



## الموضوع

دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية

- تجارب بعض الدول -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية  
تخصص: مالية وتجارة دولية

الأستاذة المشرفة:

• أ. د / رايس حدة

إعداد الطالبين:

• رقيق زهية

### لجنة المناقشة

الرقم	أعضاء اللجنة	الرتبة	الصّفة	مؤسسة الانتماء
1	جوامع لبيبة	أستاذ محاضر أ	رئيسا	جامعة بسكرة
2	رايس حدة	أستاذ	مشرفا	جامعة بسكرة
3	بروك مريم	أستاذ مساعد قسم ب	مناقشا	جامعة بسكرة

السنة الجامعية: 2023/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات والله بما تعملون خبير"

{سورة المجادلة الآية 11}

صدق الله العظيم

# إهداء

اللهم لك الحمد قبل أن ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضى، نحمد الله عز وجل أنه وفقنا إلى انجاز هذا العمل المتواضع.

إلى خير الأنام، الحبيب المصطفى، سيدنا محمد وكفى

إلى من حملتني تسعا وأرضعتني حولين وإلى من سقت منبت حياتي وترعرعت في كنفها وإلى من جعلت الجنة تحت أقدامها

إلى من يزيدني انتسابي له وذكره فخرا واعتزازا وإلى من سهر الليالي من أجل تربيتي وتعليمي، وجعلني أكبر في أزكى وأطهر فضيلة  
إلى أختي

إلى كل من شاءت الأقدار أن تجمعني بهم حدائق الدراسة وتجعل منهم أشقاء

إلى كل أهلي وأقاربي وأحبابي

إلى كل من ذكره قلبي ونسيه قلمي

## شكر وتقدير

مصداقا لقوله تعالى: " وَلَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ " صدق الله العظيم.

ولقد حثنا الله عز وجل على الشكر إذ قال: "واشكروني ولا تكفرون" واقتداء بالرسول صلى الله عليه وسلم حيث قال: "الشكر قيد النعمة وسبب دوامها ومفتاح المزيد منها".

نتقدم بالشكر الجزيل إلى من ساهم من قريب ومن بعيد في إتمام هذا العمل المتواضع، نشكر الأستاذة المشرفة " راييس حدة " التي لم تبخل علينا بنصائحها وتوجيهاتها القيمة وكانت عوننا وسندا لنا في كل وقت.

إلى جميع أساتذة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير الذين لم يبخلوا علينا بعلمهم جزأهم الله خيرا

إلى كل من ساعدنا من زملاء في هذا العمل المتواضع

ولو بالكلمة الطيبة

نشكر جميع من كان بمثابة الدعم المعنوي لإتمام هذا العمل

## شكرا

## ملخص:

هدفت هذه الدراسة الى ابراز دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية العالمية، وخاصة في ظل الأهمية المتزايدة للأسواق المالية بسبب التطور المتسارع في الأنظمة الاقتصادية الذي يبحث في طرق أكثر انتشار وسهولة في التعامل، ولتطبيق لاهذا الهدف تم تقسيم الدراسة الى فصلين الأول يتحدث بالتفصيل عن الجانب المفاهيم للمتغيرات الدراسة المستقل والتابع والعلاقات بينهم وكيف يساهم كل منهم في الآخر، أما الفصل الثاني خصصتها لعرض مخاطر المشتقات المالية وانعكاساتها وتجارب الدول الناسة والمتقدمة في مجال المشتقات المالية.

حيث تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي والتركيز على التجارب الدولية وقراءة في الأسواق المالية، وتطورها التريخي والمراحل التي مرت بها تشكيل الأسواق المالية على مر الومن لتصل الى ماهي عليه الآن.

لنتوصل في الأخير الى مجموعة من النتائج أهمها أن سوق المال للأوراق المالية العربية لا يزال في مراحل متأخرة مقارنة بما وصلت الية الدول المتقدمة في نفس المجال وهذا للعراقيل العديدة التي تواجه الشركات والمستثمرين في الوطن العربي الذي يدفعهم بهجرة الأموال نحو الخارج.

**الكلمات المفتاحية:** مشتقات مالية، أدوات مالية، أسواق دولية، سوق المال.

**Abstract:**

This study aimed to highlight the role of financial derivatives in financing global international markets, especially in light of the increasing importance of financial markets due to the rapid development in economic systems that searches for more widespread and easier ways of dealing. To implement this goal, the study was divided into two chapters, the first of which talks in detail about the aspect The concepts of the independent and dependent study variables, the relationships between them, and how each of them contributes to the other. As for the second chapter, we devote it to presenting the risks of financial derivatives, their repercussions, and the experiences of emerging and developed countries in the field of financial derivatives.

The descriptive analytical approach was adopted and the focus was on international experiences and reading of the financial markets, their historical development and the stages that the formation of the financial markets went through over time to reach what they are now.

Finally, we reach a set of conclusions, the most important of which is that the capital market for Arab securities is still in the late stages compared to what advanced countries have reached in the same field. This is due to the many obstacles facing companies and investors in the Arab world, which pushes them to migrate money abroad.

**Keywords:** Financial derivatives, financial instruments, international markets, money market.

	إهداء
	شكر وتقدير
	ملخص
I	قائمة المحتويات
II	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال البيانية
أ - هـ	مقدمة
27-02	الفصل الأول: الاطار النظري للمشتقات المالية والأسواق الدولية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الاطار النظري للمشتقات المالية.
03	المطلب الأول : مفهوم المشتقات المالية.
05	المطلب الثاني: أهمية المشتقات المالية
07	المطلب الثالث: مستخدمى المشتقات المالية (المتعاملون).
09	المبحث الثاني: الاطار النظري للأسواق الدولية
09	المطلب الأول: مفهوم الأسواق الدولية وتطورها التاريخي.
13	المطلب الثاني: أهداف ووظائف الأسواق الدولية
16	المطلب الثالث: شروط وأقسام الأسواق الدولية.



19	المبحث الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية.
19	المطلب الأول: أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.
22	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
27	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: دراسة حالة - تجارب بعض الدول -	
29	تمهيد
30	المبحث الأول: مخاطر وانعكاسات المشتقات المالية.
30	المطلب الأول: مخاطر وإدارة المشتقات المالية.
37	المطلب الثاني : إنعكاسات المشتقات المالية
45	المبحث الثاني: تجارب بعض الدول في تداول المشتقات المالية في الأسواق الدولية.
45	المطلب الأول: المشتقات المالية في الأسواق العربية.
51	المطلب الثاني: المشتقات المالية في الأسواق الأجنبية.
57	خلاصة الفصل
59	خاتمة
62	قائمة المراجع

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
47	تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال السعودي 2016-2007	01

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
17	التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية	01
19	أهم أدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية	02
51	مخاطر سوق رأس المال	03
52	عقود المشتقات المالية المتداولة في البرازيل	04

مقدمة

شهد العالم تطور كبيراً في المجال المالي أدى إلى ظهور العديد من المستجدات، التي دفعت بالمفكرين والباحثين في الغوص أكثر من أجل اخراج هذه المستجدات حيز التنفيذ وعصرنتها بما يتطلبه السوق والاقتصاد ككل ومن أبرزها المشتقات المالية، حيث اكتسبت الأوراق المالية المشتقة في السنوات الأخيرة أهمية متزايدة في مجال التمويل، وخصوصاً بعد ثورة تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا واتساعا. وقد قادت الثورة الواقعة في عالمي الاستثمار والتمويل، وما صاحبهما من تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني، وبذلك توفر لهذا السوق خاصيتي العمق والاتساع وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته وكذا يمكن القول أنها تساهم بشكل كبير في اكتساح مكانة في الأسواق الدولية وذلك بالمساهمة في تمويلها باعتبارها أداة لمواجهة المخاطر المالية.

### إشكالية الدراسة:

من هذا المنطلق يمكن صياغة الإشكالية التالية:

### كيف تساهم المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية؟

لغرض الإجابة على الإشكالية تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالمشتقات المالية أهميتها وأنواعها؟
- ماهية الأسواق الدولية وطرق تمويلها؟
- هل تساهم المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية؟

### فرضيات الدراسة:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية تمت صياغة الفرضيات التالية:

- تساهم المشتقات المالية لحد كبير في تمويل الأسواق الدولية.
- تعتبر المشتقات المالية أداة لصد المخاطر المالية.
- اللجوء الى استخدامات المشتقات المالية يساعد الدولة في المساهمة في الأسواق الدولية.

## أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع يعود لعدة أسباب منها:

- الرغبة في البحث في موضوع المشتقات المالية.
- موضوع ضمن التخصص.
- الرغبة في التعرف على واقع المشتقات المالية ودوره في تمويل الأسواق الدولية وخاصة في الجزائر.
- الرغبة في معرفة مدى مساهمة هذه المشتقات في تمويل الأسواق الدولية.
- قلة الدراسات والأبحاث المحلية في مجال المشتقات المالية وعلاقتها بالأسواق الدولية.

## أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في أهمية الموضوع باعتباره موضوع معاصر ضمن المواضيع المعاصرة التي لقيت اهتمام كبير من قبل الباحثين، كما أنه يعتبر نظام فعال في تمويل الأسواق الدولية مما يساعد الدولة في الفوز بمكانة اقتصادية دولية.

## أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق العديد من الأهداف أهمها:

- إبراز مفهوم المشتقات المالية ودورها في تمويل الأسواق الدولية.
- إبراز بعض نماذج بعض الدول وتجاربها.
- إبراز أهمية تطبيق المشتقات المالية على المستوى الدولي.

## حدود الدراسة:

من اجل الإجابة عن إشكالية الدراسة كانت حدودها كما يلي.

- الحدود المكانية: اختصر المجال المكاني للقيام بالدراسة والإجابة عن إشكالية الدراسة التطبيقية على تجارب مجموعة من الدول.
- الحدود الزمنية: تمتد الفترة الزمنية من فيفري الى جوان 2024.

## منهج الدراسة:

للإمام بموضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي للتمكن من وصف وتحليل الجوانب النظرية من خلال جمع المعلومات التي كتبت حول الموضوع من خلال مراجع متنوعة ومختلفة كتب، مقالات، مداخلات، مواقع... الخ، أما في ما يخص الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على منهج دراسة الحالة (الميداني) الذي يمكن من التعمق وفهم جميع البيانات والمعلومات وتلخيص الحقائق الماضية والحاضرة المتعلقة بالموضوع وواقعه في بعض الدول التي تتبنى المشتقات المالية، وذلك بالاعتماد على المصادر والوثائق والاحصائية المتوفرة في المواقع على الانترنت والمجلات.

## الدراسات السابقة:

هناك بعض الدراسات تطرقت إلى هذا الموضوع من بينها:

- ✓ دراسة منية قزير بعنوان "المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة الكويت - جامعة قاصدي مرباح سنة 2011، هدفت هذه الدراسة الى معرفة مدى مساهمة المشتقات المالية في تغطية مخاطر سوق الكويت المالي حيث شملت ثلاثين شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، للفترة 2010/2006. لتتوصل هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها أن دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة التي تستند الى دراسة علمية دقيقة، تؤدي الى تدنية مخاطر السوق المالي وتحقيق عوائد مرتفعة من خلال تشكيل الحافظة المالية من عقود الخيارات.
- ✓ قايدي خميسي، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق - حالة الدول الصناعية العشر - مقال بمجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015. هدفت هذه الدراسة الى معرفة مخاطر السوق التي تتعرض لها البنوك التجارية، وطرق تغطية هذه المخاطر خاصة أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتي تتيح مجموعة واسعة ومتنوعة من الأدوات والتي من أهمها المشتقات المالية، حيث يتم تحديد الوضعية والحالة التي يتميز بها البنك وعلى أساسها يتم تحديد الطريقة لإدارة هذه المخاطر على أكمل وجه، وهذا من خلال تحليل حجم التعاملات بالمشتقات المالية في كل من السوق غير المنظم، واشتملت هذه الدراسة على جانبين أساسيين: الأول يتمثل في الاطار النظري للمشتقات المالية وإدارة مخاطر السوق، أما الثاني فهو عبارة عن دراسة تحليلية لدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق على المستوى الدول الصناعية العشر، سويسرا، أسبانيا، استراليا،... الخ، ليتوصل من خلالها لمجموعة من النتائج من أهمها آليات المتبعة في السوق المالي.

✓ عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية - دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 الى 2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12، جوان 2017. هدفت هذه الدراسة الى ابراز الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة باعتبارها أحد أفضل مصادر التمويل، وهذا في ظل تراجع الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال مؤسسات النظام المصرفي والاتجاه الى اقتصاديات الأسواق المالية، ومعرفة الدور الذي تلعبه الأسواق الأوراق المالية الناشئة في جذب التدفقات المالية عبر الحدود ومن ثم رفع معدلات التنمية الاقتصادية لدول، من خلال مقارنتها بالأسواق الأوراق المالية المتقدمة أتضح عدم تجانسها وظهور تباين فيما بينها، وحدوث أزمة المكسيك 1994 والأرجنتين 1995 وأزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997، وروسيا 1998، والبرازيل سنة 1999.

### هيكل الدراسة:

لمعالجة الموضوع والإجابة عن الإشكالية المطروحة تم تقسيم الموضوع إلى فصولين اثنين وكان الهيكل كما يلي:

**مقدمة:** تعرض مدخل للموضوع وطرح الإشكالية والتساؤلات الفرعية والفرضيات وأهمية وأهداف الموضوع ودوافع اختيار الموضوع وبعض الدراسات السابقة.

**الفصل الأول** بعنوان الإطار النظري للمشتقات المالية والأسواق الدولية وتناول العلاقة بينهم، لمشتقات المالية ودورها في تمويل الأسواق المالية الدولية.

**الفصل الثاني** بعنوان دراسة حالة بعض الدول العربية والأجنبية لدراسة المقارنة بينهم.

**خاتمة:** وتم فيها عرض استخلاص لما جاء في الفصلين الأول والثاني واختبار الفرضيات التي تم صياغتها في المقدمة بخروج في النهاية بمجموعة من النتائج والتوصيات وكذا آفاق الدراسة.



الفصل الأول: الإطار النظري

للمشتقات المالية والأسواق

الدولية

## تمهيد:

تعرف المشتقات المالية في الآونة الأخيرة تطور كبير ومتسارع خاصة في الدول المتطورة باعتبارها أدوات مالية تستمد قيمتها من قيمة أصول أخرى تُعرف باسم الأصول الأساسية، مثل الأسهم، السندات، السلع، أو العملات. تُستخدم المشتقات المالية للحماية من مخاطر معينة أو للتضارب والربح من التغيرات في قيمة الأصول الأساسية.

بينما الأسواق الدولية كثيرة ومتعددة تختص في العديد من المجالات ومنها من تختص للمشتقات المالية تشمل أسواق العملات الأجنبية (الفوركس)، أسواق الأسهم العالمية، وأسواق السلع مثل النفط والذهب. تُعد هذه الأسواق حيوية للاقتصاد العالمي، حيث يشترك فيها المستثمرون والتجار من مختلف دول العالم لتبادل المشتقات المالية.

ومع زيادة أهمية الأسواق الدولية، تزايد الاهتمام بالمشتقات المالية والتنوع فيها بما يواكب التغيرات الحاصلة في البيئة الاقتصادية العالمية

وسنحاول في هذا الفصل إبراز أهم الجوانب من الناحية النظرية في ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الإطار النظري للمشتقات المالية.

المبحث الثاني: الإطار النظري للأسواق الدولية.

المبحث الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية.

## المبحث الأول: الإطار النظري للمشتقات المالية:

يمكن القول إن المشتقات المالية ظهرت كأداة لتحويل المخاطر المالية وتوفير الحماية من التقلبات في الأسواق المالية المحتملة. وكل هذا جاء نتيجة التسارع المستمر الحاصل في البيئة الاقتصادية وهذا الجانب التكنولوجي الذي يشهده العالم مؤخرًا.

### المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية.

فيما يلي التعاريف المتعلقة بالمشتقات المالية.

- هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أدوات مالية أساسية كأسهم أو سندات، أو عقود بيع أو شراء السلع أو غيرها، وتلك الأدوات تستخدم في حماية المنشآت من مخاطر التقلبات التي يمكن أن تعرض لها في مجال أسعار الصرف الأجنبية وأسعار الفائدة. (Belk A&M, 1990, p. 95).
- هي عقود تؤدي إلى نشوء أصل للمؤسسة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية للمؤسسة لأخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التي نتجت عنها هذه المخاطر.
- كما عرفها المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 للأدوات المشتقة بأنها أداة مالية تتغير قيمتها للتغير في السعر الفائدة محددة أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة معينة أو سعر صرف إحدى العملات أو أحد المؤشرات الأسعار أو أي متغير مماثل، كما أنها لا تتطلب استثمار مبدئي أو قد تتطلبه قليلاً إذا ما قورنت بالعقود التي لها نفس الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق، كما أنها تسوى أو تسدد في تاريخ مستقبلي. (بومدين، 2021/2020، صفحة 14).
- كما يمكن تعريف المشتقات المالية ( Derivatives ) بأنها : عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية ( أوراق مالية ، عملات اجنبية ، و الخ ) .
- المشتقات المالية Derivatives هي عقود مالية بين جهتين تتفقان على قيمة معينة لهذا العقد، وتكون تلك القيمة مشتقة من أصل مالي ما وتعتمد بشكل رئيسي على تغيراته، سواء كان ذلك الأصل أسهم أو سندات مالية أو أسعار عملات أو سلع أو حتى معدلات فائدة وغيرها من الأصول المالية المعروفة. عقود المشتقات تخدم غرضين أساسيين لأي مستثمر، أولهما هو التحوط من المخاطر التي تترتب على كل استثمار في أصل مالي معين خصوصاً مع الوجود الدائم للمخاوف المتعلقة بالتغير

المفاجئ لقيمة أصل ما، وثانيهما هو توفير مساحة كبيرة للمضاربين للعمل والاستثمار فيها، حيث يستهدفون الربح من التغييرات التي تحصل في قيمة الأصل الذي تشتق منه تلك العقود. من أشهر أشكال المشتقات العقود المستقبلية Futures والعقود الآجلة Forward Contracts وعقود الخيارات Options وما يسمى بالمبادلات Swaps ، ويوجد أيضاً مشتقات متعلقة بعقود التأمينات والرهون والقروض العقارية. بعض عقود المشتقات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية الوطنية في أمريكا ويتم ذلك تحت إشراف ومراقبة الهيئة الأمريكية للأوراق المالية والبورصات SEC ، فيما يتركز معظم نشاط المشتقات في أسواق خارج البورصة OTC حيث يتم تحديد شروط العقود ومهلتها الزمنية وغير ذلك بالتراضي بين الطرفين المتعاقدين.

- وكذا أدوات مالية مستحدثة تشتق قيمتها من قيمة أصل معين يعتبر محل العقد وبناء على هذا العقد يترتب حق لطرف والتزام على طرف آخر. (حسين نعمة، 2019، صفحة 33).

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن المشتقات المالية تأخذ عدة اتجاهات كل اتجاه له نظرة خاصة للمشتقات المالية نبينها في النقاط الثلاثة التالية: (قنوز، 2022، الصفحات 05-06).

- **من الناحية المالية:** تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصول أخرى مثل الأسهم، السندات، السلع، العملات الأجنبية، والمؤشرات... الخ، حيث يمكن شراءها وبيعها أو حتى تداولها بين المتعاملين مثلها مثل الأسهم والأدوات المالية الأخرى دون أن ننسى سعر الفائدة الذي يدخل ضمن تحديد سعرها.
- **من الناحية القانونية:** تعتبر عقود ينشأ عنها التزام تبادلي مشروط، وإن كانت تختلف بحسب نوع العقد مثلاً خيارات مالية، أو عقود مستقبلية.
- **من الناحية المحاسبية:** تصنف المشتقات المالية مع الأدوات المالية خارج الميزانية، حيث أنها لا يتدفق منها أي تدفق نقدي آني وبذلك هي عكس الأدوات المالية التي تدخل ضمن الميزانية التي يترتب عن حيازتها تدفق نقدي مقابل حيازتها.

وكتعريف شامل للمشتقات المالية نستنتج تعريف من خلال التعاريف سابقة الذكر نجد أن المشتقات المالية هي أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كأسهم أو السندات، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات.

### المطلب الثاني: أهمية المشتقات المالية

بشكل عام، تعتبر المشتقات المالية أدوات مهمة لتحقيق أهداف مالية متعددة، بما في ذلك إدارة المخاطر، وتوفير الحماية، وتوفير فرص الاستثمار.

المشتقات المالية تحمل أهمية كبيرة في النظام المالي والاقتصاد، وذلك لعدة أسباب: (Muler, 1998, p.

64)

#### ■ إدارة المخاطر:

تُعتبر المشتقات المالية أدوات فعّالة لإدارة وتقليل المخاطر المالية. تمكن المستثمرين والشركات من تحويل المخاطر السعرية والفائدة والعملانية والائتمانية إلى أطراف أخرى مستعدة لتحمل هذه المخاطر بمقابل معين.

#### ■ توفير فرص الاستثمار والتحوط:

توفر المشتقات المالية فرصًا للاستثمار والتداول في مجموعة متنوعة من الأصول والأسواق. كما تسمح بتحوط المستثمرين ضد التقلبات السعرية وتوفير آليات للحماية من الخسائر المحتملة.

#### ■ توفير سيولة وفعالية في الأسواق:

بفضل المشتقات المالية، يتم تحسين السيولة في الأسواق المالية وتعزيز فعالية التداول، تساهم آليات التداول المشتقات في جذب المزيد من المستثمرين وتقديم فرص تداول متنوعة ومرنة.

■ تحقيق التنويع:

تمكن المشتقات المالية المستثمرين من تحقيق التنويع في محفظتهم، حيث يمكنهم الاستثمار في مجموعة واسعة من الأصول دون الحاجة إلى امتلاكها مباشرة.

■ تحسين كفاءة السوق وتسعير الأصول:

تساهم المشتقات المالية في تحسين كفاءة الأسواق المالية من خلال توفير آليات لتسعير الأصول وتقديم فرص للتداول بأسعار عادلة وشفافة.

■ تقديم آليات للتخلص من المخاطر الفعلية والمتوقعة:

توفر المشتقات المالية آليات للتخلص من المخاطر المتعلقة بالأصول الأساسية بطرق مختلفة، مما يسمح للمستثمرين بتحقيق أهداف استثمارية محددة دون الحاجة لامتلاك الأصول الفعلية.

■ إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش والرفع المالي، اذ يكفي أن يدفع المضارب في عقود المستقبلات سواء كان مشتريا أو بائعا، قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيارات المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار.

■ تحقيق سمة الكمال للبورصة:

يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، وفي ضلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة ولا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة.

■ تخفيض التكلفة:

تقلل المشتقات المالية من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية، اذا يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، الأمر الذي يساهم في زيادة الكفاءة التشغيلية للأسواق.

المطلب الثالث: مستخدمي المشتقات المالية (المتعاملون).

هناك مجموعة متنوعة من المستخدمين للمشتقات المالية، وتشمل هذه الفئات: (آل سلمان، 2005، صفحة 60)

✓ الفئة الأولى: المستثمرون الفرديون:

يشمل هذا الفئة الأفراد الذين يستخدمون المشتقات المالية لأغراض الاستثمار الشخصي وتحقيق الربح. يمكن أن يكونوا يسعون إلى حماية محفظتهم من التقلبات السعيرية أو استغلال الفرص الاستثمارية.

✓ الفئة الثانية: المتداولون المؤسسيين:

تشمل هذه الفئة المؤسسات المالية مثل البنوك، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وشركات الاستثمار الخاصة التي تستخدم المشتقات المالية في إدارة المخاطر وتحقيق العائدات على المحافظ الاستثمارية.

✓ الفئة الثالثة: المؤسسات التجارية:

تستخدم الشركات المشتقات المالية لإدارة المخاطر التجارية، مثل مخاطر السعر والعملات الأجنبية والفائدة، ولتأمين تكاليف المواد الخام والسلع.

✓ الفئة الثالثة: المضاربون والمتعاملون بالهامش:

يشمل هذا الفئة المستثمرين الذين يتداولون المشتقات المالية بهدف تحقيق الربح من تغيرات سعيرية قصيرة الأمد، ويستخدمون الهامش لزيادة قوة رأس المال وتحقيق عائدات أعلى.

### ✓ الفئة الرابعة: المؤسسات المالية:

تستخدم البنوك وشركات الوساطة المالية المشتقات المالية في توفير الخدمات لعملائها، مثل توفير السيولة، وتقديم الاستشارات، وتنفيذ الصفقات. هذه فقط بعض الفئات التي تستخدم المشتقات المالية، بالإضافة الى هذه الفئات يوجد العديد من المتعاملين الذين يستخدمون المشتقات المالية، حيث يمكن لأي فرد أو كيان اقتصادي استخدامها وفقًا لاحتياجاته وأهدافه المالية الخاصة.



## المبحث الثاني: الإطار النظري للأسواق الدولية.

تمثل الأسواق الدولية البيئة التجارية والمالية التي تتم فيها تبادل السلع والخدمات والأصول المالية عبر الحدود الوطنية. تعتبر هذه الأسواق حيوية للاقتصادات الوطنية والعالمية، حيث تسهم في تعزيز التبادل التجاري وتوسيع نطاق الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي. (رمضان، 2008، صفحة 43)

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق الدولية وتطورها التاريخي.

يوجد العديد من التعاريف المتعلقة بالأسواق الدولية وتختلف هذه التعاريف باختلاف المفكرين والباحثين واختلاف بيئة هذه الأسواق ونوعها فكل واحد منهم يرى مفاهيم من وجهة نظره، وفي هذا المطلب سنعرض مجموعة من المفاهيم المختلفة والتي تصب في مجملها إلى مفهوم موحد كما يلي.

- تُعرف الأسواق المالية: (بالإنجليزية Financial Markets) على أنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأموال والثروات المالية بمختلف أشكالها بين الأفراد أو المؤسسات أو الدول، ويمكن أن نعتبرها مجموعة القواعد والمؤسسات حيث تتم تداولات الأصول بين الوكلاء الذين لديهم فائض.
- كما عرفت: لأسواق الدولية هي الأماكن التي يتم فيها تبادل السلع والخدمات والأصول المالية عبر الحدود الوطنية، تشمل هذه الأسواق مجموعة واسعة من الأنشطة التجارية والاستثمارية التي تتم بين الشركات والأفراد والحكومات في دول مختلفة، حيث يتميز النشاط في الأسواق الدولية بالتنوع والتعقيد، حيث يتطلب من الشركات والمستثمرين التعامل مع قوانين ولوائح وعادات مختلفة في الدول المختلفة. كما تشهد الأسواق الدولية تنافسًا شديدًا بين الشركات المحلية والعالمية، وهذا يعزز التطور التكنولوجي والابتكار والجودة في المنتجات والخدمات (<https://www.fxcm.com>).
- كما تمثل الأسواق الدولية: بيئة متعددة الثقافات واللغات والنظم القانونية، حيث يتم تبادل المنتجات والخدمات عبر الحدود الجغرافية. وتتأثر هذه الأسواق بالتحويلات السياسية والاقتصادية العالمية، مثل الحروب التجارية والتغيرات في أسعار العملات والسياسات النقدية والمالية.
- الأسواق الدولية هي أسواق تجارية تتم فيها عمليات الشراء والبيع بين الشركات والأفراد من بلدان مختلفة. تعتبر الأسواق الدولية مكانًا حيويًا لتبادل السلع والخدمات عبر الحدود الوطنية. تتميز هذه الأسواق بتنوعها الثقافي والديمقراطي والوظيفي، حيث يلتقي فيها العديد من الثقافات واللغات والاحتياجات. يعد

التعامل في الأسواق الدولية تحديًا بسبب اختلاف اللغة والقوانين والمعايير والعادات والتقاليد الاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، تتأثر الأسواق الدولية بالعوامل السياسية والاقتصادية العالمية التي تؤثر على أداء الشركات ومبيعات منتجاتها.

ومن خلال التعريف السابقة نستنتج أن الأسواق الدولية هي البيئات التجارية التي تتيح للشركات والأفراد تبادل السلع والخدمات والأصول المالية عبر الحدود الوطنية. تتضمن هذه الأسواق عددًا من الأشكال المختلفة من التبادل التجاري والاستثمار، وتشمل مجموعة واسعة من الصناعات والقطاعات. تشهد الأسواق الدولية نشاطًا كبيرًا وتنافسًا شديدًا بين الشركات والمؤسسات في جميع أنحاء العالم.

### ثانياً: التطور التاريخي للأسواق الدولية.

بشكل عام، يبدو أن الاسواق المالية هي محرك التجارة الدولية والاقتصاد العالمي الشامل خلال المائة عام الماضية. خاصة خلال الـ 25 سنة الاخيرة، حيث أصبحت الاسواق المالية أكثر تعقيداً وتطوراً وأهمية. في بداية القرن الحادي والعشرين، أصبحت الاسواق المالية العالمية أكثر ديناميكية وبدأت تتغير بسرعة. (هندي، 1999، صفحة 654)

في الوقت الحاضر، هناك عوائق أقل في الصرف الأجنبي، واستثمار رأس المال، والمزيد من المعاملات المالية العالمية، والمزيد من أنظمة الدفع بشكل عام.

هناك أيضاً حركة متسارعة فيما يتعلق بتدفقات رأس المال الدولية، وتطوير أدوات مالية جديدة (مثل العملات الرقمية)، والتقنيات الرقمية الجديدة. بشكل عام، هذا يقود المجتمعات إلى أسواق مالية أكثر انفتاحاً وتقدماً. على الرغم من أن الخصائص المذكورة أعلاه صالحة للأسواق المالية بشكل عام، فإن كل سوق مالي له خصائص منفصلة خاصة به. سنناقش بعض خصائص سوق الفوركس والأسهم في القسم التالي.

## • سوق الفوركس

أصبح سوق الفوركس شائعاً للغاية على مدار العقود القليلة الماضية، وشهد نمواً هائلاً في الحجم خلال الثلاثين عاماً الماضية. هذا هو السوق بمزيد من التفصيل: (شريك، 2017/2018، صفحة 38).

- 1977-5مليار دولار
- 1987 - 600 مليار دولار
- 1992 - 1 تريليون دولار
- 2001 - 1.5 تريليون دولار
- 2007 - 3 تريليون دولار
- 2010 - 4 تريليون دولار
- 2013 - 5.3 تريليون دولار
- 2017 - 5.5 تريليون دولار
- 2022 - 6.6 تريليون دولار

كما ترون، زاد حجم الفوركس بعامل 1000 في حوالي 40 عاماً. إزداد كما يبدو بنسبة 267٪ بين 2001 و2017، وبنسبة 65٪ بين 2010 و2022.

## • سوق الأسهم

مثل النمو في سوق الفوركس يمكن العثور على نمط مشابه في أسواق الأسهم العالمية، حيث يمكن القول أن أسواق الأسهم الأمريكية أصبحت أكثر أهمية مقارنة بأجزاء أخرى من العالم. كانت سوق الأسهم الأمريكية فائزاً رئيسياً في القرن العشرين، وفقاً لكتاب "انتصار المتفائلين" (2002) الذي كتبه إروي ديمسون، و بول مارش، و مايك ستونتون. تشير أبحاثهم إلى أن ثلاثة تغييرات مهمة حدثت خلال المائة عام الماضية: (أبو الفتوح، 2001، صفحة 154)

- فرضت الولايات المتحدة هيمنتها على السوق
- تم توحيد مراكز التبادل (البورصات العالمية)
- حدث التناوب العلماني والدوران القطاعي (أنشطة السوق التي تحدث وتتغير على المدى الطويل).

## المطلب الثاني: أهداف ووظائف الأسواق الدولية.

الأسواق الدولية هي مجموعة من الأهداف الاستراتيجية التي تسعى الشركات والمنظمات إلى تحقيقها من خلال توسيع نطاق أنشطتها التجارية والاستثمارية على المستوى الدولي حيث تدعم هذه الأهداف مجموعة من الوظائف. وهذا ما سنبينه في هذا المطلب بالتفصيل.

### أولاً: أهداف الأسواق الدولية.

الأسواق الدولية تهدف إلى تحقيق العديد من الأهداف، منها: (رماس و زنادقي، 2018، صفحة 54)

- **توسيع الأسواق:** الوصول إلى أسواق جديدة في دول مختلفة، مما يسمح للشركات بتوسيع قاعدة عملائها وزيادة مبيعاتها.
- **التنوع الجغرافي:** من خلال التوسع الدولي، يمكن للشركات تقليل الاعتماد على أسواق محلية واحدة، مما يقلل من المخاطر الناتجة عن التقلبات الاقتصادية المحلية.
- **الوصول إلى موارد جديدة:** يمكن للشركات من خلال التوسع الدولي الوصول إلى موارد جديدة مثل المواد الخام أو العمالة الماهرة، مما يمكنها من تحسين كفاءة الإنتاج وتخفيض التكاليف.
- **التنمية المستدامة:** تسعى الشركات من خلال التوسع الدولي إلى المساهمة في التنمية المستدامة من خلال إنشاء فرص عمل جديدة وتحسين مستويات المعيشة في الدول التي تعمل فيها.
- **زيادة القيمة:** يمكن للشركات من خلال التوسع الدولي زيادة قيمة أسهمها من خلال زيادة الأرباح والنمو الاقتصادي.
- **توسيع قاعدة العملاء:** الوصول إلى أسواق جديدة يعني زيادة قاعدة العملاء المحتملين، مما يساهم في تنويع مصادر الإيرادات وتقليل الاعتماد على سوق واحد.
- **توسيع قاعدة الموردين والشركاء التجاريين:** يمكن للتوسع الدولي أيضاً أن يسمح للشركة بتوسيع شبكتها من الموردين والشركاء التجاريين، مما يمنحها مزيداً من الموارد والفرص للنمو والتطوير.
- **تقليل المخاطر:** تنويع الأسواق يمكن أن يقلل من تعرض الشركة للمخاطر الاقتصادية المحلية، حيث يمكن للشركة توزيع مخاطرها على أسواق متعددة.

- **التنافس العالمي:** من خلال التوسع الدولي، يمكن للشركات أن تتنافس مع منافسيها على المستوى العالمي، مما يسمح لها بالحفاظ على مكانتها في السوق العالمي.
  - **الوصول إلى تكنولوجيا جديدة:** يمكن للشركات من خلال التوسع الدولي الوصول إلى تكنولوجيا جديدة ومهارات إنتاجية متقدمة، مما يمكنها من تحسين جودة منتجاتها وتخفيض التكاليف.
  - **استغلال الفرص العالمية:** الوصول إلى أسواق دولية يمكن أن يسمح للشركة بالاستفادة من الفرص الناشئة في الأسواق الخارجية، مثل الطلب المتزايد على منتجات معينة أو الابتكارات التكنولوجية الجديدة.
- ومن أجل تحقيق هذه الأهداف، يمكن للشركات أن تستخدم مختلف الأساليب مثل التصدير المباشر أو غير المباشر، أو أن تختار استراتيجية التوسع من خلال اتفاقات الترخيص أو الشراكات الاستثمارية. ويجب على الشركات أن تدرك أن التوسع الدولي يرافقه مخاطر مثل المخاطر السياسية والاقتصادية والثقافية، لذلك يجب عليها أن تدرس جيداً السوق الدولي قبل الدخول فيه.

#### ثانياً: وظائف الأسواق الدولية.

تتضمن وظائف الأسواق المالية الدولية عدة جوانب، منها: (خربوش و وآخرون، 1998، صفحة 180)

- **توفير السيولة في السوق:** تسهّل الأسواق المالية عمليات شراء وبيع الأصول المالية بسرعة وسهولة، مما يوفّر السيولة في السوق وتسهّل تداول الأموال.
- **تخصيص رأس المال بكفاءة:** تُعتبر الوظيفة الأولى للأسواق الماليّة هي تخصيص رأس المال بكفاءة، بحيث تسمح هذه الأسواق بنمو الأموال وتقليل المخاطر التي تكثف عمليات الاستثمار المختلفة.
- **تقليل تكاليف المعاملات:** تقليل تكاليف المعاملات هو أحد وظائف الأسواق المالية، حيث تسمح هذه الأسواق بتداول الأوراق المالية والمنتجات المالية بشكل عام، مما يقلل من تكاليف المعاملات.
- **تقليل المخاطر المالية:** تقليل المخاطر المالية هو أحد أهم وظائف الأسواق المالية، حيث تسمح هذه الأسواق بتداول الأوراق المالية والمنتجات المالية بشكل عام، مما يقلل من المخاطر المالية التي تكثف عمليات الاستثمار المختلفة.

- تحديد أسعار تُعتبر تحديد أسعار أحد وظائف الأسواق المالية، حيث تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في تحديد أسعار الأوراق المالية والمنتجات المالية.
  - توفير فرص للنمو والازدهار: تتيح الأسواق المالية فرصة تحقيق المكاسب لرأس المال، وذلك من خلال توفير فرص للنمو والازدهار الاقتصاديين.
  - تحفيز الاستثمار: تُساهم الأسواق المالية في تحفيز الاستثمار، حيث تسمح هذه الأسواق بتداول الأوراق المالية والمنتجات المالية بشكل عام، مما يزيد من فرص الاستثمار.
  - توجيه المدخرات نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية: تُساهم الأسواق المالية في توجيه المدخرات نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية، مما يزيد من كفاءة الاستثمار.
  - توفير فرص عمل وخفض معدل البطالة: تُساهم الأسواق المالية في توفير فرص عمل وخفض معدل البطالة، حيث تسمح هذه الأسواق بتداول الأوراق المالية والمنتجات المالية بشكل عام، مما يزيد من فرص العمل.
  - تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تلعب الأسواق المالية دوراً حيوياً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، حيث تسمح هذه الأسواق بتداول الأوراق المالية والمنتجات المالية بشكل عام، مما يزيد من استقرار الاقتصاد.
- هذه بعض الوظائف الرئيسية في مجال الأسواق الدولية، وتختلف الوظائف والمسؤوليات تبعاً لحجم الشركة ونوع الصناعة واستراتيجية التوسع الدولي.

### المطلب الثالث: شروط وأقسام الأسواق الدولية.

للأسواق الدولية شروط وأقسام تتأثر بعدة عوامل، بما في ذلك القوانين والتنظيمات في البلدان المستهدفة، والثقافة والعادات المحلية، والمنافسة، والتطورات الاقتصادية والسياسية العالمية. إليك بعض العوامل التي يجب مراعاتها:

#### أولاً: شروط قيام الأسواق المالية الدولية

لقيام الأسواق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح الأسواق المالية الدولية، والمتمثلة فيما يلي: (بن سلمان، 2010، صفحة 81)

- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية.
- تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزيهة وتشجع القطاع الخاص.
- تبني منظومة مالية مرنة ومتزنة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال.
- تبني منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية.
- وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفؤة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها.
- وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض مما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها.
- ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية ببعضها البعض لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية.

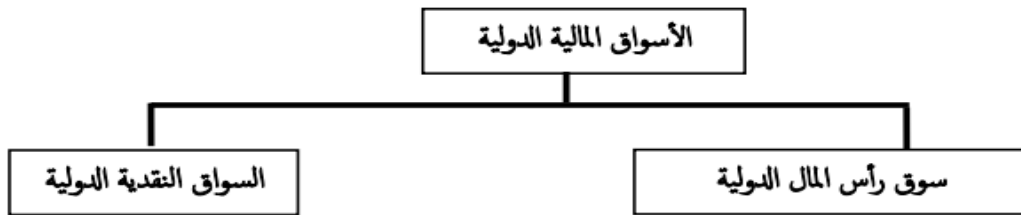


- وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة.
- توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية . واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها.
- ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض.
- إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية.
- ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

#### ثانيا: أقسام الأسواق المال الدولية

إن أقسام الأسواق المال الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي لكنها تخالف من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملة التقييم، وعلى هذا الأساس سيتم التركيز على التقسيم الأساسي المختصر للسوق المالية الدولية، والذي يبرز الفروع الرئيسية للسوق المالية الدولية، كما يوضح ذلك الشكل رقم (1) التالي: (الغالي و بن ضيف ، 2019 ، صفحة 21)

شكل رقم (1): التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية.



المصدر: (الغالي و بن ضيف ، 2019 ، صفحة 21)

## 1. السوق النقدية الدولية: (Internationale Money Market)

ينصرف معنى سوق النقد الدولي إلى قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو اليورو لدى بنوك تجارية في الخارج، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو دولار، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية، وإنما تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو يورو في حسابات بالدولارات أو باليورو أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية

ويكون التعامل في هذه السوق بتلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح من يوم إلى سنة، وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف، وهذا يعود إلى أن التعامل يجري بالعملة الأجنبية، وتقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية.

وكان من أهم العوامل المساعدة على ظهور الأسواق المالية الدولية تراكم الفوائض البترولية للدول المصدرة للنفط في عشرينات التسعينيات من القرن المنصرم والتي تم إيداعها في بنوك دولية، واستغلالها في مجال الإقراض والاقتراض للدول والشركات والحكومات.

## 2. سوق رأس المال الدولية (Internationale Capital Market) :

يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما ينجر عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا ... الخ.

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية، أشهرها الأوربية والأجنبية، ومن أهم العوامل الاعتيادية باستثناء الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة المؤثرة في سوق رأس المال الدولية هي التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية خاصة منها العملات القيادية.

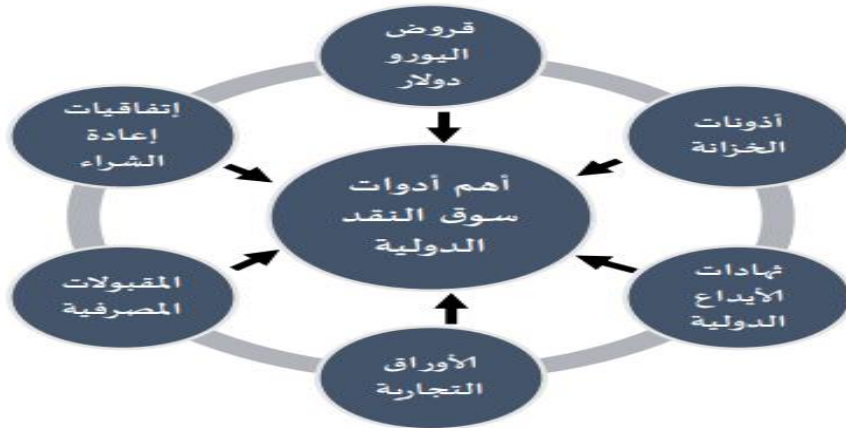
### المبحث الثالث: المشتقات المالية في الأسواق الدولية.

المشتقات المالية تلعب دوراً مهماً في تمويل الأسواق الدولية من خلال توفير أدوات تمويلية متنوعة ومرنة تساهم في تحسين كفاءة السوق وتقليل المخاطر المالية. إليك بعض الطرق التي تساهم بها المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية (<https://www.abjjad.com>):

#### المطلب الأول: أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.

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

#### الشكل رقم (2): أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.



المصدر: (<https://www.abjjad.com>)

#### 1. أذونات الخزانة (Treasury Bills)

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

## 2. شهادات الإيداع على المستوى الدولي:

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما: (

<https://www.iosco.com>)

-شهادات الإيداع المصرفية وشهادات الإيداع الدولية.

- **شهادات الإيداع المصرفية:** فتعرف على أنها شهادة تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها، وهي قابلة للتداول بالتظهير، وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961.

- **شهادات الإيداع الدولية:** شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك Bank Of New York) ودوتش بنك (Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ولحاميل الشهادة الحق في الحصول على التوزيعات النقدية والعينة ومن بيع الأسهم، وهناك نوعان من شهادات الإيداع الدولية هما شهادات الإيداع الأمريكية ADRs(American Depository Receipts) وشهادات الإيداع الدولية GDRs(Global Depository Receipts) ، ويتم تداولها في الأسواق المال الدولية مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك.

## 3. المقبولات المصرفية Banker's Acceptances :

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

#### 4. اتفاقية إعادة الشراء **Repurchase Agreements** :

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، ويعنى الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول، يتعهد بموجبه البائع إبعاده بيع نفس الأوراق المالية بعد فترة قصيرة جدا غالبا ما تكون ليه واحدة (Overnight) وبمدة أقصاها 76 ساعة عمل، ويسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه.

#### 5. الأوراق التجارية الدولية **Commercial Paper** :

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

- الشيك: هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغا من النقود لمصلحة من يحدده الأمر.
- الكميالة أو السفتجة: هي مكتوب غير مقيد بشرط، تتضمن أمرا من شخص، يسمى الساحب، لشخص آخر، يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع مبلغا معينا، بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعين، لشخص ثالث، يسمى المستفيد، أو الحامل.
- السند لأمر أو السند الاذني: هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين الأثبات ذمة مالية واحدة، يسدد بموجبها ما المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق، وهو قابل للخصم.

( <https://www.imf.org> )

#### 6. قروض اليورو دولار: **Eurodollars**

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

## المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعتبرها مخاطر الإفلاس، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل، وفيما سيتم التطرق للأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية، كما يلي: (ابراهيم، 2003، صفحة 633)

### 1. العقود المستقبلية:

- مفهومها: وهي عبارة عن عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم والتسلم في وقت لاحق في المستقبل، فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، كميته وسعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل.
- أركانها: للعقود المستقبلية مجموعة من الأركان نذكرها في النقاط التالية.
- السعر في المستقبل:

هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

### - تاريخ التسليم أو التسوية:

هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

### - محل العقد:

يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...

### - مشتري العقد:

هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

## - بائع العقد:

هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

## - أنواع العقود المستقبلية:

تتنوع العقود المستقبلية إلى الأنواع التالية:

- العقود المستقبلية على السلع
- العقود المستقبلية على أسعار الصرف
- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (العقود المستقبلية على الأصول المالية ذات الدخل الثابت).
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

## 2. العقود الآجلة:

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ (الحناوي، 2005، صفحة 106)

هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية.

وتجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما.

و قد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، و عندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة. فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، و أن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، و بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة. كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، و ذلك بإبرام العقود

الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية. فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، و توقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر، و بذلك فان أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية.

### 3. عقود الخيارات:

يعرف عقد الخيار بأنه عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة يلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.

وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين.

#### - أنواع عقود الخيارات:

تتنوع عقود الخيار إلى نوعين هما: (صالح الحناوي، 2005، صفحة 369)

#### - خيار البيع:

يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها، و لتوضيح فكرة هذا النوع من الخيارات ، نفترض أن مستثمرا ما اشترى عددا من الأسهم بسعر 600 دج للسهم الواحد، و تشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع هذه الأسهم في شهر نوفمبر القادم، كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض سعر هذا السهم في ذلك الشهر. و حتى يتجنب المخاطر التي قد تنجم عن ذلك ، فانه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لشراء تلك الأسهم في شهر نوفمبر القادم و ذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام العقد و الذي قد يكون مساويا للسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي 600 دج للسهم. و وفقا لنصوص



الاتفاق يتوجب على المستثمر دفع مكافأة للطرف الآخر و ليكن قدرها 40 د ج للسهم مقابل منحه الحق في التراجع عن تنفيذ العقد إذا أراد ذلك.

#### - خيار الشراء:

خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق<sup>(18)</sup>. و لتوضيح فكرة هذا النوع من الخيارات، نفترض أن مستثمرا يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق و ليكن شهر نوفمبر، غير أنه يتوقع ارتفاع سعر السهم في تلك الفترة و ذلك مقارنة بالسعر الجاري، وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التي قد تنجم عن هذا الارتفاع فإنه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها، و بالسعر الجاري ( 600 دج ) للسهم مقابل مكافأة يدفعها المستثمر ( مشتري الاختيار) للطرف الثاني ( محرر الاختيار ) قيمتها 40 دج للسهم. فإذا صدقت التوقعات و ارتفعت القيمة السوقية للسهم في شهر نوفمبر إلى 660 دج، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، أي أن يبيعه محرر الاختيار الأسهم المتفق عليها بسعر 600 دج للسهم، و حيث أنه قد سبق للمستثمر دفع 40 دج عن كل سهم ( المكافأة ) للمحرر فإنه يكون قد حقق ربحا قدره 20 دج عن كل سهم.

أما إذا لم تصدق توقعات المستثمر وانخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 530 دج للسهم فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق، وحينئذ سوف تنحصر خسائره في قيمة المكافأة المدفوعة. وهكذا يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر، فخسائره محددة بمقدار المكافأة، أما أرباحه فلا حدود لها إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم في وقت التنفيذ.

#### 4. عقود المقايضات:

- مفهوم: عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول. وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة Contreparties.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

✚ طرفي العقد

✚ الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة

✚ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة

✚ العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات

✚ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه

✚ مدة سريان العقد.

إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة ولذلك يُعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

#### - أنواع المقايضات:

تسري عقود المقايضة على عدة أدوات ومن أهمها: (عبده و مصطفى، 1998، صفحة 98)

▪ عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

▪ عقود مبادلة العملات Currency Swaps

▪ عقود مبادلة البضائع Commodity Swaps

▪ حق الاختيار على عقود المبادلة Swapions

والنوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال.

### خلاصة الفصل:

لقد تم التطرق في هذا الفصل إلى الإطار النظري للمشتقات المالية وكذا الأسواق الدولية والعلاقة بينهم والتكامل الذي يحققه كل واحد منهم للأخر، لنصل فالأخير إلى مدى مساهمة المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية تعتبر جزءًا هامًا من النظام المالي العالمي، حيث تلعب دورًا حيويًا في توفير وسائل تمويل متنوعة ومرنة للأسواق الدولية. المشتقات المالية، التي تستمد قيمتها من أصول مالية أخرى، تساهم في توفير آليات لتغطية المخاطر وتوفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الأنشطة الاقتصادية على الصعيدين الداخلي والخارجي. بالإضافة إلى ذلك، تساهم المشتقات المالية في تعزيز السيولة وتوفير فرص للاستثمار والتمويل، مما يعزز النشاط الاقتصادي ويساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي على المستوى العالمي.

# الفصل الثاني: دراسة الحالة

## - تجارب بعض الدول -

تمهيد:

من خلال دراسة للفصل الأول تعرضنا للأطر النظرية المتعلقة بالمشتقات المالية، وكذا الأسواق الدولية مع توضيح الدور الذي تلعبه هذه المشتقات في السوق الدولي، وبغرض الإجابة عن الإشكالية المطروحة في الدراسة، سنحاول إسقاط تلك المضامين على الجانب التطبيقي كمحاولة لتشخيص الأسواق الدولية - في بعض الدول كتجارب- ومعرفة مدى تطبيق هذه المشتقات من طرف هذه الدول

وعلى ضوء هذا سنحاول الإلمام بمختلف ما تطرقنا إليه في الفصل النظري وإسقاطه على بعض الدول.

وعليه قسمنا هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: مخاطر المشتقات المالية وإنعكاساتها.
- المبحث الثاني: تجارب بعض الدول في تداول المشتقات المالية في الأسواق الدولية.

### المبحث الأول: مخاطر المشتقات المالية وأنعكاساتها.

على الرغم من نشوء المشتقات المالية كان هدفه العوامة وتسهيل المعاملات المالية والاقتصادية، إلا أنها لا تخلو من المخاطر التي قد تنشأ في السوق المالي سواء على الصعيد المحلي أو الدولي وهذا نتيجة لسوء الاستخدام أو قلة الوعي من طرف مستخدميها، كما يمكن ان تنجر عنها العديد من الانعكاسات.

### المطلب الأول: مخاطر وإدارة المشتقات المالية.

يوجد العديد من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الأسواق المالية والتي قد تؤثر على المستثمرين ومستخدمي هذا النوع من المعاملات المالية: مخاطر إئتمانية، مخاطر السوق القانونية، مخاطر تشغيلية ورقابية، مخاطر السيولة، مخاطر التسوية وأثر الرفع المالي.

### أولاً: مخاطر المشتقات المالية.

#### 1. المخاطر الائتمانية:

تكمّن هذه المخاطر في احتمال عدم قدرة الطرف الآخر في العقد على الوفاء بالتزاماته. هذا النوع من المخاطر يكون مهمًا بشكل خاص في المشتقات المتداولة خارج البورصة (OTC) حيث لا يوجد وسيط مركزي.

المخاطر الائتمانية في المشتقات المالية تشير إلى احتمال عدم قدرة الطرف الآخر في العقد على الوفاء بالتزاماته المالية. تعتبر هذه المخاطر من الجوانب الحرجة في استخدام المشتقات، خاصة تلك التي تتم عبر الأسواق غير المنظمة أو ما يُعرف بالأسواق المتداولة خارج البورصة.

وتنشأ من جميع الأنشطة التي تعتمد على الطرف المقابل (العميل) وعدم الوفاء بالتزامه في موعدها، كما تعرف مخاطر الائتمان بأنها الخسائر الناتجة عن نكوص أحد الأطراف عن الوفاء بالتزامته الناشئة عن أحد عقود المشتقات.

ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في السوق الموازنة منها في البورصات الأمر الذي يقضي اهتمام المتعاملين في السوق الموازنة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي تتم التعامل معها.

أما في البورصة فيتم حصر كمي لمخاطر الخسارة بتسوية تغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطر يوميا من المخاطر الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة وتتم هذه التسوية وفقا لقواعد محددة في البورصة.

## 2. مخاطر السوق:

وهي درجات التغير التي تحدث في متغيرات السوق كأسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأصول المالية، والتي تؤثر سلبا على أرباح وعوائد المؤسسات، والمتغير الرئيسي لمخاطر السوق هي مخاطر أسعار الفائدة - الخطر على العوائد المتصلة بالمتغيرات في أسعار الفائدة- وتنشأ مخاطر أسعار الفائدة من اختلافات بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول وتوقيت التدفقات النقدية، أما مخاطر الأسعار ترتبط ارتباطا وثيقا بمخاطر أسعار الفائدة، وهو خطر على الأرباح الناجمة عن التغيرات في قيمة الأدوات المالية.

وبذلك فمخاطر السوق تظهر نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية المشتقة في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيط في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي تغير أكبر في قيمة الأداة المشاعة، وتكون هذه التغيرات في القيمة داخل السوق نتيجة لما يلي:

- التقلبات في مستوى الأسعار كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة، مما يؤثر في قيمة المشتقات المالية نفسها.
- عدم تناسب بين مقدار الارتفاع أو انخفاض في قيمة عقود المشتقات، وبين مقدار الانخفاض أو الارتفاع في قيمة الأصول التي تحميها تلك العقود مع الأخذ في الاعتبار أن حجم التعامل في الأدوات المشتقة يفوق بمراحل حجم الأصول المرتبطة بها.
- عدم المقدرة على تسهيل الأداة المشتقة بالتخلص منها عند الحاجة لذلك بسبب وجود خلل في معدلات الطلب على تلك الأداة أو سبب عدم رغبة الطرف المتعامل معه استنادا على خلل العقدة ذاته.

ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذلك على كفاءة أداءها كوسيط بين البيع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة. (عيساوي، 2014، صفحة 174)

✚ أنواع مخاطر السوق: يوجد 05 أنواع من المخاطر التي قد يتعرض لها السوق المالي وهي: (قايدي و

لحسين، 2015، صفحة 32)

أ. مخاطر أسعار الفائدة: تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى في حالها، كلما إرتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة.

ب. مخاطر أسعار الأسهم ومؤشرات البورصة: تنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية، كالأشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك وما هو ما يؤثر على القيمة السوقية لأسعار الأسهم.

ج. مخاطر أسعار الصرف: تنشأ هذه المخاطر في السوق النقد نتيجة تقلبات سعر الصرف العملات في المعاملات الآجلة ففي حالة شراء السلع بعملة أجنبية أو انخفاض سعر تلك العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى.

د. مخاطر أسعار السلع (الأصول الحقيقية): نظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب والسياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

3. المخاطر القانونية: (عبد العال حماد، 2002، صفحة 16)

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصنيف ذات الصلة.



مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلاً عن عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس. أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت، الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات.

#### 4. مخاطر التسوية مخاطر:

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديدات الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة، وتشمل مخاطر السيولة عدم القدرة على إدارة الانخفاضات غير مخطط لها أو التغييرات في مصادر التمويل وتسمى مخاطر سيولة التمويل، كما تنشأ أيضاً من عدم القدرة على التعامل مع التغييرات في الظروف السوق التي تؤثر على تسهيل الأصول بسرعة وبأقل الخسائر في القيمة وتسمى مخاطر سيولة السوق، وجميع المؤسسات العاملة في مجال المشتقات تواجه هذين النوعين من مخاطر السيولة.

✚✚ مخاطر سيولة التمويل.

✚✚ مخاطر سيولة السوق.

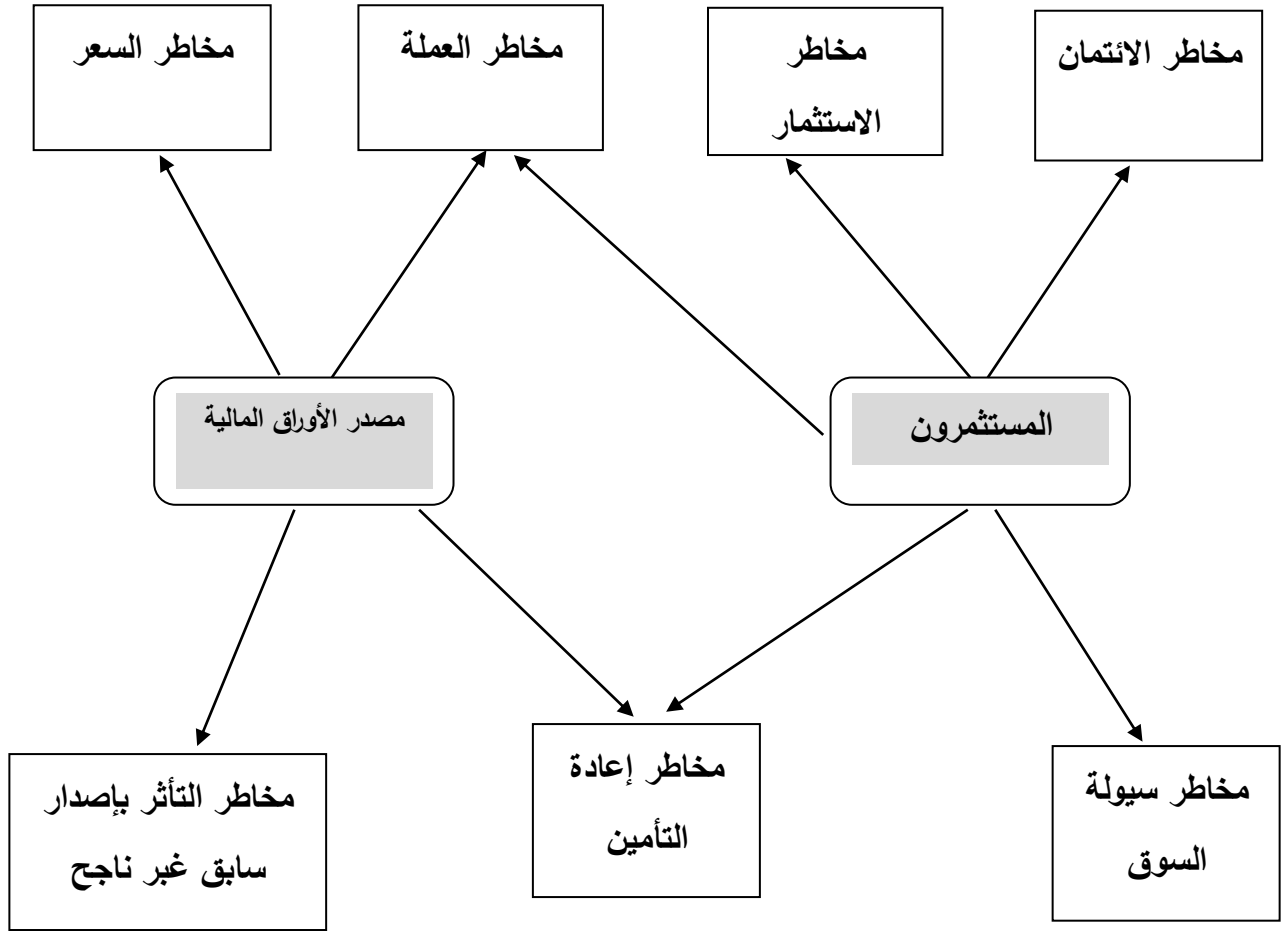
#### 5. أثر الرفع المالي:

من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضاً، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات. فالمستثمر يودع ببساطة 10% (في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، ويمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.

#### 6. مخاطر التشغيل:(المخاطر الرقابية)

ويقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة. ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري ألا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.

الشكل رقم 03: مخاطر سوق رأس المال



المصدر: (علام و حملة، 2016، صفحة 158)

**التعليق:** قد يتعرض المستثمرين لأخبر المخاطر فيمكن أن يعاني المستثمر من خسائر ناجمة عن المعاملات غير العادلة أو غير الأمنية بواسطة مصدري الأوراق المالية والوسطاء وغيره من المستثمرين، في حين مخاطر الائتمان تنشأ عن احتمال عجز مصدر الأوراق المالية عن دفع المبالغ المستخدمة للمستثمرين بالكامل أو عجزه عن دفعها في تاريخ استحقاقها، بينما مخاطر العملة يتعرض لها في حالة انخفاض قيمة العملة في مقابل العملة المحلية للمستثمر فإن قيمة السوق للاستثمار في عملة المستثمر تنخفض ويعاني المستثمر وبالتالي من الخسارة، وفيما يخص مخاطر السيولة قد يواجه المستثمرين مخاطرة وجود سوق ثانوية لا تتمتع بالسيولة للأوراق المالية التي يتداولونها.

### ثانيا: تحديات ادارة مخاطر المشتقات المالية.

المشاركة في السوق المالي من الواضع أن يواجههم العديد من المخاطر والتي لا بد من استخدام أدوات مفيدة لإدارة هذه المخاطر ليتم استخدامها من قبل المشاركين في الأسواق المالية كتحديات لادارة هذه المخاطر: (الهندي، 2003، صفحة 10)

#### + تحوط المخاطر:

- **إيجابية:** المشتقات المالية تُستخدم بشكل رئيسي للتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار في الأصول الأساسية مثل الأسهم، السلع، والعملات. يمكن للشركات حماية نفسها من التقلبات غير المتوقعة في الأسعار، مما يساعد في استقرار التدفقات النقدية.
- **سلبية:** إذا لم تُدار بشكل صحيح، قد تؤدي استراتيجيات التحوط إلى خسائر كبيرة بدلاً من الحماية، خصوصاً إذا كانت الاستراتيجيات معقدة أو لم تُفهم بشكل جيد من قبل المديرين الماليين.

#### + تحسين السيولة والكفاءة

- **إيجابية:** تزيد المشتقات من السيولة في الأسواق المالية، مما يسهل على المستثمرين الدخول والخروج من المراكز الاستثمارية بسرعة وتكلفة أقل. كما تساهم في تحسين الكفاءة السعرية من خلال توفير أدوات تسمح بتحديد الأسعار بشكل أكثر دقة.
- **سلبية:** يمكن أن تؤدي التداولات المكثفة بالمشتقات إلى زيادة التقلبات في الأسواق، مما قد يؤثر سلباً على استقرار الأسواق المالية

#### + زيادة التعقيد والمخاطر النظامية

- **إيجابية:** توفر المشتقات وسائل متقدمة للمستثمرين والمديرين الماليين لتحسين إدارة المخاطر والحفاظ المالية.
- **سلبية:** يمكن أن يؤدي التعقيد المتزايد للمشتقات المالية إلى صعوبة فهمها وإدارتها، مما يزيد من المخاطر النظامية. الأمثلة البارزة تشمل الأزمة المالية العالمية في 2008، حيث لعبت المشتقات المالية المعقدة مثل مقايضات العجز عن السداد دوراً كبيراً في الأزمة.

### + توفير فرص استثمارية جديدة

- **إيجابية:** تقدم المشتقات فرصًا جديدة للمستثمرين لتحقيق أرباح من خلال المضاربة على تحركات الأسعار، مما يزيد من تنوع استراتيجيات الاستثمار.
- **سلبية:** قد تجذب المشتقات المالية المضاربين الذين يسعون لتحقيق أرباح سريعة، مما قد يؤدي إلى تزايد التقلبات في الأسواق وخلق فقاعات مالية.

### + تحفيز الابتكار المالي

- **إيجابية:** تشجع المشتقات على الابتكار المالي من خلال تطوير أدوات ومنتجات مالية جديدة تلبي احتياجات المستثمرين المختلفة.
- **سلبية:** يمكن أن يؤدي الابتكار المالي المفرط دون ضوابط مناسبة إلى تطوير منتجات معقدة وغير مفهومة بشكل كافٍ، مما يزيد من المخاطر.

### + التأثير على الاستقرار المالي

- **إيجابية:** إذا استخدمت بشكل صحيح، يمكن أن تساهم المشتقات في تعزيز الاستقرار المالي من خلال توزيع المخاطر بشكل أكثر فعالية.
- **سلبية:** الاستخدام غير المسؤول أو غير المدروس للمشتقات يمكن أن يؤدي إلى أزمات مالية، كما حدث في حالات بارزة مثل انهيار شركة "لونغ تيرم كابيتال مانجمنت" في 1998.

### + التنظيم والرقابة

- **إيجابية:** تدفع المخاطر المحتملة للمشتقات الجهات التنظيمية إلى وضع قواعد وضوابط تضمن شفافية وكفاءة الأسواق.
- **سلبية:** قد تكون التنظيمات غير كافية أو غير مرنة، مما يجعل من الصعب على المؤسسات المالية الابتكار وإدارة مخاطرها بشكل فعال.

### المطلب الثاني: انعكاسات المشتقات المالية.

المشتقات المالية هي أدوات مالية معقدة يمكن أن يكون لها تأثيرات واسعة النطاق على الأسواق المالية والاقتصادات بشكل عام. هذه التأثيرات يمكن أن تكون إيجابية وسلبية، وتعتمد إلى حد كبير على كيفية استخدام وإدارة هذه الأدوات. فيما يلي أهم انعكاسات المشتقات المالية:

#### أولاً: مساهمة المشتقات المالية في خلق الأزمات. (بوراس، 2003، صفحة 26)

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية. كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة، والتي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها J.lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 «لم أعرف موضوعاً يجمله الناس قدر المشتقات».

غير أنه لسوء الحظ، فإن فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل ذون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها.

وعليه فالدعوة اليوم ليس فقط للاحتفال بالانتصارات التقنية لأسواق المنتجات المشتقة، والافتتان بمقدرتها على الاستجابة لكل الاحتياجات. بل أيضاً للانتباه بأنها تعتبر واحدة من أعظم عناصر الخطر للمالية الحالية، حيث تسببت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز Barings Brothers «and company bank» الذي عصفت به رياح المشتقات.

هذا فضلاً عن تحطم المجموعة الألمانية «Mellallgesellschaft» عام 1994 بسبب التداول بالمستقبلات. و تتوسع القائمة لتشمل منشآت أخرى مثل: Cargil, Mead, Greetings chemical و نجد حتى الصانع الأمريكي Dell الذي على اثر خسارة تقدر ب 23 مليون دولار أعلن عام 1994 بالانسحاب من سوق المشتقات.

وإذا كان هناك خلاف حول ما إذا كانت المشتقات هي السبب الرئيسي في أزمة يوم الاثنين الأسود، فإن الكل يجمع على أن انهيار بنك بارنجز كان سببه المشتقات ولذلك سوف نعرض تفاصيل هذا الانهيار: كان ذلك يوم الأحد الموافق ل 1995/02/26، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارنجز تحت حراسة بنك إنجلترا، وهو

المصرف المركزي. بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشتري هذا المصرف. لقد تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى «مستقبلات برنجز» تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم «Barings securities» التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة.

فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقت سمعته وكفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم وإدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة. والغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، إنها المراجعة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225، ومؤشر بورصة اوزاكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكادا يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على مؤشر بورصة اوزاكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب أن تتعرض للمخاطر ولكن انظر ما حدث:

وقع زلزال كوب في 16 يناير، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول يناير إلى 18000 نقطة بعد الزلزال. وأملا في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملا في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكي قد باشر مزيدا من الانخفاض حتى وصل إلى 17000 نقطة و مع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر.

وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب آخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار. غير أنه إذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، فانه لا يمكنه إخفائها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية. و إذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الوقاية أو الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض للخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، و قد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية.

و بدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة و ذلك اثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش.

وهكذا ومن جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة. وكان من المفضل لدى بنك إنجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة مصرفية.

### ثانيا: دور المشتقات المالية في تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008.

المنتجات الجديدة هي بلا شك أهم الابتكارات المالية في السنوات الأخيرة الماضية، فالمشتقات المالية هي إحدى هذه الابتكارات والموجودات المالية التي تعتمد قيمتها على سعر أحد الأصول الأساسية مثل الأسهم، أسعار الفائدة ومؤشر المواد الخام... وهذه الأدوات تسمح للعملاء بتحديد مقدم السعر الذي يمكنهم من شراء وبيع كمية معينة من الأصول الأساسية، وبالتالي فإنه يتم استخدامها للتحوط من المخاطر الأسعار ولكن بالطبع يمكن أيضا استخدامها لاستخاذ مواقف المضاربة، وعلى هذا النحو فإنها تثير مخاوف جدية فقد شبهها سميت بالوحش البري أما warren بأسلحة الدمار الشامل. (عيساوي، 2015/2014، الصفحات 203-205)

ومن جهة أخرى فعملية تبادل المخاطر ما هي إلا عبارة عن مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الطرف الآخر، وان لم يتحقق انعكس الوضع وهذا ما يجعل المشتقات من أهم الأدوات للمجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما هي مجرد تبادل المخاطرة فالمشتقات بذلك مبادلات صفرية ولكنهم يقولون انها وان كانت صفرية على مستوى العقد الا انها على الكلي إيجابية، لأنها ترف مستوى الإنتاجية الاقتصاد عموما ومن ينتفع بجميع الأطراف. وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات المالية تسير جنبا الى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج، لكن في واقع الأمر فأسواق المشتقات المالية تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي. فالسنوات الماضية تضاعفت فيها حجم المشتقات بشكل هائل، ففي 2007 وصل حجم الأسواق الى 685 ترليون دولار، أما وفق المسح الأخير لبنك التسويات الدولية، أما في 2011 نحو 4.1 ترليون دولار، فلو تم مقارنتها بقيم الأسهم والسندات فان القيمة السوقية للأسهم حوالي 36 ترليون دولار، أما السندات فقيمتها تقارب لـ 72 ترليون دولار، وبذلك فهي:

- 40 مرة من سوق الأسهم العالمي.
- 10 أضعاف قيمة الأسهم والسندات.
- 23 مرة من إجمالي الناتج المحلي العالي.

وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من القطاعات الاقتصادية الأخرى، والسبب هو أن المشتقات المالية ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر، حيث أن تداول المخاطر، حيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط المهني الحقيقي المولد للثورة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا ما حصل بالضبط ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المخاريف غير نمو الاقتصاد الحقيقي، المنتج مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: فمرة تبدأ بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة.

وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى، والسبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر حيث تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا ما حصل بالضبط ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: فمرة تبدأ بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي، ومرة عند انهيار السوق وانفجار المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعاً لذلك.

ولقد كانت المشتقات بشكل آخر متاحة خلال سنين عديدة، كما أن المهندسين الماليين دأبو على تطوير المنتجات المشتقات الجديدة والمعقدة، والتي تبدو صعبة ان لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها ليبين في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 لم أعرف موضوعاً يجمله الناس قدر المشتقات، فقدان الفهم هذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في المعاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها، وعليه



فهي تعتبر واحدة من أكبر عناصر الخطر الحالية، حيث تسببت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات المالية، بأنها بسبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجر الذي عصفت به رياح المشتقات وانطلقت بداية الأزمة الجديدة مع اعلان مؤسسة مالية، هي ليمان براذر عن افلاسها وهذه كانت بداية الأزمة الخطرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجحت من مذبحة الكساد الكبير في عام 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية، التي تأسست في القرن التاسع عشر، وهذا ما أكد تنبؤات آلن غرسيبان، رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق، بأن مؤسسات المالية كبرة جديدة ستسير على درب " ليمان براذرز" كما لعبت المشتقات المالية دورًا كبيرًا في تفاقم الأزمة المالية العالمية في عام 2008، يمكن تقسيم الآلية إلى عدة نقاط رئيسية:

### 1. التوريق والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري: (MBS)

- قامت المؤسسات المالية بتوريق القروض العقارية، مما يعني تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية يمكن بيعها للمستثمرين.
- العديد من هذه الأوراق المالية كانت مضمونة بقروض عقارية عالية المخاطر (subprime mortgages) والتي كانت تُمنح للأشخاص ذوي الملاءة المالية الضعيفة.

### 2. التصنيف الائتماني المضلل:

- تم تصنيف هذه الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من قبل وكالات التصنيف الائتماني على أنها ذات جودة عالية، مما دفع المستثمرين للاعتقاد بأنها استثمارات آمنة.
- عندما بدأت هذه القروض في التعثر، تدهورت قيمة الأوراق المالية بسرعة.

### 3. المشتقات المالية مثل عقود مبادلة مخاطر الائتمان (CDS)

- استخدمت عقود مبادلة مخاطر الائتمان كوسيلة للتحوط ضد مخاطر التعثر على الديون، ولكنها أصبحت أيضًا أداة للمضاربة.
- البنوك والمؤسسات المالية أصدرت كمية كبيرة من هذه العقود بدون الاحتياطيات الكافية لتغطية الخسائر المحتملة.

### 4. الرفع المالي (Leverage)

- العديد من المؤسسات المالية استخدمت الرفع المالي العالي لزيادة العوائد، مما زاد من المخاطر.
- عندما بدأت أسعار العقارات في الانخفاض وبدأت القروض في التعثر، تسببت الرافعة المالية في تضخيم الخسائر.

### 5. عدم الشفافية والتعقيد:

- التعقيد الكبير في هياكل هذه المشتقات والأوراق المالية جعل من الصعب على المستثمرين والجهات الرقابية تقييم المخاطر الحقيقية.
- عدم الشفافية حول من يمتلك ماذا وكيفية توزيع المخاطر جعل النظام المالي بأكمله أكثر هشاشة.

### 6. التأثير الدومينو:

- انخيار قيمة هذه الأصول أدى إلى سلسلة من الإفلاسات والانحيارات في المؤسسات المالية الكبرى مثل Lehman Brothers.
- هذا التدهور السريع نشر الذعر في الأسواق المالية العالمية، مما أدى إلى تجميد السيولة وتوقف الإقراض بين البنوك.

ثالثاً: دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية الحالية. (حسين شحاتة، 2020، صفحة 126)

عند تشخيص أسباب الأزمة العالمية الحالية نجد أن هو مفتاح العلاج السليم، فتصور الشيء تصويراً سليماً ودقيقاً ومحايذاً وموضوعياً هو جزء من تقديم الحل السليم الموضوعي الرصين.

يرى علماء الاقتصاد العالمي ومنهم الذين حصلوا على جائزة نوبل في الاقتصاد مثل موريس آليه: ((إن النظام الاقتصادي الرأسمالي يقوم على بعض المفاهيم والقواعد التي هي أساس تدميره إذا لم تعالج وتصوب تصويماً عاجلاً)).

كما تنبأ العديد من رجال الاقتصاد الثقات أن النظام الاقتصادي العالمي الجديد يقوم على مبادئ تقود إلى إفلاسه.

ومما ذكره من أسباب هذه الأزمة على حد آرائهم ما يلي :

- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي: مثل الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم ، أي ظلم من أصحاب الأموال من الأغنياء والدائنين للفقراء والمساكين والمدنيين وهذا سوف يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمل الظلم ، وسوف يقود ذلك إلى تدمير المدنيين وحدوث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم .
- من أسباب الأزمة كذلك أن أصبحت المادة هي الطغيان وسلاح الطغاة والسيطرة على السياسة واتخاذ القرارات السيادية في العالم وأصبح المال هو معبود الماديين .
- يقوم النظام المصرفي الربوي على نظام الفائدة أخذاً وعطاءً ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراءً وبيعاً ووساطة ، وكلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والشركات والمستفيد هو البنوك والمصارف والوسطاء الماليين والعبء والظلم يقع على المقترضين الذين يحصلون على القروض سواء لأغراض الاستهلاك أو لأغراض الإنتاج ويرى بعض الاقتصاديين أنه لا تتحقق التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج إلا إذا كان سعر الفائدة صفرًا وهذا ما قاله آدم سميث أبو الاقتصاديين (على حد رأيهم) ويرون أن البديل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن ، وقالوا كذلك أن نظام الفائدة يقود إلى تركيز الأموال في يد فئة قليلة سوف تسيطر على الثروة
- يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى ، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع كما كان المرابون يقولون في الجاهلية : (( أتقضى أم تُرَبِّي )) ، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عاجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى .

• يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية والتي تعتمد اعتماداً أساسياً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات ، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات ، فهي عينها المقامرات والمراهنات التي تقوم على الحظ والقدر ، والأدهى والأمر أن معظمها يقوم على ائتمانات من البنوك في شكل قروض وعندما تأتي الرياح بما لا تشتهي السفن ينهار كل شيء وتحدث الأزمة المالية .

• من الأسباب كذلك سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء الراغبين (محتاجي القروض والتدليس عليهم وإغرائهم، والغرر والجهالة بالحصول على القروض من المؤسسات المالية، ويطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر ، والذي يتحمل تبعه ذلك كله هو المقترض المدين الذي لا حول له ولا قوة وهذا ما حدث فعلاً وهذا يقود في النهاية إلى الأزمة .

• يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد (السحب على المكشوف) والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية ، زيد له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله ، وهذا ما حدث فعلاً للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سببا في أزمة في بعض البنوك الربوية.

في هذا الصدد، ولتوضيح مدى الأثر الذي يخلفه التعامل بالمشتقات المالية من ناحية مساهمتها في خلق الأزمة المالية العالمية الراهنة.

## المبحث الثاني: تجارب بعض الدول في تداول المشتقات المالية في الأسواق الدولية.

المشتقات المالية أو ما يعرف الأدوات المالية هو أحد أهم توجهات الدول في الأسواق الدولية والعالمية، حيث نجد العديد من الدول الأجنبية التي انتهجتها خاصة في ظل تطور الأنظمة الاقتصادية التي أصبحت تفرض نفسها بإلحاح، كما نجد في نفس الصعيد العديد من الدول العربية التي سارت في نفس المنهج لتمويل أسواقها، وفي هذا المبحث عرض مفصل لتجارب هذه الدول.

### المطلب الأول: المشتقات المالية في الأسواق العربية (الناشئة).

بالنسبة للدول العربية يمكن القول إنها لحد الساعة لا تزال بعيدة كل البعد خاصة مقارنة ما حققته الدول الأجنبية والمتقدمة، وهذا يرجع لعدة اعتبارات منها نظرة الشريعة الإسلامية لهذه الأدوات بحيث أغلب المستثمرين يتجهون الى المنتجات والصيغ الإسلامية والتي تكاد ان تكون منعدمة في الوقت الراهن.

### أولاً: تجربة المملكة العربية السعودية.

يعتبر نظام الشركات الصادرة سنة 1965م المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية، حيث شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كما يلي: (مفتاح و معرافي، 2010، صفحة 187)

#### 1. مراحل تطور الأسواق المالية السعودية:

- المرحلة الأولى: 1954 الى أوائل الثمانينات: حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأس مال قدره 1.7 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى الى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.
- المرحلة الثانية أوائل الثمانينات- 2003: تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983م، وصدور مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990م، بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه عام 2001م، بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول الرسمي باسم "تداول".

- المرحلة الثالثة 2003-2005: تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادرة في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة.

وتتمثل متطلبات الإدراج في السوق السعودي للأوراق المالية في الشروط التالية:

- أن تكون شركة المساهمة عامة للتداول أسهمها وفقا لنظام الشركات السعودية.
- لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحسب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.
- تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بقائمة من أعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

- المرحلة الرابعة 2007-2016: ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنهاية 2007 لتبلغ حوالي 519 مليار دولار وهي بدورها تمثل 38.8% من القيمة الاجمالية للأسواق العربية مجتمعة، وتأثر بالأزمة المالية العالمية انخفضت سنة 2008 لتصل الى 246.4 مليار دولار ولكن سرعان ما عاودت الارتفاع سنة 2012 لتصل 373.4 مليار دولار، أما سنة 2013 فقد عرفت القيمة السوقية ارتفاعا لتصل الى 467.3 مليار دولار وقد ساهم في ارتفاعها إدراج أسهم شركتي العربي للتأمين وشركة بوان في البورصة السعودية كما سجلت القيمة السوقية سنة 2014 تراجعاً رجبياً طفيفاً لتصل الى 482.9 مليار دولار ليستمر هذا التراجع خلال الربع الأخير من سنة 2015 ليصل الى مستوى 420.7 مليار دولار لينتعش هذه القيمة خلال نفس الفترة من 2016 لتصل الى 448.305 مليار دولار.

2. عدد الشركة المدرجة: (بن بخمة و ربحان الشريف، 2017، صفحة 48)

بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق المالية وبفعل زيادة نشاط سوق المال السعودي وزيادة عمليات وزيادة الاكتتاب وصل العدد سنة 2014 الى 166 شركة، ليصل عدد الشركات المدرجة 172 شركة سنة 2015 و 176 شركة سنة 2016 وهي نتائج جد محفزة عن انفتاح السوق السعودي ولكن يبقى هذا الرقم منخفض مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في البورصات العالمية.

الجدول رقم01: تطور أداء مؤشر الصندوق لسوق المال السعودي 2007-2016

الأشهر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
سنة												
المؤشر												
2007	327.8	383.3	363.1	350.5	351.6	327.5	350.7	383.3	369.0	403.3	452.3	555.8
2008	473.1	497.3	497.3	437.9	483.4	461.4	454.9	428.1	435.1	369.0	225.3	226.8
2009	230.5	209.6	220.9	263.2	277.5	262	269.5	264.6	297.0	296.7	225.3	291.5
2010	305.9	316.3	333.5	342.5	302.8	303.1	304.6	304.6	317.6	317.7	318.8	331.9
2011	322.7	301.1	329.9	335.2	336.6	330.6	312.4	312.4	298.2	304.0	296.9	312.6
2012	316.0	336.2	365.9	346.3	320.4	315.1	317.6	317.6	324.6	312.3	297.9	311.4
2013	312.3	297.9	311.4	325.9	337.9	346.7	348.1	348.1	356.5	364.6	384.1	391.0
2014	364.6	384.1	422.6	420.3	418.6	426.4	367.3	478.7	487.7	451.8	384.3	379.5
2015	467.3	478.7	483.8	392	401.4	412.3	407.9	354.6	344.6	340.06	322.7	327
2016	283.4	290.2	294.1	299.5	298.6	300.2	280.2	275.4	267	299.5	326.7	336

المصدر: (بن بخمة و ربحان، 2017، صفحة 49)

3. حجم التداول:

فيما يخص حجم التداول فقد انخفضت قيمة الاسهم المتداولة لتبلغ حوالي 682.3 مليار دولار مقارنة مع 1402.29 مليار دولار سنة 2006 ولكن شكلت رغم ذلك هذه القيمة حوالي 61.6% من اجمال قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال نفس السنة ليبلغ 57.88 مليار سهم،

أما في سنة 2008 فقد وصلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضها لتصل الى 523.13 مليار دولار، مشكلة بذلك 52.4% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية ولكن قبلها ارتفاع عدد الأسهم المتداولة ليصل الى 58.83 مليار سهم، و وصلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضها حتى سنة 2011 لترتفع بشكل طفيف الى 86 مليار دولار مع حجم تداول بلغ 51.5 مليار دولار مع العام نفسه، لكن مع بداية 2012 وصولا الى 2013 عاودت قيمة الأسهم المتداولة الانخفاض لتصل الى 78.5 مليار دولار هذا ما أدى الى تراجع التداول اليومي ليلبلغ 1287 مليون دولار ويرجع هذا التذبذب في قيمة الأسهم المتداولة الى طبيعة سلوك العائلات التي تجوز على نسبة كبيرة من الحصة السوقية والتي تفضل الحذر على المخاطرة والمضاربة وكذلك قوانين الشريعة الإسلامية، أما في سنة 2014 فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة ربحيا لتصل الى 130.7 مليار دولار في لربع الرابع مقارنة بالربعين السابقين 174.7 و 142 مليار دولار عللى التوالي، فيما عرف عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا ليصل 16.4 مليار سهم، وقد استمر الانخفاض خلال الربع الأخير من سنة 2015 ليصل الى 89.7 مليار دولار مع تراجع عدد الأسهم المتداولة ليصل الى حدود 15.9 مليون سهم وفي نفس الشيء بالنسبة لسنة 2016 أين وصل التراجع الى 79.86 مليار دولار، رغم الانخفاض في قيم الأسهم المتداولة تبقى السعودية تحتل الصدارة بنسبة 51% من إجمالي حجم التداول في الدول العربية.

#### 4. الاستثمار الأجنبي في سوق المال السعودي

فيما يخص الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية السعودي فقد كان مسموح ومصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي بالإضافة الى المقيمين من غير السعوديين داخل السعودية وفيما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة من أسهم الشركات المدرجة، ولكن في سنة 2015 قررت الرياض فتح سوقها وذلك بنسبة تملك 49% للمستثمر الأجنبي، والذي يعتبر كآلية اعتمدها السوق السعودية من أجل تطوير سوقها واللاحق بالأسواق المالية النامية ثم العالمية المتقدمة الا أن هذا الأجراء يعتبر عامل لا يخدم فعالية هذه السوق في ظل ضبط حركة رؤوس الأموال الى هذه الأسواق. (سفر أحمد، 2006، صفحة 59)



ثانيا: تجربة الكويت. (امفتاح و معرافي فريدة، 2010، صفحة 189)

تم افتتاح أول بورصة كويتية في أوت 1972، أين تم تجميع ما يتم تداوله يوميا وإصداره في النشرة اليومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية أين تم الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ " سوق الكويت للأوراق المالية سنة 1977 بموجب المرسوم الصادر في 18/04/1983.

حيث يتولى وزير المالية وضع القواعد اللازمة فيما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد وقبول الأوراق على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور، وتشمل عضوية السوق على:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة الكويتية المقفلة بقبول لجنة السوق وعضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم وأحكان الرقابة عليهم.

أما فيما يخص شروط ومتطلبات ادراج الأوراق المالية للشركات الكويتية فيجب أن:

+ تكون شركة مساهمة.

+ قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين منفصلتين.

+ تكون الشركة قد حققت أرباحا لسنتين متتاليتين توضح في التقارير السنوية والحسابات الختامية.

+ تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائجها وأعمالها.

ثالثا: التجربة المصرية.

مر سوق تداول الأوراق المالية المصرية بأربع مراحل أساسية هي: (مفتاح و معرافي، 2010، صفحة 188)

#### المرحلة الأولى:

تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883، ثم بورصة القاهرة سنة 1889 وأصدرت أول لائحة للبورصة خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وتم تطبيقها في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة بمزاولة نشاطها سنة 1929، ثم تلى ذلك صدور لوائح جديدة تبعتها تعديلات قصد تنظيم حسن سير عمل البورصات المصرية.

#### المرحلة الثانية:

عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة في توزيع الأرباح على المساهمين، وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، مع إشراكهم في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة مما أثر سلبا على سوق التداول، وأدت إجراءات التأميم سنة 1960 الى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه سنة 1962 الى 5.2 مليون جنيه سنة 1972.

#### المرحلة الثالثة:

صدر خلال الفترة (1973-1983) مجموعة من القوانين تهدف الى تنمية سوق المال في مصر مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة العامة للبورصات، شركات المساهمة... الخ، وخلال الفترة الممتدة من (1983-1991) شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986.

#### المرحلة الرابعة:

في هذه المرحلة صدر القانون الخاص بسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق واستحداث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في المعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق النالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتبع للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين.

وتشمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء المعاملين والسماسرة، والجمعيات العامة المنظمة للعمليات.

### المطلب الثاني: المشتقات المالية في الأسواق الأجنبية.

في هذا المطلب سنحاول تقديم بعض تجارب بعض الدول الأجنبية في تنظيم أسواقها المالية ومشتقاتها، وهي أسواق المال لكل من فرنسا، البرازيل، البرازيل والولايات المتحدة الأمريكية.

#### أولاً: التجربة الأمريكية.

تعتبر الولايات المتحدة الرائدة في مجال تداول المشتقات المالية. 1898 وتعتبر من أكبر أسواق المشتقات في العالم. تتيح CME التداول في مجموعة واسعة من المشتقات بما في ذلك العقود الآجلة والخيارات على السلع والعملات ومؤشرات الأسهم. كما تُعد بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) وبورصة ناسداك أيضاً من الأسواق البارزة في هذا المجال.

#### مراحل تطور الأسواق المالية الأمريكية:

مرت البورصات الأمريكية بالعديد من المراحل ولها العديد من الأنواع والمراكز وهي كالتالي:

<https://usborsa.com/>

- **البورصة الرئيسية:** بورصة شيكاغو التجارية CME تأسست عام 1898، حيث توفر CME مجموعة واسعة من المنتجات بما في ذلك العقود الآجلة والخيارات على السلع (مثل الذرة، النفط، الذهب)، والعملات الأجنبية، ومعدلات الفائدة، ومؤشرات الأسهم.
- **بورصة شيكاغو للخيارات CBOE** تأسست عام 1973 تُعرف CBOE بكونها أول بورصة تُخصص لتداول الخيارات تتيح التداول في خيارات الأسهم الفردية، ومؤشرات الأسهم، والمزيد.
- **بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE** تأسست عام 1792. بالإضافة إلى الأسهم والسندات، توفر NYSE عقود الخيارات على الأسهم الفردية ومؤشرات السوق.
- **ناسداك NASDAQ** تأسست عام 1971 تشمل تداول العقود الآجلة والخيارات على مجموعة واسعة من الأسهم التكنولوجية ومؤشرات السوق.

- التنظيم والرقابة لجنة تداول السلع الآجلة CFTC تأسست عام 1974 للإشراف على أسواق العقود الآجلة والخيارات تهدف اللجنة إلى حماية المستثمرين وضمان نزاهة الأسواق.
- هيئة الأوراق المالية والبورصات SEC تأسست عام 1934 للإشراف على الأسواق المالية الأمريكية بما في ذلك تداول الأوراق المالية المشتقات.

ثانيا: التجربة البرازيلية. (عيساوي، 2015/2014، صفحة 66)

تعتبر السلطات النقدية البرازيلية تقوم بالتنظيم والاشرف على القطاع المالي بإحكام على عكس الدول أخرى، فقد اعتمدت البرازيل دائما نهجا تقييدا للغاية في سوق المشتقات المالية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2007، واتخذت العديد من المبادرات الاحترازية لرصد ومراقبة المخاطر التي يتحملها المشاركون في النظام المالي البرازيلي وجميع المشتقات التي أبرمتها الشركات.

وتخضع السوق المالية البرازيلي للقواعد الصادرة من طرف المجلس النقد البرازيلي CMN والمسؤول عن الرصد والاشرف على تطبيق هذه القواعد هي البنك المركزي البرازيلي، أما فيما يتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية فاللجنة البرازيلية المالية والبورصات CVM وهي المسؤولة على ذلك.

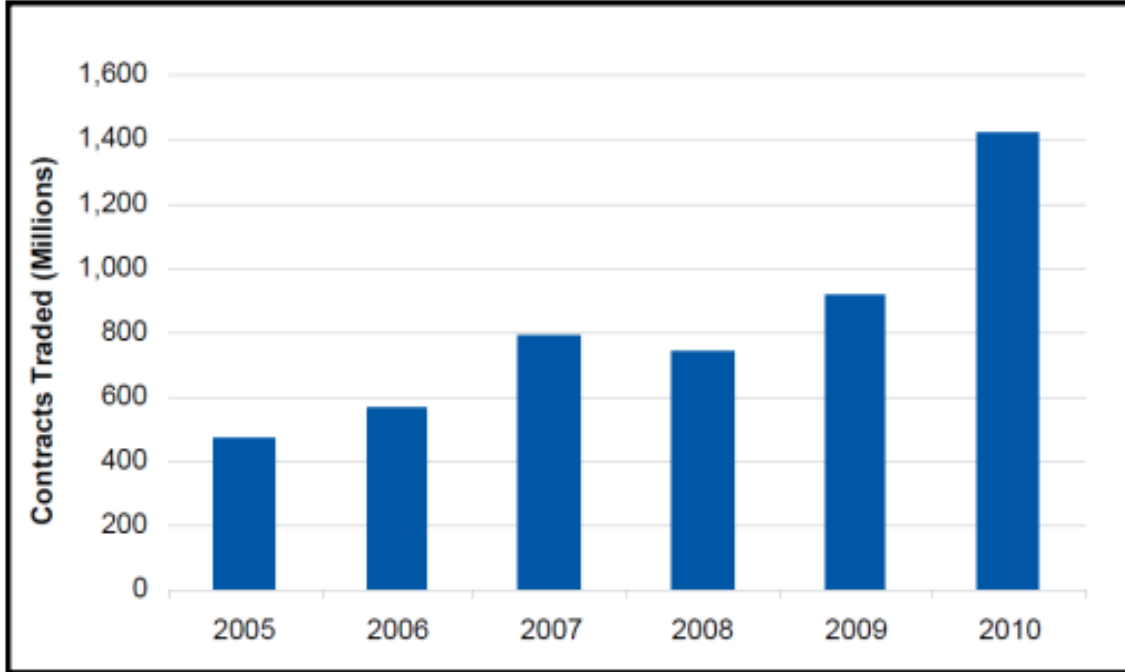
ولأسواق المشتقات المالية دور كبير للاقتصاد البرازيلي وتكمن هذه الأهمية لعدة نواحي، فمثلا تعتبر العقود المستقبلية المتداولة في البورصة BMF نقطة امتشاف السعر الحقيقي لمعدل صرف الدولار، ومهم أيضا لاكتشاف أسعار الفائدة في سوق السندات، كما نعلم أيضا أهمية المشتقات المالية في عمليات التحوط، خاصة تقلبات معدلات الفائدة المحلية فتاريخ البرازيل في ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع معدلات الفائدة الاسمية في أسواق الائتمان خاصة القروض القصيرة الأجل وأدوات الدين، وقد ساعدت أسواق المشتقات للتحوط من تقلبات في معدلات الفائدة على المدى القصير.

كما بعض المستثمرين الأجانب بما في ذلك صناديق التحوط وقد استخدمت أسواق المشتقات المالية لاستراتيجيات مثل التقاط فارق سعر الفائدة الكبير بين البرازيل ومعظم اقتصاديات المتقدمة.

كما هنالك عدة أنواع من المنتجات المالية المشتقة التي تتداول في بورصة البرازيل ولكن يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل لجنة الأوراق المالية CVM والهيئات التي تدير الأسواق المنظمة ومذا القوانين CMN بحيث تسمح للمؤسسات بالمشاركة كأطراف مقابلة في العقود في سوق المشتقات المالية بالمشاركة كأطراف مقابلة في العقود في سوق المشتقات OTC، كما تسمح لهذه المؤسسات المالية بتداول عقود OTC من عقود المبادلة والعقود

الآجلة والخيارات على أساس مؤشر الأسهم ومعدل الفائدة وأسعار الصرف المحسوبة بانتظام والمعلن عنها للجمهور، أو تستند على الأصول الأساسية الأخرى التي يتم تداولها في البورصات.

الشكل رقم 04: يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في البرازيل



المصدر: (عيساوي، 2015/2014، صفحة 67)

التعليق: من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن المشتقات المالية في البرازيل في نمو بمعدل 01 مليار عقد متداول منذ عام 2005، مع معدل نمو سنوي مركب لمدة 05 سنوات من 24.9% ويوضح أيضا أنه على الرغم من تراجع في حجم التداول في عام 2008، فقد انتعش التداول وبقوة سنتي 2009 و 2010 وارتفع عدد العقود المتداولة في البورصة BMF المشتقات نمو لافتا بنسبة 54.5% سنة 2010.

### ثالثا: التجربة الفرنسية

ظهرت أول بورصة في فرنسا بمدينة ليون سنة 1595 وتعتبر الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة فرنسا لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدء من عام 1639 عندما ظهر الى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع خصم الكمبيالات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد مئة عام تقريبا 1724 عند اصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس، وبالتحديد 24 سبتمبر 1724 إذ تأسست بورصة باريس بموجب القرار الصادر عن مجلس الحكومة التابع للملك، وقد كان مقرها بفندق يدعى l'Hotel de Nevers وكانت تحتل في ذلك الوقت في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن.

وبعد قيام الثورة الفرنسية عام 1789 والاقلابات الجذرية على أغلب الأصعدة، أدى اقتصاد الحرب لخلق حالة من التضخم القوي وانهار العملة الوطنية وبالتالي أغلقت البورصة ولم تتمكن السلطات الحكومية من تسديد ديونها العامة الا جزئيا وبعملة منخفضة القيمة الى حد كبير. ولقد ساعد مثل هذا الأمر كل من الطبقة الارستقراطية والبرجوازية التقليدية على زيادة حذرهم من موضوع الادخار، وزاد من رغبتهم لتركيز أموالهم وثرواتهم في المجال العقاري، في الوقت ذاته تمكنت الطبقة البرجوازية الصناعية والتجارية من خلق ثروتها عن طريق المضاربة وبيع الممتلكات والتجهيزات وتمويل الصفقات المسلحة، وأهم من كل ذلك استغلالها للبلدان المستعمرة، وخلال هذه الثورة تم غلق البورصة مرتين الأولى بموجب مرسوم تنفيذي في 17 جوان 1793 تم غلقها بمرسوم 14 ديسمبر 1794 تمت إعادة فتحها. والمرة الثانية تم اغلاقها بمرسوم آخر من 09 سبتمبر 1795 قبل أن يتم إعادة فتحها مرة أخرى بموجب قانون صادر في 20 أكتوبر 1795.

كما تم تغيير مقرها ثلاث مرات بعد أن كانت في l'Hotel de Nevers انتقلت الى كنيسة -Petite Péres ثم الى قصر الملكي عام 1809 قبل أن تتم الانطلاقة الفعلية لبورصة باريس عند نقل مقرها الرئيسي الى قصر برونيار Brongniart، مباشرة بعد الانتهاء من تشييده في 04 نوفمبر 1826، اذ وضع نابليون الأول حجر الأساس لهذا القصر في 1808، والمصمم من طرف الكسندر ثيودور برونيار خصيصا لاحتضان بورصة باريس.

لذلك ونتيجة للإصلاحات التي شرع تطبيقها مع مطلع القرن 19م والتي شملت عدة مؤسسات

أدت الى انطلاق بورصة باريس وتطورها فيما بعد، ويمكن ملاحظو ثلاث مراحل أساسية لتطور بورصة باريس وذلك من خلال ملاحظة النسبة بين الرسملة البورصية وبين الناتج المحلي الخام:

- المرحلة الأولى:

من سنة 1802 الى 1850، كانت نشأتها برسملة أقل من 10% .

- المرحلة الثانية:

من سنة 1850 الى 1870 أين تجاوز الوزن الاقتصادي لبورصة باريس 20%.

- المرحلة الثالثة:

ويطلق عليها مرحلة النضج أين أصبحت الرسملة البورصية لسوق باريس حوالي 40%.

عموما خلال القرن العشرين، زاد عدد الشركات الصناعية في البورصة مقارنة مع أنواع أخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما في كافة البورصات الدولية أيضا. ففي الحقيقة ساعدت غزارة الادخار المحقق في القطاع العائلي في بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة واليابان الى انطلاقه قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة وبالطبع عادت وانخفضت هذه الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين، لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينات. ولكن لم يدم طويلا، إذ عرفت ببورصة باريس انتكاسة أخرى في سنوات 1960 و 1970 بفعل الأزمات المالية التي شهدتها البورصات العالمية.

✚ إصلاح الشمينانات:

طبقت هذه الإصلاحات في فرنسا ابتداء من عام 1984 هدفها إنشاء سوق مالي قوي وتم ذلك بتوحيد السوق النقدي لاجراء سياسة نقدية مضادة للتضخم، وتفكيك الرقابة على سعر الصرف سنة 1986 وذلك لإدماج السوق المالي الفرنسي بالأسواق العالمية، وظهور أسواق جديدة في فرنسا وهي أسواق المشتقات خلال عامي 1986 و 1987.

وخلال سنة 1988، تم تطبيق قانون لالغاء احتكار الوساطة في السوق بين السماسرة، كما كانت تدار بورصة باريس من طرف الشركة أعوان الصرف التي كانت تهيمن وتحتكر عمليات التسعير، كما قامت فرنسا بعدة تعديلات شملت إدارة البورصة وظهور مؤسسات جديدة للبورصة، حلت هذه البورصة الفرنسية SBF محل شركة أعوان

الصرف، وهذه الإصلاحات التي تتماشى واستراتيجية تحديث سوق الأسواق المالية الفرنسية التي تم الاضطلاع بها منذ منتصف الثمانينات، والخطوات الرئيسية التي تمت كما يلي:

- 1986-1991: تنفيذ مستمر وذلك بالابتعاد على نظام التداول الالكتروني CAC بدل التداول بالمناداة، يسمح نظام CAC بإمكان القيام بعملية التسعير والمتابعة المستمرة للبورصة.
- 1988-1989: إصلاح وضع تجار الأوراق المالية وعمولات التداول الحر.
- 1991: بداية استخدام نظام التسوية RELIT تسوية التسليم للأوراق المالية.
- 1995 استبدال نظام التداول عن طريق CAC بالنظام الجديد للتداول NSC وهو نظام التداول بقيادة الأوامر اذ يقوم بجمعها في دفتر الأوامر المركزي الذي يحدد الأسعار التي يتم تنفيذها، وليس نشر الأسعار من قبل وسطاء تحديد الأوامر للتنفيذ.
- وبهذا استعادت البورصة خلال التسعينات دورها وفي 01 جوان 1999 اندمجت بورصة باريس مع مختلف الأسواق الفرنسية لتشكيل مؤسسات بورصة باريس وفي سنة 2000 تم دمج بورصة باريس مع بورصتي أمستردام وبروكسل لتكون بورصة Euronext.



## خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة على الإشكالية المتمثلة في كيفية مساهمة المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية، حيث حاولنا الامام بالاشكالية من جميع جوانبها من خلال طرح تفصيلي للأسواق المالية البورصة وكيفية عملها سواء في الأسواق العربية التي انتهجتها الدول العربي وكذا الدول الأجنبية والدول المتقدمة في مجال الأسواق المالية، وتناولنا هذا الفصل من خلال مبحثين اثنين تمثلت في المبحث الأول: البورصة ودورها في تفعيل اندماج الأسواق المالية: العربية والأجنبية أما المبحث الثاني: تجارب بعض الدول في تداول المشتقات المالية في الأسواق الدولية، وللخروج فالأخير بمقارنة بينهم وأهم أسباب التقدم والتخلف في المجال المالي على المستوى الدولي.

خاتمة

تطرقنا في هذه الدراسة الى أهم النقاط المتعلقة بالمشتقات المالية وكذا الأسواق الدولية بالأداء المالي، وذلك للوصول إلى معالجة إشكالية الدراسة التي كانت تدور حول كيفية مساهمة المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية، وذلك من خلال دراستنا للفصلين الأول كان عرض تفصيلي لتغيرات الدراسة المستقل (المشتقات المالية) والمتغير التابع (الأسواق الدولية) بالإضافة إلى العلاقة بينهم وعرض تفصيلي لأهم أنواع المشتقات والأدوات المتواجدة والمتبناة في السوق الدولي، أما الفصل الثاني فقد خصصناه الدراسة الميدانية لواقع بعض التجارب الدولية وعرض تجاربها حيث قسمناها لقسمين تجارب دول ناشئة ودول متقدمة.

و من هذا المنطلق يمكن القول إن للمشتقات المالية دور فعال وأساسي وذلك من خلال الوظائف التي تقدمها لتمويل الأسواق الدولية من أهمها أنها تكفل تمويل الشركات وتساهم في تمويل المشاريع الاقتصادية من خلال توظيفات المالية وتتيح لها العديد من الفرص. وبعد النظرية الدراسة الميدانية (عرض تجارب بعض الدول) لاحظنا بأن المشتقات المالية هي نظام مستمد من الأنظمة الاقتصادية الحديثة خصوصية وأن البيئة الاقتصادية في تطور دائم يبحث في طرق تخدم الشركات وتساهم بشكل كبير في تمويل الأسواق الدولية.

### 📌 النتائج:

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

- تسعى المشتقات المالية الى تحقيق أهداف الأسواق المال الدولية تعتبر أحد أهم المعايير التي يتم بفضلها رفع مستوى نشاطها.
- من أهم العراقيل التي تواجه نشاط الأسواق المالية العربية عدم توفر شركات صانعة الأسواق وبالتالي تقلب حجم التداول.
- غياب الابتكار والتجديد في الأدوات المالية يؤدي الى قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية.
- غياب ثقافة بورصية لدى الأفراد العرب سببه الاعتبارات الدينية للشريعة الاسلامية.
- المشتقات المالية هي أدوات تحوط من المخاطر، وتساهم بشكل كبير في الربط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.
- السوق المالي يشهد نمو كبير منذ ظهوره حيث نلاحظ أن هذه الأسواق في تطور ليومنا هذا.

### 📌 التوصيات:

من خلال النتائج المتوصل إليها حاولنا تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات التي تبين دور المشتقات المالية في تمويل السوق الدولي كما يلي:

- ضرورة نشر الوعي للأدوات المالية ودورها الفعال للاقتصاد.
- ضرورة إعادة صياغة القوانين والتشريعات المتعلقة بالمشتقات المالية والسوق المالي في الدول العربية.
- على الهيئات المختصة اجبار الشركات التوجه لاستخدام الأدوات المالية بمختلف صيغها مع تقديم تسهيلات.
- إصلاح منظومة المشتقات المالية من خلال تشجيع المستثمرين لهذه العقود والأدوات الى التعامل في الأسواق الرسمية بدلا من الممارسات التقليدية.
- يجب إدارة السوق العربي بالاستفادة من تجارب الدول المتقدمة في مجال المشتقات المالية.

### آفاق الدراسة:

- من خلال دراستنا للموضوع ارتأينا أن نشكل محطة انطلاق مهمة للبحوث المستقبلية، حيث يمكن القيام بدراسة المواضيع التالية:
- تجارب الدول المتقدمة تبني المشتقات المالية.
  - ضرورة ادراج المشتقات المالية في الأسواق العربية والعمل على تطويرها
  - دراسة مقارنة بين أسواق المال الناشئة والمتقدمة.

قائمة

المراجع

I. قائمة المراجع:

1. *Planiol 'Marcel F. ' Ripert 'Georges (1932). Traité pratique de droit civil français. Tome II.*
2. *Insurance Industry Implications of the Dodd-Frank Act; Willkie, Farr & Gallagher, LLP; A Decent Start, Financial Reform in America, The Economist, July 2010.*
3. Meriem Ouyahia, « Portes ouvertes sur l'assurance CAT-NAT: 20000 contrats signés.
4. depuis septembre», Le soir d'Algérie, 15 décembre 2004.
5. M.R, « Une nouvelle loi sur les assurances en préparation », Liberté économie, du 9 au 15 Février 2005.
6. جديدي معراج، مدخل لدراسة القانون التجاري في الجزائر، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، 2000.
7. أسامة عزيمي، شفييري نوري موسى، إدارة التأمين الخطر، دار حامد للنشر، والتوزيع 2010.
8. محمد صلاح الدين الصديق، مبادئ التأمين، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1989.
9. بهاء بھيج شكري، إعادة التأمين بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
10. أحمد ضوالت أحمد، بلعابد فايزة، مخلوفي عزوز، أثر شركات التأمين على النشاط الاقتصادي في السودان، دراسة حالة شركة التأمين، مجلة المقديزي للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 6 العدد 1. 2017.
11. غربة ليندة تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام نسب النشاط والربحية مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2014/2015.
12. أكلي رزيقة، تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر جامعة أكلي محمد الحاج البويرة، 2012.
13. حجاج فتيحة، تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التحليل المالي، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة 2014.

14. سليمة صبايية، تقييم الأداء المالي لشركات التأمين وإعادة التأمين، مجلة البحوث، العدد 11، 2019.
15. حليلة خنقاوي. التنظيم المحاسبي في شركات التأمين في ظل النظام لمحاسبي المالي SCF - دراسة حالة للشركة الجزائرية للتأمينات بورقلة CAAT . مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير - جامعة ورقلة. (2015).
16. شعيب شنوف. التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS. الأردن: دار زهران. (2012).
12. فاتح طايلب. محاسبة شركات التأمين في ظل المعايير المحاسبية الدولية - دراسة حالة الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR - . مذكرة تندرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير - جامعة بومرداس. (2015).
13. ناصر داداي عدون، معزوي ليندة، لهواسي هجيرة، مراقبة التسيير في المؤسسة الاقتصادية (حالة البنوك)، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2004.
14. لعمرى أصيلة، التحليل المالي باستخدام المؤشرات المالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 1 فيفري، 2016.
15. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر و التوزيع، ط 01، الأردن، 2010.
16. زيدي البشير، دور التقارير المالية في تحسين الأداء للمؤسسة دراسة ميدانية في مجمع صيدال، رسالة ماجستير تخصص محاسبة و تدقيق، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم و علوم التسيير، جامعة البليدة، غير منشورة، أكتوبر 2011.
17. عبد السلام أبو قحف "، أساسيات التسويق"، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 2021.
18. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال و التحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000.

19. أكرم أحمد الطويل وعلى وليد العبادي "، إدارة سلسلة التجهيز أبعاد استراتيجية العمليات والأداء التسويقي"، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان، 2008.
20. زينب ناجم، إشكالية النهوض بفرع التأمين على الحياة في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية علومالاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2012.
21. وائل محمد صبحي إدريس وظاهر محسن منصور الغالي "، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن"، دار وائل للنشر 2009.
22. عرفه، مُحَمَّد علي شرح القانون المدني الجديد في التأمين والعقود الصغيرة (ط. الثانية). (القاهرة - مصر: مطبعة فؤاد الأول. (1950)
23. السباعي محمد السباعي الفقهي، " أثر أقساط التأمين والتعويضات على الملاءة المالية لشركات التأمين الوطنية بدولة الكويت"، مجلة المال والصناعة، إصدار بنك الكويت، الكويت، 1997.
24. مرسلي ارضية، دراسة واقع وافاق شركات التأمين الخاصة في الجزائر دراسة حالة شركة اليانس للتأمينات الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماستر، كلية علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم اقتصادية، جامعة الجلالي بونعامه خميس مليانة، 2116/2115، ص28.
25. سامر مظهر قنطقجي، محاسبة التأمين الإسلامي، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دار كاي الجامعية، 2011.
26. ممدوح حمزة احمد، إدارة الخطر والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، دار النشر الزعيم للخدمات المكتبية، مصر، 2113، ص252.
27. سليمة طبايبية، دور محاسبة شركات التأمين في اتخاذ القرارات، الجزائر: جامعة سطيف، صفحة 1، 6، 32-34. بتصرف. (2014).
28. مفتاح صالح، معراني فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها- مجلة الباحث، العدد 07، 2010/2009.



29. سليمان بن خمينة، الشريف ريجان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2007-2016، مجلة العلوم التجارية والتسيير ، المجلد 13، العدد 01، 2017.
30. شرياق رفيق، الأسواق المالية، مطبوعة بداعوجية موجهة لطلبة ليسانس مالية وتجارة دولية، جامعة قلمة 2018/2017.
31. عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية- مخبر التنمية المحلية المستدامة- جامعة المدية، العدد 02 جانفي 2014.
32. قايد خميسي، لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق - حالة الدول الصناعية العشر- ، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.
33. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
34. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
35. حسين حسين شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي ، ط1، 2020.

