



جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة دروس في مقياس:

## الأسواق المالية الدولية

موجهة لطلبة:

السنة الأولى ماستر (السداسي الأول)؛  
تخصص اقتصاد نقدي وبنكي.

من إعداد:

د. سدرة أنيسة

السنة الجامعية: 2021-2022.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## حول المطبوعة:

تحتوي هذه المطبوعة على دروس خاصة بمقياس الأسواق المالية الدولية، وهو من بين المقاييس المُقرّرة على طلبة الماستر خلال السداسي الأول ضمن تخصص اقتصاد نقدي وبنكي لقسم العلوم الاقتصادية بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر 3. كما يُمكن استخدام المطبوعة أيضاً كمرجع في إعداد البحوث والمذكرات، وكل من يرغب في فهم موضوع المقياس.

ونهدف من خلال هذه المطبوعة إلى تعريف الطالب وتلقيه المعارف الأساسية المرتبطة بموضوع الأسواق المالية الدولية، وحرصاً منا على أن تكون هذه المطبوعة في متناول جميع الطلبة بغرض تمكينهم من الاستيعاب الجيد واكتساب المتطلبات الأساسية للمقياس، فلقد حاولنا جاهدين تبسيط أسلوب العرض والإحاطة بمختلف المفاهيم الضرورية ما أمكن، بعيداً عن التعقيد.

واستجابةً للتطورات السريعة والمستمرة التي تطرأ على الأسواق المالية الدولية فلقد قمنا بإضافة محاور جديدة إلى البرنامج بغية تزويد الطالب بمعلومات مُحيّنة ووضعه في صورة ما هو ساري المفعول حالياً في هذا المجال.

هذا، ويُفترض بالطلبة المُوجّهة لهم هذه المطبوعة أن يكونوا متمكّنين من المقاييس التالية:

- إقتصاد نقدي وسوق رأس المال؛
- أسواق مالية؛
- إقتصاد بنكي.

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
-	حول المطبوعة
II-I	فهرس المحتويات
III	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
أ	مقدمة
10-1	المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية
1	1- تعريف الأسواق المالية الدولية ودوافع قيامها
5	2- خصائص الأسواق المالية الدولية وشروط نجاحها
7	3- منافع الأسواق المالية الدولية ومخاطرها
17-11	المحور الثاني: أنواع الأسواق المالية الدولية
11	1- الأسواق الأجنبية
12	2- الأسواق الأوروبية
41-18	المحور الثالث: السوق النقدية الدولية
19	1- سوق ما بين البنوك الدولية
22	2- سوق العملات الأوروبية
29	3- سوق القروض الأوروبية
66-42	المحور الرابع: سوق رأس المال الدولية
42	1- سوق السندات الدولية

53	2- سوق الأسهم الدولية
61	3- سوق المشتقات المالية الدولية
74-67	المحور الخامس: سوق الصرف الأجنبي صلة وصل بين الأسواق المالية الدولية
67	1- أساسيات سوق الصرف الأجنبي
73	2- علاقة سوق الصرف الأجنبي بالأسواق المالية الدولية
79-75	المحور السادس: تنظيم الأسواق المالية الدولية
75	1- مفهوم تنظيم الأسواق المالية الدولية وأهم جوانبها
76	2- أهداف تنظيم الأسواق المالية الدولية
77	3- مشاكل تنظيم الأسواق المالية الدولية والحلول التنظيمية لها
90-80	المحور السابع: أهم المراكز المالية الدولية
80	1- تعريف المراكز المالية الدولية، أنواعها وشروط نجاحها
84	2- منافع ومخاطر المراكز المالية الدولية
87	3- أرقام عن أبرز المراكز المالية الدولية القائمة
98-91	المحور الثامن: التداول الإلكتروني عبر الإنترنت في الأسواق المالية الدولية
91	1- تعريف التداول الإلكتروني عبر الإنترنت ونشأته
92	2- متطلبات وشروط نجاح عملية التداول الإلكتروني عبر الإنترنت
95	3- منافع ومخاطر التداول الإلكتروني عبر الإنترنت
99	خاتمة
102-100	قائمة المراجع

## فهرس الجدول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
24	موقف ميزان الحساب الجاري الأمريكي خلال الفترة (71-80، 1985، 92-90)	1
65	الاختلافات الرئيسية بين العقود المستقبلية والآجلة	2
66	الاختلافات الرئيسية بين عقود المبادلات وعقود الخيار	3
82	أنواع المراكز المالية الدولية	4
88	أفضل خمس مراكز مالية دولية	5

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
15	معدلات الفائدة في السوقين الوطنية والأوروبية	1
54	حجم إصدارات الأسهم الأوروبية من سنة 1983 إلى أكتوبر 1986	2
56	الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية	3
74	تدفقات الأموال عبر الأسواق المالية الدولية	4
89	أفضل خمس مراكز مالية دولية	5
90	متوسط تصنيفات المراكز الخمس الأولى في كل منطقة	6

## مقدمة

إنّ المتأمل للمشهد العالمي الراهن يلحظ تلاشي الحدود الفاصلة بين الدول في جميع المجالات بما فيها الأسواق المالية، التي أصبحت تتمتع بقدر لم يسبق له مثيل من الحرية في تنفيذ مختلف العمليات المالية، وهي بذلك تتوجه بخطى حثيثة نحو بلوغ الهدف الذي طالما تاقت إليه وهو تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية دون قيود أو حواجز.

فلا يمكننا الكلام اليوم عن الأسواق المالية الوطنية في معزل عن العالم الخارجي، لاسيما مع تعمق إفرزات العولمة المالية وتسارع وتيرة التقارب المالي، أين شهدت الأسواق المالية إتجاهاً متصاعداً نحو التكامل بعد إدراكها أنّ البقاء في نطاقها الضيق أصبح يُهدّد بقائها واستمرارها في ظل إشتداد المنافسة الخارجية.

هذا الواقع الذي يفرض علينا ضرورة التعرف على خصوصية هذا النمط التمويلي المتمثل في الأسواق المالية الدولية الذي يُعتبر الخوض فيه أمراً صعباً بسبب شموليته وتعقيدته وتطوراته التي تتسم بالديمومة والسرعة، وسنحاول تلخيص أهم جوانبه بالقدر الذي يجعل القارئ للمطبوعة يستوعب الأساسيات التي تقوم عليها الأسواق المالية الدولية في الوقت الراهن. وذلك في إطار المحاور التالية:

المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية؛

المحور الثاني: أنواع الأسواق المالية الدولية؛

المحور الثالث: السوق النقدية الدولية؛

المحور الرابع: سوق رأس المال الدولية؛

المحور الخامس: سوق الصرف الأجنبي صلة وصل بين الأسواق المالية الدولية؛

المحور السادس: تنظيم الأسواق المالية الدولية؛

المحور السابع: أهم المراكز المالية الدولية؛

المحور الثامن: التداول الإلكتروني في الأسواق المالية الدولية.

## المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية

سنخصص هذا المحور الأول لتقديم ماهية الأسواق المالية الدولية باستقراء المناقشات المطروحة في هذا المجال، إنطلاقاً من تعريفها وعرض دوافع قيامها مروراً بخصائصها وشروط نجاحها وصولاً إلى منافعها ومخاطرها. وذلك على النحو التالي:

### 1- تعريف الأسواق المالية الدولية ودوافع قيامها:

#### 1.1- التعريف:

لقد تعددت المحاولات التي تناولت التعريف بالأسواق المالية الدولية، غير أنه في تعددها كانت متوجهة نحو الشمول وتغطية ثغرات سابقاتها. والتي سنقوم بتقديم أهمها فيما يلي:

**التعريف الأول:** "تعتبر السوق المالية الدولية مصدراً رئيسياً للحصول على التمويل الدولي، كما أنها تمثل مجالاً واسعاً لتوظيف وإستثمار الأموال الفائضة العابرة للحدود، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات. ويتم التعامل فيها بمختلف الأدوات النقدية والمالية بقيم مالية أكبر مقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول دولياً."<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** "ينصرف المعنى الواسع للسوق المالية الدولية إلى أنها مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى الوساطة بين طالبي الأموال وعارضيهها على مستوى العالم أجمع، وتقوم هذه المؤسسات بالمعاملات المالية التي تجري بين الدول مُستخدمةً في ذلك العديد من الأوعية المالية، وقد جرت العادة على تجزئة أسواق المال الدولية إلى سوقين هما سوق رأس المال الدولية وسوق النقد الدولية."<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة/الجزائر، 2019، ص 33.

<sup>2</sup> - عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان/الأردن، 1999، ص ص 77، 78.

**التعريف الثالث:** "هي الأسواق أين يتم إصدار وتبادل وتداول وتصفية الديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات التمويل والتداول الدولي لرؤوس الأموال".<sup>1</sup>

**التعريف الرابع:** "تكمّن الوظيفة الأولى للأسواق المالية الدولية في إقامة علاقة مباشرة أو غير مباشرة بين عارضي الأموال وطالبيها، ولكن العمليات التي تتخطى الحدود الضيقة للدولة وتشارك فيها عناصر اقتصادية تنتمي إلى قوميات مختلفة تنطوي على عناصر تجعل العمليات التي تجري في الأسواق الدولية أكثر تعقيداً وخطورة من مثيلاتها في الأسواق الوطنية".<sup>2</sup>

**التعريف الخامس:** "هي الآلية التي تلعب دوراً بارزاً في تعبئة الفوائض المالية المتوفرة لدى الأفراد والمؤسسات والحكومات على المستوى الدولي وإعادة توزيعها على المحتاجين لمصادر التمويل من دول أخرى".<sup>3</sup>

### التعريف الشامل:

"هي المصدر الرئيسي للتمويل الدولي الذي يتجاوز الحدود الوطنية والإقليمية للدولة الواحدة بمبالغ ضخمة مقومة بعملات دولية رئيسية مقبولة في تسوية المدفوعات الدولية وقابلة للتحويل وذلك وفق شروط مناسبة، باستخدام العديد من الأدوات النقدية والمالية ذات آجال متنوعة وقابلة للتداول على المستوى الدولي. هذا التمويل الذي يتم طلبه من الأفراد والشركات والحكومات ذات العجز المالي ويتم تجميعه بواسطة الوسطاء الماليين الدوليين من أولئك الذين يمتلكون فوائض مالية ويبحثون عن مجالات آمنة وعوائد مجزية لتوظيفها دولياً".

## 2.1- دوافع القيام:

يرجع ظهور الأسواق المالية الدولية إلى منتصف سنوات العشرينات من القرن الماضي، ولكن حقيقة بدأت في الازدهار في أوائل الخمسينات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- LES MARCHES FINANCIERS INTERNATIONAUX, Disponible sur :

<https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bbbee76fd15.pdf&sa=U&ved=2ahUKEwiJt73KrazyAhVMyxokHWFYDbYQFnoECAAQQAQ&usg=AOvVaw3mcB0BrdG8V-Nk41FylqCk>, Consulté le 12/8/2021, à 22:08.

<sup>2</sup>- فرانسوا لورو، الأسواق الدولية للرساميل، ترجمة حسن الضيقة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت/لبنان، 1991، ص 13.

<sup>3</sup>- جبار محفوظ، الأسواق المالية - الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص 163.

<sup>4</sup>- LE FINANCEMENT OFF-SHORE , Disponible sur :

<https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/538584fc34be1.pdf>, Consulté le 31/10/ 2019, à 20:38, p: 4.

بحيث لم تنشأ هذه الأسواق المالية من العدم وإنما دفعت إلى ظهورها وتطورها إلى الشكل الذي هي عليه الآن عدة عوامل، سنلخص أهمها فيما يلي:<sup>1</sup>

- **ثورة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات:** تُوجَّ تطور وسائل الاتصالات منذ بداية القرن العشرين بتدشين شبكة الاتصالات الدولية (INTERNET)، التي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وتوفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وتحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر، هذا من جهة. كما أصبح في الإمكان التعامل مع جميع الأسواق في العالم وبصورة متواصلة طوال ساعات اليوم الواحد عن بعد من جهة أخرى؛

- **ظهور الأسواق المالية الوطنية في كافة دول العالم النامية تقريباً:** ما تحقَّق بشكل واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي وأسهم في تعبئة الإمكانيات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دولياً، فلقد ازدادت قيمة الاستثمارات الكلية في الأسواق المالية الوطنية المعنية من 148 مليار دولار أمريكي سنة 1984 إلى 1,7 تريليون دولار أمريكي سنة 1993، وقد رافق هذا التوسع الكمي إزدياد وعي المقيمين بنشاطات الأسواق المالية وكل ذلك مهد للتحوّل نحو الأسواق المالية الأكثر تطوراً في العالم؛

- **دخول المؤسسات البنكية والمالية في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المعروفة:** لقد إهتمت هذه المؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين... وغيرها) بنوعين رئيسيين من النشاطات الاستثمارية، أحدهما بيع سندات أجنبية حكومية الذي تطلَّب أحياناً استخدام القروض قصيرة الأجل لتسهيل تمويل المقترضين حتى يتم بيع سنداتهم في الأسواق الدولية. والآخر بيع سندات أجنبية لشركات خاصة باستثناء قروض المؤسسات المالية الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي؛

- **ظهور الثورة الصناعية:** التي أدت إلى إتساع نطاق المعاملات التجارية والمشاريع الاستثمارية خارج الحدود الوطنية للدولة الواحدة، وظهور الشركات متعددة الجنسيات وحاجتها إلى التمويل بأحجام كبيرة لا تستطيع الأسواق الوطنية توفيرها، بالإضافة إلى مساهمتها في زيادة الطلب على العملات الأجنبية من طرف الحكومات والشركات الكبرى لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق دولية للتداول على العملات الأجنبية؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2003، ص ص 187-190.

- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2004، ص ص 155-157.

- بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 36.

- مفتاح صالح، مطبوعة دروس في مقياس المالية الدولية، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، 2005/2006، ص 145.

- التحويل الحر للعملة: يتحول معظم دول أوروبا من نظم الرقابة على الصرف إلى نظام التحويل الحر للعملة في أواخر سنة 1958، أصبح في الإمكان إجراء عمليات الصرف الأجنبي في الأسواق المالية المختلفة بدون قيود؛

- إنفتاح الاقتصاديات المتقدمة على بعضها البعض: إثر إنتشار موجة التحرير المالي والاقتصادي من خلال إلغاء القيود الجمركية وغير الجمركية على حركة السلع والخدمات ورؤوس الأموال بشكل خاص، كنتيجة لبروز تيار يهدف إلى الحد من تدخل السلطات وإزاحة الحواجز أمام المنافسة الحرة، وهو ما مثل العامل الهيكلية الأكثر تأثيراً في تدويل أنشطة الأسواق المالية الوطنية بغرض تلبية الأغراض المختلفة لتحركات رؤوس الأموال، هذه الأغراض التي تتمثل أهمها فيما يلي:

- خدمة حركة رؤوس الأموال من الدول الرأسمالية المتقدمة الراغبة في فرض السيطرة الاقتصادية على الدول المتخلفة لفترات طويلة من الزمن؛
- حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجهة نحو الدول المتضررة من الحرب العالمية الثانية قد أسهم في بروز أسواق مالية أوروبية وأمريكية لتنظيم وتوجيه ومتابعة هذه الحركة؛
- توجيه رؤوس الأموال الغربية وخاصة الأمريكية واليابانية إلى بعض المناطق الآسيوية، وبشكل رئيسي إلى كوريا الجنوبية وتايوان وهونغ كونغ وسنغافورة وتايلاند وماليزيا والفلبين لإقامة نماذج اقتصادية رأسمالية تحد من اتساع الأنظمة الماركسية، قد أسهم في ظهور أسواق مالية دولية في هذه المناطق؛
- حركة المداخل البترولية من الدول المصدرة للبترول منذ بداية سبعينات القرن الماضي إلى المؤسسات الائتمانية الغربية؛
- البحث عن منافذ لتوظيف رؤوس الأموال التي تزيد أو تفيض عن حاجة الاستخدام المحلي لها، وبالذات في الدول المتقدمة نتيجة ارتفاع المداخل فيها التي تُخصّص نسبة مهمة منها للدخار، فالدول المتقدمة تمثل المصدر الأساسي للتمويل الدولي ونظيرتها النامية المستقبل الرئيسي له؛
- البحث عن عوائد أكبر أي الحصول على فوائد وأرباح أعلى، بحيث أنّ رؤوس الأموال تتجه عادةً في ظلّ كون الأمور الأخرى على حالها نحو الدول التي ترتفع فيها العوائد من الدول التي تنخفض فيها؛
- الاستفادة من انخفاض التكاليف، حيث تتجه رؤوس الأموال نحو الدول التي تنخفض فيها تكاليف عناصر الإنتاج؛
- الاستفادة من التغيرات النسبية في معدلات الفائدة والصرف... إلخ في أماكن مختلفة في نفس الوقت (المراجعة أو التحكيم) وفي أوقات مختلفة في نفس المكان (المضاربة)؛
- التخلص من القيود الإدارية والضريبية أو أية إجراءات وقيود أخرى ذات الصلة التي تفرضها الدول المصدرة لرؤوس الأموال، وبالتالي التمتع بالإعفاءات الضريبية وغيرها من المزايا والتسهيلات في الدول المستقبلية لها.

- ظهور سوق العملات الأوروبية: كنتيجة لعدة عوامل نتعرف عليها لاحقاً.

## 2- خصائص الأسواق المالية الدولية وشروط نجاحها:

## 1.2- الخصائص:

تتميز الأسواق المالية الدولية عن الوطنية بسمات عدة، نذكر منها:<sup>1</sup>

- إنفتاح السوق المالية على الطلب والعرض الخارجيين للأدوات الاستثمارية، وخاصة عن طريق المؤسسات البنكية، المالية والاستثمارية الدولية عبر قيامها بممارسة وظائف المشاركة أو الضمان أو الإدارة في المعاملات المالية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معينة؛
- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات النقدية والمالية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من المعاملات الجارية بشكل إعتيادي؛
- قيمة المعاملات التي تجري خلال فترة معينة وتقدير نسبة هذه القيمة إلى مجموع قيم المعاملات الخارجية للأسواق الرئيسية المعروفة في العالم؛
- اعتماد شبكة الاتصالات الدولية في إبرام المعاملات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها، ويُعطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية؛
- تزايد دور المعاملات غير النظامية، سواءً جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوسطاء الماليين أو من خلال شبكة الاتصالات السلكية واللاسلكية؛
- غالبية هذه الأسواق تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات، على عكس تقلبات الأسواق الوطنية التي غالباً ما تكون قصيرة الأجل ومحلية المدى؛
- تلعب دوراً هاماً كمتغير مستقل فاعل في تحديد الاتجاهات التي تتخذها مؤشرات الأسواق الأخرى الإقليمية أو الدولية؛
- نضوج واستقرار المؤشر القياسي الذي يعكس بدقة حركة السوق المالية، على أن يستمر هذا المؤشر فترة طويلة من الزمن ويحظى بشمولية الأدوات الاستثمارية الأكثر فاعلية في السوق المعنية وعلى مستوى الاقتصاد الكلي؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 71، 72، 184-186.

- بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة/مصر، 2006، ص 12.

- تظهر الأسواق المالية الدولية عادةً في دول قوية تتسم بأنظمة مالية متكاملة تضم مجموعة متناسقة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والأنظمة والأساليب، وتخضع كافة الأنشطة المالية لعلاقات شفافة ولرقابة إدارية ومالية تعمقان من ثقة المقيمين وغير المقيمين على السواء؛
- إنَّ المتتبع لتقلبات الأسواق المالية الدولية وبمختلف فتراتها، يلحظ أنَّ هناك ارتباطاً واضحاً فيما بين هذه الأسواق، وهو ما يُبيِّن مدى عمق أو كثافة التشابكات الهيكلية فيما بين الاقتصاديات التي تضم الأسواق المالية الدولية وكذلك مستوى تشابه خصائص هذه الأسواق؛
- على النقيض من نظيرتها الوطنية، لا تعد أسواق المال الدولية مفتوحة لصغار المقترضين والمستثمرين، بحيث يتم فيها تجميع الأموال من طرف البنوك المركزية، البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والشركات الدولية الكبرى ومتعددة الجنسيات سواءً الحكومية أو الخاصة، الحكومات والهيئات الحكومية، والمنظمات الدولية والإقليمية كالبنك الدولي.

## 2.2- شروط النجاح:

- يتطلب نجاح عملية تدويل الأسواق المالية ضرورة توفر عدة شروط، أهمها:<sup>1</sup>
- مناخ استثماري مستقر من جميع النواحي إقتصادياً، سياسياً وتشريعياً واجتماعياً في الدولة أو المنطقة المراد فيها إقامة سوق مالية دولية؛
- تبني نظام إقتصاد السوق الذي يضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة النزيهة؛
- وجود جهاز بنكي قوي ومتكامل (بنوك ومؤسسات مالية واستثمارية وغيرها سواءً كانت وطنية أو أجنبية) تقوده بنوك مركزية كفؤة، يستخدم أساليب فنية متقدمة تُمكنه من التجاوب مع متطلبات وخصوصيات العمل في هذه الأسواق؛
- وجود عدد كافٍ من أسواق رأس المال القوية والمتكاملة كالبورصات الوطنية أو الإقليمية داخل الدولة أو المنطقة المعنية بإقامة السوق؛
- تبني سياسة نقدية ومالية مرنة ومحفزة ومستقرة؛
- استخدام مستوى متقدم من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يضمن توفير كافة المعلومات وإتمام المعاملات في السوق بكفاءة عالية؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية - الأهمية والأهداف والسبل ومقومات النجاح، عالم الكتب، القاهرة/مصر، 2003، ص ص 21-24.

- بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص ص 37، 38.

- التمتع بميزة نسبية سواءً من حيث العائد أو التكلفة، عن طريق رفع معدل الفائدة على الودائع والسندات المطروحة، أو بإعفاء العائد من الضرائب... إلخ؛
- إتاحة جميع الأدوات النقدية والمالية المُتعامَل بها دولياً، وإتسامها بالمرونة الكافية لضمان سهولة تداولها؛
- تبني منظومة تشريعية مناسبة ومتفتحة، وكذا العمل على تطبيق معايير الهيئات الدولية المؤطرة لعمل الأسواق المالية الدولية؛
- وجود فريق إداري وإشرافي كفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة وضمان سلامة المعاملات وحمايتها لخلق جو من الثقة بين المتدخلين فيها؛
- إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصةً العملات القيادية (مثل الدولار الأمريكي، اليورو الأوروبي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني... إلخ)؛
- استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إقامة السوق؛
- عدم وجود قيود أو رقابة على صرف العملات الأجنبية أو على تحويلات العوائد المتحققة في هذه الأسواق إلى دولها الأصلية؛
- توفر السوق المالية المعنية على فرص استثمارية كافية قادرة على إجتذاب رؤوس الأموال الدولية التي تبحث عن التوظيف بأقل المخاطر وبعوائد مجزية.

### 3- منافع الأسواق المالية الدولية ومخاطرها:

#### 1.3- المنافع:

- تعود الأسواق المالية الدولية بالنفع على جميع المتدخلين فيها، سواءً تعلق الأمر بأصحاب الفائض أو العجز أو الوسطاء الماليين أو بدولة السوق. وفيما يلي أهم هذه المنافع:<sup>1</sup>

#### 1.1.3- المنافع لأصحاب الفائض المالي:

- بعض الدول تتمتع بفائض مالي بشكل طبيعي وإقتصادياتها لا تستطيع امتصاص كافة المدخرات، لذا فإنّ المالكون لهذه الفوائض يجدون في الخارج إمكانيات جديدة للتوظيف؛
- إنّ العوائد المحصلة من توظيف هذه الأموال في الخارج تتجاوز مثيلاتها في السوق الوطنية؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 13، 14.

- عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص ص 80، 81.

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 158 - 160.

- إن مالكي الأموال يستطيعون شراء أوراق مالية أو إيداع أموالهم بعملة من المتوقع أن ترتفع قيمتها مقابل العملة الوطنية لدولهم، بالشكل الذي يتيح لهم فرصة بيعها وتحقيق هامش ربح من فارق سعر الصرف بين العملة الوطنية والأجنبية؛
- تقليل المخاطر المالية عن طريق تنويع أصول المحفظة المالية دولياً ولاسيما النظامية منها (تقلبات أسعار الصرف، معدلات الفائدة... إلخ)؛
- الاستفادة من انخفاض القيود التنظيمية والرقابية والضريبية في بعض الأسواق.

### 2.1.3- المنافع لأصحاب العجز المالي:

- تعتبر إمكانية التمويل من خارج السوق الوطنية بالنسبة لطالبي الأموال فرصة لتنويع مصادرهم وتقليل تبعيتهم لسوق واحدة، بغرض تنفيذ التزاماتهم في المدفوعات الدولية أو تكوين رؤوس الأموال؛
- إيجاد فرص في الأسواق الدولية تسهم في انخفاض التكاليف والمخاطر الحقيقية للتمويل؛
- إمكانية تحقيق مكاسب ناتجة عن المرونة وغياب التقنين في بعض الأسواق الدولية؛
- إمكانية الاستفادة من انخفاض سعر صرف العملة المقترض بها في المستقبل مقابل العملة الوطنية؛
- الاستفادة من انخفاض القيود التنظيمية والرقابية والضريبية في بعض الأسواق.

### 3.1.3- المنافع للوسطاء الماليين:

- تُوفّر الأسواق المالية الدولية فرصة لتوسيع أنشطتهم؛
- تؤمن فرص عديدة لتنويع مصادر الأموال ومحفظة القروض؛
- يتيح تنويع شروط الأسواق إمكانيات واسعة لموازنة معدلات الفائدة؛
- يحتلون موقعاً ذو أفضلية على المستثمرين من أجل تقويم المخاطر الإضافية المرتبطة بالعمليات الدولية؛
- الاستفادة من انخفاض القيود التنظيمية والرقابية والضريبية في بعض الأسواق.

### 4.1.3- المنافع للدولة التي تُقام فيها السوق:

- المساهمة في تحقيق التطور النسبي في العديد من الدول النامية: عن طريق توفير الموارد المالية اللازمة لتلبية النقص في مواردها المالية المحلية، والتي تسمح بإنجاز الحد الأدنى المطلوب من الاستثمارات الإنتاجية الضرورية لتمويل خطط التنمية والتخلص من حالة التخلف التي تعاني منها بكسر الحلقة المفرغة في عرض رأس المال، وبالأخص بعد تراجع مصادر التمويل الأخرى أو في حالة عدم كفايتها أو عدم ملائمة شروطها؛

- المساعدة على زيادة الصادرات والإسهام في توفير النقد الأجنبي: عن طريق توفير التمويل اللازم لإقامة المشروعات وعملها وإسهامها من خلال ذلك في تحقيق إنتاج يحقق زيادة في التصدير أو يحل محل الاستيراد، وهو ما يؤثر إيجاباً على وضعية ميزان المدفوعات لديها؛
- المساعدة على تحسين رفاهية أفراد المجتمع: إقامة مشروعات تستخدم الموارد البشرية والطبيعية المتاحة لاسيما في الدول النامية تتيح زيادة الإنتاجية ومن ثم تخفيض التكاليف، وهو ما يمكن أن يسهم في تخفيض الأسعار ومن ثم المساهمة في تخفيض تكاليف المعيشة وتحسين مستوى رفاهية أفراد المجتمع؛
- المساهمة في تحقيق إيرادات مالية للدولة: وبالذات من خلال الضرائب على عوائد الاستثمارات المالية أو على عوائد الاستثمارات الحقيقية التي تُموّل باللجوء إلى الأسواق المالية الدولية، وهو ما يؤثر إيجاباً على وضعية الميزانية العامة للدولة.

### 2.3- المخاطر:

- على الرغم من المنافع السابقة الذكر فالمتدخلون في الأسواق المالية الدولية مُعرّضون إلى مخاطر متنوعة، نذكر منها:<sup>1</sup>
- مخاطر الانقلاب في أسعار الصرف: غالباً ما يستخدم المتدخلون في هذه الأسواق عملة تختلف عن تلك المستخدمة في العمليات الوطنية، وبحكم أن رؤوس الأموال تنتقل إلى الخارج بالسرعة نفسها التي تنتقل فيها إلى الداخل فهذا ما يعرض هذه الدول إلى هزات عنيفة في سوق الصرف تُحدث مخاطر صرف لأحد الطرفين (أو لكليهما) لا تُغطّى بشكل دائم؛
- القيود على عملية صرف العملات: التي تحد من سيولة الأوراق المالية أو تمنع التداول المستقبلي للأموال المقابلة للأوراق المُصدّرة؛
- صعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة حول العملية التمويلية ومتابعتها: المعلومات الضرورية من أجل إتمام عمليات تحريك الأموال بين العارضين والطالبين هي أكبر حجماً وأكثر إنتشاراً وأقل تنظيمياً، بحيث تُصبح عملية تقويم نوعية الأوراق المطلوبة أو متابعة المقترض أكثر صعوبة بمجرد أن تتم عملية التمويل؛
- إمكانية التعرض إلى استنزاف ضخم للموارد من الدول التي هي في الأصل محتاجة إلى التمويل: وذلك في شكل تحويلات للعوائد المتمثلة في الأرباح والفوائد التي تحصل عليها الدول صاحبة الفائض المالي جراء توظيفه، ومنه التأثير سلباً على وضعية ميزان المدفوعات؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 13.

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 160-164.

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 70، 71.

- الإسهام في زيادة حدة التفاوت في المداخل بين أفراد المجتمع وفئاته المختلفة: الناجم عن ارتباط فئات محدودة جدا في الدول النامية بالمجالات ذات الصلة بالتمويل الدولي، والتي تحقق لها مداخل مرتفعة جداً قياساً بتلك التي يحققها الأفراد والفئات الأخرى في هذه الدول؛
- التأثير على سيادة الدول واستقلال قرارها السياسي والاقتصادي: بسبب تبعية الدول النامية للدول المتقدمة بحكم حاجتها إليها واعتمادها عليها في تلبية احتياجاتها؛
- اختلاف النصوص التشريعية والتنظيمية في كل دولة: تحمل مخاطر تشريعية وتكاليف إضافية تتعلق باختلافات القوانين والأنظمة والتعليمات السارية في كل دولة بما في ذلك مشاكل الازدواج الضريبي؛
- تزايد إمكانية تدويل الأزمات المالية: أي عدوى الأزمات المالية عبر الحدود الجغرافية للدول بمعنى انتقال أو إنتشار أزمة مالية بين دولتين أو أكثر تظهر في شكل اضطرابات متزامنة في المتغيرات المالية لأسواق هذه الدول؛
- تحمل مخاطر السياسات المتعلقة بالمنازعات والصراعات والحروب.

## المحور الثاني: أنواع الأسواق المالية الدولية

تتنوع الأسواق المالية الدولية حسب طبيعة العملة وعلاقتها بالدولة التي تتم فيها العمليات التمويلية إلى نوعين رئيسيين هما الأسواق الأجنبية والأسواق الأوروبية، لكننا سنسلط مجمل تركيزنا في هذا المحور على الأوروبية منها باعتبارها الاستحداث الذي طرأ على العمليات التمويلية الدولية منذ نشأتها، ونظراً للحيز الهام الذي أصبحت تحتله ضمن تشكيلة الأسواق المالية الدولية.

### 1- الأسواق الأجنبية (Foreign Markets):

هي الأسواق التي تتيح إمكانية توظيف الفوائض المالية أو الحصول على تمويل بمبالغ هامة بالعملة الوطنية للدولة التي تتواجد فيها السوق بأدوات نقدية ومالية متنوعة، وذلك بالنسبة لغير المقيمين في هذه الدولة. ففي نهاية الحرب العالمية الثانية لم يكن يوجد بتصرف المقترضين الدوليين سوى عدد محدود من الأسواق التي تقدم الأموال، وفي هذه الأسواق لم يكن باستطاعتهم إصدار أوراق مالية إلا في وضع تنافسي مع تلك التي يصدرها المقيمون، كما أنها كانت تخضع في غالب الأحيان لتقنيات صعبة، حيث تلجأ السلطات الحكومية إلى تقليص حجم الإصدارات الأجنبية وتقرر أحياناً إغلاق السوق.

وإلى جانب هذا النمط من التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية في سوق رؤوس الأموال، فإنه بإمكان المقترضين الدوليين الاستفادة من البنوك التجارية للدول الأجنبية،<sup>1</sup> مثل القروض الأجنبية التي تُمنح من قبل بنوك دولة مُعيّنة لمعامل أجنبي عنها وبعملة الدولة نفسها، مثل القروض المرتبطة بالتجارة الخارجية الموجهة لتغطية الصادرات والواردات التي يقوم بها المتعامل الأجنبي بغية تشجيع صادرات الدولة.<sup>2</sup>

ونظراً لانتشار مثل هذه الأسواق في معظم دول العالم ووضوح معاملاتها مُقارنَةً بالنوع الثاني من الأسواق المالية الدولية المتمثلة في الأسواق الأوروبية، فلن نسترسل في شرحها أكثر لفسح المجال للتفصيل في هذه الأخيرة؛

<sup>1</sup> - فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 17. (بتصرف)

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 165.

## 2- الأسواق الأوروبية (Euro-Markets):

## 1.2- التعريف:

تُطلق عبارة الأسواق الأوروبية على الديون المُقوّمة بعملات مختلفة - وإن كان الدولار أهمها - الصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات، التي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول. تستند هذه الأسواق إلى إنتفاء شتى القيود فيها مثل الاحتياطي الإلزامي الخاص بالمطلوبات البنكية والقيود على معدلات الفائدة والتحويلات أو ضرائب الاقتطاع والديون الصادرة عنها، وبالتالي تخرج من منطقة مالية حرة تقع دائرة عملها خارج حدود الدول وإن كان وجودها الفعلي في مراكز رئيسية عدة كلندن ونيويورك وطوكيو وباريس وسنغافورة. وهذه الأسواق حديثة نسبياً والتعامل فيها يتركز بالدرجة الأولى بين البنوك التجارية نفسها (Interbank) إلى درجة قد تصل إلى حوالي خمسين بالمائة من حجمها الإجمالي القائم.<sup>1</sup>

فبالأسواق الأوروبية إذن هي التي تتيح إمكانية توظيف الفوائض المالية والحصول على تمويل بمبالغ هامة وبعملات دولية رئيسية متنوعة قابلة للتحويل خارج الحدود الجغرافية للدولة التي أصدرتها (أي الدولة التي تُستعمل فيها تلك العملة كوحدة نقد وطنية)، أي بعملة دولة أخرى غير الدولة التي تتواجد فيها السوق بأدوات نقدية ومالية متنوعة، وذلك بالنسبة للمقيمين أو غير المقيمين في هذه الدولة.

ويستمد كل شكل من هذه السوق تسميته من إسم العملة الدولية الأكثر تداولاً فيها والتي تسمى بالعملة الأوروبية (Euro-Currency)، فإذا ما كثر التعامل بالدولار الأمريكي مثلاً فإنه يُطلق عليها بسوق اليورو- دولار ... وهكذا

وتسمى البنوك الدولية التي تتعامل في هذه الأسواق بالبنوك الأوروبية (Euro-Banks) التي يمكن أن تكون بنوكاً تجارية تنتمي إلى الدولة التي تتواجد بها السوق أو فروعاً لبنوك أجنبية (بنوك دولة العملة أساساً).

وتجدر الإشارة إلى أنّ صفة "أوروبية" هنا هي إلى حد ما إسم على غير مُسمّى، حيث تستخدم كلمة يورو مع العملات لتشير أساساً إلى أية معاملة تمت بعملة معينة خارج الحدود الجغرافية للدولة صاحبة العملة المتداولة، وليس فقط في أوروبا.<sup>2</sup>

وترجع تسمية هذه الأسواق بالأوروبية لأنها ظهرت لأول مرة في أوروبا على شكل سوق الدولارات الأوروبية (Euro- dollars Market) التي أُطلقت على مجموع الودائع قصيرة الأجل بالدولار الأمريكي الموجودة في بنوك أوروبية وتحديداً في لندن (والتي سنعود إليها بالتفصيل لاحقاً إلى جانب التطورات التي لحقت بها).

<sup>1</sup> - حكمت شريف النشاشيبي، الاستثمار المصرفي العربي في الأسواق المالية الدولية، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، العدد 128، أكتوبر 1989، ص ص 96-106.

<sup>2</sup> - محفوظ جبار وعمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، العدد الثالث، جوان 2008، ص ص 73-101.

## 2.2- الخصائص:

تتفرد الأسواق الأوروبية بالعديد من الخصائص التي سنلخص أهمها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- الانفصال بين العملة والدولة التي تتم فيها العمليات؛
- عدم حصر السوق وتدويلها، حيث تنشأ شبكة من العلاقات بين المؤسسات المشاركة (المنخرطة) فيها مدعومة بوسائل إتصالات متطورة؛
- يتم التعامل في هذه الأسواق بالدرجة الأولى بين البنوك الأوروبية نفسها، حيث تبلغ الخصوم الخاصة بالمعاملات بين البنوك ما يزيد عن نصف إجمالي الخصوم لدى البنوك الأوروبية. وتتصب أغلب الأنشطة على قبول الودائع بالعملة الدولية الرئيسية وإقراضها أو استثمارها في نفس الدولة أو في دول أخرى، أو استخدامها في تحسين مركزها النقدي والمالي (سيولة واحتياطيات)؛
- مدة إستحقاق القروض في الأسواق الأوروبية تتراوح بين الآجال القصيرة، المتوسطة والطويلة. وذلك حسب مجالات التوظيف التالية:

- الودائع لأجل وشهادات الإيداع الدولية قصيرة الأجل؛
  - القروض المقومة بالعملة الدولية، التي تُعتبر من ركائز التعامل متوسط الأجل في الأسواق الأوروبية؛
  - السندات الأوروبية، التي تُستخدم كأداة للإقراض الدولي طويل الأجل.
- إن فروقات أسعار صرف العملات الدولية موضوع التعامل وفروقات معدلات الفائدة على تلك العملات، وكذا الفروقات في أسعار بيع العملات في السوقين الآجلة والعاجلة إضافةً إلى رسوم عمليات التمويل، تُعتبر من أهم مصادر الربحية في هذه الأسواق؛
- يُعتبر عامل الثقة الائتمانية هو أساس التعامل في مثل هذه الأسواق، لذلك نجد الأطراف المتعاملة فيها تحاول بشتى الطرق الحفاظ على السمعة الدولية (شهادة حسن السلوك)، وذلك بتطبيق شروط العقود المتفق عليها بحذافيرها؛
- إن عمليات الإقراض والاقتراض معفاة من الضرائب والقيود على التحويل الخارجي، لأن الأسواق غير خاضعة لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأية دولة، ولهذا فتتحقق فيها شروط المنافسة الحرة بدرجة كبيرة نسبياً؛

<sup>1</sup>- تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 18، 63.

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي للنشر والتوزيع، اردن/الأردن، 2002، ص ص 108-114.

- عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص 194.

- عادةً ما تقترض أو تقرض في هذه الأسواق كل من البنوك والشركات الدولية والحكومات التي ترغب في الحصول أو استثمار أموال بالعملة الدولية الرئيسية؛

- العملات الأوروبية هي ودائع آجلة أكثر منها ودايع تحت الطلب، بمعنى أنها أشباه النقود (Near money) أكثر من وصفها نقود بحد ذاتها. وهكذا فالبنوك الأوروبية لا تقوم بخلق النقود وإنما هي وساطة مالية تجمع المقرضين والمقترضين في الاقتصاد العالمي، فهي تُعتبر واحدة من أنواع عديدة للأدوات النقدية والمالية الدولية القابلة للتداول؛

- تُعتبر السوق الأوروبية بمثابة سوق عمليات كبرى، والودائع المُجمّعة من القطاع البنكي أو غير البنكي تدور حول أحجام كبيرة (وحدة المعاملة في سوق ما بين البنوك تساوي مليون دولار أمريكي)، كذلك فإن تسهيلات القروض على إختلاف أشكالها هي من السعة بمكان، أما دخول هذه السوق فيقتصر على المقرضين القادرين على إمتصاص عدة ملايين من الدولارات في عملية واحدة.

### 3.2 - المنافع:

توفر هذه الأسواق عدة مزايا، نذكر منها:<sup>1</sup>

- توفر هذه الأسواق مزايا نسبية من حيث العائد والتكلفة فيها، فبشكل عام معدلات الفائدة المُطبقة على المقرضين والمقترضين في الأسواق الأوروبية تتحرك داخل حدود تقلبات نظيراتها في الأسواق الوطنية. وهو ما يوضحه الشكل التالي:

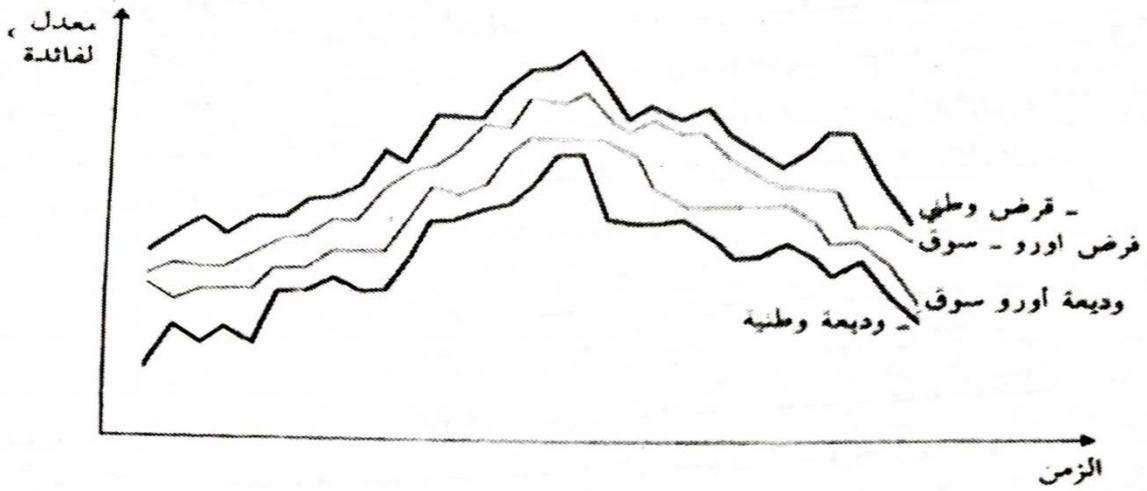
<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 66، 67.

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-113، 163.

- عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص 194.

## الشكل رقم (1): معدلات الفائدة في السوقين الوطنية والأوروبية



المصدر: فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 67.

وهذا راجع لما تملكه من ميزة على صعيد التكلفة التي تنتج عن غياب القيود والاحتياطات الإجبارية بشكل رئيسي والتي تجعلها تتمتع بنفقات منخفضة بالمقاييس إلى البنوك التجارية العادية، بالإضافة إلى تمتع البنوك الأوروبية باقتصاديات الحجم أو وفورات النطاق الناتجة عن الحجم الضخم للودائع والقروض التي تتعامل بها مقارنة مع البنوك التجارية العادية المُقيّدة باللوائح؛

- تُعتبر هذه الأسواق همزة وصل بين الأسواق المالية الوطنية في الدول النامية - إن وُجدت - والأسواق المالية في الدول المتقدمة، مما أضفى مزيداً من المرونة على النظام النقدي الدولي عن طريق تحركات واسعة لرؤوس الأموال من سوق لأخرى، لملاحقة فروقات أسعار صرف العملات وفروقات معدلات الفائدة في الأسواق المختلفة بهدف الانتفاع منها؛

- ساعدت هذه الأسواق على تمويل وتغطية العجز في موازين مدفوعات بعض الدول التي تعاني من العجز، عن طريق الاقتراض من البنوك الدولية العاملة في هذه الأسواق كما فعلت وتفعل أغلب الدول النامية مما ساهم في تضخم مديونيتها الخارجية. كما ساعدت بعض الدول ذات الفائض في ميزان المدفوعات على التقليل من آثار الفائض في موازين مدفوعاتها على إقتصادياتها الوطنية عن طريق تشجيع مواطنيها على إيداع وإستثمار مدخراتهم في الأسواق الأوروبية للاستفادة من مزاياها كما حدث فعلاً في ألمانيا أوائل السبعينات؛

- عملت هذه الأسواق على تجميع وتعبئة رؤوس الأموال، مما أدى إلى تخفيض وربما توحيد معدلات الفائدة على العملات المختلفة، وزيادة المنافسة والرفع من كفاءة القطاع المالي؛

- تُعتبر عملية التمويل بواسطة الأسواق المالية الدولية ذات أهمية كبيرة بالنسبة للشركات الكبيرة والحكومات في توفير احتياجاتها من الأموال الطائلة لتمويل المشاريع الكبرى، وفي الغالب لا تطلب ضمانات على القروض الممنوحة للمتعاملين في هذه السوق الذين يتمتعون بالثقة الائتمانية من الدرجة الأولى؛
- تقوم الأسواق الأوروبية بتجميع المدخرات على اختلاف أحجامها وإعادة توزيعها على نطاق دولي واسع بين مختلف فئات المقترضين من الذين يفضلون هذا النوع من الاقتراض أو الذين تجبرهم السياسة النقدية المحلية على اللجوء إلى الاقتراض من هذه السوق؛
- زيادة السيولة الدولية، إذ أنها تتكيف بسرعة مع التدفقات المالية غير المتوقعة، فخلال فترة السبعينات استطاعت هذه الأسواق توفير الائتمان لتمويل حالات العجز في موازين مدفوعات الدول وخاصة النامية منها، من خلال إعادة تدوير الفوائض الدولارية من الدول المصدرة للنفط إلى الدول المستوردة له، وبالتالي استطاعت تمويل حركة التجارة الدولية.

## 4.2- المخاطر:

- على الرغم من المزايا الكثيرة للأسواق الأوروبية، إلا أن بعض الدول لا زالت تتخوف من آثارها السلبية على سياساتها النقدية والمالية الوطنية بصورة خاصة، وعلى النظام النقدي الدولي بصورة عامة. ويمكن تلخيص أهم مخاطر الأسواق الأوروبية هذه فيما يلي:<sup>1</sup>
- تركزت ردود الفعل وانتقادات بعض الدول المعارضة لعمل هذه الأسواق على سلوكيات بعض البنوك المركزية الأوروبية بسبب تصعيدها لظاهرة التضخم في هذه الأسواق، وذلك بإيداعها جزءاً من احتياطياتها في الأسواق الأوروبية بشكل مباشر أو غير مباشر، مما ساعد كثيراً على توسيع القاعدة الائتمانية لهذه الأسواق؛
- إن وجود مثل هذه الأسواق التي تستقطب رؤوس أموال ضخمة غير خاضعة لسيطرة أي من السلطات النقدية والمالية، قد ساعد على سرعة وحرية انتقال هذه الأموال من مكان لآخر ومن عملة لأخرى، مما أوجد اختلالاً في معدلات الفائدة وأسعار صرف العملات سواءً تجاه بعضها البعض أو تجاه العملات الأخرى؛
- إذا كانت أسعار صرف العملة الوطنية في حالة اضطراب مستمر فإن هذا يشجع على قيام المضاربات النقدية التي تؤدي إلى زيادة عدم الاستقرار الاقتصادي؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 109-111.

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 315.

- عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص ص 194، 196.

- محمد صالح القرشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2008، ص 190.

- مخاطر هذه الأسواق تظهر بسبب التقديرات والسياسات الخاطئة والمتبعة من قبل بعض الدول وخاصة النامية منها، بحيث أنها توافق على شروط إقتراض ليس بمقدورها الوفاء بها وتنفيذها حسب العقد، مما يزيد من تكيلها في المستقبل بصورة أكبر؛
- لا يمكن لأحد التكهن بديمومة هذه السوق، فهي بطبيعتها عرضة لتصويبات كبيرة في أسواق البورصة ولإمكانية العودة إلى فرض تقييدات أو تغييرات ناجمة عن السياسة الاقتصادية للمكان الذي احتضن هذه السوق؛
- عدم إمكانية السيطرة والتحكم في هذه الأسواق باستخدام القيود التي تفرضها السلطات النقدية المحلية أو تلك التي يفرضها صندوق النقد الدولي، وهو ما يجعلها موطناً للمعاملات غير النظامية (تبييض الأموال، التهرب الضريبي... إلخ)؛
- إن الأنشطة التي اضطلعت بها هذه الأسواق هي التي أدت إلى إندلاع وتفاقم أزمة المديونية العالمية للدول النامية وخاصة لدول أمريكا اللاتينية؛
- إنخفاض فاعلية سياسات الاستقرار الوطنية للسلطات العامة، فلم يكن بمقدور الشركات الإقتراض كليا من جراء قيود الائتمان، بينما يمكنها الإقتراض من أسواق العملات الأوروبية، مما قوض من الجهود الرامية إلى مواجهة الضغوط التضخمية المحلية لاسيما في الدول النامية التي تتسم بضيق رقعة معاملاتها المالية المحلية مقارنة بالصفقات العالمية بالعملات الأوروبية؛
- بسبب أن ودائع العملة الأوروبية قصيرة المدى مقارنة بقروض العملة الأوروبية متوسطة وطويلة المدى، فإن بنوك العملة الأوروبية (البنوك الأوروبية) مُعرّضة لمواجهة مخاطر سيولة كبيرة.

## المحور الثالث: السوق النقدية الدولية

تنقسم الأسواق المالية حسب التقسيم الأنجلو-سكسوني إلى الأسواق النقدية (التمويل غير المباشر) وأسواق رأس المال (التمويل المباشر)، بحيث يتمثل وجه الاختلاف بينهما في الفترة الزمنية للمعاملات الجارية فيهما، علماً أن الفترات الزمنية هذه غير محددة بل يمكن تمديدها حسب متطلبات التطور الاقتصادي في العالم. وسنخصص المحورين الثالث والرابع لتقديم القسمين الرئيسيين للأسواق المالية الدولية والأشكال (النماذج) المعروفة لها، والتي تندرج في مجملها في إطار المعاملات الأجنبية أو الأوروبية سابقة الذكر.

بحيث تُطلق السوق النقدية الدولية (International Money Market) على مجموع عمليات الإيداع والاقتراض بالعملة الدولية الرئيسية القابلة للتحويل والتي تكون البنوك الدولية طرفاً رئيسياً فيها، فهذه السوق تُعنى بالتدفقات المالية الدولية قصيرة الأجل بشكل أساسي وليس مطلق. وذلك إما لغرض تسوية المدفوعات الدولية أو التمويل والادخار أو لخدمة أهداف السياستين النقدية والمالية باستعمال أدواتي معدلات الفائدة وأسعار الصرف.

وسنقوم فيما يلي بالتطرق أولاً لسوق ما بين البنوك الدولية التي تجري فيها عمليات الإيداع والاقتراض التي تتم بين البنوك الدولية فقط، وثانياً إلى نظيرتها التي تكون مفتوحة لكل المتعاملين الاقتصاديين الأفراد، الحكومات، الشركات... إلخ هذه السوق وعلى عكس سابقتها تكون مفتوحة لجميع المتعاملين الاقتصاديين والحكومات وليست مقتصرة في تعاملاتها على البنوك فقط، وتتخذ المعاملات فيها شكلين إما أجنبية أو أوروبية. لكننا سنسلط مجمل تركيزنا على المعاملات الأوروبية باعتبارها الاستحداث الذي طرأ على العمليات البنكية الدولية منذ نشأتها، سواءً تعلق الأمر بـ:

- سوق العملات الأوروبية (Euro- Currencies Markets): الإيداع؛
- سوق القروض الأوروبية (Euro- Credits Markets): الاقتراض؛
- سوق القسيمة الأوروبية (Euro- notes):\*

\* سوق القسيمة الأوروبية (Euro- notes): القسيمة الأوروبية أو تسهيلات الإصدار المضمونة من طرف نقابة بنكية دولية، هي سندات إذنية من شهر إلى ستة أشهر صادرة من طرف مقترض وقابلة للتجديد في إطار برنامج للتمويل وقابلة للتداول في السوق الثانوية، تتضمن إصدار أدوات نقدية في إطار نقابة ضمان بنكية من قصيرة الأجل إلى متوسطة الأجل تتجسد بخط قرض بنكي.

- سوق الأوراق التجارية الأوروبية (Euro- Commercial Papers).\*

وتجدر الإشارة أنه تدخل في إطار السوق النقدية الدولية وتحديداً الأوروبية منها فقط عمليات الإيداع والاقتراض قصيرة الأجل، أما متوسطة وطويلة الأجل فهي تدخل في إطار سوق رأس المال الدولية.

## 1- سوق ما بين البنوك الدولية:

إن طبيعة الأنشطة التوسيطية للبنوك الدولية ولاسيما البنوك الأوروبية (E. Banks) جعل من الضروري وجود سوق يتم فيها تداول الأموال بينها بشكل مستقل عن جنسيتها ومقر تواجدها، هذه السوق هي سوق ما بين البنوك التي سنتعرف عليها فيما يلي:

### 1.1- تعريف السوق:

تُعتبر سوق ما بين البنوك الدولية سوقاً ترجع إليها البنوك النشطة على المستوى الدولي للاقتراض المتبادل للأموال، كما تجد فيها على الدوام إمكانيات لإيداع موجوداتهم بالعملة الدولية الرئيسية وذلك لفترة قصيرة. وتقوم البنوك الأوروبية بتشغيل حجم كبير جداً من المعاملات في هذه السوق، بحيث تبلغ الخصوم الخاصة بالمعاملات بين البنوك ما يزيد عن نصف إجمالي الخصوم لدى البنوك الأوروبية.<sup>1</sup>

المُصدر يستطيع اختيار قيمة (مقدار) ومدة وأي عملة بخلاف عملة الدولة التي يتم إصدارها فيها للمستثمرين الدوليين المهتمين بتوظيف سيولتها لبعض الأيام أو عدة لسنوات (في حالة القسيمة متوسطة الأجل (Medium Term Euro Notes)، تتضمن هذه التسهيلات تعهداً من البنوك بضمان أنه إذا كان طلب المستثمرين غير كافٍ، النقابة تكتتب بنفسها في القسيمة التي توظف في السوق بالسحب من خط القرض البنكي، وبالنسبة للمقترض تشكل مصدر تمويل مستقر يعتمد على اللجوء الآمن إلى سوق النقد الأوروبية قصيرة الأجل. وتعود نشأتها إلى نهاية سنة 1970 حيث اعتبر بعض المقترضين أن الشروط التي تُفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الأوروبية لا تتناسب مع انخفاض مستوى الخطر، مما دفعهم إلى البحث عن أداة أخرى تؤمن أفضل تجانس بين السعر والخطر؛

\* **سوق الأوراق التجارية الأوروبية (Euro- Commercial Papers):** هي تسهيلات غير مضمونة، وضعت لأن المصدرين لاحظوا أنه نادراً ما يتم طلب ضمانات بنكية، وهي عبارة عن أدوات دين قابلة للتداول صادرة من شركات في السوق النقدية، ذات آجال استحقاق قصيرة إلى متوسطة. بحيث أدى عدم وجود الضمان إلى انخفاض في التكاليف، بما في ذلك النسبة المرتبطة بالضمان المفروضة من طرف النقابة. والسبب وراء عدم وجود الضمان هو أنها صادرة عن تلك الشركات ذات درجة عالية من التصنيف، كبيرة الحجم ذات المكانة الراسخة والمعروفة. وتتراوح مدة استحقاقها من 5 أيام إلى 9 أشهر، ورغم أن هذه الأداة تعود إلى القرن الثامن عشر، إلا أن أول إصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptance Corporation.

للمزيد أنظر: LE FINANCEMENT OFF-SHORE, OP.CIT, p p 30-31.

محفوظ جبار وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-101.

<sup>1</sup> - سي بول هالوود ورونالد ماك دونالد، **النقود والتمويل الدولي**، ترجمة محمود حسن حسني، مراجعة ونيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، الرياض/المملكة العربية السعودية، 2007، ص 591.

وتتمثل أبرز تدخلات البنوك الدولية في هذه السوق فيما يلي:<sup>1</sup>

- قبول الودائع ومنح القروض بالعملة الوطنية إلى الحكومات والشركات والأفراد الأجانب (غير المقيمين)؛
- قبول الودائع ومنح القروض بالعملة الأجنبية إلى المقيمين وغير المقيمين في الدولة التي تنشط فيها؛
- إدارة توزيع القروض الكبيرة على البنوك والعمل بصفة وكلاء لتلك العملية وتصميم متطلبات التمويل الخاص لأغراض التجارة الدولية؛
- القيام بصفقات أو معاملات الصرف الأجنبي والتعامل بالذهب والمعادن الثمينة في تحويلات النقود الدولية؛
- توفير الاعتمادات المستندية للائتمان السريع وخطوط الائتمان متعدد العملات وتسهيلات التأمين.
- كما يُشير الاسم، فإن هذه السوق هي أساساً سوق بين البنوك لكن دون أن يؤدي ذلك إلى استبعاد عدة متدخلين هم:

- السماسرة، ودورهم في تسهيل عملية إحكام العرض والطلب؛
- الشركات الكبرى (خاصة متعددة الجنسيات)، التي تستطيع نظراً لحجمها أن تحصل على معدلات مشابهة لتلك التي تحصل عليها البنوك مقابل توظيف ما تملكه من سيولة لأجل قصير، كما أن القدرة التفاوضية لهذه الشركات تسمح لها بالوصول بشكل مباشر وغير مباشر إلى معدلات أدنى من تلك المعلنة رسمياً بالنسبة لأفضل العملاء التجاريين؛
- السلطات النقدية (خاصة للدول النفطية المصدرة للبترو) التي تُعتبر من الفاعلين الرئيسيين في هذه السوق عبر استخدامها من أجل توظيف فوائضهم المالية؛

- إن حجماً هاماً من معاملات سوق ما بين البنوك الدولية هو نتيجة لمعاملات بين البنوك الدولية وفروعها في الخارج، وعادة تكون هذه المعاملات للتخلص من القيود التنظيمية والرقابية المحلية أو تقليل الضرائب، وهناك ما يرجع إلى اعتبارات السيولة وتوزيع المخاطر؛

- تتصف سوق ما بين البنوك الدولية باللاشكالية، إذ أن العمليات تجري فيها عن طريق شبكة اتصالات دولية، وطريقة عملها تُدكّر بما يحصل في سوق الصرف الأجنبي التي سنتطرق إليها لاحقاً، فالبنك الذي يود القيام بعملية في هذه السوق يطلب من بنك آخر هام ومعروف باشتراكه في هذه السوق، هذا البنك يعرض معدلين للفائدة: معدل شراء (يُطبّق على الودائع) ومعدل بيع (يُطبّق على القروض)؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 79، 80.

- محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 129، 190.

- العمليات أساساً تتم لأجل قصير وبمعدلات ثابتة ويكون الفارق بين معدل الشراء ومعدل البيع في الحالة العادية ضعيفاً، مع الإشارة إلى أن المعدلات المعروضة تتأثر بسمعة البنك الطالب، هذا وتتسم معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك بالاستقلالية قياساً للمعدلات المعمول بها في باقي أسواق السوق المالية الدولية.

## 2.1- دور السوق:

يتمثل دور سوق ما بين البنوك الدولية فيما يلي:<sup>1</sup>

- **آلية لتخصيص الأموال:** يتولى النشاط التوسطي للبنوك الأوروبية مهمة الملاءمة بين عرض العملات الدولية والطلب عليها، فالعديد من أنشطة الإيداع والاقتراض على المستوى الدولي تتجمع في بعض الأسواق والمراكز المالية دون أن يواكب ذلك وبشكل آلي تعادل تام في حجم الأموال أو تزامناً بين المودعين والمستخدمين.

بحيث يسمح سوق ما بين البنوك الدولية للبنوك من خارج النظام البنكي بتوفير الأموال التي تحتاجها، فالبنوك التي تمتلك فائض من العملات الدولية ولا تجد استخدامات مباشرة لهذا الفائض، تستطيع وقتياً توظيفه بواسطة هذه السوق. وعندما يُقدم بنك على قبول وديعة فإن بإمكانه استخدامها إذا رغب في ذلك، أما في حالة عدم الحاجة للاستخدام المباشر فإن باستطاعته إعادة إيداع العملات الدولية في بنك ثالث، وهكذا تتم متابعة عملية الإيداع المتتالية وفق أسعار متدنية إلى الحد الذي تجد فيه الأموال مُستخدماً، وهذا ما يُفسّر إلى حد بعيد حجم العمليات الكبير وسرعة المعاملات. وبواسطة الودائع المتتالية تصبح سوق ما بين البنوك الدولية آلية قوية وفعالة لتخصيص الأموال؛

- **دور تشتيت الخطر:** تُعتبر سوق ما بين البنوك النشطة والمتيحة لإمكانية الوصول إليها عاملاً حاسماً في السماح للبنوك متوسطة الحجم أو تلك التي لا تملك قاعدة ودائع بالعملات الدولية بالانطلاق نحو المساهمة في أنشطة دولية، فلقد إشتكت بعض البنوك الكبرى خلال السبعينات من تحملها عبء تمويل السوق إما بشكل مباشر أو غير مباشر.

بحيث سمحت هذه السوق ببعثرة وتشتيت خطر الوساطة البنكية الدولية في ثنايا النظام البنكي، وذلك عبر تحويل هذا الخطر من وضعية مؤثرة على بعض الأسماء إلى وضعية تغطي النظام بمجمله؛

- **إدارة السيولة لأجل قصير:** توفر هذه السوق للبنوك إمكانية التكيف السريع لميزانياتها من أجل تحقيق مردودية معينة أو إحترام النسب التمويلية، فبإمكان البنوك أن تُقدّم في كل لحظة تقريباً على تقليص نشاطها ما بين البنكي (في حالة إنخفاض المردودية) من أجل الحفاظ على نسبة أموال خاصة أو ذات ريع في خانة الأصول.

وبالمقابل، تسمح سوق ما بين البنوك بإعادة التوازن لمحفظة الأصول عبر مضاعفة حجم العمليات قليلة المخاطر في الفترات العادية حتى لو كان ذلك على حساب المردودية.

<sup>1</sup> - فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 80-83.

أضف إلى ذلك، أنّ البنوك عبر هذه السوق تُؤمّن لبعضها البعض خيوط أمان، إما عبر سماحها بترحيل أموال قابلة للانتقال بسرعة أو تأمين ملاذ وفتي للأموال القابلة للإقراض لأجل قصير؛

- **إمكانيات إتخاذ مركز:** تعتبر هذه السوق مصدر ربح بالنسبة للبنوك التي تتحمل مسؤولية مراكز غير مقترنة، إذ تسمح لها أن تحتل مركزاً لأجل قصير وذلك بغية جني فائدة إنطلاقاً من بنية معدلات الفائدة أو من التوقعات المحيطة بتغيرات المعدل. أضف إلى ذلك، تُوفّر هذه السوق للمشاركين من ذوي الأحجام الكبيرة فرصة الاستفادة من مكانتهم على النمط ذاته تستطيع بعض البنوك تحقيق مكسب باعتبار الفوارق في إدراك الخطر المتأاتي عن جنسية المشارك.

## 2- سوق العملات الأوروبية\* (Euro- Currencies Market):

### 1.2- تعريف السوق:

تُطلق على مجموع الودائع المُقيّمة بالعملات الدولية الرئيسية القابلة للتحويل المتواجدة في بنوك تجارية تنشط خارج الحدود الجغرافية للدولة التي أصدرت العملات المعنية،<sup>2</sup> وليس في أوروبا فقط. بدلاً من الاحتفاظ بها كعملات وطنية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع.

وتاريخياً تعتبر سوق الدولارات الأوروبية أو ما اصطُح على تسميتها بسوق اليورو-دولار أول ما ظهر على مسرح الأحداث في أواخر خمسينات القرن الماضي، التي تعد إحدى التطورات النقدية التي طرأت على النظام النقدي الدولي الراهن، بحيث أطلقت تسمية سوق اليورو-دولار على مجموع الودائع المقيمة بالدولار الأمريكي المتواجدة في بنوك تجارية أوروبية وتحديداً في لندن.

وفيما بعد تم تعميم تجربة البنوك الأوروبية هذه على البنوك التجارية في معظم أنحاء العالم، بمعنى أن تسمية سوق اليورو-دولار أصبحت تُطلق على نفس الودائع لكن المتواجدة في بنوك تجارية تنشط خارج الولايات المتحدة الأمريكية وليس في أوروبا فقط، فحتى الودائع المُقيّمة بالدولار الأمريكي المتواجدة في بنوك تنشط في طوكيو، كندا، سنغافورة، البهاماس وغيرها تدخل في إطار هذه السوق رغم وجودها خارج أوروبا.

الآن أصبح الأمر أكثر شمولية حيث اتسع نطاق هذه السوق وأصبح لا يقتصر على قبول الودائع بالدولار الأمريكي فقط بل ذهب لأبعد من ذلك ليشمل مختلف العملات الدولية الرئيسية التي تقبلها البنوك الأجنبية، وبرزت آنذاك في إطار ما يسمى بسوق العملات الأوروبية أي سوق اليورو-عملات عدة أسواق أهمها: اليورو-مارك (Euro-Mark)، اليورو-جنيه إسترليني (Euro-Sterling)، اليورو-فرنك سويسري (Euro-Swiss.Fran)... إلخ

\* تسمى أيضا سوق اليورو-عملات.

<sup>2</sup> - Emmanuel Nyahoho, **Finances internationales- théorie, politique et pratique**, 2<sup>e</sup> édition, presses de l'université du Québec, 2002, canada, p 184.

وتتميز سوق الدولارات الأوروبية بعدة خصائص رئيسية هي:<sup>1</sup>

- المبالغ بالدولارات الأوروبية هي أصول بالنقد الكتابي، ولا تأخذ أبداً شكل الأوراق النقدية؛
- المبالغ بالدولارات الأوروبية تُدار خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ولا يعتبر الدولار الأمريكي كالدولار الأوروبي إلا إذا ظهر في ميزانية البنوك غير المتواجدة في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا وتفقد الدولارات الأوروبية طبيعتها إذا استخدمت في مدفوعات (تسديدات) داخل الولايات المتحدة الأمريكية؛
- سوق الدولارات الأوروبية هي سوق العمليات الضخمة، تتجاوز مبالغ العمليات عادة المليون دولار، كما أن أحد طرفي هذه العمليات هو غالباً ما يكون دولة أو مشروعات كبيرة والتي تبدوا مخاطر إقراضها متدنية؛
- سوق الدولارات الأوروبية هي سوق دولية وتتحدد معدلات الفائدة اعتماداً على طلب وعرض الدولارات الأوروبية وبمعزل عن معدلات الفائدة المحلية؛
- إن سوق الدولارات الأوروبية كجزء من السوق المالية الدولية ليس لها حدود وطنية معينة، ولذلك فإنها لا تخضع لرقابة أية دولة من الدول؛
- إنتماء الدائنين والمدينين في هذه السوق إلى دول مختلفة؛
- يوجد شرطان أساسيان حتى تكون الوديعة أوروبية، الأول أن المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب عليها أن تكون بنكا تجاريا والمودع يمكن أن يكون بنكا آخر أو أي شخص أو مؤسسة غير بنكية، أما الثاني أن يكون البنك في مكان خارج الدولة التي تحمل الوديعة عملتها. وتسمى البنوك التي تقبل وتقرض عملات أوروبية بالبنوك الأوروبية على النحو الذي وضعناه سابقاً عند تناولنا للأسواق الأوروبية.

## 2.2- نشأة السوق:

نشأت هذه السوق في أواخر الخمسينات من القرن الماضي وتحديداً سنة 1958، عندما وافقت البنوك البريطانية على التعامل بودائع الدولارات الأمريكية التي بحوزتها خاصة بعد تكديس فائض كبير لديها.<sup>2</sup> وفي الواقع، هناك مجموعة من المصادر التي اُشتركت في تراكم الدولارات الأوروبية ونموها حتى بدا الأمر كأن

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص ص 144، 147.

- بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 73.

<sup>2</sup> - هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص 104.

البنوك الأوروبية والأمريكية أوجدت معا عملة عالمية جديدة، نذكر منها:<sup>1</sup>

- **تعاضم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي:** لقد ساعد العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي على إنسياب كميات ضخمة من الدولارات الأمريكية إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية بعيداً عن سيطرة السلطات النقدية الأمريكية عليها. والسبب في نشوء هذا العجز هو التوسع في بناء القواعد العسكرية في أنحاء العالم وبرامج المساعدات للدول النامية الحليفة لأمريكا والحرب الكورية وبعدها الحرب الفيتنامية. كما أن جزءاً هاماً من العجز ظهر في حساب رأس المال ضمن ميزان المدفوعات الأمريكي بسبب إتجاه رؤوس الأموال الأمريكية إلى الاستثمار في الخارج، ويقدم الجدول الموالي صورة بالغة الدلالة عن تعاضم حجم هذه الاستثمارات:

**الجدول رقم (1): موقف ميزان الحساب الجاري الأمريكي خلال الفترة (71-80، 1985، 90-92)**

المبالغ ببيلايين الدولارات

92	91	90	85	80	79	78	77	76	75	74	73	72	71
66-	8-	92-	124-	2	0	15-	14-	4	18	2	7	6-	1-

المصدر: عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

ولقد ارتبطت نشأة والنمو السريع لأسواق اليورو-دولار بشكل خاص بالاستثمارات الأمريكية الأصل، إضافةً إلى العديد من الشركات الأخرى المملوكة لشركات أمريكية تتعامل بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية وذلك بحثاً عن الأرباح العالية لاستثماراتها الخارجية مقارنة بتلك المنحقة داخل دولتها الأم (أمريكا)؛

- **الرغبة في حماية الودائع بالدولار في مرحلة التوتر الدولي:** لقد كان الاتحاد السوفياتي من أجل تمويل جانب من تجارته العالمية، يضع كمية من الأموال بالدولار في بنوك الولايات المتحدة الأمريكية.

ولكن الخوف من إقدامها على تجميد هذه الأموال أو وضع اليد عليها في حالات الصراع أو تفاقم الوضعية الدولية، دفعه إلى ترحيل هذه الأموال من نيويورك إلى لندن وباريس حيث يمتلك بنوك في كلا المركزين من أجل تسهيل العمليات المالية المرتبطة بصادراته ووارداته.

والبعض يحدد تاريخ المعاملة الأولى في 28 فيفري 1957 عندما أقدم بنك "موسكو نورديني" على عرض قرض بقيمة 800 ألف دولار أمريكي بواسطة بنك أعمال في لندن، وفي أكتوبر سنة 1956 إبان أزمة السويس أقدم

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 59-64.

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص 104.

- عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-193، 195.

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 146.

الرئيس الأمريكي من أجل ممارسة الضغط على إسرائيل وفرنسا وبريطانيا العظمى على تجميد الموجودات بالدولار التي تملكها كافة الأطراف المشاركة في الصراع والمودعة في البنوك الأمريكية. هذا الإجراء طُبِّقَ لعدة أسابيع فقط، ولكنه كان كافياً للتدليل على أنه بالإمكان التحكم بوضعية الدولارات الموضوعة في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل غير المقيمين وجعلها غير سائلة أثناء التوترات الدولية؛

- أزمة الليرة الإسترلينية سنة 1957: وفرت أزمة الليرة الإسترلينية إبان الخمسينات أسباباً غير مباشرة لظهور سوق الدولارات الأوروبية، فبعد فقدانها لدورها التقليدي دخلت في مرحلة طويلة من الصعوبات المترافقة مع وجود كميات كبيرة منها بحيازة أيادٍ خارج المملكة المتحدة. ويهدف حماية الليرة، فرض "بنك إنكلترا" سنة 1957 قيوداً تحد من القروض بالليرة الإسترلينية المخصصة لتمويل التجارة الخارجية خارج منطقة الإسترليني. بموازاة ذلك، رفع "بنك إنكلترا" معدل الفائدة القائد إلى 7% (وهو رقم هام في تلك الفترة)، مما دفع البنوك البريطانية للجوء إلى الدولار بغزارة وبمعدل فائدة أدنى بكثير؛

- دور التنظيمات الأمريكية: لعبت بعض التنظيمات الأمريكية دوراً في تسهيل عملية انتقال أنشطة التمويل الدولية بالدولار من نيويورك إلى لندن:

#### • التنظيم "Q" (America's Regulation Q): يمتلك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في ترسانته

المتخصصة لمراقبة الائتمان، سلاحاً له مفاعيل ثانوية غير منظورة لعبت دوراً حاسماً في نمو الأسواق الأوروبية. فوفقاً للتنظيم "Q"، لا تستطيع البنوك الأمريكية أن تتجاوز بعض السقوف فيما تقدمه من فوائد للودائع قصيرة الأجل، بحيث بلغت هذه السقوف نسبة 6,25% لودائع الـ 30-59 يوماً و 7,5% للودائع التي توضع لمدة سنة أو أكثر. وكان القصد من ذلك توفير أداة للجم توسع النشاط البنكي، فعندما ترتفع معدلات الفائدة فوق هذه السقوف لا يعود بمقدور البنوك المقيدة بهذا التنظيم اجتذاب الودائع، كما تجد نفسها ملزمة بحدود معينة فيما تقدمه من قروض. لكن هذا الوضع لم يثر الاهتمام الكاف، لأن معدلات الفائدة طوال الخمسينات وفي بداية الستينات كانت على الدوام دون المعدلات العليا المقررة في التنظيم "Q".

ولكن في سنة 1967 تبني الاحتياطي الفيدرالي سياسة تقنين قضت برفع المعدلات فوق المعدلات العليا التي أجازها تنظيم "Q"، عندها أقدم المودعون على سحب أموالهم من بنوك نيويورك ونقلها بالدولار إلى بنوك لندن وبالأخص إلى فروع البنوك الأمريكية العاملة في لندن التي تُعتبر بنوكاً بريطانية من الوجهة القانونية، أي أنها لا تخضع للاحتياطي الإجباري كما في الولايات المتحدة الأمريكية.

وعليه، فمن الممكن ربط انطلاقة سوق الدولارات الأوروبية في أواخر الستينات بهذا الأثر الثانوي وغير المتوقع لتنظيم "Q"، وعندما توضح للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بأن البنوك الأمريكية تلتف على هذا التنظيم بواسطة فروعها العاملة في لندن قام بردة فعل سنة 1969، ولكن السوق الأوروبية كانت قد ربحت الكثير، فمنذ هذه المرحلة التمهيدية أظهرت فاعليتها وقدرتها العالية على التكيف. ومن المفيد القول في هذا الشأن، بأن السوق الأوروبية كانت ستتمو دون التنظيم "Q" ولكن مع ذلك فقد كان له إسهام عبر تسريعه لعملية تدويل أنشطة

البنوك الأمريكية. أضف إلى ذلك، أن تدفق الودائع إلى سوق لندن أطلق نمواً كبيراً في طلب الدولار من السوق الأوروبية، وعندما أقدم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على إلغاء التنظيم "Q" من أجل إبطاله لميزة أفادت لندن، فإن السوق استمرت بالنمو. فتنظيم "Q" قد ألغي، لكن مفاعيل ثانوية لإجراء أمريكي آخر ستسهم في نمو السوق الأوروبية؛

#### • ضريبة مساواة الفائدة "IET" (L'interest Equalization Tax) :

يعود تاريخ هذا التنظيم إلى سنة 1965، والذي تضمن فرض ضريبة مقطوعة من المكلفين الأمريكيين استهدفت تقليص عجز ميزان المدفوعات الأمريكي. فلقد أسهمت استئانة الشركات الأجنبية من سوق نيويورك والتي جذبتها وفرة الأموال ومعدلات الفائدة الملائمة في خروج الدولارات من الولايات المتحدة.

لذا رأت السلطات الأمريكية أن باستطاعتها إيقاف نزيف الدولار عن طريق ضريبة تفرضها على الفوائد التي يتلقاها المقيمون الأمريكيون (بنوك، حملة سندات... إلخ) مقابل القروض التي يقدمونها لغير المقيمين.

فهذه الضريبة ستدفع المقرضين إلى طلب فائدة مرتفعة، كي يكون مردود ما بعد الضريبة معادلاً لذلك المتأني من القروض المُقدّمة للمقيمين. إن الدور الذي أُعطي لهذه الآلية النظرية لم يلحظ وجود الدولارات الأوروبية، الذي أدى إلى نتائج مناقضة لما كان متوقعا، فقد أدى ارتفاع تكلفة التمويل في الأسواق المالية الأمريكية إلى دفع الشركات الأجنبية الكبرى وبشكل عام غير المقيمين للبحث عن الدولار في المكان الذي يتوفر فيه وبتكلفة أقل أي في السوق الأوروبية، حيث يؤدي غياب التنظيمات والإعفاءات الجمركية إلى جعل معدلات الفائدة في لندن أكثر جاذبية.

لقد أبطلت السلطات الأمريكية تنظيم "IET" سنة 1974 بعد أن لمست النتائج المعاكسة لما كان منتظراً، ولكن سوق اليورو-دولار كان قد كسب الكثير منتظراً قدوم الفوائض البترولية التي أعطت لهذه السوق بُعداً جديداً؛

#### • أثر التقييد الاختياري للانتماء الأجنبي "VFVR" (Voluntary Foreign credit Restraint) :

كان لهذا الإجراء الأمريكي الثالث الذي أقر سنة 1968 أثراً في نمو السوق الأوروبية، وإن كان أقل فاعلية من سابقه. فلقد فرض هذا التنظيم على الشركات الأمريكية تجنب إخراج الدولارات من أجل تمويل توسعها دولياً. وكما في حالة "IET"، كان المقصود تجنب العجز في ميزان المدفوعات لكنه قد أسهم بشكل غير مباشر في دفع الشركات الأمريكية إلى اللجوء للسوق الأوروبية وانتقال نشاط التمويل بالدولار من نيويورك إلى أوروبا.

لكن بينما كانت التنظيمات الحكومية الأمريكية عاملاً مهماً في الأيام الأولى لتطور ونمو السوق، فبما يمكن تفسير السبب في استمرار نجاحها بالرغم من إلغاء هذه التنظيمات؟

بالنسبة لهذا الأمر، يمكن تفسيره بحقيقة أن البنوك الأوروبية (وبالأخص البريطانية بدايةً) وجدت في هذه السوق فرصة توسيع حجم أعمالها بالدولار لمواكبة النشاط الدولي للبنوك على مستوى العالم، فلقد كان باستطاعتها أن

تبلغ هدفها عن طريق الذهاب إلى الولايات المتحدة ومضاعفة وجودها هناك، ولكنها وجدت طريقة أخرى تغنيها عن الدخول إلى السوق الأمريكية وبمزايأ أفضل؛

### - الفوائض من الدولارات النفطية (Petro-Dollar):

على إثر ارتفاع أسعار النفط سنوات 1974/1973 و 1979 على التوالي بقرار من منظمة الدول المصدرة للنفط (OPEC)، تحققت لدى الدول الأعضاء فوائض مالية ضخمة لم تستطع طاقاتها الاستيعابية من امتصاصها. حيث ارتفعت هذه الفوائض من 5 بليون دولار في نهاية سنة 1973 إلى 60 بليون دولار في سنة 1974، وبعدها انخفضت ثم عاودت الارتفاع في سنة 1979 حيث وصلت -حسب تقديرات بنك إنجلترا- إلى 106 بليون دولار سنة 1980 لتبلغ نسبة الارتفاع في الأسعار حوالي 150%، فاضطرت هذه الدول إلى عرض هذه الدولارات النفطية على البنوك الأوروبية التي قامت بدورها بإعادة تدويرها وإقراضها إلى الدول النامية والمستوردة للنفط إضافة إلى إستفادة العديد من الدول الصناعية من هذه الفوائض نظراً لارتفاع حالات العجز في حساباتها الجارية آنذاك؛

- **المكانة الدولية للدولار الأمريكي:** نظراً للمكانة المتميزة والموثوق بها للدولار الأمريكي والنتيجة عن ثبات قيمته نسبياً وقبوله دولياً، فقد حرصت العديد من البنوك المركزية على تعزيز احتياطياتها الدولارية وإيداع الفوائض منها في البنوك الأوروبية بغاية استثمارها، إضافة إلى قيام الشركات الدولية بفتح حساباتها بالدولار لاستخدامها في تسوية معاملاتها الدولية.

فضلاً عن اعتماد الدولار حتى سنة 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات الخاصة بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، حيث كانت هذه الأسعار ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى الذهب. وقد كان لاستمرار هذا الارتباط لحوالي ربع قرن تأثير كبير على أذهان المتعاملين، مما كرس دور الدولار في الأسواق الدولية.

ورغم انخفاض قيمة الدولار في بداية السبعينات بسبب الخروج من قابلية التحويل إلى الذهب وإنهيار اتفاقية "بريتن وودز"، إلا أن ارتفاع أسعار البترول الخام وتعاضم الفوائض الدولية بالدولار بسبب احتساب الأسعار المذكورة بهذه العملة قد جعل الدولار مستمراً في كونه أكثر العملات تداولاً في العالم.

### 3.2- وسائل الإيداع في السوق:

بإمكان أصحاب الفوائض بالدولارات الأوروبية أو غيرها من العملات الأوروبية، أن يختاروا بين وسيلتين لإيداع أموالهم في البنوك الأوروبية وهما الودائع لأجل وشهادات الإيداع الدولية.

#### -الودائع لأجل:

تعتمد البنوك الأوروبية (E. Banks) أسلوباً تقليدياً لاجتذاب الأموال بالعملات الدولية الرئيسية يتمثل في الودائع لأجل محدد، وهي ما يتم إيداعه لدى البنوك من أموال لمدة زمنية قصيرة متفق عليها عند إبرام عقد

الوديعة، وتتنوع الاستحقاقات عادةً بين أسبوع واحد وخمس سنوات، ولكن الجزء الأكبر من الودائع يوظف لمهل تتراوح بين 7 أيام وستة أشهر مقابل حصول المودع على فوائد بمعدلات ثابتة تتحدد حسب مبلغ الوديعة ومدتها ودورية صرفها.

وكما يتضح من تسميتها فلا يحق للمودع سحب مبلغ الوديعة لأجل أو إجراء أي تعامل عليها قبل انتهاء المدة المتفق عليها مسبقاً، وإلا خضع أو تعرض لعقوبات تفقده الحق في الحصول على الفوائد المترتبة على فترة الإيداع الكاملة بصفة كلية أو جزئية، وذلك بسبب وجود تضحية بالسيولة لدى البنك.

وهي قابلة للتجديد بناءً على طلب المودع وموافقة البنك، كما أنّ للمودع الحق في الحصول على تمويل أو بطاقة ائتمان أو سحب على المكشوف بضمان الوديعة لأجل، لكن تُظهر الممارسة العملية أن هذه الوسيلة قليلة الاستخدام مقارنة بشهادات الإيداع الدولية؛

#### - شهادات الإيداع الدولية (المُقومة بالعملة الأوروبية):

شهادة الإيداع هي وثيقة دين تصدرها البنوك والمؤسسات المالية الكبرى، يثبت فيها قيام المستثمر بإيداع مبلغ معين لديها لأجل معين (متوسطة وطويلة الأجل) يبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وينتهي عند الاستحقاق، وبسعر فائدة معين. فهي تمثل التزاماً مالياً على البنك الذي أصدرها بالنسبة لقيمتها الاسمية والفوائد المستحقة عليها. وهي شهادة تصدر لحاملها، أي أنها قابلة للتحويل والتبادل من شخص لآخر.

وقد كان أول إصدار لشهادات الإيداع القابلة للتداول في سوق نيويورك سنة 1961، ثم تطور التعامل في مثل هذه الشهادات ليمتد إلى سوق الدولارات الأوروبية، ولقد تم إدخال شهادات الإيداع إلى سوق لندن سنة 1967 كاستجابة لاحتياجات المرونة والسيولة لمالكي الدولار. وكان المقصود من هذه الوسيلة في الأصل المودعين غير البنكيين، على أساس أن هذه الوسيلة تتلاءم أكثر من الودائع لأجل مع احتياجات خزائن الشركات متعددة الجنسيات وتلك المتخصصة في التجارة الدولية.

وعملية إصدار هذه الشهادات من قبل البنوك والمؤسسات المالية الكبرى وعرضها للبيع يطلق عليه السوق الأولية (Primary Market)، وكل من يتداول على هذه الشهادات بعد الإصدار إما لحسابه الخاص أو بصفته وسيطاً يدخل في إطار عمليات السوق الثانوية (Secondary Markets).<sup>1</sup>

وتتميز شهادات الإيداع الدولية بما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجم وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 124، 125.

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 73.

<sup>2</sup> - هيثم صاحب عجم وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 125-127.

**السيولة:** تتميز شهادة الإيداع بسرعة قابليتها للصرف أو التداول، وهو ما لا توفره الأنواع الأخرى من الاستثمارات البنكية مثل الودائع لأجل التي في حالة تسيلها قد تلغي جميع العوائد المتوقعة، أما شهادات الإيداع فبالإمكان بيعها قبل الاستحقاق ويُحتسب العائد عليها على أساس سعر الفائدة السائد في السوق النقدية لأجل مماثلة.

ودرجة السيولة ترتبط بسمعة البنك الذي أصدر الشهادة من جهة وبفترة استحقاقها من جهة ثانية، فشهادات الإيداع قصيرة أو متوسطة الأجل تكون أكثر سيولة وأسهل في التداول؛

**الضمان:** الشهادة هي التزام مالي من قبل البنك الذي أصدرها فيما يخص القيمة الاسمية لها والفوائد المستحقة عليها، فالبنوك الأوروبية هي التي تقبل شهادات الإيداع الصادرة من قبلها؛

**المرونة:** يمكن إصدار شهادات الإيداع وفقاً لرغبة المستثمر وإدارة البنك، ويتحدد معدل الفائدة عليها حسب تلك السائدة في السوق الدولية. ويمكن للمستثمر بيع هذه الشهادات قبل استحقاقها أو الاحتفاظ بها حتى موعد الاستحقاق؛

**تعدد الآجال:** يتم إصدار شهادات الإيداع لآجال مختلفة تتناسب ورغبة المستثمرين، فتعتبر الشهادات الصادرة لمدة سنة أو أقل شهادات قصيرة الأجل، بينما تعتبر تلك الصادرة لأكثر من سنة وأقل من خمس سنوات شهادات متوسطة الأجل؛

**التسليم:** يمكن للمستثمر أن يستلم الشهادة عند دفع قيمتها للبنك (المصدر لها) أو يحتفظ بها لديه لحسابه وبدون عمولة، ويتم تسليمها له عند الطلب. ويقوم البنك المصدر للشهادة من جانبه بإعادة دفع قيمتها عند الاستحقاق للمالك أو طرف آخر يحدده حامل الشهادة؛

**السرية:** تمتاز شهادات الإيداع التي تصدر لحاملها بالسرية الكاملة، إذ أن المشتري لا يعرف إلا البائع الأخير فقط وليس له علم بأسعار أو تواريخ البيع والشراء، وإذا كان البيع عن طريق البنوك فإن درجة السرية ترتفع أكثر؛

**تنوع الإصدارات:** يمكن إصدار شهادات الإيداع إما حسب رغبة وطلب المشتري (المستثمر) وفق الشروط المتفق عليها بين الطرفين والمتعلقة بالمبلغ، الفترة الزمنية، معدل الفائدة أو في شكل إصدارات دورية معلنة أي يقوم البنك بالإعلان عن إصدار الشهادات ويدعوا الجمهور إلى الاكتتاب بها وهي تتحرك بواسطة وسطاء وهيئات توظيف والتداول يكون عن طريق التظهير.

### 3- سوق القروض الأوروبية (Euro- Credits Market):

تُطلق هذه السوق على مجموع القروض المُقيّمة بعملات دولية رئيسية قابلة للتحويل، تُمنح من طرف تكتل بنكي (Consortiums) متواجد خارج الحدود الجغرافية للدولة التي أصدرت هذه العملات وذلك لآجال متوسطة وطويلة. وتسمى هذه القروض أيضاً بالقروض المجمعّة أو المشتركة (The Syndicated Loans).

ونظراً لأن قيمة القروض المطلوبة بالعملات الأوروبية تكون كبيرة نسبياً فيتعذر على بنك واحد أن يتحمل عبء كامل العملية من ميزانيته الخاصة، وعليه يتم تشكيل كتل أو تجمع بنكي (Consortium/Syndicate) يضم مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية للمساهمة في تجميع قيمة القرض استجابةً لحاجات عملائها (المقترضون) وتوزيع وتقاسم مخاطره المحتملة عليهم، وذلك لمدة محددة تنتهي بعد استحقاق القرض ووفق شروط موحدة لجميع المشاركين فيه، وبمعدل فائدة متغير أو معوم في الغالب (Floating rates).

وغالباً ما تكون القروض الأوروبية بالدولار الأوروبي على الرغم من وجود قروض بعملات أخرى مثل المارك والين والدولار الكندي... إلخ، لكن يُعتبر سوق القروض بعملات غير الدولار سوقاً محدوداً وكفاءة المشاركين فيه محدودة أيضاً.

### 1.3- نشأة وتطور السوق:

نظراً لتواجد مؤسسات مالية عريقة في لندن تتمتع بخبرات طويلة في مجال الصيرفة والتمويل، إضافةً إلى توفر الخدمات التجارية الدولية فيها (تأمين وغيرها)، فقد أصبحت العاصمة البريطانية أحد أهم المراكز الرئيسية في العالم للودائع والقروض بالعملات الدولية، مما ساعد على إنجذاب البنوك والمستثمرين الأجانب إليها.

ومن العوامل التي ساعدت البنوك الأوروبية (Euro-Banks) على منح القروض بالدولار الأوروبي، هي تراكم الودائع بالدولار الأمريكي في بنوك خارج أمريكا بدءاً بلندن في إطار سوق العملات الأوروبية أو سوق الدولارات الأوروبية تحديداً التي تعرفنا عليها سابقاً.

ولقد تضخم حجم القروض المطلوبة من البنوك كما امتدت آجال الودائع والقروض وتنوعت العملات الدولية المستخدمة بعد أن كانت محصورة بالدولار فقط وازداد عدد الشركات الكبرى الخاصة والحكومية، التي أخذت تستفيد من مزايا هذه السوق. وذلك للأسباب التالية:

- انخفاض تكلفة القرض المشترك مقارنةً بالقروض الوطنية وإنعدام القيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية؛
- توسع وتطور الشركات متعددة الجنسيات وقيامها بتنفيذ مشاريع كبرى لا تستطيع أية سوق وطنية تمويلها، وعلى سبيل المثال لا الحصر مشروع النهر الصناعي العظيم في ليبيا، أو مشروع أنابيب الغاز الطبيعي من سيبيريا في الاتحاد السوفياتي إلى غرب أوروبا؛
- الاستفادة من الفرق في معدلات الفائدة على الودائع باليورو-دولار وعلى العملات الرئيسية الأخرى مثل المارك الألماني، الين الياباني، الفرنك السويسري وغيرها. خاصةً وأن نوع العملة المطلوبة يعتبر أحد العوامل المحددة لمعدل الفائدة على القروض.

وقد استفادت البنوك الأمريكية فعلاً من هذه السوق المالية الأوروبية، حيث كان أي ارتفاع في معدلات الفائدة الأمريكية المحلية فوق معدلات الفائدة في الأسواق الأوروبية يدفعها إلى طلب القروض من سوق اليورو-دولار

والعكس صحيح، وهكذا أصبح التنافس بين معدلات الفوائد في الأسواق الأوروبية أكثر منه في الأسواق الوطنية للعمليات المعنية.<sup>1</sup>

### 2.3- أنواع القروض الأوروبية:

تختلف القروض الأوروبية المشتركة بالنظر إلى إدارتها وبنيتها (هيكلها) وتنقسم إلى الأنواع التالية:<sup>2</sup>

#### 1.2.3- أنواع القروض بالنظر إلى إدارتها:

- قروض المشاركة في التمويل: إذا كان القرض المطلوب صغير الحجم ولأجل قصير أيضاً، فمن الممكن أن يقوم بنك واحد بإدارته، ويطلب من البنوك الأخرى المشاركة في التمويل (الاكتتاب) وتأمين المبلغ اللازم، وذلك بدفع جزء من القرض (حصة) إلى المقترض. والهدف من ذلك هو توزيع المخاطر وعدم تحمل مسؤولية القرض بالكامل؛

- قروض التجمع البنكي: إذا كانت قيمة القرض المطلوب ضخمة، تقوم مجموعة من البنوك بتجميع قيمة القرض نيابة عن المقترض وذلك بهدف توزيع المخاطر أيضاً. وبأخذ أحد البنوك بزمام الإدارة ويطلب من البنوك الأخرى مساعدته في الإدارة وفي التمويل أو في التمويل فقط، وذلك مقابل عمولة تتقاضاها البنوك المديرة للقرض.

#### 2.2.3- أنواع القروض بالنظر إلى هيكلها: المقصود بهيكل القرض شروط القرض المنصوص عليها

في الاتفاقية، وتختلف القروض المشتركة في بنيتها. بحيث تنقسم إلى الأنواع التالية:

- القروض لأجل: في القروض لأجل يحق للمقترض الحصول على التمويل اللازم خلال فترة قصيرة مباشرة بعد التوقيع على اتفاقية القرض، وذلك حسب جدول زمني محدد في الاتفاقية.

كما يمكن للمقترض البدء في تسديد قيمة القرض بعد الانتهاء من عمليات سحب المبالغ الأخيرة من القرض وذلك بحسب جدول زمني متفق عليه مسبقاً؛

- القروض الدائرية المتجددة: تتميز هذه القروض بأنها تمنح المقترض حرية أكبر في سحب وتسديد قيمة القرض، ولكن تلزم المقترض بدفع عمولة في حالة عدم سحب الأموال المتوفرة للاقتراض خلال مدة معينة.

<sup>1</sup> - هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 137-139.

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق، ص ص 148، 149.

## 3.3- إدارة القروض الأوروبية:

عندما يقرر المقرض (شركة عامة أو خاصة) تنفيذ مشروع معين ويُحدّد حاجة المشروع إلى المصادر المالية بالعملة الدولية، فإنه يقوم كخطوة أولى بالاتصال بأحد البنوك أو المؤسسات المالية التي يتعامل معها وله علاقات وثيقة بها، ويعرض عليها المشروع المراد تنفيذه.

وبالإضافة إلى هذا البنك المنسق تتألف إدارة القرض المشترك من عدة بنوك أخرى، عددها يزداد أو يقل حسب حجم القرض وأهميته:<sup>1</sup>

- **البنك المنسق (Co-ordinator Bank):** هو البنك الذي تكون بينه وبين المقرض علاقة وثيقة، وهو من يقوم بمهمة الاتصال بالبنوك الوطنية والأجنبية وطلب المشاركة منها في القرض؛

- **المدير الرئيسي (Leader Manager) والمدراء الرئيسيون المشاركون (Co-Leader Manager):** هو البنك الذي يُفوض أو يُكلّف خطياً بالترتيب والإعداد للقرض، وقد يكون هناك مدراء رئيسيون مشاركون حسب حجم القرض ودرجة تعقيده؛

- **البنك المدير (Manager Bank):** إذا كانت قيمة القرض صغيرة يمكن إستعمال مصطلح المدير بدل مصطلح المدير الرئيسي، وهو بذلك يمارس نفس صلاحياته ومسؤولياته. أما إذا كانت قيمة القرض كبيرة فإن المدير يأتي بعد المدير الرئيسي وتكون مسؤولياته أقل؛

- **المدراء المشاركون (Co-Manager):** المستوى الثالث في المجموعة الإدارية هم المدراء المشاركون، الذين يكتتبون في العادة بمبالغ أصغر من تلك التي يكتتب بها المدراء الرئيسيون والمدراء قبل الاكتتاب العام، ونظراً لمشاركتهم الصورية في إدارة القرض فإنهم يتحصلون على عمولة أقل منهم وأكبر من تلك التي يستلمها المشاركون العامون، إضافة إلى مركز أوضح في الاتفاقية والإعلان عن القرض؛

- **البنك الوكيل (Agent Bank):** يبدأ دور البنك الوكيل من تاريخ توقيع إتفاقية القرض، كحلقة الوصل الرئيسية بين المقرض من جهة ومجموعة البنوك المشاركة في تمويل القرض من جهة ثانية. ويمكن أن يكون البنك الوكيل أحد المدراء الرئيسيين وإن كان ليس ضرورياً؛

- **البنوك المرجع (Reference Banks):** هي ثلاثة من البنوك الرئيسية التي يختارها المقرض ومجموعة البنوك المشاركة في إدارة وتمويل القرض، تكون مرجع للطرفين في حالة قيام خلاف بين فئات البنوك من جهة وبينها

<sup>1</sup>- تم إعداده اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجم وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 141-147.

- ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية- العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، عمان/الأردن، 2004، ص ص 125-128.

وبين المقترض من جهة ثانية، وذلك في حالة الرغبة في حل المشاكل عن طريق التراضي وقبل الدخول للمحاكم المختصة؛

- المشاركون في الائتتاب العام (Participation in General Syndication): إذا كان مجموع حصص البنوك المديرة للقرض لا يساوي قيمته، فيقوم البنك المدير الرئيسي بدعوة أكبر عدد ممكن من البنوك بهدف الائتتاب العام والمشاركة في تمويل القرض المطلوب، والائتتاب يعني تعهد بدفع قيمة القرض أو تحمل نسبة معينة منه.

### 4.3- وثائق القروض الأوروبية:

إن عملية الاقتراض من السوق الدولية تستوجب إعداد الوثائق التالية:<sup>1</sup>

- دراسة الجدوى الاقتصادية: تعتبر دراسة الجدوى الاقتصادية التي يقوم بإعدادها المقترض عن المشروع المراد تنفيذه من الوثائق الأساسية لعملية طلب القروض الأوروبية، وذلك بهدف تقديمها للبنوك المشاركة في تمويل وإدارة القرض.

علماً بأنه من حق البنوك المديرة للقرض القيام بإعداد دراسة خاصة بها قبل التوقيع على إتفاقية القرض وذلك في حالة عدم اعتماد دراسة المقترض، تُجمع بياناتها بمساعدة المقترض أو تطلبها من مؤسسات وطنية ودولية؛

- العرض: بشكل عام توجد نوعان من العروض التي يمكن أن تُقدّم إلى المقترضين من قبل المدراء الرئيسيين أو المجموعة الإدارية للقرض المطلوب، وهما:

#### • عرض أفضل الجهود:

هو عبارة عن التزام من طرف المدير الرئيسي أو المجموعة الإدارية باستعمال كل الجهود الممكنة لتكوين القرض حسب الشروط المطلوبة، ولكنه غير ملزم قانوناً بتوفير التمويل الكامل في حالة عدم تجاوب السوق المالية مع القرض المطلوب، أي أن تأمين هذا الأخير يعتمد على القبول العام في السوق وعلى قدرة المدير الرئيسي؛

#### • عرض التغطية:

هو عبارة عن التزام المدير الرئيسي أو المجموعة الإدارية بتأمين التمويل أو التغطية الكاملة للقرض حسب الشروط المتفق عليها، بغض النظر عن قدرتهم على تسويق القرض. وتكمن أهمية هذا العرض في ضمان التمويل اللازم للقرض المشترك، وهو ما يؤكد نجاح عملية الاقتراض؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 150، 151.

- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص ص 129 - 131.

## - المذكرة الإعلامية:

يتم إعداد هذه المذكرة من قبل المقترض، وعلى الرغم من أن المدير الرئيسي يساعد في إعدادها إلا أن معلوماتها تبقى مسؤولية المقترض، والغرض من إعداد هذه الوثيقة هو تزويد البنوك المساهمة في التمويل بمعلومات كافية عن الجهة طالبة القرض. وتشمل هذه المذكرة على المعلومات التالية:

- معلومات عن المقترض: لمحة تاريخية عن تطور وضعه الاقتصادي، وصف شامل لمجالات عمله، مركزه المالي، جهازه الإداري؛
- معلومات عن البرنامج الاستثماري المراد تمويله بواسطة القرض المشترك: موقع المشروع، الطاقة الإنتاجية، الفترة اللازمة، حجم العمالة المطلوبة، حجم الطلب المحلي والعالمي على منتجات المشروع؛
- معلومات عن الكافل أو الضامن للمقترض؛
- معلومات عن دولة المقترض: الموقع الجغرافي، لمحة تاريخية عن التطور الاقتصادي والموارد الطبيعية والاقتصادية، القطاعات الرئيسية في الاقتصاد الوطني (زراعة، صناعة وخدمات)، النظام البنكي القائم، حجم السوق المحلية، القوة الشرائية، مستوى الدخل؛
- موجز عن شروط القرض المشترك.

وتعتبر هذه المذكرة وما تحتويه من معلومات وثيقة سرية، لأنها تبين طبيعة عمل المقترض ومركزه المالي وإستراتيجيته المستقبلية وحجم أرباحه المتوقعة. لذا فهي لا توزع إلا على البنوك والمؤسسات المالية المشاركة فعلاً في تمويل القرض المشترك.

## - إتفاقية القرض:

تُعتبر إتفاقية القرض الوثيقة القانونية الرئيسية، وهي تبين شروط الإتفاقية التي يجري مناقشتها من قبل المدير الرئيسي مع المقترض، حيث يمكن للأعضاء المشاركون أن يفاوضوا على بعض التغييرات على الإتفاقية قبل إقرارها بالصيغة النهائية التي سيتم توقيعها بها، وهذا يتطلب بدوره مزيداً من المناقشات والمفاوضات.

## 5.3- نفقات القروض الأوروبية:

يتحمل المقترض إلى جانب معدل الفائدة على القرض المشترك، أنواعاً أخرى من النفقات التي عليه تسديدها حسب المواعيد المتفق عليها في الإتفاقية الخاصة بالقرض. وهي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - تم إعدادها اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 152-155.

- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص ص 136، 137، 140-142.

**1.5.3 - معدل الفائدة:**

تتميز سوق القرض الأوروبية باستخدام معدل فائدة متغير (معوم)، والذي هو في الأصل حاصل جمع العنصرين التاليين:

- **المعدل الأساسي:** يعتمد سوق القروض الأوروبية على معدل الفائدة المطبق على الودائع فيما بين البنوك في لندن (LIBOR London Interbank Offer Rate) كمعدل مرجعي، الذي يتم تحديده من قبل مجموعة متفق عليها من البنوك (Reference Banks) لنفس فترات الفائدة المحددة في العقد والتي غالباً ما تتراوح بين 3 أو 6 أشهر، ويسمح في بعض الحالات النادرة لشهر أو لاثني عشر شهراً؛
- **الهامش:** يُضاف إلى معدل الفائدة السابق هامش مُعيّن الذي يكون ثابتاً أو مُجزّئاً طيلة مدة القرض حسب جدول زمني محدد ومتفق عليه مسبقاً، وفي غالبية الحالات يبقى ثابتاً طول مدة القرض ولا يتغير بعد التوقيع على إتفاقية القرض.

وعليه فإن معدل الفائدة الذي يقع على عاتق المقترض دفعه، يتكون من المعدل المرجعي (LIBOR) الذي يتغير حسب العرض والطلب في السوق، بالإضافة إلى الهامش الذي يمكن أن يكون ثابتاً أو مجزّئاً طيلة مدة القرض حسب جدول زمني محدد ومتفق عليه مسبقاً. وهو المعدل الأساس لأغلب القروض المشتركة، ذلك لأنه غير خاضع لأية قيود تنظيمية أو نقدية تفرضها السلطات النقدية البريطانية، ولهذا فهو يتغير حسب العرض والطلب في السوق.

كما أن معدلات الفائدة تتعلق بشكل مباشر بمستوى المخاطر الذي تمتاز به دولة المقترض، فبينما تدفع الدول الصناعية معدلات فائدة أقل بـ 0,5% من (LIBOR) فإن الدول الإفريقية تدفع معدلات أعلى بـ 1% إلى 2% منه، وهو ما يعد إجحافاً في حق هذه الدول مما يعيق المسار التنموي لاسيما وأن دولاً نامية ليست أكثر استقراراً من الدول الإفريقية كأمريكا اللاتينية تقترض من نفس البنوك بأسعار فائدة متوسطة معقولة.

**2.5.3 - العمولات:**

يتوجب على المستفيد من القرض المشترك دفع ثلاثة أنواع من العمولة:

- **عمولة الإدارة:** هي عمولة ثابتة تدفع من قبل المقترض إلى المدير الرئيسي كمكافأة لتنظيم العملية وتكوين التجمع وتوثيق القرض، وبالتالي إيجاد الأموال نيابة عن المقترض. ومبلغ هذه العمولة يعتمد على المفاوضة بين المقترض والبنك. وعادةً ما تكون عمولة الإدارة نسبة مئوية من مبلغ القرض الأساسي تدفع عند توقيع الإتفاقية أو ضمن مدة محددة بعدها.

ويتم توزيع عمولة الإدارة كما يلي:

- عمولة المدير الرئيسي؛

- عمولة التغطية: تدفع لتغطي المخاطرة التي تتحملها البنوك في المجموعة الإدارية للقرض المشترك التي تكون قد تعهدت بالاكتتاب وتأمين المبلغ الكامل للمقترض، سواءً استطاعت إيجاد بنوك أخرى للمشاركة في القرض أم لا. والمكتتب الناجح عادة يكون قادراً على تقليص إكتتابه الأصلي إلى الحد الذي يريده بواسطة توزيعه وتجميعه من بنوك أخرى؛
- عمولة المشاركة: هي عمولة ثابتة تدفع من عمولة الإدارة للمشاركين في القرض وذلك لزيادة دخلهم الفعلي وريع القرض، وهي عادةً ما تُحدّد على أساس تصاعدي حسب مبلغ المشاركة مما يشجع البنوك على زيادة مساهمتها إلى أقصى حد ممكن.

- **عمولة الوكالة:** هي عمولة تدفع للبنك الوكيل من أجل تغطية تكاليف قيامه ببعض الأعمال الإدارية، ومبلغ هذه العمولة يعتمد على مقدار العمل المطلوب من الوكيل القيام به حسب شروط إتفاقية القرض والعدد المتوقع للمشاركين فيه. وقد يُنفّق أن تكون مبلغاً محدداً يُدفع عند تاريخ التوقيع ولكن عادةً ما يتم التفاوض عليها كعمولة سنوية؛

- **عمولة الالتزام:** بما أن البنوك قد التزمت بوضع حصص مشاركتها في القرض تحت تصرف المقترض وقد تعهدت أن تقدم هذه المبالغ ضمن مدة محددة هي فترة السحب، وبما أن البنوك لا تعرف عادة التاريخ الذي سيقوم المقترض فيه بسحب قيمة القرض أو جزء منه. فإنها تطلب بموجب الاتفاقية أن تتقاضى عمولة مقابل هذا الالتزام تكون في العادة نسبة مئوية معينة تقارب 0,5% على المبالغ غير المسحوبة من القرض، تدفع كل ثلاثة أشهر وذلك منذ تاريخ توقيع الاتفاقية إلى غاية تاريخ السحب النهائي لكامل القرض، أما إذا تم سحبه دفعة واحدة وكان متفقاً على هذا التاريخ قبل أو بعد توقيع الاتفاقية فلا يدفع المقترض هذه العمولة.

### 3.5.3 - الغرامات:

قد يتحمل المقترض عدة غرامات مالية، تختلف حسب حالات قد يتعرض لها ويكون منصوصاً عليها في إتفاقية القرض:

- غرامة تسديد القرض قبل موعد إستحقاقه؛
- غرامة إلغاء المبالغ غير المسحوبة من القرض؛
- غرامة التأخير عن تسديد دفعات القرض أو الفوائد المترتبة عليه.

### 4.5.3 - نفقات إضافية:

تشمل نفقات طبع المذكرة الإعلامية وإتفاقية القرض والرسوم القانونية المتعلقة بتسجيل القرض ونفقات الإعلان والاتصالات ونفقات سفر المدراء.

### 5.5.3 - الضرائب والخصومات الأخرى:

تخضع هذه الضرائب والخصومات إلى الشروط المتفق عليها في إتفاقية القرض.

### 6.3 - العناصر القابلة للتفاوض في القروض الأوروبية:

عند تنفيذ القروض الأوروبية، تخضع بعض بنود العقد التي تربط بين الأطراف الموقعة للتفاوض خاصة تلك المتعلقة ببعض الأوجه المالية للمعاملة، أضف إلى ذلك البنود ذات الطابع النموذجي والمرتبطة بالإجراءات الحقوقية وبعض الأوجه الإدارية. ويمكن تلخيص هذه العناصر فيما يلي:<sup>1</sup>

- **المبلغ والعملة المستخدمة:** يتأثر حجم القروض الأوروبية بحاجات المقرض وبتقدير البنك الممسك بزمام الأمر لطاقة السوق على توفير المبلغ المطلوب، كما أن نوعية التوقيع ودرجة تردده إلى السوق والتجارب السابقة لهذه السوق مع إستدانات مشابهة تعتبر من أهم العوامل المؤثرة في تحديد حجم المبلغ الموضوع تحت تصرف المقرض.

فقد بلغ حجم القرض الأوروبي النموذجي إلى غاية سنة 1991 من 200 إلى 300 مليون دولار، ولكن السوق كانت قادرة في أكثر من مناسبة على توفير قروض تتجاوز حدود المليار دولار.

وفيما يتعلق بالعملة، فتعتبر القروض الأوروبية نوعاً من التسهيلات المحررة في أغلب الأحيان بعملة واحدة، ولكن في بعض الحالات يستطيع المقرضون الحصول على عدة أقساط محددة بعملات مختلفة، وفي هذه الحالة فإن السحب يتأثر بسيولة السوق ومعدلات الفائدة المعمول بها والتوقعات المتعلقة بسعر الصرف؛

- **تاريخ الاستحقاق:** الشكل النموذجي للقروض الأوروبية أن تكون لأجل متوسط، ومدة القرض هي من عناصر التفاوض بين المقرض والبنك. وعلى العموم يسعى المقرضون بقوة للحصول على تسهيلات لأجل بعيد، في حين يحاول البنك مقاومة هذا الميل. ويعتمد تاريخ الاستحقاق على عدة عوامل تخص المقرضين والمقرضين والسوق، وفي العادة لا يتم الإقراض لفترة تزيد عن 7 أو 8 سنوات في السوق الأوروبية ولا تقل عن 5 سنوات، وإن كان من الممكن إطالة فترات الاستحقاق هذه إلى حدود 10-12 سنة إذا كان وضع السوق والسيولة فيه بالإضافة إلى وضع المقرض وسمعته المالية تسمح بذلك؛

- **الضمانات:** عندما يعرض بنك ما قرضاً في السوق الوطنية نراه يطلب عادة من عميله ضمانات حقيقية، ولكن البنوك لا تمارس درجة الحيطة نفسها عندما يتعلق الأمر بالقروض الأوروبية. وهذا ما يظهر جلياً في حالة القروض الممنوحة للدول من أجل تمويل دينها الخارجي أو للمؤسسات العامة المستفيدة من ضمانات حكومية إنطلاقاً من مبدأ الإقرار بأن الدولة لا تشهر إفلاسها وبأنها تملك سلطة فرض ضريبة غير محدودة، فإن العديد من البنوك إكتفت بهذا الضمان ولكن عندما انفجرت أزمة المديونية سنة 1982 تيقنت بنوك عديدة بأن الضمانات الرسمية غير أكيدة، وبعدها رفضت الالتزام بأي قرض دون ضمانات فعلية؛

<sup>1</sup> - فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 93-96.

- **السحب:** يتفاوض المقرض والبنك المدير الرئيسي حول مدة السحب والتي تكون عادة عدة أشهر بعد التوقيع (نموذجياً 24 شهراً)، ويتم السحب من القرض بعد أن يقوم المقرض بإعلام الوكيل كتابياً قبل خمسة أيام عمل على الأقل من تاريخ السحب برغبته في ذلك؛

- **التسديد:** بعد مدة إمهال تمتد بين 4 و 5 سنوات يُعفى خلالها المقرض من أي سداد تبدأ مدة تسديد القرض، لقد درجت السوق على استخدام عدة ممارسات نموذجية، وبشكل عام تتم عملية السداد على شكل دفعات متساوية تتطابق مددها مع تلك المتعلقة بحساب معدلات الفائدة (3 إلى 6 أشهر)، وذلك خلال السنوات الثلاث أو الأربعة الأخيرة من القرض. هذا وتختلف أهداف المقرضين عن أهداف المقرضين حول هذه النقطة، إذ يحاول المقرضون الحصول على مدة إمهال لأطول ما يمكن، وتتحول هذه النقطة في بعض الحالات إلى مادة أساسية للتفاوض الذي يسبق التعاقد بين الطرفين؛

- **العمولة:** قمنا بشرحها سابقاً.

### 7.3 - منافع ومخاطر القروض الأوروبية:

من العرض السابق للقروض الأوروبية يتضح أن لها عدة مزايا، لكنها في نفس الوقت لا تخلوا من العيوب والمخاطر. وفيما يلي توضيح لكل منها:<sup>1</sup>

#### 1.7.3 - المنافع:

يُوفّر اللجوء إلى القروض الأوروبية العديد من المزايا لكل من المقرضين والمقرضين في آن واحد، تتمثل أهمها فيما يلي:

- بالنسبة للمقرضين:

• الوصول إلى التمويل الدولي: تتمثل الميزة الأولى للقروض الأوروبية في السماح للمقرضين قليلي

الشهرة بالوصول إلى التمويل الدولي، فالعديد من أدوات التمويل في السوق الدولية مثل السندات لا يمكن الوصول إليها إلا من طرف أصحاب التواقيع المعروفة، فيرفض المستثمرون الإمساك بورقة معروضة من قبل مصدرين غير معروفين على الصعيد الدولي.

كذلك، فإن البنوك لها من التجربة ما يؤهلها لتقدير المخاطر ومدى القدرة على الوفاء بالدين، أي أنه باستطاعة البنوك أن تقدم قروضاً لمقرضين محتملين قليلي الشهرة ومن ذوي النوعية غير المتميزة.

• الحصول على قروض بمبالغ مالية ضخمة: يمكن من خلال القروض المشتركة تدبير مبالغ كبيرة لا

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 103-106.

- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص ص 124، 125.

يمكن الحصول عليها من السوق الوطنية بسرعة وكفاءة عالية، وذلك من مقرضين متعددين ومن خلال قرض واحد لا يستطيع بنك واحد بمفرده تدبيره. وبهذه الوسيلة، يستطيع المقرض أن ينوع مصادر تمويله البنكي بشكل آلي دون المرور بإجراءات طويلة ومكلفة؛

• **توفير قروض بعملات دولية متنوعة:** إن عمليات الاقتراض المشترك تكون غالباً بالدولارات الأوروبية،

وبنسبة أقل بالعملات الدولية الرئيسية الأخرى مثل المارك الألماني والين الياباني ... إلخ

ولكن يحق للمقرض أن يطلب القرض بالعملة التي يرغب الحصول عليها، وقد سمحت البنوك للمقرض بأن يطلب القرض بعملتين أو أكثر، شرط أن تكون العملة المطلوبة متوفرة لدى جميع البنوك المساهمة في منح القرض. وتحدد قيمة كل عملة دولية مختارة على أساس سعر صرفها الفوري بالدولار، وفي هذه الحالة يجنبهم التعرض للمخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار صرف العملات؛

• **قرض متوسط الأجل بمعدل أساس قصير الأجل:** تعرفنا سابقاً أن الفائدة التي يدفعها المقرض مقابل

حصوله على القرض المشترك تمثل مجموع المعدل الأساس والهامش، والمعدل الأساس هو معدل لأجل قصير (3 أو 6 أشهر) في حين أن المدة النموذجية للقرض لا تزيد عن 7 أو 8 سنوات. وهو ما يعطي للمقرض فرصة الاستفادة من فارق المعدلات\*؛

• **وسيلة مرنة:** تنطوي القروض الأوروبية على ميزة هامة بالنسبة للمقرض لأنها تتصف بمرونة عالية

في الاستخدام، وتتجلى هذه المرونة بدايةً في سحب الأموال فباستطاعة المقرض أن يطوع السحب وفقاً لحاجاته الفعلية ضمن فترة محددة، أضف إلى ذلك إمكانية اعتبار القرض شبكة أمان تستخدم فقط عند الحاجة، فإذا لم يستخدمه المقرض فلا يدفع العمولة المتوجبة. وأكثر من ذلك، فيعتبر القرض الأوروبي وسيلة شديدة المرونة لأنه يسمح للمقرض بالسداد المسبق دون التعرض لغرامة (إلا إذا نصت إتفاقية القرض على خلاف ذلك)؛

• **وسيلة سريعة وبسيطة:** عرفت القروض الأوروبية المشتركة منذ ظهورها في السوق نجاحاً كبيراً، بسبب

السرعة التي تُجمَع فيها الأموال وبساطة إجراءات التنفيذ. والمستخدم الذي يلجأ إلى هذا النوع من القروض يثق بأنه ما إذ يُعطي التفويض، حتى تصبح الأموال بتصرفه.

ويمكننا القول من أجل تثبيت الفكرة، بأن التسهيل يُصبح نافذاً خلال أربعة أو ستة أسابيع. فعلى عكس بعض فروع السوق المالية الدولية لا وجود لإجازة قانونية مسبقة، ولا لصف إنتظار يجب إحترامه. لتوفر وسائل الاتصال المتطورة والموظفين الذين لديهم خبرة الأثر الكبير في ذلك؛

• **سوق تنافسية:** تعرضت الأنشطة الدولية ابتداءً من سنوات السبعينات إلى إشتداد التنافس بين البنوك

\* هذا الفارق قد يكون أعلى أو أدنى من الهامش المدفوع كإضافة على الليبور (LIBOR)، الأمر الذي يجعل تكلفة الفائدة أدنى أو أعلى من التمويل لأجل متوسط.

من أجل الحصول على تفويضات، وقد إستفاد المقترضون من سوق القروض الأوروبية من هذا التنافس في المفاوضة على أحجام وشروط ملائمة؛

• **الدعاية المالية:** إن ارتباط المقترض بالأسواق الدولية سيعزز من مكانته في مثل هذه الأسواق، من خلال الدعاية والترويج التي توفرها له، وهو ما يمنحه فرصة الحصول على علاقات بنكية دولية جديدة، قد لا تتوفر له إذا اعتمد على الاقتراض من السوق الوطنية. ويحق للمقترض إذا رغب التكتّم وعدم نشر الموضوع، وخاصة فيما يتعلق ببعض العمليات أو بعض الدول؛

• **إنخفاض تكلفة القرض:** يشكل معدل الفائدة (المعدل الأساسي والهامش) مضافاً إليه النفقات الأخرى التكلفة الكاملة بالنسبة للمقترض، والميزة هنا تتمثل في اعتماد القروض الأوروبية على معدل الليبور (LIBOR) الذي يحقق وفراً جيداً في التكلفة قياساً بالمعدلات الدولية الأخرى\* التي ترتبط بالقيود المفروضة من قبل السلطات النقدية الأمريكية.

#### - بالنسبة للمقرضين:

تتشارك جميع البنوك المقرضة في الحصول على مكاسب معينة، هي:

- الحصول على عوائد متمثلة في معدل الفائدة والنفقات الأخرى التي تقع على عاتق المقترض والتي تحتل فيها العمولات دوراً حاسماً في عملية تقدير مردودية القرض، والتي تزايدت أهميتها مع سحق الهوامش الناجم عن إشتداد التنافس في السوق، التي تستطيع بموجبها البنوك تمويل نفسها؛
- نمط التوثيق والإجراءات يساهم في تسهيل عمل البنوك؛
- معدلات الفائدة المتغيرة تقلل من درجة المخاطر المحتملة نتيجة انخفاض معدلات الفائدة في السوق؛
- المساهمة في تغطية أو تقديم قرض ذو مبلغ هام دون أن يؤدي ذلك إلى بلوغ الحدود القصوى التي تفرضها السلطات النقدية للدولة التي تعمل فيها البنوك، وبذلك تسمح لها بعدم إضاعة الفرص المعروضة عليها من جهة، وتحصيل عمولات تتماشى مع القيمة الإجمالية للقرض من جهة أخرى؛
- تمكن البنوك المشاركة من تقديم قروض دولية مما يسمح لها بتتويع محافظها المالية، والوصول إلى مناطق عديدة من العالم دون أن تكون حاضرة فيها ولاسيما بالنسبة للبنوك متوسطة الحجم؛
- تجزئة القرض على مجموعة من البنوك يساعد على تقاسم مخاطر عدم السداد بينهم وبالتالي تخفيضها؛
- من أبرز إنجازات هذه السوق هي تحويلها للسيولة العالمية المتوافرة لدى البنوك، والتي تولدت من تراجع الطلب على الاقتراض في الأسواق الوطنية في العالم الغربي وكذلك فوائض دول منظمة الأوبك إلى إقراض دولي متوسط وطويل الأجل.

\* مثل معدل البرايم الأمريكي (U.S Prime) ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع المعدل (Adjusted C.D).

## 2.7.3 - المخاطر:

- بالنسبة للمقترض:

- مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات: لا بد على المقترض عند إختيار العملة أن يضع نصب عينيه تطورات أسعار صرف العملة المطلوبة في الأسواق الدولية، فعليه تفادي طلب القرض بعملة يرتفع سعر صرفها باستمرار، لأن عليه أن يدفع مبالغ أكبر عند حلول موعد تسديد القرض؛
- مخاطر تقلبات معدلات الفائدة المتغيرة بالنسبة للمقترض: وبالأخص أن المعدل الأساسي المتمثل في الليبور (LIBOR) يتغير حسب تقلبات السوق الخاصة بالعرض والطلب.

- بالنسبة للمقرض:

- ضالة مردودية هذه العمليات أحياناً بالنسبة للبنوك الصغيرة المنتسبة للتجمع، خاصة عند مقارنتها مع تلك التي تنالها البنوك الرائدة؛
- المرونة العالية التي تتميز بها هذه القروض قد تمثل عيباً في ظل غياب علاقات قوية بين المقرض والمقترض تسمح بالحصول على المعلومات الكافية والضرورية لتقييم الذمة المالية للمقترض.

## المحور الرابع: سوق رأس المال الدولية

سوق رأس المال الدولية (International Capital Market) هي شبيهة إلى حد ما بالسوق الوطنية، غير أن المتعاملين فيها هم بنوك ومؤسسات مالية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات الدولية (الخاصة والحكومية) وحكومات الدول، سواءً تلك التي لديها فائض في الأموال المُقيّمة بالعملة الدولية الرئيسية وترغب في توظيفها والحصول على عائد، أو تلك التي لها نقص أو عجز فيها وترغب في التزود منها لتمويل مشاريع استثمارية تحتاج إلى أموال ضخمة بهذه العملات لمدة زمنية متوسطة وطويلة وذلك عبر إصدارها لأوراق مالية متنوعة وعرضها للبيع في أكثر من دولة واحدة.

ولقد نشطت هذه السوق مع بداية الستينات من القرن الماضي وتطورت كثيراً منذ ذلك الوقت، بحيث تجلى هذا التطور في إنقسامها إلى عدة فروع وفقاً لنوع الأوراق المالية من جهة ولإجراءات الإصدار من جهة أخرى:

### 1- سوق السندات الدولية (International Bonds Market):

تعتبر أسواق السندات الدولية حديثة نسبياً، إذ أنها بدأت تحتل مركزاً هاماً في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين، وأصبحت السندات في الفترة الحالية أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل.<sup>1</sup>

#### 1.1- تعريف السوق ونشأتها:

تُعتبر سوق السندات الدولية عن الآلية التي يتم من خلالها إصدار سندات من طرف ذوو العجز المالي للتداول خارج حدودهم الوطنية وذلك بعملة أجنبية عنهم.

بحيث تقوم سوق السندات الدولية بتعبئة وإعادة توزيع الأموال طويلة الأجل المتاحة على نطاق عالمي بين مختلف طوائف المقترضين، الذين قد يرو أن ذلك أنسب لهم من اللجوء إلى مصادر التمويل الأخرى أو الذين تجبرهم السياسات المحلية السائدة في دولهم على اللجوء إليها.

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص 153.

وفي هذه الحالة تمثل سوق السندات الدولية حلقة وسيطة بين المدخرات المتوافرة عالمياً والحاجات التمويلية طويلة الأجل، سواءً كان من نتيجة ذلك توجيه قدر من الأموال إلى الدول النامية أو تمويل برامج التوسع لدى الشركات المختلفة، أو تدعيم رؤوس أموال البنوك التجارية أو كان لتمويل عجز في الميزانيات العامة أو عجز في ميزان المدفوعات لدولة معينة، أو لمواجهة متطلبات الإقراض لدى مؤسسات الإنماء الدولية والإقليمية المختلفة.

أما عن نشأة السوق فلقد كان إصدار السندات الدولية عاملاً رئيسياً في زيادة التدفقات المالية عبر الحدود، إذ تم البدء في إصدار السندات الأجنبية سنوات الخمسينات من القرن العشرين، أين توجه العديد من المقترضون من مختلف دول العالم لطرح سندات في الأسواق الأمريكية تسمى "سندات اليانكي-Yankee Bonds" للحصول على رؤوس أموال بالدولار الأمريكي، الذي كان يتميز خلال تلك الفترة بالندرة وزيادة الطلب عليه، وظهرت بعدها في بريطانيا (Bulldog Market) وفي اليابان (Samurai Market) حيث تخضع هذه للقوانين والأنظمة المحلية لدولها.

وفي فترة الستينات قامت السلطات الأمريكية بإصدار تشريعات وقوانين تقيد من إصدار سندات اليانكي من طرف المقترضين الأجانب\*، وهو ما دفع العديد منهم إلى التوجه لإصدار سندات بالدولار في أسواق رأس المال لدول أخرى خصوصاً في أوروبا، وساهم في بروز سوق سندات الدولارات الأوروبية وهي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجود خارج الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتم التعامل بها خارج إطار تنظيمات ورقابة السلطات النقدية الأمريكية، والتي أصدرت لأول مرة سنة 1963 من طرف شركة "أوتوستراد-Autostrad" الإيطالية التي وصلت قيمتها 15 مليون دولار لتمويل بناء الطرق في إيطاليا.

وشهدت السندات الأوروبية بعد ذلك تطوراً ملحوظاً وكانت الغالبية العظمى من المقترضين بواسطة السندات الأوروبية مؤسسات أمريكية وذلك عن طريق فروعها في أوروبا حتى سنة 1969، ومع بداية العقد السابع بدأت المؤسسات غير الأمريكية تدخل هذه السوق.<sup>2</sup>

\* لا سيما ما تعلق بضريبة مساواة الفائدة "IET" التي تطرقنا إليها سابقاً.

<sup>2</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص 158.

- بوددخ كريم، محاضرات في مقياس المالية الدولية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى (جيجل)، 2015/2016، ص 71.

**2.1- أشكال السوق:**

يُشير تحليل تطور أشكال السندات الدولية عبر السنين إلى أن عمليات الاقتراض فيها لا تخضع لنمط ثابت وأن تطورات كبيرة يمكن حدوثها بين سنة وأخرى تبعاً لأحوال أسواق المال ومسار أسعار الفوائد والعملات وتكاليف الاقتراض... وهكذا.<sup>1</sup>

بحيث يتم إدارة هذه الإصدارات بواسطة مجموعة دولية من البنوك دون إتباع خطوات الإصدار المتبعة في الأسواق الوطنية وذلك في دول متعددة في الوقت نفسه،<sup>2</sup> إذ يتم في هذا الصدد التمييز بين شكلين من أسواق السندات الدولية:

**1.2.1- سوق السندات الأجنبية (Foreign Bonds Market):**

هي تلك السندات التي يتم إصدارها في سوق رأس مال دولة أجنبية ومحركة بنفس عملة الدولة التي يتم الإصدار فيها، ومثال ذلك قيام شركة جزائرية بإصدار سندات في سوق نيويورك محررة بالدولار الأمريكي. وعادة ما يتم إصدار هذه السندات من خلال أحد بنوك الاستثمار في الدولة المضيفة أو تجمع وطني، ويتم تداولها في سوق رأس المال الخاص بها. ويخضع السند الأجنبي لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة.<sup>3</sup>

**2.2.1- سوق السندات الأوروبية (Euro Bonds Market):**

هي تلك السندات التي يتم إصدارها في سوق رأس مال دولة أجنبية ومحركة بعملة تختلف عن عملة الدولة التي يتم إصدارها فيها، ومثال ذلك أن تقوم شركة جزائرية بإصدار سندات في سوق لندن محررة بالدولار الأمريكي. وعادة ما يتم إصدار السند الأوروبي عن طريق تجمع بنكي دولي يتولى إدارته وغالبا ما يتم إصداره بشكل مترامن في عدة دول، ويتم تداوله على المستوى الدولي بعيداً عن القيود التنظيمية والرقابية التي تضعها السلطات النقدية والمالية لدولة العملة المستخدمة.

وترتكز أغلب الدراسات المتعلقة بأسواق السندات الدولية على الأوروبية منها باعتبارها الشكل الأحدث والأكثر أهمية في السوق، فتبلغ السندات الأوروبية نحو ثلاثة أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في كافة الأسواق الدولية. على الرغم من انخفاض تكاليف عملية الإصدار المرتبطة بالسندات الأجنبية إذا ما قورنت بتكاليف إصدار نظيرتها الأوروبية، فتكلفة السندات المصدرة بالدولار الأمريكي في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس

<sup>1</sup> - حكمت شريف النشاشيبي، مرجع سبق ذكره، ص 97.

<sup>2</sup> - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص 75.

<sup>3</sup> - سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 612.

السندات بالدولار في لندن أو زيورخ، ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة إرتياد أسواق السندات الأجنبية نظراً للقيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات.<sup>1</sup>

**3.1- أنواع السندات الدولية:** بقيت الوسائل المستخدمة والتي من بينها السندات من قبل المصدرين ذات أشكال موحدة حتى أواخر السبعينات مع بعض الاستثناءات، إلا أن المرحلة المضطربة التي عصفت بالأسواق في بداية الثمانينات والمقترنة بتقلبات لا سابق لها لمعدلات الفائدة المطبقة بالفعل على أهم العملات المقرضة، أدت إلى تنوع كبير في هذه الوسائل.

بحيث تتمثل أهم أنواع السندات الدولية فيما يلي:<sup>2</sup>

- **السندات الكلاسيكية أو السندات ذات معدل الفائدة الثابت (Fixed rate Bonds):** هي عبارة عن عقد بين الشركة المصدرة لها (المقترض) والمستثمر (المقرض) بمقتضاه يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد ثابتة متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو لصالح المقترض مثل حق إستدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق هذا وقد يكون السند لحامله، وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، وفي تاريخ إستحقاق الفائدة يتقدم حامل السند للبنك المختص لتحصيل قيمة الفائدة.

أما السند المسجل باسم المستثمر فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك، إلا أنه غير قابل للتداول على نحو مماثل لسابقه وتتفاوت تواريخ إستحقاق السندات، فقد تمتد إلى 20 سنة وربما أكثر؛

- **السندات ذات معدل الفائدة العائم (Floating rate Bonds):** هي سندات بفائدة يتغير معدلها وفقاً لقاعدة منتظمة من أجل مواكبة ظروف السوق، إن معدل الفائدة هو محصلة لجمع معدل مرجعي (LIBOR لمدة شهر أو ثلاثة أو ستة أشهر كنموذج) مع هامش ثابت (نموذجياً 0,25 %). الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع في إحتساب معدل الفائدة بين النوت والقروض الأوروبية ولكن هذا التشابه يقف عند هذا الحد، فالسندات يتم إصدارها بأجزاء صغيرة (من فئة خمسة آلاف إلى 10 آلاف دولار) وبالإمكان شراؤها وبيعها في الأسواق كأى سند آخر.

<sup>1</sup>- مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص 154.

<sup>2</sup>- تم إعداده اعتماداً على:

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية/مصر، 2006، ص ص 29-32.

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 158-160.

- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص ص 107، 108.

إن السندات بمعدل متحرك هي عادة أوراق مالية لأجل متوسط (5-7 سنوات) ويرتبط حجم الإصدار بسمعة المصدر وحاجاته من جهة، وبوضعية السوق من جهة أخرى. وفائدة الإصدار الكثيف تسهم في تنمية سيولة الأوراق المالية في السوق الثانوية وهذه الميزة يهتم بها المالكين.

وقد تم استعمالها للمرة الأولى في سنة 1970 ولكنها لم تلعب دوراً مميزاً إلا في سنة 1975.

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (Equities Convertible Bonds):** تنتج السندات القابلة للتحويل من تواجد عنصرين من جهة إقرار بالدين مع فائدة (ثابتة أو متغيرة) ومن جهة أخرى الحق بتحويل الورقة المالية إلى أسهم عادية في الشركة المصدرة على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار السند. ومن أجل تقويم سند قابل للتحويل يتم تقدير المميزات الخاصة بالقرض (العائد، تصنيف هذه الديون، القدرة على السداد... إلخ)، والمميزات الخاصة بالسهم (توقع الأرباح المستقبلية، توقع نسبة التكاليف/المكاسب، شروط التبديل... إلخ)، ويعود تاريخ هذا النوع إلى زمن طويل في السوق الوطنية الأمريكية، أما في سوق السندات الأوروبية فيعود إلى سنة 1965؛

- **السندات مع الرهن (Bond With Warrants):** يشبه هذا النوع من السندات تلك القابلة للتحويل إلى أسهم دون أن يدمج بها، والرهن يعطي لصاحبه الحق بالشراء في المستقبل لأسهم من الشركة المصدرة بسعر محدد مسبقاً. فهو بمثابة حق إكتتاب وليس حق تحويل إلى أسهم كما هي الحالة مع السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، أما الرهن فهو عادة منفصل عن السند نفسه ويمكن التداول بكل منهما على أفراد في السوق الثانوية؛

- **السندات القابلة للتمديد (Extendable Bonds):** هناك نوع من السندات يتميز بقابليته للتمديد، وهذا يعني أن هذه السندات تعطي للمستثمر الخيار للاستمرار في الاحتفاظ بالسند بعد تاريخ استحقاقه لعدد معين من السنوات وبنفس معدل فائدته الأصلي، أو استلام قيمته عند تاريخ الاستحقاق. وإذا لم يمارس المستثمر هذا الحق عند تاريخ استحقاق السند فإنه يعتبر مستحق التسديد من قبل المقترض بتاريخ استحقاقه؛

- **السندات القابلة للدفع المسبق (Retractable Bonds):** هناك نوع آخر من السندات يتميز بقابليته للدفع المسبق، وهذا أن للمستثمر بهذا النوع من السندات الخيار بتقديمها للمقترض لدفع قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق بعدد معين من السنوات، أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق. وإذا لم يمارس المستثمر هذا الحق فإن هذه السندات تعتبر مستحقة التسديد من قبل المقترض بتاريخ الاستحقاق؛

- **السندات القابلة للإطفاء (Sinking Bonds):** يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للإطفاء التدريجي خلال حياتها، أي أن المقترض يلتزم بدفع قيمة السندات للمستثمر خلال مدة حياتها، حيث يتم إطفائها بالكامل بتاريخ الاستحقاق. وهذا يتطلب في العادة أن يقوم المقترض بشراء هذه السندات بقيمتها الاسمية في آخر يوم من كل فترة إطفاء؛

- **السندات القابلة للشراء (Purchase Bonds):** يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للشراء، وذلك عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات إذا ما تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة معينة، وغالباً ما يكون هذا الترتيب مرتبطاً بتداول السندات بأقل من سعرها الإسمي؛

- **السندات القابلة للاستدعاء (Callable Bonds):** قد ينص عقد الإصدار على حق الشركة المصدرة في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق، وهي تستفيد من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية ترتب عليها انخفاض في مستوى معدلات الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات، فحينئذ تقوم الشركة باستدعائها وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل فائدة أقل يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستدعاء عادة ما ينص على قيمة للاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء. هذا بالإضافة إلى تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر في صورة معدل مرتفع للفائدة مقارنة مع المعدل المطبق على سندات مماثلة من حيث المخاطر لكنها غير قابلة للاستدعاء.

#### 4.1- عوامل نمو السوق:

هناك عوامل كثيرة تؤثر على تطور سوق السندات الدولية، من أهمها:<sup>1</sup>

- **الضرائب:** لا شك في أن مستوى الضرائب على السندات يؤثر تأثيراً مباشراً على سوق السندات الدولية، وقد كان لتخفيض الضرائب أو إلغائها الأثر الكبير في تطور هذه السوق وهو ما حصل فعلاً في سوق السندات الأوروبية؛

- **التوزيع الزمني للأسواق الرئيسية الدولية:** لقد مكن تواجد أسواق لندن ونيويورك وطوكيو من تداول السندات على مدار ساعات اليوم وتحويل جزء كبير من سندات البنوك الألمانية والسويسرية والإنجليزية وغيرها إلى أسواق نيويورك وطوكيو كما أمكن تحويل سندات نيويورك وطوكيو لأسواق أوروبا؛

- **التغيرات القانونية والتنظيمية:** إن التغيرات القانونية والتنظيمية جنبا إلى جنب مع الوضع التنافسي للسوق تؤثر تأثيراً كبيراً عليها، فلقد ساعد تنظيم كل من سوق لندن ونيويورك وإحداث مؤسسات مثل اليوروكليبر والسيدال (سنعود إليها لاحقاً) على ضبط وتنظيم عملية تبادل السندات، كما أن المنافسة الكبيرة بين المؤسسات التي تتعامل بالسندات ساعد على تطور السوق وازدياد حجمها أيضاً؛

- **حصة قروض البنوك المشتركة والتقليدية من سوق الإقراض:** إن حجم سوق السندات سواءً السندات الأوروبية أو الأجنبية يتأثر بمقدار قروض البنوك المشتركة والتقليدية الممنوحة في أسواق الإقراض، فعلى إثر أزمة المديونية العالمية في بداية الثمانينات والتي ترتب عليها توقف عدد كبير من الدول عن تسديد قروضها

<sup>1</sup> - ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص ص 101-103

المشتركة، قلصت البنوك كثيراً من حجم الإقراض السيادي، مما أدى إلى لجوء العديد من الدول غير المتعثرة إلى سوق السندات الذي ازدهر بقوة على حساب سوق القروض الأوروبية؛

- **التنوع في إصدار السندات:** إن انتشار الأنواع المستحدثة للسندات ساعد على إتساع سوقها، وقد كان للجهود المبذولة من قبل المقترضين لتخفيض تكلفة إقراضهم والخبرات العالية التي وظفوها بالإضافة إلى سعي بنوك الاستثمار المتخصصة إلى تطوير خدمة عملائها الأثر الأكبر في إحداث هذه الأنواع.

### 5.1- معايير اختيار السندات الدولية:

يأخذ المستثمرون بعين الاعتبار عدة معايير عندما يودون اختيار الأوراق المالية التي ستدخل في تركيبة محفظتهم المالية:<sup>1</sup>

- **العملة الداعمة للإصدار:** إن مشكلة اختيار العملات داخل المحفظة المالية أصبحت حاسمة في ظل مناخ سوق الصرف العائم وبموازاة ذلك أدت تقلبات معدلات الفائدة إلى تفاقم الوضعية. ونتائج ذلك، الإحساس المتزايد لمدراء المحافظ المالية بآثار اختيارهم للعملة التي حرّرت بها موجوداتهم المالية؛

- **إستحقاق الأوراق المالية:** تختلف تفضيلات المستثمرين بالنسبة لاستحقاقات الأوراق المالية التي يمتلكونها، وعملية التفضيل هذه تتصل بأفق توظيفاتهم، فالأوراق يمكن أن تُشتَرى من أجل إستخدام مُحدّد في فترة مستقبلية معروفة مسبقاً (بُغية الاستعداد لطلبات غير منتظرة أو من أجل إدارة أموال على الأمد البعيد) بطريقة تؤمن العائد والاستمرارية. كما أن إضطلاع المستثمرين بالإمكانيات التي توفرها السوق الثانوية، تسمح لهم بممارسة بعض الضغط على الاستحقاقات التي يعرضها المصدر. أضف إلى ذلك، أن مراحل الشك المتصلة بمعدلات الفائدة كانت مصحوبة على الدوام بتقلص الاستحقاقات المتوسطة للسندات الدولية؛

- **نمط الدخل:** يتكون عائد السندات، من عنصرين هما العائد الجاري (مقدار الفائدة السنوية) والعائد الرأسمالي (العائد المحتمل نتيجة بيع السند بسعر أعلى من سعر شرائه)، والخيار الذي يقع على بعض الأوراق دون غيرها تتحكم به فروقات التعامل الضريبي بين الدول؛

- **وضعية المصدر:** يقتصر الدخول إلى السوق الدولية على ذوو التواقيع الجيدة، غير أنه لا يُنظر إلى جميع المصدرين باعتبارهم ينتمون إلى طبيعة الخطر نفسها لذا نرى المستثمرين يقدمون على البحث عن بعض الأوراق المالية أو إستبعادها، على ضوء موقفهم من الخطر وما يستهدفونه من عوائد؛

- **حجم الإصدار وسيولته:** يُقصد بسيولة السندات الدولية، السهولة التي تتم بها عملية البيع أو الشراء دون الإخلال بسعر السوق الثانوية، هذه الخاصية يهتم بها المستثمرون عندما يديرون محفظتهم المالية بأسلوب ديناميكي. إنَّ سيولة بعض فروع السوق أقوى من غيرها، ولكن بشكل عام تزداد السيولة مع إزدياد حجم

<sup>1</sup> - فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 196-198.

الإصدار وشهرة المصدر. هذا ويتصف السند بسيولة كبيرة في الأشهر الأولى من إصداره، ويتناقص حجم المعاملات كلما اقترب الاستحقاق؛

- **التنوع:** يأخذ المستثمرون بعين الاعتبار رغبتهم في التنوع عند انتقائهم للأوراق المالية، ويسعون إلى الموازنة بين الأوراق المالية بمعدل ثابت والأوراق المالية بمعدل متغير، والأوراق المتوسطة والأخرى طويلة الأجل. وبنفس الطريقة، يسعى المستثمرون إلى تحقيق الموازنة الأمثل بين النقود على ضوء مقاصدهم الخاصة.

### 6.1- عملية إصدار السندات الدولية:

إن البنوك والمؤسسات المالية هي في العادة حلقة وصل بين كل من المقترضين والمستثمرين في سوق السندات الأولية (Primary Market)، حيث يقوموا بالتواصل مع المقترضين لترتيب الأمور التي تتعلق بإصداراتهم وبالمستثمرين لإعلامهم بكل التفاصيل المتعلقة بهذه الإصدارات. وعندما يقرر المقترض التقدم إلى السوق، يقوم بتعيين بنك لإدارة إصداره، حيث يقوم هذا الأخير بدوره بتنظيم تجمع من عدة بنوك استثمارية يسمى "تقابة Syndicate" التي تقوم بترتيب الإصدار وبيعه.

بحيث تمر عملية الاتصال بالعملاء المقترضين لترتيب إصدار سندات لهم بالمراحل التالية:<sup>1</sup>

#### المرحلة الأولى: تحديد التصنيف الائتماني للمقترض

تقوم البنوك بالتعامل في مجال إصدار السندات مع المقترضين الذين يحملون تصنيفاً ائتمانياً دولياً بدرجة الاستثمار وهي التي لا تقل عن (BBB)، وقد إتجهت هيئات الرقابة على الأسواق المالية إلى طلب التصنيف الائتماني كشرط مسبق لأي إصدار سندات. فإذا كان التصنيف دون (BBB) أي بدرجة المضاربة فيجري تقييم المقترض على أساس اسمه وحجمه وإصداراته السابقة، إذ يجب أن يتمتع المقترض بسمعة ومركز جديدين يقاس عادة بمستوى الإدارة في المؤسسة ويكل من مركزها المالي والسوقي، وبتاريخها وسجلها السابق ويخططها المستقبلية.

هذا، وتوجد مؤسسات دولية متخصصة في التصنيف الائتماني للسندات من أشهرها:

- Moody's Investors Service Inc;
- Fitch Ratings;
- Standard & Poor's Corporation

وهي تقوم بذلك مقابل الحصول على مبالغ مالية.

<sup>1</sup> - ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص ص 103، 104، 112-114.

**المرحلة الثانية: تحديد المبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل**

بعد أن يقرر المدير الرئيسي المقدرة الائتمانية للمقترض يجب عليه أن يحدد مبلغ القرض المطلوب، وعلى الرغم من أن المقترض يكون قد حدد المبلغ الذي ستطرح به السندات، إلا أن دراسة الطلب من كافة الجوانب ومراجعة كافة الفروض المبني عليها تعتبر من الأمور الأساسية في هذا الموضوع. والخطوة التالية لتحديد المبلغ هي دراسة الحاجة التمويلية للمقترض ومعرفة التمويل المطلوب، وذلك للتأكد من إنفاقه على نواحي إنتاجية تضمن للمستثمر استعادة أمواله وفوائدها.

ومن البديهي في سوق الاقتراض معرفة أن الاقتراض قصير الأجل يوجه عادة لتمويل موجودات ذات درجة عالية من السيولة، مثل الذمم المدينة أو رأس المال العامل التي يمكن تحويلها إلى سيولة تامة خلال سنة من الزمن، في حين أن الاقتراض طويل الأجل موجه عادة لتمويل موجودات ثابتة كالألات والمشاريع التي تضمن تسديد القرض المطلوب على مدى حياته الإنتاجية؛

**المرحلة الثالثة: تحديد البدائل المتاحة**

على ضوء المعطيات السابقة، يقوم المدير الرئيسي بطرح البدائل المختلفة أمام المقترض، والتي يمكن أن تشمل الاقتراض عن طريق القروض المشتركة أو الاقتراض عن طريق السندات ذات معدل الفائدة الثابت، والسندات ذات معدل الفائدة المتغير، والقروض العادية من البنوك... إلخ.

كما يحدد المدير الرئيسي أيضا تكلفة كل بديل، وذلك بهدف المحافظة على هيكل رأس المال الأمثل والحد الأدنى لمعدل تكلفة الأموال المرجحة (WACC).

ومن الأمور التي تأخذ بعين الاعتبار عند الاقتراض بعملات أجنبية فروقات أسعار صرف العملات وفروقات معدلات الفائدة، والتي على ضوءها تطرح بدائل العملات المختلفة للاقتراض؛

**المرحلة الرابعة: اختيار البديل الأفضل**

بعد أن يتم تحديد التصنيف الائتماني للمقترض والمبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل، وبعد دراسة وتحديد بدائل التمويل المختلفة المتاحة، يتم تقديم عرض السندات الذي يتضمن كل المعلومات الضرورية واللازمة للمقترض والتي على أساسها يقرر اختياره. ولاسيما ما تعلق بالقيم الاسمية، تواريخ الاستحقاق، معدلات الفائدة، العمولات، المصاريف... إلخ وذلك بالنسبة لكل بديل متاح.

إن الطبيعة الدولية لسوق السندات وبالأخص لحاملها التي تصدر عليها السندات الأوروبية في الغالب بدون وجود أية سجلات لمالكها إستوجب وجود وكلاء مركزيين (Central Agents) أو بيوت المقاصة والإيداع المركزي (Clearing Houses) تكون مهمتها الاحتفاظ بالسندات نيابةً عن المشتركين في السوق وتسجيل التحويلات فيما بينهم، بينما تبقى السندات في الوقت نفسه بالحفظ الأمين لدى هذه البيوت.

وقد أسس لهذا الغرض في بروكسل سنة 1968 ما يسمى باليوروبكليس (Euroclear) ثم تبعه في لوكسمبورغ سنة 1971 منافس آخر هو السيدال (Cedel)\* كما أسست في سنة 1969 المؤسسة الدولية للمتعاملين بالسندات (Association of International bonds dealers, AIBD) كجهاز منظم لسوق السندات الدولية، حيث كان لهذه المؤسسة دور فعال في توحيد أسس التعامل في السوق الثانوية، وتنظيم جهود كل من اليوروبكليس والسيدال، والعمل كمثل للسوق في علاقاته مع السلطات الوطنية وأسواق رأس المال الوطنية.

## 7.1- منافع ومخاطر السندات الدولية:

كغيرها من الأدوات المالية الأخرى تمتاز السندات الدولية بجملة من المنافع لكن التعامل فيها عرضة لمخاطر متنوعة أيضاً، سنلخص أهمها فيما يلي:<sup>2</sup>

### 1.7.1- المنافع:

- **تعدد عملات الإصدار:** تصدر السندات الدولية بعملة دولية مختلفة، ويبقى الدولار الأمريكي هو العملة المفضلة لإصدارها. والجدير بالذكر أن إهتمام المقترضين والمستثمرين في هذه السوق عند اختيارهم لعملة القرض أو عند شراء المستثمرين لإصدارات معينة ينصب على التوقعات المستقبلية لأسعار صرف إحدى العملات الدولية؛

- **جمع المدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي:** تقوم سوق السندات الدولية بتجميع المدخرات على اختلاف أحجامها وإعادة توزيعها على نطاق دولي واسع بين مختلف فئات المقترضين من الذين يفضلون هذا النوع من الاقتراض الدولي أو الذين تجبرهم السياسة النقدية المحلية السائدة على اللجوء إلى الاقتراض من هذه السوق؛

- **السيولة النقدية العالية:** تمتاز السندات الدولية بالسيولة النقدية العالية وإمكانية تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها عند الحاجة وتكون السندات مكفولة ومضمونة من قبل الجهة التي أصدرتها (الحكومات والبنوك)؛

- **إنعدام حق المراقبة والإشراف:** المقترض ملزم بصرف بعض القروض في أوجه محددة وللجهة التي منحت القرض حق مراقبة أوجه الصرف وطريقة العمل والتنفيذ ومدى نجاح المشروع المراد تمويله، أما بالنسبة للسندات

\* - أصبحت تسمى حالياً بـ Clearstream.

<sup>2</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 162-164.

- سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص ص 613، 614، 616.

الدولية فإن الجهة التي أصدرت السندات لا تلتزم بأوجه استثمار محددة كما لا تسمح بالمراقبة أو الإشراف على المشاريع المزمع تنفيذها؛

- **تقليل المخاطر عن طريق تنويع المحافظ المالية:** فمزايا التنويع الدولي تأتي من حقيقة مفادها أن الارتباط بين العوائد على السندات أقل بين الدول عنه داخل الدولة الواحدة، والهدف من التنويع الدولي للمحافظ المالية هو استغلال هذه الميزة، وتطبيق هذه الحجة أيضا على باقي الأصول المالية؛

- **تجنب الضرائب:** لعبت الضرائب المفروضة على الأجانب الذين يستخدمون السوق الوطنية للسندات دورها في دفع بعض أسواق السندات الموجودة في الخارج إلى محاولة تجنب الضريبة مما أدى إلى نشأة سوق السندات الأوروبية؛

- **التغطية ضد المخاطر:** فالشركة التي تمتلك فروع أجنبية وتتوقع الحصول على أرباح بالعملة الأجنبية، يمكنها إصدار سندات في السوق الدولية بنفس العملة الأجنبية، وعندئذ يمكن إيجاد التوافق بين الأصول (الأرباح) والخصوم (تكلفة خدمة السند) المقومة بعملة الدولة الأجنبية، ولقد كان نمو أسواق السندات الدولية متوافقاً مع إنتشار الشركات متعددة الجنسيات.

### 2.7.1 - المخاطر:

- **تقلبات معدلات الفائدة والصراف:** تُقوّم السندات الدولية بالعملات الدولية الرئيسية (عملة الإصدار) أي أن سوق السندات الدولية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بسوق الصراف الأجنبي وما يسودها من اضطرابات وتقلبات مستمرة تؤدي في النهاية إلى التأثير على قرارات المستثمرين من جهة وإلى زيادة القيود التي تلجأ إليها السلطات النقدية والمالية من جهة ثانية، وذلك بهدف حماية الاقتصاد الوطني من النتائج السلبية التي تصاحب تلك التقلبات في الأسواق النقدية والمالية الدولية، مما يضطرها في الأخير إلى إعادة تقييم العملة؛

- **التقلبات في معدلات التضخم:** أضف إلى ذلك أن المستثمر في السندات الدولية قد يتحمل خسارة غير متوقعة عندما يقوم باستحقاق قيمة القرض والفوائد خلال مرحلة زمنية يمر فيها الاقتصاد الدولي بحالة من التضخم النقدي وانخفاض سعر صرف العملة، وذلك لأنه شارك في الاكتتاب بنقود ذات قوة شرائية عالية ولكنه يستلم عند استحقاق السند نقوداً ذات قوة شرائية منخفضة.

## 2- سوق الأسهم الدولية (International stocks Market):

## 1.2- تعريف السوق ونشأتها:

هي السوق التي تمكن الشركات الكبرى ذات المركز المالي القوي والسمعة الجيدة من الحصول على رؤوس الأموال الضرورية لتأسيسها أو لتوسيعها أو لتدعيم بند الأموال الخاصة بشكل عام، وذلك بالعملة الدولية الرئيسية من خارج الحدود الجغرافية للدولة التي تتواجد بها. مع إتاحة فرصة تملك رأسمال الشركة للمستثمرين الماليين الدوليين الذين وظفوا أموالهم في شراء الأسهم الدولية التي قامت بإصدارها.

وكما هو الشأن بالنسبة للأسهم الوطنية فالأسهم الدولية ليس لها تاريخ إستحقاق فمدة حياتها مقرونة بمدة حياة الشركة المصدرة لها، إلا أنها تختلف عن الوطنية في طبيعة المكتتبين فيها وإعفاؤها الجبائي، فالمكتتبون مختلفوا الجنسية. كما يُعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها ومعرفة طبيعتها.<sup>1</sup>

وتتكون غالبية الأسهم الدولية من الأسهم العادية الجديدة، إلا أن بعض الإصدارات نمت لأسهم ذات مرتبة ثانوية (الأسهم الممتازة) مع إعطاء حق التصويت المحدود أو دون إعطاء هذا الحق.

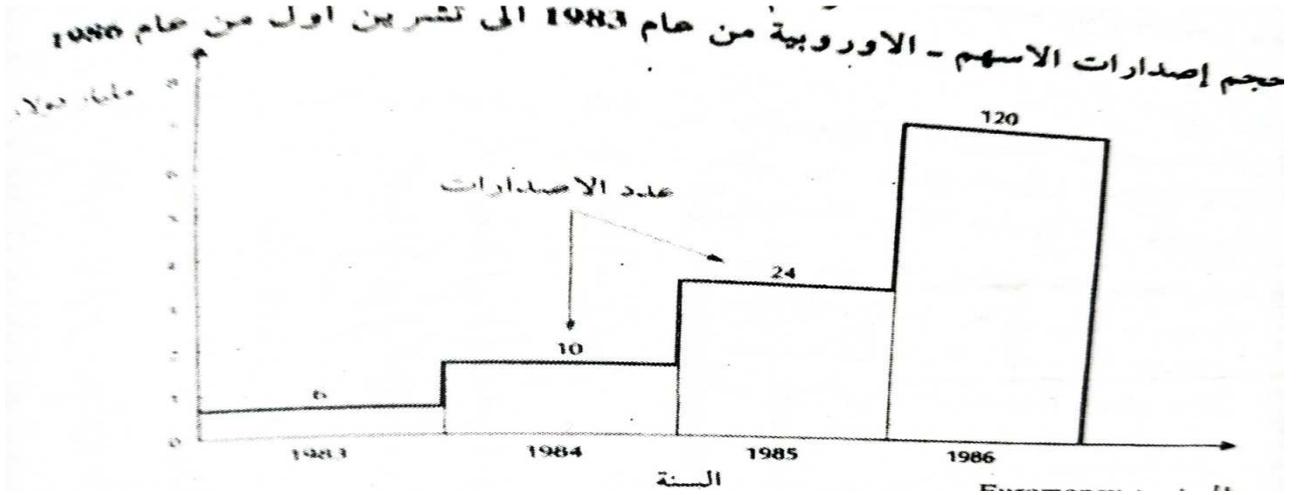
أما بالنسبة لنشأة السوق بالإمكان القول أن الانطلاقة الفعلية لهذه السوق تعود إلى سنة 1983، رغم أنه خلال سنوات السبعينات تواجدت بعض إصدارات الأسهم على المستوى الدولي التي حملت بعض مميزات الأسهم الدولية، وذلك تحديداً في سنة 1976 عندما أقدمت إحدى النقابات على توظيف متزامن لخمس ملايين سهم عادي من شركة (Alcom Aluminium) في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وأوروبا. ومع ذلك لم تعتبر هذه العمليات بمثابة سوق فقد كانت مجرد صفقات موضعية ومنقطعة، ولكن الأمور إتخذت مساراً آخر بعد سنة 1983 وذلك تحت ضغط متزامن أفرزه إنفتاح الأسواق من جهة وتوفر مناخ ملائم لإصدارات الأسهم من جهة أخرى. ولقد لعبت شركتان كنديتان ذات شهرة عالية دوراً رائداً في ذلك، وهما

شركة "بيل كندا (EBC) (Entreprises Bell Canada)" وشركة "ألكان - Alcan" سنة 1983 عن طريق المزاجعة بين إصدارات تتم في كندا وأخرى تتم في الولايات المتحدة الأمريكية وبين إصدارات دولية للأسهم سنة 1983.

ولقد عرفت سوق الأسهم الدولية منذ نشأتها في السنة المذكورة تطوراً ملحوظاً، حسب ما يوضحه الشكل البياني التالي:

<sup>1</sup> - عديلة مريم، مطبوعة في مقياس البورصة والأوراق المالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة 8 ماي 1945 (قالمة)، 2015/2014، ص 99.

الشكل رقم (2): حجم إصدارات الأسهم الأوروبية من سنة 1983 إلى أكتوبر 1986



المصدر: فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 316.

يوضح الشكل البياني السابق التطور الملحوظ لهذه السوق من ستة إصدارات دولية فقط سنة 1983 إلى 120 إصدار بعد 3 سنوات.

كما أن حجم الإصدارات في هذه السوق قد شهد تطوراً مماثلاً، بدءاً من حجم لا يبلغ 5 مليون دولار وصولاً إلى 1,5 مليار دولار، مع العلم أن حجم الإصدار النموذجي في السنوات الأولى كان بحدود 100 مليون دولار.<sup>1</sup>

## 2.2- الإصدار الدولي للأسهم:

هو عبارة عن إصدار الأسهم في دول عديدة في الوقت نفسه، ويمكن أن يتم إصدار الأسهم في السوق الدولية إما بشكل مترافق مع الإصدار في السوق الوطنية أو بشكل منفرد عبر توظيفات دولية في عدة أسواق.<sup>2</sup> وذلك في إطار الشرائح التالية:<sup>3</sup>

- شريحة محلية؛
- شريحة أوروبية توجه للأسواق الدولية لكن تصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق؛
- شريحة أجنبية توجه للأسواق الدولية وتصدر بنفس عملة تلك الأسواق.

وفي حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة فتعرف الأسهم بالأسهم العالمية، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية. ويتم الإصدار بواسطة تجمع دولي لبنوك ومؤسسات مالية متخصصة يُختار على أساس الدول التي يُرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها. وهناك أسلوبان لتوزيع الإصدار، هما:

<sup>1</sup> - فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 311، 312، 315، 325.

<sup>2</sup> - نفس المرجع أعلاه، ص 311.

<sup>3</sup> - محفوظ جبار وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص 73-101.

- الأسلوب المفتوح: أن تترك الحرية لأعضاء التجمع البنكي في إختيار أماكن توزيع الإصدار؛
- التوزيعات المحاطة: حيث يراقب التوزيع وتمنع الأسهم من العودة إلى دولة الإصدار مرة أخرى بعد تداولها في الأسواق الثانوية.

وتوجد طريقتان للإصدار الدولي للأسهم:

**1.2.2- الإصدار المباشر:** وفقاً لهذه الطريقة تضطر الشركة إلى التسجيل في بورصات دولية متعددة، والخضوع إلى التشريعات واللوائح الإدارية وتحمل ما يرتبط بذلك من تكاليف مرتفعة.<sup>1</sup> ومن المهم إختيار الأسواق التي تتمتع بالحجم الكبير للمعاملات وبالتالي السيولة العالية، فالشركات غير الأمريكية والحكومات التي تحتاج إلى كميات كبيرة من الأموال بإصدارها لأسهم في أسواق الإصدارات الجديدة الأمريكية، فمن المحتمل أكثر أن تتبع إصداراً كاملاً فيها، بينما في الأسواق الأخرى والأسواق الأصغر فإن الإصدار الكلي احتمالية تصريفه أقل، وما يدعم هذا هو أن مؤسسات مالية عدة في الولايات المتحدة الأمريكية تشتري أسهماً غير أمريكية بوصفها إستثمارات.

وعندما تقوم شركة غير أمريكية بإصدار أسهم في دولتها فإن قاعدة حملة حصص الأسهم تكون محدودة ومتركة لدى مستثمرين مؤسستيين (Institutional Investors) كبار وقليلو العدد يمتلكون معظم الحصص، بينما إصدار تلك الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية ينوع المستثمرين مما يقلل من التقلبات السعرية التي يسببها بيع الأسهم من قبل المستثمرين الكبار.

وعلى الرغم من هذه المزايا إلا أن متطلبات التسجيل (Registration Requirements) يمكنها أن تسبب في بعض الأحيان تأخيرات في بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم الدولية، ولهذا السبب فإن بعض الشركات الأمريكية قد أصدرت أسهماً جديدة في أسواق عالمية أو أجنبية، كما أن شركات أمريكية أخرى تصدر أسهماً في أسواق أجنبية لتعزيز صورتها الدولية أي لتظهر أنها شركة متعددة الجنسيات أكثر منها شركة محلية فقط.<sup>2</sup>

**2.2.2- الإصدار غير المباشر:** وفقاً لهذه الطريقة يكون الإصدار وطنياً، ولكن بيع الأسهم يكون في دول أخرى لمستثمرين دوليين عبر استعمال ما يعرف بوصولات الإيداع الدولية (American depository receipts) (ADRs) بحيث إيصال الإيداع الدولي هو ورقة مالية قابلة للتداول تخول لمالكها الحق في إمتلاك عدد من الأسهم المعنية. فإذا رغبت الشركة في إصدار أسهم في دولة أخرى بدون التسجيل فيها والخضوع لتقييدها ودفع تكاليفها، فيتعين عليها أولاً إصدار أسهم جديدة ووضعها في حساب إحدى البنوك الدولية الموجودة بدولة الشركة. بعد ذلك، يقوم بنك الإيداع بالدولة الأخرى (الفرع) بإصدار إيصالات الإيداع. ويخول كل إيصال من هذه الإيصالات لحامله الحق في إمتلاك عدد محدد من الأسهم المعنية التي تم إيداعها في البنك. ومن ثم، يتم

<sup>1</sup> - عديلة مريميت، مرجع سبق ذكره، ص 100.

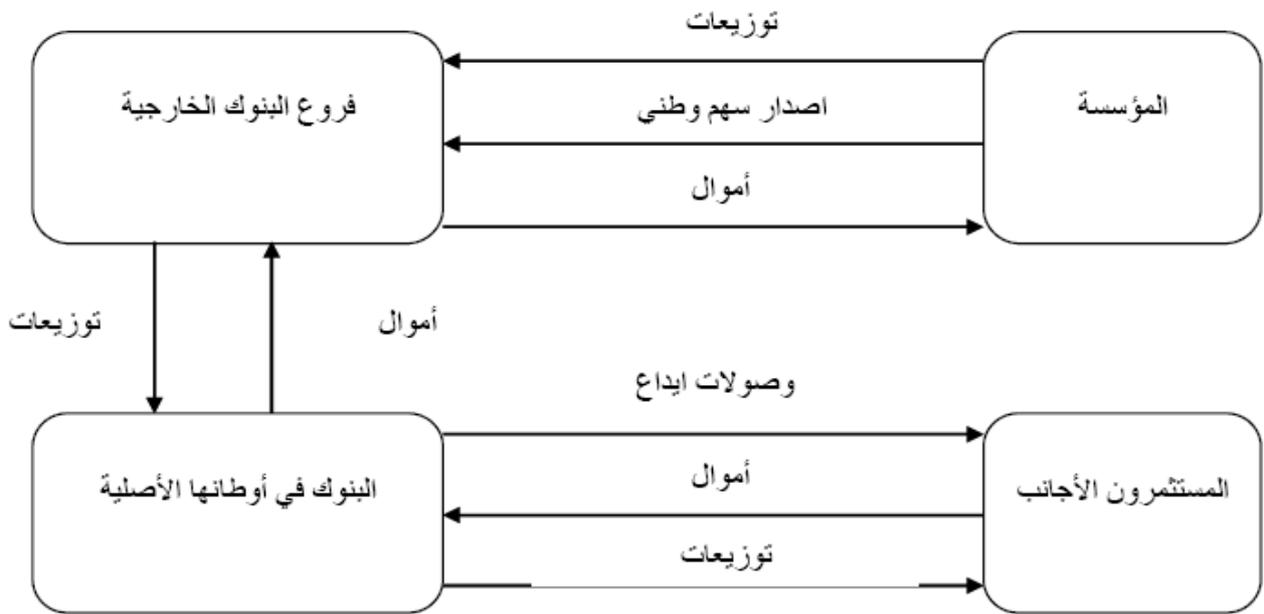
<sup>2</sup> - محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 263-265.

إصدار إيصالات الإيداع في السوق الأجنبية بالعملة المحلية لهذه السوق. على سبيل المثال، يتم إصدار إيصالات الإيداع الأمريكية في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار.

وفي أي وقت تقوم فيه الشركة المصدرة بدفع أرباح الأسهم، يتم دفع الأرباح على الأسهم الجديدة إلى البنك الوصي المسؤول عن تحويل الأموال إلى بنك الإيداع، ويقوم هذا الأخير بتحويل أرباح الأسهم إلى العملة المحلية للدولة بغرض توزيعها على حاملي إيصالات الإيداع، كما تُعطيه الحق في استبدال إيصالاتهم بالأسهم المقابلة لها وتداولها في الأسواق الأخرى.<sup>1</sup>

والشكل التالي يوضح هذه العملية:

### الشكل رقم (3): الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية



المصدر: عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 100.

مثال:

شركة "Gamma" إحدى شركات المساهمة العامة، هي شركة كبيرة متعددة الجنسيات مقرها بريطانيا ترغب في إصدار رأسمال أسهم بالولايات المتحدة الأمريكية من خلال بورصة نيويورك. وقد قامت "Gamma" بإصدار 10 مليون سهم جديد لكل سهم منها قيمة إسمية قدرها 1 جنيه إسترليني وإيداعها بإحدى البنوك البريطانية، ويقوم بنك الإيداع بالولايات المتحدة الأمريكية بإصدار 2 مليون إيصال إيداع، ويخول كل إيصال منها لحامله الحق في إمتلاك خمسة أسهم من أسهم الشركة.

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 100، 101.

- بريان كويل ترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستشارات الثقافية، القاهرة، 2008، ص 62.

والسعر الحالي لأسهم "Gamma" بالسوق البريطانية هو 4 جنيهات إسترلينية للسهم الواحد، وسعر الصرف المتداول هو جنيه إسترليني واحد وهو ما يعادل 1,5 دولار.

### التحليل:

سيقوم أحد بنوك الاستثمار أو إحدى مؤسسات الأوراق المالية المشتركة ببورصة نيويورك بجلب إيصالات الإيداع للسوق، ومن المحتمل أن يكون سعر الإصدار حوالي 30 دولاراً (وهو حاصل ضرب الخمسة أسهم المشتمل عليها كل إيصال إيداع  $4 \times$  جنيهات إسترليني للسهم الواحد  $\times 1,50$  دولار لكل جنيه إسترليني). وعندما تقوم "Gamma" بدفع أرباح الأسهم بالجنيه الإسترليني، سيستلم بنك الإيداع بالولايات المتحدة الأمريكية المبلغ المدفوع ويوزع حصص الأرباح بالدولار على حاملي إيصالات الإيداع.<sup>1</sup>

### 3.2- عوامل نمو سوق الأسهم الدولية:

يُعزى نمو أسواق الأسهم الدولية إلى التقاء عوامل عدة، بعضها أثر في عرض الأسهم والبعض الآخر أثر في الطلب عليها. ويُمكن تلخيص هذه العوامل كما يلي:<sup>2</sup>

#### 1.3.2- العوامل التي أثرت على عرض الأسهم:

تعددت العوامل التي أثرت على عرض الأسهم، وقد تمثلت أهمها فيما يلي:

- عمليات الخصخصة: في نهاية الثمانينات إنطلقت العديد من الدول في برامج واسعة لخصخصة مشاريع القطاع العام، وبدأت هذه الظاهرة بالانتشار في بعض دول أمريكا اللاتينية وفي الدول الصناعية (بشكل خاص بريطانيا وفرنسا وإيطاليا). ونجاح العديد من هذه العمليات حث الحكومات الأخرى على التخلي عن مشاريعها العامة، لاسيما وأن ذلك ساعد في التخفيف من مشكلات المديونية العامة ومن حالات العجز في الميزانيات العامة للدول؛

- المشاريع الكبرى التي كانت تشهد نمو سريعاً، حافظت على مستويات نموها المضطرب باللجوء إلى الأسواق المالية الدولية بعدما أصبحت أسواقها المالية المحلية ضيقة جداً؛

- إن إعادة هيكلة المشاريع وعمليات الاندماج أو الحيابة تترافق أحياناً مع اللجوء إلى السوق من أجل زيادة رؤوس الأموال الذاتية؛

- فيما يتعلق ببيوت الأوراق المالية وبنوك الأعمال، فإن عمليات الإصدارات الدولية توفر لها العمولات وتسمح بتطوير علاقاتها مع زبائن جدد. لذلك، فقد لعبت هذه الأجهزة دوراً هاماً في الحث على التوجه إلى أسواق

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص ص 62-64.

<sup>2</sup> - المهدي ناصر، مكانة وآفاق الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، أطروحة دكتوراه علوم، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص ص 174، 175.

الأسهم الدولية، وفي تقديم المشورة إلى الحكومات التي تريد الالتزام ببرامج خصخصة لبعض مشروعاتها أو قطاعاتها.

### 2.3.2- العوامل التي أثرت على طلب الأسهم:

- ميل معدلات سعر الفائدة نحو الانخفاض: فقد لوحظ على الصعيد الدولي ميلاً عاماً باتجاه انخفاض معدلات الفائدة، مما عزز التحول نحو أسواق الأسهم الدولية، وقد ساند هذا التحول متطلبات تطوير وتنويع محافظ الأوراق المالية؛

- الأداء الجيد للأسواق المالية: فقد خلفت النتائج الإيجابية لمعظمها مناخاً من التفاؤل لدى المستثمرين، مما ساعد على التوظيف لإصدارات جديدة؛

- تنوع صناديق التقاعد: تعد صناديق التقاعد أحد مصادر الطلب على الأوراق المالية الدولية، حيث كانت هذه الصناديق تميل في السابق إلى استثمار أموالها في الأسواق الوطنية، ولكن تغير هذا التوجه نحو الأسواق الدولية خصوصاً في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- نمو صناديق التوظيف المشتركة الدولية: وخصوصاً الصناديق السيادية في السنوات القليلة الماضية، التي أصبحت طالبة طبيعية على الأوراق المالية الجديدة المصدرة.

### 4.2- عملية إصدار الأسهم الدولية:

عندما تُقرر الشركة اللجوء إلى إصدار أسهم على مستوى سوق الأسهم الدولية فإنها تتخذ عدة قرارات متعلقة بحجم الإصدار والسوق الذي ستوجه إليها أسهمها وسعر الإصدار، ويتم الإصدار وفق الخطوات التالية:<sup>1</sup>

- البحث عن بنك استثمار ليدبر عملية الإصدار بشرط أن يكون له خبرة في مجال الأسواق المالية، ويقوم هذا الأخير بدراسة الإصدار من مختلف جوانبه ومختلف عوامل الخطر المتعلقة به وإحتمالات وقوعها، ويقدم مقترحات حول نوع إيصالات الإيداع، وإذا وافق البنك فالجهة المصدرة تقوم بتحضير نشرة الإصدار وتأخذ موافقة السلطات الإشرافية في دولتها الأصلية؛

- البنك المدير يقوم بتشكيل اتحاد بنكي دولي من عدة بنوك يدعوها إلى مشاركته في عملية إدارة الإصدار بسعر إصدار محدد متفق عليه مسبقاً، مع إعطاء الأولوية للبنك المدير في إختيار النسبة التي يستطيع الاكتتاب فيها من الأسهم، وهذه المجموعة من البنوك فيها المتعهد بالتغطية وفيها كذلك البنوك التي تتولى عملية البيع للمستثمرين النهائيين على مستوى الأسواق المالية الدولية؛

<sup>1</sup> - رقية بوحيزر، محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى (جيجل)، 2020/2021.

- في نفس الوقت مع تعيين البنك المدير للإصدار فإن الشركة تعين بنك أو مؤسسة مالية وظيفتها هو إصدار شهادات الإيداع مقابل أسهم الشركة ويتم تعيين مقدار النسبة بينهما، وهو الذي يتولى الربط ما بين الشركة المصدرة للسهم والمستثمرين في هذه الأسهم. أغلب هذه البنوك موجودة في المراكز المالية الدولية وبالتالي فهي تصدر إيصالات إيداع عالمية وتصدر إيصالات إيداع بعملتها المحلية للشركات الراغبة في الطرح في تلك الأسواق، ويتلقى هذا البنك تعويضه من الشركة ومن المستثمرين في إيصالات الإيداع؛
- البنك المصدر للإيصالات وبعد التشاور مع الشركة المصدرة يعين البنك الأمين، وهو البنك الذي يحتفظ على سبيل الأمانة بكل ما يتعلق بالإيصالات كشهادات الأسهم والأرباح... إلخ، وهو يتلقى تعويضه من البنك الذي أصدر الإيصالات وهذا البنك يكون من الدولة التي تنشط فيها الشركة؛
- إصدار الأسهم: بعد الانتهاء من المراحل السابقة تقوم الشركة المصدرة بإصدار شهادات الأسهم مساوية لعدد إيصالات الإيداع العالمية التي ستباع، وتكون باسم الجهة التي قامت بإصدار إيصالات الإيداع وتحفظ لدى البنك الأمين؛
- البنك المدير وباقي البنوك معه في الاتحاد يقومون بتسويق الإصدار حيث يتم استلام النقود من المستثمرين، ويقومون بتسليمها للجهة التي أصدرت الإيصالات بعد خصم عمولاتهم وتكاليفهم منها، ويتحمل الاتحاد تكاليف الإيصالات غير المبيعة لأنه قد تعهد بهذا من قبل؛
- الشركة المصدرة تسجل الإيصالات في سجل المساهمين.

## 5.2- منافع ومخاطر سوق الأسهم الدولية:

بعد التعريف بسوق الأسهم الدولية وعرض نشأتها وآلية الإصدار الدولي لها، فسنحاول عرض منافعها ومخاطرها على النحو التالي:<sup>1</sup>

### 1.5.2- المنافع:

- تتسم هذه السوق بعمق استثنائي يتيح التوزيع السريع لحجم كبير من الأسهم التي يصعب بيعها في السوق الوطنية للشركة المصدرة؛
- ولاسيما للشركات متعددة الجنسيات التي تتميز بكبير حجم مشاريعها الاستثمارية وبالتالي ضخامة التمويل الذي تحتاج إليه مقابل صغر حجم الأسواق الوطنية وعدم قدرتها على استيعاب كل عروض الأسهم؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 314.

- محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 263-266.

- بريان كويل ترجمة خالد العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 61، 62، 124، 125.

- تسمح للشركة بتوسيع قاعدة رأسمالها عن طريق توزيع أسهمها خارج الحدود الوطنية مما قد يؤدي بدوره إلى إنشاء سوق تتمتع بقدر أكبر من السيولة لأسهم الشركة؛
- تنوع قاعدة حملة أسهم الشركة بين مستثمرين مؤسسيين وأفراد... إلخ يمكن أن يقلل من التقلبات السعرية التي يسببها بيع الأسهم من قبل كبار المستثمرين المحتكرين للسوق؛
- اجتذاب المستثمرين الأجانب من شأنه أن يُعطي للشركة وكذلك الأسهم حجماً دولياً أكبر؛
- زيادة الطلب الدولي على أسهم الشركة يرفع من سعرها السوقي؛
- الإصدار الدولي للأسهم يساهم في تعزيز صورة الشركة دولياً والتعرف عليها كشركة متعددة الجنسيات، وهو ما يساعد على دفع أنشطتها في المستقبل؛
- وجود أسواق مختلفة للإصدارات الجديدة للأسهم يوجد منافسة شديدة بينها، وهو ما يزيد من كفاءة الإصدارات الجديدة؛
- تنوع المحافظ المالية للمستثمرين الدوليين والتقليل من المخاطر على الأمد الطويل؛
- يؤدي إصدار الأسهم في السوق الدولية إلى تشتت المشاركة في الأرباح، الأمر الذي يجعل من الصعب فرض ضرائب عليها؛
- تتيح هذه الأسواق وبالأخص في حالة الإصدار غير المباشر إمكانية تجنب التقييدات المتصلة بإصدارات الأسهم واستخدام رأس المال في الأسواق الوطنية، فالوصول إلى السوق الدولية أكثر سهولة وسرعة من الوصول إلى الأسواق الوطنية التي تفرض متطلبات تسجيل يمكنها أن تتسبب في تأخيرات في طرح الإصدارات الجديدة. وبالإمكان استخدام الأموال المجمعّة من الأسواق الدولية في أي مجال في حين أن الأموال المجمعّة من السوق الوطنية تخضع في بعض الحالات للتقييد؛
- يمكن لموقع فروع الشركات متعددة الجنسيات أن يؤثر في قرارها حول السوق التي تصدر فيها الأسهم، وذلك بغية التوفيق بين الأرباح التي يحققها الفرع وتلك التي يتم توزيعها على المستثمرين بنفس عملة الدولة الأجنبية.

## 2.5.2 - المخاطر:

- يبقى إصدار الأسهم على المستوى الدولي أمراً صعباً نظراً لما يتطلبه من دقة وتزامن من قبل بيوت السمسرة المنفذة للإصدار؛
- على الشركة الراغبة بإنجاز إصدار على المستوى الدولي، أن تعرض المعلومات نفسها في كل الأسواق وبعده لغات في آن واحد، مع الأخذ بعين الاعتبار لفروقات التوقيت الموجودة بين مختلف البورصات التي تتولى تسجيل الأسهم؛

- إن اللجوء إلى السوق الدولية وبالأخص في حالة الإصدار المباشر يفرض الخضوع لمتطلبات تسجيل يمكنها أن تتسبب في تأخيرات في طرح الإصدارات الجديدة؛
- الإصدار غير المباشر يقلل من معرفة مشتري الأسهم خاصة في بعض الأسواق التي تعرض أوراقاً مالية لحاملها، أضف إلى ذلك دور سرية البنوك كما هو الحال في سوق سويسرا المركزية في معارضة كشف هوية المشتريين؛
- إمكانية عودة الأسهم الدولية مرة أخرى إلى دولة الإصدار بعد تداولها في الأسواق الثانوية، وفي هذه الحالة سوف يتضاءل حجم قاعدة المستثمرين الدوليين لتلك الشركة.

### 3- سوق المشتقات المالية الدولية (International Financial Derivatives Market):

شهدت فترة السبعينات من القرن العشرين ظاهرة طغت ملامحها على أسواق الأوراق المالية عبر العالم، تمثلت في الإقبال منقطع النظير على أدوات مالية مستحدثة تدعى بالمشتقات المالية والتي جاءت كمخرجات عمل للمهندسين الماليين في بيئة إقتصادية ميّزتها المخاطر المالية وحالات عدم التأكد، وذلك بهدف تلبية الاحتياجات التمويلية المتجددة التي قد تعجز الطرق التقليدية عن الوفاء بها.

#### 1.3- تعريف السوق:

تُعرّف المشتقات المالية على أنها: "أدوات مالية تستمد قيمتها من متغيرات أساسية تتمثل في معظم الأحيان في أسعار الأصول المتداولة، فمثلاً خيار الأسهم هو مشتق تُستمد قيمته من سعر السهم، ومع ذلك فيمكن أن تستمد قيمتها من أي متغير تقريباً"<sup>1</sup>.

فالمشتقات المالية هي عقود تبرم بين طرفين تتضمن الاتفاق على تسليم وتسليم أصل حقيقي (سلعة زراعية أو معدنية) أو أصل ورقي (ورقة مالية أو عملة أجنبية) في المستقبل والذي تشتق قيمتها منه، وذلك بناءً على شروط متفق عليها عند التعاقد والمتعلقة بالسعر، الكمية، تاريخ التنفيذ... إلخ

وتتيح المشتقات المالية لمعاملتها (إذا تم استخدامها بصورة صحيحة) الاستفادة من مزايا عديدة، أهمها:

- التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد في المستقبل؛
- إتاحة فرصة للمضاربين للاستفادة من تقلبات الأسعار في السوق مستقبلاً؛
- تدخّل المرجّحون لترجيح الأسعار وتحقيق ربح عديم المخاطر، وذلك عندما يكون هناك فرق بين سعرين لأصل معين بين سوقين أو أكثر في نفس الوقت؛
- تنشيط التعامل في الأصول محل التعاقد؛
- التقليل من تكاليف المعاملات في سوق الأوراق المالية؛
- إدارة الموجودات في البنوك التجارية.

<sup>1</sup>- John C. Hull, *Options, Futures, And Other Derivatives*, 8<sup>th</sup> Edition, Ed- Pearson, France, 2012, P 01.

وعلى الرغم من أن البداية الأولى لأسواق المشتقات كانت في سبعينات القرن العشرين، لكنها لم تشهد تطورات هامة من حيث تداولاتها وانتقالاتها بين الأسواق الدولية إلا بعد منتصف الثمانينات، حيث ازداد التعامل بها من 729,9 مليار دولار سنة 1887 إلى 14302,3 مليار دولار سنة 2000، وبمعدل نمو سنوي قدره 85,3%. وقد تصدرت دول أمريكا الشمالية دول العالم بمعدل 79% خلال سنة 1987، وجاءت أوروبا ثانياً بمعدل 2,5% فقط لنفس السنة، وبقيت أسواق أمريكا الشمالية في الصدارة حتى سنة 2000 وبمعدل حوالي 57%. ويشير ارتفاع التعامل الدولي في أسواق المشتقات من قبل مختلف دول العالم إلى الإجراءات المتخذة في مجال التشريعات من طرف تلك الدول، والتي تسمح لمؤسساتها المالية بالتعامل بهذا النوع، ولا سيما بعد تهيئة البيئة المناسبة لها من إعداد الخبرات اللازمة لذلك.<sup>1</sup>

### 2.3- أنواع عقود المشتقات المالية:

تتمثل الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية فيما يلي:

#### 1.2.3- عقود الخيار:

الخيار هو "عقد يُعطي صاحبه الحق وليس الالتزام بشراء أو بيع كمية محددة من أصل معين وبسعر محدد مسبقاً عند تاريخ استحقاق العقد أو في أي وقت قبل هذا التاريخ، ويدفع مشتري الخيار مقابل حصوله على هذا الحق علاوة لبائعه، والأصل المُحدّد في عقد خيار الشراء أو البيع يمكن أن يكون أسهم، مؤشرات مالية، سلّة أسهم، عملات أجنبية، مواد أولية... إلخ".<sup>2</sup>

ويمكن تصنيف عقود الخيار إلى عدة أنواع بناءً على معايير معينة، وذلك على النحو التالي:<sup>3</sup>

- على أساس نوع الصفقة: تنقسم عقود الخيار إلى:

- **عقود خيار الشراء:** عقد خيار الشراء بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد (بائع الخيار وبائع الأصل محل التعاقد) للطرف الآخر (مشتري الخيار ومشتري الأصل محل التعاقد) الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر متفق عليه مسبقاً في العقد، ويحصل منه على مبلغ مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو سعر الخيار، وبطبيعة الحال فإن مشتري الأصل سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الخيار كما أنه سوف ينفذ العقد ويشتري الأصل محل التعاقد إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد؛

<sup>1</sup> - المهدي ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 175.

<sup>2</sup> - Erwan Le Saout, **Introduction au marchés financiers**, 3<sup>e</sup> Edition, Ed- Economica, France, 2011, P 73.

<sup>3</sup> - مروان شموط وكنجو عبدو كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة/مصر، 2008، ص ص 172-

- عقود خيار البيع: عقد خيار البيع هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول (بائع الخيار ومشتري الأصل محل التعاقد) للطرف الآخر (مشتري الخيار وبائع الأصل محل التعاقد) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر متفق عليه مسبقاً في العقد، ويحصل منه على مبلغ مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو سعر الخيار، وبطبيعة الحال فإن بائع الأصل سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الخيار كما أنه سوف ينفذ العقد ويبيع الأصل محل التعاقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- على أساس تاريخ تنفيذ الاتفاق نجد:<sup>1</sup>

- عقود الخيار الأوروبية: هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ الاستحقاق؛
- عقود الخيار الأمريكية: هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق.

- على أساس التغطية:

- عقود الخيار المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد الأصول موضوع العقد أي أنه يستطيع أن يغطي التزاماته بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذه؛
- عقود الخيار غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد الأصول محل التعاقد ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.

### 2.2.3- العقود الآجلة:

هي عقود مشتقة بسيطة، تمثل اتفاقاً على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق محدد بسعر متفق عليه، وذلك بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وزبائنها ولا يتم تداولها في السوق المنظمة.<sup>2</sup>

وتتميز الأصول محل التعاقد في هذا النوع من العقود بتنوعها ففي الأصل كانت تقوم حصرياً على المواد الأولية، لكنها حالياً إضافة إلى ذلك فإن قيمتها أصبحت تشتق من قيمة المؤشرات المالية ومحافظ الأسهم... الخ.<sup>3</sup>

بحيث يتخذ أحد طرفي العقد الآجل مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه، ويتخذ الطرف الآخر مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ وينفس السعر.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Jérémy Morvan, *Marchés et instruments financiers*, Ed-Dunod, France, 2009, P 132.

<sup>2</sup> - John C. Hull, *Op.Cit*, P 05.

<sup>3</sup> - Erwan Le Saout, *Op.Cit*, P 89.

<sup>4</sup> - John C. Hull, *Op.Cit*, P 05.

وتتم تسوية العقد عند تاريخ إستحقاقه، حيث يقوم صاحب المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل (المشتري) مقابل مبلغ نقدي يمثل سعر التنفيذ، فإذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب بينما تلحق بالبائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة سيباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا إنخفض السعر إلى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري سيخسر بينما يكسب البائع لأن الأصل سوف يباع بأعلى من قيمته الجارية في السوق<sup>1</sup>.

وبالتالي فتختلف العقود الآجلة عن سابقتها بوجود التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية بينما تعطي عقود الخيار الحق وليس الالتزام.

### 3.2.3- العقود المستقبلية:

تمثل هذه العقود اتفاقاً بين طرفين على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين وبسعر معين مثل العقود الآجلة، لكن على العكس منها فالعقود المستقبلية تتداول في السوق المنظمة، ولتشجيع التعامل بهذا النوع من العقود تقوم أسواق العقود المستقبلية بتحديد بعض الميزات الخاصة بالعقد وضمان أكبر بتسديد قيمته مستقبلاً<sup>2</sup>.

وتتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب نوع الأصل محل التعاقد إلى<sup>3</sup>:

- عقود المستقبلية المالية: من خلالها يتم التعاقد على بيع أو شراء كمية محددة من الأوراق المالية مثل أدونات الخزينة والسندات الحكومية والمؤشرات وغيرها؛
  - عقود مستقبلية المحاصيل الزراعية: من خلالها يتم التعاقد على بيع أو شراء المحاصيل الزراعية مثل القمح والذرة والشعير والقطن بالإضافة إلى الماشية والمنتجات الحيوانية؛
  - عقود مستقبلية المعادن الثمينة والمواد الخام: يتم من خلالها التعاقد على بيع كمية محددة من المعادن الثمينة والمواد الخام أو شرائها، مثل الذهب والفضة والنحاس بالإضافة إلى البترول ومشتقاته؛
  - عقود مستقبلية العملات الأجنبية: يتم التعاقد من خلالها على بيع كمية محددة من العملة الأجنبية أو شرائها مثل الدولار والعملة الأوروبية الموحدة " اليورو " وغيرها.
- ويمكن تلخيص أهم نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية من حيث خصائص، مزايا وعيوب التعامل بها من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2007، ص 133.

<sup>2</sup> - John C. Hall, Op.Cit, P 07.

<sup>3</sup> - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 188.

## الجدول رقم (2): الاختلافات الرئيسية بين العقود المستقبلية والآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
المتاجرة بها تكون غير منظمة	المتاجرة بها تكون منظمة
تتعامل بها المؤسسات فقط	يتعامل بها البنوك والأفراد
لا تنتقل من مالك لآخر	تنتقل من مالك لآخر بفارق في الهامش
المتاجرة بها تكون عن طريق الهاتف أو الفاكس	يتاجر بها في بيئة تنافسية لها فعاليات العرض والطلب
التسوية تكون في تاريخ محدد	التسوية تكون يومية

المصدر: حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2011، ص 344.

## 4.2.3 - عقود المبادلات:

لقد تم تداول أولى عقود المبادلات في بداية سنة 1980، ومنذ هذا التاريخ شهدت نمواً هائلاً أدى بها إلى احتلال مكانة مركزية في أسواق المشتقات المالية.

بحيث تتمثل عقود المبادلات في اتفاق بين شركتين على مبادلة تدفق نقدي في المستقبل، ويتضمن هذا الاتفاق تاريخ وطريقة دفع التدفق الذي يتمثل عموماً في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وغيرها من متغيرات السوق<sup>1</sup>.

وتتمثل الأنواع الرئيسية لعقود المبادلات في:<sup>2</sup>

- **عقود مبادلات أسعار الفائدة:** تسمح هذه الأداة لمقترضين إثنين بمساعدة بعضهما عن طريق موافقتهم على مبادلة دفعات الفائدة والحصول على أفضل العقود لقروضهم، وبالتالي فيعتبر هذا النوع من العقود المشتقة طريقة لتقليل التعرض لتقلبات أسعار الفائدة وتحقيق تكلفة إقراض أقل وتسمح للمشاركين فيها بالتحول من نسب الفائدة الثابتة إلى المتغيرة أو العكس ومطابقة إستحقاق المطلوبات مع الموجودات بشكل جيد؛

- **عقود مبادلات العملات:** هي تلك العملية التي يجري من خلالها مبادلة عملتين آنيا وفي الوقت نفسه تجري مبادلة هاتين العملتين آجلاً وذلك بسعر صرف ثابت أو متغير، فمثلاً مستثمر لديه مبلغ بالدولار ويرغب في الحصول على ما يعادله من اللين وفي الوقت نفسه يرغب في التحوط من تغير أسعار الصرف فإنه يقوم بمبادلة

<sup>1</sup> - John C. Hull, Op.Cit, P 143.

<sup>2</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2011، ص: 243 - 246.

الدولار بالين أنياً ثم يقوم بمبادلة الين بالدولار آجلاً لمدة ثلاثة أشهر مثلاً فإنه سيحصل على المبلغ نفسه بالدولار بعد إنتهاء تلك المدة؛

- عقود مبادلات السلع: هي العملية التي يتم من خلالها تبادل السلع إذ يقوم الطرف الأول بتبادل سلعة ما مثل الذهب بسعر ثابت مع الطرف الثاني؛

- عقود مبادلات الحقوق: تتمثل عملية مبادلة الحقوق في قيام الطرف الأول بدفع العائد على مؤشر سوق معين مقابل قيام الطرف الثاني بدفع العائد على مؤشر سوق آخر، بحيث تسهّل هذه العملية على مدراء المحافظ تقليل مخاطر محافظهم دون بيع مكوناتها من أسهم سوق معين.

وتعتبر عقود المبادلات بشكل عام ذات مخاطر كبيرة لأنها لا تتداول في أسواق منظّمة، ولذلك قد تطلب البنوك هامش محدد لتغطية المخاطر المذكورة.

هذا وتختلف هذه العقود عن عقود الخيار في العديد من النقاط يمكننا تلخيصها من خلال الجدول التالي:

### الجدول رقم (3): الاختلافات الرئيسية بين عقود المبادلات وعقود الخيار

عقود المبادلات	عقود الخيار
لا تتداول في الأسواق المنظمة	يتم تداولها سواءً في السوق المنظمة أو غير المنظمة
ملزمة التطبيق للطرفين	ملزمة التطبيق لطرف واحد من أطراف العقد وهو محرر العقد
لا توجد علاوة ولكن قد تتقاضى البنوك التي تُجري عملية المبادلة هامشاً محددًا لتغطية مخاطرها	يدفع مشتري الخيار علاوة لبايعه
ينحصر التعامل بها في البنوك والشركات الكبرى	يمكن للمستثمرين الأفراد والشركات والبنوك التعامل بها
تتراوح مدة التسوية بين بضعة أسابيع وثلاثين عاما والمبلغ الأساسي يحدد غالبا بـمليون دولار فأكثر	تمتد مدة التسوية في عقود الخيار المنظمة إلى تسعة أشهر

المصدر: حاكم محسن الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 248، 249.

إذن فتتطلب عملية التمويل في سوق الأوراق المالية توافر مجموعة من الأدوات التي تسمح بانتقال الفوائض المالية من الوحدات التي تمتلكها إلى تلك التي هي بحاجة إليها، لكن وبالرغم من المزايا العديدة التي تحملها هذه الأدوات لمستخدميها إلا أنها قد تتطوي على عيوب ومخاطر تزداد حدةً في الأدوات المالية المشتقة عنها في التقليدية، وبالأخص إذا ما تمّ إستعمالها بشكل غير مدروس مع غياب رقابة فعالة.

## المحور الخامس: سوق الصرف الأجنبي صلة وصل بين الأسواق المالية الدولية

نظراً لامتلاك كل دولة نظام نقدي وبالتالي عملة خاصة بها، والتي تؤدي وظائفها بالداخل ولكنها تعجز عن أدائها بالخارج لعدم تمتعها بالقبول العام، فيأتي هنا دور سوق الصرف الأجنبي ليتمكن هذه العملات من أداء وظائفها على المستوى الدولي.

وسنخصص هذا المحور الخامس للتعرف أولاً على أساسيات سوق الصرف الأجنبي ومن ثم دراسة علاقتها بالأسواق المالية الدولية.

### 1- أساسيات سوق الصرف الأجنبي:

قبل التطرق إلى علاقة سوق الصرف الأجنبي بالأسواق المالية الدولية، يجدر بنا أولاً التعرف على هذه السوق من خلال تقديم أساسياتها:<sup>1</sup>

#### 1.1- تعريف السوق وخصائصها:

تشتهر السوق بتسمية "الفوركس- Forex Market" وهي اختصار للمصطلح الاقتصادي باللغة الإنجليزية "Foreign Currency Exchange Market" وهي السوق التي تتم من خلالها عمليات الصرف الأجنبي المتمثلة في شراء وبيع العملات الأجنبية المختلفة عند وجود طلب وعرض مشتقين عليها بناءً على نسب تحويل أو تبادل معينة تسمى بأسعار الصرف وذلك في إطار ترتيبات مؤسسية واضحة.

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-56.

- عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص ص 178-188.

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 200، 205، 206، 218.

- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية - نظرية وتطبيقات -، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان/ الأردن، 2011، ص ص 35-39، 43.

- محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية/ مصر، 2004، ص ص 17، 19، 20، 22، 35.

وتتميز هذه السوق بالخصائص التالية:

- عدم وجود مكان جغرافي مركزي لهذه السوق عبر العالم يكون مسؤولاً عن تداول العملات الأجنبية كلها، فهي تشمل كافة المعاملات التي تتطلب تداول العملات المعتمدة في التحويل دون أن يشترط في ذلك مكاناً معيناً، إذ أنها تنتشر في المراكز المالية الدولية وعبر شبكات الاتصالات في جميع دول العالم غير الخاضعة لقيود التحويل القانونية ومحدداته الإدارية؛
- للسوق حساسية مفردة للظروف والتقلبات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية... إلخ، مما يرفع من درجة مخاطر الاستثمار فيها وحالات عدم التأكد المرتبطة بها؛
- تشتغل السوق 24 ساعة/24 طيلة 5 أيام في الأسبوع نتيجة اختلاف التوقيت الذي تُنفذ فيه صفقات شراء وبيع العملات بين الدول، فعندما تُغلق السوق النشطة في أوروبا بعد عملها بين الساعة 9 والساعة 17 تكون قد إفتحت في أمريكا، وعندما تُوقَّف السوق نشاطها في كاليفورنيا تكون قد بدأتها نظيرتها في هونغ كونغ أو سنغافورة التي بدورها تتوقف عندما تفتح السوق في لندن وزيورخ؛
- الفوركس هي أكبر سوق في العالم من حيث حجم التداول وبالتالي حجم السيولة، فيومياً يتم تنفيذ عمليات صرف بأكثر من 5 تريليون دولار أمريكي عبر العالم، أي ما يفوق حجم الناتج الداخلي الخام PIB السنوي لدولة مثل اليابان؛
- تلعب في هذه السوق سمعة المتدخلين والثقة المتبادلة فيما بينهم دوراً كبيراً، فالمتدخل الذي لا يحترم التزاماته الشفوية يطرد بسرعة من السوق؛
- تسمح بيانات الأسعار المسجلة بشكل دائم من قبل المتدخلين الرئيسيين لأصحاب العمليات بمتابعة تطورات السوق ومقارنة مختلف الاحتمالات قبل الدخول، إنَّ نوعية الإعلام هذه تجعل من السوق ذات طابع تنافسي وفعال؛
- تحتل المعاملات غير النظامية حيزاً واسعاً في هذه السوق، التي لا تتبع أنظمة وأساليب الأسواق النظامية المعروفة فيما يخص قواعد أو ساعات أو أماكن التعامل، بل إنها تقوم على وسائل الاتصالات المتاحة وأن زبائنها تتكون من الشركات الصغيرة والكبيرة والسياح والمسافرين عبر العالم؛
- تُعتبر من أكبر الأسواق حرة، حيث تنتقل فيها المعلومات وتبرم فيها الصفقات بسرعة بالغة وبدون قيود الأمر الذي يسهل إتمام عمليات الصرف بالأخص مع ظهور منصات التداول الإلكتروني.

## 2.1- تعريف سعر الصرف وأنواعه:

- سعر الصرف هو النسبة التي على أساسها تتم مبادلة عملة دولة معينة بعملة دولة أخرى، فتعتبر إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها.
- وبمعنى أدق فإن سعر الصرف هو السعر الذي يتم به شراء أو بيع عملة ما مقابل وحدة واحدة من عملة أخرى.

ووفقاً لمعيار مدى ثبات أسعار الصرف يمكن التفرقة بين أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المعومة، بحيث يُقصد بأسعار الصرف الثابتة أن الحكومة والسلطات النقدية تتدخل في سوق الصرف حفاظاً على الاستقرار النسبي لقيمة عملتها حول سعر التعادل الذي يسود عندما يتحقق التوازن الاقتصادي داخلياً وخارجياً خلال فترة طويلة.

ويرى أنصار هذا الأسلوب أن الأسعار الثابتة:

- تُيسر تنفيذ الصفقات التجارية؛

- تساعد المصدرين في التعرف مسبقاً على حسيمة صادراتهم؛

- تضمن عدم تأثر الأرباح المحققة بأية تقلبات في أسعار الصرف؛

- تحقق واقعية دراسات الجدوى الاقتصادية.

أما أسعار الصرف المعومة، فيقصد بها تلك الأسعار التي يُترك تحديدها لقوى العرض والطلب الجارية، الخاصة بالعملية المعنية سواءً كان هذا التعويم حرّاً أين يغيب التدخل الحكومي أو كان مقيداً أو مداراً الذي يقوم على بناء آلية لتدخل السلطات النقدية في تعويم العملات الأجنبية من خلال وضع حدود معينة لتقلبات أسعار صرفها.

ويرى أنصار هذا الأسلوب أن الأسعار المعومة ستكفل:

- تحديد السعر الحقيقي لعملة الدولة دون شك مقارنة بعملات الدول الأخرى؛

- تمكين الحكومة من متابعة تحقيق الأهداف النقدية المحلية دون الحاجة إلى تدخلها في سوق الصرف الأجنبي.

### 3.1 - عوامل تطور السوق:

شهد العقدان التاسع والعاشر من القرن الماضي تحولات كبيرة في سوق الصرف الأجنبي، ففي سنة 1996 بلغ حجم معاملات السوق حوالي 1,2 تريليون دولار أمريكي، علماً بأن القيمة الكلية لاحتياجات الصرف الأجنبي لكافة الدول العضوة في صندوق النقد الدولي قد بلغت في نهاية سنة 1998 أكثر من 1,6 تريليون دولار أمريكي، وقد جاءت هذه التحولات نتيجة لعوامل متعددة، أهمها:<sup>1</sup>

- ارتفاع قيم المعاملات النفطية في التجارة الدولية بشكل خاص وقيم الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة والتبادلات السلعية والخدمية بشكل عام؛

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 202.

- تزايد انفتاح اقتصاديات العالم على بعضها ما أسهم في نمو حجم التجارة الدولية وتحركات رأس المال، وخاصة بعد الإصلاحات التي أدخلتها أنظمة التخطيط المركزي الاشتراكية والتي تُوّجت بانهيار أكبر كتلة لهذه الأنظمة في شرق أوروبا وشمال آسيا؛
- تطور وسائل الاتصال السلكية واللاسلكية بشكل بارز بعد ظهور شبكة الإنترنت التي أسهمت في تخزين وتحليل وتطوير ونشر المعلومات على مدار الساعة؛
- دخول أسواق جديدة في الاستثمارات المالية التي أسهمت في زيادة درجة التحوط والتأكد في ظل التوسعات الكبيرة في قيم المعاملات الاقتصادية الدولية، ومن أهمها أسواق المشتقات المالية. وقد تحقق ذلك بعد تفاقم التقلبات التي عانت منها أسعار الصرف منذ بداية التسعينات؛
- ظهور أسواق اليورو-دولار بعد الحرب العالمية الثانية ومن ثم تعاظم التعامل في سلسلة من أسواق العملات الأوروبية التي تطرقنا إليها سابقاً.

#### 4.1- المتدخلون في السوق:

تتمثل الأطراف التي تربط العالم ببعضه وتصنع سوقاً ضخمة عالمية في كل من:

- **البنوك المركزية:** تتدخل في سوق الصرف من أجل معالجة إختلالات ظرفية بغية تأمين حالة التعادل لعملتها الوطنية في إطار إدارة احتياطاتها الرسمية، أي أنها تتدخل للتأثير على قيمة عملتها وعلاقتها مع العملات الأخرى، حسب الطلب والعرض العالمي عليها وحسب مصلحة إقتصادياتهم. ولكن بعد نشوء نظام أسعار الصرف العائمة، أصبحت هذه التدخلات ذات طابع فردي ومشتت، فالمتدخلون في السوق يخافون إلى حد ما من هذه التدخلات، خاصة عندما تكون متزامنة؛
- **البنوك الكبرى:** هي التي تتدخل بانتظام في السوق مشترياً أو بائعاً للعملات الصعبة، وتكون قادرة دائماً على تحديد سعر بيع وشراء العملات الأكثر أهمية؛
- **البنوك التجارية والسماسرة:** هم المنشطون الرئيسيون لسوق الصرف، بحيث تتدخل البنوك التجارية إما لحسابها أو لحساب زبائنها بهدف وحيد وهو تحقيق الربح المعبر عنه بالفرق بين سعري الشراء والبيع لكل عملة أجنبية. أما السماسرة فهم وسطاء يقومون بإيجاد عارضين وطالبيين لهم حاجات متقابلة، وهم ليسوا مجبرين على الحضور في السوق من طرفيه مثل البنوك الكبرى، كما أنهم لا يعملون لحسابهم الخاص؛
- **مستخدموا العملات الأجنبية أو الصعبة:** كالمستوردين والمصدرين والسواح والمستثمرين الذين يبادلون العملة الوطنية بالعملات الأجنبية وذلك لتسوية معاملاتهم الدولية، إضافة إلى التجار والمضاربيين (الأفراد ومدراء الاستثمار) الذين يتاجرون بالعملات بحثاً عن أرباح قصيرة الأجل.

## 5.1- أنواع السوق:

تتنوع سوق الصرف الأجنبي حسب آجال المعاملات التي تتم فيها إلى:

- **سوق الصرف العاجلة:** تستلزم المعاملات الفورية (الحالية، الفورية، الآنية... إلخ) للصرف الأجنبي تسليم وتسلم كمية محددة من العملات الأجنبية في حدود يومين بعد اليوم الذي تم فيه إبرام عقد الصفقة (هناك أسواق يمكن التعامل فيها على أساس التسليم والتسلم في اليوم التالي، وهناك حالات يتم فيها التسليم في نفس اليوم)، حيث تتيح هذه الفترة وقت كاف للمتعاملين لتسوية التزاماتهم المالية عبر حساباتهم البنكية الدائنة والمدينة، أما سعر الصرف الذي يدخل في مثل هذه الصفقات فيعرف بالسعر الفوري، الذي يعكس مختلف القوى الاقتصادية المؤثرة على العملات في وقت محدد، وتتأثر هذه الأسعار بانتباه شديد من قبل المراقبين والمعلقين، كما ترتكز تدخلات البنوك المركزية في هذه السوق عندما تريد التأثير على أسعار الصرف. وأحياناً يحدث نوع من الإشكال في قراءة أسعار الصرف هذه نظراً لوجود أسلوبين للتسعير هما المبهم والواضح، ففي حالة الإبهام يشار إلى عدد الوحدات النقدية الوطنية الضرورية للحصول على وحدة نقدية أجنبية وهو يسمى سعر الصرف المباشر. وفي حالة الوضوح يشار إلى سعر الوحدة النقدية الوطنية بالعملة الأجنبية وهو يسمى بسعر الصرف غير المباشر، وتحدد الأسعار في غالبية المراكز المالية بشكل مبهم؛

- **سوق الصرف الآجلة:** إلى جانب المعاملات السابقة، هناك ما يعرف بالمعاملات الآجلة التي يُقصد بها الاتفاق الحالي على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الأجنبية على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ مستقبلي محدد، وإستحقاق العقود الآجلة يتم عادة لفترات تكاد تكون نمطية وهي لمدة شهر، شهرين، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة... إلخ. ولقد تطورت أسواق الصرف الآجلة كثيراً منذ إنتشار أسعار الصرف العائمة في دول العالم بسبب تدويل الأسواق المالية، وذلك تحوطاً من مخاطر الصرف في المعاملات الدولية.

وتتم هذه المعاملات الآجلة باستخدام أسعار الصرف الآجلة التي قد تكون أعلى أو أقل من الأسعار العاجلة السائدة في يوم التعاقد، بسبب العامل الزمني وأسعار الفائدة والتوقع بتغير مؤشرات أخرى. فكلما طال أجل التسليم إنخفض سعر الصرف الآجل بسبب إحصالية إنخفاض قيمة العملة الأجنبية وهو ما يؤدي إلى إجراء خصم على السعر الفوري بين العملتين، أما إذا حدث توقع بارتفاع قيمة العملة الأجنبية مستقبلاً ففي هذه الحالة ستضاف علاوة إلى السعر الفوري.

## 6.1- وظائف السوق:

تتمثل أبرز الوظائف التي تؤديها هذه السوق فيما يلي:

- **تسوية المدفوعات الدولية:** أي تسوية الحسابات الدولية المترتبة على المبادلات التجارية (استيراد وتصدير السلع والخدمات من وإلى الخارج) أو على المبادلات النقدية والمالية (التحويلات الرأسمالية بمختلف أشكالها من ودائع، قروض، أسهم، سندات... إلخ). كذلك يحتاج السواح إلى إستبدال عملتهم الوطنية بعملات أجنبية تعود

للدول التي يزورونها أو بعملات قيادية مقبولة دولياً. ويتم ذلك من خلال اللجوء إلى الوسائل المستخدمة في هذا الميدان، وهي الحوالات والكمبيالات... إلخ؛

- **التحكيم أو الموازنة:** يقصد بها شراء العملات الأجنبية في المكان الذي تكون فيه أسعار شراؤها منخفضة وبيعها في نفس الوقت في مكان آخر تكون فيه أسعار بيعها مرتفعة بهدف تحقيق الأرباح من فروقات أسعار صرف عملة معينة، وهذه العملية تساهم في تضييق هذه الفروقات زمانياً ومكانياً فيتحقق للعملة في مختلف الأسواق أسعار ترتبط ببعضها البعض ارتباطاً وثيقاً، فيؤدي إلى استقرار سعر صرفها لأنه بتكرار هذه العملية يزداد طلب الموازين (المراجحين) على العملة في المكان ذات السعر المنخفض ما يساهم في ارتفاعه وبالمقابل سيزداد عرض هذه العملة في المكان ذات السعر المرتفع حتى يتساوى سعر صرفها في المكانين.

وعادة فإن المراجح لا يتحمل أية مخاطرة لأنه لا يتخذ لنفسه مركزاً مفتوحاً (كالمضارب) حيث يحقق ربحه في عمليات شراء وبيع آنية (العملية تتم في مكانين وزمن واحد)؛

- **التغطية:** نقصد بها محاولة تجنب الخسارة المترتبة عن تقلبات سعر الصرف مستقبلاً من خلال الاتفاق على شراء أو بيع عملات أجنبية مقابل أخرى تسلم مستقبلاً بناءً على سعر يُتفق عليه في الحال، وتساعد ترتيبات التغطية على تخفيض تكاليف الاستيراد والتشجيع على قيام بيئة اقتصادية أكثر استقراراً نحو الاستثمار. فضلاً عن أن المشاريع تخفض من حاجتها إلى الاحتفاظ بأرصدة كبيرة من العملات الأجنبية بالتغطية ضد التحركات غير الملائمة لأسعار الصرف، وكذلك فإنها توفر الحماية من خسائر الصرف ومخاطره وتشجيع المستوردين باستخدام تسهيلات تمويل التجارة في الخارج.

- **المضاربة:** يقصد بها التعاقد على شراء أو بيع أجل للعملات الأجنبية بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآني يوم الاستحقاق، وذلك بناءً على توقعات المضارب فقط وبالتالي فإنه من المحتمل أن يتعرض إلى الخسارة الناشئة عن عدم تحقق توقعاته بشأن الفرق في سعر صرف العملة المعنية بين فترتين متباعدتين.

فالمضاربة هي عكس التغطية لأن المضارب يكون مقبلاً وباحثاً عن مخاطر الصرف الأجنبي على أمل الحصول على الربح متخذاً لنفسه مركزاً مفتوحاً بالنسبة للعملة التي يضارب عليها، فإذا تحققت تنبؤاته حول التغيرات المستقبلية لأسعار الفورية سيحصل مناله وإلا فإنه سيخسر. ويطلق عادة على المضارب الذي يتوقع ارتفاع قيمة العملة المعنية بالمضارب على الصعود (Bull)، والمضارب على الهبوط بـ (Bear)، والمضاربون هم عادة الأفراد والشركات ذات الثروات الكبيرة أكثر منها البنوك؛

- **تقليل مخاطر الصرف الدولي بالمشتقات المالية:** علاوة على العقود الآجلة التي سبق التطرق إليها، تجري عبر أسواق الصرف الأجنبي المعاملات التالية:

### • العقود المستقبلية للصراف الأجنبي:

بدأ التداول بالعقود المستقبلية في سنة 1972 بشيكاغو، بحيث تمثل هذه العقود التزاماً قاطعاً بشراء أو بيع العملات الأجنبية خلال فترة زمنية محددة (تتراوح ما بين سنة وستين) بسعر معين من خلال مزاد علني مفتوح يقام في سوق صرف منظمة، ويطلق على الأسواق التي تتم فيها هذه العقود بالأسواق المستقبلية؛

### • عقود الخيار للصراف الأجنبي:

بدأ العمل بها سنة 1982، حيث يستطيع الأفراد والشركات والبنوك شراء خيار الصراف الأجنبي مثلاً بالدولار الأمريكي، وهي تعطي للمشتري الحق وليس التعهد بالشراء (خيار الشراء) أو بيع (خيار البيع) كمية محددة من العملة المتداولة في تاريخ محدد (يسمى بالخيار الأوروبي) أو في أي تاريخ قبل الموعد المحدد (الخيار الأمريكي) بسعر محدد. وعادة ما يدفع مشتري الخيار علاوة تسمى بسعر الخيار على شكل نسبة مئوية من قيمة العقد؛

### • مبادلات العملة:

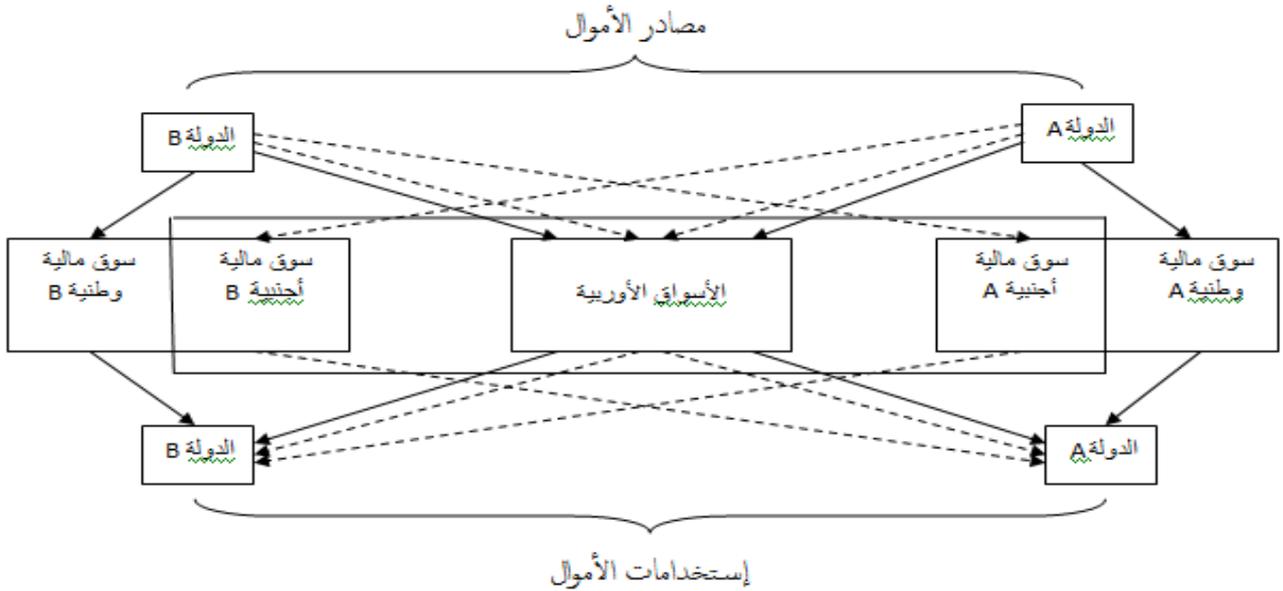
هي عبارة عن بيع فوري للعملة مرتبط بشراء أجل للعملة ذاتها ضمن عملية واحدة، فمثلاً نفترض أن بنك جزائري تسلم مبلغ مليون دولار أمريكي اليوم وذلك لحاجته إليه خلال ثلاثة أشهر، ولكنه في نفس الوقت بحاجة إلى استثمار نفس المبلغ بأصول أخرى كالأسهم الأجنبية، فهنا بمقدور البنك أن يقايض المبلغ المذكور بالأسهم الأجنبية من خلال بنك أجنبي معين ضمن عملية واحدة بدلاً من بيع العملة لغرض شراء الأسهم في السوق الآجلة واستلامه بعد ثلاثة أشهر ضمن عمليتين منفصلتين. وهكذا يمثل سعر المبادلة (المقايضة) الذي يحدد عادة على أساس سنوي الفرق بين السعر العاجل والآجل من خلال مقايضة العملة.

## 2- علاقة سوق الصراف الأجنبي بالأسواق المالية الدولية:

تتضمن الأسواق المالية الدولية عمليات تستدعي تحويل عملة ما إلى عملة أخرى، وتلعب سوق الصراف الأجنبي دوراً هاماً في تداول الأموال القابضة وراء هذه المعاملات فضلاً عن كونها تسمح بالمقارنة بين شروط الأسواق المالية الدولية المختلفة وما لتقلبات أسعار الصرف من انعكاسات مباشرة على تكلفة الأموال ومردوديتها وجاهزيتها، إلا أن دورها الأساسي يتمثل في كونها تؤمّن الصلة بين الأسواق المالية الدولية بمختلف أقسامها، نظراً لاختلاف العملات الوطنية لكل دولة وضرورة معادلتها وتحويلها.

ويمكننا توضيح دور سوق الصراف الأجنبي كصلة وصل بين الأسواق المالية الدولية من خلال الشكل التالي الذي يوضح التدفقات المالية الحاصلة بين أصحاب الفائض والعجز المالي في الدولتين A و B.

## الشكل رقم (4): تدفقات الأموال عبر الأسواق المالية الدولية



المصدر: فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 19.

بحيث تشير الأسهم المستمرة إلى التدفقات المالية التي تتم بين أصحاب الفائض والعجز المالي في الدولتين A و B بدون المرور على سوق الصرف الأجنبي، وذلك لما تكون المعاملات بين السوقين الوطنيتين لكل دولة أو في إطار الأسواق الأوروبية أي تلك التي نستطيع توظيف فوائضا المالية فيها والحصول على تمويل بعملة دولية من خارج دولة إصدارها الأصلية إذا كان التمويل يتم بنفس عملة المتعامل.

أما الأسهم المتقطعة فتشير إلى التدفقات التي تتم عبر المرور على سوق الصرف الأجنبي، وذلك إما من خلال السوق الأجنبية للدولتين أي تلك الأسواق التي نستطيع توظيف فوائضا المالية فيها والحصول على تمويل مروراً بسوق الصرف الأجنبي، لأن التعامل فيها يكون بعملة دولية من داخل دولة إصدارها الأصلية أو من خلال الأسواق الأوروبية إذا كان التمويل لا يتم بنفس عملة المتعامل الدولية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص ص 18، 19.

## المحور السادس: تنظيم الأسواق المالية الدولية

يحظى موضوع تنظيم الأسواق المالية بأهمية كبيرة لاسيما لدوره في تعزيز ثقة المستثمرين الحاليين والمحتملين في نزاهة المعاملات في الأسواق المالية وشركاتها، وحمايتهم من أية تجاوزات قد تضر بمصالحهم داخلها، مما يجعلها محلاً لاستقطاب رؤوس الأموال المحلية والدولية بأقل التكاليف وتوطينها في مشاريع استثمارية محلية ومن ثم البلوغ بهذه الأسواق والاقتصاد ككل إلى مستوى الكفاءة. وتتعاظم هذه الأهمية على المستوى الدولي مقارنة بالمستوى الوطني، على النحو الذي سنوضحه من خلال هذا المحور:<sup>1</sup>

### 1- مفهوم تنظيم الأسواق المالية الدولية وأهم جوانبها:

هو تلك الآليات واللوائح والقواعد التي تحكم عمل الأسواق المالية بمختلف أنواعها، والتي قد يكون مصدرها الحكومة أو أية جهة أخرى واطعة لها. وهو يعني الرقابة على مختلف المتعاملين الماليين في السوق المالية للتأكد من مدى التزامهم بتطبيق مختلف القواعد واللوائح المنظمة لعملهم مهما كانت الجهة التي تقوم بوضعها.

**1.1- الجوانب التنظيمية في سوق رأس المال الدولية:** هذا وتتمثل أهم الجوانب التي تخضع للتنظيم في هذه السوق فيما يلي:

- **نوعية وطبيعة الأوراق المالية المتداولة:** وتتمثل في تعليمات إدراج وشطب الأوراق المالية في البورصة، بما يحقق سلامة التداول ويضمن حقوق كل الأطراف المتعاملة. وهذه التعليمات تختلف من حيث الشدة واللين من سوق لأخرى تبعاً لعدة عوامل أهمها درجة التقدم، وكلما كانت شروط الإدراج أقل تشدداً جذبت المزيد من الأوراق المالية؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- رقية بوحيدر، مرجع سبق ذكره.

- بن ابراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص ص 54-57.

- الإفصاح المالي: هي القوانين التي تحدد كمية ونوعية وتوقيت المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الشركات المدرجة من أجل وضع مختلف الأطراف ذات الصلة في الصورة وتمكينهم من إتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب؛

- الأحكام المتعلقة بالوسطاء: هي التي تبين من هم الوسطاء المخول لهم التعامل في البورصة وما هي الشروط الواجب توافرها فيهم وما هي الأعمال التي يقومون بها والحد الأدنى لرؤوس أموالهم وما هي التزاماتهم والعقوبات التي تفرض عليهم في حالة الإخلال بها... إلخ؛

- تعليمات تداول الأوراق المالية: هي التعليمات التي يتم من خلالها وضع ضوابط تداول الأوراق المالية في البورصة؛

- تعليمات تسوية عمليات الأوراق المالية: تتضمن نقل وتسجيل عمليات الأوراق المالية وتسوية أثمانها؛

- المخالفات والعقوبات: تحدد طبيعة المخالفات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

**2.1- الجوانب التنظيمية في سوق النقد الدولية:** إن القواعد التنظيمية التي تحكم أسواق النقد تختلف بشكل كبير جدا من دولة إلى أخرى كما أن الأساليب الرقابية المتبعة في كل سوق مختلفة، ومع إجراءات التحرير المالي ومد العولمة المالية المتزايد ظهرت أصوات تنادي بضرورة توحيد المعايير الرقابية من أجل إتاحة فرص منافسة متكافئة ما بين البنوك والمؤسسات المالية في مختلف الدول، وهو ما أدى إلى ظهور لجنة بازل التي أخذت على عاتقها مهمة وضع المعايير الرقابية المتعلقة بكفاية رأس المال والإفصاح والشفافية من أجل حماية البنوك من حالة الإفلاس وضمان استقرار النظام المصرفي في الدول والسعي إلى تعميم تطبيقها على المستوى الدولي.

## 2- أهداف تنظيم الأسواق المالية الدولية:

- الحد من التلاعبات التي تحدث في الأسواق المالية الدولية؛

- زيادة كفاءة السوق المالية الدولية من خلال جعل الأسعار فيها تعكس مختلف المعلومات المتوفرة؛

- حماية كل الأطراف المتعاملة في السوق المالية وتوفير المعلومات لهم وضمان الشفافية؛

- مساعدة المستثمرين على إتخاذ قرارات استثمارية بناء على حالة التأكد؛

- ضمان متانة واستقرار النظام المالي على المستوى الدولي؛

- الحد من وقوع الأزمات المالية وتحولها إلى أزمة مالية واقتصادية دولية خارجة عن نطاق سيطرة أية دولة من دول العالم منفردة.

### 3- مشاكل تنظيم الأسواق المالية الدولية والحلول التنظيمية لها:

#### 1.3- المشاكل:

- تنظيم الأسواق المالية الدولية ليس بالأمر السهل ذلك أن قضية التنظيم والرقابة تواجهها العديد من المشاكل والمعوقات التي تزداد عند الانتقال من المستوى الوطني إلى الدولي، وتتمثل أهمها فيما يلي:
- إن الطابع الدولي للمتعاملين في الأسواق المالية الدولية يصعب من مهمة الجهات المنظمة لها مهما كان نوعها، لأن مصدري الأوراق المالية والمتعاملين فيها من الصعب مراقبتهم والإلمام بمختلف المعلومات حولهم والتأكد منها، وهو ما يزيد من فرص الخداع والتلاعب في هذه الأسواق؛
  - الاختلاف في المعايير التنظيمية من دولة لأخرى يشكل عائقاً أمام الاستثمار خارج الحدود، لأن المستثمرين قد يترددون في شراء الأوراق المالية الأجنبية لدول أخرى نتيجة افتقارهم إلى الثقة فيها لنقص المعلومات حولها. وقد سبق ورأينا أنه في كثير من الأحيان عادة ما تعود الأوراق المالية المصدرة إلى المستثمرين المحليين لأنهم أكثر دراية بأوضاع هذه الشركات من غيرهم من المستثمرين؛
  - الاختلاف في الأنظمة المحاسبية من دولة لأخرى يضع المستثمرين أمام مشكل كبير وهو قضية كيفية قراءة المعلومات المحاسبية المعدة حول الشركات والمفصح عنها بالشكل الذي يجعل الوضعية المحاسبية تختلف باختلاف طريقة إعداد القوائم المالية؛
  - إختلاف السياسات الاقتصادية للدول وما ينتج عنه من تعارض للمصالح بينها؛
  - التعامل على مستوى الأسواق المالية الدولية يثير مسألة النزاعات وكيفية حلها وما هو قانون الدولة التي يتم الخضوع لها، هل هو قانون الدولة المصدرة أو المستقبل.

#### 2.3- الحلول التنظيمية:

استجابة لتيار العولمة المتزايد وبغية التغلب على مختلف الصعوبات التي تواجه عملية تنظيم الأسواق المالية الدولية، فإن هناك جهوداً ينبغي أن تبذل في سبيل:

#### 1.2.3- التناغم والانسجام: وهو العمل على الوصول إلى مرحلة يكون فيها التنظيم الخاص بالأسواق

المالية الدولية متشابهة في كل مكان في العالم، وللوصول إلى هذا الهدف فلقد أنشأت بعض المنظمات أهمها:

- المنظمة الدولية للهيئات المشرفة على الأسواق المالية (IOSCO): هي أرفع هيئة مهنية عالمية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال الدولية، وقد تأسست سنة 1983 وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقراً لها. وتضم المنظمة 124 عضواً من الهيئات المنظمة لأسواق رأس المال أي أكثر من 95% من الأسواق عبر العالم، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية

الدولية مؤخراً، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير والأسس المنظمة للأسواق المالية.

وتتمثل أهداف منظمة (IOSCO) فيما يلي:

- التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية؛
- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية؛
- توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية؛
- تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب المعاملات بالأسواق المالية.

- **بنك التسويات الدولية (BSI):** هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم، تأسس في 17 ماي 1930، وهو بنك لتسوية المدفوعات الدولية للبنوك المركزية، ويضم حالياً 60 بنكاً مركزياً كأعضاء. يمثلون 60 دولة من مختلف أنحاء العالم والتي تشكل معاً حوالي 95% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مكتبه الرئيسي في بازل بسويسرا، ولديه فروع في هونغ كونغ الخاصة بجمهورية الصين الشعبية ومكسيكو سيتي. ومعاملاته غير خاضعة للمساءلة المركزية أو القانونية في العالم، ولديه حصانة كاملة من الضرائب ومن جميع القوانين الدولية والوطنية.

وتتمثل مهامه فيما يلي:

- رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية؛
- خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي؛
- تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية؛
- تعزيز المناقشة وتيسير التعاون بين البنوك المركزية؛
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي؛
- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي؛
- وكيلاً أو وصياً في اتصال مع العمليات المالية الدولية؛
- وضع التحليلات والإحصاءات المالية والبنكية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاص بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين؛
- تحقيق الاستقرار النقدي والمالي لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام والازدهار العالمي.

### 2.2.3- الاتفاق أو الاعتراف المتبادل: إنطلاقاً من سلبيات السعي إلى التوحيد الكلي على المستوى

الدولي، تقوم فلسفة الاتفاق أو الاعتراف المتبادل على الاتجاه للتركيز على أهم الأسواق المالية التي يتم التعامل معها، وتكون هناك مصالح مشتركة كل طرف يسعى للمحافظة عليها واستمرارها. حيث يتم اللجوء إلى عقد

اتفاقيات ثنائية أو أكثر تقضي بالخضوع للقانون الأجنبي مع الطرف المتعاقد معه مع المحافظة على القوانين المحلية، وهو مدخل أكثر مرونة ولا يقتضي تنازلات سياسية أو اقتصادية أو ذويان عناصر هوية الأسواق المالية الوطنية، وتسعى هذه الاتفاقيات إلى تقديم تسهيلات وتنازلات متبادلة في المجالات التالية:

- تسهيل دخول الأسواق؛
- تنظيم مزاولة الأنشطة بشكل تبادلي؛
- وضع قواعد تضمن المنافسة العادلة؛
- تسويق المنتجات والخدمات المالية؛
- معالجة المشاكل والصعوبات التي تواجه التعاون المشترك؛
- تبادل الخبرات خاصة في مجال التدريب وتأهيل العاملين.

ومن أهم عوامل نجاح هذه الطريقة هو مدى التزام أطراف الاتفاق ببنوده وحرصهم على تطبيقها بما يضمن استمرار وتوسع الاتفاق، غير أنه من أهم سلبياته هو عدم وجود هيئة تحرص على إلزامية التطبيق ما يجعل الكثير من الاتفاقيات حبر على ورق.

## المحور السابع: أهم المراكز المالية الدولية

سيكون هذا المحور مجالاً للتعرف على المراكز المالية الدولية كقاطرة للتمويل الدولي في العصر الحديث، إنطلاقاً من تعريفها، أنواعها وشروط نجاحها مروراً ب منافعها ومخاطرها وصولاً إلى تقديم أرقام عن أبرز المراكز المالية الدولية القائمة. وذلك على النحو التالي:

### 1- تعريف المراكز المالية الدولية، أنواعها وشروط نجاحها:

#### 1.1- التعريف:

لقد تعددت المحاولات التي تناولت التعريف بالمراكز المالية الدولية، غير أنه في تعددها كانت متوجهة نحو الشمول وتغطية ثغرات سابقاتها. والتي سنقوم بتقديمها من خلال هذا العنصر:

**التعريف الأول:** "هي مكان إلتقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية التي يُعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، وبالتالي فهي تمثل المكان الذي تُنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الأموال سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية"<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** "هي المنطقة التي تشتمل على الأسواق النقدية والمالية في شكل شبكة مؤسسات مالية متعددة الوظائف للتفاوض حول عدد كبير من الصفقات المالية الدولية وبمبالغ معتبرة"<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** "هي مكان عالمي في دولة أو إقليم يضمن إلتقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات الأجنبية وكذا الأوراق المالية بمختلف آجالها والمعادن النفيسة، هذه التدفقات التي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من بنوك، أسواق العملات الأجنبية، أسواق

<sup>1</sup> - محفوظ جبار وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-101.

<sup>2</sup> - عيسى ياحي، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس (سطيف 1)، العدد 5، المجلد 5، 2005، ص ص 35-45.

رأس المال، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليين. وذلك من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج بقيم كبيرة وبكافة العملات الأجنبية<sup>1</sup>؛

**التعريف الرابع:** "هي مراكز حيث معظم نشاط القطاع المالي يكون في الخارج من كلتا جانبي الميزانية (أي أن مقابلات غالبية المؤسسات المالية هي أصول وخصوم لغير المقيمين)، حيث تعقد الصفقات على الصعيد الدولي وبسيطر غير المقيمين على أغلبية المؤسسات المالية المعنية"<sup>2</sup>؛

**التعريف الخامس:** "هي مدن عالمية تتضمن عددا من البنوك والمؤسسات المالية والبورصات المالية البارزة، وتؤدي دورا هاما في الأسواق المالية كمناطق مالية خاصة أو مناطق حرة على تحفيز النشاط المالي والاستثماري. ويمثل المركز المالي منصة لشركات الخدمات المالية التي توفر حزمة من الخدمات مثل إدارة الأصول والخدمات الاستشارية المالية والقانونية وخدمات الملكية الخاصة والخدمات البنكية"<sup>3</sup>؛

**التعريف الشامل:** "هي عبارة عن تجمعات لعدد كبير من أبرز الوسطاء الماليين (بنوك، مؤسسات مالية واستثمارية، شركات تأمين، بورصات مالية... إلخ) في أعرق المدن والعواصم العالمية لتقديم الخدمات المالية بمختلف أشكالها (الاستثمار، التمويل، التأمين وإعادة التأمين، إدارة الأصول، الخدمات الاستشارية المالية والقانونية... إلخ) بأجال متعددة ومبالغ ضخمة وعملاء دولية متنوعة للمقيمين وغير المقيمين في دولة أو إقليم المركز المالي سواء كانوا أفراد أو شركات أو حكومات.

وهي تعمل في ظل إطار قانوني منفصل عن الإطار الخاص بدولة المركز فيما يتعلق بحل المنازعات المدنية والتجارية فيها، وتجدر الإشارة إلى تسميتها أيضاً بالمدن المالية، الأحياء المالية، الساحات المالية... إلخ

أبرزها: مركز لندن المالي العالمي، نيويورك، طوكيو... إلخ

## 2.1- الأنواع:

جرت العادة على التفرقة بين أربعة أنواع للمراكز المالية الدولية حسب معيار مصادر واستخدامات الأموال، هي موضحة في الجدول التالي:

<sup>1</sup> - بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 77.

<sup>2</sup> - Le Financement Off-Shore, op.cit, p 33.

<sup>3</sup> - هاشم السيد، فوضى المراكز المالية الحرة، متاح على الموقع: "https://www.raya.com"، إطلع عليه في: 2019/11/22، على الساعة 17:28.

## الجدول رقم (4): أنواع المراكز المالية الدولية

النوع	المصادر والاستخدامات	مصادر الأموال	إستخدامات الأموال	أمثلة
مركز رئيسي	داخلية وخارجية	داخلية وخارجية	داخلية وخارجية	لندن، نيويورك
مركز حجز	خارجية	خارجية	خارجية	ناسو، جزر القيمان
مركز تمويل	خارجية	خارجية	داخلية	سنغافورة، بنما
مركز تجميع	داخلية	داخلية	خارجية	البحرين

المصدر: أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الرياض، 2001، ص ص 243، 244.

## قراءة الجدول:

يتضح من الجدول السابق أن المركز الرئيسي يخدم جميع أنحاء العالم وبهذا فهو مركز عالمي، أما مركز الحجز فهو مركز صوري به مجرد مكتب قد يكون خالياً أغلب السنة وتستخدمه البنوك لقوانين المركز المتساهلة حيث أن كلاً من المصادر والاستخدامات خارجية ولذا ليس من الضروري أن تكون البنية الهيكلية في المركز متطورة، بين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذو مصادر التمويل الخارجية والاستخدامات الداخلية، وأخيراً مركز التجميع الذي على العكس من سابقه تكون المصادر داخلية والاستخدامات خارجية.<sup>1</sup>

تشتهر مراكز الحجز بتسمية مراكز الأوفشور المالية (OFCs) Offshore Financial Centers التي تعني حرفياً بعيداً عن الساحل أي خارجية، تنشط فيها بنوك ومؤسسات مالية وشركات الأوفشور، أي تلك التي تنشط خارج موطنها الأصلي للاستفادة من الامتيازات الضريبية والتنظيمية والرقابية... إلخ التي تجدها في بعض الدول تسمى عادةً بالجنات الضريبية أو الملاذات الضريبية، وتُقدّم خدماتها لغير المقيمين في هذه الدول أساساً التي لا تسمح لها بممارسة أي نشاط تجاري أو استثماري فيها.

<sup>1</sup> - أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الرياض/الكويت، 2001، ص ص 243، 244.

## 3.1- شروط نجاح المراكز المالية الدولية:

- يتوقف قيام ونجاح المراكز المالية الدولية على توفر حزمة من الشروط الأساسية، أهمها:<sup>1</sup>
- مناخ استثماري مستقر ومتطور (سياسيا، إقتصاديا، تشريعيا، إجتماعيا، أمنيا... إلخ) في الدولة أو الإقليم المراد فيه إقامة المركز المالي؛
  - العمل في إطار نظام إقتصادي رأسمالي يضمن الحرية الاقتصادية وغياب القيود الحكومية على المعاملات المالية الدولية كالرقابة على الصرف، تحويلات الأموال للخارج... إلخ؛
  - توفر ميزة نسبية من حيث العوائد والتكاليف أو الامتيازات الضريبية والتنظيمية والرقابية بالمقارنة مع البدائل الأخرى بالشكل الذي يزيد من هوامشهم الربحية؛
  - احتمالات نجاح المركز تتزايد كلما ازدادت القوة الاقتصادية للدولة أو المنطقة التي سيقام عليها من حيث ضخامة المعاملات المالية والاقتصادية الوطنية والدولية؛
  - وجود ضمانات قانونية لحماية حقوق المتدخلين في المركز والحفاظ على سرية معاملاتهم؛
  - توفر بنية تحتية للمعلومات والاتصالات متطورة والبرمجيات المساعدة على إتمام العمليات بسرعة عالية وبتكاليف منخفضة وتوفير أفضل نظم الحماية الأمنية لها مع تدعيم أواصر الشفافية والإفصاح؛
  - سهولة الدخول والخروج من المركز المالي لاسيما ما تعلق بتبسيط إجراءات إستخراج التراخيص، إبرام وتنفيذ العقود وإنهائها في ظل بيئة تنظيمية متطورة خالية من كل أشكال البيروقراطية؛
  - توفر الكوادر البشرية المؤهلة من مهنيين متخصصين في التمويل، الإستثمار، المحاسبة، القانون... إلخ؛
  - تعدد اللغات والثقافات والديانات؛
  - موقع جغرافي جيد يسهل الوصول إليه ويتمتع بالمرافق الضرورية كالفنادق، المطاعم، المتاجر... إلخ؛
  - تبني المعايير الدولية المحاسبية، القانونية والرقابية... إلخ؛
  - إتاحة التعامل بكافة الأدوات النقدية والمالية والعملات الدولية المطلوبة؛
  - وجود شبكة واسعة من البنوك والمؤسسات المالية القوية والمتكاملة تستجيب لمتطلبات وخصوصيات العمل في هذه المراكز؛
  - المدن مقر المراكز ذات البنية التحتية ونمط الحياة الجيد تجتذب أفضل المواهب؛
  - إستطلاع ودراسة النماذج الدولية الرائدة في هذا المجال مع مراعاة خصوصية الدولة المراد إقامة فيها هذا المركز أو الهدف من وراء إقامته؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- محفوظ جبار وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-101.

- عيسى ياحي، مرجع سبق ذكره، ص ص 35-45.

- القدرة على الإبداع المالي في تصميم وتقديم منتجات وخدمات مبتكرة تتناسب مع إحتياجات ورغبات العملاء.

## 2- منافع ومخاطر المراكز المالية الدولية:

بعد تعرفنا على المراكز المالية الدولية من خلال العناصر السابقة، فسنحاول تقديم منافعها ومخاطرها على النحو التالي:<sup>1</sup>

### 1.2- المنافع:

بالإضافة إلى الهدف الأبرز للمراكز المالية الدولية المتمثل في توفير وقت وتكلفة وجهد البحث عن الخدمات المالية الموزعة على الأسواق المالية الدولية من خلال تجميعها في مكان مركزي واحد ومعروف، فتوجد مزايا ترتبط بكل طرف من أطراف العملية التمويلية على حدة تدفعهم لتفضيل السوق الدولية عن الوطنية:

#### 1.1.2- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

- الحصول على فرص جديدة لتوظيف الفوائض المالية بشروط أفضل نسبياً (العوائد العالية، تنوع الأدوات النقدية والمالية، الامتيازات الضريبية والتنظيمية والرقابية... إلخ)؛
- تخفيض المخاطر النظامية من خلال التنوع الدولي للمحافظ المالية؛

#### 2.1.2- بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

- تنوع مصادر التمويل بشروط أفضل نسبياً (التكاليف المنخفضة، المدة الطويلة، المبالغ الضخمة وبسلة من العملات الدولية المتنوعة، الأشكال المتعددة، الامتيازات الضريبية والتنظيمية والرقابية)؛
- تجنب التبعية لسوق واحدة أو اللجوء إلى مصادر التمويل المصحوبة بالتدخل في الشؤون الداخلية للمقترض والتأثير على سيادته واستقلاليتته؛

#### 3.1.2- بالنسبة للوسطاء الماليين:

- الحصول على فرص لتوسيع أنشطتهم وتنويع محفظة أعمالهم والازدهار في بيئة تنافسية؛
- تحسين جودة الخدمات التي تقدمها البنوك والمؤسسات المالية المحلية لمواجهة المنافسة المفروضة عليها من نظيراتها الأجنبية؛

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- فرانسوا لورو، مرجع سبق ذكره، ص 13.

- هاشم السيد، مرجع سبق ذكره. (بتصرف).

- الاستفادة من الامتيازات الضريبية والتنظيمية والرقابية التي توفرها الدول الأخرى والتخلص من ضغط حكوماتها الوطنية؛
- القدرة على تقييم المخاطر المرتبطة بالعمليات التمويلية الدولية عن قرب؛

#### 4.1.2 - بالنسبة للأسواق المالية الدولية:

- تحسين عمق وسيولة وإتساع الأسواق المالية نظراً للأعداد الضخمة للمتعاملين فيها والرفع من كفاءتها؛
- الاستفادة من آليات عمل الأسواق الأخرى من خلال الاحتكاك ونقل النماذج الحديثة والناجحة؛
- تتيح فرصاً أكبر لعمليات المضاربة المشروعة والمراجعة، هذه الأخيرة التي تسمح بموازنة معدلات الفائدة على المستوى الدولي.

#### 5.1.2 - بالنسبة للدولة المضيفة للمركز:

- يقدم المركز المالي قيمة مضافة عالية إلى الناتج المحلي الإجمالي من أنشطته تضاف إلى القوة الاقتصادية لدولة المركز؛
- تنشيط الاقتصاد وخلق فرص عمل جديدة وتنويع مصادر تمويلها وتعزيز مكانتها الدبلوماسية على المستويين الإقليمي والدولي؛
- المركز المالي له قدرة على النمو بسرعة وبدون تكاليف استثمارية مرتفعة مقارنة بالقطاعات السلعية أو الخدمية الأخرى، فتتركز مصاريفها على الأجور والرواتب حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جداً؛
- المؤسسات المالية العاملة بالمركز المالي لا تؤدي إلى أي أضرار أو تلوث بالبيئة مقارنةً بمشروعات القطاعات الأخرى لاسيما القطاع الصناعي؛
- إكتساب مقاومة ومرونة أكبر لمواجهة أي أزمة مالية محتملة؛
- تطوير قطاع الخدمات المالية والارتقاء بأدائه إلى المستوى العالمي؛

#### 2.2 - المخاطر:

- تتخلل المراكز المالية الدولية عدة عيوب والمتدخلون فيها مُعرّضون لعدة مخاطر أيضاً كما يتعرض نشاطها إلى عراقيل متنوعة، نذكر منها:
- غالباً ما يستخدم المتدخلون في هذه الأسواق عملة تختلف عن تلك المستخدمة في العمليات الرئيسية الوطنية، فينتج عن ذلك حالة من الشك لديهم بسبب تقلبات قيمة العملات بالنسبة لبعضها البعض، فمثل هذه العمليات المالية تحدث مخاطر صرف لأحد الطرفين أو لكليهما وهي غير مُغطاة بشكل دائم؛
  - مخاطر مراقبة صرف العملات، مما يحد من سيولة الأوراق المالية أو يمنع التداول المستقبلي للأموال المقابلة للأوراق المصدرة؛

- المعلومات الضرورية من أجل إتمام عمليات تحريك الأموال بين العارضين والطالبين هي أكبر حجماً وأكثر انتشاراً وأقل تنظيمياً، بحيث تصبح عملية تقويم نوعية الأوراق المطلوبة أو متابعة المقترض أكثر صعوبة بمجرد أن تتم عملية التمويل؛
- يعتبر قطاع الخدمات المالية أكثر القطاعات حساسية للاضطرابات المحلية والإقليمية والدولية، فأى أزمة سياسية أو اقتصادية أو أمنية في دولة المركز أو دول الجوار تلقي بظلالها على عمل المركز؛
- تعد المراكز المالية صناعة هشة قابلة للانهياب في وقت سريع، ولعل التجارب الدولية تشير إلى أن المراكز المالية هي أكثر الصناعات عُرضةً للهزات بسبب طبيعة العوامل المؤثرة على استقرار السوق؛
- عند تعرض المركز المالي لأية أزمة فإنه من الممكن أن تنتقل إلى القطاعات الأخرى خارج المركز المالي في الدولة وقد تنتقل إلى دول أخرى؛
- تتمتع المراكز المالية بولاية قضائية مستقلة وبإطار قانوني منفصل عن ذلك الخاص بالدولة فيما يتعلق بحل المنازعات المدنية والتجارية داخل المنطقة الحرة، وهذا إنقاص من سيادة الدولة ويسبب ارتباكاً في العمل للمستثمر المواطن؛
- المركز المالي عادةً يكون أكثر عرضة من القطاعات الأخرى لعمليات الاحتيال والفساد والرشاوى التجارية للشركات الدولية (كتبييض الأموال الناتجة من أنشطة غير مشروعة من خلال إخفاء مصدرها واستخدامها في مجالات مشروعة مثلاً)؛
- تفتقد المراكز المالية إلى مستويات عالية من الشفافية، لذا يكتنف عملها درجة عالية من الغموض بهدف التهرب من سلطة مؤسسات فرض القانون في دول مالكي الأموال (كالتهرب الضريبي للشركات الكبيرة من خلال إخفاء أرقام أعمالها عن حكوماتها الأصلية بحجة السرية البنكية واحترام خصوصية العميل وإنشاء حسابات بأسماء وهمية مثلاً)؛
- تقوم المراكز المالية على إستثمارات قليلة في الأصول الثابتة تقابلها إستثمارات ضخمة في رأس المال، غير أن رأس المال بطبيعته متنقل الأمر الذي يجعل الصناعات المالية التي تقام في المركز المالي الدولي تفتقد إلى الاستقرار؛
- تمثل ملاذاً للبنوك الساعية وراء الأرباح ولاسيما تلك التي تواجه منافسة محلية حادة، فبدلاً من أن تطور نفسها تلجأ إلى البحث عن فرص ربح من خلال التعامل بودائع العملة الأجنبية والمعاملات الدولية مما يجعل الاقتصاد يخسر إستثمارات هذه البنوك؛
- تؤثر على موازين المدفوعات نتيجة تحويل الأرباح وأجور العاملين إلى الخارج؛
- تتمتع بمتطلبات احتياطي قانوني منخفضة أو تكاد تكون معدومة، وهذا ما يجعلها تفتح باب الإقراض على مصرعيه ما قد يتسبب في ضياع أموال المودعين؛
- تتمتع البنوك والمؤسسات المالية العاملة في المراكز بتسهيلات ومميزات كبيرة، ما قد يكون له آثار سلبية على نظيراتها المحلية ما لم ترفع قدراتها التنافسية؛

- قد تُستخدم هذه المراكز كمعبر لتهريب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، بسبب وجود حرية تامة لخروج رؤوس الأموال وتحويلات الأرباح في هذه المناطق؛
- تشكل هذه المراكز مناطق جذب للكفاءات وأصحاب الخبرة بسبب ارتفاع الأجور، الأمر الذي يضر بالسوق الوطنية؛
- قد تتحول المؤسسات المالية العاملة في المراكز المالية إلى مجموعات ضغط على الحكومات الوطنية من أجل الحصول على المزيد من التسهيلات والامتيازات ما يضر بصانع القرار.

### 3- أرقام عن أبرز المراكز المالية الدولية القائمة:

بعد تعرفنا على أساسيات المراكز المالية الدولية فسنسلط الضوء فيما يلي على تقديم أرقام وإحصائيات عن أبرزها وأفضلها في الوقت الراهن، وذلك على النحو التالي:<sup>1</sup>

بداية، نظراً لأهمية المراكز المالية الدولية فلقد تخصصت بعض الجهات في إصدار مؤشرات يتابعها المراقبون حول العالم مهمتها تصنيف وترتيب تلك المراكز، بحيث يتمثل أهم هذه المؤشرات في مؤشر المراكز المالية العالمية Global Financial Centres Index وهو المقارنة الأكثر موثوقية في العالم للقدرة التنافسية للمراكز المالية الرائدة.

مؤشر GFCI تم إصداره لأول مرة في مارس 2007 من طرف شركة Z/YEN ومدينة لندن، الشركة المذكورة هي مؤسسة فكرية تجارية رائدة في مدينة لندن، تأسست في عام 1994 لتعزيز التقدم المجتمعي من خلال تحسين التمويل والتكنولوجيا.

يقدم هذا المؤشر تقييمات للقدرة التنافسية وتصنيفات للمراكز المالية الرئيسية في جميع أنحاء العالم، ويعتبر مرجعاً قيماً لقرارات السياسة والاستثمار.

في شهر جويلية 2016، أنشأت Z/YEN ومعهد التنمية الصيني CDI في مدينة شنجن شراكة إستراتيجية للبحث في المراكز المالية وإصدار مؤشر GFCI. المعهد المذكور هو مؤسسة فكرية وطنية رائدة تعمل على تطوير حلول لتحديات السياسة العامة من خلال بحث واسع النطاق ومتعمق للمساعدة على دفع الإصلاح الصيني والانفتاح على الأسواق العالمية، تعمل على تعزيز وتطوير النظام المالي الصيني منذ إنشائها سنة 1989 بناءً على البحث الدقيق والتحليل الموضوعي.

يتم تحديث المؤشر في كل من مارس وسبتمبر ويحظى باهتمام كبير من المجتمع المالي العالمي، ويتمثل آخر إصدار للمؤشر إلى غاية كتابة هذه الأسطر في GFCI 28 الصادر في سبتمبر 2020 الذي بحث في 121 مركزاً، 111 منها في المؤشر الرئيسي و10 أخرى تنتظر إدراجها في هذا الأخير الذي تم تجميعه باستخدام

<sup>1</sup>- Morris, H., Mainelli, M., & Wardle, M, **The Global Financial Centres Index 28**, Z/Yen, london, 2020.

138 عاملاً فعالاً أو مقياساً كميًا يتم توفيرها من قبل أطراف أخرى بما فيها البنك الدولي ووحدة المعلومات الاقتصادية ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية والأمم المتحدة، وقد تم دمجها مع 54.509 تقييماً للمراكز المالية قَدِّمها 8.549 مُستجيباً لاستبيان GFCI عبر الإنترنت.

أظهر مؤشر GFCI28 مستوى مرتفع نسبياً من التقلب حيث 23 مركزاً ارتفع 10 مراتب أو أكثر في التصنيف بينما 20 مركزاً تراجع 10 مراتب أو أكثر.

بشكل عام، إنخفض متوسط تصنيف المراكز في المؤشر بأكثر من 41 نقطة (6.25%) مقارنةً بـ GFCI27، ما قد يشير إلى الافتقار العام للثقة في التمويل خلال فترة استمرار عدم اليقين حول التجارة الدولية، وتأثير جائحة covid-19 على الاقتصاديات الفردية، والاضطرابات الجيوسياسية والمحلية.

### 1.3- تقييم الأداء الفردي للمراكز المالية الدولية:

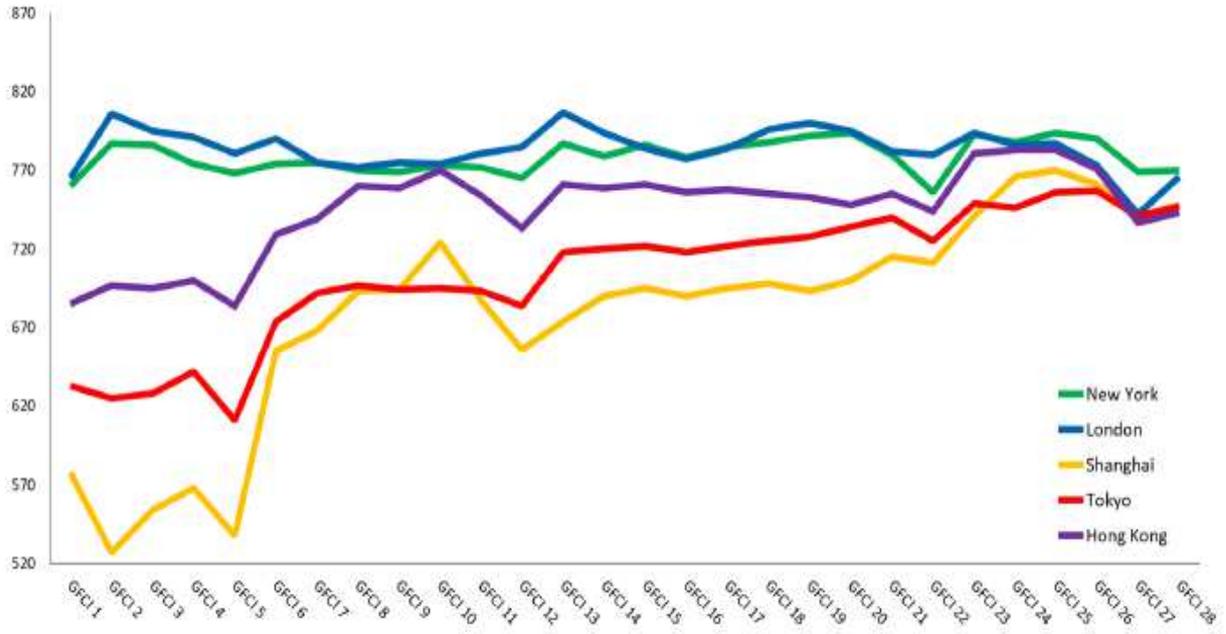
يوضح الجدول رقم (5) والشكل رقم (5) أفضل خمس مراكز تصنيفاً وتقييماً على المستوى العالمي، والتغيرات التي طرأت عليها مقارنةً بالإصدارات السابقة للمؤشر:

الجدول رقم (5): أفضل خمس مراكز مالية دولية

Centre	GFCI 28		GFCI 27		Change in	
	Rank	Rating	Rank	Rating	Rank	Rating
New York	1	770	1	769	0	▲1
London	2	766	2	742	0	▲24
Shanghai	3	748	4	740	▲1	▲8
Tokyo	4	747	3	741	▼1	▲6
Hong Kong	5	743	6	737	▲1	▲6
..	-	---	-	---	-	..

Source: Morris, H., Mainelli, M., & Wardle, M, **The Global Financial Centres Index 28**, Z/Yen, london, 2020.

## الشكل رقم (5): أفضل خمس مراكز مالية دولية



Source: Morris, H., Mainelli, M., & Wardle, M, **The Global Financial Centres Index 28**, Z/Yen, London, 2020.

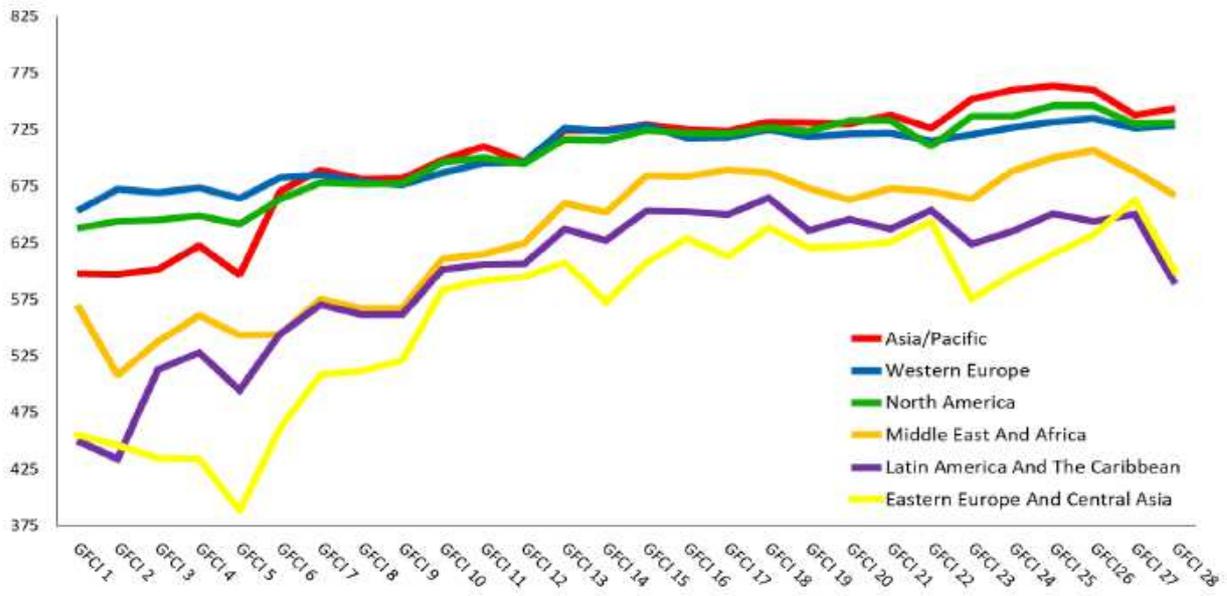
## التحليل:

- احتفظت نيويورك بمركزها الأول في المؤشر الحالي على الرغم من أن لندن التي احتلت المركز الثاني حققت ارتفاعاً في التصنيف الآن هي خلف المتصدر بـ 4 نقاط فقط (27 نقطة في GFCI27)؛
- تقدمت شنغهاي مرتبة واحدة إلى المركز الثالث وتراجعت طوكيو مرتبة واحدة إلى المركز الرابع، على الرغم من أن نقطة واحدة فقط تفصل بينهما في التصنيف. وبالمثل، صعدت هونغ كونغ مرتبة واحدة لتحل المركز الخامس، وتراجعت سنغافورة بمرتبة واحدة إلى المركز السادس بنقطة واحدة تفصل بين هونغ كونغ وسنغافورة في التصنيف؛
- شنجن وزيورخ دخلتا ضمن المراكز العشرة الأولى في هذه النسخة لتحل محل لوس أنجلس وجنيف؛
- ضمن المراكز الثلاثين الأولى، ارتفعت لوكسمبورغ وبوسطن وسيول ومدريد بأكثر من خمس مراتب.

## 2.3- تقييم الأداء الإقليمي للمراكز المالية الدولية:

لا يزال متوسط المراكز الخمس الأولى في منطقة آسيا/ المحيط الهادي أعلى من المناطق الأخرى، كما لا تزال أمريكا الشمالية متقدمة جزئياً على أوروبا الغربية، حسب ما يوضحه الشكل التالي:

## الشكل رقم (6): متوسط تصنيفات المراكز الخمس الأولى في كل منطقة



Source: Morris, H., Mainelli, M., & Wardle, M, The Global Financial Centres Index 28, Z/Yen, London, 2020.

## التحليل:

أوروبا الغربية: بعد أدائها القوي في GFCI27 حققت المراكز في أوروبا الغربية ثروات مختلطة في GFCI28، حيث ارتفع 15 مركزاً في التصنيف بينما إنخفض 12 منها. ومع ذلك، كان متوسط الانخفاض في التصنيفات 21 مرتبة فقط (3.17%) في هذه المنطقة؛

آسيا والمحيط الهادي: كان أداء مراكز آسيا/المحيط الهادي متنوعاً في GFCI28، حيث تراجعت 10 مراكز في التصنيف و14 منها ارتفعت. وهذا يعكس مستويات الثقة في استقرار المراكز الآسيوية وفي نهجها للتمويل المستدام وهو ما يتزايد في تأثيره على التصنيف العام للمراكز؛

أمريكا الشمالية: أظهرت مراكز أمريكا الشمالية التقلبات الأقل في التصنيفات عبر المناطق المدروسة، حيث إنخفضت في المتوسط بمقدار 9 نقاط فقط (1.3%)، بحيث 6 مراكز من أصل 11 في أمريكا الشمالية هي في المراكز الـ 20 الأولى عالمياً ارتفاعاً من 4 في GFCI27؛

أوروبا الشرقية وآسيا الوسطى: بعد الأداء الجيد في التصنيفات في GFCI27، شهدت جميع المراكز في هذه المنطقة إنخفاضاً في تصنيفاتها و3 فقط من أصل 16 مركزاً حسنت ترتيبها؛

الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تراجعت جميع المراكز الـ 13 في المنطقة، مع تحسن الترتيب فقط في أبو ظبي وموريشيوس وكيب تاون؛

أمريكا اللاتينية ومنطقة بحر الكاريبي: تراجع ترتيب جميع المراكز في هذه المنطقة حيث إنخفض متوسط الترتيب فيها بمقدار 54 نقطة (8.66%).

## المحور الثامن: التداول الإلكتروني عبر الإنترنت في الأسواق المالية الدولية

انعكست ثورة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات التي يشهدها العالم على عمل الأسواق المالية من خلال ظهور بدائل للتداول التقليدي، حيث تحول تداول الأسهم والسندات والمشتقات المالية من الوسائل التقليدية بالاتصال المباشر مع الوسيط إلى الاستخدام الكلي للإنترنت في عمليات التداول اليومية (E-Trading).

### 1- تعريف التداول الإلكتروني عبر الإنترنت وآليته:

يمكن تعريف التداول الإلكتروني عبر الإنترنت على أنه نظام تقني متطور لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأسهم عبر الإنترنت، من خلال برنامج التداول الذي توفره شركة الوساطة المالية (Broker) التي غالباً ما تكون عبارة عن بنوك على موقعها الإلكتروني لتنفيذ عملية التداول بشكل آلي 100% دون تدخل بشري، وذلك كبديل عن عملية التداول التقليدية التي تتم عادة بالتواصل مع إحدى شركات الوساطة عند كل عملية بيع أو شراء. كما يستخدم نظام التداول عبر الإنترنت برمجيات متطورة جداً ذات إستراتيجيات تداول ناجحة ومجربة تسمى بمنصات التداول الإلكتروني (Electronic Trading Platform).<sup>1</sup>

أما عن آلية التداول عبر الإنترنت فبعد حصول المستثمر على معلومات الدخول إلى حسابه عبر الإنترنت من خلال شركة الوساطة التي يتعامل معها، يصبح قادراً على متابعة مجريات التداول وإدخال أوامر الشراء والبيع الخاصة به بنفسه، تقوم البرمجيات التي توفرها شركة الوساطة لهذه الغاية بالتحقق من توفر الرصيد الكافي من النقد أو الأوراق المالية لدى حساب المستثمر قبل قبول الأمر.

في حال الشراء يتم حجز قيمة النقد المعادلة لقيمة أمر الشراء مضافاً إليها عمولة التداول والتكاليف المستحقة على المستثمر، وذلك فور إدخال أمر الشراء اعتماداً على الكمية المدخلة والسعر المدخل، وتقوم البرمجيات أيضاً بتعديل قيمة الرصيد النقدي المحجوز في حال قام المستثمر بتعديل أمر الشراء المدخل أو إلغائه، وفي حال تنفيذ الأمر كلياً أو جزئياً يقوم البرنامج على الفور بخصم تكلفة الأوراق المالية المشتراة وتعديل الرصيد النقدي اعتماداً على سعر التنفيذ.

<sup>1</sup> - بورصة فلسطين، كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت، نابلس/فلسطين، متاح على الموقع: "WWW.PEX.PS"، إطلع عليه في: 2020/2/15، على الساعة 12:06.

أما في حال البيع فيقوم البرنامج بحجز كمية الأوراق المالية المعروضة من رصيد المستثمر المتاح للتداول، وفي حال تنفيذ أمر البيع جزئياً أو كلياً يتم خصم الكمية المنفذة من رصيد المستثمر وزيادة رصيده النقدي بما يعادل قيمة الأوراق المالية المباعة مخصوصاً منها عمولة التداول والتكاليف المستحقة على العميل.<sup>1</sup>

## 2- متطلبات وشروط نجاح عملية التداول الإلكتروني عبر الإنترنت:

### 1.2- المتطلبات:

لإتمام أي عملية تداول إلكتروني لابد من توافر ثلاث عناصر أساسية هي:<sup>2</sup>

- **جهاز الحاسوب:** من الأفضل أن يكون للمستثمر جهاز حاسوب (مكتبي أو محمول) يتميز بخصائص عالية نسبياً، ويفضل تجنب إيقاله بتحميل وتثبيت برامج لا أهمية لها كي لا تؤثر على عمليات التداول. أما سعة الذاكرة (RAM) فمن المستحسن أن تكون على الأقل (1GB)، وأن يكون الجهاز مزود بمعالج ثنائي النواة (Dual core) لتنفيذ العمليات بضعف السرعة. كما يجب أن تكون شاشة الجهاز واضحة جداً وذات حجم كبير للسماح بفتح عدة نوافذ والاطلاع عليها، لمتابعة بيانات السوق والمؤشرات الفنية ومعلومات أخرى في نفس الوقت، إلى جانب ذلك كله لابد أن يكون للجهاز وافي فيروسات. كما يمكن استعمال بدلاً عن الحاسوب الهواتف الذكية لقدرتها على تيسير مثل هذه العمليات الخاصة بالتداول الإلكتروني، بحيث أن معظم المنصات أطلقت تطبيقات معدة خصيصاً للأجهزة الذكية الهاتفية واللوحية المحمولة يمكن الاستفادة منها عن طريق تحميل التطبيق مباشرة وتثبيته على الجهاز؛

- **شبكة الإنترنت:** جاء التزايد المستمر لعمليات التداول نتاج التوسع في استخدام شبكة الإنترنت، بالإضافة إلى كون الفرد يستطيع القيام بنفسه بإدارة استثماراته المالية عبر الإنترنت كما رأينا سابقاً. ولذلك فمن الضروري أن يمتلك وصل إنترنت عالي السرعة للحصول على معلومات بصفة آنية، ويفضل استخدام الإنترنت السلكية بدلاً من اللاسلكية، لأن الاتصال بالإنترنت من خلال اللاسلكي قد لا يوفر الاستقرار اللازم وتدفق البيانات الثابتة اللازمة لعملية تداول آمنة وفعالة؛

- **شركة الوساطة (منصة التداول الإلكتروني):** في هذا الصدد يوجد نوعان من الوسطاء، النوع الأول هو الذي يعطي المشورة والنصح من خلال توفير خدمات للعميل كتقديم تحاليل حول أفضل الأسهم والأوقات المناسبة للشراء أو البيع، ويمكن أن يقوم بمسؤولية إدارة محفظة الأوراق المالية. أما النوع الثاني، فيتمثل في شركات التنفيذ فقط التي تبيع وتشتري حسب الطلب ولا تقوم بأكثر من ذلك.

<sup>1</sup> - بورصة عمان، التداول عبر الإنترنت، عمان/الأردن، متاح على الموقع: "https://www.ase.com.jo/ar/aldwyt/khdmat-

alada/altdawl-br-alantrnt"، اطلع عليه في: 30/9/2021، على الساعة 14:44.

<sup>2</sup> - حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح (ورقلة)، العدد 4، المجلد 2، ديسمبر 2013، ص ص 123-136.

## 2.2- شروط النجاح:

يجب على المستثمر قبل استعماله لخدمة التداول عبر الإنترنت أن يعي بعض الأمور الفنية والتنظيمية المتعلقة بهذه الخدمة، وفيما يلي أهمها:<sup>1</sup>

## 1.2.2- الشروط الواجب توافرها لدى شركة الوساطة:

ينبغي على المستثمر قبل التعاقد مع شركة وساطة مالية معينة أن يقوم بعملية بحث ومقارنة بين البدائل المتاحة منها، وهو ما يضاعف فرصه في تحقيق عوائد إيجابية وتخصيص وقت أكثر لتطوير استراتيجيات تداول خاصة به. فمن أجل ضمان حسن الاختيار، توجد مجموعة من الشروط والمعايير التي ينبغي توافرها في شركة الوساطة وبالتالي منصة التداول الإلكتروني، أهمها:

- حصولها على ترخيص من إحدى الهيئات التنظيمية الحكومية التي تسهر على وضع وتنفيذ القواعد والبرامج اللازمة لتوفير الحماية للسوق والمستثمرين فيها من أي نوع من الممارسات غير المشروعة التي قد ترتكبها شركات الوساطة والتي تهدد سلامة عمليات التداول في الأوراق المالية؛

- الشفافية مع العملاء: من خلال نشر كل المعلومات الخاصة بها (الاسم، العنوان... إلخ) والتحقق من مدى صحتها؛

- السمعة الجيدة للشركة التي يمكن معرفتها من خلال تحري آراء المتعاملين معها؛

- يوجد منصات للأجهزة المكتبية وأخرى للأجهزة المنقولة وعلى المستثمر إختيار المنصة التي تتناسب مع إمكانياته؛

- سهولة استخدام المنصة وجودة وسرعة تنفيذ العمليات: فلا بد من التأكد من ضالة الفروق الزمنية بين إعطاء الأوامر وتنفيذها حتى لا يترتب على ذلك خسائر، هذا بالإضافة إلى أن تنفيذ الأوامر يتم بالأسعار المعلنة على الشاشة؛

- معرفة معدلات الفائدة التي سوف يدفعها العميل في حالة بقاء الحساب الخاص به مفتوحاً لفترات طويلة أي إذا لم تقفل عملية الشراء بعملية بيع، مما يترتب عليه بعض الخسائر للعميل؛

- تنوع الأدوات المالية (الأسهم، عقود فروقات الأسهم، المؤشرات... إلخ) والخدمات المالية (فتح حسابات تجريبية، تحليلات ورسومات بيانية توضيحية، التعليم والندوات الإلكترونية... إلخ) التي توفرها للعملاء؛

- إنخفاض تكاليف خدماتها سواء من حيث الحد الأدنى المطلوب لفتح حساب، رسوم الاشتراك، العمولة... إلخ، لأنها ستؤثر على الأرباح في النهاية؛

<sup>1</sup> - الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، دليل المستثمر للتداول الإلكتروني، متاح على الموقع: "

<http://www.iinvest.org.eg/iinvest/html/about.html>، اطع عليه في: 2021/8/16، على الساعة 11:53.

- إمكانية وسرعة وصول المستثمر لخدمة العملاء والرد على انشغالاته؛
- مدى اتساع دائرة نشاطات الشركة أو نطاق خدماتها لتشمل الأسواق الوطنية، الإقليمية والدولية؛
- كل شركة وساطة لديها عروض حسابات مختلفة بما في ذلك حسابات إسلامية، حسابات كلاسيكية... إلخ فعلى المستثمر إجراء مقارنة بينها واختيار ما هو مناسب له في التداول.

### 2.2.2- الشروط الواجب توفرها لدى المستثمر:

- يجب أن يكون لدى المستثمر خلفية مسبقة عن كيفية التعامل مع الإنترنت والكمبيوتر أو الهاتف؛
- الاستعلام عن آلية الحماية والسرية التي تطبقها شركة الوساطة وهل هي كفيلة بحماية تداولاته؛
- إدخال الأوامر من خلال الإنترنت لا يعني تنفيذها على الفور، لذا لابد من متابعة العملية للتأكد من إتمامها؛
- ضرورة امتلاك المستثمر لأحدث برامج الحماية وأكثرها أماناً؛
- التريث في اتخاذ القرار الاستثماري والتركيز عند إدخال الأوامر عبر المنصة لتفادي الوقوع في أخطاء؛
- المحافظة على المعلومات والحسابات الشخصية جيداً حتى لا يقع ضحية تلاعب التداول الإلكتروني، وعدم الاستجابة لأي بريد إلكتروني يطلب معلومات خاصة عن المستثمر؛
- عدم الوثوق التام في البرمجيات المصممة لتحليل اتجاهات السوق والرسومات البيانية خاصة أن سوق الأسهم تتسم بالحساسية، ويفضل في حال استخدامها أن توظف معطياتها كمعلومات مساعدة فقط؛
- إختيار كلمة سر قوية، حيث أفضل كلمات المرور هي الكلمات الصعب تكهنها أو توقعها. وعلى المستثمر تغيير كلمة المرور الخاصة به بصفة دورية ولا يشاركها مع أحد ولا يخزنها على جهاز الحاسوب، وإذا اضطر إلى تدوين كلمة السر فعليه حفظها في مكان آمن وخاص، وفي حالة فقدانها ينبغي الاتصال بشركة الوساطة فوراً؛
- إمكانية استخدام منصة الوسيط المختار للتداول ومنصات أخرى لقراءة التحليلات؛
- ضرورة قراءة ومراجعة كشف الحساب الشهري بصفة دورية بعناية، والتأكد من أن كل المعاملات المدونة قد تمت بالفعل وأن كل المعاملات التي تم إجراؤها مذكورة به؛
- التأكد من أن شركة الوساطة لديها بيانات مستحدثة عن المستثمر متضمنة عنوان المراسلة والبريد الإلكتروني وغيرها من البيانات؛
- عدم إتباع سياسة القطيع أي محاكاة تصرفات صانعي السوق والتي لا تكون في صالح المستثمر في كل الأحيان؛

- الحرص على تنويع أصول المحفظة المالية الخاصة بالمستثمر لتعظيم فرص النمو وتوزيع المخاطر على الشركات والأسواق؛

- البدء بمبالغ بسيطة والاعتماد على الاستثمار طويل الأجل في بيع وشراء الأسهم، أي عدم التسرع حتى تتضح الرؤية حول السوق بعد المتابعة اليومية المستمرة لأوضاعها، واكتساب المعارف والخبرات اللازمة لإنجاز عمليات تداول ناجحة.

### 3- منافع ومخاطر التداول الإلكتروني عبر الإنترنت:

لقد صاحب التحول من النظام اليدوي الذي كان سائداً إلى النظام الإلكتروني للتداول في الأسواق المالية الدولية تغييراً في مستويات العائد والمخاطرة المرتبطة به.

#### 1.3- المنافع:

يمكن تلخيص منافع التداول الإلكتروني في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- السرعة القياسية التي يتيحها النظام للمستثمر في تنفيذ العمليات على حساباته الشخصية المفتوحة لدى شركة الوساطة، كأوامر البيع والشراء والتعديل والإلغاء لعمليات تداول الأوراق المالية المتاحة في السوق. وذلك إذا ما قورنت بالطرق التقليدية التي تتطلب اتصال المستثمر تلفونياً أو توجهه شخصياً إلى مقر شركة الوساطة، وربما انتظار دوره لتنفيذ أوامره؛

- زوال شرط التواجد المكاني والزمني: إذ توفر تقنية التداول الإلكتروني إمكانية إجراء عمليات شراء وبيع الأوراق المالية من أي مكان يتواجد فيه المستثمر، سواء من منزله أو مكتبه أو من أي مكان آخر متوفر فيه جهاز حاسوب أو هاتف متصل بالإنترنت، وذلك في أي وقت؛

- اختصار الوقت اللازم لفتح حساب استثماري بالطريقة التقليدية الذي عادة ما يستغرق أسابيع ليصبح متاحاً لتداول الأسهم، في حين حساب الاستثمار عبر الإنترنت يصبح متاحاً في ظرف بضعة دقائق فقط؛

- تلقي العميل التأكيد بتنفيذ الأوامر التي قام بها حسب ما تسمح به أنظمة البورصة، بالإضافة إلى الحصول على كافة المعلومات بشأن حساباته الاستثمارية لدى شركة الوساطة من خلال بيان الأرصدة النقدية ورصيد

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- بورصة فلسطين، مرجع سبق ذكره.

- محمد بن إبراهيم السحيباني وعبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص ص 67-111.

- شركة المال الأردني للاستثمار والوساطة المالية، نشرة توعية حول التداول عبر الإنترنت، عمان، متاح على الموقع: WWW.CAPITALINV.JO"، اطع عليه في: 2020/2/16، على الساعة 00:00.

- الأوراق المالية المتوفرة في محفظته وغيرها من البيانات التي تهم العميل، فضلاً عن إمكانية طلب إبلاغه عبر البريد الإلكتروني ببعض الأمور والأحداث التي تهمه بشكل خاص؛
- انخفاض تكلفة التداول من خلال الاستفادة من رسوم الوساطة المنخفضة المفروضة على هذا النوع من التداول عبر الإنترنت مقارنة مع نظيراتها في التداول التقليدي؛
- إمكانية حصول المستثمر على بيانات السوق لحظياً ومتابعة أسعار أسهمه المفضلة والتعرف على آخر الأخبار الاقتصادية والمالية التي تهمه بمجرد وصولها والحصول على تحليلات مالية لأفضل الخبراء ومنه استغلال الفرص الاستثمارية لحظة توفرها؛
- توفير السيولة للسوق من خلال جذب أكبر قدر ممكن من البائعين والمشتريين وتوفير آلية لاكتشاف أفضل الأسعار (الأسعار العادلة) من خلال قدرة السوق على دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية بأسعارها في أقل وقت ممكن.

### 2.3 - المخاطر:

- يجب على المستثمر قبل استخدامه لخدمة التداول عبر الإنترنت أن يدرك تماماً بأن استخدام شبكة الإنترنت ينطوي على عدد من المخاطر التي قد تحقق له خسارة غير مرغوب فيها، وقد ترتبط هذه المخاطر بشبكة الإنترنت نفسها أو بالبرنامج المستخدم، أو بنظام التداول الإلكتروني. إضافة إلى سوء استخدام الخدمة من قبل المستثمر. ومن أهمها:<sup>1</sup>
- فقدان كلمة المرور الخاصة بحساب المستثمر: إن فقدان أو ضياع معلومات الدخول الخاصة بحساب المستثمر كإسم المستخدم وكلمة المرور، أو إهمال المستثمر المتمثل في عدم المحافظة عليها أو إفشائها للغير، قد يترتب عليه مخاطر عديدة تكمن في تمكين طرف ثالث من الدخول إلى حساب المستثمر وإساءة استخدام هذا الحساب؛
- آلية عمل برنامج التداول عبر الإنترنت: إن عدم اطلاع المستثمر جيداً على وظائف برنامج التداول عبر الإنترنت قبل البدء باستخدامه قد يؤدي إلى ارتكابه أخطاء تحقق له خسارة غير مرغوب فيها، لذا يجب على المستثمر أن يطلع جيداً على دليل استخدام البرنامج قبل استخدامه للتعرف على جميع وظائفه بشكل جيد، والاستفسار من الوسيط عن أية أمور لم تتضح له من خلال دليل المستخدم؛
- أعطال شبكة الإنترنت: نظراً لأن الوسيط لا يملك أي سيطرة على شبكة الإنترنت المستخدمة لتقديم خدمة التداول للمستثمرين فإن الأعطال التي تتعرض لها هذه الشبكة قد تؤدي إلى الانقطاع الجزئي أو التام للخدمة،

<sup>1</sup> - تم إعداده اعتماداً على:

- شركة المال الأردني للاستثمار والوساطة المالية، مرجع سبق ذكره.

- الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، مرجع سبق ذكره.

الأمر الذي يعني فقدان الاتصال مع الأوامر المدخلة إلى نظام التداول الإلكتروني، وعلى المستثمر في مثل هذه الحالة الاتصال فوراً مع الوسيط وإبلاغه بالمشكلة التي تعرّض لها ليقوم الوسيط بدوره بالسيطرة على الأوامر المدخلة والعودة إلى الطريقة التقليدية في التداول لحين عودة الخدمة وذلك وفقاً لأوامر العميل؛

- **سرعة الاتصال مع شبكة الإنترنت:** بما أنه ليس للوسيط أية سيطرة على شبكة الإنترنت فهو لا يملك أي سيطرة على سرعة اتصال المستثمر بها، الأمر الذي قد يؤثر على كفاءة استقبال المعلومات أو تسييرها عبر الإنترنت، مما قد يؤدي إلى حدوث تأخير في استلام معلومات التداول ورسائل التبليغ الواردة من نظام التداول بخصوص الأوامر المدخلة، كما قد يترتب على هذا الأمر تأخر إرسال أوامر الشراء والبيع إلى نظام التداول الإلكتروني؛

- **ازدياد حدة نشاط حركة التداول بشكل مفاجئ:** إن ازدياد نشاط حركة التداول بشكل مفاجئ أو حتى ازدياد شدة التزامم على الخدمة التي يقدمها الوسيط لعملائه قد يترتب عليه ازدياد زخم المعلومات التي يتم إرسالها من خلال شبكة الإنترنت، الأمر الذي قد يؤدي إلى احتمالية تأخر وصول المعلومات أو تحديث أسعار الأوراق المالية على البرنامج المستخدم، إضافة إلى الدور الذي قد تلعبه في انقطاع أو فشل الاتصال بالخدمة؛

- **أعطال جهاز الحاسوب الآلي المستخدم من قبل المستثمر:** إن الأعطال التي قد يتعرض لها جهاز الحاسوب الآلي الخاص بالمستثمر قد تؤدي إلى تقليل فرصة إتمام العمليات أو عدم إمكانية الدخول إلى الإنترنت للاتصال بالخدمة، أو حتى عدم استلام رسائل التبليغ الواردة من نظام التداول الإلكتروني بخصوص الأوامر المدخلة. لذا يجب على المستثمر إجراء الصيانة الدورية اللازمة لجهاز الحاسوب الآلي الخاص به خشية تعرضه لأعطال مفاجئة؛

- **أخطاء في أسعار ومعلومات تداول الأوراق المالية التي يتم بثها من خلال برنامج التداول عبر الإنترنت:** قد تؤدي الأعطال المذكورة أعلاه والتي تتعرض لها الأنظمة والبرمجيات، أو الأجهزة وخطوط الاتصال المستخدمة إلى وصول المعلومات بشكل خاطئ إلى المستثمر، لذا على الأخير في حال ملاحظة أي أخطاء في الأسعار ومعلومات التداول الأخرى التوقف عن استخدام الخدمة فوراً أو إبلاغ الوسيط بذلك خشية تحقق خسارة غير مرغوب فيها؛

- **تدخل طرف ثالث:** من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر أيضاً هي عملية تدخل طرف ثالث في شبكة الاتصال بما في ذلك اعتراض رسائل التبليغ أو إرسالها من قبل المحتالين ومنتحلي شخصيات الآخرين مثل الأشخاص الذين يتمكنون من ترصد مواقع شبكة الإنترنت والدخول إليها والعبث فيها. كما يشمل هذا النوع من المخاطر قيام طرف ثالث بإدخال برامج وأنظمة إلى جهاز الحاسوب الآلي الخاص بالمستثمر بما في ذلك الفيروسات وبرامج التطفل والتسلل... إلخ، والتي يمكن أن تتلف الاتصال وتسبب ضرر في أنظمة الحاسوب الآلي للمستخدم. لذا يجب على المستثمر أن يقوم دائماً بتشغيل البرامج الحرجة والواقية من المتطفلين

- والمتسللين والبرامج المضادة للفيروسات، والعمل على متابعة عملية تحديثها بشكل دوري وفقاً لما تتطلبه هذه البرامج الأمر الذي يكفل الحد من مخاطر تدخل طرف ثالث في أجهزة الحاسوب الآلي الخاص بالمستثمر؛
- التعديلات المدخلة على أنظمة الحاسوب الخاص بالمستثمر من قبل موظفيه ومستخدميه والعاملين لديه (في حال كان المستثمر شخص اعتباري)؛
- الإهمال في التعامل مع البيانات الحساسة والسرية من قبل أشخاص يستخدمون أنظمة الحاسوب الآلي الخاص بالمستثمر أو البيانات المخزنة فيها؛
- **أخطاء إدخال/ تعديل/إلغاء أوامر الشراء والبيع:** قد يقوم المستثمر بخطأ أثناء إدخال أوامر الشراء أو البيع مما يترتب عليه خسائر غير مرغوب فيها.
- يمكن لشركة الوساطة أن تقوم من خلال نظام التداول الإلكتروني الذي توفره بشمول أو استثناء و/أو تعديل و/أو سحب أي من الخدمات أو أي من المميزات الإضافية الواردة في هذا النظام، والتي قد تعرض مستقبلاً من خلال هذا البرنامج أو أية أنظمة أو برامج أخرى معتمدة من قبل الجهات الرقابية ذات العلاقة. ويكون للشركة حق التقدير المنفرد والسيطرة الكاملة على هذه الخدمة وتحتفظ بحقها في كل وقت بأن تدخل أي تغييرات أو تعديلات في تصميم الخدمة وتشكيلها ومظهرها ومحتوياتها كما تراه مناسباً.
- وفي ضوء اتساع شبكة الإنترنت وزيادة استخدامها من قبل عدد كبير جداً من الأشخاص بمختلف مستوياتهم العمرية والتعليمية بالإضافة إلى الانتشار الواسع لأجهزة الحاسوب والهاتف، فإن خدمة تداول الأوراق المالية من خلال الإنترنت شهد ارتفاعاً ملحوظاً سواء من ناحية حجم العمليات أو عدد المتعاملين أو الأوراق المالية المتداولة. ويبقى تطور التداول الإلكتروني مستمراً نظراً لما تنتجه الهندسة المالية من صور وأشكال لأدوات مالية مستحدثة في مجال التداول.

## خاتمة

ختاماً... نرجو من الله عز وجل أن نكون قد ساهمنا ولو بالقليل في تحقيق الأهداف المُسَطَّرة من وراء إنجاز هذه المطبوعة، والمُتمنِّلة أساساً في تعريف الطالب وتلقيه المعارف الأساسية المرتبطة بموضوع الأسواق المالية الدولية، وذلك بأسلوب سهل وبسيط.

وندعو زملاءنا الأفاضل وطلبتنا الأعزاء ألا يبخلوا علينا بملاحظاتهم القيِّمة حول هذا العمل المتواضع التي من شأنها إثراء محتواه، وتحقيق الهدف المشترك لنا جميعاً وهو المساهمة في تحقيق نقلة نوعية للبحث العلمي في الجزائر وتسخيره لخدمة وطننا الغالي.

تَمَّ بِحَمْدِ اللَّهِ ...

د. سدرية أنيسة

## قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللُّغة العربية

## ✓ الكتب:

1. أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الرياض، 2001.
2. برايان كويل ترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2008، ص 62.
3. برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة/مصر، 2006.
4. بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة/ الجزائر، 2019.
5. جبار محفوظ، الأسواق المالية -الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
6. حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2011.
7. سي بول هالود ورونالد ماك دونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسني، مراجعة ونيس فرج عبد العال، دار المريخ للنشر، الرياض / المملكة العربية السعودية، 2007.
8. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية -الأهمية والأهداف والسبل ومقومات النجاح، عالم الكتب، القاهرة/مصر، 2003.
9. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية -نظرية وتطبيقات-، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2011.
10. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان/الأردن، 1999.
11. فرانسوا لورو، الأسواق الدولية للرساميل، ترجمة حسن الضيقة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت/لبنان، 1991.
12. فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2004.
13. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية- العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، عمان/الأردن، 2004.
14. محمد صالح القريشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2008.
15. محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية/ مصر، 2004.
16. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2007.
17. مروان شموط وكنجو عبو كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة/مصر، 2008.

18. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية/مصر، 2006.
19. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، 2003.
20. هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي للنشر والتوزيع، اربد/الأردن، 2002.

## ✓ المقالات:

1. حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح (ورقلة)، العدد 4، المجلد 2، ديسمبر 2013.
2. حكمت شريف النشاشيبي، الاستثمار المصرفي العربي في الأسواق المالية الدولية، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، العدد 128، أكتوبر 1989.
3. عيسى ياحي، أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس (سطيف 1)، العدد 5، المجلد 5، 2005.
4. محفوظ جبار وعمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، العدد الثالث، جوان 2008.
5. محمد بن إبراهيم السحبياني وعبد الله بن محمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، العدد 2، المجلد 14، 2008.
6. هشام طلعت عبد الحكيم وعماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد 22، العدد 92.

## ✓ المطبوعات الجامعية:

1. بودخد كريم، محاضرات في مقياس المالية الدولية، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى (جيجل)، 2016/2015.
2. رقية بوحيضر، محاضرات في مقياس الأسواق المالية الدولية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى (جيجل)، 2021/2020.
3. عديلة مريم، مطبوعة في مقياس البورصة والأوراق المالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة 8 ماي 1945 (قالمة)، 2015/2014.
4. مفتاح صالح، مطبوعة دروس في مقياس المالية الدولية، تخصص مالية نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، 2006/2005.

## ✓ دراسات على شبكة الإنترنت:

1. بورصة عمان، التداول عبر الإنترنت، عمان/الأردن، متاح على الموقع: <https://www.ase.com.jo/ar/aldwyt/khdmata-alada/altdawl-br-alantrnt>، إطلع عليه في: 30/2021/9، على الساعة 14:44.
2. بورصة فلسطين، كيف تتداول الأسهم عبر الإنترنت، نابلس/فلسطين، متاح على الموقع: "WWW.PEX.PS"، اطلع عليه في: 2020/2/15، على الساعة 12:06.
3. شركة المال الأردني للاستثمار والوساطة المالية، نشرة توعية حول التداول عبر الإنترنت، عمان، متاح على الموقع: "WWW.CAPITALINV.JO"، اطلع عليه في: 2020/2/16، على الساعة 00:00.
4. هاشم السيد، فوضى المراكز المالية الحرة، متاح على الموقع: "https://www.raya.com"، اطلع عليه في: 2019/11/22، على الساعة 17:28.
5. الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، دليل المستثمر للتداول الإلكتروني، متاح على الموقع: "http://www.iinvest.org.eg/iinvest/html/about.html"، اطلع عليه في: 2021/8/16، على الساعة 11:53.

## ✓ المذكرات والأطروحات:

1. المهدي ناصر، مكانة وآفاق الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص النقود والمالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2011.

## ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

## ✓ الكتب:

1. Emmanuel Nyahoho, **Finances internationales- théorie, politique et pratique**, 2<sup>e</sup> édition, presses de l'université du Québec, Canada, 2002.
2. Erwan Le Saout, **Introduction au marchés financiers**, 3<sup>e</sup> Edition, Ed- Economica, France, 2011.
3. Jérémy Morvan, **Marchés et instruments financiers**, Ed-Dunod, France, 2009.
4. John C. Hull, **Options, Futures, And Other Derivatives**, 8<sup>th</sup> Edition, Ed- Pearson, France, 2012.
5. Morris, H., Mainelli, M., & Wardle, M, **The Global Financial Centres Index 28**, Z/Yen, London, 2020.

## ✓ دراسات على شبكة الإنترنت:

1. **LE FINANCEMENT OFF-SHORE** , Disponible sur : <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/538584fc34be1.pdf>, Consulté le: 31/10/ 2019, à 20:38.
2. **LES MARCHES FINANCIERS INTERNATIONAUX**, Disponible sur : <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bbbee76fd15.pdf&sa=U&ved=2ahU>

KEwiJt73KrazyAhVMyxokHWFYDbYQFnoECAQQAQ&usg=AOvVaw3mcB0BrdG8V-Nk41FylqCk, Consulté le 12/8/2021, à 22:08

3. Morris, H., Mainelli, M., & Wardle, M, **The Global Financial Centres Index 28**, Z/Yen, london, 2020.