوا قد جمعوا حوالي 24 مليار \$ من رؤوس أموال إضافية في عام 1985 هذا المبلغ ازداد بما يقارب العشرين ضعفا في عام 1994. وتجدر الإشارة إلى أن طبيعة الأسهم تجعل هذا السوق شديد الحساسية على التغيرات الحاصلة في الوسط الاقتصادي والمالي، وخير دليل على ذلك التقلص في حجم الإصدارات الجديدة الذي عقب الأزمة البورصية في عام 1987 وغياب المصدرين أثناء الأزمة الميكسيكية عام 1997. ويعتبر حجم الإصدارات شديد النقلب، لكن يميل نحو الارتفاع ويمكن ربط هذه الظاهرة بزيادة الطلب من ناحية وبتضاعف عمليات الخصخصة في العديد من الدول من ناحية أخرى، فعمليات خصخصة مشاريع الطاقة والنقل والاتصالات، ونظرا لضخامة هذه التوظيفات كان من الطبيعي اللجوء إلى السوق الدولي، إلا أن هناك بعض الصعوبات التي تواجه هذا السوق في العملية الواحدة.

### ثالثة: التقدم التكنولوجي ودوره في أسواق الاوراق المالية<sup>1</sup>

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة من العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد

\* " Euro clear و cedel " : هما مؤسستان متخصصتان ذات طابع قانوني تعاووني تقدم خدمات للمتدخلين المتخصصين والمستثمرين،

حيث يقوم هذان المركزان بمقاصة جزء من العمليات الدولية على القيم المتحركة بكافة فئاتها، ولا ينحصر دورهما في فرز العمليات الواقعة على اليورو - سندات، فيقع الاول في بروكسل والثاني في لوكسمبورغ.

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص : 160، 169.

الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذو الطابع الدولي في أسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات، واستفادت البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية كما أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية نظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية، وتستطيع الحواسيب الالكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية وموصلات الكمبيوتر، فتستخدم البورصات حاليا نظم الأسواق الاتوماتيكية AMS وتزداد استخدامات الموصلات الالكترونية وتقل تكاليفها مما يساعد أعضاء البورصة على الاستفادة من الحواسيب الالكترونية بالأسواق المالية ويتم ربط البورصات بالهاتف والفاكس والحواسيب الالكترونية وشبكات المعلومات المالية ومراكز المعلومات Satellites والتي تستطيع الحصول على المعلومات على مدار 24 ساعة، ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في أسواق المال مايلي:

- النظام الالكتروني للتحويلات المالية للبنوك.
- النظام الاتوماتيكي للمقاصة.
- نظام الاتصالات عبر البنوك العالمية ونظام التلكس.

#### المطلب الرابع: تجديد وترابط اسواق الاوراق المالية

إن العولمة أفرزت العديد من المظاهر المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، حيث زادت من عالمية هذه الأسواق وأضافت لها الكثير من الابتكارات في الأدوات المتداولة فيها وهي أكثر موائمة لمتطلبات عمليات التجديد في هذه الأسواق.

أولا: تجديد الأسواق

إذا كان الاقتصاد العالمي قد اتجه نحو آليات جديدة و مترابطة بالتنسيق المتكامل في البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية، فقامت أيضا البورصات العالمية وأسواق المال

بالتنسيق من خلال تكنولوجيا الاتصالات ومنظومة المعلومات لخدمة القرارات والتقليل من المخاطر، وتختلف الدول من حيث قدرتها على جذب الاستثمارات لاختلاف مخاطر الاستثمار والمخاطر السياسية والاختلاف في قوة أسواق المال وتاريخ إنشاء أسواق المال والتداول وحجم المعاملات، وتتأثر أسواق الأوراق المالية بالضغط والقوى العالمية عند تكوين محافظ الاستثمار الدولية التي تتكون من عدة أوراق مالية وعدد كبير من المستثمرين من دول مختلفة، وتوجد اتجاهات عالمية الآن نحو توحيد قوانين أسواق المال والمعدلات النمطية للبورصات ونظم المحاسبة، ويؤدي ذلك إلى زيادة الاتصالات المالية والروابط بين أسواق الأوراق المالية...، ومن الاتجاهات العالمية في البورصات الاهتمام بتوحيد معايير التداول والاتصالات الفورية بين البورصات والمنافسة على أساس العائد والمخاطر المحسوبة، ومن بين الجوانب التي شملتها عمليات التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية المتقدمة نذكر أهمها<sup>1</sup>:

- تطوير صناعة الأوراق المالية.
  - تطوير وسائل الاتصالات.
  - بناء شبكات المعلومات المالية.
  - توحيد المعايير النمطية في البورصات.
  - التنسيق في السياسات النقدية والمالية.
  - تشجيع الشركات تجاه الاستثمارات الدولية.
- بدأ في أواخر السبعينات الوسطاء والبنوك إلى اختراع وسائل وتقنيات جديدة لتسهيل توظيف الأوراق المالية، واستمرت هذه العمليات إلى أعوام الثمانينات، وجاء ابتكار وسائل جديدة لتأمين الحماية الفعالة في مواجهة المخاطر والتقلبات كما لعب التطور التكنولوجي دورا خاصا في انبثاق

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 111، 112 .

وسائل جديدة، حيث كان في البداية لتعميم أجهزة محاسبة فعالة أثرا كبيرا في التوصل إلى تقديرات سريعة جدا ومتواصلة للقيمة النقدية لبعض هذه المبتكرات، كذلك تسمح بالتقريب بين مختلف المتعاملين والوسطاء العالميين، في الوقت الذي تقدم فيه خدمات ضرورية من أجل تحويل الاوراق المالية والأرصدة.<sup>1</sup>

أمام توسع ظاهرة العولمة المالية وما أفرزته من ابتكارات مالية، تجد المؤسسات المالية بصفة خاصة نفسها مرغمة على مواكبة هذه التطورات بالسعي للاستجابة للطلبات الدقيقة للزبائن بتحسين خدماتها وتنويع منتجاتها، كما أن التطور الذي تشهده الصناعة المالية من شأنه أن يضاعف من متطلبات الابتكار " التجديد" المالي حتى وإن تميز المحيط العام بنوع من الاستقرار النسبي من حين لآخر.<sup>2</sup>

وساهمت المشتقات المالية في تضخيم الفقاعة المالية " حيث زادت قيمة المعاملات في المشتقات المالية من 100 مليار دولار عام 2000 إلى 61000 مليار دولار عام 2007"<sup>3</sup>، فهي عامل مساعد على زيادة المديونية التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار لأنها تنشئ طلبا وهميا لا يتناسب مع حقيقة النشاط الاقتصادي وارتفاع الأسعار يفرض على المستثمرين تأمين أصولهم مما يعني التوسع في الاقتراض، ومن هنا ظهرت آلية التوريق وذلك تزامنا مع استفحال ظاهرة العولمة المالية، حيث ساعد انفتاح واندماج الأسواق المالية الدولية على توسع سوق المشتقات المالية في معظم الأسواق مما سهل انتشار العدوى لدى بقية الدول في العالم.<sup>4</sup>

### ثانيا: ترابط أسواق الاوراق المالية الدولية

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة في العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغييرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد

<sup>1</sup> فرنسوا لورو، ترجمة: حسن ضيقة، مرجع سابق، ص: 241 ، 242 .

<sup>2</sup> محمد بوجلال، مقاربة إسلامية للازمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 6 ، ص: 13 .

<sup>3</sup> فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية، اتحاد المصارف العربية، 2010، ص: 178 .

<sup>4</sup> محمد بوجلال، مرجع سابق، ص: 10 .

الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذو الطابع الدولي في أسواق الأسهم وأسواق السندات وأسواق العملات والعقود الآجلة واستفادت البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية، كما أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية نظرا لتشابه المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية، ولعبت الوسطاء في سوق الأوراق المالية " البنوك، شركات التأمين وصناديق الادخار، بنوك الاستثمار " دورا هاما في الربط الدولي للبورصات واتجاهاتها العالمية بسبب<sup>1</sup>:

-التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات أكثر من 75 % من حجم الاستثمار الدولي.

-التوسع في نشاط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

-التوسع في أسواق القروض الدولية ( سوق السندات الدولية ).

-انتشار القاعدة الدولارية.

-انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر.

-التوسع في الاستثمار الأجنبي مباشر في الأوراق المالية.

-دعوة جولة الأورجواي للجات إلى تحرير تجارة الخدمات المالية والتأمينية والمصرفية

وتجارة الأوراق المالية بالبورصات.

وبفعل استعمال المعلوماتية ' L informatisation' في الأسواق المالية تم اختزال كل

الحواجز الجغرافية التي تفصل بين الدول والأسواق، أصبحت الدول تعمل على مدار 24 / 24،

ووجد المستثمرون على شاشات العرض الآلية كل المعلومات التي يحتاجونها في الأسواق

الأخرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 160 ، 161.

<sup>2</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 155.

وتستخدم أسواق الأوراق المالية الدولية في عمليات الربط مجموعة من البرمجيات والأنظمة التي تساعدها على ذلك، ومن بينها نظام NASDAQ وهو يسمح بالتداول بين البورصات العالمية على مدى 24 ساعة، ونظام SEAG يتم من خلاله ربط الوسطاء الماليين وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية بشبكة من الاتصالات لإتمام الصفقات على تقوم بالمعاملات 24 ساعة بالبورصات العالمية، وتأخذ عالمية أسواق الأوراق المالية ثلاث نماذج وهي " نموذج عالمية البورصة، نموذج عالمية المحفظة المالية ونموذج تدويل المؤسسات المالية"، وشهد العالم في العقود الأخيرة تغيرا كبيرا في أنماط التمويل الدولي من خلال العديد من الأسواق أهمها أسواق الأورو- دولار، كما أن هناك عددا من الأسهم الدولية التي تم تداولها عبر البورصات الدولية، أما عالمية محفظة الاستثمار فقد تم ربط البورصات العالمية من خلال ما يقوم به المديرين الماليين الدوليين من بناء محفظة استثمار بعملات مختلفة بغرض التنويع لخفض المخاطر، وتنص قرارات جولة أوجواي في اتفاقية الجات على تحرير الخدمات المالية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية بالبورصات وهذا ما ساعد على عالمية أسواق الأوراق المالية والبورصات، وسوف يؤدي ذلك إلى<sup>1</sup>:

- الاتجاه نحو عالمية البورصات.
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية.
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين والشركات المالية الدولية.
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية والتداول.
- حتمية الإفصاح المالي والاتصالات الدولية.

### المبحث الثاني: التجديد المالي وأثره على أسواق الأوراق المالية

إن الأوراق المالية التي تم التعرض لها سابقا ليست هي الأدوات الوحيدة المتداولة في أسواق الأوراق المالية، إذ توجب على الصناعة المالية أن تستجيب للتطورات الحاصلة في بيئة

<sup>1</sup>فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 127 ، 162.

النشاط الاقتصادي والتي تزاوّل عملها على مستوى هذه البيئة نظرا لما شهدته هذه الأخيرة من تغيرات في أساليب وصيغ التعامل، وكذلك الأدوات المتداولة فيها، وهذا ما عرف بالتجديد المالي\*.

### المطلب الأول: مفهوم التجديد المالي ودوافعه

شهدت الأسواق المالية صورا إبداعية لمنتجاتها، وكانت ولا زالت حدة المنافسة بين المؤسسات المالية الدور الرئيسي لإنتاج الإبداع المالي وتطوير آلية السوق، واستراتيجيات الاستثمار بالأدوات المالية، كما أن الإبداع المالي ساهم بفاعلية في نقل الثروات المالية من السوق المحلي إلى الأسواق الدولية مما يساعد على ذلك هو تخفيض القيود على حركة رأس المال والتطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.<sup>1</sup>

### أولا: مفهوم التجديد المالي

يعد تحديث أدوات السوق المالي أمرا موازيا للتحديث في المؤسسات المالية، وبالتالي فالصناعة المالية لا تختلف عن الصناعات الأخرى كونها تستهدف تحقيق الربح وتعزيز القيمة المضافة، لذلك فتغيرات البيئة الاقتصادية تحفز البحث عن تحديث أكثر فاعلية<sup>2</sup> وبالتالي أن يترتب على تغيرات التكنولوجيا حفز التجديد والابتكار المالي من خلال تخفيض تكلفة تقديم الخدمات والأدوات المالية ويجعل من المربح تقديمها إلى الجمهور، فلقد ترتب على تكنولوجيا الكمبيوتر تخفيض في أداء المعاملات ومن ثم فكرت المؤسسات المالية في تقديم خدمات وأدوات مالية جديدة.<sup>3</sup>

ويقسم البعض حركة الابتكار المالي " التجديد " إلى قسمين رئيسيين هما: اختراع منتج مالي واختراع إجراء مالي، فاختراع منتج يتم بإيجاد ورقة مالية مثلا غير موجودة من قبل أما اختراع إجراء فيتم عن طريق تغيير طريقة معينة في التعامل نتيجة الاستعمال المكثف للوسائل

\* يمكن الإشارة إلى أن من أهم منتجات التجديد المالي هي منتجات وأدوات الابتكار أو الإبداع المالي، لذلك نقصد بالتجديد المالي الابتكار والإبداع.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص : 24.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 99.

<sup>3</sup> احمد ابو الفتوح الناقه، مرجع سابق، ص : 41.



الإلكتروني والإعلام الآلي، ويبقى القاسم المشترك للاختراعات المالية هو مساهمتها في زيادة كفاءة السوق وتنشيطها من الناحية العملية، ولم تقف حركة الاختراعات المالية عند الأوراق المالية، فقد امتدت إلى ميدان المؤسسات والهيكل، حيث أنشأت أسواق خاصة ببعض من تلك الأصول لتوفير السيولة لها، وإتاحة الفرصة للشركات التي لم تتمكن من الدخول إلى الأسواق الرسمية مثلاً إنشاء السوق الثالثة والرابعة في الولايات المتحدة وأسواق الخيارات وأسواق العقود المستقبلية وغيرها<sup>1</sup>. وصنف الإبداع المالي في ثلاث اتجاهات<sup>2</sup>:

- أدوات لتوسيع السوق وهي أدوات تؤدي إلى زيادة سيولة السوق، وتوفير الأموال من خلال عرض الفرص الجديدة من قبل المصدرين إلى المستثمرين.
  - أدوات لإدارة المخاطر فهذه الأدوات تستخدم لتحويل المخاطر المالية إلى الذين أقل تجنباً لتحمل المخاطر.
  - أدوات المراجعة فهي أدوات تمكن المستثمرين والمقترضين من الاستفادة من فروق التكلفة واختلاف العائد بين الأسواق المالية.
- ومن أهم تلك الأدوات المالية المبتكرة التي دخلت إلى أسواق الأوراق المالية هي الأدوات المالية المشتقة التي تولدت عن الهندسة المالية والتي تعتبر وسيلة لتنفيذ الابتكار - التجديد المالي - ، وهي منهج أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، وإن الهندسة المالية والابتكار المالي ليس شيئاً واحداً وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى، فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية والتي توفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها أفضل السبق في تقديمها للعملاء<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص : 125، 126.

<sup>2</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص : 24.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص : 83.

## ثانيا: دوافع - مبررات- التجديد المالي

إن الابتكارات المالية تعد أهم مظاهر التجديد المالي وساعد على ظهورها العديد من العوامل نذكر أهمها في مايلي:<sup>1</sup>

-الأنظمة الضريبية المطبقة: إن التغييرات في القوانين والأنظمة الضريبية وكذا تغير النسب المفروضة على مختلف الدخول يجعل الخاضعين لتلك الضريبة والمستثمرين يغيرون الأداة المالية واستبدالها بأخرى أقل من حيث العبء الضريبي وهذا ما ساعد على إيجاد أدوات مالية جديدة وسهل

4-الابتكارات المالية: مثلا تغيير النسبتين المفروضتين على كل من الأرباح الرأسمالية وعلى الفوائد المحصلة من الاستثمار في السندات وأرباح المساهمين العاديين.

-القوانين الحكومية السارية المفعول: إن تغير هذه القوانين كإلغاء الحواجز والفروق فيما بين المؤسسات المالية مثلا توسيع المؤسسات من سلسلة إصداراتها من الأوراق المالية وبذلك زاد التنافس في اختراع أصول مالية.

-تغييرات نسب التضخم وأسعار الفائدة: إذ يؤثر تغير معدل التضخم مباشرة على أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية وبصورة مباشرة على دخول الحقيقية، وفي هذا الإطار تم اللجوء إلى أدوات مالية أقل مخاطرة من هذه الناحية كالاستثمار في السندات بأسعار فائدة متغيرة، ويسهل للباحثين عن مصادر تمويل وتقديم أدوات قادرة على التكيف مع الظروف التضخمية السائدة.

-التقدم التكنولوجي: ساهم التقدم التكنولوجي في تغيير الكثير من التقنيات والإجراءات التي تقوم البورصات والأسواق المالية في كافة أنحاء العالم، حيث أثر على كيفية إتمام الصفقات بين المستثمرين في أسواق محلية أو أسواق عالمية، وألغى بذلك الفواصل الزمانية والمكانية فضلا عن تخفيض تكاليف المعاملات والسرعة في تسليم الأدوات المالية محل التعاقد وتسديدها.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص : 127، 131.

مستوى النشاط الاقتصادي السائد: إذا كان الاقتصاد يتمتع بفترة استقرار ورواج زادت الحاجة إلى مصادر تمويل مختلفة وتم اختراع أدوات مالية جديدة تستجيب لمتطلبات الفترة عكس فترات الكساد وعدم الاستقرار فيبقى التركيز على الأدوات والوسائل التي تقلل المخاطرة وتوفر السيولة للمنتجات المتوفرة لديهم.

-البحوث والدراسات الأكاديمية المتعلقة بكفاءة السوق: إن نتائج البحوث كفيلة بضمان الأرضية لاختراع أدوات مالية جديدة على مستوى البورصات وأسواق الأوراق المالية، حيث يتم التطرق إلى المنتجات المالية التي تمكن من زيادة كفاءة السوق وتكون مصدر إقبال من طرف المخترعين والمستثمرين.

### المطلب الثاني: الهندسة المالية مظهر من مظاهر التجديد المالي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الهندسة المالية وما نتج عن هذه العملية من ابتكارات مالية على مستوى الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية تسمى المشتقات المالية.

#### أولاً: تعريف الهندسة المالية

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية، وأن الغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة ليشمل أغراض المضاربة والاستثمار، ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالها مستمرة واستعمالاتها مستمرة ومتزايدة...، وتعرف الهندسة المالية على " أنها عمليات تصميم وتطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية "<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007 ، ص ص: 15، 22.

وتسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية " البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار والإدارات المالية " برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واستراتيجيات مالية تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية " أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أسعار الأسهم، حجم التداول..."، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية، ومن أمثلة التجديد في الأدوات المالية ما يطلق عليه بالمشنقات المالية التي تعتمد على عدد من الأوراق المالية وتغطي الهندسة المالية مجالات الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض، وتخطيط الخدمات المالية للأفراد إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية " الخاصة والعامة " و " المحلية والدولية " لغرض الربح أو لغير ذلك، وتقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين بالإضافة إلى نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي والقانوني<sup>1</sup>.

وقد شهد العقدان الأخيران من القرن الواحد والعشرين نمو متصاعد للهندسة المالية، وكان ذلك بفعل مجموعة من العوامل المتفاعلة والتي أدت في الأخير إلى تشكيل بيئة مناسبة لها، وقد تم تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين : **الأولى** عوامل بيئية داخلية تتعلق بالمنشأة نفسها والتي تمتلك بعض السيطرة عليها كاحتياجات السيولة وتدني المخاطر، أما **الثانية** فهي عوامل بيئية خارجية والتي لا تمتلك المنشأة السيطرة المباشرة على إدارتها إلا أنها في الوقت ذاته لها ارتباط كبير بها وتشمل التغيرات الكبيرة التي طرأت على الأسعار في أسواق السلع والمال منذ منتصف السبعينات وزيادة حدة المنافسة بين المنشأة المالية والمصرفية فضلا عن التطورات التكنولوجية المتسارعة في المعلوماتية والاتصالية وكذا التطورات في مجال التمويل للمنشآت<sup>2</sup>.

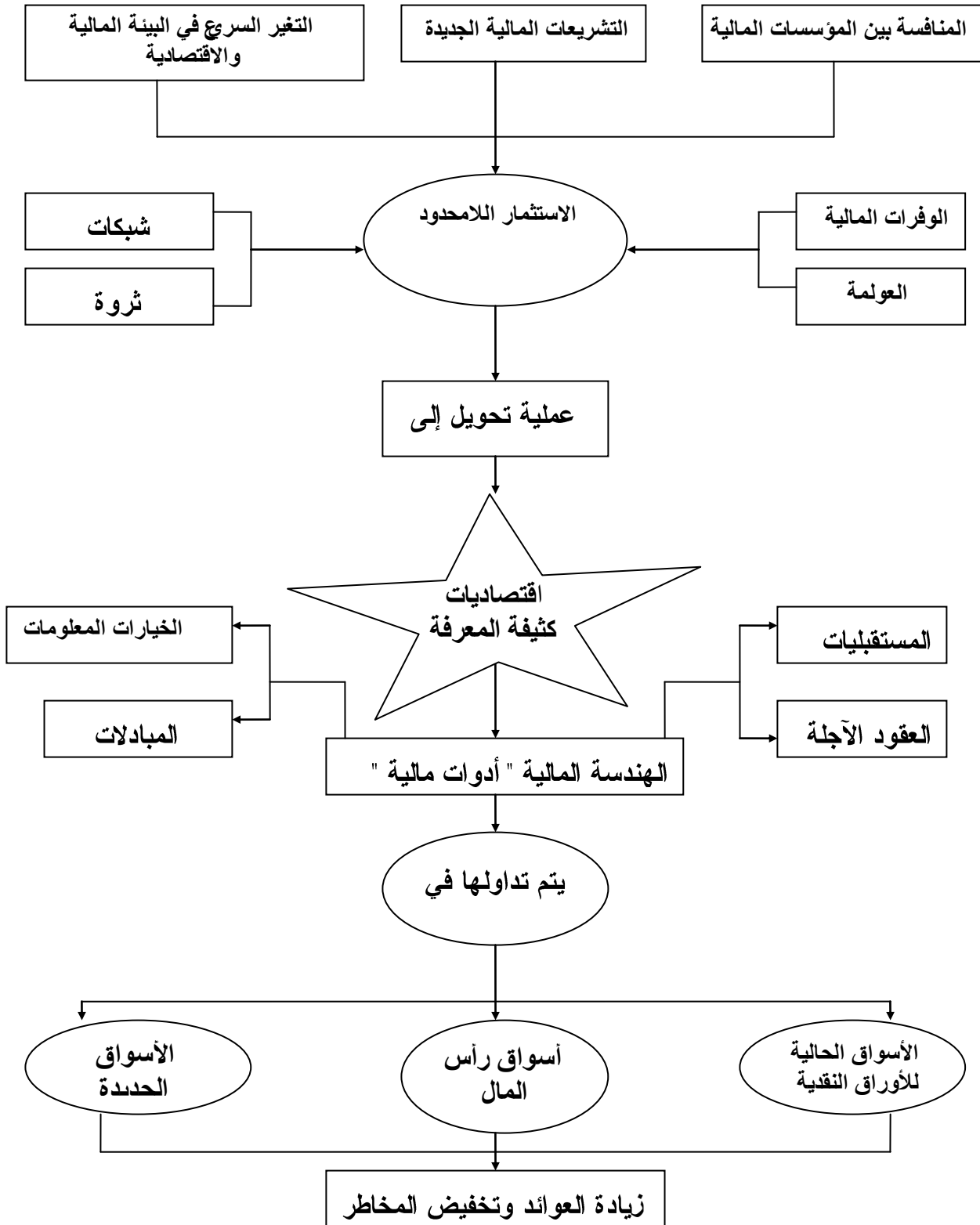
ويوضح الشكل التالي كيفية ظهور الهندسة المالية وتداولها في الأسواق المالية، حيث يظهر جليا الدور الذي تلعبه ثورة المعلومات والشبكات في زيادة تدفقات الاستثمارات المالية بفعل العولمة

<sup>1</sup> فريد النجار، المشنقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص : 123، 125.

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص : 33، 34.

وبالتالي التحول نحو اقتصاديات كثيفة المعرفة الأمر الذي ساعد على نمو هذه العملية والتي تتداول في أسواق المال بهدف التخفيض من درجة المخاطرة وزيادة العوائد. إن التغيير في أسواق الأوراق المالية يغير احد العوامل التي ساعدت على وجود الهندسة المالية، فالتقلبات في حركة أسعار في الأسواق المالية وعدم الاستقرار فيها أوجد بيئة مالية غير مستقرة تزيد من درجة المخاطر وتدني الأرباح ومن هذا المنطلق تطورت الهندسة المالية لتشمل وسائل وأدوات لإدارة وتغطية المخاطر المالية وزيادة الأرباح للمستثمرين في الأوراق المالية، كما أن التطورات التكنولوجية والمعلوماتية كان لها اثر كبير في تطوير الهندسة المالية.

شكل رقم (09): ابتكار الهندسة المالية وأدواتها في أسواق الأوراق المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص:

ثانيا: أدوات الهندسة المالية

إن التغيير المستمر والمتلاحق في النشاط والبيئة الاقتصادية العالمية وتحديدا المالية، استوجبت البحث عن أدوات مالية جديدة يساهم التعامل بها تخفيض التكاليف وتدني المخاطر ورفع العوائد وجاء هذا ضمن الهندسة المالية التي تشمل العديد من الأدوات التي من شأنها تحقيق ما تقدم ذكره، ويطلق على هذه الأدوات اسم المشتقات المالية.

تعرف المشتقات المالية على أنها " عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية ( الأصول التي تمثل موضوع العقد )، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسلع والعملات الأجنبية...الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.<sup>1</sup>

وتتضمن عقود المشتقات مايلي:

- تحديد سعر التنفيذ " الممارسة" في المستقبل.
- تحديد الكمية " عدد الاوراق المالية محل التعاقد".
- تحديد تاريخ انتهاء صلاحية العقد " مدة سريان العقد".
- تحديد الأصل محل التعاقد.

وبالتالي فإن المشتقات المالية هي اتفاق " تعاقد" للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر

ممارسة محدد مسبقا، حيث تعتمد قيمتها ( المكاسب، الخسائر ) على الأصل محل التعاقد.

ويتنوع المتعاملون في عقود المشتقات بين:<sup>2</sup>

**1 - المتحفظون:** يهتم المتحفظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات المالية

تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

**2 - المضاربون:** ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات المالية

لمحاولة تحقيق المكسب.

<sup>1</sup> طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 5.

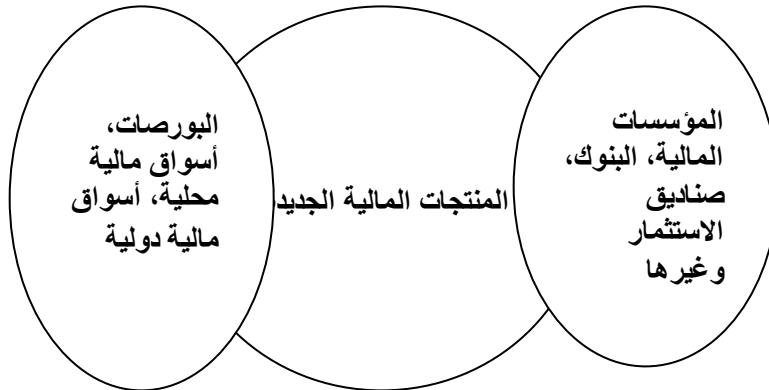
<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 8.

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

شكلت المشتقات المالية جوهر الهندسة المالية حيث تمكن من تلبية حاجات المنشآت المالية

والمصرفية والمستثمرين عموماً من مصادر التمويل المتنوعة، فضلاً عن زيادة السيولة في الأسواق المالية وتعزيز فرص هذه المنشآت في إدارة مخاطرها، ولقد تجلت أهمية هذه الأدوات في الأسواق المشتقة في أسواق الأوراق المالية العالمية من خلال زيادة حجم عدد عقودها والتي بلغت 774 مليون عقد خلال عام 1993 كما شهد حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها زيادة مضطردة خلال السنوات الأخيرة إلى نحو 45 ترليون \$. وقد نمت بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة من خلال السنوات العشر الماضية، فمنذ أن بدأت مقايضات أسعار الفائدة والعملات في أوائل الثمانينات، نمت سوق هذه الأدوات نمواً هائلاً ليبلغ حجمها الإجمالي القائم أكثر من 90 ترليون \$ منذ عام 2000 حيث تضم المشتقات مجموعة من العقود المالية وهي " عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة والعقود المبادلة" أو اثنين من هذه العقود وهو ما يصطلح عليه بمشتقات المشتقات مثل عقود المبادلة الخيرية<sup>1</sup>.

#### شكل رقم (10): توسيع قاعدة الأسواق المالية



المصدر: فريد النجار، مرجع سابق، ص: 136.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 59، 67.



نظرا للأهمية التي تلعبها المشتقات المالية بالنسبة للأسواق المالية والحركية التي تظهر على مستوى هذه السوق من خلال التعامل بالمشتقات المالية والسرعة بالإضافة إلى متطلبات خفض المخاطر والتكاليف والرفع من العوائد فإن عملية الهندسة المالية تعمل على زيادة من هذه المنتجات وخلق منتجات أخرى جديدة للتوسع من قاعدة الأسواق المالية، وهذا ما يوضحه الشكل السابق.

### المطلب الثالث: جوانب التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية

ظهرت في السنوات الأخيرة اتجاهات حديثة في الأوراق المالية التقليدية في الأسهم العادية والممتازة والسندات، المتداولة في أسواق الأوراق المالية، ونحاول في هذا المطلب التعرض إلى الاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق.

#### أولاً: الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية

بالإضافة إلى الأسهم العادية التقليدية التي تصدرها المؤسسات والمتداولة في أسواق الأوراق المالية والتي تم التعرض لها في الفصل الأول، توجد عدة أنواع جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة نذكر من أهمها<sup>1</sup>:

**1. الأسهم العادية لأقسام إنتاجية:** حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام الشركة حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين، ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية الأقسام في الشركة. وإن نجاح هذا القسم في أداءه يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة ومن مخاطر هذا السهم أنه قد يحدث نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين، وقد ظهر في الثمانينات حيث أصدرت شركة جنرال موتورز مجموعتين من الأسهم الفئة الأولى أطلق عليها فئة E وربطت بقسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، والفئة الثانية هي فئة H وربطت هذه الفئة بقسم إنتاج أجزاء الطائرات.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزت سلام، مرجع سابق، ص ص : 43، 44.

2. **الأسهم العادية بوفرات ضريبية:** الأرباح الموزعة على هذه الأسهم تستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها جزء من إيرادات الشركة وتنخفض الأرباح الخاضعة للضريبة، هذه الأسهم تخصص للعاملين في المنشأة مما يجعل أرباح هذه الأسهم تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون ومن آثار منح العاملين أسهم في الشركة هو تحفيزهم على زيادة الإنتاج، وكان أول إصدار لهذا النوع من الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية.

3. **الأسهم العادية المضمونة:** إصدار هذه الأسهم يكون مضمون بقيمة معينة " أي يحق لحامله الرجوع للشركة المصدرة عند انخفاض قيمته السوقية وذلك خلال فترة محددة ". فعند شراء سهم ما بـ 10 ون، تضمن المنشأة المصدرة لهذا السهم ألا تقل قيمته السوقية عن 8 ون ولو انخفض إلى 9 ون فلا تتحمل الشركة أي تعويض، أما لو انخفض إلى 6 ون فتعوض الشركة حامل السهم بالفرق وهو 2 ون لتصل للقيمة المضمونة، ( ويتم تعويض المستثمر عن الانخفاض في القيمة السوقية للسهم من خلال إصدار أسهم عادية إضافية بقيمة الانخفاض وتوزيعها على المستثمرين إلا أن هذا قد يؤدي إلى انخفاض كبير من القيمة السوقية للأسهم وزيادة حصة المستثمر في ملكية الشركة، فاستخدمت بعض المنشآت آليات أخرى للتعويض في صورة نقدية أو أسهم ممتازة... الخ) <sup>1</sup>. وفي الغالب يباع هذا النوع من الأسهم بعلاوة كتأمين، وللمستثمر الحق في الشراء بعلاوة إذا رغب بالضمان بأن لا يقل السهم عن قيمة معينة أو بدون علاوة إذا لم يرغب في الضمان.

### ثانيا: الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة

إضافة إلى الأسهم الممتازة ظهرت أنواع أخرى من الأسهم الممتازة من بينها الأسهم ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.<sup>2</sup>

1. **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة ومحددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، وفي عام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص ص: 48، 49.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص: 50، 55.

نوع من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم للطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل التوزيعات على نسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم.

2. **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** وهي الأسهم التي تصدر للتعويض عن الانخفاض في القيمة الاسمية للأسهم العادية المضمونة، فضلا أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس وأن القيمة الاسمية لا بد أن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي، فإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماما ما يحصل عليه حامل السهم العادي، كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العامة.

### ثالثا: الاتجاهات الحديثة بشأن السندات

استحدثت العديد من أنواع السندات التي تختلف عن السندات التقليدية، ونحاول استعراض أهمها في مايلي:<sup>1</sup>

1. **سندات لا تحمل معدل كوبون:** ويطلق عليها بالسندات صفرية الكوبون، فالمؤسسة لا تدفع عليها فوائد، حيث تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. أما سمة الصفرية فتظهر في كون أن تلك السندات تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية بينما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق مقدار الفوائد التي يحصل عليها حامل السند<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 285، 286.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، مرجع سابق، ص: 387.

2. **سندات ذات معدل فائدة متحرك - متغير -**: وهو نوع من السندات استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات.

وعادة يحدد سعر الفائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

3. **السندات ذات الدخل**: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

4. **السندات الرديئة**: استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

5. **سندات المشاركة**: تعطي الحق للمستثمر ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح الشركة.

و قد ظهرت سندات بأنواع أخرى من أهمها:<sup>1</sup>

1. **السندات القابلة للاستبدال**: استحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1986 فهي لا تختلف عن النوع السابق، إلا أن السهم محل الاستبدال بالسند هو لشركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند، عادة ما يكون معدل الكوبون على هذه السندات منخفضاً بالمقارنة بالسند غير قابل للاستبدال وذلك نظراً لاختيار ميزة الاستبدال لحامله وميزة التنويع للشركة التي تتمتع بالمركز المالي القوي.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، مصر، لم تذكر سنة النشر، الجزء الأول، ص ص: 356، 362.

2. السندات التي تعطي حق شراء أسهم الشركة: وتدعى صكوك الشراء اللاحقة، فهي السندات التي يصاحبها صكوك تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهم الشركة مستقبلا بسعر محدد عند إصدار السند، وقد تمتد فترة تنفيذ الصك لبضع سنوات.

#### رابعاً: الأوراق المالية القابلة للتحويل<sup>1</sup>:

يقصد بها تلك السندات والأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق " قابلة للاستدعاء " \* وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، عندما يكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء، وقيمة التحويل هي القيمة السوقية للسهم مضمونة في معدل الكوبون أي مضمونة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل، وقيمة التحويل تختلف عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحول، حيث أن معدل التحويل هو ناتج قسمة القيمة الاسمية للسند على سعر التحويل وأن حق التحويل يشجع على الاكتتاب فيها وخاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يتجنبون المخاطر.

#### خامساً: التوريق<sup>2</sup>:

يعتبر نشاط التوريق من الأنشطة التي ارتبطت بنشاط سوق الأوراق المالية والتي يتوقع أن تنتشر مع الانتشار في الأنشطة المرتبطة بها وخصوصاً لكل من نشاط التمويل وتداول السندات. والتوريق هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معد اثنتاناً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص ص : 121، 122.

\* الأوراق قابلة للاستدعاء: وهي سندات يجوز للجهة المصدرة استدعاءها، وذلك في أي وقت بعد مرور فترة زمنية معينة على إصدار السند وذلك عند انخفاض أسعار الفائدة على السندات في السوق، حيث تحل السندات الجديدة بسعر فائدة منخفض محل السندات القائمة التي تحمل سعر فائدة مرتفع.

<sup>2</sup> محمد احمد غانم، التوريق" الماهية، المزاي، الإجراءات والعناصر" ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009 ، ص ص : 29، 97.

النقدية للبنك، ويتمثل مصطلح التوريق (التسديد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين أي تنتقل القروض من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية. ويقوم التوريق على العناصر التالية:

■ **المقترض:** سواء كان شخص طبيعي أو اعتباري وقد يكون الغرض من الاقتراض عبر

مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل

تاريخ استحقاقها وإحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون.

■ **الأصول محل التوريق:** يتجسد الدين في صورة سندات مديونية والأصول الضامنة للدين

محل التوريق دائما ما تكون أصولا ذات قيمة مرتفعة لذلك غالبا ما تكون حقوق رهن رسمي

للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين البنك.

■ **الخطوات السابقة لعملية التوريق:** تسمى خطوات تمهيدية حيث يقوم البنك أو المؤسسة

باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم وفي حالة موافقتهم

فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد، بالإضافة إلى ذلك

يقوم البنك بالتقييم الواقعي للأصول وتحديد السعر اللازم للأوراق المالية المزمع طرحها

للاكتتاب.

■ **إدارة الأصول:** على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية

المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العلمية إثبات له

في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء

إنجاز وتنفيذ عمليات التوريق.

ويمكن تصنيف التوريق في نوعين أساسيين هما:

### 1 - تصنيف التوريق وفقا لنوع الضمان

- التوريق بضمان أصول ثابتة.

- التوريق بضمان متحصلات نقدية.

## 2- تصنيف التوريق وفقا لطبيعته

- انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة.
- انتقال الأصول بكفاءة في صورة مديونية وإصدار أوراق مالية وسندات عديدة تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.
- وقد شهدت أسواق التمويل الدولي خلال السنوات الأخيرة نموا ملحوظا كما ونوعا في النم المدينة أو الديون القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية أو غير مالية لاسيما البنوك منها، وقد أصبح التوريق وسيلة أساسية لدى هذه المؤسسات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الأصول غير سائلة إلى أصول سائلة، وقد تطورت أسواق التوريق الدولية مع تطور أنواع الأصول المورقة، ولعل عملية التوريق ظهرت مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام 1982 وجاءت اقتراح تحويل الديون الخارجية إلى سندات للخروج من الأزمة، كما تعود جذور التوريق إلى مسابقة التبادل الجذري الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل الدولي، حيث تم التحويل وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي إلى الأوراق المالية وكانت بداية انطلاق هذه العملية من الأسواق الأمريكية من أجل تمكين المصارف من التخلص من القروض الإسكانية غير السائلة، ثم تطورت في دول أوروبا خاصة بريطانيا، كما انتشرت عمليات التوريق في أسواق دول أخرى مثل كندا، السويد واستراليا.

## المطلب الرابع: دور مظاهر التجديد في أحداث ازمات مالية

- توجد العديد من العوامل والجوانب التي تجعل من سوق الأوراق المالية سببا في حدوث أزمات، حيث أن هذه العوامل تسبب في ظهور الكثير من الأعراض التي تؤدي إلى فقدان ثقة المستثمرين في السوق، والتأثير لتفاقم الأزمة وسرعة انتشارها، ومن هذه العوامل نذكر:
- 1. عولمة الأسواق المالية:** أدت العولمة إلى مضاعفة حجم وسرعة تدفقات الأصول المالية إضافة إلى تدفق السلع والخدمات وعوامل الإنتاج بين دول العالم إلى مستويات غير مسبوقة فاقت سرعة

التطورات في التشريعات والأنظمة اللازمة لتنظيم هذه التدفقات، كل ذلك أدى إلى زيادة التشابك والتداخل بين الدول وأقاليم العالم وجعله كقرية صغيرة إذا ما وقع في أي جزء منه أثر بشكل مباشر وفوري أثر على كافة أجزائه الأخرى، ونلاحظ التدفقات الهائلة للاستثمارات المالية الدولية واتسامها بالتركيز مع نمو ظاهرة المؤسسات المالية الضخمة عابرة الحدود والنقص في وسائل الرقابة والتنظيم قد ساهم في ظهور اختلالات غير متوقعة في أسواق المال سرعان ما تنتشر آثارها لمعظم أجزاء العالم، وعلى وجه التحديد فإن أي خلل مالي أو اقتصادي في أحد الأسواق الدولية الرئيسية كالسوق الأمريكي حيث يشكل هذا الأخير حوالي ثلث حجم الاقتصاد العالمي سيؤدي إلى اختلالات موازية في الأسواق العالمية الأخرى، هذا ما تعبر عنه الأزمة المالية العالمية 2008 والتي سوف نتطرق لها بالتفصيل في المباحث التالية، فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في وول ستريت انخفض المؤشر العام لقيم الأسهم في باريس ولندن وطوكيو وغيرها من أسواق الأوراق المالية الدولية وهكذا انتقلت عدوى الأزمة إلى بقية دول العالم ولم تقتصر فقط على الأسواق المالية، بل امتدت إلى شركات في مختلف النشاطات الاقتصادية وإلى قطاعات اقتصادية أخرى.<sup>1</sup> كما أن الأحداث المتعلقة بالأزمة الآسيوية والأحداث التي تلتها في مواجهة صدمات لدى الأسواق المالية العالمية والمنظمات الدولية، وترجع هذه الأسباب إلى العولمة، وعلى الربط الدولي شبه الآلي للأسواق المالية وإلى التقلبات المتعلقة بتدفقات رأس المال في الأسواق الناشئة<sup>2</sup>.

**2. الابتكارات المالية:** إن التعامل بأدوات الابتكار المالي التي تسمى بالمشتقات المالية يتضمن العديد من المخاطر نظرا للاختلاف الكبير في طرق وأساليب التعامل بين هذه الأدوات المبتكرة أو المستخدمة على مستوى أسواقها وبين الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق خاصة وأن الممارسة الخاطئة لهذه الأدوات من شأنه خلق العديد من الآثار غير المرغوب فيها مما ينتج عنه اضطرابات في الأسواق المال وإفلاس المؤسسات المالية والشركات. " كما يؤدي غياب الحيطنة

<sup>1</sup> طالب عوض، أثر التقلبات المالية على أسواق الدول النامية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Research%20Output%20Files/> , le : 08/ 08/2011, 23 :50.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 177 .



والحذر في إدارة الخيارات المالية إلى خسائر كبيرة، وإن أدوات الهندسة المالية وضعت أدوات عالية المخاطرة وتقلب وتعقيد شديدين وليس على سوء الاستعمال فقط، ويعتقد الكثير من المتعاملين أن أسواق المستقبليات أدت إلى حدوث أزمة 1987 وكما ذكرنا أن أسواق الأوراق المالية أصبحت مترابطة فإن أي تغير أو اضطراب يحدث في سوق معين يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وبالتالي يؤثر هذا قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها.<sup>1</sup>

إن هذه الأدوات إنما استحدثت أساساً لإدارة المخاطر وتغطيتها ولحل المشاكل والاضطرابات التي يتعرض لها المستثمرون سواء أفراد أو مؤسسات مالية أو شركات فهي تقدم لهم الكثير من الحلول والبدائل المالية لتوسيع استثمارهم، إلا أنها تخلق العديد من المخاطر والتي تمتد إلى أن تحدث أزمة مالية.

**3. كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم تماثل المعلومات :** على مستوى سوق الأوراق المالية يتم معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، فهي ترى بأن جميع المعلومات متاحة في السوق من الأسهم والسندات وأسعار الأصول عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، فالمعلومات توفر القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، أما إذا كانت المعلومات المطلوبة حول قيمة الأصول المالية غير متيسرة في السوق بسهولة وبدون تكلفة، أو أن بعض المعلومات المهمة والمرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية موزعة بشكل لامتنق (غير متماثل) بين المتعاملين، إن هذه الحالة تؤثر بوجود حالات غير متجانسة من توافر المعلومات تنعكس على عدم تجانس التوقعات للبالغين والمستثمرين في الأصول، ومن حالة تؤدي إلى اختلاف تقديرات المخاطرة والعائد ، ويقود الاتساق في المعلومات إلى آثار كبيرة على السوق وقد تؤدي إلى انهيار السوق.<sup>2</sup> " إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبير عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة،

<sup>1</sup> هاشم فوزي الديباس، مرجع سابق، ص: 119، 115.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 286، 276.

كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي"<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية

إن الهندسة المالية توفر العديد من الأدوات المالية المشتقة وتعرضها لتكون أمام المؤسسات المالية والمصرفية وكذلك المستثمرين، إذ تضم المشتقات المالية مجموعة من العقود المالية المتنوعة سواء من حيث طبيعتها أو آجال التعامل بها. وسوف نتناول في هذا المبحث الأنواع الرئيسية للمشتقات وتقييم هذه الأدوات.

#### المطلب الأول: عقود الخيار وعقود المبادلة

سوف نعمل على توضيح كل من عقود الخيار وعقود المبادلة كأدوات استثمارية تستخدم لتقليل المخاطر التي تحدث عند تغير أسعار الأوراق المالية من جهة، والرغبة في زيادة الأرباح من جهة أخرى.

#### أولاً: عقود الخيار

تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983 وأصبحت تؤلف جزء مهم من عمليات سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر، ويرجع بدايات التعامل بها إلى عام 1970 في أسواق المال الأمريكية، ثم بدأت عملها كسوق ثانوية منظمة عام 1973 في سوق شيكاغو (C.O.B.C).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عرابة رابح، بن عوالي حنان، ماهية الأزمات المالية والأزمة المالية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، ماي 2009، ص: 7.

<sup>2</sup> ارشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 71.

**تعريف:** عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل وتتوفر رغبة مشتري العقد في التعامل إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للأصل محل التعاقد في صالحه.<sup>1</sup>

فالخيار على الأصل (أ) هو حق وليس الالتزام لشراء أو بيع كمية معينة من الأصول بسعر معين سواء في تاريخ معين أو خلال فترة معينة. ويسمى السعر الذي صاحب الخيار " الحق في شراء أو بيع الأصل" بسعر ممارسة الخيار، وللحصول على حق ممارسة الخيار فإن المشتري يدفع قسط المكافأة إلى بائع الخيار.<sup>2</sup>

يتضح من مفهوم عقد الخيار أنه يمكن تصنيفها وفق الحق الممنوح للمستثمر من قبل محرر الخيار على أنها خيار شراء وخيار بيع، ولذلك طبيعة عقود الخيار تتضمن منح حق وليس التزام لحملتها حرية التنفيذ من عدمه اعتمادا على توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية للأسهم محل العقد.<sup>3</sup> فيدفع مبلغ لمحرر العقد يسمى المكافأة " العلاوة " وهو غير قابل للرد. ويمكن توضيح بعض المصطلحات المتعلقة بعقود الخيار وهي:

- **سعر الممارسة:** هو السعر التي تم تحديده مسبقا في عقود الخيار وغالبا ما يكون هو السعر الجاري في السوق المالي، وهذا السعر يسمح لحامل عقد الخيار بتنفيذه بيعا أو شراء.
- **المكافأة " العلاوة":** هي المبلغ الذي يدفع إلى محرر حق الخيار من مشتري الخيار لقاء الحصول على هذا الحق ويعبر عن سعر الخيار وهو مبلغ غير قابل للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم ينفذ.

- **تاريخ انتهاء صلاحية العقد:** وهو التاريخ الذي يقوم حامل حق الخيار بتنفيذ هذا الحق، ويحدد هذا التاريخ مسبقا عند إبرام العقد وهو آخر موعد للتنفيذ.

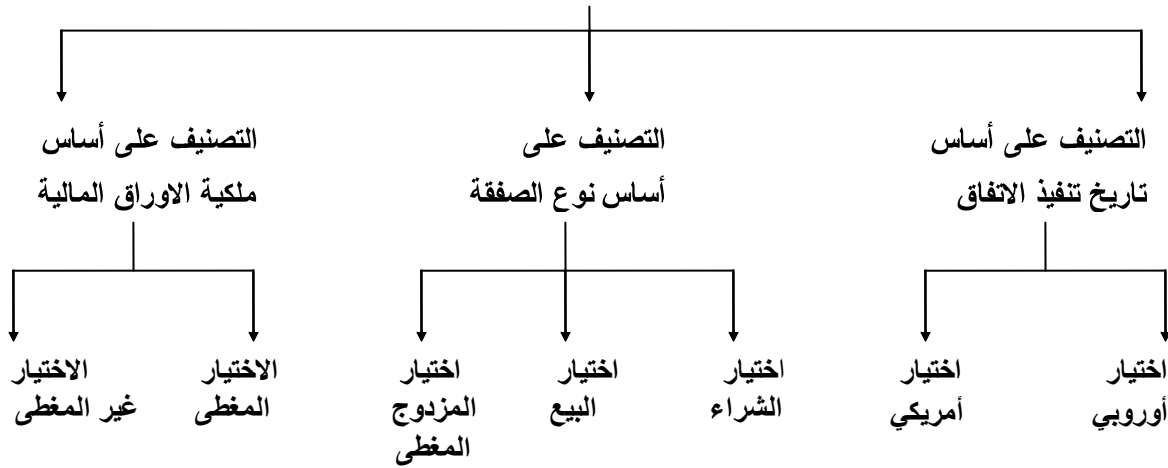
2- الأنواع: ويمكن تقسيم حقوق الخيار كمايلي:

**شكل رقم (11): أنواع حقوق الخيار**

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشنقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق، ص: 39.

<sup>2</sup> J.-p. gourlaouen, *les nouveaux instruments financiers*, libraire Vuibert, Paris, 1988, P: 152.

<sup>3</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 350.



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية" ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص: 259.

وفيما يلي تفصيل لهذه الأنواع<sup>1</sup>:

- **حق الخيار الأوروبي:** هو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

- **حق الخيار الأمريكي:** هو حق خيار تتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تتقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهاءه.

- **حق خيار الشراء:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار الشراء) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

- **حق خيار البيع:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق خيار البيع) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين لقاء مكافأة تدفع لمحرر الخيار.

- **الاختيار المزدوج:** ويمنح هذا العقد لحامله الحق في اختبار شراء وبيع لنفس الأصل محل التعاقد، حيث يكون تاريخ التنفيذ تاريخ واحد.

- **الخيار المغطي:** هو حق اختيار شراء يكون فيه احد طرفي العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

- **الخيار غير المغطي:** هو حق خيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد ، مرجع سابق، ص ص : 260، 261.

ويلخص الجدول الموالي كل من الحقوق والالتزامات لمشتري وبائع خيار الشراء و خيار البيع، فمشتري خيار الشراء ينفذ الخيار إذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ فهو ينفذ حق الخيار ويحقق أرباح غير محدودة ويتكبد خسارة العلاوة المدفوعة، كذلك هو الحال لحامل خيار البيع إذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ هنا لا ينفذ العقد ويحقق خسارة بمقدار العلاوة فقط.

جدول رقم (05): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

أنواع العقد		محرر العقد ( البائع )		مشتري العقد ( المالك )	
		الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء		بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد أو قبل انتهاء من الصلاحية.	تسليم العلاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ أو لا ينفذ الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد أو قبل انتهاء من الصلاحية.
خيار البيع		شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق إذا قرر التنفيذ وبسعر التنفيذ.	يتسلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع العلاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.

المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 129.

مثال توضيحي لآلية عمل عقود الخيار:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص : 129، 132.

**1 - خيار الشراء:** اشترى المستثمر حق شراء 100 سهم لشركة معينة مدة 6 أشهر ( خيار أمريكي) مقابل علاوة 4 ون للسهم بسعر ممارسة 50 ون، إن احتمالات تغير السعر السوقي خلال مدة 6 أشهر تكون كآتي:

**الحالة (1):** السعر السوقي أقل من سعر الممارسة (أقل من 50 ون)، هنا المستثمر لا ينفذ الخيار لأنه لا يمكن له أن يشتري سهم بـ 50 ون في حين أن سعره في السوق أقل من ذلك نفرض انه يساوي 40 ون، وتتنحصر خسارته هنا في قيمة العلاوة وهي 4 ون  $\times$  100 سهم = 400 ون وأنه لو قام بتنفيذ العقد لخسر 10 ون للسهم كفرق بين السعرين مضافا إليها 4 ون العلاوة.

**الحالة (2):** السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة أكبر من 54 ون ( 4+50 ) هنا على المستثمر تنفيذ العقد بهذا السعر لأن سعر السوق مرتفع وهو 70 ون، وهو يحقق ربح مقداره 20 ون كفرق بين السعرين، ويخسر العلاوة المقدرة بـ 4 ون أما الربح الصافي 20 - 4 = 16 ون.

**الحالة (3):** سعر السوق أكبر من سعر الممارسة ( 52 ) ينفذ العقد ويخسر مقدار العلاوة، لكنه يحقق ربح كفارق بين السعرين هو 2 ون. إذن الربح الصافي هو 2-4 = 2 ون.

**الحالة (4):** سعر السوق = سعر الممارسة = 54 ون. إذن يستطيع تنفيذ حقه أو عدمه لأن الخسارة القصوى هي 4 ون في حين سعر السوق = 54 ولا يوجد ربح ولا خسارة " خيار متكافئ".

أما بالنسبة للبائع: إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة فإنه يحصل على العلاوة فقط في شكل ربح " ربح محدد ". أما إذا كان سعر السوق أكبر من سعر الممارسة فإنه سوف يخسر 16 ون للسهم وخسارة غير محددة كلما ارتفع سعر السوق. أما حالة التكافؤ لا ربح ولا خسارة.

**2- خيار البيع:** اشترى مستثمر حق خيار بيع 100 سهم لمدة 6 أشهر ( خيار أمريكي ) مقابل علاوة 4 ون بسعر ممارسة 50 ون.

**الحالة ( 1 ):** السعر السوقي أدنى من سعر الممارسة ينفذ المستثمر حقه في الخيار ويحقق ربح غير محدود مرتبط باستمرار انخفاض السعر، لأنه سوف يبيع بـ 50 ون في حين يستطيع شراء السهم من السوق مثلاً بـ 40 ون، هنا يحقق ربح بفرق السعريين هو 10 ون والربح الصافي هو 6 ون للسهم.

**الحالة ( 2 ):** السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة فإن المستثمر لا ينفذ حقه في الخيار وخسارته محدودة وهي مقدار العلاوة 4 ون للسهم.

**الحالة ( 3 ):** السعر السوقي = 48 ون المستثمر ينفذ الخيار لأنه سوف يبيع بـ 50 ون بدلاً من 48 ون، والربح هو الفرق بين السعريين 2 ون. إذن الخسارة محددة بـ 2 ون للسهم.

**الحالة ( 4 ):** السعر السوقي عند 46 ون ينفذ الخيار وهو خيار متكافئ لا ربح ولا خسارة. أما بالنسبة لمحرر خيار البيع ( البائع ):

**حالة (1):** خسارة غير محدودة مرتبطة باستمرار الانخفاض في السعر.

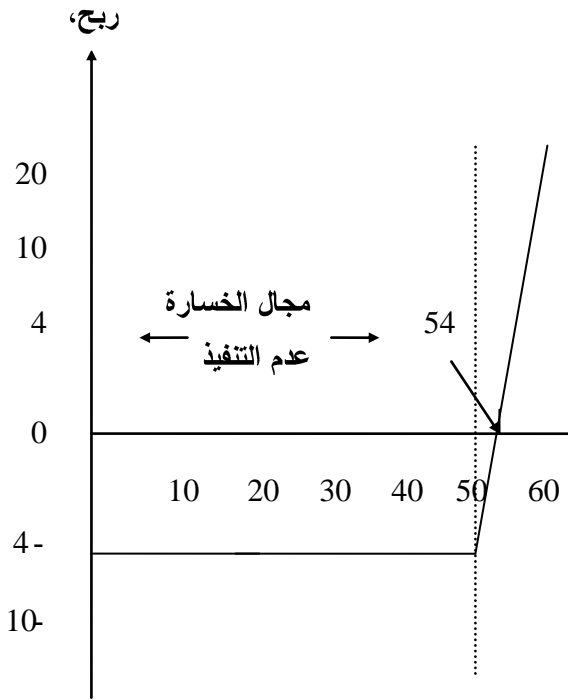
**حالة ( 2 ):** ربح مقدر بالعلوة 4 ون للسهم.

**حالة ( 3 ):** خيار متكافئ.

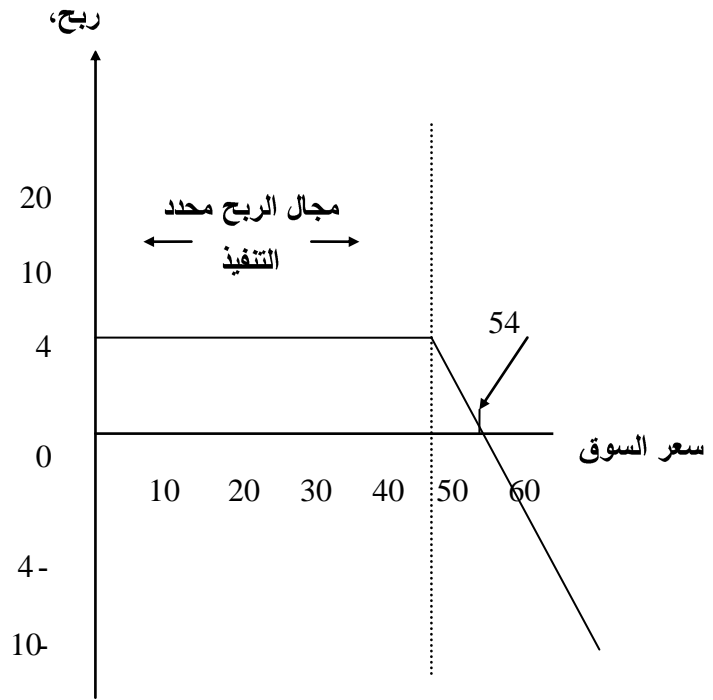
ويمكن توضيح الحالات السابقة لكل من خيار الشراء وخيار البيع بيانياً من خلال:

شكل رقم(12): طبيعة التعامل في عقود الخيار

1- عقد خيار الشراء



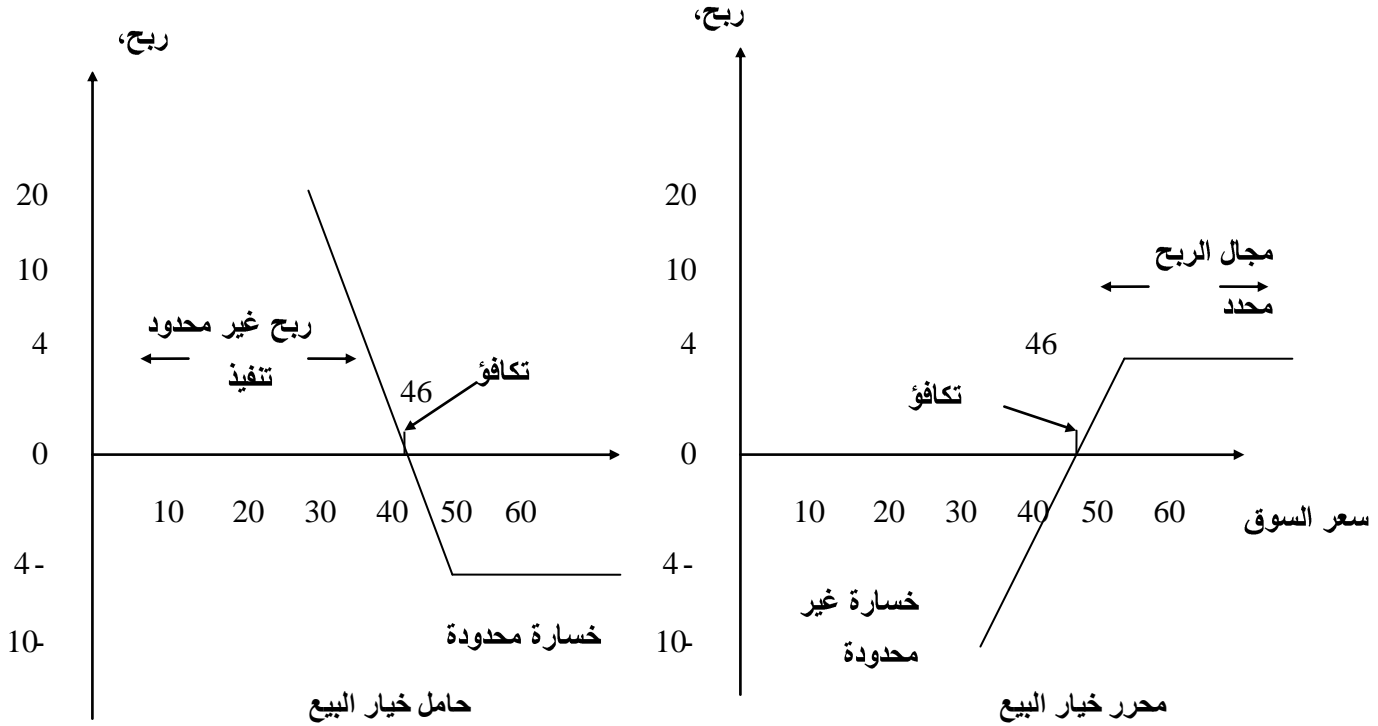
حامل خيار الشراء



محرر خيار الشراء

2 - عقد خيار البيع





المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 129 ، 132.

### ثانيا: عقود المبادلة

مبادلات العملة ظهرت في سنوات السبعينات حيث أنها تشترك في بعض الخصائص من عقود الصرف على المدى الطويل مما يفسر بأنها قد تكون وسائل جيدة للتحوط من مخاطر العملة على المدى الطويل، وتكون المعاملة بين اثنين من الكلاء، المؤسسات، بنكين، أو مؤسسة وبنك.<sup>1</sup>

**1 تعريف:** هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات

دورية (شهرية، نصف سنوية،...الخ).<sup>2</sup>

<sup>1</sup> J.-p. gourlaouen, op cit , P: 104.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 137.

وعقود المبادلة هي عقود ملزمة التنفيذ للطرفي العقد على عكس عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات "الأرباح، الخسائر" لا يتم تسويتها يوميا كذلك لا يتم تسويتها مرة واحدة.<sup>1</sup>

## 2 أنواع عقود المبادلة:

• **مبادلة سعر الفائدة:** تعتبر مبادلة سعر الفائدة عبارة عن صفقة يستطيع عن طريقها أن يتبادل تدفقات الفائدة من نوعية مختلفة، ومحسوبة على قاعدة المبلغ الرئيسي نفسه ويتم التعبير عن هذا المبلغ بالعملة ذاتها أي أن المبادلة تغطي السداد أن تتعرض لمبادلة الديون.

"وتتعلق مبادلة سعر الفائدة بمبادلات بين التدفقات ذات سعر الفائدة ثابت وبين تدفقات ذات سعر فائدة متغير، دون أن يعني ذلك غياب المبادلات التي تتم بين تدفقات سعر فائدة متغير وتدفقات سعر متغير آخر"<sup>2</sup>. "وبالتالي هي عملية بين طرفين يحددان مبادلة فائدة محسوبة بتطبيق معدل الفائدة الثابت أو المتغير بفائدة محدد مسبقا."<sup>3</sup>

ويتفرع هذا النوع إلى عدة أنواع أهمها:<sup>4</sup>

- عقود مبادلة سعر فائدة ثابتة بالمتغير: بموجب هذا العقد يلتزم أحد الأطراف بدفع تدفقات الفائدة الثابتة، وفي المقابل يستلم تدفقات معدل الفائدة المتغيرة.

- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا. وهو ما يعرف بـ "كاب".

- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بسقف أو حد معين ويصطلح عليه بـ "فلور".

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص : 317.

<sup>2</sup> فرنسوا لرو، ترجمة حسن ضيقة، مرجع سابق، ص : 270.

<sup>3</sup> Robert Ferrandier, Vincent Koen, op cit, P 418.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص ص : 318، 319.

- عقود المبادلة المختلطة: تنطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل، ولكن بشراء عقد مبادلة

كاب، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل ببيع عقد مبادلة فلور.

مثال: نفترض أن عقد المبادلة يغطي 5 سنوات ويتضمن سلسلة من المدفوعات السنوية على

مبلغ 1 مليون \$ وهذا المبلغ يعتبر أصل اعتباري- وهمي - وذلك لحساب الفوائد فقط. ونفترض

أن أحد أطراف العقد (A) يدفع فائدة ثابتة سنوية على المبلغ تقدر بـ 8 % يدفعها للطرف الآخر،

وفي المقابل فإن الطرف (B) يدفع فائدة متغيرة للطرف (A) وفقا لمعدل Libor \* ويتسلم الفائدة

الثابتة. وليكن مساوي لـ 7.5 % يوم إبرام العقد.

أي أن الطرف (A) سوف يدفع سنويا 80000 \$ للطرف (B) ولمدة 5 سنوات.

كما أن الطرف (B) يدفع 1 مليون \$  $\times$  Libor<sub>t</sub> للطرف (A).

السنة الأولى يدفع الطرف (B) 1 مليون \$  $\times$  7.5 % = 75000 \$. ويمكن أن نوضح ذلك من

خلال الجدول التالي.

جدول رقم (06): التدفقات الثابتة والمتغيرة المدفوعة من أطراف العقد

الفترة	معدل الفائدة المتغير لكل فترة Libor <sub>t</sub>	التزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه (B) إلى (A)	التزام لفائدة الثابتة الذي يدفعه (A) إلى (B)
0	7.5 %		
1	Libor <sub>1</sub>	\$75000 = 7.5% × 1000000	\$80000
2	Libor <sub>2</sub>	Libor <sub>1</sub> × 1000000	\$80000
3	Libor <sub>3</sub>	Libor <sub>2</sub> × 1000000	\$80000
4	Libor <sub>4</sub>	Libor <sub>3</sub> × 1000000	\$80000
5	Libor <sub>5</sub>	Libor <sub>4</sub> × 1000000	\$80000

المصدر: من إعداد الطالبة.

\* Libor: ويعبر عن سعر الفائدة المتغير في الأسواق المالية الدولية.

وتجدر الإشارة إلى أن المبادلة تجري فقط على معدلات الفائدة ولا تكون على المبلغ ذاته،

كما أن تحديد معدل Libor للتدفقات في الزمن  $t$  يعتمد على Libor في الزمن  $t-1$ .

• **مبادلة العملات:** وتتضمن عملية مبادلة بين عمليتين في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، والذي يتم تحديده وفق الفرق بين أسعار الفائدة السائدة في ذلك الوقت على الإقراض والإيداع لكل من العمليتين.<sup>1</sup>

**مثال:** نفترض أن هناك مستثمر (A) أمريكي يرغب في الحصول على تمويل بالدينار

الجزائري يقدر بـ 20 مليون دج وسعر الفائدة على هذا القرض 6% - كما أن هناك مستثمر آخر (B) جزائري يرغب هو كذلك في الحصول على قرض بالدولار يقدر بـ 1 مليون \$ بسعر فائدة 4%. مع العلم أن مدة التمويل 5 سنوات. وعند اتفاق الطرفين على عقد مبادلة كل منهما للالتزامات للطرف الآخر، حيث يفترض المستثمرين المبلغ الذي يحتاجه الطرف الآخر من سوقه المحلية وبالعملة المحلية له لقاء سعر الفائدة الممنوح من قبل البنوك في تلك الدولة، في الوقت الذي يستطيع المستثمر (A) الحصول على المبلغ المطلوب بسعر فائدة 3,5% أما المستثمر (B) فيحصل على 20 مليون دج بسعر فائدة 5.75% على أن تتم مبادلة الالتزامات لمدة 5 سنوات.

المستثمر (A) يقترض 1 مليون \$ بسعر فائدة 3.5%، والمستثمر (B) يقترض مبلغ 20 مليون دج بسعر فائدة 5.75%. إذن يتم مبادلة تدفقات أسعار الفائدة، بحيث المستثمر (A) عليه التزام بالدولار مقابل أصول مقومة بالدينار، والمستثمر (B) يحمل التزام بالدينار مقابل أصول مقومة بالدولار.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص : 88 .

جدول رقم (07): عملية مبادلة العملات

السنة	التزام المستثمر (B) نحو المستثمر (A)	التزام المستثمر (A) نحو المستثمر (B)
1	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
2	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
3	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
4	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
5	$= 1000000 + \% 3.5 \times 1000000$ $\$ 1035000$	$= 2000000 + 5.75 \times 2000000$ دج 21150000

المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

نحاول من خلال هذا المطلب توضيح كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية كأحد أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية مع تبيان أوجه الاختلاف والتشابه بينهما.

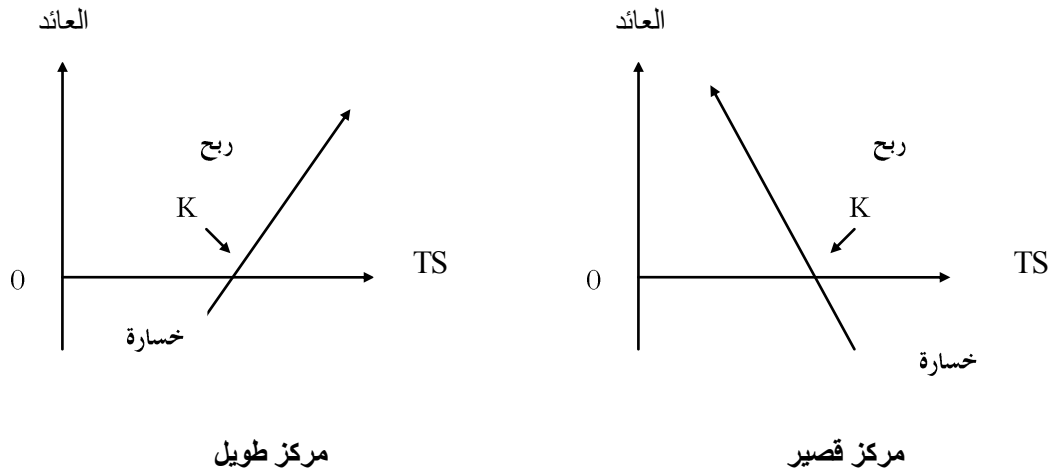
أولاً: العقود الآجلة

**1 - تعريف:** هو اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركز طويل ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركز

قصير ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه.<sup>1</sup> وفي الغالب فإن هذه العقود هي غير قابلة للتداول في البورصات.

إذا كانت التغيرات السعرية السائدة في السوق في صالح المشتري - صاحب المركز الطويل- وارتفع السعر في السوق عن سعر التنفيذ فإن هذا الأخير يحقق مكسب وهي القيمة التي يخسرها البائع - صاحب المركز القصير- أما إذا انخفض سعر الأصل في السوق عن سعر التنفيذ فإن المشتري يخسر قيمة الفرق بين السعرين وهي تمثل مكسب بالنسبة للبائع. ويمكن توضيح ذلك بيانيا من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (13): عوائد العقود الآجلة لطرفي العقد



المصدر: من إعداد الطالبة: اعتمادا على: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 134.

حيث أن: K سعر التسليم " التنفيذ"

ST سعر الأصل السائد عند الاستحقاق

وتجدر الإشارة إلى العقود الآجلة تفتقر إلى النمطية وإلى شروط محددة، حيث يضع كل عقد

في شروطه للاتفاق بين الطرفين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 133.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال صطفي، جلال العبد، مرجع سابق، ص : 350.

## ثانيا: العقود المستقبلية

1 - تعريف: هي التزام تعاقدي نمطي إما لبيع أو شراء موجود مالي معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل وتتضمن هذه العقود القانونية نوع السلعة، تاريخ التسليم، الأسعار والخصائص النوعية...<sup>1</sup>.

فالعقد المستقبلي كذلك هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد ويحدد هذا العقد: نوع الأصل، كمية الأصل، تاريخ التبادل، السعر الواجب دفعه للأصل<sup>2</sup>. لكي لا يتعرض أي طرف في العقد المستقبلي إلى ضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف المقابل لالتزاماته فقد فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وهناك متغيرين يحكمان القيمة الكلية للهامش هما " حجم العقد، ودرجة تقلب قيمته في السوق" وتتراوح نسبة الهامش المبدئي ما بين 5% - 15% من قيمة العقد، وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها، وأن الغرض من دفع الهامش المبدئي هو إجراء المقاصة، إذ يتم الإضافة أو الخصم من الهامش لكل طرف حسب موقعه - بائع أو مشتري - مركز طويل أو قصير، وطبيعة السعر في السوق، وبذلك يتم ضمان تنفيذ الطرفين للعقد، فضلا عن تحديد هامش إضافي آخر يسمى "هامش الصيانة" تتراوح نسبته بين 75% - 80% من قيمة الهامش المبدئي الذي يعني أن رصيد حساب الموجود في غرفة المقاصة يجب أن لا يقل عن الهامش الصيانة وإلا يتم مطالبة الطرف الذي انخفض الهامش لديه بدفع مبالغ إضافية إلى حسابه بحيث تصل مجموعها إلى الهامش المطلوب، كما يمكن أن يسترد الهامش المبدئي بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي على وفق تاريخ استحقاقه.<sup>3</sup>

وتتلخص مهمة غرفة - بيت - المقاصة والتسوية في تسهيل التعامل في العقود المستقبلية، وكذلك المهام التي تتعلق بنظام الهامش وما يصاحبه من تسوية يومية، ويقف بيت السمسرة بين طرفي العقد ليبدووا كأنه البائع بالنسبة للمشتري وكأنه مشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم تصبح العلاقة

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص : 69.

<sup>2</sup> خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 1999، ص: 298.

<sup>3</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص : 75.

بين طرفي العقد علاقة غير شخصية. ومركز غرفة التسوية يجعلها ضامنا للمشتري في مواجهة البائع، وضامنا للبائع في مواجهة المشتري، وعكس العقود الأجلة يكون ضرورة توفر الثقة لكل طرف اتجاه الآخر هي الطريقة لمواجهة مخاطر عدم الوفاء، فإن العقود المستقبلية تنقل مخاطر عدم الوفاء إلى غرفة المقاصة.<sup>1</sup>

**مثال<sup>2</sup>:** تم إبرام عقد في مارس بين مستثمر (A) ومستثمر (B) على 10000 سهم من أسهم إحدى الشركات على أن يقوم المستثمر (A) في أول أكتوبر بشراء الأسهم مقابل 100 ون للسهم، ويقوم المستثمر (B) ببيع الأسهم مقابل 100 ون للسهم. كما أن الهامش المبدئي يمثل 10% من قيمة العقد. فعلى المستثمرين إيداع مبلغ 100000 ون لدى غرفة المقاصة - السمسرة - أو ما يقابلها من أوراق نقدية. أما هامش الصيانة " الوقاية " فتم تحديده من طرف غرفة المقاصة بـ 75% من الهامش المبدئي ويجب أن لا ينخفض رصيد حساب كل من المستثمرين عن هذا الهامش وهو:  $75000 = 0.75 \times 100000$  ون

إذا افترضنا أنه في اليوم التالي لإبرام العقد انخفض السعر بحيث أصبح سعر التسليم 98 ون، يترتب على ذلك أن تحقق المستثمر (A) خسارة إجمالية قدرها  $(100 - 98) \times 10000 = 20000$  ون مما يؤدي إلى انخفاض الهامش المبدئي لمستثمر (A) ليعكس الخسارة وحساب المستثمر (B) ليعكس أرباحه.

إن الهامش المبدئي للمستثمر انخفض إلى 80000 ون فهو أعلى من مبلغ هامش الصيانة، ومنه لن تقوم غرفة المقاصة بإضافة مبلغ إلى رصيده، فإذا انخفض سعر هذه العقود في اليوم الثالث إلى 96 ون للسهم في هذه الحالة يصبح رصيد المستثمر (A) كالتالي: مقدار الخسارة  $(96 - 98) \times 10000 = 20000$  ون إذن أصبح رصيد المستثمر (A)

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص: 531.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص ص: 360، 362.



80000 - 20000 = 60000 ون، ومنه أصبح رصيد أقل من هامش الوقاية في هذه الحالة يطلب بيت السمسرة منه إيداع مبلغ نقدي قدره 40000 ون حتى يصل رصيده إلى الهامش المبدئي ويطلق على الأموال الإضافية هذه "بالهامش الإضافي أو المتغير".

إذا فشل المستثمر (A) في تغطية حسابه فإن بيت السمسرة يقوم بإقفال حسابه عن طريق إبرام "الصفقة العكسية"، فنقوم بالشراء باسم المستثمر (A) عقد بنفس الكمية وقدرها 10000 سهم من نفس الشركة في مقابل 960000 ون (10000 سهم × 96 ون)، إذا قام هذا المستثمر بتسليم كمية الأوراق المالية محل الصفقة كان سيحصل على 1000000 ون. إذن خسائره تقدر بـ:

1000000 ون - 960000 ون = 40000 ون.

ورصيده الصافي: 60000 ون - 40000 ون = 20000 ون.

### 3 - المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

يوجد العديد من أوجه الاختلاف والتشابه في العقود الآجلة والعقود المستقبلية عند التعامل

بها، ويمكن إبراز أهمها في الجدول التالي:

#### جدول رقم (08): اختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابت خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، مما يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب التغيرات المستقبلية للسعر لأصل محل العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد بالتسليم في الغالب.	لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل محل العقد، وفي حقيقة الأمر فإن 2 % من العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية وذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات هامش مبدئي	يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ويتطلب الأمر إلى إيداع هامش للطرفين، ومع تغير السعر يحقق احد

الأطراف مكسب يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الأخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.		
غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد تكون غرفة المقاصة هي البائع له وأيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.	نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية. وأحد عملاتها ( شركة، جهة...) لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتها.	ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد
تتطوي على المخاطرة ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة، فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه في أي يوم يستطيع إن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي.	مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد، وسهولة الاستخدام.	المزايا
بواسطة البورصة، لذلك لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد.	يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد طرفي على الوفاء بالتزاماته. أقل سيولة حيث لا يمكن أي من طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.	العيوب

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة "، مرجع سابق، ص ص: 112،114.

### المطلب الثالث: مشتقات المشتقات

توجد أنواع أخرى من المشتقات تحتوي على عقدين أو أكثر من عقود الأنواع السابقة، فهي عقود مركبة من المشتقات تسمى " مشتقات المشتقات " والهدف الأساسي منها حماية المستثمرين من المخاطر وتعظيم أرباحهم، وفيما يلي أهم هذه الأنواع<sup>1</sup>:

أولاً: الخيار المستقبلي: وهو عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وعليه سوف يتضمن هذا العقد توليفات مختلفة مثل شراء خيار عقد

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص : 100، 103.

مستقبلي أو بيع خيار بيع عقد مستقبلي، ويحق لمشتري هذا العقد تنفيذ العقد من عدمه مقابل دفع علاوة لمحرره.

ثانياً: خيار العقد الآجل: هو خيار شراء أو بيع عقد اجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، ويتم تداوله في الأسواق الموازية.

ثالثاً: المبادلة الاختيارية: وهي عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل.

رابعاً: مشتقات رأس المال المخاطر: يرتبط هذا النوع بشراء المنشآت فيتم من خلاله الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، فبموجبه يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء المنشآت الأصلي الذي يقوم بمعالجتها، حيث يكون الارتباط التعاقدى ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر يحقق نوعاً من الحوافز على تحسين الأداء العملياتي والتسويقي للمنشأة المتعثرة.

خامساً: القواعد أو الأرضيات: إذ أن بائع القاعدة يتسلم علاوة محددة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية وتلك المتفق عليها إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين. وتؤمن هذه العقود الحماية من مخاطر انخفاض العوائد نتيجة انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية.

#### المطلب الرابع: تقييم التعامل في أدوات الهندسة المالية – فوائدها ومخاطرها-

إن التعامل بأدوات الهندسة المالية – المشتقات المالية – في سوق الأوراق المالية سوف يساعد على تنشيطها كونها أدوات تستخدم لتغطية وتقليل المخاطر وتحقيق مكاسب بالنسبة للمتعاملين بها، كما لا تخلو هذه الأدوات من المخاطر الكبيرة نتيجة التعامل الخاطئ بها.

#### أولاً: فوائد التعامل بأدوات الهندسة المالية<sup>1</sup>

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص ص : 109، 112.

إن هذه الأدوات أصبحت تعد نشاطا ماليا أساسيا في الأسواق المالية وأنها أصبحت تكتسب أهمية كونها تبتدع طرقا جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر، كما أنها تحقق العديد من المزايا مثل تقليل التكلفة بالنسبة لمصدريها وحاملها، وتوسيع بدائل الاستثمار والتمويل كما أن الاستعمال الجيد لهذه الأدوات سوف يبرز العديد من الفوائد أهمها:

-إدارة المخاطر: يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المجمع في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، إدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدى من خلال التحوط، إذ يمكن استعمال العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار للتحوط من مخاطر تقلب الأسعار وأسعار الفائدة والصرف واستعمال المبادلات للتحوط لإدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

- الاستثمار: يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في صناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية، فضلا عن تنويع الخدمات التي تقدم للمتعاملين.

- التكلفة: يمكن من خلال التعامل بهذه الأدوات تقليل تكاليف المعاملات التقليدية إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع المبلغ كاملا منذ البداية، كما يمكن من خلال تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما يمكن استعمالها في عمليات المراجعة للحصول على هيكل تكاليف مناسب للمتعاملين وتنويع مصادر التمويل والدخول في أسواق جديدة.

- السيولة: تتمتع أغلب الأدوات بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول في مراكز مضادة في نفس السوق أو أسواق أخرى.

- الاقتصاد العام: لقد أدى تعدد هذه الأدوات إلى إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بها، مما أدى إلى التوسع الكبير لهذا التعامل، حيث وصل ثلثي تجارة العالم بالسلع وأوراق

المالية التي تشكل مبالغ ضخمة وهو ما يحقق فرص عمل واسعة، وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة في الرسوم والعمولات وغيرها.

كما يمكن اعتبار الأدوات المالية المشتقة وسيلة للقيام بثلاث عمليات نسبية تتمثل في<sup>1</sup>:

▪ **عمليات التغطية:** بمعنى التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية أو

غيرها، دون أو يكون لهذه الإستراتيجية أثر كبير على العوائد المتوقعة.

▪ **عمليات المضاربة:** وهذا من خلال المراهنه على تقلبات الأسعار بين الأسواق الحاضرة

والأسواق الآجلة، وبناء أيضا على توقعات المستثمرين بخصوص هذه الأسعار، بحيث

يدخلون كبائعين أو مشتريين لجني الأرباح.

▪ **عمليات التحكيم:** وتتضمن اقتناء أرباح فوارق الأسعار الموجودة في سوقين أو أكثر، هذه

العملية الأخيرة أصبح احتمال إجرائها ضئيلا نظرا للتطور الهائل في نظم الاتصال

والمعلومات التي تربط تعاملات مختلف أسواق المالية العالمية.

### ثانيا: مخاطر أدوات الهندسة المالية

إن التعامل بأدوات المشتقات المالية يمكن أن يحدث العديد من المخاطر ذلك لكون أسعار

التعامل تكون مبنية على أساس مستقبلي، كما أن الإفراط في استعمالها وبالشكل غير الصحيح

واتساع

عمليات المضاربة في هذه العقود يجعلها مصدر الكثير من التقلبات، ويمكن تقسيم المخاطر التي

يتعرض لها المتعاملون في هذه الأدوات إلى<sup>2</sup>:

- **المخاطر الائتمانية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي تتحقق إذا اخفق الطرف الآخر

في العقد " الطرف المقابل" في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، وتخفف عمليات

تسوية التغيرات في قيمة المراكز المالية اليومية من هذه المخاطر كما هو الحال في " العقود

المستقبلية" وتتم التسوية وفقا لقواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة.

<sup>1</sup> طارق خاطر، مرجع سابق، ص : 103 .

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق، ص ص : 265، 267.

- **مخاطر السوق:** ترتبط هذه المخاطر التي تحدث نتيجة تغيرات غير مواتية في القيمة السوقية للأدوات المشتقة وتشمل هذه المخاطر "مخاطر السعر التي تصل بالتغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات أو عوامل أخرى متصلة بالتقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي تركز عليه الأداة المشتقة، أما مخاطر الأساس فتتعلق بالتأثير لقوى السوق على الأداة أو قيمة الأداة، أما مخاطر السيولة فترتبط بالتغيرات في القدرة على بيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم التأثير على قيمتها، كما يعود إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقابلة راغبة في الدخول في العقد محل التعاقد وأخيراً نجد مخاطر التقييم أو النموذج فترتبط بعدم اكتمال وذاتية النماذج والافتراضات ذات الصلة المستخدمة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة".

- **المخاطر القانونية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر المتحققة نتيجة لتصرف قانوني أو تنظيمي

يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل وفقاً لشروط العقد

وحصوله على حقوقه عند ترتيبات التصفية، كما تنشأ عند إدخال تغيرات عكسية في قوانين

الضرائب، أو وجود قوانين تحضر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.

- **المخاطر الرقابية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل أو غياب ضوابط الرقابة

الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات مثل الخطأ أو التزوير، الغش وهو ما يؤدي إلى إعاقة

مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية والالتزام بها،

كما أن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن تؤثر على صحة المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات.

قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم

التأكد بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل . والدليل على ذلك ما تعرضت له

بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس كخسارة مصرف بارنجز فرغ

سنغافورة عام 1995 بما يقارب 1.5 مليار دولار وذلك بسبب الإفراط الكبير في التعامل

بالمشتقات حيث حقق أرباح طائلة في العقود الآجلة بسنغافورة وصلت إلى 30 مليون دولار في 7

أشهر بالإضافة إلى التعامل بالخيارات والعقود المستقبلية للأوراق المالية والعملات الأجنبية. ويمثل

استعمال هذه الأدوات العامل الأكثر تأثيراً في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة فهذه

الابتكارات مكنت من تغيير سلوك الأسواق المالية في السنوات الماضية، فهي بذلك دفعت إلى تزايد القلق لدى مديري البنوك بدرجة كبيرة للمخاطر التي تصاحبها كما أن ترابط أسواق الأوراق المالية الدولية يؤثر على قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها لأن ما يحدث في أي سوق يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وتتأثر خصوصا أسعار المشتقات، إن أبرز الهيئات الدولية قد حذرت من التوسع في استعمال أدوات الهندسة المالية، ففي دراسة لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية دائرة النقود الأمريكية ثم تحذير المصارف من استعمال أدوات الهندسة المالية، كما أكد تقرير لجنة بازل لعامي 1986 و1994 على الحذر الشديد من استعمال المشتقات بصورة واسعة من قبل المصارف وبينت أنه من الضروري قيام المصارف بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال بالإضافة إلى تقديم الإرشادات للمشرفين للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص 112، 119.

### خلاصة الفصل:

تعرضنا في هذا الفصل إلى العوامل التي أدت إلى اندماج وترابط أسواق الأوراق المالية وسبل تحديث هذه الأسواق وزيادة نشاطاتها، إلى جانب الدور الذي تلعبه العولمة خاصة العولمة المالية وما تعرضه من تحديات ساهمت في تغيير بيئة الصناعة المالية ومن ثم أسواق الأوراق المالية ، وفرضت عليها التعامل بأدوات ووسائل مبتكرة وحديثة تتماشى مع هذه التغيرات. ويمكن أن نلخص ما تم التوصل إليه في هذا الفصل في الآتي:

- العولمة تعتبر السمة الرئيسية التي يتميز بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد، والذي يعتمد بدرجة كبيرة على الاعتماد المتبادل بين الدول، وذلك نتيجة التحول إلى آليات السوق، وحرية التجارة العالمية وتحرير رؤوس الأموال عبر العالم بالإضافة إلى الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، كل هذه العوامل أفضت بالضرورة إلى تحول العالم إلى سوق عالمية موحدة تنتهي عندها الحدود المكانية والزمانية، ويتفق من خلالها المتعاملون فيها من شركات متعددة الجنسيات ومنظمات وهيئات دولية، التكتلات الاقتصادية الدولية والدول على إيجاد أساليب وطرق جديدة للتعامل الاقتصادي الدولي، كل هذه المظاهر وغيرها تعمل على تعميق وتأكيد هذه الظاهرة.



- تعتبر العولمة المالية أحد أهم معالم النظام المالي وأهم ملامح التغييرات التي طرأت عليه في العقد الأخير من القرن العشرين، فالعولمة المالية تمثل الناتج الأساسي لعمليات التحرير والاندماج الماليين، حيث تهدف هذه العمليات إلى زيادة الترابط بين الأسواق المالية المحلية والأسواق المالية الدولية بفعل إلغاء الحدود والحواجز الجغرافية بين دول العالم، بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر جوهر عملية عولمة الأسواق المالية، فضلا عن تخلي العديد من الدول عن دور البنوك في التمويل وبالتالي تراجع دور الوساطة المالية.
- إن عمليات التحرير المالي وما تدفق عنها من إلغاء القيود والحواجز على تحركات رؤوس الأموال أنتج العديد من الفوائد التي تميزت أساسا في زيادة الترابط والتكامل العالمي ونمو حركة تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلا أنه افرز في نفس الوقت العديد من المخاطر نتيجة الحركة الواسعة والمتزايدة لدخول وخروج الأموال من وإلى الدول، والتي تتسبب في ظهور أزمات مالية وانتشار عمليات غسيل الأموال من خلال المراكز خارج الحدود أو البنوك.
- إن التغييرات التكنولوجية والتغير في إجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية خلقت العديد من الفرص للمتعاملين لتنويع محافظهم الاستثمارية وزيادة عوائدهم من خلال تحديث وتجديد في الأوراق المالية وتعد أهم مظاهر التجديد المالي.

-تساهم أسواق الأوراق المالية الدولية إلى حد كبير في حدوث أزمات على مستوى النظام المالي، كما يمكن أن تكون هي سببا في انتشار هذه الأزمات وتزايد حدة أثرها خاصة عندما تكون هذه الأسواق تتميز بضعف مستوى الكفاءة المطلوب أو تتزايد فيها المضاربات كما أن متطلبات عولمة هذه الأسواق واندماجها، وظهور الابتكارات المالية ساعدت كلها على خلق العديد من المخاطر والاضطرابات.

-إن التغييرات التي طرأت على بيئة أسواق الأوراق المالية، والصناعة المالية عموما، في إطار مفهوم الهندسة المالية وما تعكسه من أدوات مالية وأسالي ب تعامل جديدة أدت إلى ظهور ما يسمى "بالمشتقات المالية" ومن ابرز أشكالها عقود الخيار وعقود المبادلة والعقود الآجلة والمستقبلية، وأن الغرض الأساسي من استخدامها هو محاولة التقليل من المخاطر

وحسن إدارتها وتحقيق أرباح وعوائد، إلا أن العديد من المتعاملين جعل من هذه الأدوات اتجاها إلى عمليات المضاربة مما يؤدي إلى التوسع فيها مخاطر عديدة وقد يخلق فيما بعد أزمات مالية ومصرفية.

-بفعل ظاهرة العولمة أصبحت أسواق الأوراق المالية هي أداة أكثر ترابطا واندماجا في العالم، ويظهر من خلال ترابط هذه الأسواق بأساليب مختلفة، والنمو المتسارع لأسواق العالمية لرؤوس الأموال وتنوع أدواتها ومتعاملها، إضافة إلى الدور الذي تلعبه تكنولوجيا المعلومات في تحقيق هذا الترابط وتزايد اعتماد أسواق الأوراق المالية على التقنية في معاملاتها المختلفة.