

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER -Biskra
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Commerciales



جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

الموضوع

دور التكنولوجيا المالية في تطوير الاسواق المالية الدولية
- تجارب بعض الدول العربية -

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

الأستاذ المشرف:
د/ قحموش ايمان

إعداد الطالب(ة):
رايس رجاء لبنى

لجنة المناقشة

الرقم	أعضاء اللجنة	الرتبة	الصّفة	مؤسسة الانتماء
1	بن عبيد فريد	أستاذ محاضر -أ-	رئيسا	جامعة بسكرة
2	قحموش ايمان	أستاذ محاضر -أ-	مشرفا	جامعة بسكرة
3	جيلح صالح	أستاذ محاضر -أ-	ممتحنا	جامعة بسكرة

السنة الجامعية: 2020/ 2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

قال تعالى { وَقَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ بِنِعْمَتِكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَخِطُبُنِي بِرَحْمَتِكَ فِيهِمْ مَوَدَّةَ كَلِمَاتِكَ } النمل 19.

الحمد لله ذي المن والفضل والاحسان، حمدا يليق بجلاله وعظمته، وكلّ اللصم على خاتم الرسل، من لا نبي بعده، والله الشكر أولا وأخيرا، على حسن توفيقه، وكريم عونه، وعلى ما منّ وفتح به علينا من إنجاز لهذه المذكرة، بعد أن يمرّ العسير، وذاك الصعب؛

الشكر والتقدير لأستاذتنا الفاضلة التي تكرمنا بقبول الاشراف على هذه المذكرة، ولتوجيهاتها القيمة الدكتورة قحموش ايمان.

الشكر والعرفان للأستاذة الافاضل الذين مدوا لنا يد العون كل من الدكتور مرتداد لخضر والدكتورة رابيس حدة؛

كما يسرنا ويشرفنا ان نتقدم بجزيل الشكر للأستاذة الافاضل الذين سننال شرف مناقشتهم لهذه المذكرة، فلمن منا الشكر والعرفان على جميل نياتهم وتوجيهاتهم التي ستدير دربنا العلمي؛

وختاما نسأل الله العليّ القدير ان يكون هذا العمل خالصا لوجه الكريم، وان يجعله علما نافعا.

الباحثة

الأهداء

أهدي هذا العمل المتواضع الى روح والدي الطاهرة أسأل الله أن يسكنه
فسيح جناته

الوالدة حفظها الله ورعاها

الى من عوضني فراق الأب، أبي الثاني لخضر مرغان

الى أخواتي: نور، زينة، هبة، ابتسام

الى إخواني: محمد، يونس، عبد العزيز، بشير

الى خطيبي محمد رؤوف

الى خالي بوبكر آدم

الى عماتي حياة ووسيلة حفظهما الله وبشرة رحمة الله عليهما

الى جدي أنسي ورائحة أبي أطال الله في عمرها

الى كل الأحباب والأصدقاء

ليربني

الملخص:

تعتبر التكنولوجيا المالية والابتكارات المالية احدى القوى الرئيسية الدافعة للتغيير وتطوير الاسواق المالية الدولية في ظل التطورات والتغييرات المتلاحقة، وتعد المشتقات كأدوات مالية من أهم سمات التطورات الحديثة في اسواق المال الدولية.

تهدف هذه الدراسة الى معرفة اهمية التكنولوجيا المالية في الاسواق المالية الدولية وكذلك دوره في تطوير وتفعيل هذه الاخيرة، وذلك من خلال التعرف على مدى التعامل بالابتكارات المالية واهميتها في الاسواق المالية العربية.

ولذلك جاءت اشكالتنا في التساؤل الرئيسي التالي:

كيف تساهم التكنولوجيا المالية في تطوير الاسواق المالية العربية؟

وفي الاخير توصلت هذه الدراسة الى ان الاسواق المالية العربية قد خطت خطوات واسعة بشأن تطورها، الا ان ذلك التطور لا زال يحتاج الى الدعم خاصة فيما يتعلق بالبنية التحتية وتنوع منتجات الابتكار المالي المتداولة فيها، وضرورة الاستخدام الاوسع للتكنولوجيا المالية بكل مداخلها، وقد تم الاستدلال على ذلك بدراسة تجارب بعض الدول العربية وتبيان اهم العقبات التي صادفتها في تطوير وتحديث اسواقها المالية.

الكلمات المفتاحية: الاسواق المالية الدولية، التكنولوجيا المالية، الابتكارات المالية، المشتقات المالية، الهندسة المالية.

Abstract:

Financial technology and financial innovations are one of the main driving forces for change and development of international financial markets in the light of successive developments and changes, and derivatives as financial instruments are one of the most important features of recent developments in the international financial markets.

This study aims to know the importance of financial technology in the international financial markets as well as its role in the development and activation of the latter, by identifying the extent of dealing with financial innovations and their importance in the Arab financial markets.

Our problem therefore came in the following main question:

How does financial technology contribute to the development of Arab financial markets?

In the last study, the Arab financial markets have made great strides on their development, but that development still needs support, especially with regard to infrastructure and the diversity of financial innovation products traded in them, and the need for the wider use of financial technology in all its entrances, and this was inferred by studying the experiences of some Arab countries and showing the most important obstacles encountered in the development and modernization of their financial markets.

Keywords: International financial markets, financial technology, financial innovations, financial derivatives, financial engineering.

فہرست
المحتویات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	شكر وعرهان
II	الإهداء
III	ملخص
IV	فهرس المحتويات
VII	فهرس الاشكال والجداول
أ - د	مقدمة عامة
الفصل الاول: أساسيات في الأسواق المالية الدولية	
02	تمهيد
03	المبحث الاول: ماهية الاسواق المالية الدولية
03	المطلب الاول: تعريف الاسواق المالية الدولية
04	المطلب الثاني: وظائف الاسواق المالية الدولية
04	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكامل الاسواق المالية الدولية
05	المطلب الرابع: أهمية الاسواق المالية الدولية في الاقتصاد
06	المبحث الثاني: تقسيمات الاسواق المالية الدولية وفروعها
06	المطلب الاول: اقسام الاسواق المالية الدولية
10	المطلب الثاني: فروع الاسواق المالية الدولية
18	المبحث الثالث: المراكز المالية الدولية
18	المطلب الاول: تعريف المركز المالي الدولي
19	المطلب الثاني: شروط قيام مركز مالي دولي
20	المطلب الثالث: اسباب توجه رؤوس الاموال جغرافيا الى مناطق محددة
20	المطلب الرابع: ترتيب المراكز المالية العربية في العالم
21	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (اساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)	
23	تمهيد
24	المبحث الاول: علاقة الابتكار المالي بالأسواق المالية الدولية
24	المطلب الأول: مفهوم الابتكار المالي وانواعه ومعايير تصنيفه
27	المطلب الثاني: دوافع ومعوقات الابتكار المالي

فهرس المحتويات

28	المطلب الثالث: محددات الابتكارات المالية ومبادئها
32	المطلب الرابع: أهمية وأثر الابتكار المالي على الأسواق المالية الدولية
35	المبحث الثاني: الهندسة المالية كمظهر من مظاهر الابتكار المالي
35	المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية وعلاقتها بالابتكار المالي
38	المطلب الثاني: أدوات الهندسة المالية وفوائد تطبيقها
47	المطلب الثالث: مخاطر الهندسة المالية
48	المطلب الرابع: استخدامات الهندسة المالية
50	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية	
52	تمهيد
53	المبحث الاول: واقع الاسواق المالية في الدول العربية
53	المطلب الاول: نشأة الاسواق المالية العربية وأهميتها
54	المطلب الثاني: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية
55	المطلب الثالث: معوقات وتحديات اسواق المال العربية
57	المطلب الرابع: نظرة عامة حول أداء الاسواق المالية العربية 2019-2020
58	المبحث الثاني: تجارب بعض الدول العربية في التعامل بالابتكارات المالية
58	المطلب الاول: سوق ناسداك دبي للعقود المستقبلية
65	المطلب الثاني: سوق الكويت المالي لعقود الخيار
69	المطلب الثالث: سوق السعودية المالي للعقود المستقبلية
76	خلاصة الفصل
77	الخاتمة العامة
81	قائمة المراجع
89	الملاحق

فهرس الاشكال و الجداول

فهرس الاشكال والجداول

فهرس الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
07	تقسيمات الاسواق المالية الدولية	01
25	الابتكار المالي في المفهوم الضيق والواسع	02
36	شكل توضيحي لمفهوم ودعائم الهندسة المالية	03
38	علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي	04
59	نشاط بعض الشركات في سوق دبي المالي	05

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
41	العوامل المؤثر في سعر الخيار	01
46	اشكال التعامل بالمبتكرات المالية	02
57	تطور اداء الاسواق المالية العربية 2019-2020	03
60	العقود المستقبلية لاسهم الشركات الاماراتية في سوق ناسداك دبي	04
61	مواصفات العقود المستقبلية على اسهم الشركات الاماراتية	05
61	العقود المستقبلية لاسهم الشركات السعودية في سوق ناسداك دبي	06
62	مواصفات العقود المستقبلية على اسهم الشركات السعودية	07
63	المؤشر العام لسوق دبي المالي والمؤشر العام لسوق ابوظبي	08
63	مواصفات العقد المستقبلي لمؤشرات سوق دبي المالي وسوق ابو ظبي	09
68	أداء صندوق فرصة المالي الفترة بين في نوفمبر 2003 - مارس 2020	10

مقدمة عامة

تمهيد:

شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة، حيث أدت تلك التطورات إلى تغيير المفهوم التقليدي للأسواق المالية بهدف توفير أدوات استثمارية حديثة، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات لما في ذلك من آثار إيجابية على هيكل وسيولة الأسواق المالية وحجم نشاطها.

كما ساهمت الابتكارات القائمة على التكنولوجيا في مجال التمويل في تعزيز إمكانية حصول المستهلكين والمستثمرين على العديد من الخدمات في مجال المدفوعات والإقراض والتأمين والادخار والاستثمار، بالإضافة إلى توفير المعلومات عن الأدوات المالية الجديدة المتداولة في السوق المالي بوتيرة ونطاق غير مسبوقين، ويضاف إلى ذلك انخفاض تكاليف المعلومات وابتكار أدوات مالية جديدة فكل هذا يساعد على النمو الكبير للمعاملات المالية الدولية. والهندسة المالية من أهم مجالات الابتكارات المالية، إذ ظهرت لأجل تلبية الاحتياجات المتزايدة للمتعاملين الماليين، حيث تسعى إلى رسم سياسات واستراتيجيات مالية قوية تتفاعل وتستفيد من التطورات المستمرة في الأسواق المالية الدولية.

ورغم تفاوت الأسواق المالية العربية من حيث النشاط والأهمية، إلا أنها تتشابه في خصائصها والمشاكل التي تواجهها وهذا ما جعلها تتخذ مجموعة من الإجراءات والضوابط لتطوير بورصاتها، وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول العربية بتنمية أسواقها المالية، بفعل أدراكها الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنميتها الاقتصادية، إلا أن أسواقها مازالت تعاني العديد من العراقيل والتحديات.

أولاً- الإشكالية :

من خلال ما سبق جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية دور التكنولوجيا المالية والابتكار المالي في تطوير الأسواق المالية الدولية، وعليه يكمن طرح السؤال الرئيسي التالي :

كيف تساهم التكنولوجيا المالية في تطوير الأسواق المالية العربية؟

في ضوء هذا الإشكال تتبادر إلى أذهاننا التساؤلات التالية:

- 1- ماهي علاقة الهندسة المالية بالتكنولوجيا المالية؟
- 2- ماهي أهم منتجات الابتكار المالي التي ساهمت في تطوير الأسواق المالية الدولية؟
- 3- ما هو المستوى الذي وصلت إليه بعض الدول العربية في هذا المجال؟

ثانيا - فرضيات الدراسة:

وللإجابة على الاشكالية والتساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات التالية:

- 1- الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ التكنولوجيا المالية والابتكار المالي، من خلال تقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية.
- 2- نتج عن الابتكار المالي ظهور العديد من أدوات الاستثمار الجديدة، والتي تتمثل في ما يعرف بالمشتقات المالية (عقود الخيار، عقود المبادلات، العقود الآجلة والمستقبلية).
- 3- حققت بعض الدول العربية نجاحا مقبولا في استخدام منتجات وابتكارات مالية متطورة في مجال الاسواق المالية الدولية منها على سبيل المثال لا الحصر "دول الخليج" بحيث اصبحت هي الدول الرائدة في هذا المجال.

رابعا - اهداف الدراسة:

وقد تم طرح كل هذه التساؤلات وافترض هذه الفرضيات للوصول الى الاهداف المرجوة من هذه الدراسة والمتمثلة فيما يلي:

- 1- محاولة اظهار اهمية الابتكار المالي في الاسواق المالية الدولية، والتي تساعد على مواجهة تحديات العصر.
- 2- التعرف على مدى ادراك الاسواق المالية الدولية لمنتجات الابتكار المالي.
- 3- تبين ان استحداث وتطوير الادوات المالية يزيد من تطور الاسواق المالية الدولية.
- 4- اثراء المكتبات بالبحوث المتعلقة بالأسواق المالية الدولية والابتكار المالي.

ثالثا - اهمية الدراسة:

تكمن اهمية دراسة هذا البحث في محاولة تحسيس متخذي القرار في الاسواق المالية الدولية بضرورة اعطاء اهمية للابتكار المالي، باعتباره اداة فعالة في تحقيق الربح والمحافظة على البقاء والنمو من جهة وتنمية وتطوير الاسواق المالية الدولية من جهة اخرى، خصوصا ان هذه الاخيرة تتميز بجو تنافسي شديد مما سيضع المتعاملين الجدد في هذه السوق في مواجهة غير مسبوقة مع المتعاملين الاكثر خبرة وكفاءة.

خامسا - منهج الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة على التحليل النظري لدور الابتكار المالي في تطوير الاسواق المالية الدولية، كما تركز الدراسة على وصف وتحليل نشاط السوق المالية الدولية بالتركيز على دراسة حالة الاسواق المالية العربية واهم ما توصلت اليه في مجال الابتكار المالي ومنتجاته المالية، وصولا الى الخاتمة التي تهدف الى عرض ما انتهت اليه الدراسة من نتائج وتوصيات.

سادسا - الدراسات السابقة:

ان الموضوع محل الدراسة ليس بجديد في الرسائل والبحوث العلمية ولكن الجديد هو علاقة أو دور الابتكار المالي في تفعيل وتطوير الاسواق المالية الدولية.

- رجال ايمان، (أسواق الاوراق المالية وتحديات التمويل في الدول النامية- دراسة حالة اسواق الاوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي-)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013.
- محفوظ جبار وعمر عبده سامية، " اسواق راس المال الدولية-الهيكل والادوات-"، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، العدد 03، جامعة بسكرة، الجزائر، 2008.
- عبد الصمد سعودي وبن لخضر مسعودة، "أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الاسواق المالية- دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار فرصة-"، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد02، جامعة الوادي، الجزائر، 2017.

سابعا - هيكل الدراسة:

من أجل اثراء الموضوع محل البحث، وللإجابة على الاشكالية قمنا بتقسيم الموضوع الى ثلاثة فصول هي كالتالي:

الفصل الاول تناولنا فيه الاطار النظري الاسواق المالية الدولية، وتطرقنا في الفصل الثاني للتكنولوجيا المالية التي تهتم بدراسة الابتكار المالي والهندسة المالية، واخيرا الفصل الثالث الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية مع الإشارة الى تجارب بعض الدول العربية.

الفصل الاول:

أساسيات في الأسواق المالية الدولية

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

تمهيد:

تلعب الاسواق المالية الدولية دورا هاما في تمويل الانشطة والعمليات الدولية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية، كونها احدى ادوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية واداة جاذبة للاستثمارات الاجنبية. وقد شهدت الاسواق المالية الدولية تطورا كبيرا خلال فترة الثمانينات من القرن الماضي ادى الى زيادة وتنوع الادوات والخدمات المالية الدولية.

تتكون السوق المالية من شقين احدهما السوق النقدية (سوق الادخار) وتقوم على التمويل قصير الاجل من خلال ادوات مالية مختلفة كالأوراق التجارية و اذونات الخزنة وشهادات الايداع وغيرها، والاخر سوق رأس المال (سوق الاستثمار) والذي يسمح بتوظيف الفوائض المالية لآجال متوسطة وطويلة استنادا على ادوات مالية متنوعة كالأسهم والسندات بالإضافة الى المشتقات المالية.

يشمل التعامل في الاسواق المالية الدولية على مجموعة من الادوات كالأسهم والسندات بالإضافة الى المستحدثات المالية "المشتقات المالية" التي تعد من الابتكارات المالية التي عرفتها منظومة الاسواق المالية الدولية حيث تنطوي على درجة عالية من المخاطرة الى جانب ارباح كبيرة او خسارة عظيمة.

وستنطلق في هذا الفصل الى اساسيات الاسواق المالية الدولية من خلال المباحث التالية:

المبحث الاول: ماهية الاسواق المالية الدولية

المبحث الثاني: تقسيمات الاسواق المالية الدولية وفروعها

المبحث الثالث: المراكز المالية الدولية

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

المبحث الاول: ماهية الاسواق المالية الدولية

تعد الاسواق المالية الدولية قناة الربط بين الادخارات المتدفقة من العوائد والاعمال باتجاه متطلبات الانفاق الجاري لأغراض الاستثمار والاستهلاك، ولا يشار اليها كمكان بل كجملة من المؤسسات والعلاقات التي على اساسها يقوم السوق بأداء دوره المحوري في الاقتصاد الحديث.

المطلب الاول: تعريف الاسواق المالية الدولية

تعددت التعريف المتعلقة بالأسواق المالية الدولية، نذكر منها:

- يقصد بسوق رأس المال الدولية تلك السوق التي تتداول فيها الاوراق المالية للمنشآت والهيئات لدول اخرى كما تعرف على انها السوق التي تسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته ان يتعامل شراء وبيعا في الاوراق المالية طويلة الاجل التي تصدرها منشآت محلية وأجنبية.¹
- ويمكن تعريف السوق المالية بأنها: "إطار لتنظيم وتسيير العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة او المتداولة التي تصدرها الدولة والاشخاص الاخرين (اعوان اقتصادية)، ومختلف الشركات والمؤسسات العامة او الخاصة، فيمكن القول بأن السوق المالية هو المكان الذي يلتقي فيه دوريا اعوان مختصون ومعتمدون، حيث يقومون بإبرام الصفقات بالبيع والشراء للقيم المنقولة المتداولة ممثلة في الاوراق المالية، او اشياء غير موجودة (عقود الخيارات، العقود المستقبلية، عقود المبادلة) تتم برضا الاطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها، والتي إما ان تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) او بصفة آجلة (عمليات آجلة)، شريطة ان تتم كل العمليات في السوق تحت مراقبة السلطات العمومية بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية".²
- تعتبر السوق المالية الدولية مصدرا رئيسيا للحصول على التمويل الدولي، كما انها تمثل مجالا واسعا لتوظيف واستثمار الاموال الفائضة العابرة للحدود، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات والمتدخلون في هذا السوق، ويتم التعامل فيها بمختلف الادوات المالية والنقدية بقيم مالية أكبر، ومقيمة بعدة عملات اجنبية قابلة للتداول.³

¹ قواجلية ابتسام، (دور مؤشرات الاسواق المالية الدولية في ادارة المحفظة الاستثمارية الدولية -دراسة حالة ادارة محفظة استثمارية دولية-)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2018، ص6.

² رايس حدة، الاسواق المالية، مطبوعة لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2007، ص 6-7.

³ بن براهيم الغالي، الاسواق المالية الدولية، مطبوعة لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص13.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

المطلب الثاني: وظائف الاسواق المالية الدولية

تؤدي الاسواق المالية الدولية العديد من الوظائف، يمكن ايجازها فيما يلي: ¹

- جمع المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة المؤسسات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي؛
- تسهيل عملية تحويل الاموال وفق قنوات رسمية وقانونية؛
- المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية؛
- تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية بالسوق؛
- تطوير الاساليب والاجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية؛
- تنظيم اصدار الادوات المالية ومراقبتها والتعامل بها؛
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية؛
- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الافصاح عنها لحاملي الادوات المالية ليشمل الاوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية؛
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد الى المجالات الاكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي؛
- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكامل الاسواق المالية الدولية

تلعب الاسواق المالية الدولية دور الوسيط المالي بين طالبي الاموال وعارضيه خارج حدود الدولة، حيث شهدت الاسواق المالية الدولية رواجاً في مختلف دول العالم وذلك نتيجة لتشجيع التشريعات المحلية لها. وقد اصبح سعي الشركات في البحث عن مصادر الاموال واصدار الاصول المالية لا يعتمد على الاسواق المالية المحلية فقط، فالعالمية تعني تكامل الاسواق المالية في جميع انحاء العالم ضمن سوق مالية دولية، ومن اهم هذه الاسواق الموجودة حالياً (سوق نيويورك بالو.م.أ، سوق لندن ببريطانيا، سوق طوكيو باليابان). ومن أهم العوامل التي ساهمت في تكامل الاسواق المالية الدولية، مايلي: ²

- تحرر الاسواق المالية والانشطة التي يمارسها المتعاملين في هذه الاسواق، فالمنافسة العالمية وضعت الحكومات في حتمية منح حرية اكبر لأسواقها؛

¹ بن براهيم الغالي وبن الضيف محمد عدنان، الاسواق المالية الدولية - تقييم الاسهم والسندات-(دار علي بن زيد للنشر، الجزائر، 2019)؛ ص36.
² زكريا مطلق الدوري واحمد علي صالح، إدارة الاعمال الدولية - منظور سلوكي واستراتيجي، (دار اليازوري للنشر، عمان، 2013)، ص 359-360.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

- التطور التكنولوجي الواسع والسريع في مجال الاتصالات ساعد في الربط بين المتعاملين في مختلف انحاء العالم، مما سهل سرعة الحصول على المعلومات في وقت قصير.
- ازدياد المؤسسة في الاسواق المالية، حيث اصبحت تتمتع بدرجة عالية من التنظيم وانتقل هيكل الاسواق المالية من شكل الافراد المستثمرين الى المؤسسات المالية.

المطلب الرابع: أهمية الاسواق المالية الدولية في الاقتصاد

يمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹

- الاسواق المالية تلعب دورا اساسيا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر على دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة؛
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الاجل؛
- يساعد في توفير مصادر طويلة الاجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال؛
- يساعد على تنمية الادخار وزيادة وتوجيه المدخرات المالية لما له من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار؛
- يساعد وجود سوق مالي على تنظيم ومراقبة الاصدارات للأوراق المالية؛
- وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الاسعار للأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فان ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الاكثر نجاحا؛

بالإضافة الى:²

- رفع مستويات الانتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل او التوظيف ومن ثم تحقيق مستويات افضل للدخول الفردية او على المستوى القومي؛
- تمويل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والاسراع بمعدلات نمو الاقتصاد.

¹ وليد الصافي وأنس البكري، الاسواق المالية والدولية، (دار البداية ودار المستقبل للنشر، الاردن، 2010)، ص23.

² مناضل عباس حسين الجواري وخضير مهدي صالح، "واقع الاسواق المالية على المستويين العربي والعالمى"، مجلة جامعة بابل، المجلد 17، العدد 01، العراق، 2009، ص 67-88.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

المبحث الثاني: تقسيمات الاسواق المالية الدولية وفروعها

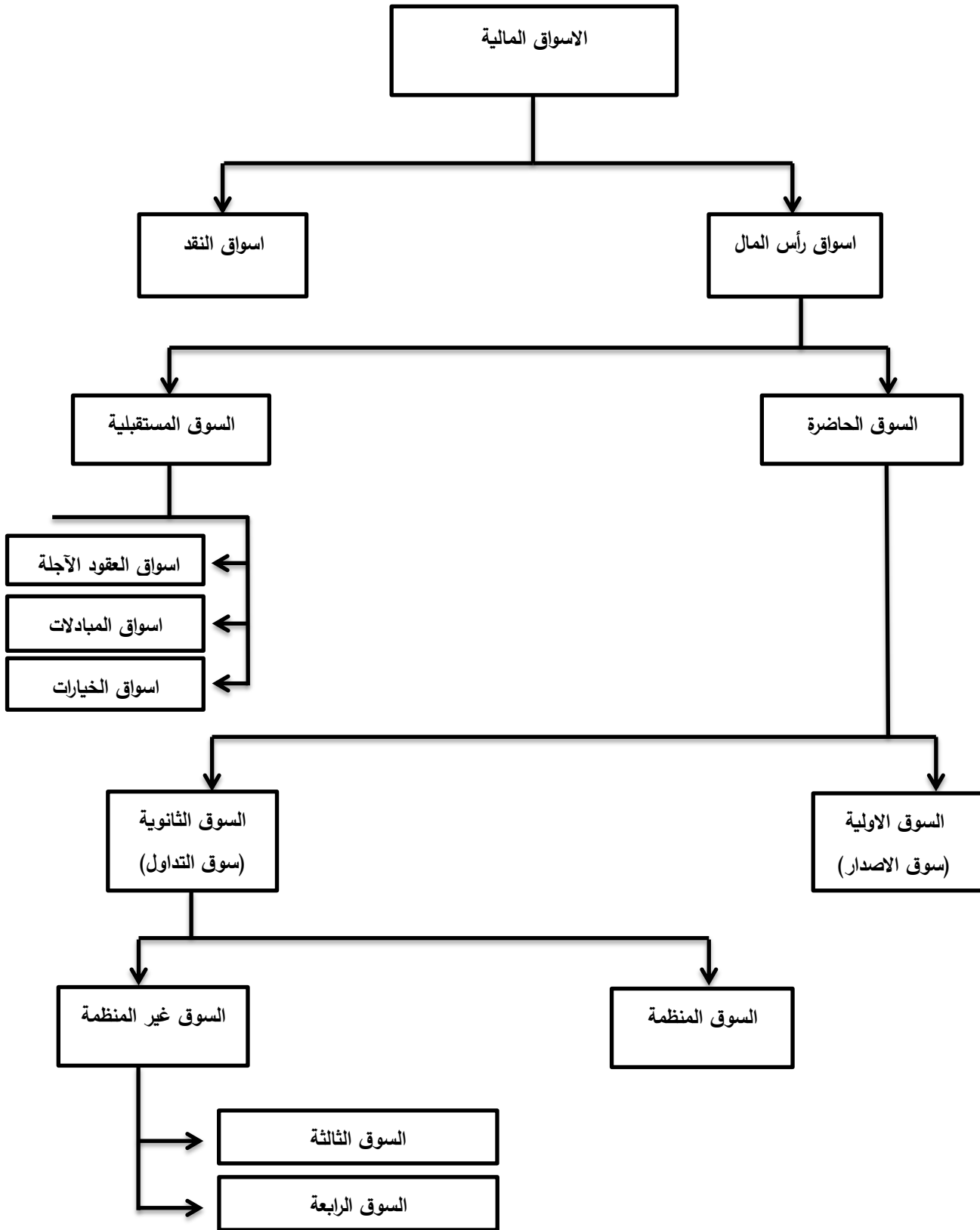
تأخذ الاسواق المالية الدولية العديد من التقسيمات، وفقا لآجال المعاملات التي تتم فيها او حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل او حسب المرحلة التي يتم من خلالها التعامل. كما يتضمن السوق المالي الدولي عدة فروع وهي سوق السندات الدولية، سوق الاسهم الدولية، سوق الفوركس، سوق اليورو- دولار والاسواق المشتقة.

المطلب الاول: اقسام الاسواق المالية الدولية

تنقسم الاسواق المالية الدولية بصفة عامة الى قسمين رئيسيين كما يبينه الشكل التالي:

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

الشكل رقم (01): تقسيمات الاسواق المالية الدولية



المصدر: بن براهيم الغالي وبن الضيف عدنان، مرجع سابق، ص 22.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

اولا- السوق النقدية الدولية:

السوق النقدية بصفة عامة هي الشق الاول من السوق المالية وهي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الاجل غالبا، وآلية تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية الى جانب بعض المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين، وأهم الاوراق المتداولة في هذه السوق هي الاوراق التجارية.¹

ثانيا- سوق رأس المال الدولية:

فهو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، وعلى عكس المستثمر في سوق النقد فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة.²

1- **السوق المستقبلية:** وهي اسواق يتم الاتفاق فيها على السعر والاصل المباع والمشتري حالا، على ان يتم الاستلام والتسليم لاحقا.³ والهدف من هذه الاسواق هو محاولة تجنب او تخفيض المخاطر المتعلقة بتقلبات الاسعار ويطلق عليها ايضا الاسواق الآجلة.⁴

2- **السوق الحاضرة:** التعامل في هذه الاسواق يكون بالمنقولات والاصول المالية المتوسطة والطويلة الاجل، وتتمثل وظيفتها الرئيسية في حشد المدخرات وتوجيهها للاستثمار طويل الاجل، وتنقسم السوق الحاضرة إلى سوق أولي وسوق ثانوي.

1-2- السوق الأولية (سوق الاصدار):

في هذا السوق يتم طرح الاصدارات من طرف البنوك والمؤسسات لأول مرة للاكتتاب فيها بالقيمة الاسمية، فهو السوق الذي تكون فيه العلاقة مباشرة بي مصدري الاوراق المالية والمكتتبين الاوائل، وتتمثل

¹ بوعبدالله علي، الاسواق والادوات المالية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة اولى ماستر، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص10.

² سامي مباركي، الاسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الاسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول " سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص2.

³ اديب قاسم شندي، "الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013، ص 153-173.

⁴ بوعبدالله علي، مرجع سابق، ص14.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

الاصدارات في هذه السوق في الاسهم التي تطرحها شركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها او الاسهم التي تطرحها الشركات القائمة من اجل زيادة رؤوس اموالها بالإضافة الى السندات.¹

2-2- السوق الثانوية (سوق التداول):

يتم في هذه السوق التعامل على الأوراق المالية التي سبق اصدارها في السوق الاولية وتم الاكتتاب فيها ويشمل تداول هذه الاوراق البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر، وبهذا تكون هذه السوق تخدم السوق الاولية بحيث تجعل الاسهم والسندات اكثر سيولة من جهة وتخلق السيولة الضرورية لاستثمارات جديدة من جهة اخرى.² وتتكون السوق الثانية من سوقين ، وهي كالتالي:

أ- **السوق المنظمة (الرسمية):** وتتميز هذه السوق بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع او الشراء (المراكز المالية) او (البورصات)، ويسير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط في الاوراق المالية المتعامل بها في السوق ان تكون مسجلة في هذه الاخرة.³

ب- **السوق غير المنظمة (السوق غير الرسمية):** ويطلق عليها السوق غير الرسمية، سوق التداول خارج البورصة، والسوق الموازية او التفاوضية.

وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لاجراء التعامل، وانما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من اجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، او اطراف الحاسب الالي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين.⁴

ب-1- السوق الثالثة:

تتكون من بيوت السمسرة لغير اعضاء السوق المنظمة، حيث تستمر فيها عملية بيع وشراء الاوراق المالية بكميات مختلفة، مما يجعلها منافسا حقيقيا للسوق المنظمة، مما يفسر وجود هذه السوق عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى الاسواق الاخرى، مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة، لكون العمليات التي تتم تكون محدودة والسماسرة غير ملزمين بعمولة محدودة ناهيك عن ميزة عدم خضوع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالتزام.⁵

¹ معارفي فريدة، الاسواق المالية، مطبوعة لسنة ثالثة ليسانس، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص9.

² قواجلية ابتسام، مرجع سابق، ص 3-4.

³ مناضل عباس حسين الجوارى وخضير مهدي صالح، مرجع سابق، ص 67-88.

⁴ مبارك بن سلمان ال فواز، **الاسواق المالية من منظور اسلامي**، (مركز النشر العلمي، السعودية، 2010)، ص9.

⁵ رايس حدة، مرجع سابق، ص24.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

ب-2- السوق الرابعة:

يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الاغنياء الذين يتعاملون مباشرة في بيع وشراء الاوراق المالية بأحجام ضخمة، وذلك كاستراتيجية اضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة. وفي ظل السوق الرابع تبرز الصفقات بسرعة اكبر، ولهذا السبب فان السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة اضافة الى الاسواق غير المنظمة الاخرى، خاصة انه يمكن التعامل بكافة الاوراق المالية المتداولة في تلك الاسواق، ما يترتب عليه الزام السماسرة والتجار على تخفيض ما يتقاضونه من اتعاب.¹

المطلب الثاني: فروع الاسواق المالية الدولية

اولا- سوق السندات الدولية:

1- تعريف سوق السندات الدولية:

يعبر سوق السندات الدولية عن السوق الذي يتم فيه تداول سندات من متعاملين اجانب محررة بعملات اجنبية عنهم ومتداولة خارج الحدود الوطنية. اذ يتم في هذا الصدد التمييز بين نوعين من السندات الدولية:²

- **السندات الاوروبية:** هي عبارة عن السندات التي يتم اصدارها من طرف مقترضين في سوق مالي اجنبي ومحرر بعملة مختلفة عن عملة البلد الذي تم اصدارها فيه.
- **السندات الاجنبية:** هي عبارة عن السندات التي يتم اصدارها من طرف مقترضين في سوق مالي اجنبي ومحرر بنفس عملة البلد الذي تم اصدارها فيه.

2- إصدار السندات الدولية وتداولها:

تقوم مجموعة من المصارف الدولية بإدارة وتمويل القرض نيابة عن المقترض إذا كان القرض صغير الحجم وفترة استحقاقه قصيرة أو متوسطة الأجل، أما إذا كان حجم القرض المطلوب كبيرا ويفوق قيمة الحصص التي اكتتبت فيها مجموعة المصارف المختلفة (المصارف المديرة للقرض والمصارف المشاركة في الاكتتاب العام) وكانت فترة الاستحقاق المرغوبة طويلة الأجل من 15 إلى 20 سنة أو أكثر. فإن المجموعة المصرفية تقوم بإصدار سندات دين "سندات قرض" تطرح على المصارف لشرائها أو تقوم بدورها بتسويق هذه السندات وبيعها للمستثمرين من أفراد وشركات أو مؤسسات ويطلق على مجموعة المصارف هذه التي تقوم بتسويق السندات (Selling group)، وتحصل هذه المجموعة على نسبة مئوية تتراوح بين 1% و 1.5% ما يتقاضاه

¹ منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق المال، (منشأة المعارف للنشر، مصر، 2006)، ص109.

² بودخدخ كريم، المالية الدولية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة اولى ماستر تخصص اقتصاد دولي وسنة ثالثة ليسانس اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2016، ص 71.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

التجمع المصرفي الأول الذي أصدر السندات وتبدأ عملية تداول السندات بعد إصدارها مباشرة بين المستثمرين والبائعين في سوق الأوراق المالية "البورصة".

عملية إصدار السندات وطرحها على المجموعة الأولى من المصارف تسمى بالسوق الأولية وفي حالة تداولها في سوق الأوراق المالية يطلق عليها اصطلاح السوق الثانوية.¹

ثانيا- سوق الاسهم الدولية:

1- تعريف سوق الاسهم الدولية:

الاجراءات المتبعة في السوق الدولية للاسهم هي قريبة جدا من الاجراءات الخاصة بسوق السندات الدولية. والفارق يأتي اساسا في من طبيعة الاصول المالية المصدرة. وكما هو الحال بالنسبة للسندات الدولية، فهناك مجموعة (Syndicat) مصرفية دولية تضمن التوظيف والنشر الدولي للاسهم الجديدة المصدرة من قبل مشروعات خاصة. هذا النموذج من العمليات يجري بالتوازي مع اصدارات الاسهم التقليدية الحاصلة في السوق المحلية.²

2- اصدار وتداول الاسهم الدولية:

يتم اصدار الاسهم الدولية من قبل شركات مساهمة دولية في غير بلدها الاصلي لغرض تلبية احتياجاتها المالية لاستثماراتها التوسعية وتعزيز مركزها المالي دوليا، وتتم عملية توزيع الاسهم الدولية للاكتتاب من طرف هيئة دولية متخصصة مكونة من بنوك ومؤسسات مالية، وبذلك يصبح جزء من رأس مال الشركة المصدرة للاسهم الدولية ملكا لأطراف اجنبية. ويتم التعامل في سوق الاسهم الدولية من خلال المؤسسات المالية المتخصصة، البنوك والسماسة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية إضافة للأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم لتعظيم مكاسبهم المادية.³

¹ قطاف نبيل، السوق المالية الدولية، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/03/02):

<https://badr-cu34.yoo7.com/t269-topic>.

² وسام ملاك، البورصات والاسواق المالية العالمية - الجزء الثاني، (دار المنهل اللبناني للنشر، لبنان، 2003)، ص161.

³ بن براهيم الغالي، مرجع سابق، ص48.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

ثالثا- سوق الفوركس

1- تعريف سوق العملات الاجنبية:

سوق التداول بالعملات "الفوركس" أو تجارة العملات الاجنبية هو اكبر سوق مالي في العالم، حيث يتم تداول أكثر من 3 ترليون دولار يوميا. ويقوم هذا السوق على اساس التداول في العملات العالمية.¹

يكون تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية (FOREX) أو Foreign Exchange، هذا السوق الالكتروني هو عبارة عن مكان يلتقي فيه عدد كبير من البنوك والمصارف العالمية، اضافة الى السماسرة والوسطاء المختصين في العملات الدولية، ويتم فيه التداول الفوري للعملات في السوق الفورية (Spot Market). ويستطيع من يريد التعامل في هذا السوق أن يفتح حساب لدى احد الوسطاء المختصين ويحصل على برامج التداول عن طريق الانترنت، أو فتح حساب لدى وسيط محلي او بنك والتداول في مقره أو بواسطة الهاتف.²

2- الاسواق الرئيسية للعملات الاجنبية:

قبل وصف بعض الاسواق الرئيسية للعملات الاجنبية وطريقة العمل فيها تجدر الاشارة الى انه كان يعتقد في السابق ان هناك سوقين رئيسيين للعملات الاجنبية في العالم هما سوق نيويورك وسوق لندن، الا ان هذا الاعتقاد لم يعد سائدا فمع تطور الاتصالات فقد حدث هناك تقارب ملحوظ بين جميع الاسواق الوطنية الرئيسية الكبرى في العالم حيث اصبحت بمجملها تشكل سوقا دوليا واحدا. يتميز سوق العملات الاجنبية عن غيره من الاسواق المالية بشكل خاص والاسواق التجارية بشكل عام لعدم وجود مكان محدد لاتصال البائعين والمشتريين، ففي سوق الاسهم يتصل المشترون والبائعون مع بعضهم البعض في مكان عرف ببورصة السندات والاسهم، وعند التعامل بالسلع المختلفة فهناك في بعض المدن الكبرى اسواق خاصة بكل سلعة رئيسية مثل السكر والقهوة والقطن، يجتمع البائع والمشتري والوسطاء لشراء وبيع السلع. في حين انه لا يوجد عادة مكان معين يتم الاتصال فيه بين المتعاملين في اسواق العملات الاجنبية اذ تتم عمليات البيع والشراء عن طريق الاتصال بأجهزة الهاتف والفاكس...، ونستعرض الآن سوق لندن للعملات وذلك لمزيد من التوضيح عن الاسواق العالمية:³

¹ نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/04/12):

<https://arab.dailyforex.com/forex-basics>

² فهد بن عبدالله حامد الحويامي، المال والاستثمار في الاسواق المالية، الطبعة الثانية، (دار الهلال للنشر، المملكة العربية السعودية، 2006)، ص423.

³ نويوة عمار، تسيير مالي دولي، مطبوعة لطلبة سنة اولى ماستر، تخصص تسيير ومؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2014، ص 19-20.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

- يتألف السوق من عدد كبير من البنوك التجارية والبنوك الاجنبية العاملة في بريطانيا بالإضافة الى الوسطاء الذين يختصون في اجراء العمليات بين البنوك العاملة داخل لندن (Pibor).
 - تتصل البنوك مع بعضها البعض ومع الوسطاء بأجهزة التلفون والفاكس حيث يكون في كل بنك غرفة أو اكثر مخصصة للتعامل بالعملات الاجنبية (Dealing Room) حيث يجلس عدد من المتعاملين (Dealers) حول مكتب واحد أو أكثر حسب حجم ونشاط البنك في سوق العملات الاجنبية ويكون هذا المكتب مزود بعدد كبير من أجهزة التلفون، الفاكس، التلكس، وأجهزة المعلومات ويوفر في هذه الغرفة عادة أجهزة التلفون وأجهزة التلكس تربط البنك مع الوسطاء مباشرة حتى تسهل مهمة المتعاملين.
 - لا تتعامل جميع البنوك العاملة في لندن بشكل دائم بالعملات الاجنبية لذلك نجد بعضها لا يحتفظ بغرفة خاصة للتعامل بالعملات الاجنبية وتقدم مثل هذه البنوك بشراء احتياجاتها من العملات وبيع الفائض لديها منها عن طريق البنوك التي تتعامل بها.
 - وبموجب سوق لندن فإن البنوك العاملة في الاسواق لا تشتري ولا تبيع العملات من بعضها البعض مباشرة بل تم ذلك من خلال الوسطاء (Brokers) لذلك تقوم هذه البنوك بالاتصال بالوسطاء طالبة شراء عملة اجنبية معينة أو عارضة بيعها ليقوم هؤلاء الوسطاء بدورهم بالاتصال ببقية البنوك لتنفيذ العمليات المطلوبة مقابل عمولات محددة (Commission).
 - اما بالنسبة لتعامل بنوك السوق مع البنوك الخارجية وعملائها في الخارج، فإن ذلك لا يتم من خلال الوسطاء بل عن طريق الاتصال المباشر بين هذه البنوك وعملائها، وينطبق هذا الوصف المشار اليه اعلاه في الغالب على معظم اسواق العملات الاجنبية الا ان بعض هذه الاسواق لا يوجد فيها وسطاء، حيث يتم الاتصال فيما بينهما مباشرة من خلال اجهزة الاتصال.
- في معرض الحديث عن اسواق العملات الاجنبية لابد من الاشارة الى اهمية اسواق اوربا مثل سوق باريس وفرانكفورت، طوكيو، هونغ كونغ، بمجملها سوقا متكاملتا ونشطا للعملات الاجنبية.

3- مميزات سوق الفوركس:

تمتاز سوق الفوركس بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الاسواق المالية، وهي كالتالي:¹

- **عمل السوق على مدار الـ 24 ساعة:** يعتبر أفضل مزايا السوق هو عمله على مدار اليوم، حيث يفتح السوق تعاملاته يوم الأحد وينتهي مجمل تعاملاته يوم الجمعة. فالمعاملات تقريبا تتم بكافة المناطق الزمنية، مما يسمح للمتداولين باختيار أوقاتهم المناسبة لممارسة تجارتهم.

¹ نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/04/02):

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

- سيولة السوق المرتفعة: يعتبر سوق الفوركس نسبيًا هو الأكثر سيولة على مستوى الأسواق المالية بجميع أنحاء العالم، فالسيولة تميزه للحد الكبير. فالذي يضمن تنفيذ التداول بشكل جيد ويجعل السعر مستقرًا هو التداولات المرتفعة التي تعادل تريليوني دولار يوميًا، فيكون حجم التداولات الهائل بالسوق يسمح للمتداولين بفتح وإغلاق المعاملات بسلاسة، ويجعل من المحال أن يتلاعب أي شخص بالسوق.
- انخفاض تكاليف المعاملات: يعرض كل وسطاء الفوركس في الغالب خدماتهم دون أية عمولات، حيث تكون التكلفة الوحيدة التي يتحملها التاجر في التداول هو السبريد (Spread)¹.
- الرافعة المالية: أن التداول في سوق الفوركس يعطى دفعة شرائية كبيرة للحد الذي يمنع تخيلها بأي سوق آخر. فهي المبالغ التي تساعد المتداول بالتداول عليها كأضعاف لقيمة الهامش بالحساب، أي المبلغ المتداول عليه مقابل وحدة من الأداة المالية، فيقوم بعض وسطاء السوق بعرض رافعة مالية 1:400 أي يمكن الاحتفاظ باستثمار لا يتخطى 0,25 بالمائة من هامش الربح التجاري.
- التجارة المتخصصة: تسمح السيولة في سوق الفوركس بالتدقيق على تداول عدد محدد من الأصول المالية أو أزواج العملات باعتبارها هدف أساسي للاستثمار.

حيث أن 85% من التداولات تتم على 7 أزواج للعملات، مما يسمح بالرصد حتى النهاية للتعرف بشكل أمثل على كل الأصول.

- الحد الأدنى المنخفض من الاستثمار: يتطلب سوق الفوركس حجم صغير من رأس المال، من الممكن ألا يوجد مثله بالأسواق المالية، فلا يتعدى مبلغ الاستثمار \$300.

وذلك يكون متوقف على الرافعة المالية المقدمة من الوسيط، ذلك الأمر يمكن المتداولين من تقليص مخاطر استثمارهم نحو الحد الأدنى.

- التداول من أي مكان: فيمكنك كمستثمر أن تتداول من أي مكان في العالم، وذلك لمجرد ان يتوافر لديك اتصال عبر الإنترنت.

رابعاً- سوق اليورو- دولار (سوق الدولار الاوروبي)

1- مفهوم سوق اليورو- دولار:

استمد هذا السوق تسميته بهذا المصطلح عندما بدأت البنوك الاوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار وتلتزم برد هذه الودائع عندما يحين أجلها للسداد بالدولار، وهذه الطريقة بالتعامل المصرفي الذي أخذت بها البنوك الاوروبية تخالف العرف السائد لدى البنوك التجارية برد الودائع بالعملات المحلية، وقد قامت

¹ السبريد (Spread) هو فارق السعر بين سعري الشراء والبيع لأي من أزواج العملات، فهو الحد الأدنى للفروقات في بعض أزواج العملات.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

هذه البنوك بإقراض من يحتاج الى أموال دولية باستخدام ما لديها من ودائع بالدولار ولكن بفائدة اعلى من تلك الفائدة التي تدفعها لأصحاب الودائع المحلية ومن هنا يستمد سوق اليورو دولار تسميته.¹

سوق اليورو دولار عبارة عن سوق الدولارات الامريكية الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الامريكية والمتواجدة على الاغلب في الدول الاوروبية وعادة غير الاوروبية، وتقوم البنوك التجارية العاملة في اوربا بقبول الودائع من المودعين والمقومة بالدولار الامريكي مقابل سعر فائدة يمنح لهم، وتقديم قروض بنكية لمتعاملها بالدولار الامريكي مقابل سعر فائدة أكبر من معدل الايداع يدفعونه للبنك التجاري ومن المتعاملين في هذه السوق نجد كلا من البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومات، صناديق الاستثمار والافراد، "ويبلغ حجم متوسط التعاملات اليومية في هذه السوق ما لا يقل عن 5 ترليون دولار امريكي يوميا".²

ان اسعار الفائدة على هذه القروض قد تكون ثابتة على مدى فترة القرض كما يمكن ان تكون متغيرة او متحركة، غير انها على العموم قريبة من اسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها (LIBOR)، بالإضافة الى هامش محدد حسب مدة القرض. كما تتأثر اسعار الفائدة مباشرة بمستوى المخاطر الذي يمتاز به البلد المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر:³

- الدول الصناعية: تدفع اسعار فائدة منخفضة (1/2% اقل من LIBOR).
- الدول الافريقية: تضطر الى دفع اسعار فائدة أعلى (تتراوح بين 1 الى 2 % اعلى من LIBOR) بحجة ارتفاع نسبة المخاطر وعدم القدرة على تسديد الديون وفوائدها، مما يعيق المسار التنموي في هذه الدول.

2- اهمية سوق اليورو دولار:

برزت اهمية كبيرة لهذه السوق في التعاملات الدولية كنتيجة لاتساع التعامل في هذه السوق وبالذات بسبب الثبات النسبي في اجراء التعاملات ارتباطا باستخدام الدولار كاحتياطي في معظم الدول، كوسيلة استثمار بمدخرات الافراد والمستثمرين نتيجة قبوله العام من قبل جميع المتعاملين في الاسواق تقريبا، وفي اتمام وتنفيذ الصفقات المختلفة خاصة الصفقات المالية منها والتي تتم في اسواق النقد الدولية بالدولار خصوصا في الاسواق الاوروبية.

وقوة الدولار والتعامل الواسع به تستند الى قوة الاقتصاد الامريكي المرتبطة بالنسبة المرتفعة لأمريكا في الانتاج العالمي، ومن ثم النسبة المرتفعة لمساهمتها في التجارة العالمية قياسا بمساهمة الدول الاخرى في ذلك

¹ حسني علي خربوش ومحفوظ أحمد جودة وعبد المعطي رضا ارشيد، الاسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات، (دار زهران للنشر، الاردن، 2011)، ص50.

² بن براهيم الغالي، التقنيات البنكية - المفاهيم والادوات، (دار علي بن زيد للنشر، الجزائر، 2019)، ص62.

³ محفوظ جبار وعمر عبده سامية، " اسواق راس المال الدولية-الهيكل والادوات"، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، العدد 03، 2008، جامعة بسكرة، الجزائر، ص 73- 101.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

ونتيجة قوة الدولار واتساع التعامل به خاصة في اوروبا اطلق على السوق الذي يتم التعامل فيه بسوق اليورو دولار، أي الدولار الاوروبي ارتبط هذا بفتح البنوك الاوروبية حسابات ودائع لديها بالدولار اعتمادا على ما لديها من ودائع دولارية. وقد ساهمت العديد من العوامل في نشوء سوق اليورو دولار، من اهمها ما يلي:¹

- محدودية فرص الاستثمار داخل امريكا والبحث عن فرص استثمار تحقق عائد أكبر خارجها، خاصة بعد الحرب العالمية الثانية في اوروبا؛
 - عدم خضوع هذه الودائع للضرائب في الغالب؛
 - أسعار الفائدة أعلى من التي كانت تدفع على هذه الودائع من قبل معظم الدول تشجيعا لتوجه العملات الاجنبية نحوها.
- 3- الأثار الناجمة عن عمل أسواق اليورو دولار:**

تعد سوق اليورو دولار احدى التطورات النقدية التي عرفتھا الاسواق الحالية، وتتمتع هذه الاسواق بجملة من الايجابيات، الا إن نموها السريع لم يخلو من المشاكل، والتي تتمثل في التالي:²

3-1- الإيجابيات:

- زيادة السيولة الدولية: إذ أنها تتكيف بسرعة مع التدفقات المالية غير المتوقعة خلال السبعينات، وبالتالي استطاعت هذه الأسواق توفير الائتمان لتمويل حالات العجز في موازين مدفوعات الأقطار وخاصة النامية منها من خلال إعادة تدوير حركة التجارة الدولية.
- ثم أنها عملت على زيادة درجة منافسة وكفاءة الصيرفة المحلية والعالمية.
- زيادة فرص الاستثمار على الصعيد العالمي.

3-2- السلبيات:

- عدم إمكانية السيطرة والتحكم لهذه الأسواق باستخدام القيود التي تفرضها السلطات النقدية المحلية أو تلك التي يفرضها صندوق النقد الدولي وبالتالي يحتمل أن يقود الكساد العالمي العميق إلى إفسار النظام المصرفي.
- إن التدفقات الكبيرة والمستثمرة للعملات القصيرة الأجل فيما بين هذه المراكز النقدية الدولية قد أفضت إلى حالات عدم الاستقرار في أسعار الصرف الأجنبية.
- إن الأنشطة التي اضطلعت بها هذه الأسواق هي التي أدت إلى اندلاع وتفاقم أزمة المديونية العالمية للأقطار النامية.

¹ شريط صلاح الدين، اصول صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية، (دار حميثرا للنشر، مصر، 2018)، ص73.

² قطاف نبيل، مرجع سابق.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

- انخفاض فعالية سياسات الاستقرار المحلية للسلطات العامة فلم يكن بمقدور الشركات الاقتراض كليا من جراء قيود الائتمان. بينما يمكننا الاقتراض من أسواق العملات مما أضعفت وقوضت من الجهود الرامية إلى مواجهة الضغوط التضخمية المحلية لاسيما في الأقطار النامية التي تتسم بضيق رقعة معاملاتها المالية مقارنة بالصفقات العالمية بالعملات الأوروبية.

خامسا- الاسواق المشتقة:

1- مفهوم الاسواق المشتقة:

سوق المشتقات كبير للغاية، يقدر حجمها بحوالي \$1.2 كوادريليون، والسبب في كونه كبيرًا جدًا هو أن هناك مشتقات متاحة للعديد من الأصول المختلفة بما في ذلك السندات والأسهم والسلع والعملات وما إلى ذلك. يفضل العديد من المستثمرين شراء المشتقات بدلاً من شراء الأصول الأساسية. وينقسم سوق المشتقات إلى فئتين¹:

- الفئة الاولى: مشتقات OTC أو المشتقات التي لا تحتاج إلى وصفة، هي مشتقات غير مدرجة في البورصات ويتم تداولها مباشرة بين الأطراف (من الشائع للمستثمرين المؤسسيين الكبار استخدام مشتقات OTC وللمستثمرين الأفراد الأصغر لاستخدام المشتقات المبنية على التبادل في الصفقات. فالعملاء، مثل البنوك التجارية، وصناديق التحوط، والشركات التي ترعاها الحكومة، كثيرا ما يشترون مشتقات OTC من البنوك الاستثمارية).

- الفئة الثانية: المشتقات القائمة على التبادل هي تلك المدرجة في البورصات، مثل بورصة شيكاغو التجارية.

في مجال الاقتصاد المالي أشير الى ان الاوراق المالية المشتقة هي عقد مالي تستمد قيمته من قيمة الأصول الاساسية²، كما عرفت المشتقات المالية على انها عقود فرعية تبنى او تشتق من عقود اساسية للأدوات الاستثمارية، اوراق مالية، عمولات اجنبية... لينشأ عن تلك العقود الفرعية ادوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما يصطلح عليه الهندسة المالية³.

¹ نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/03/29):

<https://www.avatrade.sa.com/education/trading-for-beginners/financial-derivatives>

² Michael Chui, Derivatives market-s products and participants-, IFC bulletin, No 35, 2012, p. 3-11.

³ بن صوشة ثامر، الهندسة المالية، مطبوعة غير منشورة لطبة سنة ثانية ماستر، تخصص ادارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2018، ص44.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

وتعرف ايضا بأنها: " تعهد تسليم منتجات حقيقية أو اساسية أو اعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل وبالتالي فهي تعتمد على القيمة المرجعية لشيء اخر وتتضمن انواع منها: المستقبلات، الخيارات، العقود الآجلة والمبادلات، وسميت بالمشترقات المالية لان قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الاساسية أي ان قيمة الموجود او سعره تعتمد على - أو تشتق من- موجود آخر".¹

2- مخاطر استخدام المشتقات المالية:

ان التعامل بالمشتقات المالية قد يعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية الى جملة من المخاطر وهي كالتالي:²

- مخاطر الائتمان (هو الخطر الناتج من احد الاطراف لن يستطيع تسديد الالتزام المالي الموجود في العقد)؛
- مخاطر السوق (الخسارة الناجمة عن التغيرات في قيمة المشتقات، والتي تتضمن مخاطر المراقبة، المحاسبة، والمخاطر القانونية)؛
- مخاطر التسوية؛
- مخاطر العمليات الناتجة عن عدم السيطرة؛
- مخاطر السيولة؛
- المخاطر القانونية (عدم قانونية بعض عقود المشتقات).

المبحث الثالث: المراكز المالية الدولية

تتضمن السوق المالية الدولية العديد من المراكز المالية، والتي تحتضن بدورها مجموعة من اسواق راس المال والاسواق النقدية.

المطلب الاول: تعريف المركز المالي الدولي

عند التطرق الى اسواق رأس المال على المستوى العالمي لابد من التذكير ببعض المراكز المالية التي اصبحت معالم بارزة على صعيد المال وأهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، زيورخ، سنغافورة، هونغ كونغ، باناما، البحرين، لوكسمبورغ، وبعض الدول الصغيرة مثل جزر الباهاما. ويعرف المركز المالي على انه: "مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والاجنبية

¹ حاكم محسن الربيعي وميثاق هاتق الفتلاوي، حيدر خضير جوان وعلي أحمد فارس، المشتقات المالية - عقود المستقبلات الخيارات المبادلات-، الجزء الاول، (دار اليازوري للنشر، عمان، الاردن، 2011)، ص5.

² معهد الدراسات المصرفية، "المشتقات المالية"، نشرة اضاءات مالية مصرفية، العدد 02، الكويت، 2010، ب ص.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

المتركزة في نقطة الالتقاء هذه". وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الاموال، سواء كانت مصادر هذه الاموال محلية او اجنبية.¹

ويعرف ايضا بأنه: "مكان عالمي في دولة او اقليم او مدينة التقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات الاجنبية، وكذا الاوراق المالية بمختلف اجالها والمعادن النفيسة، والتي (التدفقات) يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والاجنبية من بنوك، اسواق العملات الاجنبية، اسواق راس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليون".²

المطلب الثاني: شروط قيام مركز مالي دولي

يجب ان تتوفر مجموعة من الشروط في المراكز المالية حتى يطلح عليها انها مراكز مالية دولية وليست محلية، وهي كما يلي:³

1- الشروط الاقتصادية:

- حجم الاعمال الكبير وتنوعها؛
 - المنشآت القاعدية التي تستجيب للنشاط وتستجيب للطلب الناشئ والمتزايد على الوساطة المالية؛
 - وجود قوة التجارة والانتاج التي تستوعب الاستثمار، ثم حجم التبادل والصرف الدوليين.
- 2- **الشروط القانونية:** وتتمثل في القوانين التي تتفتح على النشاط في الخارج، الى جانب قوانين حرية التسوق، وحرية انشاء الاسواق المالية.
- 3- **الشروط التقنية:** تشمل الاتصالات وتنمية شبكات الاتصال وتكنولوجياتها، ومدى استجابتها للمشاكل المالية.

بالإضافة الى شروط اخرى:⁴

- 4- **الشروط السياسية والامنية:** تتمثل في الاستقرار السياسي والامني الذي يترجم الى مستويات متدنية او مقبولة من المجازفة المالية.
- 5- **شروط مالية:** تتركز هذه الشروط في الاعفاء الجزئي او الكلي للضرائب، بالاضافة الى عدم فرض قيود على التعاملات المالية والمصرفية وعدم وضع قيود تحد من هامش ربح المؤسسات المالية كالاحتياطي القانوني.

¹ محفوظ جبار وعمر عيده سامية، مرجع سابق، ص73-101.

² بن براهيم الغالي وبن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص77.

³ يحي عيسى، "أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، 2005، ص 35-45.

⁴ بن براهيم الغالي وبن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 80-81.

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

المطلب الثالث: اسباب توجه رؤوس الاموال جغرافيا الى مناطق محددة

أجاب على هذا السؤال (Lee et Tinksky) سنة 1988 في كون الاسباب هي:¹

- الوصول الى المعلومة بجانب المنافسة، والمنظمات المكلمة، الزبائن، والاسواق؛
- تنمية التكنولوجيا المتخصصة، والمنشآت القاعدية الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات المالية؛
- اقتصاد التكلفة من خلال القسيمة مع مختلف النظم في السوق؛
- الرفع والزيادة من السيولة المشاركة في تنمية الاسواق الفعالة؛
- الاستفادة من العروض التي تقدمها الحكومات من خلال التسهيلات؛
- التقرب من المتدخلين والزبائن المحليين لكون المركزية تحدد الاتصال، ضمن الجهات.

ومنه فإن المركز المالي يعتبر مكانا لالتقاء المتفاوضين على الصفقات المالية الدولية الضخمة، حيث يتم التفاوض بين أجنب عن جهة المركز. ويتضمن المركز المالي حركة رؤوس اموال كبيرة، عدد كبير من البنوك، النظم المالية، توفر خبراء مختصين "في مجال المحاماة، الضرائب، المحاسبة..." في اتصال دائم مع مختلف الجهات المعنية.

المطلب الرابع: ترتيب المراكز المالية العربية في العالم

شهدت النسخة الـ 25 من مؤشر "GFCI"² نصف السنوي، الذي تصدره مجموعة "زد/ين" البريطانية ومعهد التنمية الصيني، تقييم 112 مركزاً مالياً حول العالم، تضمنت القائمة الرئيسية فيها 102 مركز، والقائمة الـ 10 مراكز.

تصدرت دبي منطقة الشرق الأوسط وجاءت في المرتبة الـ 12 عالمياً، على قائمة مؤشر المراكز المالية العالمية "GFCI". وجاءت الدار البيضاء المغربية في المرتبة الـ 22 عالمياً، تلتها البحرين في المركز الـ 67 عالمياً، والعاصمة السعودية الرياض في المرتبة الـ 91 عالمياً. أما صدارة الترتيب العالمي فكانت من نصيب مدينة نيويورك، ومن بعدها لندن، ثم هونغ كونغ، وسنغافورة، بالإضافة إلى شنغهاي، وطوكيو، وتورونتو، ومن خلفها زيورخ، وبكين، وفرانكفورت³.

¹ ياخي عيسى، مرجع سابق، ص35-45.

² يعتمد مؤشر GFCI على إجابات المسح عن طريق الإنترنت، ويأخذ في الاعتبار 5 عوامل رئيسية، منها: بيئة الأعمال، والتمويل، والبنية التحتية، ثم رأس المال البشري، والسمعة.

³ نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/07/06):

الفصل الاول: أساسيات في الاسواق المالية الدولية

خلاصة الفصل:

إن الاسواق المالية الدولية تلعب دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفئات الاقتصادية بقطاعات العجز، وتوفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر من خلال توفير فرص شراء وبيع الأصول المالية لتغطية مخاطر تقلبات الأسعار، الأمر الذي جعلها وسيلة مناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه الأمثل للموارد الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة لها.

وأياها الاسواق المالية الدولية بتقسيماتها (راس المال، نقدية) وفروعها تمثل ركنا هاما في تمويل الاقتصاديات ذات الحرية الاقتصادية، وبرز هذا في اواخر القرن العشرين نتيجة لتطور تكنولوجيا المعلومات، وظهور ادوات مالية مستحدثة وزيادة التعامل بالمشتقات المالية بمختلف اشكالها.

ولقيام سوق مالي يجب توفر عدة شروط نذكر منها وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة، وجود طاقة استيعابية مقبولة وقادرة على استيعاب راس المال المعروض وتوفر مؤسسات مالية ومصرفية بالإضافة الى توافر مناخ استثماري مستقر، الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي وتوافر عدد كبير من الادوات المالية وحرية التصرف فيها.

الفصل الثاني:

التكنولوجيا المالية (أساسيات في

الابتكار المالي والهندسة المالية))

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

تمهيد:

إن دراسة الابتكار المالي احد اهم ادوات التمويل الحديثة في الاقتصاد اكثر من ضرورة في الوقت الراهن، من خلال دوره الفعال في تغطيه مخاطر التعامل في السوق المالي واداة تنويع في المحفظة المالية للمستثمر هذا من جهة، ومن جهة اخرى يعد الابتكار والتطوير من عوامل الديمومة والبقاء في اسواق مفتوحة وحررة تشهد تنافسا حادا على مستوى المحلي والدولي.

وتعتبر الهندسة المالية من اهم مجالات الابتكارات المالية، والتي تشمل مجموعة واسعة ومتعددة من الادوات المالية المتداولة للتدخل في الاسواق المالية، اذ ظهرت لأجل تلبية الاحتياجات المتزايدة للمتعاملين الماليين، من خلال الابتكار والتصميم والتطوير للأدوات والاليات الجديدة التي تتميز بأقل تكلفة ممكنة وادنى مخاطرة، وفي ذات الوقت لها عائد اعلى، كما تسعى الى البحث عن صياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل.

وقصد التعرف أكثر على الابتكار المالي والهندسة المالية قمنا بتقسيم هذا الفصل الى مبحثين:

المبحث الاول: علاقة الابتكار المالي بالأسواق المالية الدولية

المبحث الثاني: الهندسة المالية كمظهر من مظاهر الابتكار المالي

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

المبحث الاول: علاقة الابتكار المالي بالأسواق المالية الدولية

شهدت الاسواق المالية الدولية صورا ابداعية لمنتجاتها، وكانت ولا زالت حدة المنافسة بين المؤسسات المالية الدور الرئيسي لإنتاج المبتكرات المالية وتطوير آلية السوق، واستراتيجيات الاستثمار بالأدوات المالية، كما ان الابتكار المالي ساهم بفاعلية في نقل الثروات المالية من السوق المحلي الى الاسواق الدولية، وذلك راجع الى تخفيض القيود على حركة رأس المال والتطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

المطلب الاول: مفهوم الابتكار المالي وانواعه ومعايير تصنيفه

تنمو الصناعة المالية بسرعة وتظهر احتياجات الاسواق بشكل متزايد للابتكار المالي، فتطوير واستحداث منتجات مالية اصبح مجالا هاما للبحث. ويتضح ذلك من خلال العناصر التالية:

اولا- مفهوم الابتكار المالي:

الابتكار المالي¹ هو مجموعة الاجراءات والتدابير التي مؤداها تلبية احتياجات المجتمع المالي، سواء بإعادة تأهيل منتجات قائمة أو بتطويرها أو بتصميم منتجات بديلة مبتكرة تكون قابلة للتنفيذ والتحقيق، ويتضمن الابتكار المالي التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والادوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية.²

ويقصد بالابتكار المالي "التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة، والصياغة لحلول ابداعية لمشاكل التمويل"، واجمالا تعرف الابتكارات المالية على انها " كل ما هو جديد وغير معروف في الاساليب المالية او الادوات او المؤسسات او الاوراق والتي تضع بدائل جديدة لمتخذي القرارات وتهدف للبحث عن طرق جديدة لتحقيق الارباح وتقليل المخاطر". ووفقا لذلك فإن الابتكار المالي يتضمن ثلاثة أنشطة رئيسية وهي كالتالي:³

- ابتكار ادوات مالية جديدة؛
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الاجرائية لأعمال قائمة؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل ادارة السيولة او الديون، ابتكار استراتيجية جديدة لإدارة المخاطر، او انماط جديدة لإعادة هيكلة منظمات الاعمال للتغلب على المشاكل القائمة.

¹ تم اعتماد مصطلح الابتكار المالي بنفس المعنى لمصطلح التكنولوجيا المالية تسهيلا لعملية البحث.

² يوسف قاشي وزينب خلدون، "الابتكار المالي في الصناعة المصرفية الاسلامية واهميته في دعم التنمية الاقتصادية"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد 02، جامعة البويرة، الجزائر، 2018، ص 188.

³ فيروز جبرار، " دور الابتكارات المالية في مجال التامين في دعم قدرة شركاته على تغطية المخاطر"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جامعة سطيف، الجزائر، 2019، ص 101.

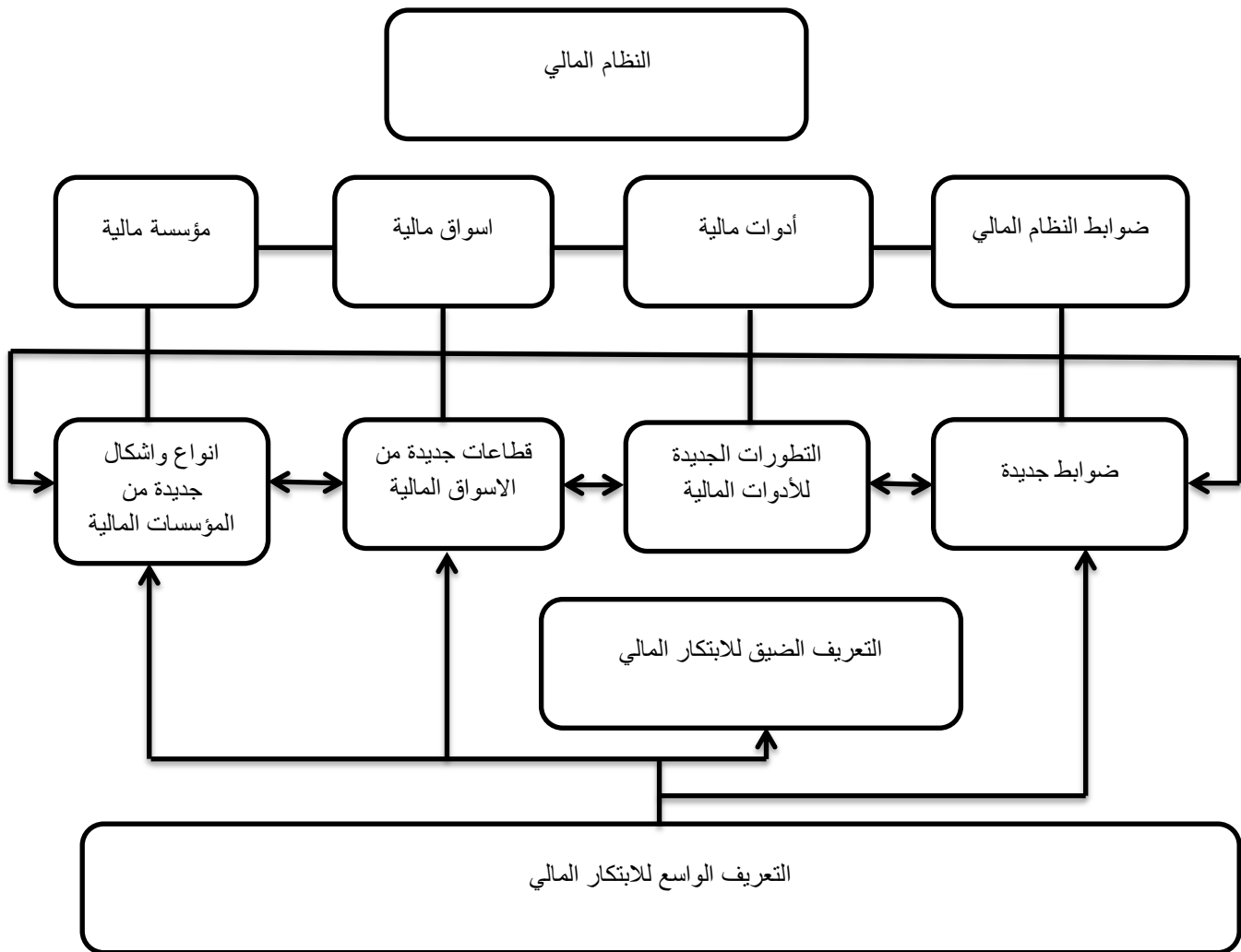
الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

ان مصطلح الابتكارات المالية له معنيين كما هو موضح في الشكل الموالي: ¹

مفهوم ضيق: يتم تعريف الابتكارات المالية على انها تطورات جديدة في الادوات المالية (ادوات جديدة تماما، مزيج من الادوات التقليدية، وتعديل للأدوات الموجودة...).

مفهوم واسع: الابتكارات المالية تتضمن تطورات جديدة في اي من عناصر النظام المالي (الاسواق والمؤسسات والادوات واللوائح).

الشكل رقم(02): الابتكار المالي في المفهوم الضيق والواسع



المصدر: Joanna blach, Previous reference, p. 13-26.

ثانيا - انواع الابتكارات المالية ومعايير تصنيفها:

¹ Joanna blach, **Financial innovations an their role in the modern financial system – identification and systematization of the problem-**, journal of e-finance, vol 7, nr 3, the ministry of science ans higher education, republic of poland, 2011, p. 13-26.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

سنتناول ذلك من خلال العناصر التالية:

- 1- أنواع الابتكارات المالية: هناك تقسيمات عديدة للابتكارات المالية، لعل من أهمها ما يلي:¹
 - الابتكارات المؤسسية (ابتكارات النظام المالي): هذا النوع من الابتكارات يؤثر في القطاع المالي ككل، وبالتالي في هيكل المؤسسة، ويتمثل في ايجاد انواع جديدة من مؤسسات الوساطة المالية او تغييرات في الاطار الاشرافي والقانوني.
 - الابتكارات العملية: يغطي هذا النوع من الابتكارات ادراج عمليات تجارية جديدة تؤدي الى المزيد من الكفاءة، توسع في السوق... ومن امثلتها استخدام برامج الحاسب في المعاملات المالية وقواعد البيانات للعملاء وغيره.
 - ابتكارات في المنتجات المالية: يتضمن هذا النوع من الابتكارات ادراج ادوات مالية جديدة قد تكون ادوات تؤدي الى استقطاب مزيد من الاموال للمؤسسة أو تساعد على حسن توزيع الموارد المالية او منتج تأميني أو إيجار أو غيره. عادة ما يتم ادراج الابتكارات المالية في المنتجات لغرض التجاوب مع تغيرات الطلب في السوق او لتحسين الكفاءة.
- ويمكن ان نضيف لما سبق من الانواع الثلاثة، انه يتم اعتماد معايير لتصنيف الابتكارات المالية وفقا لمصادر الابتكارات، والعوامل التي تؤثر على عملية الإبداع وتنفيذ الابتكارات، ودوافع استخدام الابتكارات المالية، وعناصر النظام المالي حيث تحدث الابتكارات، وتأثير تطبيق الابتكار المالي (الابتكارات المستدامة، الابتكارات الضارة).²

¹ عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي ومقدمة الى الهندسة المالية، (اي - كتب للنشر، لندن، بريطانيا، 2017)، ص 68-69.

² Cristian IONESCU, " **Financial instability and Financial innovations**", journal of economy transdisciplinarity cognition, vol 15, academy of economic studies, Romania, 2012, p. 30-37.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

المطلب الثاني: دوافع ومعوقات الابتكار المالي

تعددت اسباب الابتكار المالي بتعدد المشاكل المالية التي يواجهها المستثمر في الاسواق المالية الدولية، وسنحاول التفصيل في ذلك من خلال الاتي:

اولا- دوافع (مبررات) الابتكار المالي:

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

- الأنظمة الضريبية المطبقة: إن التغيرات في القوانين والأنظمة الضريبية وكذا تغير النسب المفروضة على مختلف الدخول يجعل الخاضعين لتلك الضريبة والمستثمرين يغيرون الأداة المالية واستبدالها بأخرى أقل من حيث العبء الضريبي وهذا ما ساعد على إيجاد أدوات مالية جديدة.
- الابتكارات المالية: مثلا تغيير النسبتين المفروضتين على كل من الأرباح الرأسمالية وعلى الفوائد المحصلة من الاستثمار في السندات وأرباح المساهمين العاديين.
- القوانين الحكومية السارية المفعول: إن تغير هذه القوانين كإلغاء الحواجز والفروق فيما بين المؤسسات المالية مثلا توسيع المؤسسات من سلسلة إصداراتها من الأوراق المالية وبذلك زاد التنافس في اختراع أصول مالية.
- تغيرات نسب التضخم وأسعار الفائدة: إذ يؤثر تغير معدل التضخم مباشرة على أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية وبصورة مباشرة على دخول الحقيقية، وفي هذا الإطار تم اللجوء إلى أدوات مالية أقل مخاطرة من هذه الناحية كالاستثمار في السندات بأسعار فائدة متغيرة، ويسهل للباحثين عن مصادر تمويل وتقديم أدوات قادرة على التكيف مع الظروف التضخمية السائدة.
- التقدم التكنولوجي: ساهم التقدم التكنولوجي في تغيير الكثير من التقنيات والإجراءات التي تقوم البورصات والأسواق المالية في كافة أنحاء العالم، حيث أثر على كيفية إتمام الصفقات بين المستثمرين في أسواق محلية أو أسواق عالمية، وألغى بذلك الفواصل الزمانية والمكانية فضلا عن تخفيض تكاليف المعاملات والسرعة في تسليم الأدوات المالية محل التعاقد وتسديدها.

¹ رجال ايمان، (أسواق الاوراق المالية وتحديات التمويل في الدول النامية- دراسة حالة اسواق الاوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي-)، منكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص95.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

- مستوى النشاط الاقتصادي السائد: إذا كان الاقتصاد يتمتع بفترة استقرار ورواج زادت الحاجة إلى مصادر تمويل مختلفة وتم اختراع أدوات مالية جديدة تستجيب لمتطلبات الفترة عكس فترات الكساد وعدم الاستقرار فيبقى التركيز على الأدوات والوسائل التي تقلل المخاطرة وتوفر السيولة للمنتجات المتوفرة لديهم.
- البحوث والدراسات الأكاديمية المتعلقة بكفاءة السوق: إن نتائج البحوث كفيلا بضمان الأرضية لاختراع أدوات مالية جديدة على مستوى البورصات وأسواق الأوراق المالية، حيث يتم التطرق إلى المنتجات المالية التي تمكن من زيادة كفاءة السوق وتكون مصدر إقبال من طرف المخترعين والمستثمرين.

ثانيا - عوائق الابتكار المالي:

ان واحدا من اهم دوافع الابتكار المالي هو التنظيمات والقوانين الحكومية، فإن اهم عائق امام الابتكار المالي هو التنظيمات نفسها. ولا يوجد اي نوع من التناقض في هذا الامر، اذ عادة ما تنظر السلطات الإشرافية والرقابية الى الابتكارات المالية بعين التوجس، اذ تعتقد انها تقدها جزءا من سيطرتها على النظام المالي سواء بطريقة مباشرة من خلال التحايل على التنظيمات وتجاوزها او بشكل غير مباشر من خلال زيادة تعقيد الاسواق والنظام المالي ككل، ولذلك فهي تسعى في كل مرة الى تشريع تنظيمات سواء لإخراج المبتكرات المالية من النظام المالي ككل اذا رأت السلطات انه يهدد الاستقرار المالي ويحد من سيطرتها على النظام، او من خلال محاولة جعلها تحت السيطرة وهو ما يفقد الابتكار كثيرا من كفاءته وفعاليتها.

تشكل القوانين الضريبية ونقص التكنولوجيا ايضا عائقا فعليا لعملية الابتكار المالي، اذ تؤدي بعض التشريعات الضريبية الى جعل المنتج المالي المبتكر أسوأ من الادوات التقليدية.¹

المطلب الثالث: محددات الابتكارات المالية ومبادئها

هناك العديد من المبادئ ومحددات الابتكار المالي والمرتبطة بعدة عوامل، وهي كالتالي:

اولا - محددات الابتكار المالي:

تتوقف زيادة وتيرة الابتكارات المالية من خلال العوامل التالية:²

¹ عبد الكريم احمد قندوز، الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية، صندوق النقد العربي، 2019، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/05/09): <https://www.amf.org.ae/ar/content/Innovation-in-Islamic-Financial-Industry>

² ناصر شارفي، "دور الابتكارات المالية في رفع من اداء البنوك والمؤسسات المالية"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 02، العدد 01، جامعة البليدة، الجزائر، ب ت، ص 117-128.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

1- قدرة السوق: هذه الحجة ناد بها Shumpeter والذي طالب بوجود سوق فعال والذي يسمح للمنظمات من تحقيق عائد كافي من خلال الابتكار وهذا لأسباب أهمها:

المصلحة العامة الكامنة / مشكلة التطفل المتعلقة بالأفكار الجديدة / مشكل الحصول على تمويل الاستثمار الكبير وغير المؤكد في البحث والتطوير وهو مطلوب من اجل ابتكار ناجح.

2- حجم المؤسسة: هذا العامل عرف من قبل Shumpeter حجم المؤسسة الكبير يسمح للمؤسسة بتسويق اكبر للمنتجات المبتكرة والذي يسمح باسترجاع عوائد من خلال الاستثمار في الابتكارات، واخيرا زيادة حجم المؤسسة يسمح باستيعاب مجموعة واسعة من الانشطة والمنتجات والتي قد تسمح للمنظمة الحصول على فوائد عرضية غير متوقعة من البحث والتطوير.

3- التطور التكنولوجي: ان تطوير التكنولوجيا الجديدة يمكن ان يحفز الابتكار المالي من خلال خفض تكلفة تقديم الخدمات المالية الجديدة وهذا باستخدام اجهزة الكمبيوتر والاتصالات السلكية واللاسلكية، وقد سمح التطور التكنولوجي للقطاع المالي بإدخال نظم جديدة للاتصال والنقل السريع لتدفق المعلومات.

4- التغيرات في البيئة التنظيمية: توجد علاقة بين الابتكارات والتنظيم، حيث تعتبر الخدمات المالية في اي نظام مصرفي احد أحجار الزاوية في النظام المالي وهي الطاقة الحيوية التي تغذي الاسواق المالية وتعمل على تنشيطها وايضا تعمل على استقطاب مستثمرين جدد، الا ان هذه الخدمات والابتكارات المالية تصطدم في الكثير من المناسبات بقيود قانونية التي تفرضها البنوك المركزية وكذلك نظام الرقابة المعمول به من قبل السلطات والمنظمات الدولية.

5- التغيرات الملحوظة في اوضاع السوق والمؤسسات المالية: إن الهيكل القائم في الصناعة المصرفية والمالية ودرجة تركيز المنافسة في القطاع البنكي والمالي ومدى تطور أنواع مختلفة من الأدوات المالية المتاحة واختيار المحفظة وقوى السوق والقوانين كلها عوامل تؤثر على الابتكارات المالية، وأثرت على البيئة المالية الدولية والمحلية.

وأضف على ذلك ضعف التنبؤ بالتضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وارتفاع العجز وأثره على سعر الفائدة والأسواق المالية وخاصة أسعار الصرف العائمة فقد ساعدت العديد من الابتكارات المالية على توفير الحماية ضد التغيرات في المحيط المالي.

وعلى صعيد المؤسسات المالية والابتكارات المالية تتمثل العلاقة في الطلب على الخدمات المالية والقدرة على استخدام المنتجات المبتكرة، كما أن للكفاءة المهنية والمالية والادارية والتخصص في تقديم المنتجات الجديدة تأثير على هذه الابتكارات.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

كما إن الابتكارات المالية يمكن أن تدعم سوق العمليات المصرفية إذا وفرت تخفيض في تكلفة رأسمال والخدمات المالية وبالمقابل دون الزيادة في الخطر المصرفي، ويمكن قياس ذلك من خلال عامل خفض الأسعار وانخفاض تكلفة الأموال والخفض من الخطر وسهولة الوصول إلى رؤوس الأموال وتوفير السيولة، وتسمح الابتكارات المالية بدوران الأموال بكفاءة والتحكم في المخاطر، كما يجب على الابتكارات المالية تحسين إدارة المخاطر المالية والائتمانية وتوزيع المخاطر الائتمانية وتحسين نسب السيولة والتنوع في المحفظة المالية بشكل أمثل.

وقد لوحظ في العديد من الأسواق المالية الناشئة سواء على مستوى الاقتصاد الجزئي أو الكلي الفوائد الاقتصادية والاجتماعية الناتجة عن الابتكار المالي وهذا فيما يتعلق بالإشارة للنقاط التالية:

- على المستوى الاقتصادي الجزئي تطوير المنتجات المالية يسمح بتحسين القدرة على ممارسة الوساطة المالية و القدرة على إدارة المخاطر وهذا بدوره يسمح بالتخصيص الأمثل للموارد والخاصة منها رأسمال.
- على مستوى الاقتصاد الكلي فإن الابتكارات المالية تسمح بتوسيع قائمة الأصول المتاحة للمدخرين والمقرضين عن طريق المفهوم الاقتصادي مما يشجع الادخار والاقتراض، إلا أن إدخال أدوات جديدة تسهل تكوين رأسمال بل وربما الأهم من ذلك يساعد على تحسين جودته كما أن الابتكارات المالية الجديدة تسمح بتوفير تنافسية فيما يخص سعر الفائدة.

دائماً على مستوى الاقتصاد الكلي فإنه يمكن من اندماج أسواق رؤوس الأموال وحرية حركة هذه الأموال وبالتالي تصبح حركة هذه الأموال سهلة بالنسبة لاقتصاديات الدول المتقدمة من شأنها أن تستخدم لتمويل أكبر قدر ممكن من الأصول الاستثمارية في الاقتصاد مع معدل نمو مرتفع وهذا يسمح بتشجيع النمو الاقتصادي إما من خلال تحسين كفاءة الاستثمار أو من خلال تبني الدول والحكومات والبنوك سياسة سليمة.

ثانياً - مبادئ الابتكار المالي:

حتى يكون الابتكار المالي ناجحاً قادراً على حل المشكلات المالية وإشباع احتياجات المتعاملين بأساليب مبدعة وخلاقة ، ينبغي مراعاة بعض المبادئ الأساسية التالية:¹

¹ موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الاصلية والتقليد، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، سطيف، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص 7-9.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

- افصح المجال لأية فكرة أن تولد وتنمو وتكبر ما دامت في الاتجاه الصحيح، وما دام لم يتم القطع بعد بخطئها أو فشلها، فكثير من المحتمل ان تبدلت إلى حقائق و تحوّلت احتمالات النجاح فيها إلى نجاح حقيقي، فالابتكار قائم على الإبداع لا تقليد الآخرين، لذلك يجب أن يعطى الأفراد حرية كبيرة لبدءوا، ولكن يجب أن تتركز هذه الحرية في المجالات الرئيسية للعمل وتصب في الأهداف الأهم؛
- إن الأفراد مصدر قوة المنظمة، والاعتناء بتنميتهم ورعايتهم يجعلها الأكبر والأفضل والأكثر ابتكاراً وربحاً، ولتكن المكافأة على اساس الجدارة واللياقة؛
- احترام الافراد وتشجيعهم وتنميتهم لإتاحة الفرص لهم للمشاركة في القرار وتحقيق النجاحات للمنظمة، وذلك كفيل بأن يبذلوا بذل قصارى جهدهم لفعل الأشياء على الوجه الأكمل؛
- التخلي عن الروتين واللامركزية في التعامل ينمي القدرة الإبداعية، وهي تساوي ثبات القدم في سبيل التقدم والنجاح؛
- تحويل العمل إلى شيء ممتع لا وظيفة فحسب، ويكون كذلك إذا حولنا النشاط إلى مسؤولية، والمسؤولية إلى طموح؛
- التجديد المستمر للنفس والفكر والطموحات، وهذا لا يتحقق إلا إذا شعر الفرد بانه يتكامل في عمله ، فالعمل ليس وظيفة للفرد فقط بل يستطيع من خلاله ان يبني نفسه وشخصيته أيضاً، وإن كان هذا الشعور الحقيقي يدفعه لتفجير الطاقة الإبداعية الكامنة بداخله وتوظيفها في خدمة الأهداف، فكل فرد هو مبدع بالقوة في ذاته وعلى المدير ان يكتشف مفاتيح التحفيز والتحرك لكي يصنع افراد مبدعين بالفعل ومنظمتهم كتلة خلاقية؛
- التطلع إلى الأعلى دائماً من شأنه أن يحرك حوافز الأفراد إلى العمل وبذل المزيد، لأن شعور الرضا بالموجود يعود معكوساً على الجميع ويرجع بالمؤسسة إلى الوقوف على ما أنجز وهو بذاته تراجع وخسارة وبمرور الزمن فشل؛
- ليس الابداع أن نكون نسخة ثانية أو مكررة في البلد، بل الإبداع أن تكون النسخة الأصلية الرائدة والفريدة، أي أن تبدأ من الذات ابتكاراً ولا وتبدأ من الغير تقليداً، لذلك يجب أن تجرب تجارب وتقومها أيضاً وأخذ الجيد وترك الرديء لتكون أعمالنا مجموعة من الإيجابيات، فالمنظمات وفق الاستراتيجية الابتكارية إما أن تكون قائدة أو تابعة أو نسخة مكررة، والقيادة مهمة صعبة وعسيرة ينبغي بذل المستحيل من اجل الوصول إليها، وإلا سنكون من التابعين أو المكررين وليس هذا بالشيء الكثير؛
- لا ينبغي ترك الفكرة الجيدة التي تعتقد إلى آليات التنفيذ، بل نضعها في البال، وبين آونة وأخرى نعرضها للمناقشة، فكثير من الأفكار الجديدة تتولد مع مرور الزمن، والمناقشة المتكررة ربما تعطينا مقدرة على تنفيذها، فربما لم تصل المناقشة الأولى والثانية إلى تمام نضجها فتكتمل في المحاولات الأخرى؛

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

- يجب إعطاء التعلم عن طريق العمل أهمية بالغة لأنها الطريق الأفضل لتطوير الكفاءات وتوسيع النشاطات ودمج الأفراد بالمهام والوظائف؛
- إن الميل والنزعة الطبيعية في الأفراد وخصوصاً أصحاب القرار، هو الجنوح إلى البقاء على ما كان، لأن العديد منهم يرتاح لأكثر العادات والأعمال الروتينية التي جرت عليها الأعمال وصارت مألوفاً لأن التغيير بحاجة إلى همة عالية ونفس جديد خصوصاً وأن الجديد مخيف لأنه مجهول المصير، والابتكار بطبيعته حذر وفيه الكثير من التحدي والشجاعة لذلك فمن المهم جداً أن يعتقد الأفراد أن أعمالهم الإبداعية ستعود بمنافع أكثر لهم وللمنظمة، كما أنها ستجعلهم في خط الرعاية الأكثر والاحترام الأكبر.

ولا يختلف الابتكار المالي عن مفهوم الابتكار بشكل عام، إلا في بعض الخصوصيات التي تتعلق بالقضايا المالية والتي قد تكون في اعتقادنا نقطة قوة لصالح الابتكار المالي، إذ يمكن تجسيد المبتكرات وتحويل الأفكار إلى أعمال بشكل أكثر من سلاسة ويسر في الجانب المالي مقارنة بالجوانب المادية الأخرى.

المطلب الرابع: أهمية وأثر الابتكار المالي على الأسواق المالية الدولية

اصبح الابتكار المالي حتمية لا بد منها في الوقت الذي تستمر فيه التكنولوجيا بالتطور، اضافة الى رغبة الاسواق المالية في تقديم خدمات تلبية حاجيات عملائها.

اولاً- أهمية الابتكار في الاسواق المالية الدولية:

ان الابتكار يتضمن التغيير وعدم الاستقرار، ويكون هذا الابتكار محموداً عندما تكون آثاره المالية والاقتصادية ايجابية، ولهذا كانت الابتكارات المالية محل انتقاد بسبب آثاره السلبية على الاقتصاد.

ويرى "بيتر تيفانو" ان قيمة الابتكار المالي وأهميته تكمن في انه وجد لإكمال اسواق هي بطبيعتها غير مكتملة وهو وسيلة لمعالجة اهتمامات الاطراف ذات المصلحة ومشكل عدم تماثل المعلومات، فهو وسيلة تستطيع من خلالها الاطراف تقليل تكاليف المعاملات والبحث والتسويق، وهو رد على الضرائب والقوانين كما ان التطورات التكنولوجية تحفز الابتكارات وهي عامل اساسي في النمو الاقتصادي¹.

¹ عبد الصمد سعودي وبن لخضر مسعودة، "أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الاسواق المالية-دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار فرصة-"، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد02، جامعة الوادي، الجزائر، 2017، ص 116-133.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

والابتكارات المالية تمكننا من جعل الاقتصاد الحقيقي أكثر كفاءة وذلك من خلال تقديم خدمات مالية جديدة وتخفيض أسعارها، وكذلك توفير منتجات مالية ذات جودة عالية وتشجع الادخار والاستثمار والأرباح وتخفيض المخاطر المتعلقة بالائتمان والاستثمار، أما الحوافز المالية التي يمكن أن توفرها الابتكارات المالية هي:¹

- تجنب التنظيمات و توفير الضرائب و الرسوم؛
- خفض تكاليف المعاملات ورفع من سيولة السوق؛
- تخفيض تكاليف الإدارة التنفيذية والمساهمين و الدائنين؛
- تقليل التفاوت بين المساهمين الذين يملكون أغلبية الأسهم و المساهمون ذوي الأقلية؛
- زيادة تقاسم الخطر بين المنتجات الجديدة و القديمة أي تقاسم المخاطر أموال الوساطة بكفاءة و أقل تكلفة بين الزبائن.

ثانيا- اثر الابتكار المالي على الأسواق المالية الدولية:

- غيرت الابتكارات المالية من وضعية الأسواق المالية الدولية، ويمكن توضيح ذلك من خلال الآتي:²
- سمحت الابتكارات المالية بتقسيم الأسواق المالية إلى أسواق رأس المال وأسواق النقل حسب نوعية وطبيعة الأوراق المالية وتواريخ استحقاقها.
 - نتيجة للتطور التكنولوجي والحركية التي تميزت بها أسواق رأس المال نتج عنها ظهور العديد من أدوات الاستثمار المختلفة حيث أن سوق الائتمان كان شبه معدوم لكنه شهد نمو كبير في السنوات الأخيرة، وبالتالي تغير معالم الأسواق المالية وتضاعف حجم المشتقات المالية مع استمرار وتطور الزمن.
 - فتح الهندسة المالية أمام المستثمرين المتاجرة في الأوراق المالية المتنوعة في الأسواق المحلية والدولية، ويفسر ذلك اتجاه المستثمرين نحو تشكيل محافظ استثمارية دولية انطلاقا من دوافع عديدة كالمقارنة بين حجم سوق رأس المال المحلية وسوق رأس المال الأجنبية، واكتشف المستثمرين أن معدل العائد على الأوراق المالية غير المحلية أعلى من عائد الأوراق المحلية وذلك بسبب معدلات النمو المختلفة بين الدول، كون المحافظ الاستثمارية تتميز بالتنوع لتقليل المخاطر من خلال انتقاء الأصول ذات معاملات ارتباط ضعيفة.

¹ ناصر شارفي، مرجع سابق، 117-128.

² العربي تيقاوي وأمحمد بن الدين، "الهندسة المالية وتداعياتها على بعض المتغيرات الاقتصادية"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، جامعة ادرار، الجزائر، ب ص، ص 289-408.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

ثالثاً- اثر الابتكار المالي على الاستقرار والنمو الاقتصادي:

يمكن اعتبار الابتكار المالي سبب من أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي ذلك انه يتميز بالتغير والتجديد والاستحداث في المنتجات المالية في حين أن السياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار ومن ثم الابتكار المالي سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار، وبالتالي يجب على اقتصاديات الدولة ان تركز على تحقيق المصالح المشروعة لتحقيق مستوى من الرفاهية بدل من التركيز على تحقيق الربح فقد تتجه بذلك الهندسة المالية إلى الدور السلبي الذي يؤثر على اقتصاد الدول وعلى استقرارها. أما بالنسبة إلى النمو الاقتصادي فان الابتكار المالي يزيد من مستوى كفاءة النظام المالي، وبالتالي له تأثير كبير على عمل الاقتصاد بشكل عام ومن أهم المبادئ التي يمكن التركيز عليها لتحقيق نمو اقتصادي جيد من خلال الابتكار المالي هي:¹

- إيجاد وتطوير مجموعه متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطر وإدارتها بأفضل صوره ممكنة.
- تقليل تكاليف إجراء التعاملات المالية الابتكارية وإيجاد تعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفه اقل نسبيا إذ ان تكاليف المنتجات المالية المستحدثة تكون اقل من المنتجات المالية التقليدية.
- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط وبصيغ مختلفة تعد بإمكانيات كبيرة لتحقيق الأرباح التي قد تصل إلى قيمه المبالغ المستثمرة.
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعه واسعة من المنتجات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا سواء كانت في الأسواق النظامية أو الأسواق النقدية.

¹ العربي تيقاوي وأحمد بن الدين، مرجع سابق، ص 289-408.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

المبحث الثاني: الهندسة المالية كمظهر من مظاهر الابتكار المالي

ظهرت الهندسة المالية للوجود بهدف مواجهة المخاطر والمشاكل التمويلية في الأسواق المالية المحلية والدولية وذلك بمحاولة تطوير منتجات أسواق المال والتنوع في أدواتها باعتبارها المحرك الرئيسي للمتعاملين في تلك الأسواق بهدف تعظيم العوائد وتخفيض التكاليف.

المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية وعلاقتها بالابتكار المالي

هل الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد؟ هذا ما سنوضحه في هذا المطلب.

أولاً- تعريف الهندسة المالية:

تتعدد التعاريف الموضحة لمفهوم الهندسة المالية نذكر منها:

تعرف الهندسة المالية بأنها: "عمليات تصميم وتطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية".

كما تعرف بأنها التحول النهائي للمنتج المالي (الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغيير أوضاع السوق المالي.¹

وتهتم الهندسة المالية : برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واستراتيجيات مالية تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية.²

ويرى Thomas Liaw ان الهندسة المالية هي القدرة على الخلق والابتكار من جانب بنوك الاستثمار في تصمم ورقة مالية. ويرى ان القوة التي دفعت الى هذا النمو المتفجر في اسواق المشتقات قد نتجت اساسا عن المنافسة المحدومة بين بنوك الاستثمار من اجل الوقوف ومواجهة احتياجات المستثمرين والمقترضين كالتحوط والتمويل وعمليات الموازنة وارتفاع العائد واغراض الضرائب.³

وكتعريف إجرائي يمكن القول: أن الهندسة المالية هي ابتكار أدوات مالية وآليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف وتعظيم العائد وابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية وتوليد أدوات أو أوراق مالية جديدة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق، لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجددة.

كما تعتمد الهندسة المالية بشكل أساسي على التغيير السريع في البيئة المالية والاقتصادية ودرجة التقدم التكنولوجي والتشريعات المالية الجديدة والمنافسة بين المؤسسات المالية والوفورات المالية للاقتصاد كما يوضحه الشكل الموالي:

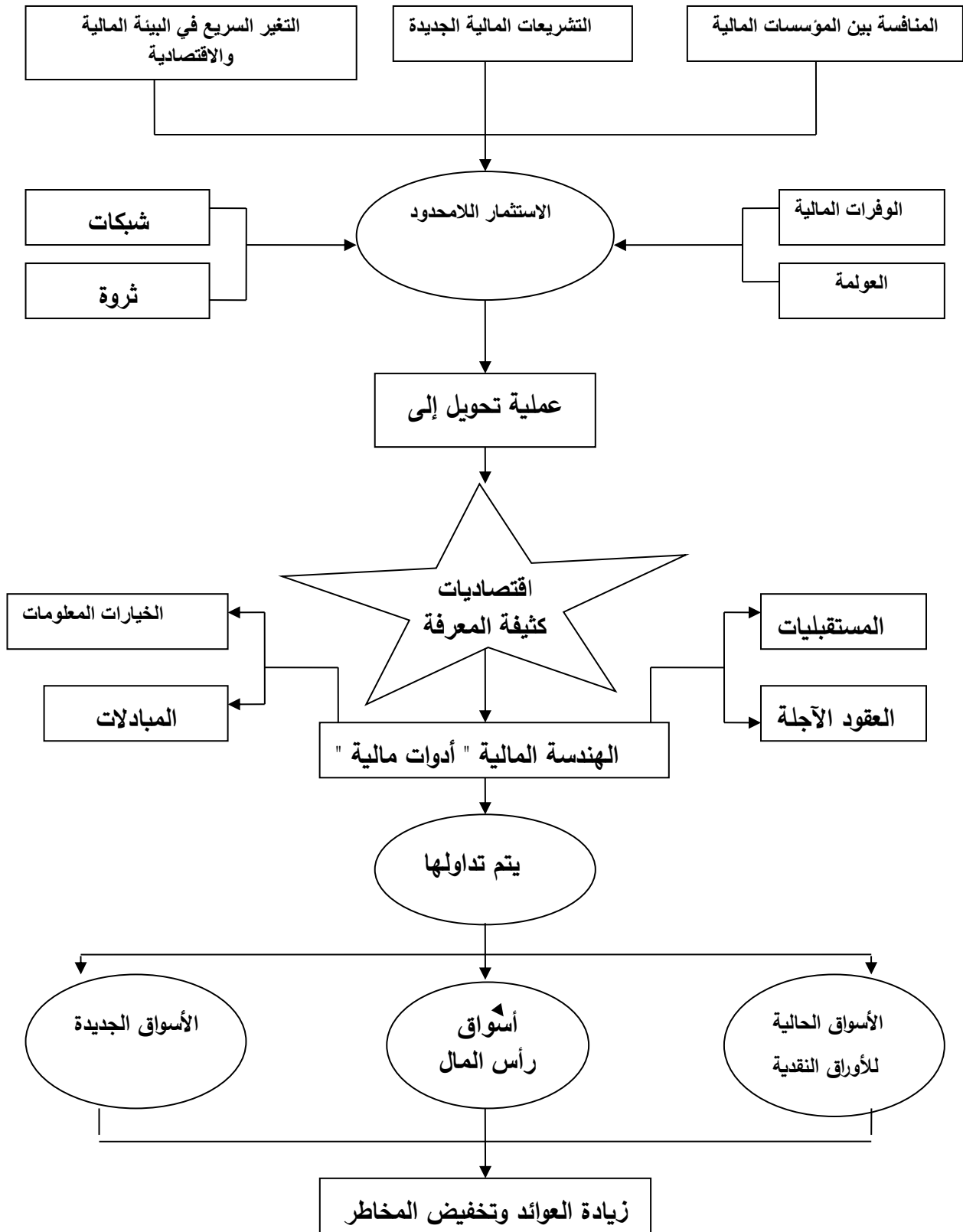
¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007)، ص 22-23.

² فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2009)، ص 123 .

³ محي الدين مكاحلية، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي"، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع(2020/07/24):

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

الشكل رقم (03): شكل توضيحي لمفهوم ودعائم الهندسة المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 25.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن حصر أهم المبادئ التي تركز عليها الهندسة المالية في النقاط

التالية:¹

- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستخدمة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة؛
- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن كلف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من كلف التعامل بالطرق التقليدية؛
- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط؛
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء أكانت في الأسواق النظامية أم الأسواق الموازية.

ثانياً - علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية:

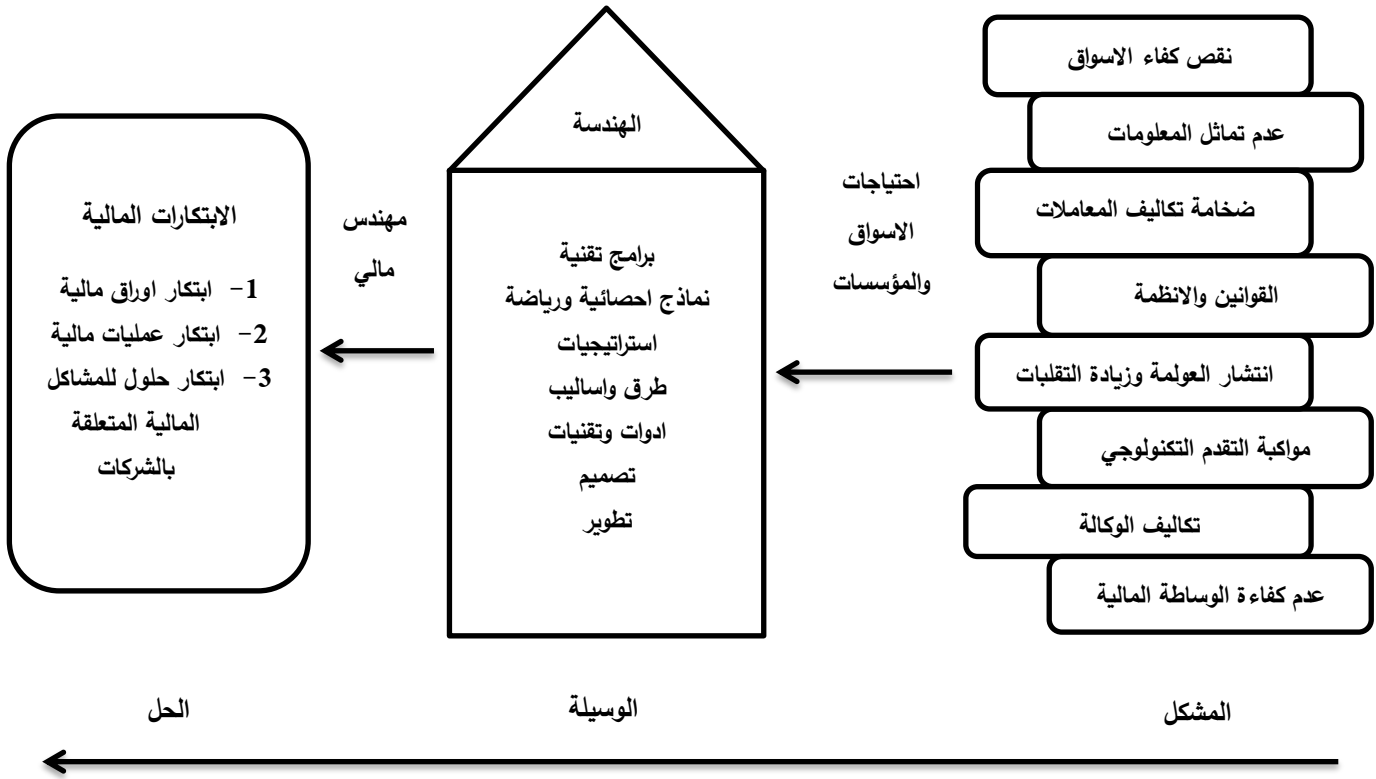
ان الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وهي منهج مصوغ في صورة نظام او مجموعة من الافكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات او شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول افضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، ويستفاد مما تقدم ان الهندسة المالية والابتكار المالي ليسا شيئاً واحداً، وانما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الاخرى. فالحاجة تدفع للابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية التي تتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والاحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ. لئتم طرحها في الاسواق في صورة ادوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على ان يكون لها فضل سبق في تقديمها للعملاء.² ويمكن تلخيص علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية في الشكل التالي:

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 33.

² بوعكاز نوال، 'دور الهندسة المالية الاسلامية في تطوير الابتكارات المالية -دراسة وتقييم لصكوك الاجارة الاسلامية في مملكة البحرين-'، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 04، العدد 01، الجزائر، 2018، ص24-53.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

الشكل رقم (04): علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي



المصدر: بوعكاز نوال، نفس المرجع السابق، ص 24- 53.

المطلب الثاني: أدوات الهندسة المالية وفوائدها

تزايدت أهمية المشتقات المالية وذلك نتيجة المخاطر المفرطة التي يتعرض لها المستثمرين في السوق الفورية، وسوف نتناول في هذا المطلب الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية وفوائدها.

أولاً- أدوات الهندسة المالية:

نقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المدير أو المهندس المالي في تحقيق أهداف الهندسة المالية، وهذا يعني أن الأداة الأهم للهندسة المالية هي العقل البشري من خلال الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات المالية بما يخدم أهداف المنشآت.

ويتمثل جوهر أدوات الهندسة المالية فيما يعرف بالمشتقات المالية، والتي تشمل مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها، آجالها، ودرجه تعقيدها. فقد تكون هذه الأدوات عبارة عن عقود أساسية، وسيطة،

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

أو هجينة. وتشمل هذه المشتقات على العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلة.¹ وسنتناولها فيما يأتي:

1- عقود الخيار:

1-1- تعريف:

هو اتفاق تعاقدي بين طرفين، احدهما مشتري او حامل خيار والآخر بائع الخيار او محرر الخيار، وبموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (وليس التزام) اذا ما رغب في ان يشتري من محرر (بائع) الخيار او يبيعه الاصل محل التعاقد (سهم، سند، مؤشر سوق الاسهم، عملة، سلعة،...) بسعر معين يسمى سعر التنفيذ في تاريخ مستقبلي، وذلك مقابل دفع علاوة او مكافأة.²

كما يمكن تعريف عقود الخيارات القابلة للتداول بأنه منتج مالي من نموذج معين يتضمن:³

- اصلا ماليا ضمنيا بمبلغ ثابت؛
- سعرا مرجعا او سعر التنفيذ، وهو السعر الذي على اساسه يجري تداول مبلغ (كمية) الاصل المالي الضمني في حال تنفيذ الخيار؛
- نوعا من الخيارات: خيار بالشراء او خار بالبيع. ولا يتوجب على المكتتب بالخيار، اذا لم يشأ تنفيذ عقده، ان يلغي وضعيته باتخاذ وضعية معاكسة.

هناك ثلاثة عناصر تكون معلومة عند حيازة العقد وهي كالتالي:

- سعر التنفيذ؛
- المدة؛
- العلاوة المدفوعة من قبل المشتري.

¹ سرارمة مريم، (دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في ازمة 2008 -دراسة تحليلية-)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص10.

² حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مطبوعة غير منشورة لسنة ثالثة ليسانس، تخصص مالية البنوك والتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2018، ص54.

³ وسام ملاك، البورصات والاسواق المالية العالمية، الجزء الاول، (دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003)، ص 354-355.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

1-2- انواع عقود الخيارات:

- أ- من حيث طبيعة العقد: تقسم الى نوعين رئيسيين هما:¹
- خيار الشراء، وهو عقد يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الاوراق المالية او السلع او المؤشرات او العملات الاجنبية بسعر محدد يتفق عليه (سعر التنفيذ) اما في اليوم الاخير للعقد (الخيار الاوروبي)، او قبل انقضاء تاريخ محدد (الخيار الامريكي)، ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ او عدم تنفيذ الاتفاق، لكن على محرر الخيار التنفيذ اذا رغب مشتري الخيار ذلك، ويدفع مشتري الخيار لمحرره تعويضا او مكافأة لقاء ذلك الحق، ويعد خيار الشراء للمشتقات في الاوراق المالية اتفاقية قابلة للتداول في سوق الاوراق المالية.
 - خيار البيع، وهو عقد او اتفاقية يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الموجودات او الاوراق المالية بسعر محدد يتفق عليه بين مشتري خيار البيع ومحرره، اما في تاريخ او يوم محدد عادة آخر يوم (الخيار الاوروبي)، او قبل انقضاء تاريخ محدد في المستقبل (الخيار الامريكي)، ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ او عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر العقد التنفيذ اذا رغب مشتري خيار البيع ذلك واتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الاوراق المالية.
- ب- من حيث موعد التنفيذ: وهي نوعين:²
- عقد خيار امريكي، الذي يتيح للمستثمر الحق في شراء او بيع كمية محددة من موجود اساسي بسعر متفق عليه مقدما الى ان يتم تنفيذ هذا العقد في اي وقت خلال المدة الممتدة منذ ابرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنهائها.
 - عقد خيار اوروبي، وهو يشبع عقد الخيار الامريكي الا انه غير قابل للتنفيذ الا في يوم انتهاء صلاحية الخيار.
- ت- من حيث ملكية الاوراق المالية: وتتمثل في:³
- عقود الخيار المغطاة، وهي عقود تنطوي على تملك الاوراق المالية محل العقد لبتن تسليمها.
 - عقود الخيار غير المغطاة، هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، لذلك اذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر الى شراء أصل من السوق ثم تسليمه الى المشتري.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 97-98.

² حاكم محسن الربيعي وميثاق هانتف الفتلاوي، حيدر خضير جوان وعلي أحمد فارس، المشتقات المالية - عقود المستقبلات والخيارات المبادلات - الجزء الثاني، (دار اليازوري للنشر، الاردن، 2011)، ص 20.

³ بوعبدالله علي، مرجع سابق، ص 78.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

1-3- العوامل المؤثرة على سعر الخيار: نلخص هذه العوامل في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): العوامل المؤثرة في سعر الخيار

اسم المتغير	خيار الشراء	خيار البيع
سعر السهم السوقي	+	-
سعر الممارسة	-	+
الوقت المتبقي من حياة العقد	+	+
تقلب الاسهم	+	+
اسعار الفائدة	+	-
توزيعات الارباح	-	+

المصدر: مفتاح صالح، المالية الدولية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص92.

2- عقود المبادلات:

2-1- تعريف: تعرف المبادلات بأنها " التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة من نوع معين من التدفق النقدي (او اصل معين) يمتلكه احد الطرفين مقابل تدفق او اصل يمتلكه الطرف الاخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على ان يتم تبادل الاصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.

وتستخدم المبادلات في عدة اغراض منها:¹

- الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة؛
- تخفيض تكلفة التمويل؛
- الدخول الى اسواق جديدة؛
- استحداث ادوات مركبة.

¹ حيرش عبد القادر، مرجع سابق، ص60.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

2-2- انواع عقود المبادلة:

أ- عقود مبادلة الفائدة: هي عملية تسمح بتبادل تدفقات الفوائد، أي بمعنى اخر تبادل معدلات ثابتة مقابل معدلات متغيرة، او تبادل معدلات متغيرة فيما بينها. اما رأس المال فيبقى ذاته بالنسبة لطرفي العقد وكذلك مدة التبادل.¹

ب- عقود مبادلة العملات: اتفاق بين طرفين او اكثر لتبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، بمعنى اخر هي تبادل عملات من خلال شراء وبيع عملة على اساس التسليم الانبي واعادة بيعها وشراءها في نفس الوقت على اساس تسليم آجل وسعر صرف آجل يتم تحديده لحظة ابرام العقد بين الطرفين.²

2-3- خصائص عقود المبادلات:

هناك مجموعة من الخصائص التي تتصف بها المبادلات وهي:³

- عقود ملزمة للطرفين؛
- عقود غير نمطية، وانما تفصل حسب رغبة الزبون؛
- يتم التعاقد بصورة مباشرة او غير مباشرة بين طرفي المبادلة؛
- انها تركز على تبادل التدفقات النقدية في اغلب الاحيان فضلا عن تبادل الموجودات في احيان اخرى؛
- انها توفر امكانية التحوط من مخاطر تقلب اسعار الفائدة واسعار صرف العملات الاجنبية؛
- يتم التعامل بها في الاسواق الموازية؛
- لا تتضمن دفع الهوامش او العلاوات لأغلب أنواعها.

3- العقود الآجلة والمستقبلية:

3-1- العقود الآجلة:

أ- تعريف العقود الآجلة: هي اتفاق بين مشتري وبياع لتبادل أصل معين مقابل نقد في وقت لاحق مستقبلا ويسعر يحدد الان ويتفق عليه في هذا العقد على مواصفات الاصل من حيث الجودة والتصنيف والنوعية وطريقة ومكان التسليم والسع ووسيلة السداد ويتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري. ولذلك فإن المشتري يوافق اليوم على شراء اصول معينة في المستقبل، والبائع يوافق على تسليم تلك الموجودات في ذلك التاريخ. وتعتبر العقود المستقبلية هي عقود آجلة موحدة ومنمطة يتم تداولها في البورصة.⁴

¹ وسام ملاك، مرجع سابق، الجزء الاول، ص317.

² قواجلية ابتسام، مرجع سابق، ص49.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص91.

⁴ عيساوي سهام، الادوات المالية المشتقة، (دار الحامد للنشر، الاردن، 2017)، ص175.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

المعاملات الآجلة هي عقود بيع يتفق عليها على نوع وعدد وثمن الاوراق المالية محل التعاقد عند ابرام العقد، على ان يتم تسليم الاوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق (يوم التصفية). ومن هنا يمكن تعريفها تعريفا مختصرا بأنها: "بيع اوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل"، وبهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع بأجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الاوراق المالية وقت العقد، وتأجيل فع الثمن الى أجل او آجال محددة.¹

ب- انواع العقود الآجلة:

هناك انواع مختلفة من هذه العقود، ولكم اشهرها ما يلي:²

- العقود الآجلة للعملة: التي تختص ببيع العملات الاجنبية في البورصات المحلية والعالمية.
- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: والتي تختص بالقروض والفائدة على المقرضين لتلك الاموال.
- العقود الآجلة لمؤشرات الاسهم: تختص بأسعار الاسهم من قبل المشاركين من أصحاب الاموال المستثمرة بالمشاريع الاستثمارية.

3-2- العقود المستقبلية:

أ- تعريف العقود المستقبلية:

تعرف بانها "عقود تعطي لحاملها الحق في شراء او بيع كمية من اصل معين (قد يكون سلعة او ورقة مالية) بسعر محدد مسبقا، على ان يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل".³

العقود المالي المستقبلية " هي عقود لشراء (بيع) السلع او الاصول المالية، يتم استلامها او تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد اطراف العقد شراء او بيع اصل معين الى طرف اخر على ان يتم التسليم او تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد".⁴

ب- شروط التعاقد في العقود المالية المستقبلية:

يقتضي التعامل بالمستقبليات مجموعة من الشروط هي:⁵

- وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم ابرام العقد، كأن ينص العقد على تسليم مبلغ مليون دولار أذون خزانة امريكية بعائد قدره 10% سنويا.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص 81.

² حيرش عبد القادر، مرجع سابق، ص 48.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 69.

⁴ عيساوي سهام، الادوات المالية المشتقة، ص 127.

⁵ معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 26-27.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

- **شروط التسليم:** وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي ان يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم.
 - **حدوث تقلبات الاسعار:** تعمل اسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا ادنى وحدا اقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل اليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك العقود على مؤشرات السوق.
 - **نظام الهوامش:** نظرا لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أذونات الخزانة أو سندات حكومية...الخ.
 - **التسوية السعرية اليومية:** تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغيير في سعر العقد الجديد، حيث يقوم بيت التسوية بإحلال العقد بعقد جديد، ويتحدد سعر العقد الجديد على اساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.
- 3-3- الفرق بين العقود المستقبلية والآجلة:**

بالرغم من التقارب الكبير بين العقود الآجلة والمستقبلية الا ان هناك اختلافات جوهرية بينهما، يمكن توضيحها في النقاط التالية:¹

- تتنوع المعاملات الآجلة - من حيث طبيعة العقد والشروط المقترنة به- الى انواع عدة، اما العقود المستقبلية فهي من هذه الحثية نوع واحد.
- توجد هيئة ضامنة في العقود المستقبلية، وهي بيت التسوية الذي يقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للبائع، ويضمن تنفيذ العقود من خلال نظام الهامش المبدئي، وهامش الصيانة، والتسوية السعرية اليومي، بينما لا توجد مثل هذه الهيئة في المعاملات الآجلة.
- يتم اجراء التسوية السعرية اليومية في العقود المستقبلية، وهي التسوية التي تبين ربح أو خسارة احد طرفي العقد بشكل يومي، في حين لا يوجد مثل ذلك في المعاملات الآجلة.
- يتعامل في المعاملات الآجلة على الاوراق المالية (الاسهم والسندات) فقط، اما في العقود المستقبلية فانه لا توجد اسواق منظمة للتعامل على الاسهم، وانما يوجد تعامل على السندات، بالإضافة الى اوراق مالية اخرى مثل اذونات الخزانة، كما يوج تعامل على السلع، العملات، ومؤشرات الاسهم.
- تعد العقود المستقبلية اداة مالية مشتقة، بصرف النظر عن طبيعة الشيء المعقود عليه، وهو معنى لم يكن ملحوظا في المعاملات الآجلة.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص 87-88.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

ثانياً - فوائد تطبيق الهندسة المالية:

- مثل كل التطبيقات المستحدثة تقدم الهندسة المالية الكثير من الحلول للكثير من المشاكل التي تواجه المستثمر ومن اهم فوائد استعمال ادوات وتطبيقات الهندسة المالية نذكر:¹
- ابتداع طرق جديدة وقياس وادارة المخاطر المالية والتي من خلالها يمكن عزل او فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الادوات المالية التقليدية بحيث يمكن ادارة كل خطر فيها بشكل مستقل وبكفاءة اعلى.
 - دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم اغراضهم في بناء محافظ اكثر تنوعا، الامر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
 - تعزيز فرص اليرادات والارباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الادوات المشتقة، من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات خدمات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الاسواق وتكوين المراكز المالية.
 - قيام مدير المحفظة بشراء خيار في سوق العملات لكي يحميه، ولغاية سقف معين من الاسعار، من احتمال التعرض لتقلبات غير مواتية في اسعار العملات الاجنبية وقد يؤدي شراء هذا الخيار الى تقليل تحقيق المكتسبات الناشئة عن شراء اسهم اجنبية، ولكنه يسمح مع ذلك بتحقيق نتائج ايجابية للأموال المطلوب استثمارها.
 - قيام مدير المالية للشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على الالتزامات ذات اسعار فائدة ثابتة بأداة ذات اسعار فائدة متغيرة. والغرض من هذه العملية هو اما التقليل من نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة (وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة) في الهيكل المالي للشركة، او لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة اذا ما انخفضت اسعارها.
 - شراء المستثمرين (ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة) لخيارات او صكوك شراء الاسهم (WARRANTS)، لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الاسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلا (وذلك بعد تحسين اوضاع الشركة آنذاك). ولكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات او الصكوك ككل اذا ما انخفضت اسعار الاسهم في السوق مستقبلا الى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار او الصك.
 - تقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الادوات المشتقة، مع رفع عوائد الاستثمار، الى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

¹ ربيع بوصيب العائش، (دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011)، مكرمة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الاسواق، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 20-21.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

تعد الهندسة المالية شريان الحياة بالنسبة للابتكار المالي، فهي تسعى الى تحقيق اربع اهداف رئيسية تتمثل في: التحوط، المضاربة، المراجعة، ادارة الاصول والخصوم. يمكن تلخيص اشكال التعامل بالابتكرات المالية في الجدول التالي:

الجدول رقم (02): اشكال التعامل بالابتكرات المالية

النوع	الغرض	نتيجة الاستخدام
عقد الخيار	1- التغطية ضد الخطر 2- الاستثمار 3- المضاربة	تقادي الخطر مهما كان اتجاهات الاسعار تحقيق اعلى معدل في حالة تطور الاسعار الى الاعلى تحقيق الربح في حالة تطور الاسعار في مصلحة المضارب او خسارة في حدود المكافأة
العقود الآجلة والمستقبلية	1- التغطية الكاملة 2- التغطية بأصل مختلف 3- المضاربة	تقادي الخطر كليا مهما كان اتجاهات الاسعار تقادي الخطر جزئيا مهما كان اتجاهات الاسعار تحقيق الربح في حالة تطور الاسعار في مصلحة المضارب
عقد المبادلة	1- التغطية ضد الخطر 2- المضاربة في العملات وأسعار الفائدة 3- تخفيض تكلفة التمويل 4- الاستثمار في اسواق جديدة	فعالة في تغطية المخاطر لمدة طويلة خاصة في العملات تحقيق ارباح معتبرة عند حدوث تغيرات حادة في سعر العملات الاستفادة من الميزة التي يمتلكها الطرف الثاني للعقد في احد فروع السوق دخول الاسواق عن طريق الطرف الثاني للعقد

المصدر: الوردي خدومة، (دور الابتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة المالية)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة باتنة، الجزائر، 2015، ص68.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

المطلب الثالث: مخاطر الهندسة المالية

تأتي مخاطر الهندسة المالية من خلال التعامل بأدواتها والمعروفة بالمشتقات المالية ذلك انها ادوات وهمية او صورية وأسعار التعامل بها تكون مبنية على أساس مستقبلي، حيث تشكل عمليات المضاربة في هذه النوع من الادوات النشاط الاساسي مما يجعلها مصدر الكثير من التقلبات والمخاطر، ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في تطبيق واستخدام الهندسة المالية إلى¹:

- **المخاطر الائتمانية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي تتحقق إذا أخفق الطرف الآخر في العقد "الطرف المقابل" في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، وتخفف عمليات تسوية التغيرات في قيمة المراكز المالية اليومية من هذه المخاطر كما هو الحال في "العقود المستقبلية" وتتم التسوية وفقاً لقواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة.
- **مخاطر السوق:** ترتبط هذه المخاطر التي تحدث نتيجة تغيرات غير مواتية في القيمة السوقية للأدوات المشتقة وتشمل هذه المخاطر "مخاطر السعر التي تصل بالتغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات أو عوامل أخرى متصلة بالتقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي تركز عليه الأداة المشتقة، أما مخاطر الأساس فتتعلق بالتأثير لقوى السوق على الأداة أو قيمة الأداة، أما مخاطر السيولة فترتبط بالتغيرات في القدرة على بيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم التأثير على قيمتها، كما يعود إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقابلة راغبة في الدخول في العقد محل التعاقد وأخيراً نجد مخاطر التقييم أو النموذج فترتبط بعدم اكتمال وذاتية النماذج والافتراضات ذات الصلة المستخدمة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة".
- **المخاطر القانونية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر المتوقعة نتيجة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل وفقاً لشروط العقد وحصوله على حقوقه عند ترتيبات التصفية، كما تنشأ عند إدخال تغيرات عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحضر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.
- **المخاطر الرقابية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات مثل الخطأ أو التزوير، الغش وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية والالتزام بها، كما أن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن تؤثر على صحة المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-، (الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2010)، ص

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل. والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس كخسارة مصرف بارنجز فرغ سنغافورة عام 1995 بما يقارب 1.5 مليار دولار وذلك بسبب الإفراط الكبير في التعامل بالمشتقات حيث حقق أرباح طائلة في العقود الآجلة بسنغافورة وصلت إلى 30 مليون دولار في 7 أشهر بالإضافة إلى التعامل بالخيارات والعقود المستقبلية للأوراق المالية والعملات الأجنبية. ويمثل استعمال هذه الأدوات العامل الأكثر تأثيراً في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة فهذه الابتكارات مكنت من تغيير سلوك الأسواق المالية في السنوات الماضية، فهي بذلك دفعت إلى تزايد القلق لدى مديري البنوك بدرجة كبيرة للمخاطر التي تصاحبها كما أن ترابط أسواق الأوراق المالية الدولية يؤثر على قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها لأن ما يحدث في أي سوق يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وتتأثر خصوصاً أسعار المشتقات، إن أبرز الهيئات الدولية قد حذرت من التوسع في استعمال أدوات الهندسة المالية، ففي دراسة لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية دائرة النقود الأمريكية تم تحذير المصارف من استعمال أدوات الهندسة المالية، كما أكد تقرير لجنة بازل لعامي 1986 و1994 على الحذر الشديد من استعمال المشتقات بصورة واسعة من قبل المصارف وبينت أنه من الضروري قيام المصارف بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال بالإضافة إلى تقديم الإرشادات للمشرفين للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات.¹

المطلب الرابع: استخدامات الهندسة المالية

يمكن حصر استخدامات الهندسة المالية في النقاط التالية:

أولاً- الهندسة المالية وإداره الاصول والخصوم:

عرف Smith الهندسة المالية بأنها "بناء هياكل مبتكرة لإدارة الاصول والخصوم"، وباعتبار ما تحظى به إدارة الاصول والخصوم من أهمية، فإنه يتم اعتماد الهندسة المالية من اجل اختيار افضل مزيج من الاصول والخصوم كمحفظة تشكل اصول وخصوم المنشأة.²

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 112-119.

² مكاحلية محي الدين، منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي - إضاءة على التجربة الماليزية، ملتقى صفاقس الدولي حول المالية الإسلامية، صفاقس- المغرب، 16-17/06/2014، ب ص.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

ثانياً - الهندسة المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر ومخاطر المراجعة:

يمكن ان نلخص استخدامات الهندسة المالية لغرض التحوط والمراجعة فيما يلي:¹

- 1- يعتبر التحوط ذلك الفن في ادارة مخاطر الاسعار من خلال اخذ مراكز عكسية عند التعامل في ادوات المشتقات. وعلى المتحوط اذا استعمل احدى هذه الادوات، ان يتأكد من انخفاض او تقليل نسبة التحوط الى المخاطرة، ويتمثل ذلك في عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطيه وحدة واحدة من الاداة النقدية.
- 2- تعرف عملية المراجعة كما يلي: "فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت في اسواق مختلفة ولنفس الاداة المالية مع تحقيق هامش من الربح". ويحاول كثيرا من المهندسين الماليين ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة والتي يطلق عليها البعض مصطلح الموازنة، باعتبار النتائج التي تترتب عليها من اعادة التوازن في الاسعار بين مختلف الاسواق، وتعد هذه المحاولة بمثابة حلم نظرا لعدم قدرة عمليات المراجعة التحقق في ظل وجود اسواق عالية الكفاءة على فرض ان الاسعار هي نفسها في كل الاسواق.

¹ حيرش عبد القادر، مرجع سابق، ص 15.

الفصل الثاني: التكنولوجيا المالية (أساسيات في الابتكار المالي والهندسة المالية)

خلاصة الفصل:

ان التطور التكنولوجي المستمر في اجراءات التعامل والتداول في الاسواق المالية الدولية خلق العديد من الفرص امام المتعاملين الماليين لتنويع محافظهم الاستثمارية وتعظيم مكاسبهم، وذلك يرجع الى ما يسمى بالابتكار المالي وما افرزه من ادوات مالية جديدة "المشتقات المالية" أهمها عقود الخيار وعقود المبادلة والعقود الآجلة والمستقبلية.

وتقوم الهندسة المالية بتنفيذ الابتكارات المالية من اجل تحقيق اهداف التغطية من المخاطر المالية وتخفيض تكاليف المعاملات، لهذا الابتكارات المالية هي بمثابة حلول لمشاكل الهندسة المالية. يعني ان المنتج النهائي للهندسة المالية هو الابتكارات المالية.

الفصل الثالث:

الابتكار المالي في الأسواق المالية العربية

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

تمهيد:

حققت الاسواق المالية العربية خلال عقد التسعينات نتائج مشجعة جدا نتيجة للتغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي انعكست بدورها على الاقتصاديات العربية. لكنها لم تصل بعد الى مستوى الاسواق المالية في الدول الصناعية الرئيسة، ولا يتوقع ان تصل الى ذلك المستوى في الاجل المتوسط على الاقل، بالنظر الى عدم وجود مؤشرات تؤكد أي تغييرات في الاوضاع الاقتصادية والسياسية للدول العربية.

غير ان العديد من الدول اتخذت التدابير اللازمة لخوض مثل هذه التجربة اي استخدام أدوات الابتكار المالي (المشتقات المالية) في سوقها المالي وعدد منها اتخذت خطة استراتيجية معينة لولوج هذا المجال، ومن بين هذه الاسواق هي اسواق دول الخليج العربي.

ومن أجل فهم واقع الاسواق المالية العربية والى ما توصلت اليه في مجال المبتكرات المالية، ارتأينا تقسيم هذا الفصل الى مبحثين:

المبحث الاول: واقع الاسواق المالية في الدول العربية

المبحث الثاني: تجارب بعض الدول العربية في التعامل بالمبتكرات المالية

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

المبحث الاول: واقع الاسواق المالية في الدول العربية

ان تطوير وتنشيط الاسواق المالية العربية سيساعدها على ان تلعب دورا هاما في استقطاب المدخرات وتوجيهها الى اكثر القنوات الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الاموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الاموال الاجنبية للمنطقة العربية.

المطلب الاول: نشأة الاسواق المالية العربية وأهميتها

تمكنت الاسواق المالية في الدول العربية من ان تكون قنوات مهمة لتعبئة الادخارات والتخصيص الكفاء للموارد، من خلال مساهمتها في تمويل استثمارات المؤسسات الحكومية والخاصة في الاصول المنتجة وغالبا ما كان يتم هذا التمويل على شكل قروض مما زاد من مديونية المؤسسات الى جانب وجود قطاع عام وعاجز، ولم تتجو من هذا حتى الدول التي كانت خلال سنوات قليلة مضت تحقق فائض على حاجياتها المحلية، امام هذا الاتجاه نحو عولمة الاسواق المالية وتفاقم المديونية وعزوف الاسواق المالية الدولية عن تقديم قروض جديدة، كان على الدول العربية اعادة النظر في انظمتها المالية ومن بينها تطوير اسواقها المالية.¹

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها اسواق الاوراق المالية 12 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، الذي أنشأ قاعدة بيانات الاسواق العربية بهدف جمع البيانات حول أنشطة البورصات العربية، ومعالجتها بصورة منسقة، واعداد مؤشرات ادائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنتظمة، لزيادة الوعي الاستثماري في هذه الاسواق، وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.²

يعود تاريخ تأسيس اغلب اسواق الاوراق المالية العربية الى فترات السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، باستثناء سوق مصر الذي يعتبر اول سوق عربي للأوراق المالية 1883، تلتها بورصة بيروت 1920، ولم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانينات سوى ستة بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والاردن والكويت ولبنان، وفي عام 1989 شهادة المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي، سوق مسقط للأوراق المالية، وسوق بغداد المالي، اضافة الى سوق الاسهم السعودي، اما العقد الاخير من القرن العشرين فقد شهد تطورات ملحوظة في مجال انشاء بورصات جديدة في كل من السودان، قطر، فلسطين، الامارات، والجزائر.

¹ سامية زيطاري، (ديناميكية اسواق الاوراق المالية في الدول الناشئة - حالة اسواق الاوراق المالية العربية-)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص 97.

² موقع صندوق النقد العربي، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/14):

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

وتكتسي عملية انشاء بورصات عربية فاعلة داخل الوطن العربي اهمية بالغة خاصة في ظل التطورات والاحداث العالمية المتمثلة في توسع عمليات التحرير والانفتاح، او تلك الاحداث التي عرفتھا المنطقة العربية بتوجه برامج الاصلاح الاقتصادي اساسا للتأكيد على دور القطاع الخاص في دعم عملية التنمية الاقتصادية ويمكننا ان نبرز اهمية وجود بورصات للأوراق المالية فاعلة داخل الوطن العربي في النقاط التالية:¹

- تعول الحكومات العربية على بورصات الاوراق المالية في انجاح عملية الخصخصة من خلال طرح اسهم الشركات العامة للتداول والاكتتاب.
- تساهم بورصة الاوراق المالية بشكل اساسي في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية على اساس تنافسي ما يرفع من كفاءة أداء المؤسسات داخل الاقتصاد.
- لا غنى عن بورصات عربية متطورة وذات كفاءة عالية ومتكاملة مع بعضها لاستعادة الاموال العربية المهاجرة.
- ان وجود بورصات عربية ذات كفاءة وتضم شريحة واسعة من المتعاملين يساعد السلطات النقدية في الدول العربية على ادارة سياستها النقدية بفاعلية اكبر.
- يساعد وجود بورصات اوراق مالية ذات كفاءة، الحكومات العربية على تنمية الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين.
- ان دور الرقابة غير الرسمية على أداء الشركات الذي تمارسه البورصات سيحفز هذه الشركات على تحسين ادائها وعلى رفع ارباحها ومعدلات نموها سنويا.
- يساهم وجود بورصات عربية فاعلة على ظهور مشاريع جديدة وتوسيع أخرى ما يوفر العديد من فرص العمل التي تسمح بتخفيض معدلات البطالة وكذلك يرفع من حجم الانتاج الوطني.

المطلب الثاني: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية

رغم ما تشهده البورصات العربية من تطورات واصلاحات فإنها مازالت تتسم ببعض السمات المشتركة التي تجعلها في حاجة الى مزيد من التطور، واهم هذه السمات ما يلي:²

- 1- ضيق نطاق السوق:** ويعزى ذلك الى محدودية عرض ادوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليه في هذه الاسواق. وترجع اهم اسباب ضعف الطلب الى استحواذ معاملات الافراد على حجم التعامل في الاسواق العربية، وعلى سبيل المثال يستحوذ الافراد على 80% من حجم التعامل في السوق المصرية بينما تستحوذ

¹ خلفاوي عبد الصمد، (دور الاسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين 2000-2017)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة الجلفة، الجزائر، 2020، ص 89.

² يوسف مسعداوي، كفاءة الاسواق المالية العربية - دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر -، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، العراق، 2014، ص 115 - 144.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

- المؤسسات على 20% وهو عكس ما هو موجود في اسواق الدول المتقدمة، الى جانب ذلك توجد اسباب اخرى لضعف الطلب، ومنها انخفاض العائد على الاوراق المالية، بالإضافة الى قصور الوعي لدى جمهور المدخرين، وجود بعض القيود على طرح اصدارات اوراق مالية لأسواق عربية في اسواق عربية اخرى.
- 2- **تركز عمليات التداول:** تعاني معظم البورصات العربية من تركيز عمليات التداول في عدد محدود من الاسهم، وهو ما يعكس صغر عدد الاسهم ذات الجاذبية، اضافة الى انخفاض جودة غالبية الاسهم المدرجة.
- 3- **ضعف التنوع في الاوراق المالية:** تتسم الاسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الاوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيودا على المستثمرين لتنوع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر.
- 4- **ضعف درجة السيولة:** ان من الوظائف الاساسية لسوق المال الكفاء هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها، لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع البورصات العربية ضعف في سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية او السنوية، وكذلك انخفاض عدد ايام التداول، والتي يبلغ متوسطها 59 يوما في السنة.
- 5- **التقلبات الشديدة في الاسعار:** تتسم البورصات العربية بشده التقلبات في حركة الاسعار باعتبارها اسواق ناشئة حيث تعتمد هذه الاسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض واطدار مزيد من الاسهم مع اعتماد اقل على الارباح المحتجزة، وهذا بدوره يؤدي الى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة.

المطلب الثالث: معوقات وتحديات اسواق المال العربية

تشهد الاسواق المالية في الدول العربية عموما مجموعة من العوائق، التي تحول بينها وبين ارتقائها الى اسواق متطورة او حتى ناشئة، وفي المقابل تواجه هذه الاسواق تحديات لتخطي العراقيل، كي تتمكن من لعب الدور المنوط بها. تتمثل اهم تلك المعوقات في النقاط التالية:¹

- 1- **معوقات تشريعية:** تعاني معظم الاسواق المالية العربية من قصور في التشريعات التي تحكم نشاطها، خاصة في ما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين، فمنها الاسواق التي لم تشهد ابدا صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفات المشبوهة، وبعض الاسواق العربية تقتر الى آلية الرقابة وضبط الممارسات غير الشرعية وبالتالي لا تشهد عقوبات بشكل قاطع للسلوكيات المخالفة لنظام السوق. كذلك عدم قدرة بعض قوانين ولوائح اسواق الاوراق المالية في بعض الدول العربية، والتي تم اعدادها في مراحل سابقة دون اعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط، على مواكبة التطورات المستمرة في اسواق الاوراق المالية الدولية.

¹ نوال بن لكحل، "واقع الاسواق المالية العربية وسبل تطويره"، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 13، الجزائر، 2015، ص 151-168.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

2- **معوقات تنظيمية:** تظهر من خلال غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور الذي تقوم به هيئة الرقابة على الاسواق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا واداريا، فهي مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها، كذلك غياب التشريعات التي تحدد انشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والايذاع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الاجهزة المساندة، مما أدى الى زيادة التقلبات في أسعار الاسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الاسواق العربية الى شركات الترويج وضمان الاكتتاب

أيضا مما هو جدير بالذكر، عدم امكانية تبادل تسجيل الاوراق المالية بين الاسواق، وفرض بعضها قيودا على الاستثمار الاجنبي، اضافة الى وجود تباين كبير في قواعد اصدار القيم المنقولة، وكذا ادراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الاولي والثانوي، وهو ما يجعل هذه الاسواق تتصف بمحدودية الادوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

3- **المعوقات الهيكلية:** من خلال تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية، اضافة الى عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الارباح وليس كواجب وطني، وعدم استفادة المصارف العربية من وجود اسواق اوراق مالية كمصادر مالية طويلة الاجل.

4- **محدودية الادوات المالية:** تعاني الاسواق المالية العربية من ضآلة حجم وعدد الاصدارات، مما يحرم السوق من تنوع الادوات المالية المتداولة فيها، ويرجع ذلك أساسا الى النقاط التالية:

- صغر حجم الاوراق المالية المعروضة في السوق نتيجة تباطؤ برامج الخصخصة واعتماد الحكمة بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجاتها المالية.
- قصور نظام المعلومات الذي يفتقد في كثير من الاحيان الى الوضوح والتبسيط، مما يجعله غير مفيد خصوصا لصغار المدخرين والمستثمرين.
- الافتقار الى المؤسسات صانعة السوق المتمثلة في بنوك الاستثمار، التي توكل اليها مهمة صناعة الاسواق، من خبرات وقدرات مالية وبشرية، القادرة على انشاء المشاريع وتسعير اصدارها وضمان الترويج لعمليات الاكتتاب فيها.
- ضآلة وجمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك، التي تعتبر من أهم المؤسسات المالية التي يمكن أن تلعب دورا رئيسيا في تنشيط الاسواق المالية، من خلال ما يمكن أن توظفه من أموال في الاوراق المالية بالسوق الاولي، الى جانب تنشيطها لعملية التداول من خلال ما يمكن ان تطرحه هذه البنوك مما بحوزتها من أوراق مالية بالسوق الثانوي.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

المطلب الرابع: نظرة عامة حول أداء الاسواق المالية العربية 2019-2020

عملت الدول العربية على انشاء وتطوير البورصات، وهذا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو مختلف الأوعية الاستثمارية، ورغم هذا التعدد والانتشار النسبي لأسواق الاوراق المالية العربية وكذلك الاهتمام المتزايد بتنشيطها، الا ان هذه الاسواق لم تكتسب بعد سمات الاسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الامر في الدول المتقدمة.

الجدول رقم (03): تطور اداء الاسواق المالية العربية 2019-2020

مارس 2020	ديسمبر 2019	نسبة التغير بين الفترتين (%)	مارس 2020	مارس 2019	نسبة التغير بين الفترتين (%)
307.8	381.5	-19.3	307.8	353.8	-13.0

المصدر: موقع صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية للربع الاول من سنة 2020.

يظهر الجدول اعلاه تطورات أداء الاسواق المالية العربية لسنة 2019 و 2020 والمتمثلة في:¹

- تراجع اداء الاسواق المالية العربية عن الربع الاول من عام 2020 بشكل كبير، ليعكس بذلك التحسن الذي عرفته هذه الاسواق على مدار الفترات الربعية الاربعة الماضية. ويعزى السبب الرئيسي لهذا التراجع، الى المخاوف الاقتصادية المرتبطة بتداعيات انتشار فيروس كورونا المستجد (COVID-19)، الى جانب التراجع الحاد في مستويات اسعار النفط العالمية. حيث شهد هذا الربع الاول تراجع المؤشرات السعرية لجميع الاسواق المالية العربية باستثناء سوق مالي واحد.
- في ضوء ذلك سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الاسواق المالية العربية مجتمعة، تراجعاً كبيراً بلغت نسبته 19.3 في المائة عن الربع الاول من 2020، مقابل الارتفاع بنسبة 2.1 في المائة عن الربع الذي سبقه.
- هذا وقد انخفضت القيمة السوقية الاجمالية لمجموع الاسواق المالية العربية بشكل ملموس، لتبلغ نحو 2618 مليار دولار بنهاية مارس 2020 مقارنة بنحو 3161 مليار دولار بنهاية الربع الرابع 2019.
- اما في ما يتعلق بمؤشرات التداول، فقد شهد التحسن خلال الاشهر الثلاثة الاولى من عام 2020 بالمقارنة مع الربع الرابع من 2019. من جانب اخر، سجل صافي تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصات العربية مجتمعة خلال الربع الاول من عام 2020، صافي تدفق سالب.

¹ صندوق النقد العربي، أداء اسواق الاوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الاول، العدد 100، 2020، ص7-8، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/03):

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

المبحث الثاني: تجارب بعض الدول العربية في التعامل بالمبتكرات المالية

ترسخت اهمية استخدام المبتكرات المالية بوصفها جانبا استثماريا فعالا في العقدين الاخيرين من القرن العشرين، اذ حظيت بقبول واسع وأصبحت من أهم المجالات الاستثمارية، وانتشرت لتشمل حاليا بعض الدول العربية، كما ان باقي الدول العربية أولتها اهتمام كبير وجانب معين من الدراسة والتقييم لإدخالها الى السوق المالي.

المطلب الاول: سوق ناسداك دبي للعقود المستقبلية

قامت سوق عقود ناسداك دبي المستقبلية للأسهم بجذب العديد من التداولات منذ بدايتها حيث أن السوق توسعت لتشمل العقود المستقبلية لمؤشرات دولة الإمارات كما أنها دخلت مرحلة جديدة من التوسع عن طريق إضافة العقود المستقبلية على الأسهم والمؤشرات للمملكة العربية السعودية.

اولا- لمحة عن سوق ناسداك دبي للعقود المستقبلية:

يجد المستثمرون الدوليون والاقليميون في العقود المستقبلية فرص فريدة ومتنوعة تتيح لهم الحصول على الارباح الناتجة عن تحركات السوق، وتمكنهم من التحوط وتغطية مراكزهم في السوق.

وتتوافر العقود المستقبلية للأسهم المفردة لدى ناسداك دبي للتداول على اسهم مجموعة من الشركات الرائدة عالية السيولة في كل من الامارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية. وتشمل هذه العقود المؤشر العام لسوق دبي المالي، والمؤشر العام ابوظبي للأوراق المالية، ومؤشر MSCI للأسواق الناشئة في الامارات.

وتمتاز ناسداك دبي بكونها السوق المالية الوحيدة التي يجري فيها تداول العقود المستقبلية للشركات المدرجة في الاسواق الإقليمية. وتشكل هذه السوق ثمرة تعاون بين ناسداك دبي ومجموعة من الشركات الرائدة المشاركة في اسواق رأس المال، ومن ضمنها شعاع كابيتال، والرمز كابيتال، اللتان تقدمان خدمات صناعة السوق، علاوة على شركات الوساطة ميناكورب للخدمات المالية، والرمز كابيتال، وارقام كابيتال، والمجموعة المالية هير ميس، الاوراق المالية، والصفوة مباشر، ونعيم للأسهم والسندات، وشركة الاوراق المالية والاستثمار - الامارات (سيكو الامارات)، وبيت الوساطة للاوراق المالية.¹

¹ ناسداك دبي، العقود المستقبلية للأسهم - فرص استثمارية جذابة وحماية من مخاطر تقلبات الاسواق، ورافعة مالية لمضاعفة عوائد المستثمرين، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/06):

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

تحظى بورصة ناسداك دبي باهتمام كبير من قبل المستثمرين في منطقة الخليج والشرق الاوسط بوجه عام، وهذا راجع الى ما يلي:¹

- **مشاركته اوسع:** فضلا عن تقديم الشفافية والتنظيم، توفر خدمة المشتقات في بورصة ناسداك دبي سهولة الوصول الى السوق المركزي، وهذه الميزات تسمح للمشاركة في السوق على نطاق اوسع، فجميع اعضاء ناسداك دبي قادرون على الانضمام ليصبحوا اعضاء المشتقة.
 - **زيادة السيولة:** سوق المشتقات في الامارات العربية المتحدة القائمة يهيمن عليه تداولات OTC بين عدد محدود من البنوك الاستثمارية الكبرى، فوجود صناع السوق متخصصين يوفرون السيولة على الشاشة فبالتالي يعززون حجم التداول الكلي.
 - **خفض مخاطر الطرف المقابل:** من خلال توفير مقاصة مركزية، فبورصة ناسداك دبي بمثابة الطرف المقابل لجميع الصفقات وبالتالي تقليل مخاطر الائتمان للمشاركين في السوق.
 - **المنتجات:** ناسداك دبي تقدم العقود المستقبلية على الاسهم والمؤشرات المدرجة في بورصتها.
- ثانياً - امكانيات السوق:

تولد تحركات اسعار الاسهم فرصا كبيرة لمستثمري العقود المستقبلية، سواء ارتفعت الاسعار او هبطت.

الشكل رقم (05): نشاط بعض الشركات في سوق دبي المالي



المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

¹ عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل اسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود/ البنوك والاسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 70-71.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

نلاحظ من خلال الشكل البياني ان أداء الشركات في التداول بالعقود المستقبلية (شركة المراعي، شركة اعمار العقارية، وشركة اتصالات) في سوق دبي المالي خلال الفترة ما بين (جانفي 2015 - جوان 2018) مستقر الى حد ما ولم يشهد تذبذب كبير، وقد يرجع ذلك الى التحكم في التعامل بمثل هذا النوع من الادوات المالية بالرغم من حداثة التجربة.

ثالثاً - العقود المستقبلية للاسهم المفردة: الشركات الإماراتية والسعودية:

تقدم العقود المستقبلية للاسهم المفردة للمستثمرين فرصة الحصول على الارباح الناتجة عن تحركات اسعار الاسهم من خلال عقد موحد بين طرفين لبيع أو شراء اسهم في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه اليوم، وتمكنهم كذلك من التحوط وتحديد مراكزهم في السوق.

ففي حال توقع المستثمر ارتفاعا في أسعار الاسهم سيقوم بشراء العقود المستقبلية للحصول على الارباح الناتجة عن ارتفاع الاسعار، في حال توقع هبوط اسعار الاسهم سيقوم ببيع العقود المستقبلية للحصول على الارباح الناتجة عن هبوط الاسعار.¹

الجدول رقم (04): العقود المستقبلية لأسهم الشركات الاماراتية في سوق ناسداك دبي

توفر سوق ناسداك دبي للعقود المستقبلية للأسهم المفردة عقوداً على الشركات الإماراتية التالية:

أصل محل السهم	عملة التداول	أصل محل السهم	عملة التداول
بنك أبو ظبي التجاري	الدرهم الإماراتي	دي إكس بي إنترتينمنتس	الدرهم الإماراتي
الدار العقارية	الدرهم الإماراتي	إعمار للتطوير	الدرهم الإماراتي
أرابتك القابضة	الدرهم الإماراتي	إعمار مولز	الدرهم الإماراتي
أدنوك للتوزيع	الدرهم الإماراتي	إعمار العقارية	الدرهم الإماراتي
داماك العقارية دبي	الدرهم الإماراتي	اتصالات	الدرهم الإماراتي
موانئ دبي العالمية	الدولار الأمريكي	بنك أبوظبي الأول	الدرهم الإماراتي
سوق دبي المالي	الدرهم الإماراتي	الاتحاد العقارية	الدرهم الإماراتي
دبي للإستثمار	الدرهم الإماراتي	جي إف أتش المالية	الدرهم الإماراتي
بنك دبي الإسلامي	الدرهم الإماراتي		

* قد تخضع قائمة الشركات للتغيير، للاطلاع على أحدث البيانات والمعلومات، يُرجى زيارة www.nasdaqdubai.com/futures
* سعر التسوية سيكون بالدرهم الإماراتي أو الدولار الأمريكي

المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

¹ ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

الجدول رقم (05): مواصفات العقود المستقبلية على اسهم الشركات الاماراتية

مواصفات العقد	
أصل محل العقد	أسهم يتم تداولها في أسواق الأسهم الإماراتية.
العملة	سيتم تسعير العقود بنفس عملة الورقة المالية الأساسية في السوق. و ستتم التسوية بالدرهم الإماراتي أو بالدولار الأمريكي.
مدة العقود	شهر شهرين، و 3 أشهر
أدنى حركة سعرية (tick size)	0.001
الحدود السعرية اليومية	نسبة ارتفاع 20% وانخفاض 15% عن الإغلاق السابق
نوع التسوية	تقديية
سعر التسوية في تاريخ الانتهاء	سعر إغلاق المتوسط المرجح لحجم الأسهم محل العقد باستغلال آخر 30 دقيقة.
يوم إنتهاء العقد (يوم التداول الأخير)	الخميس الثالث من الشهر الذي ينتهي فيه العقد. في حال لم يكن هذا اليوم يوم عمل، فأخر يوم للتداول سيكون يوم العمل السابق للخميس الثالث من الشهر.
يوم التسوية	يوم العمل الذي يلي تاريخ الانتهاء
إدراج عقود جديدة	يوم الخميس الثاني من الشهر الذي ينتهي فيه العقد. (مثال: الخميس الذي يسبق يوم انتهاء العقد)
ساعات التداول	الأحد - الخميس، من الساعة 10:00 صباحاً إلى الساعة 2:00 مساءً
حجم العقد	100

المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

الجدول رقم (06):العقود المستقبلية لاسهم الشركات السعودية في سوق ناسداك دبي

توفر سوق ناسداك دبي للعقود المستقبلية للأسهم المفردة عقوداً على الشركات السعودية التالية:			
العملة	أصل محل السهم	العملة	أصل محل السهم
ريال سعودي	شركة رايف للتكرير والبتروكيماويات	ريال سعودي	مصرف الإنماء
ريال سعودي	شركة التعدين العربية السعودية	ريال سعودي	شركة المراعي
ريال سعودي	الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)	ريال سعودي	مصرف الراجحي
ريال سعودي	شركة الأسمنت السعودية	ريال سعودي	مجموعة الطيار للسفر
ريال سعودي	الشركة السعودية للكهرباء	ريال سعودي	شركة دار الأركان للتطوير العقاري
ريال سعودي	شركة كيان السعودية للبتروكيماويات	ريال سعودي	شركة إتحد اتصالات

* قد تخضع قائمة الشركات للتغيير، للاطلاع على أحدث البيانات والمعلومات، يُرجى زيارة www.nasdaqdubai.com/futures

* سعر التسوية سيكون بالدرهم الإماراتي أو الدولار الأمريكي

المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

الجدول رقم (07): مواصفات العقود المستقبلية على اسهم الشركات السعودية

مواصفات العقد	
أصل محل العقد	أسهم يتم تداولها في السوق المالية السعودية.
العملة	سيتم تسعير العقود بنفس عملة الورقة المالية الأساسية في السوق الرئيسية. و ستكون عملة التسوية بالدرهم الإماراتي أو بالدولار الأمريكي حسب إختيار أعضاء المقاصة
مدة العقود	شهرين، و 3 أشهر
أدنى حركة سعرية (tick size)	0.001
الحدود السعرية اليومية	نسبة ارتفاع 20% وانخفاض 15% عن الإغلاق السابق
نوع التسوية	نقدية
سعر التسوية في تاريخ الانتهاء	تكون قيمة التسوية النهائية للتسوية النقدية لأي عقد منتهي هي القيمة السوقية في آخر يوم تداول لهذا العقد.
يوم إنتهاء العقد (يوم التداول الأخير)	ثالث خميس من كل شهر. في حال لم يكن هذا اليوم يوم عمل، فأخر يوم للتداول سيكون يوم العمل السابق للخميس الثالث من الشهر
يوم التسوية	يوم العمل الذي يلي تاريخ الانتهاء
إدراج عقود جديدة	ثاني خميس من كل شهر (مثال: الخميس الذي يسبق يوم انتهاء العقد)
ساعات التداول	الأحد - الخميس، من الساعة 11:00 صباحاً إلى الساعة 4:10 مساءً (بتوقيت الإمارات)
حجم العقد	100

المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

رابعاً - العقود المستقبلية للمؤشرات:

التعاقد على مؤشرات الاسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الاخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، يدفعها البائع اذا كانت قيمة المؤشر اعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري اذا كان سعر الشراء اعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف ويختلف قدرها من مؤشر الى اخر.¹

وتقدم العقود المستقبلية للمؤشرات للمستثمرين فرصة الحصول على الارباح الناتجة عن تحركات سعر سلة الاسهم في المؤشر من خلال عقد موحد بين طرفين لبيع أو شراء مؤشر في تاريخ مستقبلي لمعين بسعر متفق عليه اليوم، تمكنهم كذلك من التحوط وتحديد مراكزهم في السوق.

¹ مسعودة نصبة، عقود المعاملات الحديثة - إجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق راس المال الاسلامي-، (دار مجدلاوي للنشر والتوزيع،

الاردن، 2018)، ص 144.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

ففي حال توقع المستثمر ارتفاعاً في اسعار سلة الاسهم في المؤشر سيقوم بشراء العقود المستقبلية للحصول على الارباح الناتجة عن ارتفاع الاسعار، اما في حال توقع هبوط اسعار سلة الاسهم في المؤشر متى يقوم ببيع العقود المستقبلية للحصول على الارباح الناتجة عن هبوط الاسعار.¹

الجدول رقم (08): المؤشر العام لسوق دبي المالي والمؤشر العام لسوق ابوظبي

المؤشر العام لسوق دبي المالي و المؤشر العام لسوق أبوظبي				
المؤشرات الأساسية	رمز العقد	حجم العقد (معامل الضرب)	العملة	فترة صلاحية العقد
المؤشر العام لسوق دبي المالي ¹	DFMGI	10	الدرهم الإماراتي	عقدان ربع سنويين متتاليان
المؤشر العام لسوق أبوظبي ²	ADI	10	الدرهم الإماراتي	عقدان ربع سنويين متتاليان

المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

الجدول رقم (09): مواصفات العقد المستقبلي لمؤشرات سوق دبي المالي وسوق ابو ظبي

مواصفات العقد	
أدنى حركة سعرية (tick size)	1
الحدود السعرية اليومية	نسبة ارتفاع 20% وانخفاض 15% عن الإغلاق السابق (قابلة للتغير)
نوع التسوية	نقدية
سعر التسوية في تاريخ الانتهاء	متوسط الدقائق الثلاثين الأخيرة من قيمة المؤشر الأساسي (محسوبة وفقاً لإجراءات التفاضل و التسوية و إدارة المخاطر للمشتقات المالية)
يوم إنتهاء العقد (يوم التداول الأخير)	الخميس الثالث من الشهر الذي ينتهي فيه العقد. في حال لم يكن هذا اليوم يوم عمل، فأخر يوم للتداول سيكون يوم العمل السابق للخميس الثالث من الشهر.
يوم التسوية	يوم العمل الذي يلي تاريخ الانتهاء
إدراج عقود جديدة	يوم الخميس الثاني من الشهر الذي ينتهي فيه العقد.
ساعات التداول	الأحد - الخميس، من الساعة 10:00 صباحاً إلى الساعة 2:00 مساءً
مدة العقود	عقدان ربع سنويين متتاليان (مثال: يوليو و سبتمبر)

المصدر: ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

¹ ناسداك دبي، المرجع السابق.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

1- مزايا العقود المستقبلية للاسهم الإماراتية:

تمتاز العقود المستقبلية للاسهم الاماراتية ب:¹

- اسواق الاسهم الإماراتية هي اسواق عالية السيولة، وهو عامل يخلق انماط تداول نشط.
- ساهم انضمام دولة الامارات الى مؤشر مورغان ستانلي الاسواق الناشئة MSCI في زيادة حجم التدفقات المالية الداخلة.
- يعد اجمالي الناتج المحلي الاماراتي ثاني اكبر اجمالي على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي مع توقع صندوق النقد الدولي نموه بنسبة 3.4% في العام 2018.

2- مزايا العقود المستقبلية للاسهم السعودية:

تمتاز العقود المستقبلية للاسهم السعودية ب:²

- تمتاز ناسداك دبي بكونها السوق المالية الوحيدة التي يجري فيها تداول العقود المستقبلية للشركات المدرجة في الاسواق السعودية.
- سوق الاسهم السعودية هي الاكبر خليجيا من حيث القيمة السوقية واجمالي الصفقات.
- بدأت المملكة العربية السعودية برنامج خصخصة واسع النطاق في اطار رؤية 2030، والذي يندرج ضمن توجهه نحو التشجيع ضخم من استثمارات الأجنبية في اسهمها.
- يزيد الطرح العام الاول المتوقع لأرامكو السعودية الى مؤشر فوتسي (FTSE) من الاسواق الناشئة الى تركيز المستثمرين على الشركات المدرجة في السوق السعودية بشكل كامل.

¹ ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

² ناسداك دبي، نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

المطلب الثاني: سوق الكويت المالي لعقود الخيار

اولاً- نشأة وتطور سوق الخيارات الكويتية:

ان سوق الكويت للأوراق المالية شهدت في السنوات الاخيرة خطوات هامة في مجال تطوير بنيتها التشريعية والتكنولوجية، وتعزيز مكانتها على مختلف الاصعدة المحلية والدولية، كما أولت السوق تطوير البحث العلمي ونشر المعلومات والاحصائيات والمؤشرات المالية، اهمية خاصة لما لها من تأثير على رفع مستوى الوعي المرتبط بسوق رأس المال، وقد شهدت سوق الكويت المالي تطورات على مستوى ادخال ادوات استثمارية جديدة مثل عقود الخيارات الذي تم تطبيقه في 28 مارس 2005.¹

ثانياً- خصائص سوق الخيارات الكويتية:

- منح سوق الكويت للأوراق المالية المركز المالي الكويتي الموافقة على تقديم خدمة الخيارات وبالضبط خيارات الشراء call options في 28 مارس 2005، لتكون بذلك أول سوق عربية يتداول فيها هذا النوع من العقود.

- تصدر عقود الخيارات أو ما يعرف ببيع العربون في الكويت، من نوع الخيارات الأمريكية أي التي يمكن تنفيذها قبل تاريخ استحقاقها على مدد 3 اشهر، 6 اشهر، 9 اشهر وسنة. حددت كميات البيع والشراء بحيث ان لا تقل عن 1000 سهم للعقد ولا تزيد عن 100 ألف سهم، على ان تكون العقود الاخرى من مضاعفات الألف سهم.

- يتم تداول عقود الخيارات في السوق الثانوية الكويتية داخل قاعة التداول بعد اغلاق السوق المالية من الساعة 12 و 45 دقيقة الى الساعة 1 و 15 دقيقة بعد الظهر أي لمدة نصف ساعة يومياً، قررت ادارة السوق بعد ذلك انشاء لجنة لمتابعة وتطوير سوق الخيارات في الكويت. وفي اول يوم من التداول اي 28 مارس 2005 تم تداول 75 عقداً، بقيمة اجمالية وصلت الى 150,000 دينار كويتي، تمت على اسهم 13 شركة منتقاة من مختلف القطاعات. وقام المركز المالي المكلف بإدارة سوق الخيارات بإنتقاء الاسهم التي تتم عليها العقود وفقاً لعدة معايير اهمها:²

- القيمة السوقية المرتفعة؛

- السيولة العالية؛

- التذبذب المعتدل.

¹ حياة عوايجية ومفتاح صالح، "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الوادي، الجزائر، 2017، ص 73-86.

² محفوظ جبار ومريم عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الاسواق الصاعدة- دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010، ص 19-44.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

ثالثاً - هيكله التمويلي والمشتقات في سوق الكويت لعقود الخيار:

ويتضح ذلك من خلال العناصر التالية:¹

1- عمليات صانع السوق:

يتميز فريق التمويل المهيكل بكونه المصدر الوحيد للخيارات على الأسهم في الكويت، حيث يعمل دائماً على توسعة وتنمية قدراته لإدارة وإصدار المشتقات إقليمياً، ويعتبر التمويل المهيكل قدرة استراتيجية رئيسية توفر للعملاء حلول مالية خلاقية وتعطي الحماية للاستثمارات المهيكلة.

ونظم "المركز المالي الكويتي" برامج تعليمية عديدة لمساعدة المستثمرين والمتداولين ليتعرفوا على مزايا ومخاطر التداول بخيارات الأسهم، ويلتزم "المركز" التزاماً جدياً في البناء على تجربته في مجال المشتقات نحو تطوير نظام تداول أيتو في بورصة الكويت (سوق الكويت للأوراق المالية سابقاً) حيث يتمكن المستثمرون من شراء وبيع خيارات شراء على النمط الأمريكي وخيارات بيع خلال فترة التداول الرسمية للسوق.

2- آليات التعامل في سوق الخيارات الكويتية:

في عام 2001، اقترح "المركز المالي الكويتي" على بورصة الكويت تأسيس إطار لتداول الخيارات على الأسهم في الكويت، واستعان "المركز" بخبراء لإجراء دراسات مكثفة مستخدماً بيانات تاريخية لقياس المخاطر الناتجة عن تجارة الخيارات، وبناء على تحليل أفضل الممارسات الدولية وخصائص سوق الكويت للأوراق المالية وطبيعة المخاطر وحاجات المستثمرين، اقترح "المركز" آلية لتداول الخيارات في البورصة.

يتم تداول عقود الخيارات في السوق الثانوية داخل قاعة التداول لسوق الكويت للأوراق المالية في أيام التداول الرسمية من الساعة 12 و 45 دقيقة إلى الساعة 1 و 15 دقيقة ظهراً، حيث يقوم صانع السوق بطرح أسعار عرض وأسعار طلب لجميع عقود الخيارات عبر شاشات العرض، ويقوم الراغبون في شراء تلك العقود من صانع السوق بإرسال أوامر الشراء إلى وسطائهم الذين يكلفون بتنفيذ تلك الأوامر، وبعد تنفيذ الصفقات يقوم كل وسيط بتسليم المستثمر عقد شراء يحتوي على مكونات الصفقة المنفذة ومبلغ الشراء المطلوب دفعه في هذه الحالة يتوفر أمام مشتري الخيار وسيلتان لتسوية عقده:

- أما إن يعيد بيع عقد الخيار إلى صانع السوق بسعر الطلب المحدد مسبقاً من قبل المصدر (صانع السوق)؛
- أو دفع قيمه الخيار المتمثلة في حاصل ضرب سعر التنفيذ في عدد الاسهم محل الخيار لصانع السوق الذي بدوره يقوم بتحويل الاسهم (عن طريق شركة المقاصة الكويتية) إلى حسابه.

¹ المركز المالي الكويتي، المشتقات، نقلاً عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/05):

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

وتجدر الإشارة الى ان عقود الخيارات، شأنها في ذلك شأن بقية الادوات المالية، تنتشر على اللوحات الالكترونية مع كافة التفاصيل عن الصفقات التي تعقد كل يوم.¹

رابعا- هيكله صندوق فرصة المالي:

في نوفمبر 2003، منح "المركز المالي الكويتي" الموافقة على إصدار عقود الخيارات، وفورا قام "المركز" بإطلاق صندوق مركز فرصة وهو أول صندوق للمشتقات في الشرق الأوسط ومصمم لتزويد العملاء بفرص استثمارية فريدة والمساهمة في تطوير بورصة الكويت. وطور "المركز" نظام تداول الخيارات في بورصة الكويت، وتم اختبار وقياس النظام باستمرار حتى مارس 2005 حين بدأ صندوق فرصة بإصدار خيارات شراء على مجموعة من الأسهم المدرجة للمرة الأولى في الكويت، ويوفر صندوق السيولة على كل عقود الخيارات عبر تقديم أسعار الطلب والعرض.²

ويهدف صندوق فرصة المالي الى تحقيق عوائد ثابتة مع تقلبات منخفضة من خلال الاستثمار في اسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، واصدار وبيع ادوات المشتقات (خيارات الشراء) على الاسهم المدرجة في بورصة الكويت.³

كما يسعى أيضا الى تنمية رأس المال من خلال استثمار الاموال لصالح من يرغب من المواطنين الكويتيين ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي والاجانب اشخاصا طبيعيين واعتباريين وفقا للقانون وذلك في مجال إدارة وتنفيذ عمليات وتداولات الخيارات المالية وبأية أدوات مالية جديدة توافق إدارة السوق والهيئة على إدارتها وتداولها بالإضافة الى الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في البورصة بناء على أسس ودراسات وافية لتحقيق أعلى عائد ممكن وبمخاطر محدودة. يقوم الصندوق ايضا باستثمار الفوائض المالية في الاصدارات الاولية، والسندات الصادرة عن حكومة دولة الكويت أو بضماناتها، والاكتتابات العامة المتوقع ادراجها بما في ذلك استخدام أية ادوات مالية جديدة توافق إدارة السوق والهيئة على تداولها. كما يمكن استثمار الفوائض بشكل ودائع قصيرة الاجل لحين توافر فرص استثمارية اخرى.⁴ وفيما يلي نستعرض أداء الصندوق من بدايته في 2003 حتى مارس 2020 من خلال الجدول التالي:

¹ محفوظ جبار ومريم عديلة، مرجع سابق، ص 19-44.

² المركز المالي الكويتي، مرجع سابق.

³ تقرير مدير صندوق فرصة المالي، مارس 2020، نقلا عن الانترنت،(تاريخ الاطلاع 2020/08/05):

<https://www.markaz.com/Investment-Products/GCC-MENA-Equities/Forsa-Financial-Fund>

⁴ صندوق فرصة المالي، النظام الاساسي، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/16):

<https://www.markaz.com/getmedia/99f7dd60-f223-44e1-ba5f-fcc214f3f9a7/AoA-Forsa-Financial-Funds-07Feb2017.aspx>

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

الجدول رقم (10): أداء صندوق فرصة المالي الفترة بين في نوفمبر 2003 - مارس 2020

أداء الصندوق	
16.3%	اجمالي العائدات (نوفمبر 2003- ديسمبر 2004)
62.2%	اجمالي العائدات (نوفمبر 2003- ديسمبر 2006)
-40.4%	اجمالي العائدات (ديسمبر 2006- ديسمبر 2009)
-0.3%	اجمالي العائدات (ديسمبر 2009- ديسمبر 2012)
-8.5%	اجمالي العائدات (ديسمبر 2012- ديسمبر 2015)
20.3%	اجمالي العائدات (ديسمبر 2015- ديسمبر 2018)
1.2%	اجمالي العائدات (منذ البداية- مارس 2020)
0.1%	معدل النمو السنوي الاجمالي (CAGR) منذ البداية
17.26%	التقلبات (SD) (36 شهرا)
18	صافي العائدات (الرصيد)

** اجمالي العائدات: صافي الرسوم

المصدر: صندوق فرصة المالي، النظام الاساسي، نقلا عن الانترنت، مرجع سابق.

يتبين من خلال الجدول ان العوائد (المداخل المحققة من التعامل بعقود الخيارات) التي حققها صندوق فرصة المالي عرفت تذبذب كبير، حيث حقق اعلى عائد 62.2% في الفترة بين نوفمبر 2003 وديسمبر 2006، كما حقق ادنى عائد بنسبة -40.4% في الفترة بين ديسمبر 2006 وديسمبر 2009.

نلاحظ ايضا من خلال الجدول ان الصندوق شهد انهيارا شديدا في اجمالي العائدات في الفترة بين ديسمبر 2006 وديسمبر 2015، ومنطقيا يرجع السبب الى الازمات المالية والاقتصادية المتسارعة التطورات التي شهدتها معظم دول العالم بما فيها الدول العربية ومن اهم هذه الازمات: ازمة الرهن العقاري وهبوط أسعار

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

النفط، بالإضافة الى مجموعة من الظروف المحلية الخاصة بدولة الكويت (سياسية واقتصادية) اثرت سلبا على أداء سوق الكويت المالي بصفة عامة والصندوق بوجه خاص.

المطلب الثالث: سوق السعودية المالي للعقود المستقبلية

اولا - لمحة تاريخية عن هيئة السوق المالية:

نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير رسمية في الخمسينات، واستمر الوضع كذلك إلى أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية للسوق في الثمانينات. وبموجب " نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ تأسست هيئة السوق المالية، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء.

وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية لشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق. وتتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية¹:

- تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية؛
- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛
- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

¹ هيئة السوق المالية السعودية، من الموقع (تاريخ الاطلاع: 2020/06/30) (ساعة الاطلاع: 15:10):

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

ثانياً - الخطة الاستراتيجية للسوق المالية

تسعى الهيئة من خلال هذه الخطة إلى جعل السوق المالية السعودية السوق الرئيسية في الشرق الأوسط ومن أهم الأسواق المالية في العالم، وأن تكون سوقاً متقدمةً وجاذبةً للاستثمار المحلي والأجنبي بما يمكنها من أداء دور محوري في تنمية الاقتصاد وتنويع مصادر دخله، ويمكن توضيح ذلك من خلال مايلي:¹

- 1- برنامج الريادة المالية (2019-2021): ويتكون برنامج الريادة المالية من أربعة محاور، هي:
 - تسهيل التمويل بتعزيز دور السوق المالية في توفير مصادر التمويل للاقتصاد الوطني؛
 - تحفيز الاستثمار بزيادة جاذبية السوق للمستثمرين وتسهيل سبل الاستثمار؛
 - تعزيز الثقة بتطوير البيئة التنظيمية ورفع مستويات الحوكمة والشفافية؛
 - بناء القدرات المعرفية والفنية للمشاركين في السوق.

ويستهدف برنامج "الريادة المالية" تحقيق الأهداف والمبادرات للركيزة الاستراتيجية الثانية والمتعلقة بتطوير سوق مالية متقدمة من خلال تعميق السوق المالية وتطوير سوق الصكوك وأدوات الدين، وتعزيز دور الصناديق في تمويل الاقتصاد الوطني، إضافةً إلى دعم نمو صناعة إدارة الأصول وتعزيز الاستثمار المؤسسي، ورفع جاذبية السوق للمستثمر، وتنويع المنتجات الاستثمارية، وتشجيع الاستثمار وتيسيره لجميع شرائح المستثمرين.

كما يسعى برنامج "الريادة المالية" إلى تعزيز دور السوق المالية السعودية في توفير التمويل وتكوين رؤوس الأموال اللازمة، إضافةً إلى تطوير البنى التحتية وتعزيز استقرار السوق ورفع مستوى الحوكمة والشفافية في السوق المالية. ويطمح إلى رفع مستوى الوعي والثقافة الاستثمارية للمشاركين في السوق المالية وتمكينهم من الوصول إلى البيانات والمعلومات المالية والاقتصادية بيسر وسهولة بما يعود بالنفع على قراراتهم الاستثمارية.

ويهتم برنامج "الريادة المالية" بتطوير البيئة التنظيمية والرقابية للأسواق المالية السعودية، لتعزيز العدالة وضمان حماية المتعاملين في السوق المالية السعودية، إضافةً إلى تعزيز الالتزام بالمعايير الدولية لأسواق المال لجعل السوق المالية المحلية أكثر جاذبيةً ومنافسةً، ولم يغفل البرنامج عن تطوير وتمكين الكوادر البشرية الوطنية للمشاركين في السوق المالية وتأهيلهم لتحقيق الأدوار المنوطة بهم.

- 2- برنامج تطوير القطاع المالي 2030: برنامج "تطوير القطاع المالي" هو أحد برامج تحقيق رؤية المملكة 2030 الاثنا عشر التي تم اعتمادها من مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية، سيشكل البرنامج داعم مهم لحركة التنمية الاقتصادية الوطنية من خلال تنمية القطاع المالي عن طريق عدد من المبادرات تنطوي تحت ثلاث ركائز رئيسية:

¹ هيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

- تمكين المؤسسات المالية من دعم نمو القطاع الخاص؛
- تطوير سوق مالية متقدمة؛
- تعزيز وتمكين التخطيط المالي.

ويعمل على تنفيذ مبادرات البرنامج شركاء رئيسيون هم: (وزارة المالية، مؤسسة النقد العربي السعودي، هيئة السوق المالية). ويسعى البرنامج إلى تطوير القطاع المالي ليكون قطاعاً مالياً متنوعاً وفعالاً لدعم تنمية الاقتصاد الوطني، وتحفيز الادخار والتمويل والاستثمار، وزيادة كفاءة القطاع المالي لمواجهة ومعالجة التحديات. ويسعى البرنامج إلى تحقيق خمسة مستهدفات، هي:

- التنوع المالي؛
- الشمولية المالية؛
- الاستقرار المالي؛
- التحول الرقمي؛
- عمق القطاع المالي.

ثالثاً - الأدوات المتداولة في سوق المشتقات السعودي:

تعلن شركة السوق المالية السعودية (تداول) عن اطلاق سوق المشتقات المالية في يوم 30 اغسطس 2020 وبدأ تداول العقود المستقبلية للمؤشرات كأول منتج مشتقات مالية يتم تداوله في السوق المالية السعودية.

ويمثل هذا الاطلاق خطوة هامة في مساعي تطوير السوق المالية السعودية وتزويد المستثمرين بمجموعة كاملة ومتنوعة من المنتجات والخدمات الاستثمارية، حيث تم تطوير العقود المستقبلية 30 (والتي تتخذ مؤشر "إم تي 30" اساساً لها) لتزويد المستثمرين بأدوات التحول لإدارة المخاطر بشكل أكثر فعالية، وتوفير فرص متنوعه للاستثمار في السوق المالية السعودية.¹

¹ السوق المالية السعودية، شركة تداول، التقرير الاحصائي يوليو 2020، نقلاً عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/07):

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications?locale=ar>

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

رابعاً - خصائص سوق المشتقات السعودي:

أهم خصائص سوق المشتقات السعودي هي ما يلي:¹

- **افتتاح:** تُفتتح السوق من خلال مزاد للعقود المستقبلية، ويكون المزاد بناءً على العروض والطلبات المدخلة خلال افتتاح المزاد، وتُفتتح السوق على أساس متغير بين 9:30:00 صباحاً و 9:30:30 صباحاً لكل يوم تداول.
 - **إغلاق:** سعر آخر صفقة.
 - **التداول اليومي:** تتم عملية المطابقة بناءً على أولوية السعر والوقت.
 - **سعر التسوية اليومية:** يستند سعر التسوية اليومية للعقود المستقبلية على VWAP (المتوسط السعري المرجح على أساس الحجم) لآخر عشر دقائق من يوم التداول، بحد أدنى عشر صفقات في آخر عشر دقائق. وفي حال كان عدد الصفقات أقل من عشر صفقات في آخر عشر دقائق، تطبق السوق السعر المستقبلي النظري (TFP) لحساب القيمة العادلة للعقد عند إغلاق السوق.
 - **سعر التسوية النهائية:** قيمة التسوية النهائية تكون معدل القيمة، مقربة إلى أقرب 0.5 نقطة من المؤشر (القيم 0.25 أو 0.75 سوف تقرب إلى الأعلى)، وسوف تأخذ القيمة كل 15 ثانية أو فترات مشابهة على حسب ما تحدده السوق من وقت لآخر من 14:00 إلى 15:00 مع إضافة قيمة واحدة بعد 15:10:30 من المؤشر في يوم التداول الأخير باستثناء أعلى ثلاث قيم وأقل ثلاث قيم.
 - **وحدة تغير السعر:** سيحدّد الحد الأدنى لتغيير سعر العقود المستقبلية من قبل السوق في مواصفات منتجات المشتقات المدرجة.
 - **أنواع الأوامر:** أمر محدد / أمر السوق.
 - **شروط الأوامر** وتكون كالتالي:
- 1- **التنفيذ أو الإلغاء (FoK)** يعني تنفيذ الأمر كاملاً بمجرد أن يصبح متاحاً للمطابقة. وفي حال عدم تحقق ذلك، يلغى الأمر على الفور. ويجب مراعاة الآتي:
 - الشرط متاح لأوامر السوق والأوامر المحددة؛
 - الشرط غير متاح في الجلستين الأولى والثالثة.
 - 2- **التنفيذ والإلغاء (FaK):** يعني تنفيذ الأمر جزئياً على الأقل بمجرد أن يصبح متاحاً للمطابقة. وفي حال عدم تحقق ذلك، يلغى الأمر (أو الجزء غير المطابق) على الفور. ويجب مراعاة الآتي:
 - الشرط متاح لأوامر السوق والأوامر المحددة؛
 - الشرط غير متاح أثناء الجلستين الأولى والثالثة.

¹ السوق المالية السعودية، شركة تداول، نقلاً عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/08):

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

3- الكمية الخفية يعني الإفصاح عن جزء من كمية الأمر. وعند مطابقة الجزء المُفصَح عنه، يُفصَح عن جزء مماثل من الأمر ذاته. ويجب مراعاة الآتي:

- تُحسَب كامل كمية الأمر الخاضع لهذا الشرط في حساب أسعار الافتتاح الافتراضية.
- الشرط متاح للأوامر المحددة.

- صلاحية الأوامر يجب تحديد صلاحية الأوامر عند إدخالها، وذلك بحسب الآتي:

1- الجلسة الأولى: يعني أن الأمر صالح للتنفيذ كلياً حتى نهاية الجلسة الأولى، على أن يُمرَّر الأمر خلال الجلسة الأولى في نفس اليوم.

2- يوم: يعني أن الأمر صالح للتنفيذ كلياً حتى نهاية الجلسة الثانية.

3- صالح حتى إلغائه (GTC): يعني أن الأمر صالح للتنفيذ كلياً حتى (30) يوماً من تاريخ تمريره.

4- صالح حتى تاريخ معين (GTD): يعني أن الأمر صالح للتنفيذ كلياً حتى تاريخ معين، وبحد أقصى (30) يوماً من تاريخ تمريره.

- الحد الأدنى للصفقة: عقد واحد.

- حدود التذبذب اليومية في سوق المشتقات:

- الحد الاعلى اليومي: + 20% من سعر اقفال اليوم السابق؛
- الحد الادنى اليومي: - 20% من سعر اقفال اليوم السابق.

- الأصول الأساسية لسوق المشتقات:

• المنتج: العقود المستقبلية لمؤشر إم تي 30.

• الاصل الاساسي: إم تي 30 (إم اس سي أي تداول 30).

- رموز أشهر وسنوات العقد:

مثال على رمز العقد (رمز المنتج + سنة استحقاق العقد + شهر استحقاق العقد) (SF30 + 1 + F)،

وتدل رموز العلاقة السابقة على ما يلي:¹

F: رمز شهر جانفي (شهر استحقاق العقد)

1: رمز سنة 2021 (سنة استحقاق العقد)

SF30: رمز المنتج

¹ للاطلاع على جميع رموز الاشهر والسنوات الخاصة بالعقد المستقبلي (السوق المالي السعودي) انظر الملحق رقم 01.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

- خصائص الإيداع وتسوية الصفقات:

تقوم غرفة المقاصة بتسوية صفقات العقود المستقبلية في السوق المالي السعودي نقدا بالريال السعودي وفي نفس اليوم، مع تحديد الهامش المبدئي وهامش الصيانة، كما ان البيع بالمكشوف جزء من سوق المشتقات ويقصد به بيع ورقة مالية قبل تملكها بهدف شرائها لاحقا بقيمة أقل وبالتالي تحقيق ربح مساو للفرق بين سعر البيع المكشوف وسعر الشراء ناقص الفائدة التي يدفعها المستثمر نظير اقتراض الورقة المالية في الفترة ما بين البيع والشراء.

- دورة واوقات التداول :

1- دورة التداول:

الخطوة الأولى: يقوم البائع أو المشتري بتقديم الأوامر مباشرة عبر عضو السوق الذي فتح فيه حساب التداول، ويمكن تقديم الأوامر من خلال احدى القنوات التي يوفرها عضو السوق منها منصة التداول الالكترونية. هذه الأوامر هي بمثابة اتفاقيات بين عضو السوق والبائع أو المشتري لتنفيذ عملية تجارية معينة يحددها.

الخطوة الثانية: يتم إدخال الأوامر إلى نظام إدارة الأوامر لدى عضو السوق، وتبعا لحالة السوق ومتطلبات البائع أو المشتري فإنه يتم تحويل الأوامر من نظام إدارة الأوامر لدى عضو السوق إلى نظام تداول عبر شبكة اتصالات سريعة.

الخطوة الثالثة: عمل نظام تداول على مطابقة الأوامر حسب السعر، ومن ثم وقت الإدخال. وهناك العديد من أنواع الأوامر والشروط الخاصة يمكن للبائع او المشتري استخدامها. وأما الأوامر التي لم تنفذ، فتبقى في نظام تداول إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها أو أن تسحب من السوق أو أن تنتهي صلاحيتها.

الخطوة الرابعة: يتم تنفيذ الصفقات من الأوامر التي تطابقت، ومن ثم نقلها آليا إلى مركز مقاصة الأوراق المالية.

الخطوة الخامسة: تنفيذ اوامر البيع والشراء المكونة للصفقة يشمل على عقد أو مجموعة من العقود وتحدث عندما يتم تحديد السعر من خلال أوامر البيع والشراء لعدد محدد من العقود.

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

2- أوقات التداول: من الأحد إلى الخميس فترة واحدة فقط

الجدول الزمني (وفق التوقيت الرسمي في المملكة)	
09:30 -	الجلسة الأولى: مزاد الافتتاح
15:30 -	الجلسة الثانية: السوق مفتوح - تنفيذ
16:00 -	الجلسة الثالثة: السوق مغلق
- حتى 9:00 صباحاً ليوم التداول التالي	الجلسة الرابعة: النظام مغلق

- الأعياد والعطلات الرسمية:

- اليوم الوطني للمملكة العربية السعودية يوافق 23 من شهر سبتمبر لكل سنة ميلادية؛
- عيد الفطر وعيد الأضحى المباركين يتم تحديد تاريخهما بالتقويم الهجري، و تعلن في حينها على موقع تداول.

السوق المالية السعودية (تداول) ستكون مغلقة خلال فترة الأعياد والعطلات الرسمية.

- رسوم عضوية سوق المشتقات :

الخدمات	الرسوم	التكرار
رسوم عضوية سوق المشتقات		
عضوية التداول	30,000	مرة واحدة
إستمرار عضوية التداول	10,000	سنوي
الرسوم الأخرى لعضوية سوق المشتقات		
رخصة استخدام وحدات التداول الطرفية للأعضاء الجدد	11,700	مرة واحدة
تجديد استخدام وحدات التداول الطرفية	3,650	سنوي

الفصل الثالث: الابتكار المالي في الاسواق المالية العربية

خلاصة الفصل:

خطت الاسواق المالية العربية خطوات واسعة بشأن تطورها وخاصة في مجال الافصاح والشفافية، الا ان ذلك التطور لا زال يحتاج الى الدعم من مختلف النواحي خاصة فيما يتعلق ببنيتها التحتية وتنوع الادوات المالية المتداولة فيها، التي تمكنها من القيام بدورها الاساسي والحيوي في زيادة حجم المدخرات والاستثمارات.

تبين ان هناك تنوعا مقبولا في ادوات الابتكار المالي (المشتقات المالية) المتعامل بها في الاسواق المالية العربية، ورغم انها تعتبر اداة لتحقيق الارباح الا انها قد تكون عكس ذلك لصعوبة تطبيقها والتعامل بها لاسيما من قبل عامة الناس، فكل هذا لم يمنع المستثمرين في بعض الاسواق العربية الصاعدة من اللجوء الى تلك الادوات الحديثة نسبيا. فقد خاض المتعاملون في السوق الكويتية تجربة استعمال اهم ادوات الهندسة المالية وهي عقود خيارات الشراء، اما بالنسبة لسوق دبي المالي فقد تم التعامل بالعقود المستقبلية، فيما يطمح السوق المالي السعودي في نهاية شهر اوت 2020 في البدء رسميا بتداول العقود المستقبلية.

خاتمة عامة

الخلاصة:

بعد التطرق لمختلف جوانب الدراسة، نستنتج ان الاسواق المالية الدولية تعتبر من اهم القنوات الرئيسية لانسيابية المدخرات الى نشاطات استثمارية من خلال ربط الاموال بالطلب عليها، حيث تتداول في هذه السوق العديد من الادوات المالية. وقد قمنا ايضا في هذا البحث بدراسة علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية فتبين انهما مفهومان مختلفان لكن متكاملان حيث يعتمد تطبيق الابتكار المالي على الهندسة المالية، وتطرقنا ايضا الى اثر الابتكار المالي على الاسواق المالية الدولية ويظهر ذلك في تصميم ادوات واليات جديدة تتميز بانخفاض تكلفتها ومخاطرها (حلول المشاكل المالية).

وقد ختمت هذه الدراسة بالتطرق الى بعض تجارب الدول العربية (دبي، الكويت، السعودية) وما وصلت اليه في مجال التعامل بمنتجات الابتكار المالي.

اولا- نتائج الدراسة:

وعلى ضوء ما تم التطرق اليه خلال هذه الدراسة في شقها النظري والمتعلق بدور الابتكار المالي في تطوير الاسواق المالية الدولية، وفي شقها التطبيقي من خلال دراسة حالة بعض الدول العربية وما انتهت اليه في مجال المبتكرات المالية توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

1- على المستوى النظري:

- يعد موضوع الاسواق المالية الدولية من الموضوعات التي تحظى باهتمام بالغ سواء في الدول المتقدمة او الدول النامية وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتزويد من معدلات رفاه أفراده.
- لقد تزايدت اهمية المشتقات المالية في السنوات الاخيرة، اذ تشير الاحصائيات الى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على مختلف انواعها.
- تقوم الهندسة المالية بتنفيذ الابتكار المالي، فهذا الاخير هو الهدف من تطبيقات الهندسة المالية اذ تعتبر الابتكارات المالية حولا لمشاكل الهندسة المالية بمعنى ان الابتكارات هي المنتج النهائي للهندسة المالية.

2- على المستوى التطبيقي:

- هناك تفاوت كبير في أداء الاسواق المالية العربية، فرغم ان نشأة البورصات منها يعود الى زمن قديم الا انها لا تزال تعاني من الركود.
- تتميز الاسواق المالية العربية بضعف السيولة نتيجة انخفاض عدد ايام التداول، وعدد العمليات المبرمة يوميا.

- تتميز جميع البورصات العربية بضيق الفرص المتاحة امام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة تصنع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء بالنسبة للمستثمر الفرد او المؤسسة.
- تمتاز ناسداك دبي بكونها السوق المالية الوحيدة التي يجري فيها التداول على العقود المستقبلية (عقود مستقبلية على الاسهم والمؤشرات) للشركات المدرجة في الاسواق الإقليمية، حيث توفر خدمة المشتقات في بورصة ناسداك دبي سهولة الوصول الى السوق المركزي وهذه الميزات تسمح للمشاركة في السوق على نطاق اوسع.
- شهد سوق المال الكويتي تطورات على مستوى التعامل بمنتجات الابتكار المالي، حيث يتم تداول اهم نوع من المشتقات المالية من خلال صندوق فرصة المالي وهي عقود خيارات الشراء، حيث حقق ارباحا مقبولة في ظل التغيرات المالية والاقتصادية المستمرة في الاسواق المالية الدولية.
- سيشرع السوق المالي السعودي رسميا في نهاية شهر اوت 2020 بتداول العقود المستقبلية.

ثانيا - التوصيات:

- على اثر النتائج المتوصل اليها من خلال هذه الدراسة يمكن تقديم جملة من التوصيات نذكر منها:
- نشر الوعي الاستثماري ونشر المعلومات باستخدام شتى انواع وسائل الاعلام المتاحة، من اجل زرع التوعية بدور الاسواق المالية الدولية في تمويل الاقتصاد، مع التركيز على موضوع الشفافية والافصاح.
 - لابد من تعزيز دور عقود المشتقات المالية في الحفاظ على أداء سوق الاوراق المالية من خلال توفير الانظمة والسياسات السليمة التي تضمن الاستخدام الكفء لهذه العقود.
 - استكمال الاطر القانونية والمؤسسية لأسواق المال العربية، ومراجعة التشريعات القائمة والتركيز على سن قوانين مرنة تسمح باستيعاب التطورات المتوقعة والمحتملة، وتكون قادرة على التكيف مع المستجدات، كما تكون قادرة على تسهيل التعامل وتوفير الحماية للمتعاملين.
 - مواكبة الاسواق العربية التطورات الحاصلة في بورصات الدول المتقدمة سواء من ناحية التنظيم او من ناحية التداول.

ثالثا - آفاق مستقبلية للبحث:

ان هذه الدراسة تفتح مجالا امام الباحثين للقيام بدراسات تكميلية لها، وهي هذا الصدد يمكن دراسة المواضيع التالية:

- دور الاسواق المالية العربية في تحقيق التكامل المالي في مجال الابتكارات المالية.
- دور الابتكار المالي في تفعيل الاسواق المالية الاسلامية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

اولا- الكتب:

- 1- بن براهيم الغالي وبن الضيف محمد عدنان، الاسواق المالية الدولية - تقييم الاسهم والسندات-، (دار علي بن زيد للنشر، الجزائر، 2019).
- 2- بن براهيم الغالي، التقنيات البنكية -المفاهيم والادوات-، (دار علي بن زيد للنشر، الجزائر، 2019).
- 3- حاكم محسن الربيعي وميثاق هاتف الفتلاوي، حيدر خضير جوان وعلي أحمد فارس، المشتقات المالية - عقود المستقبلات والخيارات المبادلات-، الجزء الثاني، (دار اليازوري للنشر، الاردن، 2011).
- 4- حاكم محسن الربيعي وميثاق هاتف الفتلاوي، حيدر خضير جوان وعلي أحمد فارس، المشتقات المالية - عقود المستقبلات والخيارات المبادلات-، الجزء الاول، (دار اليازوري للنشر، عمان، الاردن، 2011).
- 5- حسني علي خربوش ومحفوظ أحمد جودة وعبد المعطي رضا ارشيد، الاسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات-، (دار زهران للنشر، الاردن، 2011).
- 6- زكريا مطلق الدوري واحمد علي صالح، ادارة الاعمال الدولية - منظور سلوكي واستراتيجي-، (دار اليازوري للنشر، عمان، 2013).
- 7- شريط صلاح الدين، اصول صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية، (دار حميثرا للنشر، مصر، 2018).
- 8- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية - المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-، (الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2010).
- 9- عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي ومقدمة الى الهندسة المالية، (اي - كتب للنشر، لندن، بريطانيا، 2017).
- 10- عيساوي سهام، الادوات المالية المشتقة، (دار الحامد للنشر، الاردن، 2017).
- 11- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2009).
- 12- فهد بن عبدالله حامد الحويماي، المال والاستثمار في الاسواق المالية، الطبعة الثانية، (دار الهلال للنشر، المملكة العربية السعودية، 2006).

- 13- مبارك بن سلمان ال فواز، الاسواق المالية من منظور اسلامي، (مركز النشر العلمي، السعودية، 2010).
- 14- مسعودة نصبة، عقود المعاملات الحديثة - اجراءات التعامل وشرعية المعاملات في سوق راس المال الاسلامي-، (دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الاردن، 2018).
- 15- منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق المال، (منشأة المعارف للنشر، مصر، 2006).
- 16- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007).
- 17- وسام ملاك، البورصات والاسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، (دار المنهل اللبناني للنشر، لبنان، 2003).
- 18- وسام ملاك، البورصات والاسواق المالية العالمية، الجزء الاول، (دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003).
- 19- وليد الصافي وأنس البكري، الاسواق المالية والدولية، (دار البداية ودار المستقبل للنشر، الاردن، 2010).

ثانيا- المجلات والدوريات:

- 1- اديب قاسم شندي، "الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.
- 2- بوعكاز نوال، "دور الهندسة المالية الاسلامية في تطوير الابتكارات المالية -دراسة وتقييم لصكوك الاجارة الاسلامية في مملكة البحرين-"، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 04، العدد 01، الجزائر، 2018.
- 3- حياة عوايجية ومفتاح صالح، "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة الوادي، الجزائر، 2017.
- 4- عبد الصمد سعودي وبن لخضر مسعودة، "أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الاسواق المالية-دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار فرصة-"، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 02، جامعة الوادي، الجزائر، 2017.
- 5- العربي تيقاوي وأمحمد بن الدين، "الهندسة المالية وتداعياتها على بعض المتغيرات الاقتصادية"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، جامعة ادرار، الجزائر، ب ت.
- 6- فيروز جيرار، "دور الابتكارات المالية في مجال التأمين في دعم قدرة شركاتها على تغطية المخاطر"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جامعة سطيف، الجزائر، 2019.

- 7- محفوظ جبار وعمر عبده سامية، "اسواق راس المال الدولية-الهيكل والادوات-"، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، العدد 03، 2008، جامعة بسكرة، الجزائر.
- 8- محفوظ جبار ومريم عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الاسواق الصاعدة- دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات-"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلون التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010.
- 9- معهد الدراسات المصرفية، "المشتقات المالية"، نشرة اضاءات مالية مصرفية، العدد 02، الكويت، 2010.
- 10- مناضل عباس حسين الجواري وخضير مهدي صالح، "واقع الاسواق المالية على المستويين العربي والعالمى"، مجلة جامعة بابل، المجلد 17، العدد 01، العراق، 2009.
- 11- ناصر شارفي، "دور الابتكارات المالية في رفع من اداء البنوك والمؤسسات المالية"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 02، العدد 01، جامعة البليدة، الجزائر، ب ت.
- 12- نوال بن لكحل، "واقع الاسواق المالية العربية وسبل تطويره"، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 13، الجزائر، 2015.
- 13- يحي عيسى، "أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، 2005.
- 14- يوسف قاشي وزينب خلدون، "الابتكار المالي في الصناعة المصرفية الاسلامية واهميته في دعم التنمية الاقتصادية"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد 02، جامعة البويرة، الجزائر، 2018.
- 15- يوسف مسعداوي، "كفاءة الاسواق المالية العربية - دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر-"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، العراق، 2014.

ثالثا- الملتقيات والندوات:

- 1- سامي مباركي، الاسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الاسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول " سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- 2- مكاحلية محي الدين، منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي - إضاءة على التجربة الماليزية، ملتقى صفاقس الدولي حول المالية الإسلامية، صفاقس- المغرب، 16-17/06/2014.

3- موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الاسلامية بين الاصاله والتقليد، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول " منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية"، سطيف، الجزائر، 5- 6 ماي 2014.

رابعا- الاطروحات:

1- خلفاوي عبد الصمد، (دور الاسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات دراسة حالة بورصة قطر ما بين 2000-2017)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة الجلفة، الجزائر، 2020.

2- ربيع بوصبيح العائش، (دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الاسواق، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

3- رحال ايمان، (أسواق الاوراق المالية وتحديات التمويل في الدول النامية- دراسة حالة اسواق الاوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي-)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، الجزائر.

4- سامية زيتاري، (ديناميكية اسواق الاوراق المالية في الدول الناشئة - حالة اسواق الاوراق المالية العربية-)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.

5- سرارمة مريم، (دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في ازمة 2008 -دراسة تحليلية-)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012.

6- عيساوي سهام، (دور تداول المشتقات المالية في تمويل اسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود/ البنوك والاسواق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.

7- قواجلية ابتسام، (دور مؤشرات الاسواق المالية الدولية في ادارة المحفظة الاستثمارية الدولية -دراسة حالة ادارة محفظة استثمارية دولية-)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2018.

8- الوردي خدومة، (دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة المالية)، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة باتنة، الجزائر، 2015.

خامسا - المطبوعات:

- 1- بن براهيم الغالي، الاسواق المالية الدولية، مطبوعة لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 2- بن صوشة ثامر، الهندسة المالية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص ادارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2018.
- 3- بودخدخ كريم، المالية الدولية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة اولى ماستر تخصص اقتصاد دولي وسنة ثالثة ليسانس اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2016.
- 4- بوعبدالله علي، الاسواق والادوات المالية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة اولى ماستر، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 5- حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، مطبوعة غير منشورة لسنة ثالثة ليسانس، تخصص مالية البنوك والتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تيارت، الجزائر، 2018.
- 6- رايس حدة، الاسواق المالية، مطبوعة لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2007.
- 7- معارفي فريدة، الاسواق المالية، مطبوعة لسنة ثالثة ليسانس، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016.
- 8- مفتاح صالح، المالية الدولية، مطبوعة غير منشورة لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.
- 9- نويوة عمار، تسيير مالي دولي، مطبوعة لطلبة سنة اولى ماستر، تخصص تسيير ومؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2014.

قائمة المراجع

سادسا - المواقع الالكترونية:

1- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قالمة:

<http://fsecg.univ-guelma.dz/sites/default/files/6.PDF>

2- صندوق النقد العربي:

<https://www.amf.org.ae/ar>

3- موقع ناسداك دبي:

<https://www.nasdaqdubai.com/assets/docs/futures/Derivatives-Brochure-Arabic.pdf?1234>

4- المركز المالي الكويتي:

<https://www.markaz.com/Home>

5- هيئة السوق المالية السعودية:

<https://cma.org.sa/AboutCMA/Pages/AboutCMA.aspx>

6- شركة تداول:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications?locale=ar>

7- <https://al-ain.com/article/dubai-best-financial-center-in-middle-east>

8- <https://www.avatrade.sa.com/education/trading-for-beginners/financial-derivatives>

9- <https://trading-secrets.guru> - مقالات - فوركس - تداول - عملات / سوق - الفوركس - وما - مميزات - التداول - به - بكافة - أنحاء - العالم /

10- <https://arab.dailyforex.com/forex-basics>

11- <https://badr-cu34.yoo7.com/t269-topic>

مراجع باللغة الاجنبية:

اولا- المجلات:

- 1- Joanna blach, Financial innovations an their role in the modern financial system – identification and systematization of the problem-, journal of e-finance, vol 7, nr 3, the ministry of science ans higher education, republic of poland, 2011.
- 2- Cristian IONESCU," Financial instability and Financial innovations", journal of economy trandisciplinarity cognition, vol 15, academy of economic studies, Romania, 2012.
- 3- Michael Chui, Derivatives market-s products and participants-, IFC bulletin, No 35, 2012.

الملاحق

الملحق رقم 01: رموز اشهر وسنوات العقد المستقبلي (السوق المالي السعودي)

رمز الشهر	الشهر
F	January
G	February
H	March
J	April
K	May
M	June
N	July
Q	August
U	September
V	October
X	November
Z	December

رمز السنة	السنة
0	2020
1	2021
2	2022
3	2023
4	2024

المصدر: السوق المالية السعودية، شركة تداول، نقلا عن الانترنت، تاريخ الاطلاع (2020/08/06):

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/derivatives?locale=ar>