



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد خيضر - بسكرة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم التجارية

## الموضوع:

دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية

دراسة تجارب بعض الدول

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم التجارية

تخصص: مالية وتجارة دولية

الأستاذة المشرفة:

أ.د/ رايس حدة

من إعداد الطلبة:

- بوشملة محمد أمين

- مهني مصعب

### لجنة المناقشة

الجامعة	الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
بسكرة	رئيسا	- أستاذ	- كرودي صبرينة
بسكرة	مقررا	- أستاذ	- رايس حدة
بسكرة	مناقشا	- محاضر	- جوامع لبيبة

الموسم الجامعي: 2025/2024

ملحق بالقرار رقم 10824... المؤرخ في 27 جوان 2020  
الذي يحدد القواعد المتعلقة بالوقاية من السرقة العلمية ومكافحتها

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

مؤسسة التعليم العالي والبحث العلمي:

نموذج التصريح الشرفي  
الخاص بالالتزام بقواعد النزاهة العلمية لإنجاز بحث

أنا الممضي أسفله.

السيد (ة): مهني محمد ..... الصفة: طالب، أستاذ، باحث ..... المجال:  
الحامل (ة) لبطاقة التعريف الوطنية رقم: 206002969 والصادرة بتاريخ: 2020/08/31  
المسجل (ة) بكلية / معهد العلوم الاقتصادية والتجارة قسم ..... العلوم المسجلة:  
والمكلف (ة) بإنجاز أعمال بحث (مذكرة التخرج، مذكرة ماستر، مذكرة ماجستير، أطروحة دكتوراه).  
عنوانها: دور المستشفيات المالية في تمويل اللاندرواف المالية الدولية

أصرح بشرفي أنني ألزم بمراعاة المعايير العلمية والمنهجية ومعايير الأخلاقيات المهنية والنزاهة الأكاديمية  
المطلوبة في إنجاز البحث المذكور أعلاه .

التاريخ: 2020/05/27 .....

توقيع المعني (ة)



2020 27

ملحق بالقرار رقم 10822... المؤرخ في  
الذي يحدد القواعد المتعلقة بالوقاية من السرقة العلمية ومكافحتها

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

مؤسسة التعليم العالي والبحث العلمي:

نموذج التصريح الشرفي  
الخاص بالالتزام بقواعد النزاهة العلمية لإنجاز بحث

أنا الممضي أسفله.

السيد (ة): بوشميلة محمد أمين ..... الصفة: طالب، أستاذ، باحث ..... طالب  
الحامل (ة) لبطاقة التعريف الوطنية رقم 205645224 والصادرة بتاريخ 2020/02/03  
المسجل (ة) بكلية / معهد العلوم الاقتصادية والتجارية قسم العلوم التجارية  
والمكلف (ة) بإنجاز أعمال بحث (مذكرة التخرج، مذكرة ماستر، مذكرة ماجستير، أطروحة دكتوراه).  
عنوانها: دور المشتق المالبي في تمويل المستوداق المالية الدولية

أصرح بشرفي أنني ألتزم بمراعاة المعايير العلمية والمنهجية ومعايير الأخلاقيات المهنية والنزاهة الأكاديمية  
المطلوبة في إنجاز البحث المذكور أعلاه .

التاريخ: 2020/05/24 .....

توقيع المعني (ة)



## شكر وعرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيد المرسلين وعلى آله وصحبه

أجمعين ، فالحمد لله الذي أنعم علينا بالإسلام دين الحق والحقيقة والعلم

والمعرفة.

والحمد لله أولا وأخيرا على إتمام هذه الرسالة وأحب أن أنتهز هذه الفرصة

لأعبر عن شكري وتقديري للأستاذة المحترمة " ريس حدة " لتفضلها وقبولها

بالإشراف على رسالتنا المتواضعة وتقديم كل مساعدة ممكنة لإنجاز هذا

البحث العلمي فلها من كل شكر و احترام وجزاها الله على كل خير

# إهداء

تبارك الذي قال وقضي ربك لا تعبدوا

لا إياه

وبالوالدين احسانا

❖ إلى قرة عيني وبسمة شفتي وضياء

مستقبلي امي الغالية.

❖ إلى مصدر عزي وفخري إلى نور

طريقي وسهر على اتمام دراستي أدامه

الله فوق رؤوسنا أبي العزيز.

❖ إلى إخوتي

## ملخص الدراسة:

تلعب المشتقات المالية دورًا مهمًا في تمويل الأسواق الدولية، حيث تُمكن المستثمرين من إدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات،

أسعار الصرف وأسعار الفائدة، كما تساهم في تعزيز السيولة وجذب الاستثمارات الأجنبية من خلال توفير أدوات مالية مرنة ومتقدمة تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور المتنامي للمشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية،

مع التركيز على مدى مساهمتها في تعزيز الكفاءة والسيولة والاستقرار المالي، وقد انطلقت الدراسة من إشكالية رئيسية

مفادها: إلى أي مدى تساهم المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية وتعزيز كفاءتها واستقرارها؟

توصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية تُعد أدوات فعالة لتعزيز تمويل الأسواق المالية، من خلال دورها في رفع السيولة،

تحسين الكفاءة، وإدارة المخاطر. ورغم نجاح استخدامها في العديد من الأسواق المتقدمة، لا تزال الأسواق العربية تعاني من تحديات تنظيمية ومعرفية تحدّ من استغلال إمكاناتها. لذلك، فإن تطوير الأطر التشريعية، وتعزيز الثقافة المالية، يُعدان شرطًا

أساسيًا لتمكين هذه الأدوات من دعم الاستقرار والنمو المالي المستدام.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية – الأسواق المالية الدولية

## Summary:

Financial derivatives play a key role in financing international markets by enabling investors to manage risks associated with exchange rate and interest rate fluctuations. They also enhance liquidity and attract foreign investments through flexible and advanced financial instruments. This study aims to shed light on the growing role of derivatives in financing international financial markets, focusing on their contribution to improving efficiency, liquidity, and financial stability. The central question addressed is: To what extent do financial derivatives contribute to financing international markets and enhancing their efficiency and stability?

The study concludes that derivatives are effective tools for strengthening market financing by boosting liquidity, improving efficiency, and managing risk. While widely successful in advanced markets, Arab markets still face regulatory and educational challenges that hinder full utilization. Therefore, developing legal frameworks and promoting financial literacy are essential for enabling these instruments to support sustainable financial growth and stability.

**Keywords:** Financial derivatives - International financial markets

مقدمة

أفضت التطورات الاقتصادية والوسائل الحديثة إلى نمو متسارع في حجم الأسواق المالية الدولية وتنوعها، بحيث لم يعد الإطار المكاني شرطاً أساسياً لوجودها إذ تخطت الحدود المكانية التقليدية، وأضحت الصفقات المالية تنعقد بكل سهولة ويسر مهما كان حجمها وبكفاءة عالية.

ويتم التعامل في الأسواق المالية الدولية عن طريق أدوات مالية أو ما يسمى بالمنتجات المالية وطبقاً للمفهوم الشامل للمنتج فإن الأداة المالية لا ينظر إليها باعتبارها ورقة مالية ذات خصائص أو سمات مادية وإنما هي في حقيقتها عبارة عن مجموعة من المنافع أو الإشباع التي يتوقع أن ينالها المستثمر من وراء اقتنائه لهذه الورقة المالية، وبناء على ذلك يمكن القول أن من يقوم بشراء ورقة مالية إنما يقوم في الواقع بشراء إشباع لحاجة معينة عنده، أو بشراء عدة منافع مثل منفعة الحصول على تدفقات نقدية منتظمة خلال فترة معينة، أو منفعة تحقيق أرباح رأسمالية، أو تقليل المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من وراء التعامل في أدوات مالية أخرى.

ولكن نتيجة للانفتاح الاقتصادي لأسواق المال الدولي تزايد في العقود الأخيرة الاهتمام بإدارة المخاطر المالية وذلك بغرض الحماية من التأثيرات الخارجية للاستثمارات المتحركة عبر الدول. وفي ظل التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة وأسعار العملات والأسهم والسندات.

وبالنظر لتداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة أصبح واضحاً أنه من الممكن خسارة مكاسب تنمية تحققت عبر مجهود عقود في مهب الريح بين يوم وليلة إذا لم يتم وضع موضوعية لإدارة المخاطر المالية، ولذلك سارعت العديد من المؤسسات المالية لتطوير مشتقات مالية بهدف حماية أوضاعها

الاقتصادية من الانهيار والإفلاس بالرغم أن نفس هذه المشتقات التي يراد بها في كثير من الأحيان التحوط من المخاطر قد تصبح هي ذاتها مصدر خطر وعدم استقرار إذا لم يتم فهم طبيعتها وتجنبها من سوء استخدام المضاربين والمغامرين الذين يهدفون من ورائها استقرار إذا لم يتم فهم طبيعتها وتجنبها من سوء استخدام المضاربين والمغامرين الذين يهدفون من ورائها تحقيق أرباح قصيرة الأجل.

ومن واقع وجود حاجات غير مشبعة وغير تقليدية ظهرت أهمية وجود المشتقات المالية باعتبارها أدوات مالية جديدة تساهم في إشباع هذه الحاجات لدى المستثمر، ولقد شهدت العقود القريبية السابقة تطوراً هائلاً في استخدام المشتقات المالية وتعددت الدراسات في الأسواق الأجنبية وحتى العربية والتي تناولت دوافع استخدام المشتقات المالية بالإضافة إلى الأهداف الأساسية من وراء هذا الاستخدام.

ومن هنا جاءت فكرة هذه الدراسة لكي تتناول دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال وبالتحديد في السوق الرأس مالي الفرنسي.

وعلى هذا الأساس يمكن طرح الإشكالية التالية:

### • إلى أي مدى تساهم المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية وتعزيز كفاءتها واستقرارها؟

وتندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية سنحاول الإجابة عليها من خلال هذه الدراسة نذكر أهمها:

- ماهي الأسواق المالية الدولية؟ وما خصائصها؟
- كيف نشأت المشتقات المالية؟ وماهي أنواعها؟
- كيف استخدمت بعض الدول المشتقات المالية في تمويل أسواقها المالية؟
- فرضيات الدراسة:

1. تساهم المشتقات المالية في تعزيز سيولة الأسواق المالية الدولية.
2. تساعد المشتقات المالية على تسهيل الوصول إلى رؤوس الأموال خاصة في الأسواق الناشئة.
3. الاستخدام المفرط أو غير المنظم للمشتقات المالية قد يؤدي إلى أزمات مالية وانحيارات سوقية.

### - أسباب اختيار الموضوع:

- تعتبر المشتقات من أهم الأدوات المالية المستخدمة في الأسواق العالمية لما لها من دور في التحوط، التسيير المالي، وجذب الاستثمارات.

- هناك اهتمام متزايد بفهم كيف تساهم المشتقات في تنشيط الأسواق المالية الدولية، وتوفير أدوات تمويل بديلة ومتطورة للمؤسسات.
- بدأت العديد من الدول النامية في إدخال المشتقات المالية في أسواقها، وهو ما يستدعي دراسة آثارها وتمكين استخدامها بشكل آمن وفعال.

- لا تزال البحوث الأكاديمية العربية محدودة حول المشتقات المالية، خصوصًا في ارتباطها بتمويل الأسواق، مما يجعل هذا الموضوع جديداً وذو قيمة علمية مضافة.

- مع تعقّد الأسواق المالية وتنوع أدواتها، أصبح من المهم فهم دور الأدوات المالية المشتقة كآليات جديدة للتمويل بخلاف الطرق التقليدية.

- ينسجم هذا الموضوع مع تخصص الخاص.

### - أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذا الموضوع من الدور المتنامي الذي أصبحت تلعبه المشتقات المالية في الأسواق العالمية، حيث تحولت من أدوات تحوط بسيطة إلى وسائل تمويل واستثمار معقدة تؤثر بشكل مباشر على أداء الأسواق المالية الدولية واستقرارها، وتكمن الأهمية في كون هذه الأدوات تسهم في زيادة سيولة السوق، وتوسيع قاعدة المستثمرين، وتحسين كفاءة التسعير، وتنويع أدوات التمويل، وهو ما يجعلها عنصراً محورياً في بنية النظام المالي المعاصر.

### - أهداف الدراسة:

- تحديد مفهوم المشتقات المالية وأنواعها المختلفة .
- دراسة العلاقة بين استخدام المشتقات المالية وزيادة السيولة والكفاءة داخل السوق المالي.
- توضيح كيفية استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار وأسعار الفائدة والصرف.
- تقييم الآثار الإيجابية والسلبية لاستخدام المشتقات المالية على استقرار الأسواق المالية.
- إبراز واقع استخدام المشتقات في الأسواق الناشئة، مع التركيز على البيئة المالية العربية.
- رصد أهم التحديات التي تواجه استخدام المشتقات من حيث الجوانب القانونية، التنظيمية، والرقابية.
- اقتراح توصيات عملية لتعزيز استخدام المشتقات المالية كآلية تمويل فعالة وآمنة في الأسواق المالية.

### - منهج الدراسة:

يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي باعتباره الأنسب لدراسة الموضوع من الجانبين النظري والتطبيقي، وذلك من خلال:

### - المنهج الوصفي التحليلي:

لفهم الإطار المفاهيمي للمشتقات المالية، وأنواعها، وآليات عملها، ودورها في الأسواق المالية، وذلك من خلال مراجعة الأدبيات العلمية والبحوث السابقة المتعلقة بالموضوع.

لتحليل البيانات والمعلومات المتعلقة باستخدام المشتقات في تمويل الأسواق المالية، ودراسة الآثار الاقتصادية والمالية الناتجة عنها، سواء كانت إيجابية أو سلبية.

### - الدراسات السابقة:

1. دراسة بن عيسى عبد القادر، بعنوان أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010، هدف هذه الدراسة إلى التعريف بالمشتقات المالية -باعتبارها من الأدوات المالية التي أحدثت جدلا كبيرا بين الكتاب والمتعاملين بها، وأهم أنواعها وأوجه استعمالها وحجم المخاطر الناجمة عند استخدامها، ثم تسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاديات العالمية والعربية، وسبل علاجها من منظور الاقتصاد الرأسمالي والاقتصاد الإسلامي، إضافة إلى دراسة تأثير استخدام المشتقات المالية في إحداث الأزمات، ومحاولة إسقاط هذه الدراسة على سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من خلال توضيح مدى تأثيرها بالأزمة المالية العالمية من جهة، ومدى تأثير استخدامها للمشتقات المالية في إحداث أزمة داخل السوق من جهة أخرى، حيث شملت هذه الدراسة سلسلة من ستين (60) مشاهدة شهرية من القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، وقيمة عقود المشتقات المتداولة داخل السوق للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر.

2. دراسة حوحو فطوم: سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالية السعودي- أطروحة مقدمة لنيل

شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، 2014/2015 وتدور إشكالية البحث حول البحث في سياسات وسبل تفعيل الأسواق المالية العربية، وللإجابة على هذه الإشكالية، أما الجانب التطبيقي للبحث فتضمن دراسة حالة السوق المالية السعودية ومعرفة تأثير السياسات المتبعة على مستوى الاقتصاد السعودي على السوق المالي وكيف تساهم في تنشيطه وتفعيله، وتوصلت أن السعودية تعمل بصفة دورية على تصحيح وزيادة قوانين جديدة تسمح لها بتطوير اقتصادها وكذا سوقها المالي، فهي عملت على إنشاء هيئة السوق المالية وإدخال الأنظمة التداول الإلكتروني فضال عن تنويع منتجاتها بدل الاعتماد على العوائد النفطية البتر وكيمياوية.

3. دراسة عبد الحفيظ خزان الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية - دراسة مجموعة الأسواق المالية 1994 الى 2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد، 12 جوان 2017. هدفت هذه الدراسة الى من 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، وحدثت أزمة المكسيك 1994 والأرجنتين 1995 وأزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997، وروسيا 1998، والبرازيل سنة 1999.

## الفصل الأول:

مدخل حول الأسواق المالية الدولية.

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

### تمهيد

يعرف العالم تطورات وتغيرات جذرية عميقة مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية، ونلاحظ أن العالم برمته يزداد اهتمامه برأس المال، وعليه كان لزاما البحث عن أماكن تواجهه ، والبحث عن طرق الحصول عليه والأسواق المالية تعتبر من أهم الأسواق التمويلية لدى الكثير من الدول لذلك جعلتها في قمة الهرم المالي لديها و لمواجهة التطورات والتغيرات التي يعرفها العالم ، وهذا الدور الممكن أن تلعبه هذه الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية واعتبارها كقاعدة أساسية من قواعد التمويل لذا كان لا من إعطاؤها الأهمية البالغة.

ولإثراء الدراسة أكثر تطرقنا في هذا الفصل إلى مبحثين أساسيين:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: أساسيات حول السوق المالية الدولية

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية

لا تختلف الأسواق المالية الدولية عن غيرها من أسواق السلع وعوامل الإنتاج من حيث كونها مجالاً لالتقاء العرض والطلب باتجاه تحديد مستويات التوازن سعري والكمي، فضلاً عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف التعامل، غير أن ما يميز الأسواق المالية الدولية عن باقي الأسواق هو طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل، لهذا أخذت فكرة الأسواق المالية تحتل مركزاً مهماً في تفكير معظم الدول، لما توفره من تعبئة للمدخرات و عادة توظيف الأموال، لذلك سنحاول في هذا المبحث إعطاء فكرة عن ماهية الأسواق المالية.

### المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الدولية

لقد تعددت مفاهيم الأسواق المالية الدولية واختلفت تعاريفها وستطرق إلى أهم هذه التعاريف على النحو الآتي:

تعني الأسواق المالية الدولية العديد من المؤسسات المالية و بيوت السمسرة المالية أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين.

سوق رؤوس الأموال كأى سوق آخر، لكن سلعته الأساسية هي الأسواق المالية الدولية (أسهم و سندات )والسوق بهذا المفهوم لا يشترط أن يكون له وجود مادي، فمهمته الأساسية تسهيل الاتصال بين البائع و المشتري.

هي عبارة عن حلقة وصل أو مكان التقاء البائع و المشتري و الذي يكون فيه عرض و طلب الأموال من قبل المدخرين و المستثمرين.

إن الأسواق المالية تعهد على إيجاد الطرق المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيها من حيث الفترة التي يرغبون التخلي عن أموالهم فيها و قد تختلف من شخص إلى آخر من حيث الشروط و رغبتهم في المخاطر أو عدمها. (فواز، 2010، صفحة 6)

وتعرف الأسواق المالية بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها وأشكالها، وشهادات الإيداع وغيرها، وأسواق العملات الأجنبية (الصرف) وغيرها.

أو هي عبارة عن مجموعة من القنوات التي تنتقل من خلالها الأموال من وحدات الفائض المالي (أفراد، هيئات، مؤسسات وكافة قطاعات المجتمع) إلى مثيلاتها من وحدات العجز المالي، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر. (شريك، 2017-2018، صفحة 7)

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

### المطلب الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية الدولية

يعتبر تطور الأسواق المالية الدولية جزءاً من التطور الطبيعي للاقتصاد، حيث ازدادت وتوسعت الحاجة للموارد المالية للوحدات الإنتاجية نتيجة للتطور الاقتصادي للمجتمعات، وفي مقابل ذلك، ازدادت المدخرات لدى الأفراد نتيجة زيادة الدخل القومي، أدى هذا الوضع الجديد إلى ظهور المؤسسات المالية (البنوك مثلاً) التي حاولت الربط بين احتياجات أصحاب العجز وبين رغبة أصحاب الفوائض المالية في استثمار تلك الفوائض، كذلك، فقد ابتكرت المؤسسات طرقاً جديدة للحصول على احتياجاتها المالية دون اللجوء للبنوك، وذلك من خلال طرح العام للأسهم والبحث عن ممولين (مشاركين) بشكل مباشر، أو من خلال طرح أدوات دين (سندات) على الجمهور، لتتشكل بذلك أول ملامح الأسواق المالية الدولية، خاصة مع ظهور الحاجة لدى الأفراد لبيع حصصهم في ملكية الشركات أو زيادتها. لا يوجد إجماع بين الباحثين والمتخصصين في التاريخ الاقتصادي حول أول مكان نشأت فيه السوق المالية الدولية ولا تاريخها المحدد، غير أن البعض يشير إلى أن فرنسا هي أول دولة شهدت نشأة سوق مالية دولية تتم في عمليات تداول بعض أنواع الأوراق المالية خلال القرن الثالث عشر الميلادي، كما عرفت بلجيكا في نفس الفترة انتعاشاً للحركة التجارية، وكان التجار في بلدة بروج Bruges يجتمعون قرب قصر عائلة (فاندر بورس Bourse Vander) لتبادل الصفقات، لذا أخذ السوق اسم العائلة صاحبة القصر، وأصبحت سوق المال يطلق على اسم بورصة Bourse. (قندوز، 2021، صفحة 9)

كذلك، عرفت دول أخرى بعد ذلك ظهور أسواق لتداول الأوراق المالية مثل: هولندا، وبريطانيا، والدانمارك، وألمانيا، ودفعت التطورات الاقتصادية والسياسية الكثير من الحكومات لبحث عن موارد مالية مبتكرة لمواكبة النمو الاقتصادي وبشكل خاص نمو حجم التجارة، ما أدى إلى طفرة في إصدار الأوراق المالية سواء من طرف الحكومات أو القطاع الخاص (بشكل خاص المصارف إضافة لشركات التأمين وشركات مساهمة)، ثم استتبعها وجود الحاجة لنقل ملكية تلك الأوراق المالية، وهكذا نشأت الأسواق المالية على النحو الذي نعرفه اليوم، حيث كانت الوظيفة الأساسية لها تتمثل في تداول الأسهم والسندات، أصبح اليوم وجود سوق مالية متطورة أحد العناصر الأساسية للنظام على طريق النمو، ويمكننا إيجاز السوق المالي لأي بلد، سواء كان بلداً صناعياً أو بلداً المراحل التي مرت بها الأسواق المالية قبل وصولها إلى شكلها الحالي. (قندوز، 2021، صفحة 10)

### المطلب الثالث: أهداف الأسواق المالية الدولية

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية:

- إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد الدولية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين.
- إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصادقية.
- تنسيق أسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بن المتعاملين الدوليين.
- تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط معاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة تضطلع بمهام المراقبة والإشراف والتوجيه.
- تبني الإجراءات العملية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة ( الأزمات المالية).
- تنظيم الأسواق المالية والنقدية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية فعالة. ( بن ابراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان، 2019، الصفحات 35-36)

### المطلب الرابع: خصائص الأسواق المالية الدولية

تتجلى أبرز خصائصها في توفير ما يلي: (بلعيدى، 2020-2021، صفحة 24)

#### 1. كفاءة التشغيل:

وهي قدرة السوق على تحويل الأموال و المواد لمن يحتاجون إليها، بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات، وهي ما تسمى بتكلفة

المعاملات وتضم التكلفة الوساطة المالية، وتكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة.

#### 2. كفاءة تخصيص الموارد:

إن المهمة الأساسية للأسواق المالية الدولية، هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم الفائض، إلى من يحتاج إلى هذه الموارد وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص.

#### 3. توفير السيولة:

من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما أنه يمكن لحملة الأسهم إعادتها إلى الشركة المصدرة، كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

---

أوراقه وتحويلها إلى نقدية.

4. توفير المعلومات والاستجابة الفورية إلى أحداث جديدة :

السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة وخاصة الأسعار والأحجام وكذا حركة التعامل ولا يقتصر على توفير

المعلومات فقط بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغييرات أو أحداث وهي تؤثر في أسعار الأسهم، وهذه الخاصية يطلق عليها

بكفاءة السوق.

المبحث الثاني: أساسيات حول السوق المالية الدولية

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

دراسة السوق المالية الدولية تكتسي أهمية متزايدة في وقتنا الراهن، وكذلك العديد من الوظائف التي تلعبها الأسواق المالية الدولية، لما لها من انعكاسات مباشرة على السياسات الاقتصادية للدول، وعلى استقرار النظام المالي العالمي، للتطرق أكثر حول السوق المالية الدولية ومعرفة أهم وظائفها والمتعاملون فيها وشروطها، لا بد من الوقوف على مجموعة من الأساسيات وحولها وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

### المطلب الأول: وظائف السوق المالية

تمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية الدولية في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي، إما بطريق مباشر، أو بطريق غير مباشر، كما تؤكد على ذلك الكتابات المتخصصة في هذا الشأن. فقد جاء في كتاب مقدمة في الأسواق المالية الدولية يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو: تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية، التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية. وجاء في كتاب البورصات والهندسة المالية الوظيفة الأساسية لسوق المال تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين. وجاء في كتاب نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية يؤدي سوق المال - من خلال منشآته - وظيفة اقتصادية هامة، تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز. (فواز، 2010، صفحة 5) وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقتين من طرق التمويل:

#### 1. التمويل المباشر:

وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل: الأسهم، والسندات، و أذونات الخزنة . وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالية، وإما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية.

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

2. التمويل غير المباشر:

وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض، إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل، وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع، وشهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي. وإنما عد ذلك تمويلاً غير مباشر؛ من جهة أن الأموال انتقلت من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات الاحتياج بواسطة هذه المؤسسات. (فواز، 2010، صفحة 6)

### المطلب الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية الدولية وشروط قيامهم

عملية تحويل الأموال من المالكين إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق، ومن خلال هذه المبحث سنحاول التطرق إلى المتعاملون في الأسواق المالية وشروط قيامها وكذلك أنواعها.

### أولاً: المتعاملون في الأسواق المالية الدولية

نصنف المتعاملون كما يلي:

1. فئة المستثمرين:

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ويقصد بالمؤسسات المالية: البنوك ومكاتب السماسرة، وشركات والاستثمارات القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة، هذا ومن الجدير بالملاحظة أنه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية مهما اختلفت أداة الاستثمار التي تستخدمها، إذا ما توفرت بعض العوامل المهمة منها:

- معدل الفائدة المتوقع على الاستثمار معقولة ومقبولة.

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

- عامل الأمان.

- عامل السيولة.

- تاريخ الاستحقاق. (الجلد، 2002، صفحة 24)

2. فئة المصدرين:

وهي تمثل فئة الأفراد التي تقل دخولهم النقدية من احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك، أو لأغراض التوسع، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة، بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسرة، أو شركة استثمارية، وإما بطريقة الاقتراض المباشر، وهنا يمكن للأفراد أيضا الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر، ويمكن أن يكون المقترض هنا فرد أو مؤسسة، ولكن يجب أن نثبت في العقد المبرم بين المقرض والمقترض، جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمة الاسمية ومدته وسعر الفائدة، وتاريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ استحقاق سداد القرض. (الجلد، 2002، الصفحات 24-25)

3. فئة الوكلاء

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين ظهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا، بموجب قانون السوق المالي وأنظمتة وتعليماته، وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين، في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية، وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم، في النظام الداخلي على حسب النشاط والخدمة التي يؤدونها (سهام، 2014-2015، صفحة 12)، وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي:

أ. السماسرة:

هو وسيط في الأسواق المالية، ويعمل كوكيل المستثمرين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين، وبين رغبات المستثمرين، مقابل الحصول على عمولة وتكون العمولة المتفق عليها غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي تبرمها، فعندما يقوم الوسيط المالي بدوره سمسار يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى سماسرة أو وسطاء تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط لتنفيذ الأمر، والتي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما:

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

- سعر التنفيذ: يقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسهم، ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيع أو شراء.
- وقت التنفيذ: ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسهم خلال أو بحلولها بتنفيذ الصفقة سواء بيع أو شراء،

ووفقا لما تقدم تتخذ تلك الأوامر صورا كثيرة. (سهم، 2014-2015، صفحة 13)

ويمكن تصنيف الأوامر من عدة زوايا أهمها ما يلي:

✓ من حيث طريقة تحديد الأسعار:

يمكن تصنيف الأموال من حيث طريقة تحديد الأسعار كما يلي:

- الأمر المحدد: وفيه يحدد العميل الوسيط مسبقا السعر الذي يجب أن يبيع أو يشتري به، فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع، وبالأعلى في حالة الشراء.

- أمر السوق: ولا يحدد فيه صاحب العميل الوسيط السعر، وإنما يترك ذلك له والذي يقوم بدوره بالشراء أو البيع بأفضل

الأسعار.

- الأمر بسعر الافتتاح: وفيه يتم تنفيذ الأمر بأول سعر الورقة المطلوبة عند افتتاح التعامل.

- الأمر بسعر الإقفال: وفيه يتم تنفيذ الأمر بآخر سعر للورقة المطلوبة، قبل إقفال السوق بنصف دقيقة.

- الأمر بسعر محدد: وفيه يحدد صاحب الأمر الوسيط السعر المطلوب الشراء أو البيع به.

أ. من حيث مدة سريان الأمر:

✓ يمكن تصنيف الأوامر من حيث مدة سريان الأمر إلى ما يلي:

- الأمر ليوم واحد: وهو الأمر الذي تنتهي مدة سريانه تلقائيا بنهاية يوم العمل، الذي صدر خلاله وتحدد الإشارة إلى أنه لم

يحدد العميل مدة بعينها، فإنه كل أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد.

- الأوامر المفتوحة: يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل العميل، أو يقوم السهم بتنفيذه بالفعل، أو يخطر

العميل بفشله في تنفيذه.

- الأمر للتنفيذ في الحال أو الإلغاء: وفي هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من سمساره أن ينفذ فوراً أكبر كمية ممكنة من

الطلب، وإلا عدم تنفيذ أي شيء بعد ذلك. (سهم، 2014-2015، الصفحات 13-14)

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

ب. أنواع الأوامر من حيث ملكية الأوراق:

يمكن تصنيف الأوامر المالية إلى:

- الأوامر المكشوفة: وفي هذا النوع من الأوامر لا يمتلك العميل الأوراق المالية موضوع الصفقة وسيقوم عندما يحين موعدها تنفيذها بشرائها أو اقتراضها، من غيره من المضاربين.

- الأوامر مع ملكية الأوراق المالية: وفي هذا النوع من الأوامر يمكن العميل مالكا فعليا للأوراق المالية موضوع الصفقة.
- صانعوا السوق: وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي الثانوي، من خلال بيع وشراء الأوراق المالية، إما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص، وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه ويتميز بالمحافظة على:

- توفير السيول اللازمة للسوق، وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار، وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء، حسب

ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي، وبما يحقق نوع من استقرار الأسعار، وحجم التعامل بالأوراق

المالية، ويحصل صانع السوق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، الورقة المالية.

- متعهدوا تغطية الإصدارات الجديدة: وهو الوسيط الذي يتعهد بشراء الأوراق المالية من مصدرها الأول، بهدف إعادة بيعها مقابل العملة معينة، وأهم شروط يلتزم به الوسيط هو أن يقوم بشراء لحسابه الخاص، ذلك الجزء الذي يفشل في تسويقه وبيعه من

هذه الإصدارات. (سهام، 2014-2015، صفحة 14)

### ثانيا: شروط قيام الأسواق المالية الدولية

لقيام أسواق مالية لا بد من شروط نَحْمِلُها فيما يلي: (عبدلني، 2009، الصفحات 26-27)

1. الزيادة في عدد وكفاءة المؤسسات المالية في الدولة :

تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية تقوم بعملية الإقراض من أجل الاستثمار لذا فإن تشجيع الأسواق المالية تقتضي

تشجيع الادخار في القطاع الخاص الذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تكون من دون

مؤسسات مالية داخل الدولة.

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

2. تحويل الإدخارات المحصل عليها إلى استثمارات:

وهو الهدف الأساسي والنهائي من تجميع الإدخارات، فالأسواق المالية هي سوق استثمار الأموال، تدفع كل الأفراد والمؤسسات نحو شراء الأوراق المالية.

3. إنشاء بورصة الأوراق المالية:

بورصة الأوراق المالية تعتبر من أهم أجهزة الادخار والاستثمار، فإذا كانت سوق الأوراق المالية منظمة وذات تعامل واسع النطاق،

فإنها تتسم بمرونة كبيرة إضافة إلى تحويل الأوراق حديثة الادخار إلى أموال مستثمرة في مشاريع مختلفة أو تحويلها إلى أموال سائلة عند الحاجة لذلك.

4. الاهتمام ومراقبة وسائل الإعلام :

إن تأسيس أي شركة أو طرح سندات في بورصة لابد أن يكون مصحوبا بإعلان مناسب، كما يجب على مصدر البيان من مراجعة والوقوف على البيانات الواردة في الإعلان.

5. توفير الاستقرار السياسي للدولة:

وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين أجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى التخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار.

6. وجود جهاز مصرفي متكامل:

يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته ذات قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية وبالتالي هو بمثابة دعامة أساسية لوجود سوق مالي، ذلك بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار.

المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية الدولية

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

تتنوع الأسواق المالية الأساسية المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها، حيث يقسم السوق المالي الدولي إلى سوق نقد للأموال قصير الأجل، وسوق رأس المال للأموال طويل الأجل.

### أولاً: سوق نقدي

1. تعريف سوق النقدي :

للسوق النقدي عدة تعريفات و هي :

– أسواق النقدية هي تمثل مجال تداول أصول قصيرة الأجل التي لا تتجاوز النسبة وتتم بسرعة تحولها إلى السيولة، كما تتميز غيرها من الأسواق بأنها أسواق جملة فهي تتم بأحجام كبيرة وقد تبلغ قيمتها مليون وأكثر مع وجود عدد كبير من المتعاملين، وهذا يقلل أو يخفف بشكل كبير المخاطر المتعلقة بتدهور الأسعار وتخفيض تكاليف انجاز المعاملات أي عمليات البيع والشراء، يتكون هذا السوق من البنوك التجارية و المركزية... الخ. (حاسين، 2012-2013، صفحة 12)

– سوق النقدي هو الشق الثاني لسوق المال و يتم فيه تداول الأوراق المالية قصير الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، يمكن تقسيم السوق النقدي إلى قسمين و هما :

● السوق الأولية: وهي السوق التي فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية .

● السوق الثانوية: وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب ، و يتكون سوق النقدي الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما سوق الخصم و سوق القروض القصير الأجل . (صنيبة سعيدة و دحمان فطيمة، 2016-2017، الصفحات 17-18)

أ. سوق الخصم: هو الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية العادية، القبولات المصرفية،

أذونات الخزينة.... الخ .

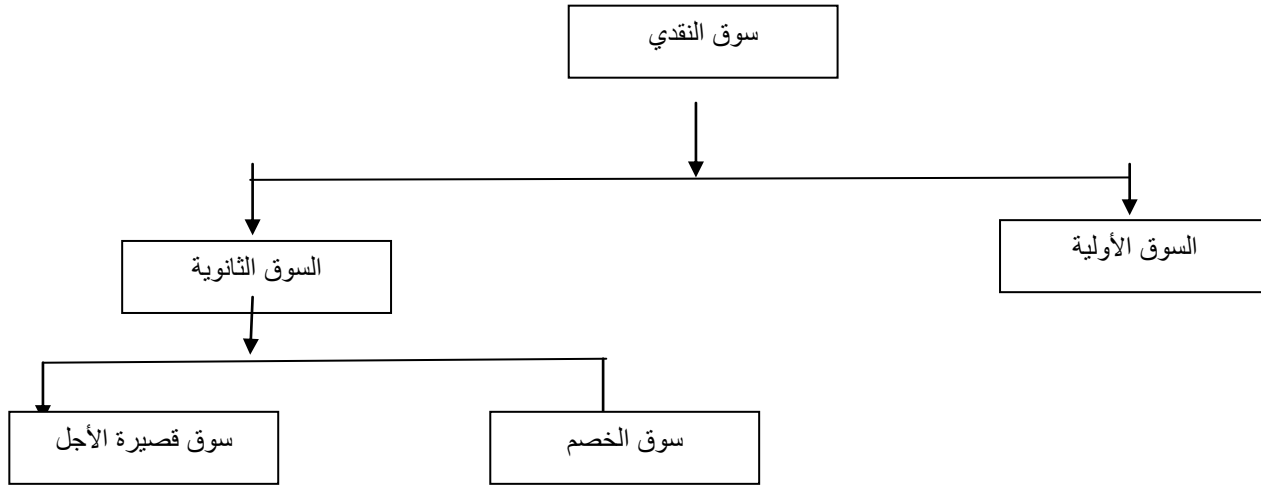
## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

ب. سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية و بعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الآجال من الناحية أخرى . و من بين الأدوات السوق النقدي هي : (التميمي، 2010، الصفحات 65-70)

- الأوراق التجارية : هي عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية و تباع بخخصم عن القيمة الاسمية، تصدره الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية من النوعية العالية، الحق للمستثمر الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق .
- شهادات الإيداع المصرفية : شهادة الإيداع عبارة عن إيصال بالمبلغ المودع لدى الجهة المصدرة، الحق لحاملها الحصول على الفائدة واصل المبلغ عند الاستحقاق .
- القبولات المصرفية: عبارة عن أداة دين صادرة من البنوك تتضمن تعهدات البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حالة عدم تسديدها .
- أذونات الخزينة: تعد اذونات الخزينة من أهم أدوات الدين تصدرها الحكومات في دول العالم المختلفة، وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 شهور و 6 و 12 شهرا لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة و يتقدم لخصم هذه الأذون جميع المتعاملين في سوق النقد، ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم . (صنيبة سعيدة و دحمان فطيمة، 2016-2017، صفحة 18)
- شهادة المديونية وكمبيالات الخزينة : حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عدد من الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، عادة ما تصدر أوراقا مالية يطلق عليها كمبيالات الخزينة تحمل تواريخ استحقاق، متباعدة تتراوح بين سنة و سبع سنوات، حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته .
- الأموال الفيدرالية : هي تمثل الودائع التي تحتفظ بيه البنوك التجارية لدى البنوك المركزية لمقابلة المتطلبات الخاصة بالاحتياطي القانوني، و تسمح البنوك المركزية للمؤسسات المصرفية بإقراض هذه الأموال فيما بينها . (التميمي، 2010، صفحة 78)

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

الشكل رقم (01): مكونات السوق النقدي



المصدر: (صنيبة سعيدة و دحمان فطيمة، 2016-2017، صفحة 19)

### ثانيا: أسواق رأس المال

#### 1. مفهوم سوق رأس المال:

- لسوق رأس المال عدة مفاهيم نذكر منها هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي عمرها أكثر من سنة، وتعد الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، ومن صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار وهي من الأسواق الحاضرة التي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مع تنفيذ عمليات البيع والشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية كبيع الأسهم والسندات في

السوق المالي . (شبيب، 2012، صفحة 49)

- هو سوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال .

#### 2. أنواع أسواق رأس المال :

و تتكون أسواق رأس المال من سوقين ويمكن تحديد أنواعها من حيث شروط تداول فيها إلى عدة أسواق هي كما يلي :

أ. أسواق الحاضرة:

هي تتعامل في الأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم و السندات ) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، هنا تنتقل ملكية

الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها (قرياقص، 1999، صفحة 11) .

و تتكون هذه الأسواق الحاضرة من :

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

- السوق الأولية: هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأولية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثاً، ولذلك يسمى بسوق الإصدارات للأوراق المالية لمشركات أي عند الاكتتاب بهذه الأوراق المالية لأول مرة، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية، أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المختصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق أي الوسطاء . (شبيب، 2012، الصفحات 51-52)

- السوق الثانوية: ويعد من أهم الأسواق في الهيكل المالي لأنه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية في الشركات القائمة، أي الإصدارات السابقة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق، ويتم تداول الأسهم والسندات التي يتم التعامل بها من قبل المستثمرين، وهنا يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوي على قيمتها وليس الشركة المصدرة للورقة، وذلك فإنه يوفر عنصر السيولة إلى السوق الأولى ويجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً، ولذلك فإن كفاءة السوق الأولى تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي. ينقسم السوق الثانوي إلى عدة أنواع أهمها :

### ● السوق المنظم:

هي الأسواق التي فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة و فق الشروط التي يحددها قانون أو نظام سوق المال، ويدير عمليات تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء (البورصات) ويدير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، و يشترط هذا السوق التعامل في الأوراق المالية المسجلة لديه، وتتم عمليات التداول في هذا السوق بطريقة المزايدة العلنية. (شبيب، 2012، صفحة 54)

### ● الأسواق غير المنظمة :

يستخدم هذا المصطلح على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم ( أي البورصات )، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف للحساب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين

السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة ، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها ، و كذا سرعة

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

تنفيذها ، كما نجد أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم . (صنيبة سعيدة و دهمان فطيمة، 2016-2017، صفحة 20)

السوق الرابع: وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة، ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات سواء عن طريق التليفون أو الحاسب الآلي .

الأسواق الاحتكارية: تتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، حيث يحتكر أن التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة . (حسني علي خربوش و آخرون، 2012، صفحة 35)

ب. الأسواق المستقبلية:

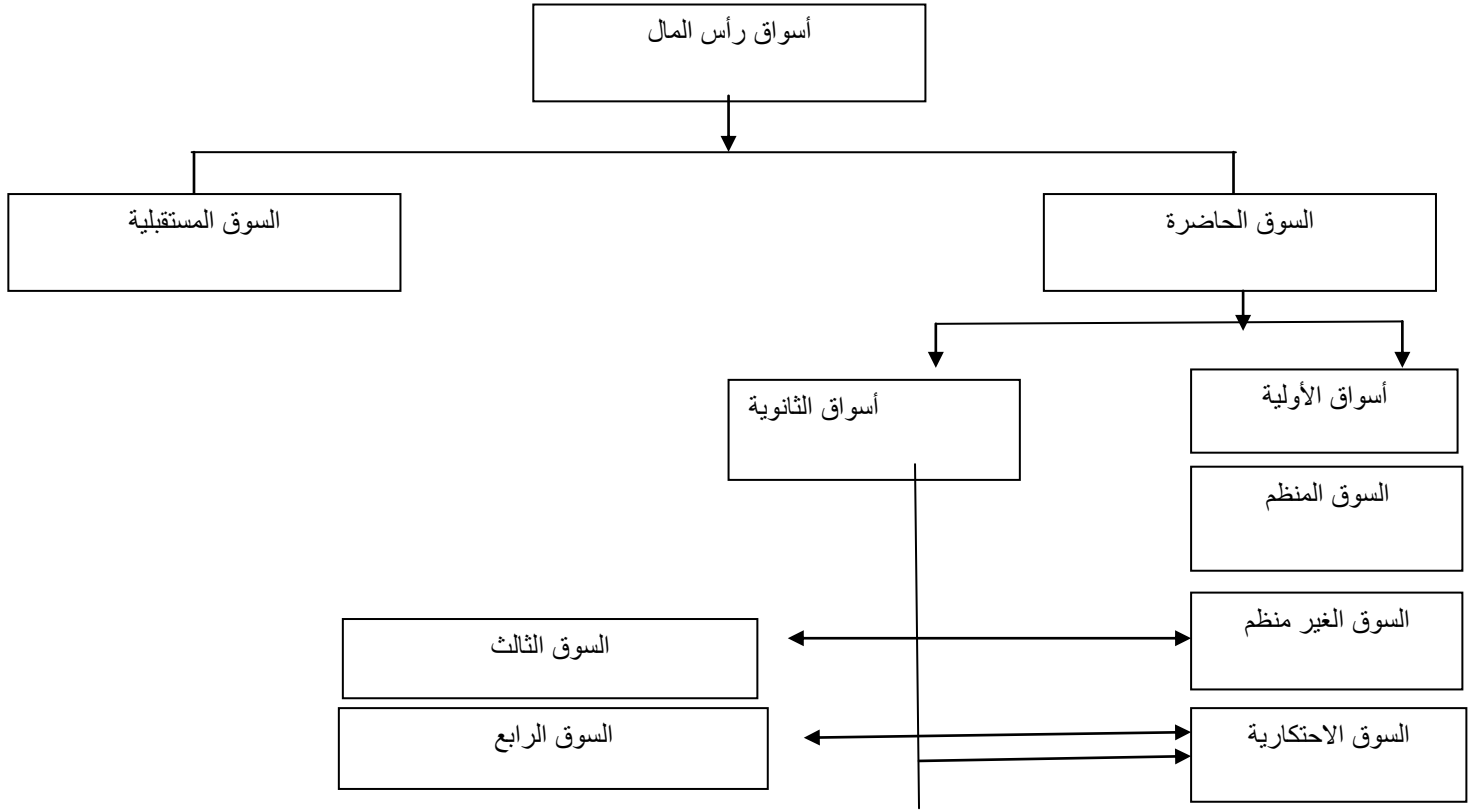
وهي تعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة و يتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق وهو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم .

الأدوات التي يتم تداولها في سوق رأس المال فهي تتكون من:

- الأسهم: تمثل حق من حقوق الملكية لمشخص المستثمر في شركة معينة حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية في القيمة ويستطيع المستثمر أن يشتري أكثر من سهم في تلك الشركة.
- السندات: هي عبارة عن ورقة دين تمثل التزام من الشركة المقترضة للأموال بدفع فوائد ثابتة خلال مواعيد استحقاق محدودة مع إعادة مبلغ الدين الأصلي عند مدة السند للشخص المستثمر . (سوق دمشق للأوراق المالية، الصفحات 7-9)

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

الشكل رقم ( 02): يوضح مكونات سوق رأس المال



المصدر: (شبيب، 2012، صفحة 50)

الجدول رقم (01) يوضح الفرق بين الأسواق النقدية وسوق رأس المال

السوق النقدي	سوق رأس المال
- يعتبر سوق النقدي سوق التمويل قصير الأجل .	- سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الأجل .
- يكون لعنصري السيولة و الأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد .	- يكون لعنصر الربحية الأولوية لمستثمر سوق رأس المال .
- إن سوق النقد اكبر اتساعا من السوق رأس المال .	- إن سوق رأس المال اقل اتساعا من السوق النقدي .
- إن سوق النقد اقل تنظيما من السوق رأس المال.	- إن سوق رأس المال أكثر تنظيما من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

المصدر: (الشندي، 2013، صفحة 160)

## الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية الدولية

### خلاصة الفصل الأول:

تمثل سوق المال الدولية إحدى الدعائم الحيوية وركيزة أساسية في النظام الاقتصادي العالمي في منظومة الاقتصاد العالمي، حيث تتيح

تدفق رؤوس الأموال وتوزيع الموارد المالية بكفاءة على المستوى الدولي. وقد ساهمت هذه السوق في تعزيز فرص الاستثمار، وتسهيل التجارة الدولية، ودعم النمو الاقتصادي، لاسيما في الدول النامية التي تحتاج إلى تمويل خارجي. ومع ذلك، فإنها لا تخلو من التحديات، وعلى رأسها المخاطر المرتبطة بالتقلبات المالية، والأزمات الاقتصادية، والتفاوت في القدرة على الولوج إلى هذه السوق. ومن ثم، تبرز الحاجة إلى أطر تنظيمية فعالة وتعاون دولي لضمان استقرار وشفافية هذه السوق بما يخدم مصالح الاقتصاد العالمي ككل.

ومع ذلك، فإنها تواجه تحديات عدة، مثل تقلبات الأسعار، والأزمات المالية، والتأثيرات الجيوسياسية، مما يستدعي ضرورة تعزيز الشفافية والتنظيم لضمان استقرارها، في النهاية، تبقى الأسواق المالية الدولية أداة قوية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، بشرط أن تُدار بحكمة وتوازن بين الفرص والمخاطر.

## الفصل الثاني:

### مدخل حول المشتقات المالية

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

---

### تمهيد

تعد المشتقات المالية من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي أصبحت ذات أهمية كبيرة في الأسواق المالية العالمية، وهي عقود مالية تستمد قيمتها من أصل أساسي، مثل الأسهم أو السندات أو السلع أو المؤشرات المالية، تساعد المشتقات المالية المستثمرين في إدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات الأسعار، كما توفر فرصا لتحقيق أرباح من خلال المضاربة، ورغم فوائدها العديدة، إلا أن استخدامها ينطوي على مخاطر كبيرة، خاصة عند التعامل بها دون معرفة كافية.

ولإثراء هذا الفصل أكثر، ولأجل دراسته تطرقنا للمبحثين :

المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية والمتعاملون فيها

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

### المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الحديثة التي ظهرت لتلبية حاجات التحوط وإدارة المخاطر في الأسواق المالية، وهي عقود مالية تعتمد قيمتها من أصل مالي آخر مثل الأسهم، السندات، أسعار الفائدة، أو العملات. وتستخدم هذه الأدوات بشكل واسع في الأسواق الدولية، سواء لأغراض التحوط من تقلبات الأسعار أو لتحقيق أرباح من التغيرات المستقبلية في السوق إن المشتقات المالية تشمل مجموعة من العقود المالية التي تتمتع وفق طبيعتها، مخاطرها، آجالها، ودرجة تعقيدها، وهي أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد وتعتبر من أهم الأدوات.

ولذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مجموعة من المطالب نعالج فيها ماهية المشتقات المالية.

### المطلب الأول: تاريخ ظهور المشتقات المالية

يجد المتتبع للتاريخ الاقتصادي بعض الأدلة التاريخية على استخدام عقود أقرب ما تكون لعقود المشتقات المالية منذ آلاف السنين، على سبيل المثال قيام المزارعين اليونانيين ببيع منتج الزيتون قبل جني الغلة تجنباً للوقوع في احتمالية عدم إمكانية تصريف المنتج في وقت الجني، كما أن بعض العقود التي تعامل بها المسلمون الأوائل مثل عقد السلم أقرب ما تكون للعقود الآجلة والعقود المستقبلية، وتعطي أمثلة عملية عن آلية تطور المشتقات المالية تاريخياً كذلك، نجد عقد "العربون" أو ما يعرف بالدفعة المقدمة التي تعتبر أقرب ما يكون بعقد خيار الشراء، ومع تعدد الأمثلة التاريخية، إلا أن أول تطبيق للمشتقات المالية بمعناها المعاصر القابل للتوسع والاستخدام في أسواق المال، يعود لأواسط القرن التاسع عشر الميلادي، حيث أصبحت مدينة شيكاغو مركزاً صناعياً وتجارياً، وصارت محطة للمزارعين الذين يأتون لها لبيع منتجاتهم الزراعية للتجار الذين يقومون بدورهم بشحنها وتوزيعها إلى جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية. (قندوز ع.، 2022، صفحة 6)

وقد كانت المنتجات الزراعية كثيرة ومتنوعة بشكل يفوق قدرة التجار الذين يشترون كميات محدودة من لها مقابل أسعار محددة، ما أدى إلى ظهور فجوة كبيرة بين مستويات العرض والطلب، فالعرض أكبر بكثير من الطلب، ما أدى إلى خسارة المزارعين بسبب انخفاض الأسعار.

أوضح هذا الوضع القائم لسنوات أن إنتاج المنتجات الزراعية، دون مستويات تأكيد بشأن السعر الذي يمكن أن تباع به، لم يوفر

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

مستوى كاف من الأمان للمزارعين، ما جعلهم عاجزين عن التخطيط وإدارة العملية الزراعية بكفاءة، ثم اهتدى المزارعون والتجار إلى فكرة بسيطة ومبتكرة، حيث يتفق المزارعون والتجار على الكميات من المنتجات الزراعية التي سيلتزمون لضمان بشرائها، وتحديد سعر تفاوضي يتم دفعه مستقبلاً، ويتم توثيق التعهد كتابة التزام الأطراف.

بوجود هذه التعهدات أو الالتزامات بين الطرفين: (المزارعين والتجار)، صار بإمكان المزارعين التخطيط الدقيق لإنتاج محاصيل العام المقبل، كما أصبح بإمكان التجار تأمين الإنتاج والأسعار التي سيشترون بها، وترتب عن ذلك المزيد من العدالة في السوق، والمزيد من التوازن بين العرض والطلب وتقليل الهدر، وبالتالي جلب الاستقرار للنظام ككل يوضح الوصف السابق نشأة مجلس شيكاغو التجاري خلال عام 1848 ونشأة العقود المستقبلية التي صارت اليوم أهم أسواق المنتجات الزراعية في العالم، إضافة لأنواع أخرى كثيرة من الأصول، بل وساهمت في توسع التجارة ونمو الاقتصادات العالمية وأسواق المال. (قندوز ع.، 2022، صفحة 7)

### المطلب الثاني: تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر، أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية.

أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار.

وتستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق وأخيراً المضاربة. (نشرة توعوية للمشتقات المالية، 2010، صفحة 1)

المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية الأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

وتعرف المشتقات أيضاً: إن المشتقات ليست أصولاً مالية، وليست أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر.

أما تعريف صندوق النقد الدولي: «المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول.

وكعتقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات

النقدية يصبح أمراً غير ضروري.» (نشرة توعوية للمشتقات المالية، 2010، صفحة 2)

### المطلب الثالث: خصائص المشتقات المالية

من خلال التعريفات السابقة يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية: (مطاوع، 2001، الصفحات 393-394)

- طبيعة العمليات خارج الميزانية:

حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول، مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل في تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

- التعقيد:

نظراً لأنه غالباً ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة بالمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هنا كغموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكن تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟ من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وآثار بعض المشتقات مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.

- السيولة:

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.

- عدم وضوح القواعد المحاسبية:

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

حيث لا يزال هنا كنوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل الرقابة على تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

### المطلب الرابع: أهمية المشتقات المالية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية:

– التغطية ضد المخاطر:

ف عقود المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي تعرض على المستثمرين، والتي تشمل عادة ما يلي:

- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.
- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.
- مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
- مخاطر تقلب أسعار السلع.

وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.

– التنبؤ بالسعر المتوقع في البورصة الحاضرة:

تزود عقود المشتقات المالية المتعاملين بمعلومات عما عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ التسليم

فهي أداة جيدة للتنبؤ بمستوى السعر.

– إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

تتميز عقود المشتقات المالية بكون تكلفتها الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها، وهذا يتيح

للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية في المستقبل وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية. (شيب، 2009، صفحة

397)

– إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية، بغرض تحقيق الربح من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش.

– تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في البورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على البورصات الحاضرة أن تنافسها فيه، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة، حيث تصبح أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل إبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل.

– سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

نظراً لمرونة تحقق المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الإستراتيجيات الاستثمارية.

– محاولة تحقيق سمة لكامل البورصة:

يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغبتهم سواء من حيث العائد أو

المخاطرة، وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن

الاعتماد وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققه أي

ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة. (شبيب، 2012، صفحة 398)

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية والمتعاملون فيها

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

بعد ما تعرفنا على مفهوم المشتقات المالية، لا بد لنا أن نعرض على أسواق التي يتم فيها تداول هذه العقود وهذه الأسواق تدعى أسواق المشتقات، وننتقل إلى معرفة أنواع المتدخلين أو المتعاملين بهذه المشتقات، تُعد المشتقات المالية من الأدوات الأساسية في الأسواق المالية، وقد تطورت لتشمل أنواعًا متعددة تُستخدم لأغراض التحوط والمضاربة وإدارة المخاطر، ومن أبرز هذه الأنواع: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلة. ويتعامل في هذه السوق أطراف مختلفة، من بينها التحوطيون، والمضاربون، كل وفق أهدافه واستراتيجياته في السوق، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

### المطلب الأول: أنواع المشتقات المالية

يتم تداول العقود المشتقة في نوعين من الأسواق العالمية هي الأسواق النظامية والأسواق غير النظامية:

#### – الأسواق النظامية:

هي أسواق يتم فيها التعامل بالعقود المسجلة نظاميا فيها ووفق المعايير المحددة من قبل السوق مسبقا. حيث يتم التعامل فيها بعقود

ذات خصائص نمطية موحدة، ويكون دور السوق هنا هو دور الوسيط بين طرفين.

وتتكون البورصة عادة من عدد من الصالات أو غرف التعامل تحتوي على حلقات تخصص للتعامل في العقود على سلع معينة

وبالنسبة لآليات العمل داخلها فهناك نظامين للتعامل بين الأطراف البائعة والمشتري، هذه الأنظمة هي نظام المزايمة بالمناداة

والنظام الالكتروني.

#### – الأسواق غير النظامية:

فهي الأسواق التي يتم فيها التعامل بين المؤسسات المالية أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها عبر شبكات الاتصالات المختلفة

كالانترنت والهاتف، فهي نظام يمكن المستثمرين أو وكلائهم من المتاجرة أو تبادل الأوراق المالية دون أن يتواجدوا في نفس الموقع

أو البناء، ويدعوها البعض بأسواق الأوراق المالية غير المدرجة، وعادة ما يتم تسجيل جميع هذه المكالمات حرصا على مصلحة

المتعاملين وضمانا لحقوقهم في حال نشوب أي خلاف أو سوء فهم بين الأطراف المتعاقدة. وهنا لا بد من التنويه إلى أنه وعلى

الرغم من أن التعامل بالعقود المشتقة في الأسواق النظامية أكثر موثوقية إلا أن حجم التعاملات عبر الأسواق غير النظامية أكبر

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

منه في النظامية.

– السوق غير المنظمة:

على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا والخيارات والمبادلات...، العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكله حسب إرادة الطرفين المعنيين، ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق. (غيا، 2013، الصفحات 16-17)

● العقود الآجلة:

وهي عقود يلتزم بمقتضاها طرفا العقد بشراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر التنفيذ والعقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات، بل هي مجرد اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين، فهو عقد يلتزم فيه البائع أن يسلم للمشتري محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ.

● عقود المستقبلية:

وهي عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين البائع والمشتري بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته كما أنها عقود نمطية، ويعني ذلك أن يلتزم الطرفان فيها البائع والمشتري بمقتضى العقد بإجراء تبادل السلعة أو الورقة المالية أو معدلات الفائدة في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند العقد، وهي هذه الصفة تعتبر عقودا آجلة، ولكن لها شروط نمطية تختلف فيها عن العقود الآجلة. (خليفة، صفحة 137)

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

ويشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر

معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع ثمنه في هذا التاريخ اللاحق. ويسمى السعر الذي وافق عليه الطرفان السعر المستقبلي أو سعر المستقبلية، ويسمى الطرف الذي تعاقد على الشراء مالك للعقد المستقبلي، ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير.

### ● عقود المبادلات:

وتسمى أيضا عقود المقايضات، وهي عبارة عن التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد وهو عقد ملزم لطرفي العقد، ولا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، بل يتم تسويتها مرة واحدة كما في العقود الآجلة، ولذلك تعرف عقود المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. (خليفة، صفحة 138)

### المطلب الثاني: المتعاملون في المشتقات المالية

هي مجموعة الأطراف التي تتعامل بالمشتقات المالية حسب الهدف من هذا التعامل وذلك ضمن ثلاث مجموعات: (غيا، 2013، الصفحات 84-87)

#### – المتحوطون:

إن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكيد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، لكن لا يعني ذلك ضمانا كاملا، والمتحوطون هم الذين يستخدمون العقود المشتقة لتقليل مخاطر التقلبات في أسعار الأصول المتداولة في السوق مثل: تقلبات أسعار الفائدة، قيم الأسهم، أسعار السندات، أسعار الصرف وأسعار السلع الأساسية وغيرها.. وقد يكون هؤلاء عبارة عن شركات أو مؤسسات استثمارية أو بنوك أو حكومات.

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

– المضاربون:

هم المراهنون على أسعار الأصول (أي يراهن على السعر بأنه سيرتفع أو سينخفض) وتعتبر العقود المشتقة أدوات مالية مناسبة للمضاربة على أسعار البضائع والأصول المالية وكذلك أسعار الفائدة وقيم السندات ومؤشرات الأسواق.

– المراجحون:

تهدف هذه الفئة من المتعاملين في العقود المشتقة إلى الحصول على الربح الخالي من المخاطر عن طريق الدخول في معاملات في سوقين أو أكثر بشكل متزامن. أي أنه يسعى للاستفادة من حالة الاختلاف أو عندما يوجد فروقات سعرية لأصل معين بين سوقين أو أكثر.

### المطلب الثالث: استخدام المشتقات المالية

تعد أهم وظائف المشتقات المالية تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر، آملين في تحقيق أرباح عالية فيما لو سارت الأمور على ما يرام واتجهت الأسعار بشكل مناسب.

1. استخدامات حقوق الخيار:

تعتبر هذه العقود بديلاً عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية، حيث يستطيع المستثمرون أن يشتروا الأوراق المالية التي تمثل مطالبة أو حقا في سهم أو مجموعة من الأسهم، وهذا الخيار يعطي لحامله الحق في استلام أو تسليم حصص من الأسهم في ظروف محددة، وقد يرى حامل الحق في بعض الأحيان أنه لا توجد حاجة إلى ممارسة هذا الحق لأنه لا يحقق منفعة وبالتالي لا يتم التنفيذ، وتستخدم حقوق الخيار لتحقيق الأغراض الموالية: (عيسى، 2012، صفحة 73)

– أغراض المضاربة:

تتيح عقود الاختيار للمضاربين فرصة لدعم وتعزيز استثماراتهم من خلال تقييد المخاطرة، حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حقا لشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، ومن ثم فهو – أي مضارب –

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

يستفيد من تحركات الأسعار في السوق وتقلباتها بالزيادة نتيجة خبرته وتوقعاته، ففي بادئ الأمر كان ينظر لعقود الخيار على أنها أدوات مضاربة بدرجة أو بأخرى، وخلال الثمانينيات باع مستثمرون كثيرون خيارات البيع الآجل الخاصة بهم للاستفادة من الاتجاه الصعودي لأسعار الأسهم، وقد نجحت هذه الإستراتيجية حتى حدث الانهيار الشهير في السوق عام 1987 ودفعت الخسائر الكثير من المستثمرين لرؤية الخيارات على أنها أدوات مضاربة ولم يعد حجم عقود الخيارات على المستوى الذي كان عنده في عام 1987 لعدة سنوات، في الأخير فإن شراء حق الشراء يعتبر أداة مضاربة إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر أعلى مستقبلاً.

### - أغراض التحوط:

يعتبر الغرض الأساسي للخيار هو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى، وعموماً فإن التحوط هو توفير الحماية من خسائر محتملة، وإن القيام بالتغطية يعني اتخاذ مركز لموازنة بعض أنواع المخاطر، وعند تطبيق هذا المفهوم على الخيارات فإن المخطر هو عدم التأكد حول قيمة الورقة المالية المستقبلية والتي تم تحرير الخيار عليها، فقد تتضمن عملية التحوط شراء سهم، وفي ذات الوقت شراء خيار بيع على نفس السهم، أو قد تتضمن بيع السهم بيعاً قصيراً وشراء خيار شراء على السهم، ويمكن استخدام استراتيجيات عقود الخيار لتقليل تعرض المحفظة الاستثمارية إلى الخطر، فضلاً على استعمال هذه الاستراتيجيات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار موجودات المحافظ الاستثمارية، إذ أنه عندما يتوقع المستثمرون حدوث مثل هذه الانخفاضات يلجؤون إلى شراء خيارات بيع بموجب سعر تنفيذ معين بعد أن يدفعوا لمعدي الخيارات العلاوة المحددة بموجب العقد، وبذلك يضمنون عدم تجاوز الخسارة حداً معيناً والتي تتمثل عادة في الفرق بين سعر الموجود في السوق بتاريخ العقد، وسعر التنفيذ المحدد بحسب شروط العقد نفسه. (عيسى، 2012، صفحة 74)

### - أغراض الاستثمار:

تعتمد أسس الاستثمار الحديث على الأخذ بنظر الاعتبار بعدي العائد والمخاطر، ويسعى الكثير من المستثمرين بالبحث عن تلك الاستثمارات التي تحقق أعلى معدلات العائد بأدنى مستويات المخاطرة، إلا أنه من النادر أن يتعرفوا على تلك الفرص الاستثمارية،

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

فاستخدام الخيارات كإستراتيجية للاستثمار يحمل المستثمرين درجات عالية من المخاطر، حينما يقع القسط الأكبر منها على عاتق

مصدر الخيار ويعزي ذلك إلى أن مشتري الخيار يحدد سلفاً مقدار الخسارة الذي يكون على استعداد لتحملها، والتي تتمثل في قيمة العلاوة التي يدفعها لمصدر الخيار وبما أن تنفيذ مشتري الخيار له الحق في البيع أو الشراء في أي وقت خلال فترة الاستحقاق، لذا فإنه في حالة حدوث تقلبات سعرية حادة عكس التوقعات، فإن مصدري الخيار يتعرضون لخسائر كبيرة، يعوضون جزء منها بالعلاوة غير المعادة التي يحصلون عليها من مشتري الخيار، وفي كثير من الحالات غيرت الخيارات من العلاقة التقليدية بين العائد والمخاطرة، فعلى سبيل المثال ينظر الكثير من المستثمرين إلى خيار الشراء كوسيلة بديلة عن الاستثمار بالأسهم دون تخصيص مبلغ رأسمالي كبير ودون تحمل مخاطرة كبيرة.

### 2. استخدامات العقود المستقبلية:

يمكن التمييز بين ثلاث استراتيجيات أساسية في العقود المستقبلية هي: التغطية ضد مركز أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر، والمضاربة التي يمارسها المضاربون على العقود المستقبلية بهدف تحقيق الربح من فروق الأسعار، طالما ليس لهم في الأصل المتعاقد عليه حاجة، يأتي بعد ذلك إستراتيجية التعامل من خلال صناديق السلع التي تناسب المستثمر الصغير أو المستثمر قليل الخبرة، أو الذي لا يتوافر له وقت كافٍ لإدارة محفظة استثماراته، إلى جانب المستثمر الذي يضيف وحدات صناديق السلع إلى محفظة للأوراق المالية بهدف تخفيض مخاطرها.

### - استخدامات العقود المستقبلية في التغطية:

التغطية من خلال العقود المستقبلية وغيرها من عقود المشتقات تقدم خدمة مميزة للمستثمرين هي تخفيض المخاطر. ورغم أهمية تلك الخدمة إلا أنه من غير المتوقع أن تسعى إليها كل الأطراف، وإلا تعرض الاقتصاد لحالة من الجمود. فالتطوير والتغيير من أجل التنمية، لا يمكن له أن يكون ما لم يوجد الاستعداد والقدرة لدى البعض على تحمل المخاطر أكثر من غيرهم. ويمكن التمييز بين صورتين من صور التغطية هما: تغطية المركز الطويل، وتغطية المركز القصير، ثم هناك التغطية القابلة للتجديد، والتغطية المتداخلة أو المتشابكة أو ما يسمى بالتغطية بأصل مختلف.

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

### ● التغطية بمركز طويل:

يقصد بتغطية المركز الطويل أو تغطية مركز شراء أخذ مركز على عقد شراء أصل ما بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار. لتوضيح الفكرة دعنا نفترض حالة تاجر لدقيق القمح قد يدخل في تفاوض لتسليم كمية من الدقيق شهريا لعدد من محلات التجزئة، على أساس سعر محدد: والآن لو أن التاجر قد أبرم اتفاقا على أساس التسليم بأسعار معينة، ثم انتظر ليقوم بشراء احتياجاته من القمح من السوق الحاضر في التواريخ المحددة، فقد يفاجأ بأن سعر القمح قد ارتفع ارتفاعا كبيرا في شهر ما، مما قد يعرضه لخسائر قد تنتهي به إلى الإفلاس، فالأسعار المتفق عليها لبيع الدقيق قد لا تكفي لتغطية تكلفة شراء القمح، ولمواجهة تلك المخاطر، فقد يعتمد التاجر إلى شراء عقود للقمح بأسعار محددة، وبتواريخ تسليم تناسب توقيت الحاجة إليه، وعلى أساسها يمكنه إبرام عقود بيع الدقيق بأسعار تضمن له تحقيق قدر من العائد. وعليه لو أن أسعار القمح قد ارتفعت في السوق الحاضر في تاريخ التسليم فلن يخسر التاجر شيئا، فالخسائر الناجمة عن ارتفاع السعر في السوق الحاضر، تعويضها المكاسب الناجمة عن ارتفاع سعر العقد المستقبلي.

فمخاطر تغير الأسعار سوف يتحملها الطرف الآخر في العقد أي الطرف البائع الذي عادة ما يكون مضاربا. (عيسى، 2012، صفحة 75)

### ● التغطية بمركز قصير:

يقصد بالتغطية بمركز قصير أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر سعر أصل يمتلكه، أو يتوقع أن يمتلكه. فلو أن أحد المستثمرين قد اشترى في شهر جانفي 100 أوقية من الذهب من السوق الحاضر بسعر 200 دولار للأوقية، وخشية أن تنخفض الأسعار قرر بيع عقد مستقبلي (يتضمن العقد 100 أوقية) تسليم شهر جويلية بسعر 203 دولار للأوقية.

### ● التغطية التوقعية:

في المثال السابق كانت التغطية لمركز أخذه المستثمر بالفعل في السوق الحاضر، إلا أنه يمكن أيضا تنفيذ ما سبق أن أطلقنا عليه بالتغطية التوقعية، أي التغطية لمركز سوف يأخذه المستثمر على أصل في السوق الحاضر، وذلك في تاريخ لاحق.

— استخدام العقود المستقبلية في المضاربة: تعتبر أهم وظائف العقود المستقبلية تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر، في دخل المضارب سوق العقود المستقبلية من أجل تحقيق الأرباح من خلال تحركات الأسعار، حيث يشتري المضارب أو يبيع العقود المستقبلية في محاولة لكسب العائد، وهو مستعد لتحمل المخاطرة الخاصة بالتقلبات السعرية على أمل التربح منها، ووجود المضاربين أساسى بالنسبة لحسن عمل سوق العمليات الآجلة، حيث أنهم يمتصون أو يستوعبون الطلب أو العرض الزائد المولد بواسطة المتحوظين في تفاديها، ويسهم المضاربون في سيولة السوق ويقللون من

قابلية تغير الأسعار بمرور الوقت، وتستخدم في سوق العقود طريقتان للمضاربة هما كما يلي: (عيسى، 2012، صفحة 76)

المضاربة على شراء عقد مستقبلي لأصل ما تشير التوقعات إلى تصاعد في أسعار عقودها، ثم يقوم المضارب بإصدار أمر إيقاف الخسائر للسمسار في حالة انخفاض السعر إلى مستوى معين، مما يعني أن السمسار يقوم بإقفال مركز المضارب وذلك ببيع عقد مماثل إذا ما انخفض الثمن إلى ذلك المستوى؛ المضاربة على بيع عقد مستقبلي لأصل يتوقع اتجاه تنازلي في أسعاره.

### 3. استخدامات عقود المبادلة:

تتباين دوافع أطراف عقد المبادلة، إلا أن معظمها يدور في إطار تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة، والبحث عن تكلفة أفضل لتمويل المشروعات ومحاولة تحقيق أرباح عن طريق توقع تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وفيمايلي أهم استخدامات عقود المبادلة:

#### - أغراض التغطية:

تستخدم عمليات المبادلة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، فمن يقترض بالدولار ويخشى ارتفاع أسعاره يمكنه القيام بعملية مبادلة يضمنها تسديد القرض بعملته الوطنية مثلاً، ومع صعوبة الحصول على عقود خيار متوسطة أو طويلة الأجل، تظهر أهمية عقود المبادلة كوسيلة وحيدة لتغطية المخاطر لمدة طويلة.

#### - أغراض المضاربة:

تستخدم هذه العقود أيضاً في الاستفادة من تقلبات الأسعار عن طريق المضاربة، وغالباً ما تلعب البنوك دور الوسيط بين طرفين أحدهما يهدف إلى التحوط ضد مخاطر هذه التقلبات والآخر يهدف إلى تحقيق الأرباح عن طريق المضاربة، فمثلاً يبرم شخص

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

عقد المبادلة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار صرف عملة معينة مقابل أخرى، بسعر صرف محدد مع الاتفاق على شرائها بسعر محدد في تاريخ لاحق، فلو انخفض سعر هذه العملة الفوري في الأسواق سيحدد نفسه ملزماً بشرائها وعندئذ سيكون الربح - وهو الفرق بين السعر الذي سيشتري به والسعر السائد في السوق - من نصيب الطرف الآخر الذي أبرم العملية بقصد المضاربة. (عيسى، 2012، صفحة 77)

- أغراض التزجيج:

يعتبر الوضع الطبيعي عندما تكون أسعار العملات الأجنبية في مختلف الأسواق موحدة استناداً إلى نظرية السعر الواحد، إلا أن هذا لا ينفي إمكانية وجود اختلافات بسيطة في الأسعار قد تمكن المتعاملين من تحقيق أرباح آنية عن طريق استبدال عملات بأخرى في نفس الوقت، وتسمى عمليات تحقيق الأرباح من شراء وبيع العملة الأجنبية على هذا النحو بعمليات تزجيج العملة، ولعقود المبادلة أهمية خاصة بالنسبة لراغب التزجيج إذ تمكنه من تحويل عملة إلى أخرى بشكل مؤقت، حيث يشتريها شراء فوريا ثم يبيعها بيعاً آجلاً، وبذلك يتمكن من الحصول على العملة اللازمة له للقيام بعملية التزجيج، أما عملية تزجيج الفوائد فهي انتقال الأموال من سوق إلى أخرى سعياً وراء فروقات أسعار الفوائد بين الأسواق، ولكي يتحقق الربح المطلوب، فلا بد أن تزيد هذه الفروقات عن كلفة تغطية شراء أموال تسليمها آجلاً بالإضافة إلى كلفة تنفيذ انتقال الأموال.

- تخفيض تكلفة التمويل:

قد تبرم عقود المبادلة بهدف تخفيض تكلفة تمويل مشروع معين وذلك عن طريق الاستفادة من ميزة يمتلكها كل من طرفي العقد في أحد فروع السوق، وبمبادلة هذه الميزة بميزة مشابهاة في سوق أخرى يستفيد الطرفان.

- الاستثمار في الأسواق الجديدة:

تسمح عقود المبادلة لأطرافها باقتحام أسواق كانوا قادرين على دخولها لعدة أسباب مثل نقص السيولة المالية أو العملة الأجنبية أو الخوف من تقلبات أسعار الصرف، فهي تسمح للعديد من الشركات الاقتصادية بدخول أسواق دون الحاجة إلى التوافق مع القواعد السائدة فيها، ومثال ذلك الشركة التي تريد الحصول على عملة معينة كالدولار الأمريكي ولكن ليس لديها وسيلة للدخول مباشرة للسوق الأمريكية، يمكنها الحصول على فرصة استثمار خارج الولايات المتحدة الأمريكية ثم تقوم بتحويل أرباحها إلى دولار

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

أمريكي عن طريق المبادلة، وبعد دخولها للسوق الأمريكية يمكنها أن تستعيد عملتها الأصلية مرة أخرى. (عيسى، 2012، الصفحات 79-78)

### المطلب الرابع: مخاطر المشتقات المالية

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات، وتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في:

#### 1. مخاطر السوق:

تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور، إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية، ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب (بزاز، صفحة 200)

أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد، ومما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، وسهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ويؤكد ذلك إلى حد كبير تداعيات أزمة المكسيك حيث اقترن تخفيض سعر صرف البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 بانخفاض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الأجل التي أصدرت في المكسيك في أواخر العام المذكور، وامتد هذا الانخفاض ليشمل أسعار الأصول المالية المكسيكية الأخرى، مما أدى إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين في العقود الخاصة بتلك الأصول، كما امتد هذا الانخفاض ليشمل أيضا أسعار السندات في باقي دول

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

أمريكا اللاتينية، فضلاً عن امتداده إلى أسعار السندات في الأسواق الآسيوية التي تراجعت إصدارات السندات فيها بدرجة كبيرة، ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضاً أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

### 2. المخاطر الائتمانية:

تنشأ هاته المخاطر عن عدم قدرة الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي ينظمها عقد المشتقات المالية، وتسبب الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق، ولقد أصبحت مخاطر الائتمان مصدر إزعاج في السوق غير الرسمية، لهذا يجب تقييم الجدارة الائتمانية للمتعاملين بالمشتقات.

### 3. مخاطر التشغيل(المخاطر التنظيمية):

المخاطر التنظيمية هي تلك المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة. (بزاز، صفحة 201)

### 4. المخاطر القانونية:

وتنشأ من عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، وكذلك تؤدي التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر.

### 5. أثر الرفع المالي:

حيث تنقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى وقوع خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

### 6. مخاطر التعسير:

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

حيث يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة ونماذج رياضية متقدمة وخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفء لتسعير العقد المشتق دون أخطاء.

7. مخاطر السيولة:

وترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك وخاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة، وغالبا

ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروطا وضمانات كبيرة في هاته الحالة.

8. مخاطر نسبة الحماية:

وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي تتم حمايتها، ويتم حساب هذه السنة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق. (بزاز، صفحة 202)

## الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات الدولية

### خلاصة الفصل الثاني:

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات الاقتصادية الحديثة التي لعبت دورًا محوريًا في تطور الأسواق المالية، حيث ساهمت بشكل كبير في تحسين كفاءة تخصيص الموارد وتقليل عدم اليقين المرتبط بتقلبات الأسعار والعوامل الاقتصادية المختلفة. من منظور اقتصادي، تُمكن المشتقات المستثمرين والمؤسسات من التحوط ضد المخاطر التي قد تنشأ نتيجة تقلبات أسعار السلع، العملات، وأسعار الفائدة، مما يعزز الاستقرار الاقتصادي ويسهم في دعم النمو الاقتصادي المستدام.

ومع ذلك، فإن استخدام هذه الأدوات المالية لا يخلو من المخاطر الاقتصادية الجوهرية، إذ قد يؤدي سوء الاستخدام أو الإفراط في المضاربة إلى زيادة التقلبات السوقية وإضعاف استقرار النظام المالي. ولهذا، فإن الاقتصاد الحديث يولي اهتمامًا كبيرًا لفهم آليات عمل المشتقات، وتقييم تأثيراتها على الأسواق المالية والاقتصاد الكلي، خاصة في ظل العولمة المالية التي تزيد من تعقيد الروابط بين الأسواق.

لذلك، فإن تعزيز المعرفة الاقتصادية المرتبطة بالمشتقات المالية، وتطوير أطر تنظيمية متوازنة تضمن الشفافية والرقابة الفعالة، يعد أمرًا ضروريًا للحفاظ على استقرار الأسواق المالية وحماية الاقتصاد من المخاطر النظامية. فنجاح الأسواق المالية يعتمد بدرجة كبيرة على قدرة صناع القرار الاقتصادي والمستثمرين على استيعاب طبيعة هذه الأدوات واستخدامها بشكل مسؤول ومدروس يحقق التوازن بين فرص النمو الاقتصادي وتحديات المخاطر المالية.

### الفصل الثالث:

دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية  
( تجارب بعض الدول )

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

تمهيد:

تُعتبر المشتقات المالية من الركائز الأساسية التي تسهم في تطور الأسواق المالية الدولية، حيث تلعب دورًا فاعلاً في تعزيز كفاءة هذه الأسواق من خلال توفير أدوات مالية متقدمة تمكن المستثمرين والمؤسسات من إدارة المخاطر بشكل أفضل وتنويع محافظهم الاستثمارية، كما تساهم المشتقات في تحسين السيولة وتقليل تكاليف المعاملات المالية، مما يعزز من ديناميكية الأسواق و يتيح فرصاً أوسع للتحوط ضد تقلبات الأسعار في مختلف الأصول المالية كالعملات وأسعار الفائدة والسلع الأساسية، بهذا الشكل، تصبح المشتقات أدوات محورية لدعم الاستقرار المالي وتشجيع الاستثمار العالمي.

ولإثراء هذا الفصل سنتطرق إلى تجارب بعض الدول العربية والأجنبية من خلال المبحثين:

المبحث الأول: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية العربية ( تجربة بعض الدول )

المبحث الثاني: المشتقات المالية و تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجربة بعض الدول )

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

### المبحث الأول: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية العربية ( تجربة بعض الدول )

في ظل التطور المتسارع للأسواق المالية على المستوى العالمي، باتت المشتقات المالية أدوات ضرورية وأساسية لتعزيز كفاءة التمويل وإدارة المخاطر في مختلف الأسواق، بما فيها الأسواق المالية العربية، تلعب هذه الأدوات دورًا متزايد الأهمية في توفير آليات للتحوط وتنويع الاستثمارات، مما يساهم في جذب رؤوس الأموال وتعزيز السيولة المالية، لذلك، يتطلب فهم دور المشتقات المالية في تمويل هذه الأسواق دراسة معمقة للتجارب المتنوعة وتقييم أثرها على الاستقرار المالي والتنمية الاقتصادية في البلدان العربية.

#### المطلب الأول: السوق المالي الكويتي

يعرض السوق الأجل عقوداً لفترات تتراوح ما بين 3،6،9،12 شهرياً ويعمل هذا السوق بعد إقفال جلسة التداول الفوري ( أي ما بين الساعة 12:45 بعد الظهر و 01:15 بعد الظهر)، وهو مناسب جداً لمناخ التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث يشتري معظم المضاربين عقوداً آجلة لتحقيق سيولة مالية، فإذا ما حققوا أرباحاً من مراكز التعامل هذه، قاموا ببيع الأسهم في السوق الفوري، ومن ثم يسددون رصيد الدفعة المتبقية من قيمة العقد قبل تاريخ استحقاق العقد. واستناداً إلى البيانات التاريخية وإلى أجواء التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، فإن نسبة تتراوح ما بين 75% - 85% من المستثمرين يقومون بمقابلة تسوية قيمة عقودهم قبل تاريخ استحقاقها في السوق الفوري.

أما سوق العقود المالية المستقبلية فهو يعمل بطريقة مشابهة تماماً لطريقة عمل السوق الأجل، فيما عدا أن سوق العقود المالية المستقبلية يعمل خلال فترة التداول الفورية ( من الساعة 9:30 صباحاً إلى 12:15 بعد الظهر)، على عكس سوق الخيارات الذي يوجد فيه صانع سوق واحد فقط ( أي مركز )، فإن سوق العقود المالية المستقبلية والسوق الأجل يتمتعان بميزة وجود الكثير من اللاعبين.

مازال المركز الصانع الوحيد لسوق المشتقات في الكويت منذ عام 2005، وهو ما يعكس اهتمام الشركة بأهمية وجود سوق مشتقات مشتقات متطور، ويسعى المركز لتحقيق هذا الهدف من خلال توظيف المستوى الرفيع من المهارات والخبرات والموارد التي يمتلكها.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

في 2011 استكمل فريق المشتقات المالية مراحل التطوير والاختبار لبرنامج سيقوم بربط " نظام فرصة لتداول الخيارات "، مع نظام التداول الجديد " ناسدام أو أم أكس " في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد تقرر إدخال المعاملات بالمشتقات المالية بعد تطبيق البنية الاستراتيجية الجديدة التي تنبني على تكنولوجيا اتصالات متطورة جدا، ليكون ذلك في نهاية هذا العام 2014. (ابراهيم سالم ياسمينه و يحي هاجر، الصفحات 187-188)

### الجدول رقم ( 02 ) تطور استثمارات البنوك الكويتية في المشتقات المالية خلال عام 2023

ملاحظات	الشهر	التغير الشهري	قيمة الاستثمارات (مليار دينار كويتي)
القيمة المرجعية لبداية العام	ديسمبر 2022	—	12.951
انخفاض ملحوظ في بداية العام	يناير 2023	-17.7%	10.654
تعافٍ طفيف بعد الانخفاض السابق	فبراير 2023	+2.6%	10.934
تراجع جديد في الاستثمارات	مارس 2023	-6.9%	10.176
استقرار نسبي في الاستثمارات	أبريل 2023	-1.7%	10.000
استمرار التراجع الطفيف	مايو 2023	-1.6%	9.836
أدنى مستوى خلال العام	يونيو 2023	-1.1%	9.725
ارتفاع ملحوظ بعد سلسلة من التراجعات	يوليو 2023	+6.0%	10.304
انخفاض طفيف بعد الارتفاع السابق	أغسطس 2023	-3.0%	10.000
استقرار نسبي في الاستثمارات	سبتمبر 2023	+1.0%	10.100
أعلى قيمة منذ يناير 2023، تعافي ملحوظ في نهاية الفترة	أكتوبر 2023	+8.7%	10.980

المصدر: بيانات بنك الكويت المركزي، أكتوبر 2023

شهدت استثمارات البنوك الكويتية في المشتقات المالية تراجعاً بنسبة 15.1% خلال الأشهر العشرة الأولى من عام 2023،

حيث انخفضت من 12.951 مليار دينار في ديسمبر 2022 إلى 10.98 مليار دينار في أكتوبر 2023.

و تراوحت الاستثمارات بين انخفاضات وارتفاعات شهرية، مما يعكس حالة من التذبذب في السوق، وسُجل أدنى مستوى

للاستثمارات في يونيو 2023 عند 9.725 مليار دينار.

بدأت الاستثمارات في التعافي اعتباراً من يوليو 2023، لتصل إلى 10.98 مليار دينار في أكتوبر 2023.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

تشمل المشتقات المالية المستخدمة في السوق الكويتي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، والمبادلات، وأصدرت هيئة أسواق المال الكويتية في أكتوبر 2021 قراراً يلزم الشركات التي تتعامل بالمشتقات المالية بتوفير أوضاعها وفقاً لأحكام القانون رقم 7 لسنة 2010، بهدف تنظيم تداول المشتقات المالية والحد من الفوضى في السوق.

كما تسعى بورصة الكويت إلى تطوير سوق المشتقات المالية ضمن المرحلة الرابعة من خطة تطوير السوق، التي أطلقتها عام

2017 بالتعاون مع هيئة أسواق المال والشركة الكويتية للمقاصة. (بيانات بنك الكويت المركزي، أكتوبر 2023)

### المطلب الثاني: السوق المالي الإماراتي

ارتفع إجمالي عدد عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها خلال شهر فبراير 2010 بنسبة 29% إلى 8120 عقداً، من 6290 عقداً سجلت في يناير 2010، في حين تم تداول 386 عقداً خلال شهر فبراير 2009، ووصل إجمالي مشتقات الأسهم التي تم

تداولها منذ إطلاق ناسداك دبي لسوق مشتقات الأسهم في نوفمبر 2008 إلى 139,422 عقداً يضم سوق المشتقات في

بورصة ناسداك دبي عقوداً آجلة مدرجة على أسهم 21 شركة تعمل في دولة الإمارات العربية المتحدة، وعلى مؤشر فوتسي

ناسداك دبي الإمارات 20، وقد تصميم هذه المشتقات كأدوات تحوط وآليات استثمار للمستثمرين من دول مجلس التعاون

الخليجي والعالم. (ابراهيم سالم باسمينة و يحيى هاجر، الصفحات 188-189)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

الجدول رقم (03) يوضح قيمة أسواق المشتقات في دولة الإمارات في سنة 2024

توزيع قيم وأحجام التداول بحسب أنواع العقود				
طاقة	عملات	أسهم ومؤشرات	معادن	
6.039.734	1.573.674	164.530	1.417	حجم التداول
77.6%	20.2%	2.1%	0.0%	نسبة مئوية من المجموع
480.253.872.990	37.030.794.574	31.715.105	105.764.441	قيمة التداول بالدولار
92.8%	7.2%	0.0%	0.0%	نسبة مئوية من المجموع

المصدر: بيانات اتحاد أسواق المال العربية

الجدول رقم ( 04 ) لقيمة السوقية لأسواق المال الإماراتية (2022-2023)

السوق	نهاية 2022	نهاية 2023	النمو السنوي
سوق أبوظبي (ADX)	2.624 تريليون درهم	2.932 تريليون درهم	+11.7%
سوق دبي (DFM)	581.9 مليار درهم	680.7 مليار درهم	+17.0%
الإجمالي	3.206 تريليون درهم	3.612 تريليون درهم	+12.66%

المصدر: المصدر: وكالة أنباء الإمارات "وام"

الجدول رقم (05) أداء سوق المشتقات المالية في أبوظبي (2023)

المؤشر	القيمة	ملاحظات
حجم التداول السنوي	حوالي 1 مليار درهم إماراتي	يُظهر نشاطاً متزايداً في سوق المشتقات المالية منذ إنطلاقه في 2021.
عدد العقود المتداولة	غير محدد بدقة	يُشير إلى اهتمام متزايد من المستثمرين في استخدام أدوات التحوط والاستثمار.

المصدر: تقديرات سوق أبوظبي للأوراق المالية

سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX) شهد السوق نمواً في القيمة السوقية بنسبة 17% خلال عام 2023، لتصل إلى 3

تريليونات درهم إماراتي. (عبدالنبي ح.، 2024)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

سوق دبي المالي (DFM) ارتفعت القيمة السوقية من 582 مليار درهم في نهاية عام 2022 إلى 688 مليار درهم بنهاية عام 2023، محققة نموًا بنسبة 18.2%.

هذا النمو يعكس الثقة المتزايدة للمستثمرين في الاقتصاد الإماراتي والجهود المبذولة لتعزيز بيئة الاستثمار.

مؤشر سوق دبي المالي (DFMGI) سجل ارتفاعًا بنسبة 21.69% خلال عام 2023، مما يعكس الأداء القوي للأسهم المدرجة في السوق.

رغم النمو في القيمة السوقية، انخفض المؤشر العام بنسبة 6% خلال العام، مع تقلبات ربع سنوية تتراوح بين انخفاضات وارتفاعات طفيفة .

أطلق سوق أبوظبي للأوراق المالية منصة لتداول المشتقات المالية، وشهدت المنصة تداولات بقيمة مليار درهم خلال السنة الأولى من التشغيل، مما يعكس الاهتمام المتزايد بهذه الأدوات المالية .(تقديرات سوق أبوظبي للأوراق المالية)

### المطلب الثالث: السوق المالي السعودي

أشار تقرير هيئة السوق المالية السعودية إلى أن الهيئة تنوي إجراء دراسة لإدخال منتجات جديدة إلى سوق المال المحلية من بينها المشتقات المالية والبيع على المكشوف وعقود الخيارات اتسمت الفترة التي صاحبت التطورات الحديثة التي لحقت أخيرا باقتصاديات المال والأعمال نتيجة عديد من المتغيرات البيئية الحديثة من عمليات للتحرر الاقتصادي واعتبارات المنافسة وتطور نظم تكنولوجيا المعلومات بوجود تقلبات مستمرة في الأسعار كان لها تأثير مباشر في زيادة تعرض أسواق المال للمخاطر المالية وانتشارها بشكل واسع وسريع، وقد ترتب على الزيادة المطردة في قابلية أسعار تلك الأسواق للتقلبات الحادة تزايد أهمية عمليات الحماية أو التغطية ضد هذه المخاطر لدرجة أصبحت ضرورة لا غنى عنها في بيئة اقتصاديات المال والأعمال في العصر الحديث. ولقد صاحب ظهور وشيوع استخدام مصطلح المشتقات المالية كثير من الغموض والخلط بشكل عام ومن ناحية المفهوم أو المغزى على وجه الخصوص.

ومع التطورات الحديثة التي لحقت بأسواق المال أصبح استخدام هذه الوسائل معرضا لمخاطر التقلبات وهو ما يعرف بحالة الارتفاع الحاد أو الانخفاض الحاد في الأسعار، وقد شكل ذلك السبب الرئيسي في استحداث أدوات مالية تتصف بالمقدرة على توفير

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية

### ( تجارب بعض الدول )

الحماية أو التغطية للأصول المالية الأساسية ضد هذه المخاطر المالية، وظهرت تلك الأدوات المالية ( المشتقات المالية ) .

إن هيئة سوق المال السعودية تنوي إجراء دراسة متأنية حول إمكانية التعامل مع المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية والبدء في إمكانية تداول أدواتها كوسيلة لتوفير الحماية للمتعاملين من مخاطر التقلبات في الأسعار وتكون في الوقت نفسه قادرة على تشجيع الاستثمار في هذه السوق وتحقيق الانتعاش لها وتنشيطها من خلال توافر وسائل نقل المخاطرة من الطرف الذي يرغب في تجنبها إلى الطرف الذي يرغب في تحملها وبالتبعية جذب نوعية المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد على استثماراتهم دون التعرض إلى تقلبات غير متوقعة أو غير محسوبة في هذا العائد أو في الوعاء الذي يفرزه الاستثمار في هذه السوق.

وبشكل عام حتى يمكن استيعاب قضية المشتقات المالية والتعامل من خلال أدواتها في تحقيق الهدف منها بشكل عام يجب أن تتوفر مجموعة من القواعد التنفيذية التنظيمية والفنية التي تحكم تعاملات هذه الأدوات في بيئة سوق الأوراق المالية. هذه القواعد يمكن تقسيمها في شكل أطر فرعية للإطار العام تتمثل في الإطار التنظيمي والإطار الفني، ويحكم الإطار التنظيمي مجموعة من اللوائح والضوابط والأنظمة والتشريعات التي تحكم آلية استخدام هذه العقود والإشراف على تعاملاتها وتنفيذها من ناحية والرقابة على تداولاتها في السوق من ناحية أخرى.

ويمثل الإطار الفني في مجموعة من القواعد التي تتمثل في الجوانب اللازمة لتأهيل وتدريب المتعاملين من السماسرة والوسطاء العاملين في السوق على كيفية التعامل من خلال المشتقات المالية، فالبورصات التي تستخدم مثل هذه الأدوات في أسواقها المالية تعتمد على فكر منظم لإدارة السوق ومتعاملين على درجة عالية من الحرفية إضافة إلى توافر العدد الكافي من الخبرات الفنية المؤهلة تأهيلاً مناسباً والنظم الإلكترونية الحديثة وذلك لمواجهة التعقيد الشديد الذي ينطوي عليه التعامل في هذه الأدوات، خاصة أنها تتميز بسهولة الاستثمار فيها كونها لا تتطلب في تاريخ نشأتها أي استثمارات مبدئية وقد تتطلب في بعض الأحيان تكلفة استثمار مبدئية ضئيلة، وبالتبعية الحاجة إلى الكفاءة والمهارة العالية للتعامل مع مثل هذه الأدوات المالية شديدة التعقيد وعالية المخاطر في الوقت نفسه متى ما استخدمت بشكل خاطئ وفي غير الأغراض التي نشأت من أجلها أيضاً.... وأخيراً فالمشكلة ليست في

المشتقات المالية بقدر ما هي في سوء استخدامها وإدارة أدواتها. (حسين العطاس، 2009)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

لجدول رقم ( 06 ) : تطورات أداء مؤشر سوق السعودية من 2013 – 2015

عدد الشركات المدرجة في البورصة			القيمة السوقية	نسبة التغير	مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية		
	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة					
160	13.2572	98.257	387.292	4.8	7125.7	2013	الربع الأول
164	17.2442	124.891	513.307	11	9473.7	2014	
168	15.6315	151.852	504.786	5.2	8778.9	2015	
160	15.5718	104.610	399.199	5.3	7497	2013	الربع الثاني
166	20.9576	174.607	518.637	0.4	9513.0	2014	
171	16.629	126.006	536.881	3.5	9086.9	2015	
161	12.5024	83.807	422.849	6.2	7964.9	2013	الربع الثالث
166	15.6315	141.987	589.991	14.1	10854.8	2014	
	11.1391	74.685	444.498	-18.5	7404.1	2015	
163	10.993	78.532	467.341	7.2	8535.6	2013	الربع الرابع
166	15.6315	103.679	482.896	-23.2	8333.3	2014	
	15.949	89.715	420.656	-6.7	6911.8	2015	

المصدر: بالاعتماد على النشرة الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي، الربع الرابع 2013م-2015م

2013: شهد المؤشر العام ارتفاعاً تدريجياً عبر الأرباع الأربعة، حيث بدأ عند 7,125.7 نقطة في الربع الأول وانتهى عند

8,535.6 نقطة في الربع الرابع، مما يعكس نمواً مستمراً وثقة متزايدة في السوق.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

2014: استمر المؤشر في الصعود، مسجلًا أعلى نقطة عند 10,854.8 في الربع الثالث. ومع ذلك، شهد الربع الرابع تراجعًا حادًا بنسبة 23.2%، مما أدى إلى انخفاض المؤشر إلى 8,333.3 نقطة.

2015: بدأ المؤشر عند 8,778.9 نقطة في الربع الأول، وارتفع قليلًا في الربع الثاني إلى 9,086.9 نقطة، إلا أنه شهد انخفاضًا كبيرًا في الربع الثالث بنسبة 18.5%، واستمر في التراجع ليصل إلى 6,911.8 نقطة في الربع الرابع.

### لقيمة السوقية (مليار ريال سعودي)

2013: ارتفعت القيمة السوقية من 387.3 مليار ريال في الربع الأول إلى 467.3 مليار ريال في الربع الرابع، مما يدل على نمو مستمر في قيمة الشركات المدرجة.

2014: شهدت القيمة السوقية زيادة ملحوظة، حيث بلغت 590.0 مليار ريال في الربع الثالث، ومع ذلك، انخفضت إلى 482.9 مليار ريال في الربع الرابع، متأثرة بتراجع المؤشر العام.

2015: بدأت القيمة السوقية عند 504.8 مليار ريال في الربع الأول، وارتفعت إلى 536.9 مليار ريال في الربع الثاني. ثم انخفضت إلى 444.5 مليار ريال في الربع الثالث، واستمرت في التراجع لتصل إلى 420.7 مليار ريال في الربع الرابع.

### قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال سعودي)

2013: تراوحت قيمة الأسهم المتداولة بين 78.5 و104.6 مليار ريال، مع أعلى قيمة في الربع الثاني.

2014: شهدت قيمة الأسهم المتداولة ارتفاعًا ملحوظًا، حيث بلغت 174.6 مليار ريال في الربع الثاني، مما يعكس نشاطًا كبيرًا في التداول.

2015: بدأت قيمة الأسهم المتداولة عند 151.9 مليار ريال في الربع الأول، وانخفضت إلى 74.7 مليار ريال في الربع الثالث، ثم ارتفعت قليلًا إلى 89.7 مليار ريال في الربع الرابع.

### عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

2013: تراوح عدد الأسهم المتداولة بين 11.0 و 15.6 مليار سهم، مع أعلى عدد في الربع الثاني.

2014: شهد عدد الأسهم المتداولة زيادة، حيث بلغ 21.0 مليار سهم في الربع الثاني، مما يدل على نشاط تداول مرتفع.

2015: بدأ عدد الأسهم المتداولة عند 15.6 مليار سهم في الربع الأول، وانخفض إلى 11.1 مليار سهم في الربع الثالث، ثم ارتفع إلى 15.9 مليار سهم في الربع الرابع.

### المطلب الرابع: السوق المالي المصري

يعد سوق المال المصري بمثابة المرآة الحقيقية للاقتصاد المصري وما يشهده من تغيرات وتطورات ويعد هذا السوق من أقدم الأسواق في المنطقة. ويعد سوق رأس المال مصدرها للأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها الإنتاجية والخدمية، ويمثل بذلك ركيزة أساسية لعملية النمو الاقتصادي .

وينقسم سوق رأس المال المصري إلى سوقين رئيسيين: السوق الأولية والسوق الثانوية.

#### السوق الأولية:

أو سوق الإصدار هي السوق التي تصدر وتباع فيه الورقة المالية لأول مرة سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين، أو عند إصدار أو بيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال.

كما يمكن للشركة أيضا أن تصدر وتبيع سندات للمستثمرين. وإذا كانت الأوراق المالية معروضة للبيع لجمهور المستثمرين، فإن ذلك البيع يسمى "طرح عام" . "public offering" وقد يتم عرض الأوراق المالية للبيع لمجموعة معينة من المستثمرين فيما يسمى "طرح خاص" "placement private" ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار، وعند قيد الورقة المالية في البورصة يبدأ التداول عليها بيعها وشراؤها بين المستثمرين بعضهم البعض دون أن تكون الشركة المصدرة طرفاً في هذه العمليات، ويتم التداول بسعر يختلف عن سعر الإصدار يسمى "سعر التداول" أو "سعر السوق" يتحدد حسب العرض والطلب على الورقة المالية بالبورصة، ويطلق على التداول بالبورصة.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية

### ( تجارب بعض الدول )

"السوق الثانوي" أو "سوق التداول". (مايو عبدالله و لمزاودة عمار، صفحة 199)

جاء توقيع البورصة المصرية اتفاقاً مع بورصة نيويورك لإطلاق وتداول العقود المستقبلية، وعدد آخر من المشتقات المالية، خطوة رئيسية على طريق انفتاح البورصة المصرية على الأسواق العالمية.

ووفقاً لهذا الاتفاق تبدأ البورصة المصرية اتخاذ سلسلة من الترتيبات والإجراءات القانونية والتقنية، تمهيداً لتنفيذه مستقبلاً. ويتضمن الاتفاق السماح، لأول مرة، بطرح منتجات مالية جديدة مستندة إلى المؤشر الرئيسي للبورصة، وهو مؤشر إيجي إكس 30، وتشمل هذه المنتجات عدداً كبيراً من المشتقات وخيارات البيع والعقود المستقبلية، مما يعني توسيع السوق، ودخول

مستثمرين جدد ممن يجيدون التعامل في هذه المشتقات المالية. وجاء اختيار هذا التوقيت لتوقيع الاتفاقية، من أجل تعزيز الثقة بالسوق المصرية، وقدرة الاقتصاد الكلي على التعافي مستقبلاً في حالة حدوث تقدم ملموس على صعيد الاستقرار السياسي والأمني بالبلاد، وكذلك إرسال إشارات إيجابية لأسواق المال الدولية، خاصة في غرب أوروبا والولايات المتحدة، بعزم البورصة المصرية على المضي قدماً على طريق الانفتاح، والاندماج في الأسواق الدولية، بهدف تعزيز جاذبية وتنافسية هذه البورصة، مقارنة بأسواق المال في منطقة الشرق الأوسط. (العربية)

#### الجدول رقم (07) الجدول الزمني لإطلاق سوق المشتقات المالية في مصر

التاريخ	الحدث الرئيسي
نهاية 2023	إعلان عن قرب الانتهاء من الترتيبات لإطلاق سوق المشتقات خلال 2024 .
ديسمبر 2024	تأجيل الإطلاق إلى الربع الثاني من 2025 لاستكمال التحضيرات الفنية والتنظيمية .
الربع الثاني 2025	الموعد المتوقع لإطلاق سوق المشتقات المالية بعد استكمال التحضيرات اللازمة .

المصدر: البورصة المصرية

تم الإعلان عن نية إطلاق سوق المشتقات المالية في مصر بنهاية عام 2023، مع توقع بدء التشغيل في عام 2024 إلا أن التأجيلات المتكررة، بسبب الحاجة إلى استكمال التحضيرات الفنية والتنظيمية، أدت إلى تحديد الربع الثاني من عام 2025 كموعد متوقع للإطلاق. هذا التأجيل يعكس التحديات المرتبطة بتطوير البنية التحتية اللازمة وتوفير الكوادر المؤهلة لإدارة هذا السوق الجديد.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

تم التخطيط لإطلاق سوق المشتقات المالية على مراحل:

المرحلة الأولى :إطلاق عقود مستقبلية على مؤشري EGX30 وEGX70.

المرحلة الثانية :إدراج عقود مستقبلية على الأسهم ذات السيولة العالية.

المرحلة الثالثة :توسيع نطاق المنتجات لتشمل عقود مستقبلية على السلع والمعادن النفيسة.

المرحلة الرابعة :تقديم عقود الخيارات كأدوات مالية متقدمة للتحوط والاستثمار.

هذا التدرج يهدف إلى تمكين السوق من التكيف تدريجيًا مع الأدوات المالية الجديدة وضمان فهم المستثمرين لها.

من خلال إطلاق سوق المشتقات المالية، تسعى مصر إلى:

- تعزيز السيولة :بإدخال أدوات مالية جديدة تزيد من حجم التداولات.
- إدارة المخاطر :تمكين المستثمرين من التحوط ضد تقلبات الأسعار ومخاطر السوق.
- تنويع الأدوات الاستثمارية :تقديم خيارات استثمارية متنوعة تلبي احتياجات مختلف فئات المستثمرين.
- جذب الاستثمارات الأجنبية :توفير أدوات مالية متقدمة يعزز من جاذبية السوق المصرية للمستثمرين الدوليين.
- رغم الفوائد المتوقعة، يواجه سوق المشتقات المالية في مصر عدة تحديات:
- التوعية والتثقيف :ضرورة رفع مستوى الوعي بين المستثمرين حول كيفية استخدام المشتقات المالية ومخاطرها المحتملة.
- البنية التحتية التقنية :توفير أنظمة تكنولوجية متطورة لضمان تنفيذ وتسوية العقود بكفاءة.
- الإطار التنظيمي :وضع ضوابط وتشريعات واضحة تحكم تداول المشتقات وتضمن حماية المستثمرين. (صفحة البورصة المصرية،

2025)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

المبحث الثاني: المشتقات المالية و تمويل الأسواق المالية الدولية الأجنبية ( تجربة بعض الدول )

برهنت تجارب بعض الدول الأجنبية، مثل كوريا، البرازيل وفرنسا ، على قدرة المشتقات المالية في دعم استقرار الأسواق المالية وتمكين المؤسسات من مواجهة تقلبات الاقتصاد والمالية. من خلال دراسة هذه التجارب، يمكن فهم كيفية توظيف المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية وتحليل أثرها على النمو الاقتصادي واستقرار النظام المالي العالمي.

سنحاول في هذا المبحث تقديم بعض تجارب الدول الناشئة في تنظيم أسواقها المالية من خلال المشتقات المالية ونذكر منها:

### المطلب الأول: سوق المشتقات البرازيلي

تعتبر السلطات النقدية البرازيلية تقوم بالتنظيم والإشراف على القطاع المالي بإحكام على عكس الدول الأخرى، فقد اعتمدت البرازيل دائما طريقا تقييديا في سوق المشتقات المالية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية عام 2007، واتخذت العديد من المبادرات الاحترازية لرصد ومراقبة المخاطر التي يتحملها المشاركون في النظام المالي البرازيلي وجميع معاملات المشتقات التي أبرمتها الشركات البرازيلية.

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

ولأسواق المشتقات دور كبير للاقتصاد البرازيلي وتكمن هذه الأهمية لعدة نواحي، فمثلا تعتبر العقود المستقبلية المتداولة في البورصة BMF نقطة اكتشاف السعر الحقيقي لمعدل صرف الدولار، ومهم أيضا لاكتشاف أسعار الفائدة في سوق السندات. وهناك عدة أنواع من المنتجات المالية المشافة التي تتداول في بورصة البرازيل ولكن يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل لجنة الأوراق المالية، والهيئات التي تدير الأسواق المنظمة، وكذا قوانين CMN تسمح المؤسسات المالية بالمشاركة كأطراف مقابلة في العقود، في

سوق المشتقات كما تسمح لهذه المؤسسات المالية بتداول العقود من عقود المبادلة والعقود الآجلة والخيارات. (عيساوي سهام وحوحو فطوم، 2017، صفحة 347)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

جدول رقم ( 08 ) يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في البرازيل

نوع العقد	الغرض الرئيسي	أمثلة شائعة في البرازيل	الأطراف المتعاملة	مكان التداول	الأصل الأساسي	أمثلة شائعة في البرازيل
العقود الآجلة (Futures)	التحوط أو المضاربة	عقد الدولار الآجل، فائدة DI، مؤشر Bovespa	مستثمرون، بنوك، شركات	بورصة B3 (بورصة البرازيل)	عملات، سلع، فائدة، مؤشرات	عقد الدولار الآجل، فائدة DI، مؤشر Bovespa
عقود الخيارات (Options)	التحوط أو تحقيق ربح محتمل	خيارات على أسهم Petrobras أو Vale	مستثمرون، أفراد، مؤسسات	بورصة B3	أسهم، مؤشرات، عملات	خيارات على أسهم Petrobras أو Vale
العقود الآجلة غير المدرجة (Forwards)	التحوط	عقد صرف آجل بين شركة ومصرف	شركات ومؤسسات مالية كبرى	خارج البورصة (OTC)	عملات، سلع، أسعار فائدة	عقد صرف آجل بين شركة ومصرف
عقود المبادلة (Swaps)	التحوط من تغيرات الأسعار	مبادلة فائدة ثابتة بمتغيرة	بنوك، شركات كبرى	خارج البورصة (OTC)	أسعار فائدة، عملات	مبادلة فائدة ثابتة بمتغيرة
عقود المشتقات الهيكلية	تحقيق عوائد مخصصة	منتجات بنكية خاصة بالاستثمار	مؤسسات مالية مستثمرة	غالبًا خارج البورصة (OTC)	مزيج من مشتقات مختلفة	منتجات بنكية خاصة بالاستثمار

المصدر: إعداد الطالب بالإستعانة بصفحة سوق المشتقات البرازيلي

تتسم السوق المالية البرازيلية بتنوع أدوات المشتقات المالية، التي تُستخدم على نطاق واسع لأغراض التحوط والمضاربة وإدارة

المخاطر .ويشمل ذلك مجموعة من العقود التي تختلف في طبيعتها ومكان تداولها وطبيعة الأطراف المتعاملة فيها:

### 1. العقود الآجلة (Futures)

تُعد العقود الآجلة من أكثر المشتقات تداولاً في البرازيل، وتتم عبر بورصة B3، وهي البورصة الرئيسية في البلاد . ترتبط هذه العقود

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية

### ( تجارب بعض الدول )

بأصول مثل العملات) خاصة الدولار الأمريكي(، أسعار الفائدة) مثل معدل (DI، والمؤشرات مثل مؤشر Bovespa. يستخدمها المستثمرون للتحوط ضد تقلبات السوق أو لتحقيق أرباح من تحركات الأسعار المستقبلية.

#### 2. عقود الخيارات (Options)

توفر خيارات التداول في السوق البرازيلية مرونة عالية، حيث تُمنح لحاملها الحق، دون الالتزام، بشراء أو بيع الأصل الأساسي . تُداول هذه العقود في بورصة B3 أيضًا، وغالبًا ما تكون مرتبطة بأسهم شركات كبرى مثل Petrobras و Vale. يستخدمها المستثمرون للتحوط من انخفاض القيمة أو لتحقيق أرباح إضافية عند تقلب الأسعار.

#### 3. العقود الآجلة غير المدرجة (Forwards)

يتم تداول هذه العقود خارج البورصة (OTC) وتكون مصممة حسب احتياجات الأطراف، مثل اتفاق صرف آجل بين شركة ومصرف. تتميز بالمرونة لكنها تحمل مخاطر أكبر نظرًا لغياب التسوية المركزية. تُستخدم أساسًا للتحوط ضد تقلبات أسعار العملات أو السلع.

#### 4. عقود المبادلة (Swaps)

تُستخدم مبادلات أسعار الفائدة أو العملات بين الشركات والبنوك للتحكم في التكاليف المالية. يتم تداولها خارج البورصة، وغالبًا ما تستهدف استبدال فائدة متغيرة بثابتة أو العكس. تُعد أداة شائعة في تمويل الشركات البرازيلية.

#### 5. المشتقات الهيكلية

وهي منتجات مالية معقدة تجمع بين أكثر من نوع من المشتقات، وغالبًا ما تُصمم لتلبية أهداف استثمارية معينة. تُداول خارج البورصة ويُشرف عليها خبراء في المؤسسات المالية. قد تكون موجهة لتحقيق عوائد مشروطة بسيناريوهات معينة في السوق. تعكس سوق المشتقات المالية في البرازيل تنوعًا وتطورًا كبيرًا، خاصة من خلال بورصة B3 التي تُعد مركزًا ماليًا رئيسيًا في أمريكا اللاتينية. وتلعب هذه الأدوات دورًا حيويًا في إدارة المخاطر والتحوط من تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتغيرات في سوق الأوراق المالية.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

---

### المطلب الثاني: سوق المشتقات الكوري

لقد نمت سوق المشتقات المالية في البورصة كوريا والوقوف جنبا إلى جنب مع بورصات العالم البارزة

على الأقل من حيث حجم التداول، وهي تحت تنظيم كل من :

- لجنة الخدمات المالية FSC.
- هيئة الرقابة المالية FSS.
- بورصة كوريا KRX.
- جمعية كوريا للاستثمار المالي KOFIA.

وقد تم تأسيس سوق المشتقات المالية في البورصة الكورية ماي 1996، عندما تم إدراج العقود المستقبلية ل KOSPI200 في

بورصة كوريا، وفي جويلية تم إدراج عقود الخيارات KOSPI200، والذي كان المنتج الأكثر تداولاً في العالم لسنوات عديدة.

(عيساوي سهام وحوحو فطوم، 2017، صفحة 349)

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

الجدول ( 09 ) رقم يوضح حجم المشتقات المتداولة في السوق المالي الكوري ( 2007-2011 ) مليار دولار أمريكي

HH 2011		2010		2009		2008		2007		نوع المشتق
OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	
0,148	35,08	0,320	47,39	0,109	30,66	0,155	38,67	0,096	53,78	مشتقات الأسهم
0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	العقود الآجلة
/	3,855	/	6,737	/	5,654	/	4,558	/	3,816	المستقبلات
0,014	0,014	0,016	0,016	0,008	0,008	0,027	0,029	0,017	0,017	المبادلات
0,302	31,21	0,131	40,64	0,099	24,99	0,126	34,08	0,077	49,95	الخيارات
1,691	4,300	3,485	8,061	2,858	6,758	2,672	6,213	1,906	4,841	عقود معدل الفائدة
0,010	0,009	0,053	0,053	0,193	0,193	0,157	0,160	0,110	0,112	العقود الآجلة
/	2,611	/	4,577	/	3,931	/	3,539	/	2,933	المستقبلات
1,645	1,643	3,202	3,282	2,485	2,452	2,263	2,260	1,608	1,667	المبادلات
0,036	0,037	0,229	0,149	0,180	0,183	0,252	0,254	0,189	0,128	الخيارات
4,762	5,219	9,965	11,09	10,08	11,55	9,595	10,32	6,522	7,069	عقود سعر الصرف
4,577	4,553	9,601	9,601	9,674	9,674	8,767	8,767	5,820	5,820	العقود الآجلة
/	0,457	/	1,129	/	1,462	/	0,721	/	0,547	المستقبلات
0,145	0,168	0,289	0,289	0,349	0,349	0,538	0,538	0,377	0,377	المبادلات

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

0,040	0,041	0,074	0,074	0,058	0,062	0,291	0,291	0,325	0,325	الخيارات
0,008	0,021	0,007	0,034	0,006	0,014	0,024	0,032	0,011	0,013	عقود على السلع
0,002	0,003	0,001	0,002	0,003	0,004	0,014	0,014	0,008	0,007	العقود الآجلة
/	0,012	/	0,026	/	0,007	/	0,008	/	0,002	المستقبليات
0,005	0,004	0,005	0,005	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	المبادلات
0,001	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,008	0,008	0,002	0,003	الخيارات
0,004	0,004	0,004	0,006	0,005	0,005	0,006	0,007	0,003	0,003	مشتقات الائتمان
0,004	0,004	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,007	0,001	0,001	CDS
0	0	0,001	0,002	0	0	0	0	0,002	0,002	مجموع عوائد مبادلة
6,610	44,62	13,78	66,59	13,06	48,99	12,45	55,23	8,539	65,70	المجموع

المصدر: عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل رأس المال ، أطروحة دكتوراه تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 68-69.

### – مشتقات الأسهم

- التداول في البورصة (ET) شهد تذبذباً ملحوظاً، حيث انخفض من 53.78 في 2007 إلى 35.08 في 2011.
- التداول خارج البورصة (OTC) بقي منخفضاً، مع زيادة طفيفة من 0.096 إلى 0.148 خلال نفس الفترة.
- التحليل: يُعزى الانخفاض في التداول البورصي إلى تقلبات السوق العالمية، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية في 2008، مما أثر

على شهية المستثمرين للمخاطرة.

### – عقود معدل الفائدة

- التداول في البورصة (ET) ارتفع من 4.841 في 2007 إلى 8.061 في 2010، ثم انخفض إلى 4.300 في 2011.
- التداول خارج البورصة (OTC) شهد نمواً مستمراً من 1.906 إلى 3.485 بين 2007 و2010، قبل أن ينخفض إلى 1.691 في 2011.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية

### ( تجارب بعض الدول )

- التحليل: النمو في هذه العقود يعكس استخدام المستثمرين لها كأداة للتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة، خاصة في ظل السياسات النقدية المتغيرة.
- عقود سعر الصرف
  - التداول في البورصة (ET): ارتفع من 7.069 في 2007 إلى 11.55 في 2009، ثم انخفض إلى 5.219 في 2011.
  - التداول خارج البورصة (OTC): تبع نمطًا مشابهًا، مع ارتفاع من 6.522 إلى 10.08، ثم انخفاض إلى 4.762.
  - التحليل: تعكس هذه الاتجاهات تقلبات سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار الأمريكي، واستخدام هذه العقود كأداة تحوط رئيسية.
- عقود على السلع
  - التداول في البورصة (ET): بقي منخفضًا، مع زيادة طفيفة من 0.013 في 2007 إلى 0.034 في 2010.
  - التداول خارج البورصة (OTC): ظل محدودًا، مع تغيرات طفيفة من 0.011 إلى 0.008.
  - التحليل: يُعزى انخفاض التداول في هذه العقود إلى تركيز السوق البرازيلية على المشتقات المرتبطة بالأسهم والعملات، مع قلة الاهتمام بالسلع.
- مشتقات الائتمان (CDS)
  - التداول في البورصة (ET): بقي شبه معدوم، مع قيم ثابتة تقريبًا عند 0.003.
  - التداول خارج البورصة (OTC): شهد زيادة طفيفة من 0.003 في 2007 إلى 0.004 في 2011.
  - التحليل: يُعزى ضعف التداول في هذه العقود إلى محدودية سوق الائتمان البرازيلية، والقيود التنظيمية المفروضة على هذه الأدوات.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

### المطلب الثالث: سوق المشتقات الفرنسي

شهد سوق الرأسمال الفرنسي تطوراً كبيراً بفعل الإصلاحات التي شرعت الحكومة الفرنسية في تطبيقها،

وكان الهدف من ذلك رفع القدرة التنافسية للمؤسسات الفرنسية في مواجهة الشركات الأجنبية، وقد عرفت

منذ نشأتها ظهوراً متزايداً للعديد من المنتجات المالية الجديدة والمتطورة.

إن المشتقات المالية الفرنسية وحجم تداولها سجلت نمواً لا بأس به بعد اندماجها وتشكيل اليورونكست،

إلا أنها عرفت السنوات الأخيرة انخفاض ملحوظ في حجم البورصة عامة والمشتقات المالية خاصة. (سهام، 2014-2015،

صفحة 296)

#### جدول رقم ( 10 ) : مؤشرات سوق المشتقات في فرنسا (2022)

نوع المشتق	متوسط حجم التداول اليومي (مليار دولار أمريكي)	الترتيب العالمي	ملاحظات إضافية
مشتقات أسعار الصرف	214	السابع	تمثل عقود المبادلة 71% (FX Swaps) من التداولات في فرنسا، مقارنة بـ 51% عالمياً .
مشتقات أسعار الفائدة	غير محدد	الخامس	82% من العقود مقومة باليورو؛ 80% من التداولات مع أطراف غير مقيمة .

#### المصدر: الطالب بالإعتماد على معلومات سوق المشتقات الفرنسية

- هيمنة عقود المبادلة (FX Swaps) تشكل 71% من التداولات في سوق المشتقات الفرنسية، مما يعكس تركيزاً على

إدارة السيولة والتحوط من تقلبات أسعار الصرف.

- التحول نحو الآجال القصيرة 80% : من العقود في فرنسا كانت بآجال استحقاق تصل إلى شهر واحد، مما يشير إلى زيادة

في التداولات قصيرة الأجل.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية

### ( تجارب بعض الدول )

---

- تأثير البريكست :سأهم خروج المملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي في نقل بعض الأنشطة المالية إلى باريس، مما عزز من حجم التداولات في السوق الفرنسية.
- التحول من EONIA إلى ESTER: أدى هذا التغيير في مؤشر سعر الفائدة المرجعي إلى زيادة في استخدام أدوات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، مما ساهم في ارتفاع حجم التداولات.

## الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية الدولية ( تجارب بعض الدول )

---

### خلاصة الفصل الثالث:

يُبرز هذا الفصل الأهمية المتزايدة للمشتقات المالية كأدوات حيوية في تمويل الأسواق المالية، سواء في السياق العربي أو الدولي، فقد أظهرت الأسواق المالية الأجنبية، من خلال تجارب دول متقدمة، كيف يمكن للمشتقات أن تعزز من كفاءة التمويل، وتحسن من إدارة المخاطر، وتزيد من سيولة الأسواق، مما يساهم في تعزيز الاستقرار المالي والنمو الاقتصادي. وفي المقابل، ما تزال الأسواق المالية

العربية في طور تطوير استخدام هذه الأدوات، مع وجود فرص كبيرة للاستفادة منها في تنويع مصادر التمويل وتحسين آليات التحوط، رغم التحديات التنظيمية والفنية القائمة. لذا، فإن تبني سياسات فعالة وتنظيمات مدروسة يظل عاملاً أساسياً لتعزيز دور

المشتقات المالية في دعم التمويل والتنمية في الأسواق المالية العربية، مستفيدين من تجارب الأسواق الأجنبية.

# الختام

## خاتمة

كان الهروب من المخاطرة دائما مصدرا للابتكار من جانب المستثمرين، ففي القرن 19 وضعت صيغ للتحوط ضد تقلبات الأسعار المنتجات الأولية (الذرة، القمح، الشوفان، السكر، القهوة...)، أما الآن بالإضافة للسلع الزراعية فهي تغطي الذهب، الفضة، النفط والغاز الطبيعي، والمنتجات المالية بالطبع. وبفضل أسواق المنتجات المشتقة يمكن للمستثمر التحوط بسهولة ضد تغيرات في أسعار الأصول، العملة، معدلات الفائدة، السندات ومؤشرات الأسهم. وهذا هو السبب الذي ظهرت لأجله المشتقات المالية بعدها تطورت وأصبحت تستخدم للمضاربة والمراجحة أيضا.

ولكن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، جعلها أكثر انتشار في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين، أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، أدى ذلك إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.

ويتم تصميم وتقديم وتعدد المشتقات المالية على ضوء العديد من المتغيرات البيئية والتي تتسم بالتغير وعدم الاستقرار، ويأتي في مقدمة هذه المتغيرات البيئية سلوك المستثمر وما يتعلق باتجاهاته والتطور في رغباته واحتياجاته وتفضيلاته الأمر الذي أدى إلى وجود تطور هائل وسريع في الأدوات المالية المشتقة وأساليب التعامل لكي تسير التطور في رغبات المستثمرين.

ولقد شهدت المشتقات هجوما مستمرا عليها باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، و بالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها. و مما لا شك فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، والتي تعرضت لها مجموعة من المؤسسات، قد سلطت الضوء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر ويتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات

الاحتياط فحسب، وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات .

إن ما تفعله المشتقات المالية في أسواق رأس المال من خلال المروجين لهذه المعاملات ابتكار أدوات معقدة قام بتصميمها المهندسون الماليون لتلبية حاجة المؤسسات المالية والمصرفية الدولية، وأصبحت المخاطرة تباع وتشترى في الأسواق، وهكذا نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي على حساب القطاع الحقيقي وحل صنع النقود محل صنع السلع واستولت الفائدة على دور الربح في النشاط، ولم يعد الاقتصاد الرمزي والائتماني مرتبطا بالاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات حيث بلغ حجم التداول الائتماني و الرمزي 75% من حجم المبادلات العالمية في عام 2007 ( بداية الأزمة الحالية ) بينما احتفظ حجم التداول الحقيقي بنسبة 25 % فقط و هذا بفعل المشتقات المالية.

## خاتمة

مما سبق يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها من دراستنا النقاط التالية:

- أدى التطور التكنولوجي السريع إلى التأثير على الأسواق المالية من خلال التغيير الذي مس طرق التداول وأنواع المنتجات المتداولة في السوق بما يكفل التقليل من تكاليف المعاملات والسرعة والدقة في التنفيذ. وتعتبر درجة كفاءة الأسواق معيارا لقدرة على تأدية وظائفها، ولن تتحقق هذه الكفاءة إلا إذا قامت السوق بعكس المعلومات الوافدة إليها وتوقعات خبراءها في أسعار التداول اليومية.
- على الرغم من الحجم الكبير للقيمة الاسمية المشتقات المالية على المستوى العالمي والتي تساهم في رفع القيمة الاسمية لسوق رأس المال، إلا أنها لا تسير جنبا إلى جنب مع النشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر، وبذلك فهي تعتبر كفقاعة اقتصادية.
- هناك أربعة أنواع رئيسية متمثلة في العقود الآجل، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة، وكل منها لها طريقتها في الاستخدام والتداول والتسعير أيضا غير أن هدف استراتيجياتها نفسها فهي إما للتحوط أو المضاربة أو المراجحة.
- شهدت الأسواق المالية الفرنسية تطورا كبيرا خاصة بعد الإصلاحات التي شهدتها مما جعلها من أفضل الأسواق الأوروبية، وهذا ما ساعدها على الاتحاد مع عدد من البورصات الأوروبية وكانت من أكبر المساهمين فيها. ويتم تنظيم السوق المالي الفرنسي من خلال مؤسستان مهمتان وهما : شركة اليورونكست والتي تدير تداول الأوراق المالية، وهيئة السوق المالية (AMF) وهي ناتجة عن الاندماج من COB، CMF و CDGF وهي المسؤولة عن التحقق من المعلومات المنشورة من قبل الشركات المصدرة وتضمن أن كل فئة من فئات المستثمرين يمكنها الحصول على نفس المعلومات، كما أنه تحدد وتفرض لوائح الأوراق المالية.
- بالرغم من أن المشتقات المالية تعتبر أداة للتحوط من المخاطر، إلا أن سوء استخدامها والتمادي في شرها وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها وخطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة جعلها بدلا من المحافظة على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيع المخاطر على كافة المتعاملين، كل حسب قدرة على تحملها أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر وتساهم بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى لهذه الأزمة والتي أدت إلى ان يار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية. وبالتالي نؤكد صحة الفرضية الثانية وتمثل في: "تستخدم المشتقات المالية كأداة للربح ، التغطية والتحوط ضد مخاطر سوق رأس المال إلا أنها تتمتع بقدر كبير من المخاطرة، إذ أنها كانت إحدى أهم الأسباب التي ساهمت في انتشار الأزمات المالية".
- شهدت صناعة المشتقات المالية منذ ظهورها نموا كبيرا ومتسارعا ، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى،

## خاتمة

وكذا على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

### الاقتراحات والتوصيات:

بناءً على جملة النتائج المستخلصة يمكننا أن نقدم بعض التوصيات كالتالي:

- فرض متطلبات إفصاح دقيقة وشفافة على جميع الأطراف المتعاملة في المشتقات، خاصة في الأسواق خارج البورصة (OTC).
- تمكين الجهات الرقابية من مراقبة المخاطر النظامية واتخاذ إجراءات استباقية.
- إنشاء منصات تداول مركزية للمشتقات، مثل غرف المقاصة المركزية (CCPs)، لتقليل مخاطر الطرف المقابل.
- تحسين كفاءة السوق وتقليل احتمالية انتشار الأزمات المالية.
- مراجعة وتحديث التشريعات المتعلقة بالمشتقات المالية بانتظام لمواكبة التطورات السوقية والتكنولوجية.
- ضمان استقرار الأسواق وحماية المستثمرين من الممارسات غير السليمة.
- توفير برامج تدريبية متخصصة للكوادر العاملة في مجال المشتقات المالية، سواء في المؤسسات المالية أو الجهات الرقابية.
- رفع مستوى الكفاءة والاحترافية في التعامل مع هذه الأدوات المعقدة.
- دعم تطوير منتجات مشتقة جديدة تلبي احتياجات الأسواق والمستثمرين، مع التأكد من فهم المخاطر المرتبطة بها.
- تحقيق التوازن بين الابتكار وحماية النظام المالي من المخاطر المحتملة.
- يُمكن للمؤسسات الاستفادة من المشتقات المالية كأدوات للتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف. ينصح بتطوير استراتيجيات مرنة تتناسب مع تقلبات الأسواق الدولية لتقليل الخسائر المحتملة عند حدوث تغيرات مفاجئة في الظروف الاقتصادية.
- يفضل استخدام مجموعة متنوعة من المشتقات (مثل العقود الآجلة، الخيارات، والمبادلات) لتأمين مختلف جوانب المخاطر المالية، مما يُعزز من قدرة المؤسسات على التعامل مع ظروف السوق المختلفة.
- توفر المشتقات المالية إمكانيات استخدام الرافعة المالية لزيادة السيولة وتوسيع عمليات التمويل. ولضمان الاستدامة، يجب على المؤسسات وضع سياسات داخلية صارمة للتحكم في مستويات الرفع المالي وتفاذي الإفراط في المخاطرة.
- من خلال استخدام أدوات المشتقات، تستطيع المؤسسات الاستفادة من تقارب الأسواق المالية الدولية، حيث يمكنها الوصول إلى مصادر تمويل متنوعة وتبادل المخاطر مع شركاء عالميين. هذا الربط يساهم في تعزيز التكامل المالي بين الأسواق المختلفة.
- يجب على المستثمرين إجراء تحليلات دورية للأسواق والتأكد من توافق استراتيجيات التحوط مع ظروف السوق الحالية، مع مراجعة مستويات المخاطرة دورياً.
- ينبغي على المؤسسات المالية استخدام الرفع المالي بشكل مدروس، مع وضع حدود داخلية صارمة لتفادي المخاطر المتصاعدة التي قد تؤدي إلى اضطرابات النظام المالي.

## خاتمة

---

### آفاق الدراسة:

- تطوير أسواق المشتقات المالية بناءً على الشريعة الإسلامية.
- يساعد إدراج المنتجات المالية في الأسواق المالية العربية على تطويرها والرفع من أدائها.
- إمكانية استخدام الأسواق المشتقة لأدوات مالية أقل خطورة مع تحقيق عوائد مالية.

# فهرس المحتويات

### فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	توضح الفرق بين الأسواق النقدية وسوق رأس المال	23
02	توضح تطور استثمارات البنوك الكويتية في المشتقات المالية خلال عام 2023	48
03	يوضح قيمة أسواق المشتقات في دولة الإمارات في سنة 2024	49
04	توضح القيمة السوقية لأسواق المال الإماراتية- (2022- 2023)	50
05	توضح أداء سوق المشتقات المالية في أبوظبي (2023)	50
06	توضح تطورات أداء مؤشر سوق السعودية من 2013 - 2015	53
07	توضح الجدول الزمني لإطلاق سوق المشتقات المالية في مصر	56
08	توضح يوضح حجم المشتقات المتداولة في السوق المالي الكوري ( 2007-2011) مليار دولار أمريكي	59
09	عدد العقود للمشتقات المالية في البرازيل	62-63
10	يوضح مؤشرات سوق المشتقات المالية الفرنسية 2022	65

### فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الأشكال	الرقم
20	يوضح مكونات السوق النقدي	01
23	يوضح مكونات سوق رأس المال	02

## فهرس المحتويات:

الصفحة	الفهرس
	شكر و عرفان .
	إهداء
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
	فهرس المحتويات
أ-ج	مقدمة.
<b>الفصل الأول: مدخل حول الأسواق المالية</b>	
<b>المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية</b>	
7	تمهيد
8	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية
9-10	المطلب الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية
10	المطلب الثالث: أهداف الأسواق المالية .
10-11	المطلب الرابع: خصائص الأسواق المالية
<b>المبحث الثاني: أساسيات حول الأسواق المالية</b>	
12-13	المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية
13-17	المطلب الثاني: المتعاملون في الأسواق المالية وشروط قيامهم
18-23	المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية
24	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: مدخل حول المشتقات المالية</b>	
<b>المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية</b>	
26	تمهيد
27-28	المطلب الأول: تاريخ ظهور المشتقات المالية

28-29	المطلب الثاني: تعريف المشتقات المالية
29-30	المطلب الثالث: خصائص المشتقات المالية
30-31	المطلب الرابع: أهمية المشتقات المالية
<b>المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية والمتعاملون فيها</b>	
32-34	مطلب الأول: أنواع المشتقات المالية
34-35	المطلب الثاني: المتعاملون في المشتقات المالية
35-40	المطلب الثالث: استخدام المشتقات المالية
41-43	المطلب الرابع: مخاطر المشتقات المالية
44	خلاصة الفصل الثاني
<b>الفصل الثالث: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق الدولية ( تجارب بعض الدول )</b>	
<b>المبحث الأول: دور المشتقات المالية في تمويل الأسواق المالية العربية ( تجربة بعض الدول )</b>	
46	تمهيد
47-49	المطلب الأول: السوق المالي الكويتي
49-51	المطلب الثاني: السوق المالي الاماراتي
51-54	المطلب الثالث: السوق المالي السعودي
55-57	المطلب الرابع: السوق المالي المصري
<b>المبحث الثاني: المشتقات المالية وتمويل الأسواق المالية الأجنبية ( تجربة بعض الدول )</b>	
58-60	المطلب الأول: سوق المشتقات البرازيلي
61-64	المطلب الثاني: سوق المشتقات التركي
65-66	المطلب الثالث: سوق المشتقات الفرنسي
67	خلاصة الفصل الثاني
69-72	خاتمة
79-81	-قائمة المصادر والمراجع

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

### أولاً: الكتب

- 1) بن ابراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان. (2019). الأسواق المالية الدولية الأسهم والسندات. بسكرة، جامعة محمد خيضر ، الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر .
- 2) حسني علي خربوش و آخرون. (2012). الأسواق المالية ( مفاهيم وتطبيقات). الطبعة الأولى . عمان: دار زهران للنشر والتوزيع.
- 3) أرشد فؤاد التميمي. (2010). الأسواق المالية . إطار في التنظيم وتقييم الأدوات الطبعة العربية . عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 4) جمال جويدان الحمل. (2002). دراسات في الأسواق المالية والنقدية. الأردن: دار صفاء.
- 5) دريد كامل آل شبيب. (2012). الأسواق المالية والنقدية. الطبعة الأولى . عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- 6) رسمية قرياقص. (1999). أسواق المال. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- 7) سعد عبد الحميد مطاوع. (2001). الأسواق المالية المعاصرة. مصر: مكتبة أم القرى.
- 8) كال دريد آل شيب. (2009). إدارة المحافظ الاستثمارية. الأردن: دار المسيرة.
- 9) محمد أحمد عبد النبي. (2009). الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي. الأردن: دار زمزم.
- 10) مبارك بن سليمان آل فواز. (2010). الأسواق المالية من المنظور الإسلامي. مذكرّة تدريسية . جدة، الطبعة الأولى، السعودية: مركز النشر العلمي والأبحاث الاقتصادية الإسلامية جامعة الملك عبد العزيز.

### ثانياً: الرسائل والأطروحات الجامعية

- 1) بن عمر بن حاسين. (2012-2013). فعالية الأسواق المالية في الدولة النامية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك ومالية . تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- 2) حليلة بزاز. (بلا تاريخ). المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية. أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والاقتصاد . جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية.

## قائمة المراجع

- 3) دانيا ابراهيم غيا. (2013). دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها. رسالة ماجستير . كلية الاقتصاد جامعة دمشق، سوريا.
  - 4) صنيبة سعيدة و دحمان فطيمة. (2016-2017). دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية 2013-2015. مذكّرة مقدمة لنيل شهادة الماستر تخصص مالية وبنوك . أدرار، الجزائر: جامعة أحمد دراية.
  - 5) عبد القادر بن عيسى. (2012). أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية. دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية رسالة ماجستير . كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
  - 6) عيساوي سهام. (2014-2015). دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي. مذكّرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية . بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر بسكرة.
- ثالثا: المجلات**
- 1) أديب قاسم الشندي. (2013). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية. جامعة واسط، العراق: مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية.
  - 2) عبد الكريم أحمد قندوز. (2021). الأسواق المالية . سلسلة كتيبات تعريفية موجهة إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي العدد 21 . أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة: صندوق النقد العربي.
  - 3) عبد الكريم قندوز. (2022). امشتقات المالية. سلسلة كتيبات تعريفية العدد 38 . أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة: صندوق النقد العربي.
  - 4) عيساوي سهام وحوحو فطوم. (ديسمبر، 2017). تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة . ميله، الجزائر: اقتصاديات الأعمال الحرة.
  - 5) مايو عبدالله و لمزاودة عمار. (بلا تاريخ). متطلبات الإفصاح في السوق المالي المصري والسعودي دراسة مقارنة . تم الاسترداد من مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية (جامعة الوادي-العدد السابع- المجلد الثاني)
  - 6) مصطفى عبد الغفار عباس خليفة. (بلا تاريخ). عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية. دراسات فقهيّة المجلد الأول العدد 35 . الطائف، السعودية: حولة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالاسكندرية.

**رابعا: المطبوعات والتقارير**

- 1) ابراهيم سالم ياسمينه و يحيى هاجر. (بلا تاريخ). أهمية المشتقات المالية في الأسواق العربية.
  - 2) بيانات بنك الكويت المركزي، أكتوبر 2023. (بلا تاريخ).
  - 3) تقديرات سوق أبوظبي للأوراق المالية. (بلا تاريخ).
  - 4) رفيق شرباق. (2018-2017). مطبوعة حول الأسواق المالية. قالمة، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر : جامعة 8 ماي 1945
  - 5) سوق دمشق للأوراق المالية. (بلا تاريخ). مدخل للأسواق المالية.
  - 6) محمد بلعبيدي. (2021-2020). محاضرات في مقياس الأسواق المالية. تخصص: اقتصاد نقدي بنكي . قسنطينة، الجزائر: جامعة قسنطينة 2.
  - 7) نشرة توعوية للمشتقات المالية. (جانفي، 2010). العدد الثاني . الكويت: معهد الدراسات المصرفية.
- خامسا: المواقع الإلكترونية**
- 1) العربية. (بلا تاريخ). تم الاسترداد من إجراءات جديدة بالبورصة المصرية للانفتاح على الأسواق العالمية:  
<https://www.alarabiya.net/articles/2013/02/03/264072>
  - 2) حسام عبدالنبي. (2024). 17 % نمو القيمة السوقية لسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال 2023. تم الاسترداد من  
<https://www.aletihad.ae/news/الاقتصادي/17/4462237---نمو-القيمة-السوقية-لسوق-أبوظبي-لأوراق-المالي>
  - 3) حسين العطاس. (16 ماي، 2009). المشتقات المالية تدق أبواب سوق المال.. فلندرب الوسطاء. تم الاسترداد من  
[https://www.aletqt.com/2009/05/16/article\\_229005.html](https://www.aletqt.com/2009/05/16/article_229005.html)
  - 4) صفحة البورصة المصرية. (2025). تم الاسترداد من <https://www.egx.com.eg/en>