



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي -
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

محاضرات في مقياس:

الأسواق المالية الدولية

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الأستاذة: نور الهدى عمارة

أستاذة محاضرة "قسم ب"

السنة الجامعية: 2020/2019

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	فهرس المحتويات
	فهرس الأشكال، الجداول والرسومات البيانية
1	مقدمة
2	الفصل الأول: تطور النظام النقدي الدولي
4	المبحث الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي
4	أولا. تعريف النظام النقدي الدولي
5	ثانيا. أهداف وأهمية النظام النقدي الدولي
5	المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب
6	أولا. نظام قاعدة الذهب (The Gold Standard) (1870-1914)
9	ثانيا. نظام الصرف بالذهب (Gold Exchange System) (ما بين الحربين 1914-1945)
10	ثالثا. انهيار نظام الذهب
11	المبحث الثالث: النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز (Bretton woods system) (1945-1971)
11	أولا. اتفاقية بريتون وودز
13	ثانيا. صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة
14	ثالثا. انهيار نظام بريتون وودز
15	المبحث الرابع: تطورات النظام النقدي الدولي بعد انهيار نظام بريتون وودز
15	أولا. اتفاقية سميثسونيان (The Smithsonian Agreement)
15	ثانيا. نظام الثعبان الأوروبي (الثعبان داخل النفق) (Snake in Tunnel)
17	ثالثا. نظام التعويم الحري بعد 1973 (Free floating System)
17	رابعاً. اتفاقية جاميكا
18	المبحث الخامس: النظام النقدي الأوروبي

فهرس المحتويات

	(The European Monetary System)
18	أولاً. النظام النقدي الأوروبي (EMS) وحدة النقد الأوروبية (ECU)
20	ثانياً. تأسيس الوحدة النقدية (اتفاقية ماستريخت وإطلاق الأورو)
23	الفصل الثاني: عموميات حول الأسواق المالية
25	المبحث الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية
25	أولاً. مفهوم الأسواق المالية
25	ثانياً. أهمية ووظائف الأسواق المالية
26	المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية
28	أولاً. أسواق النقد (Money Markets)
29	ثانياً. أسواق رأس المال (capital Markets)
31	ثالثاً. خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة الأسواق المالية
32	المبحث الثالث: المشاركون في الأسواق المالية (Securities Participants Market)
32	أولاً. المستثمرون (Investors)
32	ثانياً. المصدرون (Issuers)
32	ثالثاً. الوسطاء الماليون (Financial Intermediaries)
33	المبحث الرابع: الأوامر في الأسواق المالية
33	أولاً. من حيث طريقة تحديد الأسعار
34	ثانياً. من حيث مدة سريان الأمر
36	الفصل الثالث: مفهوم الأسواق المالية الدولية (International financial markets)
37	المبحث الأول: تعريف وخصائص الأسواق المالية الدولية
37	أولاً. تعريف الأسواق المالية الدولية

فهرس المحتويات

37	ثانيا. خصائص الأسواق المالية الدولية
38	المبحث الثاني: عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية
40	المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية الدولية
40	أولا. تعريف المؤشر
40	ثانيا. أهمية واستخدامات المؤشر
41	ثالثا. المؤشرات العالمية
43	المبحث الرابع: أقسام الأسواق المالية الدولية
43	أولا. أسواق النقد الدولية (International Money markets)
46	ثانيا. أسواق رأس المال الدولية (International Capital markets)
47	الفصل الرابع: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية
48	المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية
48	أولا. السندات الدولية (International Bonds)
51	ثانيا. الأسهم الدولية (International Stocks)
51	ثالثا. المشتقات المالية (Financial Derivatives)
61	رابعاً. القروض الدولية (International Loans)
62	خامساً. القروض المشتركة (Syndicated loans)
63	سادساً. المحافظ الدولية (International Portfolios)
64	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية الدولية
64	أولا. شهادات الإيداع الدولية (International certificates of deposit)
65	ثانيا. القبولات المصرفية (Banker's acceptances)
65	ثالثا. الأوراق التجارية (Commercial Papers)

فهرس المحتويات

69	ر لعا. أذونات الخزينة (Treasury Bills)
70	خامسا. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreement)
70	سادسا. اليورو دولار (Euro dollars)
71	سابعا. وسائل أخرى
73	الفصل الخامس: فروع الأسواق المالية الدولية
74	المبحث الأول: سوق السندات الدولية (The International Bonds Market)
74	أولا. أقسام سوق السندات العالمية (The Global Bond Market)
75	ثانيا. أسواق السندات الأوروبية
76	ثالثا. تطور حجم سوق السندات الدولية
77	المبحث الثاني: سوق سندات اليورو-دولار (Euro Dollar Bonds Market)
77	أولا. تعريف أسواق اليورو دولار
77	ثانيا. عمليات سوق الدولار الأوروبي
78	المبحث الثالث: سوق الأسهم الدولية (International stocks Market)
78	أولا. تعريف سوق الأسهم الدولية
79	ثانيا. كيفية شراء سهم دولي
80	المبحث الرابع: سوق المشتقات المالية (Derivatives Market)
80	أولا. المشتقات المالية الدولية في الأسواق المنظمة
82	ثانيا. المشتقات المالية الدولية في الأسواق غير المنظمة
85	المبحث الخامس: سوق الصرف الدولية (International exchange market)
85	أولا. تعريف وأشكال سعر الصرف الأجنبي
87	ثانيا. مفهوم، أقسام ومزايا أسواق الصرف الدولية
91	ثالثا. حجم التداولات في أسواق الصرف الأجنبي العالمية خارج البورصة

فهرس المحتويات

96	الفصل السادس: المر كز المالية الدولية (International Finacial Centers)
97	المبحث الأول: تعريف وخصائص المر كز المالية الدولية
97	أولا. تعريف المر كز المالية الدولية
97	ثانيا. خصائص المر كز المالية الدولية
98	المبحث الثاني: أنواع المر كز المالية الدولية
98	أولا. أنواع المر كز المالية الدولية
98	ثانيا. شروط قيام المر كز المالية الدولية
99	المبحث الثالث: أهم المر كز المالية الدولية
99	أولا. البورصات الدولية (International stock exchanges)
100	ثانيا. الأسواق (البورصات) الأمريكية
106	ثالثا- السوق المالية الأوروبية
111	رابعاً. الأسواق الآسيوية
112	الفصل السابع: أزمات الأسواق المالية الدولية (International Financial Crises)
114	المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية و أنواعها
114	أولا. مفهوم الأزمة المالية
116	ثانيا. أنواع الأزمات المالية
118	ثالثا. مؤشرات ودلالات أزمات البورصات
118	المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية العالمية
118	أولا. أزمة وولستريت 1929 (The Great Depression)
120	ثانيا. أزمة وولستريت 1987 (الإثنين الأسود)
121	ثالثا. أزمة 1989 (الجمعة اليتيمة)

فهرس المحتويات

121	رابعاً. أزمة المكسيك 1992-1994
122	خامساً. الأزمة المالية الآسوية (أزمة جنوب شرق آسيا) 1997
124	سادساً. الأزمة المالية العالمية لعام 2008
130	سابعاً. أزمة الديون السيادية اليونانية والأوروبية
136	خاتمة
137	قائمة المراجع

فهرس المحتويات

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
16	تحرك الشعبان داخل النفق	01
26	أقسام الأسواق المالية حسب معايير مختلفة	02
27	تقسيم الأسواق المالية حسب معيار غرض التمويل	03
88	أقسام سوق الصرف الأجنبي (الفوركس)	04

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
42	مؤشرات بعض البورصات العالمية- الناشئة- العربية	01
56	الفرق بين العقود الأجلة و العقود المستقبلية	02
59	الفرق بين الخيارات و العقود المستقبلية	03
76	حجم سندات الدين الدولية حسب المنطقة و القطاع المصدر في نهاية ديسمبر 2019	04
80	قيمة عقود المستقبلات في الأسواق المنظمة خلال عامي 2018 و 2019	05
81	قيمة عقود الخيارات في الأسواق المنظمة خلال عامي 2018 و 2019	06
82	سوق المشتقات العالمية خارج البورصة (OTC) خلال عام 2019	07
91	حجم التداول في سوق الصرف الأجنبي العالمية في أبريل 2019	08

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
82	تطور القيم الإسمية والسوقية الإجمالية لعقود المشتقات المتداولة في الأسواق غير المنظمة (OTC) خلال الفترة (2019-2007)	01
83	تطور المبالغ الاسمية لمشتقات أسعار الفائدة حسب العملات المقومة بها	02
84	تطور عقود مشتقات العملات الأجنبية العالمية خلال الفترة (2019-2001)	03
90	أقسام سوق الصرف الأجنبي	04
94	التداول في سوق الصرف الأجنبي العالمية حسب نوع الأدوات (العقود المتداولة) خلال الفترة (2019-1986)	05
94	التداول في سوق الصرف الأجنبي العالمية حسب العملات خلال الفترة (2019-1986)	06
95	تطور حصة مختلف العقود في إجمالي سوق الصرف الأجنبي العالمية خلال الفترة (2019-2001)	07

مقدمة:

تلعب الأسواق المالية الدولية دورا بالغ الأهمية ومتعدد الأوجه في العلاقات الاقتصادية الدولية، شركات المساهمة التي تتحرك عبر الحدود الدولية باحثة عن المواد الخام تحتاج إلى ارتباط مصر في يخدمها بطرق عديدة، وأبسط تلك الخدمات هي توفير عملات أجنبية حسب حاجة الشركة، والبنك التجاري الذي يقدم خدماته لهذه الشركات يرى ضرورة تكوين علاقة مع بنك مراسل في المنطقة التي تقوم الشركة بتغطية نشاطها، وأحيانا يؤسس البنك فروعاً له في الدول الأخرى من أجل تحقيق نفس الأهداف، كما أن الشركات التي تبيع سلعها في الدول الأخرى لا تحتاج إلى معرفة القوانين والأنظمة وإنما أيضاً إلى معرفة المكانة المالية لربائتها، لذا فإن البنك يؤدي خدمات مهمة في هذا المجال،

إن الأسواق المالية المحلية والأجنبية وأسواق رؤوس الأموال الدولية تجذب أموال المستثمرين من جميع أنحاء العالم، وتلعب دوراً هاماً في تمويل الأنشطة والعمليات الدولية المختلفة من صادرات وواردات وخدمات مالية كالقروض الموجهة للشركات الوطنية ونحوها، حيث تلجأ الشركات إلى الأسواق المالية الأجنبية للحصول على قروض، فقد نجد مستثمرين أمريكيين يذهبون إلى السوق المالية في لندن للحصول على قروض كبيرة ومعدلات فائدة أقل من أسعار الفائدة الأمريكية، كما أن تحركات رؤوس الأموال لم تعد تقوم على اختلاف أسعار الفائدة فقط، وإنما أصبحت نتيجة الاختلاف في العوامل المؤثرة على مختلف الأصول أيضاً، ولقد وفرت الأسواق المالية الدولية فرص استثمارية - كما هو الحال في الأسواق المحلية - في الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار... إلخ. ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد، بل هي عبارة عن مجموعة من المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة.

وللإلمام بمختلف العناصر المتعلقة والمرتبطة بالأسواق المالية الدولية، تم تقسيم محتوى هذه المطبوعة إلى سبعة فصول، تناول الفصل الأول مختلف مراحل التطور التي عرفها النظام النقدي الدولي، من نظام قاعدة الذهب، نظام برتون وودز، التعويم والنظام النقدي الأوروبي، فيما خصص الفصل الثاني لتقديم عموميات حول الأسواق المالية من مفاهيم وأهمية وأقسام هذه الأسواق، أما الفصل الثالث فيدرس الأسواق المالية الدولية وأقسامها الرئيسية، ليليه الفصل الرابع الذي سلط الضوء على مختلف الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية، ثم الفصل الخامس الذي تناول مختلف فروع الأسواق المالية الدولية، بعده يأتي الفصل السادس ليتطرق إلى أهم المراكز المالية الدولية ويلقي الضوء على أهم البورصات العالمية، وأما الفصل السابع والأخير فقد تناول أهم الأزمة التي تعرضت لها الأسواق المالية الدولية.

الفصل الأول

تطور النظام النقدي الدولي

(International Monetary System)

- المبحث الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي
- المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب
- المبحث الثالث: النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز (Bretton woods system) (1945-1971)
- المبحث الرابع: تطورات النظام النقدي بعد انهيار نظام بريتون وودز
- المبحث الخامس: النظام النقدي الأوروبي (The European Monetary System)

تمهيد:

يضم النظام الاقتصادي العالمي (The international economic System) مجموعة القواعد التي وضعت في أعقاب الحرب العالمية الثانية، لضبط العلاقات الاقتصادية بين الدول المختلفة، وهو يعتمد على ثلاث أركان أو ركائز تتمثل في: النظام النقدي الدولي (The international Monetary System) الذي يتحكم في كل ما له صلة بأسعار الصرف، وموازن المدفوعات، ومصادر تمويل العجز. ويعتبر صندوق النقد الدولي هو المسؤول عن هذا النظام، أما الركن الثاني فيسمى النظام المالي الدولي (the international Financial System) الذي يتحكم في كل ما يتعلق بحركة رؤوس الأموال الدولية، سواء كانت مساعدات أجنبية، أو قروض خارجية، أو استثمارات أجنبية مباشرة أو غير مباشرة. وفي هذا المجال يقوم البنك الدولي للإعادة التعمير والتنمية بالمساهمة في هذه الركيزة. أما الركن الثالث للنظام الاقتصادي العالمي فهو النظام التجاري الدولي (The international commercial System)، وهو الذي يتحكم في كل ما يتعلق بتصدير السلع أو استيرادها. وقد تولت الجهات المسؤولة عنه إلى أن استبدلت بمنظمة التجارة العالمية.

يمثل النظام النقدي الدولي الإطار المؤسسي للمبادلات الدولية، ويتكون هذا النظام من مجموعة من القواعد والإجراءات التي تهدف إلى إصدار ورقابة النقد الدولي، كما يسعى هذا النظام إلى تأمين تطور متوازن للمبادلات الدولية، ومن ثم نمو الاقتصاديات الوطنية.

ولقد مر النظام النقدي بمراحل مختلفة من نظام الذهب وأسعار الصرف الثابتة إلى بريتون وودز والتعويم وغيرها من التطورات، وكانت لكل مرحلة معطياتها وتأثيراتها الخاصة على الصعيد الدولي.

المبحث الأول: مفهوم النظام النقدي الدولي (International Monetary System)

أولاً. تعريف النظام النقدي الدولي: يعرف النظام النقدي الدولي على أنه مجموع الأدوات والقوانين والقواعد وأساليب التعامل مع المدفوعات الدولية خاصة ما يتعلق منها بالتسويات النهائية للديون، والبنوك المركزية هي المؤسسات التي تقوم بتلك التسويات، وتستعمل هذه البنوك أصولاً تعرف بالنقود الدولية، كما تحتفظ بمقادير احتياطية من تلك الأصول يطلق عليها موجودات احتياطية. (الجنابي، 2014، ص 273)

كما يعرف كذلك هذا النظام على أنه مجموعة الإجراءات التي يمكن أن تتخذ فيما له صلة بالعلاقات النقدية الدولية، وبالشكل الذي يسهل التجارة الدولية والعلاقات الاقتصادية الدولية عموماً. (خلف، 2001، ص 285)

وبالتالي فإن النظام النقدي الدولي يتكون من العناصر التالية:

- النقود الدولية: مثل الذهب والعملات الأجنبية، والأصول أو الحقوق التي تصدرها المؤسسات النقدية الدولية، ويطلق على النقود الدولية مصطلح السيولة الدولية؛
- مجموعة القواعد والآليات أو السياسات التي تكفل بتحقيق هدف هذا النظام التجاري متعدد الأطراف؛
- التنظيمات والمؤسسات النقدية والمالية الدولية والتي تؤثر في حجم السيولة الدولية، مثل البنوك المركزية للدول الصناعية المتقدمة وصندوق النقد الدولي، ومجموعة البنك الدولي للإنشاء والتعمير. (عبد القادر، 2010، ص 242)

يتميز النظام النقدي المحلي عن النظام النقدي الدولي بخاصيتين، الأولى هي وجود تحويلات في الأموال بين البنوك المركزية والمصارف المحلية الأخرى، وانتقال هذه الأموال من خلال نشاطات تقوم بها المصارف التجارية كعمالات ائتمانية، وتجري هذه التحويلات على المستوى الدولي كذلك، لكن مع إعطاء أهمية أكبر للتحويلات بين البنوك المركزية.

أما الخاصية الثانية فهي أنه على المستوى المحلي تقوم الحكومة بتسمية موجود معين نقداً قانونياً - نقد يحظى بقبول قانوني في تسوية الدين-، أما على المستوى الدولي فلم يكن هناك أبداً هذا النقد القانوني، ويرجع السبب في ذلك هو عدم وجود حكومة دولية لها القوة والسلطة القانونية على تسمية موجود معين نقداً قانونياً (Legal Tender)، إلا أن بعض الموجودات مع مرور الوقت أصبحت مقبولة لإجراء مدفوعات نهائية بين الدول، كالذهب والودائع الاسترلينية لدى المصارف في أواخر القرن 19، والودائع الدولارية بعد عام 1945. كما أنه لا يوجد بنك مركزي دولي، فصندوق النقد الدولي ليس بنكا مركزياً. (الجنابي، 2014، ص 273)

ثانياً. أهداف وأهمية النظام النقدي الدولي:

وقد كان الهدف من النظام النقدي العالمي بمختلف مراحلها، حتى بعد أن أصبح صندوق النقد الدولي وصيا عليه، هو الإستقرار النقدي ومنه الإستقرار الإقتصادي العالمي، والذي يشير إلى تفادي الأزمات الإقتصادية والمالية، والتقلبات الكبيرة في النشاط الإقتصادي والتضخم المرتفع والتقلب المفرط في النقد الأجنبي والأسواق المالية. وقد يؤدي عدم الإستقرار إلى زيادة عدم اليقين، تثبيط الإستثمار، عرقلة النمو الإقتصادي، والتأثير على مستويات المعيشة. والاستقرار النقدي، المالي والاقتصادي هو من أهم الاهتمامات الوطنية والدولية على حد سواء. (صويلحي، 2018، ص228)

وتنبع أهمية النظام النقدي الدولي من خلال توفيره السيولة الإضافية للدول الأعضاء فيه ولو كانت مشروطة أحيانا، التي تستخدمها في سد احتياجاتها على النطاق الدولي، كما تواجه بها العجوزات في موازين مدفوعاتها، وكذا تسوية مختلف معاملات التجارة الخارجية بين الدول وكذا الالتزامات والمديونية.

المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة الذهب

لقد تطورت النظم النقدية على مر الأزمنة ومرت بمراحل تاريخية مختلفة، كما تختلف النظم النقدية من دولة إلى أخرى وذلك تبعا للنظام الاقتصادي والاجتماعي للدولة ودرجة تقدمه. فخلال حقبة زمنية معينة اتبعت معظم الدول نظام قاعدة الذهب، فكان بمقدور الأفراد حسب هذا النظام استبدال ما بحوزتهم من نقود بما يقابل قيمته من كميات محددة من الذهب، إلا أن النفاذ التدريجي للأرصدة الذهبية وتزايد نفقات الإصدار النقدي (المرتبط بغطاء إصدار ذهبي كامل) أدى إلى التخلي التدريجي عن هذا النظام.

وبتطور الأمر وازدياد الحاجة لمضاعفة الإصدار النقدي وتخفيض غطاء الإصدار، ظهرت قاعدة النقود الورقية وهي القاعدة المتبعة حاليا.

إن التطور التاريخي للأنظمة النقدية المتبعة يوضح انقسامها إلى ثلاثة أنواع من الأنظمة، يتمثل الأول في نظام قاعدة الذهب، أما الثاني فهو نظام قاعدة الصرف بالذهب، ويعد النظام الورقي الإلزامي هو النظام الثالث.

أولا. نظام قاعدة الذهب (The Gold Standard) (1870-1914):

لقد قاد تكديس رؤوس الأموال في بريطانيا، ومن ثم في الدول المتقدمة صناعيا مع بداية عقد السبعينيات من القرن التاسع عشر إلى تصدير رأس المال، فكانت بريطانيا تمثل المجهز الرئيسي لرأس المال التمويلي على المستوى العالمي، بحيث ضاعفت مدينة لندن من موجوداتها الأجنبية بما يتجاوز خمسة مرات

ما بين عامي 1870 و1914 ، وأصبحت 25٪ من الثروة البريطانية مستثمرة في أسهم وسندات حكومية أجنبية، وفي سكك حديدية أجنبية. (الهيبي، الخشالي، 2006، ص 20)

فقد حقق المستثمرون البريطانيون عائدا استثماريا مرتفعا من جراء استثماراتهم الخارجية، بيد أن التدفق الهائل لرأس المال الاستثماري إلى الخارج ساهم في تراجع الصناعة البريطانية والاقتصاد البريطاني بصفة عامة، وسرع من تفوق القوى الصناعية الصاعدة على بريطانيا. فقد احتلت الولايات المتحدة وألمانيا ودول أخرى الصدارة في الصناعات الناشئة (Infant Industries) والمتمثلة بصناعات النفط والفولاذ والكهربائيات وصناعة السيارات. (الهيبي، الخشالي، 2006، ص 21)

لقد اهتمت بريطانيا العظمى بتحقيق نظام مالي دولي مستقر، فقد قامت بوصفها القوة الاقتصادية الأولى في العالم آنذاك بمهمة إدارة النظام المالي العالمي حتى قيام الحرب العالمية الأولى، وكانت الدول الأخرى تأمل في تحقيق نجاح اقتصادي مماثل باتباع الطريقة البريطانية، (R. Krugman, 2012, p 511)، حيث مثلت بريطانيا في تلك الفترة محور التجارة الدولية لما لها من قوة اقتصادية وعسكرية في مستعمراتها، فقد لعب بنك انجلترا نوعا ما دور "بنك العالم"، كما استعمل الجنيه الاسترليني كعملة أساسية لتسوية المدفوعات، في حين استعمل الذهب كاحتياطي مقابل الإصدارات، وهكذا بدأت بريطانيا بتطبيق قاعدة الذهب عندما اعتمدت وزنا معيناً من الذهب ليمثل الوحدة النقدية الأساسية. (عمر عبده، ص 216)

ساد النظام النقدي الذهبي منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر، وبقي سائدا إلى غاية الحرب العالمية الأولى، وأطلق على تلك الفترة بـ "الفترة الذهبية للنظام الذهبي". ووفقا لقاعدة الذهب أو كما أطلق عليها كذلك بـ "نظام المعدن الواحد"، كانت كل دولة تحدد قيمة الوحدة الواحدة من عملتها الوطنية بوزن معين من معدن الذهب، وفي الوقت نفسه تكون الدولة مستعدة لشراء وبيع أي كمية من الذهب لقاء سعر عملتها الذي أعلنته. (عمر عبده، ص 217)

ويعود أصل قاعدة الذهب إلى استخدام العملات الذهبية كوسيلة للتبادل ووحدة حساب ومخزن للقيمة، في حين أن الذهب لعب هذه الأدوار منذ العصور القديمة، فإن قاعدة الذهب كمعيار قانوني يرجع تاريخه إلى عام 1819، عندما ألغى البرلمان البريطاني قيوداً طويلة الأمد على تصدير العملات الذهبية والسبائك من بريطانيا. (R. Krugman, 2012, p 511)

لقد سار عدد كبير من دول العالم على نظام الذهب الكامل المعروف بالمسكوكات الذهبية، حيث ساد هذا النظام المملكة البريطانية وعددا من الدول قبل اندلاع الحرب العالمية الأولى عام 1914، فكان الذهب هو العملة المتداولة في ظل هذا النظام. وتم تعميم نظام القاعدة الذهبية (Golden rule) باعتمادها من طرف عدد متزايد من الدول كألمانيا عام 1875، فرنسا عام 1878، والولايات المتحدة الأمريكية، خاصة

بعد أن أوصى المؤتمر النقدي الدولي الأول الذي عقد في باريس عام 1876 بين عدد من الدول الأوروبية باستخدام نظام الذهب عالمياً. ومع نهاية القرن التاسع عشر كان معظم العالم يسير على القاعدة الذهبية. (بولويز وآخرون، 2017، ص 144)

ففي ظل قاعدة الذهب ترتبط العملات بأسعار صرف ثابتة في إطار من حرية تحويل الواحدة منها إلى الأخرى بلا قيد ولا شرط. ويأخذ نظام الذهب أشكالاً متعددة، فمن حيث شكل الوحدة النقدية يطلق على هذا النظام عادة اسم القاعدة الذهبية، ويتخذ نظام قاعدة الذهب أشكالاً ثلاثة متمثلة في نظام المسكوكات الذهبية، ونظام السبائك الذهبية، ونظام الصرف بالذهب.

1- قاعدة المسكوكات الذهبية (Gold Specie Standard): بعد اتخاذ الذهب كقاعدة للنقد، قام الناس بتداول مسكوكاته¹ من يد إلى يد فأصبح للذهب وظيفة مزدوجة، على المستوى المحلي تعتبر العملات الذهبية وسيط الدفع المقبول في الأسواق المحلية، أما على المستوى الدولي فقد كانت الالتزامات الدولية يتم تسويتها باستعمال الذهب. (الموسوعة السياسية، 2020)

وقد أعلنت الولايات المتحدة أن الدولار قابل للتحويل إلى الذهب بمعدل 20.67 دولاراً للأونصة من الذهب (وهو معدل ساري المفعول حتى بداية الحرب العالمية الأولى). وقد تم ربط الجنيه الإسترليني بـ 4.2474 جنيهاً للأونصة من الذهب، وكان تداول الدولار / الجنيه كما يلي:

$$4.2474 \text{ جنيهاً للأونصة من الذهب} = \frac{20.67 \text{ دولاراً للأونصة من الذهب}}{\text{£}/4.8665 \text{ \$}} \text{ (IBF, P 05)}$$

يتطلب تشغيل نظام قاعدة الذهب (قاعدة المسكوكات الذهبية) على المستويين المحلي والدولي توفر شروط معينة نذكر من أهمها ما يلي:

- تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بوزن وعتبار معين من الذهب وهذا الشرط هو الذي أعطى للذهب سعره الرسمي؛

- توافر حرية كاملة في سك وصهر الذهب دون تكلفة وهو شرط ضروري لتحقيق التعادل بين السعر السوقي والسعر القانوني للذهب؛

- ضمان قابلية العملة الوطنية للصرف بالذهب وبالعكس، أي توافر حرية تحويل العملات بعضها إلى بعض بلا قيد ولا شرط؛

¹ المسكوكة الذهبية: هي عبارة عن عملة ذهبية مصنوعة من الذهب، المضاف إليه بعض المعادن الأخرى وأهمها النحاس والقصدير لأكسابه الصلابة والسهولة بالتشكيل، وإن قيمة العملة ناجمة عن كمية أو وزن من الذهب الموجود فيها.

- ضرورة عدم وجود قيود على تصدير واستيراد الذهب من الخارج، حتى يتحقق التعادل بين سعر الذهب في الداخل وسعره في الخارج؛

فإذا كانت عملتان أو أكثر تسيران على قاعدة الذهب، أي أن كل واحدة منهما تعادل وزنا معيناً من الذهب الخالص، فإن سعر الصرف بينهما يتحدد آلياً. ويكون النسبة بين الذهب في كل من العملتين، وهذه النسبة الثابتة تعرف اصطلاحاً بحد التعادل الذهبي أو سعر التعادل (Mint Parity) أو السعر الرسمي (Par Value). (الحجار، 2003، ص 102)

وبالتالي تحدد لكل عملة منهما بالأخرى سعر صرف ثابت يتحدد بالعلاقة التالية:

$$\text{حد التعادل الذهبي (سعر التعادل)} = \frac{\text{الوزن المعدني الخالص لإحدى الدولتين}}{\text{الوزن المعدني الخالص للدولة الأخرى}}$$

مثال: نفترض أن كل من العراق ومصر قد ارتبطتا بقاعدة الذهب، وأن القانون المصري يعرف الجنيه بأنه عبارة عن 2.55187 غرام من الذهب، في حين أن القانون العراقي يعرف الدينار العراقي بأنه يساوي 2.48868 غرام من نفس المعدن.

ومنه يكون سعر صرف الجنيه المصري الواحد بالدينار العراقي كما يلي:

$$1 \text{ جنيه} = \frac{2.55187}{2.48868} = 1.025 \text{ دينار}$$

ومن جهة أخرى يكون سعر صرف الدينار العراقي بالنسبة للجنيه المصري كما يلي:

$$01 \text{ دينار} = \frac{2.48868}{2.55187} = 0.975 \text{ جنيه} (97.5 \text{ قرش مصري}). (\text{حشيش، شهاب، ص 90})$$

2- قاعدة السبائك الذهبية (Gold Block): تغيرت قاعدة المسكوكات الذهبية إلى قاعدة السبائك الذهبية، حيث تختلف السبائك عن المسكوكات في عدم تداول السبائك من يد إلى يد بين الناس، وإنما يمكن مبادلة البنكنوت (الأوراق النقدية المماثلة لها) التي أصدرها بنك الإصدار مقابل وزن محدد من الذهب لكل ورقة نقدية.

وقد جاء هذا التحول بعدما أعلن رئيس وزراء بريطانيا (Winston Churchill) في 25 أبريل 1925 عودة بريطانيا إلى قاعدة الذهب على صورة السبائك الذهبية، وذلك بعد أن اعتقد الكثير من رجال السياسة والاقتصاد أن الأسباب الحقيقية وراء الاضطرابات الاقتصادية والنقدية على صعيد العلاقات الاقتصادية الدولية التي حدثت بعد نهاية الحرب العالمية الأولى كانت بسبب الخروج عن قاعدة الذهب واتباع نظام الأسعار المرنة والقيود. (الموسوعة السياسية، 2020)

ثانياً. قاعدة الصرف بالذهب (Gold Exchange System) (ما بين الحربين 1914-1945): إن نشوب الحرب العالمية الأولى عام 1914 أدى إلى تخلي دول العالم عن نظام المسكوكات الذهبية، نظراً لازدياد نفقات الحرب وازدياد حاجة الدول المتحاربة للنقود لتغطية نفقاتها الحربية الضخمة والتي مولت جزءاً منها من خلال طباعة النقود، وفي المقابل فإن كميات الذهب المتوفرة في العالم محدودة، ولا تكفي لتوفير كميات كبيرة من القطع النقدية الذهبية، الأمر الذي نجم عنه تعليق حكومات العالم فعلياً المعيار الذهبي (R. Krugman, 2012, p 511)، حيث توقف العمل بقابلية تحويل العملات الورقية إلى ذهب، والقيام بإصدار نقود ورقية ومعدنية إلزامية وطرحها للتداول. ففي ظل هذا النظام يحتفظ البنك المركزي بكميات من السبائك الذهبية في خزائنه مقابل كتلة نقدية ورقية ومعدنية مساعدة مطروحة للتداول، سواء بما يعادلها من ذهب أو أن يكون الغطاء الذهبي بنسبة محددة منها. (مجيد، 2005، ص 54-55)، واتجهت الدول إلى فرض الرقابة على الصرف وكذا إيقاف تصدير الذهب. كما تم تخفيض القوى العاملة والقدرة الإنتاجية بشكل حاد نظراً للخسائر التي ألحقتها الحرب بكافة الدول، ونتيجة لذلك عرفت مستويات الأسعار ارتفاعاً في كل مكان في ختام الحرب في عام 1918.

لقد عرف العالم شكلاً ثالثاً لنظام الذهب سمي بنظام الصرف بالذهب، بعد ظهور الدول الجديدة التي لا تمتلك الذهب ما ألزم الدول بالتفكير في نظام آخر، وهو ما أوصى به مؤتمر جينوه (Genoa) المنعقد بإيطاليا في الفترة 10 أبريل إلى 19 مايو 1922 باتباع نظام الصرف بالذهب رسمياً، حيث في ظل هذا النظام ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب، ويتم ذلك عن طريق احتفاظ البلد التابع بسندات أجنبية للبلد المتبوع كغطاء للعملة في التداول. فمثلاً انكلترا والهند، حيث كانت انكلترا على نظام الذهب في حين قامت الهند بتغطية عملتها المتداولة بسندات مسحوبة على انكلترا لصالح الهند، وتحصل انكلترا بالمقابل على فوائد. وهكذا تتحدد عملة البلد التابع بعملة البلد المتبوع وليس بالذهب مباشرة. (مجيد، 2005، ص 55)

وحدة النقد ← تحويل إلى عملة أجنبية ← قابلة للتحويل إلى ذهب

أطلق بعض الاقتصاديين على هذا النظام "نظام قاعدة الذهب غير مباشرة"، حيث يمكن تحويل وحدة النقد إلى عملة قابلة للتحويل لذهب، ثم تحويل الأخيرة إلى وزن نسبي من الذهب (وجود علاقة بين وحدة النقد وبين الذهب عن طريق العملة القابلة للتحويل إلى ذهب). (مصطفى، 2009، ص 252)

يوجد طبقاً لهذا النظام -الذي يطلق عليه كذلك نظام التحويل من الدرجة الثانية- نوعين من العملات، عملات لها دور هام على المستوى العالمي وتسمى "النقود المركزية"، وعملات تابعة، تستند في إصدارها على عملة ارتكازية أي قابلة للتحويل لتكون غطاء لها بدلاً من الذهب، فمثلاً نجد أن الدول التي

كانت منطقة نفوذ اقتصادية لأمريكا كانت عملاتها قابلة للتحويل إلى الدولار القابل للتحويل لذهب، ونفس الشيء بالنسبة للدول التي كانت تابعة لكتلة الإسترليني، أصبحت هذه الدولة تتمتع بمزايا الذهب عن طريق الاحتفاظ باحتياطياتها الذهبية في صورة عملات. فنجد أن هذا التقسيم للعملات هو أساس نظام الصرف بالذهب. (مصطفى، 2009، ص 253)

لقد كان الجنيه الاسترليني هو العملة المحورية أو الإرتكازية، حيث كان الأساس الذي يستند عليه في سداد الإلتزامات الدولية، وكان يتمتع بغطاء إصدار كامل من الذهب، إلا أنه مع مرور أصبح الدولار يقف جنباً إلى جنب مع الجنيه الاسترليني، فأصبح نظام الصرف بالذهب يستند على هاتان العملتان (الدولار والاسترليني)، في الوقت الذي تدور فيه باقي العملات حول هذا المحور، وبالتالي أصبح النظام النقدي العالمي نظاماً ذاتي القطبين.

إلا أنه في الثلاثينيات من القرن التاسع عشر ضعفت وتراجعت الأهمية النسبية للجنيه الاسترليني، وذلك بظهور مصادر جديدة للطاقة غير الفحم، الذي كان يشكل معظم صادرات بريطانيا، وفي المقابل تزايدت الأهمية النسبية للاقتصاد الأمريكي وزادت مكانة الدولار على المستوى العالمي، حيث أصبح يعكس قوة الاقتصاد الأمريكي، ويمثل الاحتياطي النقدي الذي يحل محل الذهب، في إطار النظام النقدي القائم على أساس قاعدة الصرف بالذهب. (مصطفى، 2009، ص 254)

ثالثاً. انهيار نظام الذهب:

بعدما توقف العمل بقاعدة الذهب أثناء الحرب العالمية الأولى، عرفت مرحلة ما بين الحربين العديد من الاضطرابات في النظام النقدي الدولي، حيث حاولت بعض الدول العودة لقاعدة الذهب، غير أنها اختلفت في الكيفية خاصة بعد تراجع أرصدة الدول الصناعية الأوروبية من الذهب لصالح زيادة رصيد الولايات المتحدة، وأن مجمل هذه الصعوبات، التي رافقت العمل بنظام الصرف بالذهب وما أفرزته الأزمات الاقتصادية التي ظهرت بدايتها في عام 1929، حيث ظهرت بداية في أمريكا ثم انتقلت إلى دول أوروبا، ومن ثم لبقية دول العالم، دفعت بالعديد من الدول إلى فرض الرقابة على الصرف لمواجهة العجز في موازين المدفوعات، وبالذات الدول المصدرة للمواد الأولية، نتيجة انخفاض الطلب على صادراتها. (عيشاوي، 2018، ص 19)

إن قاعدة صرف الذهب والتي استطاعت التعايش مع ظروف ما بعد الحرب العالمية الأولى، لم تستطع تحمل أزمة الكساد الكبير لعام 1929، لقد كانت بريطانيا أول من أعلنت عن خروجها من نظام قاعد الذهب من خلال إنهاء قابلية تحويل عملتها إلى ذهب في سبتمبر 1931، أي إيقاف شرط تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب إثر توقف فرنسا عن إلا أن خروج قبول الجنيه الإسترليني لتسوية عملياتها المالية الخارجية

والإصرار على الذهب بدلا منه، توالى بعدها حركة الإنهيار في النظم النقدية (الحجار، 2003، ص 107)، ورغم استمرار دول كتلة الذهب (Gold Bloc) (فرنسا، بلجيكا، هولندا، إيطاليا وسويسرا) في الإلتزام بهذه القاعدة بعض الوقت، إلا أن خروج الولايات المتحدة الأمريكية منها عام 1933، أدى إلى انهيار الكتلة بخروج فرنسا وسويسرا عام 1936، وبعدها كانت جميع الدول التي كانت تسير على نظام الذهب قد خرجت عنه، وبذلك يكون قد انهار هذا النظام كنظام نقدي دولي انهيار تاما. (معروف، 2006، ص 60)

المبحث الثالث: النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز

(1971-1945) (Bretton woods system)

لقد تمخضت الحرب العالمية الثانية عن نتائج بالغة الأهمية ساهمت في تشكيل المعالم الرئيسية لعالم ما بعد الحرب، كبروز الولايات المتحدة الأمريكية كقوة اقتصادية وعسكرية، وإضعاف قوة بريطانيا وفرنسا، بالإضافة إلى ظهور دول خارج المنظومة مثل الصين.

وقد أثرت نتائج هذه الحرب على النظام النقدي الدولي الذي تعرض لهزات واضطرابات عنيفة، الأمر الذي دفع الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا إلى تأسيس نظام نقدي جديد من شأنه أن يعزز جملة من الأهداف أهمها إزالة القيود عن التجارة، تحقيق تحويل العملات، الحفاظ على استقرار أسعار الصرف بين مختلف العملات. (بوشنافة، العلمي، 2012، ص 307-308)

أولا. اتفاقية بريتون وودز:

لتحقيق الأهداف سالفة الذكر تم عقد مؤتمر "بريتون وودز" بالولايات المتحدة الأمريكية في ولاية (New Hampshire)، الذي ضم مندوبين من 44 دولة في عام 1944، والذي مهدت له دراسات كل من الإقتصاديين "جون مينارد كينز" البريطاني، و"هاري هويد" الأمريكي، والذي استمر لمدة 03 أسابيع من أول يوليو إلى 22 يوليو عام 1944، لبحث أسس نظام النقد الدولي في أعقاب الحرب العالمية الثانية وقواعد التعاون الدولي، والذي انتهى بتوقيع اتفاقية "بريتون وودز" التي تعد بمثابة إعلان للنظام النقدي العالمي الجديد، وإنشاء أهم المؤسسات الاقتصادية في العالم، (برقوق، يوسف، 2016، ص 407-408) وهي صندوق النقد الدولي (International Monetary Fun) الذي كان هدفه وضع نظام نقدي دولي جديد للتعاملات المالية الدولية، ييسر المبادلات بين الدول، يساعد على استقرار أسعار الصرف، وكما يساعد على تحقيق التوازن في موازين مدفوعات هذه الدول، إضافة إلى إنشاء البنك العالمي (World Bank)، الذي كان يطلق عليه البنك العالمي للإنشاء والتعمير (International Bank for Reconstruction and Development)، ليتولى تمويل عملية بناء ما دمرته الحرب العالمية الثانية، وتمويل التوسع في النشاطات الاقتصادية من خلال العمل على تطوير اقتصاديات الدول الأعضاء، إضافة إلى ما يوفره من استشارات فنية بخصوص هذا التطوير تمويلا

ونشاطا، (خلف، 2001، ص 301) إضافة إلى إنشاء الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة والتي أصبحت لاحقا المنظمة العالمية للتجارة.

كان نظام بريتون وودز يربط عملات العالم الرأسمالي بالدولار الأمريكي بأسعار صرف محددة، ويربط الدولار بالذهب بسعر تبادل محدد بـ 35 دولار للأوقية، تتعهد الولايات المتحدة الأمريكية باستبدال الذهب بالدولار بهذا السعر المحدد، ولا تكون التقلبات في أسعار الصرف إلا في حدود ضيقة، فإذا خرج بلد من البلدان لسبب من الأسباب عن هذه الأسعار بفروق كبيرة، فلا يمكن قبول مثل هذا الوضع إلا كوضع مؤقت يصبح الهدف منه العودة إلى الأسعار المحددة، فهذا يحل الدولار المستند إلى الذهب محل الذهب كمحور لعملات الاقتصاد الرأسمالي الدولي، هذا يعني أنه أصبح مقبولا كعملة دولية. (دويدار، 1999، ص 170)

لقد شهد العالم الرأسمالي نوعا من الاستقرار خلال الثلاثون عاما أو ما تعرف "بالثلاثون الذهبية" للاقتصاد الرأسمالي. وهو ما شجع الولايات المتحدة الأمريكية على التوسع في الإنفاق خارج الحدود الأمريكية كما يلي:

- مشروع مارشال الذي ساهم منذ 1955 في نمو سريع للشركات متعددة الجنسيات FMN الأمريكية؛
 - تدفق رؤوس الأموال الأمريكية إلى دول آسيوية معينة لمواجهة امتداد النموذج الماركسي السوفييتي والصيني؛
 - زيادة الإنفاق على الآلة الحربية في الفيتنام، خاصة بعد إنتخاب ليندون ب. جونسون في عام 1974 وبرنامج "المجتمع العظيم" والحرب على الفقر؛
 - تمويل الصراعات الإقليمية في الشرق الأوسط وأمريكا اللاتينية؛
- فكل هذه الأسباب جعلت من الدولار العملة الأقوى والأجدر بالثقة في المعاملات المالية الدولية، والقبالة حسب اتفاقية بريتون وودز للتحويل إلى ذهب بالسعر الرسمي، والو.م.أ كان باستطاعتها تأمين ذلك بسهولة. (العجال، 2017، ص 299)

وقد استمر العمل بهذا النظام قرابة خمس وعشرون سنة حتى انهياره في عام 1971.

ثانيا. صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة:

- 1- صندوق النقد الدولي (International Monetary Funds) : تبلورت فكرة إنشاء الصندوق كما رأينا سابقا أثناء مؤتمر عقده الأمم المتحدة في بريتون وودز عام 1944، والذي بدأ مزاولة نشاطه في أول مارس 1947 بعدد أعضاء بلغ 106، من أهمها أمريكا، إنجلترا، فرنسا، ألمانيا الغربية، ولا يضم الاتحاد السوفياتي أو الديمقراطيات الشعبية الأوروبية.

حيث يهدف الصندوق في الأساس إلى ضمان استقرار النظام النقدي الدولي، من خلال تحقيق الثبات النسبي لأسعار الصرف وتأسيس نظام متعدد الأطراف للمدفوعات الدولية التي تمكن الدول ومواطنيها من إجراء المعاملات فيما بينهم، فضلا عن تنظيم وزيادة السيولة الدولية لمواجهة الاختلالات الطارئة في موازين المدفوعات. (حشيش، شهاب، 2003، ص 219)

وتتمثل أهدافه الأصلية فيما يلي:

- تشجيع التعاون الدولي في الميدان النقدي؛
- تيسير التوسع والنمو المتوازن في التجارة الدولية؛
- تشجيع استقرار أسعار الصرف؛
- المساعدة على إقامة نظام مدفوعات متعدد الأطراف؛
- إتاحة الموارد (بضمانات كافية) للدول الأعضاء التي تمر بمشكلات تتعلق بميزان المدفوعات. (صندوق النقد الدولي، 2015، ص 03)

لقد تم تحديث صلاحيات صندوق النقد الدولي في عام 2012، لتشمل كل سياسات الاقتصاد الكلي والقطاع المالي المؤثرة على الاستقرار العالمي.

2- حقوق السحب الخاصة (Special Drawing Rights): هي نوع من التسهيلات الإئتمانية أنشأها صندوق النقد الدولي عام 1969 لتوفير المزيد من السيولة اللازمة لسداد الإلتزامات الدولية، فالعضو الذي يقبل الإشتراك في تسهيلات حقوق السحب الخاصة يلتزم بإمداد من الأعضاء الآخرين بعملات قابلة للتحويل بالفعل، مقابل حصولهم منهم على حقوق السحب الخاصة، وذلك في حدود الحصص التي قررها له الصندوق من حقوق السحب الخاصة، فهي نقود دولية اعتمد الصندوق في استخدامها على الثقة المتبادلة بين الدول الاعضاء، وما يرتبط بذلك من التزامهم بالقبول العام لها في تسوية المبادلات الدولية بدلا من العملات القابلة للتحويل.

ينظم الصندوق خلق حقوق السحب الخاصة وإلغائها كل خمس سنوات وذلك بقرارات بأغلبية 85٪ من قوة التصويت، كما يتوقف ما يمنحه الصندوق للأعضاء المشتركين على نسبة حصة كل منهم في الصندوق، وقد الصندوق أول دفعة من حقوق السحب الخاصة عام 1970 ومقدارها 3.5 مليار دولار، زيدت فيما بعد على مرتين حتى بلغت بعد ثلاث سنوات 9.5 مليار دولار. (البياتي، 2010، ص 239-240)

ثالثا. انهيار نظام بريتون وودز:

لقد انتهى عصر بريتون وودز الذي قاده وسيطرت عليه الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك منذ أن أعلن الرئيس الأمريكي الأسبق ريتشارد نيكسون يوم 15 أوت من عام 1971، وبقرار منفرد دون الرجوع إلى صندوق النقد الدولي، وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وتعويم الدولار أي تصبح قيمته قابلة للصعود والهبوط مثله مثل بقية العملات الأخرى. (خنوش، 2014، ص 194) عندما حاولت ثلاثة بنوك مركزية أوروبية صغيرة تحويل جزء من احتياطياتها الدولارية إلى ذهب من بنك الاحتياطيات الفيدرالية الأمريكي، أوقفت الولايات المتحدة تحويل الدولار إلى ذهب، كما تم اتخاذ قرار فرض رسم استيراد 10٪ على الواردات التي لا تخضع لتحديدات كمية، وذلك لمعالجة العجز في ميزان المدفوعات وكذلك لكي لا تستنفذ الولايات المتحدة الأمريكية كل احتياطياتها. (بولويز وآخرون، 2017، ص 146) وكذا تخفيض العون الخارجي بنسبة 10٪، ولمعالجة مشكلة التضخم تم تجميد الأجور والأسعار لمدة تسعين يوم تتبعها فترة من مراقبة شديدة للزيادات في الأسعار والأجور، كما اتخذت إجراءات أخرى استهدفت تشجيع الصادرات الأمريكية، كإلغاء ضريبة الإنتاج المفروضة على السيارات الأمريكية والمقدرة بـ 7٪، وإعفاء الاستثمارات الخاصة بإنتاج المعدات الوطنية من الضرائب بنسبة 10٪ لمدة سنة ثم نسبة 5٪ بعد ذلك تشجيعاً للاستثمارات فيها، حيث كانت تهدف هذه الإجراءات إلى محاولة تحقيق تحسن ملحوظ في ميزان المدفوعات الأمريكي، بالإضافة إلى إجبار الدول الصناعية الأوروبية على الرئيسية على إعادة تقويم عملاتها مقابل الدولار، وذلك لغرض تحسين الوضع التنافسي الأمريكي اتجاه الدول المذكورة. (الجنابي، 2014، ص 309)

فكانت الإجراءات سابقة الذكر بمثابة انهيار لقاعدة الدولار، حيث دخلت أسواق الصرف الأجنبي في فوضى أدت إلى اضطراب العلاقات السياسية والاقتصادية بين الدول تلاها اجتماع جزر الأزور في ديسمبر 1971 بين الرئيسين الأمريكي والفرنسي.

المبحث الرابع: تطورات النظام النقدي الدولي بعد انهيار نظام بريتون وودز

أولاً. اتفاقية سميثسونيان (The Smithsonian Agreement): لقد نتج عن هذا التطور اضطراب الأسواق المالية العالمية وعدم استقرار أسعار العملات الدولية. وفي محاولة لتدارك الوضع اجتمع ممثلو مجموعة العشر (The Group of Ten) يوم 18 ديسمبر 1971 في سميثونيان بواشنطن في مقاطعة كولومبيا، وتوصلوا إلى اتفاق عرف باسم مكان الاجتماع "اتفاقيات السميثسونيان"، ووافقت الولايات المتحدة الأمريكية على خفض القيمة الذهبية للدولار، وذلك برفع قيمة الأوقية الواحدة من الذهب مقابل الدولار من 35 دولار للأوقية إلى 38 دولار أي بنسبة 8.57٪ (عمر عبده، ص 224)، وبذلك ارتفعت قيمة العملات القيادية الأخرى، حيث ارتفعت قيمة كل من الين الياباني ومعظم العملات الأوروبية مقابل الدولار، وسميت أسعار الصرف الجديدة بالأسعار المركزية بدلا من الأسعار الرسمية، والعمل على إبطال التعويم المؤقت لأسعار عملات

مجموعة العشر، وأجيز للعملات أن تتذبذب ضمن نطاق 2.25٪ من الأسعار المثبتة حديثا بدلا من نسبة ± 01 ٪ الموضوعية في نظام بريتون وودز، (آيت يحيى، 2013/2014، ص 26) فحصل شيء من الاستقرار ولكنه لم يستمر طويلا نتيجة استمرار وتزايد العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي، فدفعت حركات المضاربة الولايات المتحدة الأمريكية في 13 فيفري 1973 إلى رفع سعر أوقية الذهب إلى 42.22 دولارا فانخفضت قيمة الدولار مرة أخرى بنسبة 10٪. (عمر عبده، ص 224)

وبهذا التخفيض فقد الدولار مكانته تماما كنقطة ارتكاز في النظام النقدي الدولي الذي أقامه اتفاق بروتون وودز. وعندما تخلت الدول الأوروبية واليابان عن التزامهما بالتدخل في أسواق النقد لتدعيم الدولار والسماح بتعويم عملاتها، فإنها تكون قد هجرت نظام استقرار أسعار الصرف، وهو ما دفع إلى مناقشة إصلاح النظام النقدي الدولي في الدورة العادية لصندوق النقد الدولي، وتم تشكيل لجنة مؤقتة (لجنة العشرين) لإعداد دراسة حول نظام النقد الدولي ضمت ممثلين عن مختلف الدول الأعضاء في الصندوق، انحصرت مهمتها في إعداد اقتراحات للتكيف مع مقتضيات الحاضر، وقد عرض هذا الاتفاق سنة 1976 في جاميكا (كينغستون)، والذي عرف فيما بعد بمؤتمر جاميكا. (آيت يحيى، 2013/2014، ص 26)

ثانيا. نظام الثعبان الأوروبي (الثعبان داخل النفق) (Snake in Tunnel):

بعدها شهد العالم انهيار النظام النقدي الدولي وإيقاف تحول الدولار إلى ذهب سنة 1971، أصرت الدول الأوروبية على إنشاء نظام نقدي موحد، وإصدار وحدة نقدية أوروبية مستقلة، فبدأت الترتيبات باستحداث ما يسمى بنظام الثعبان في النفق.

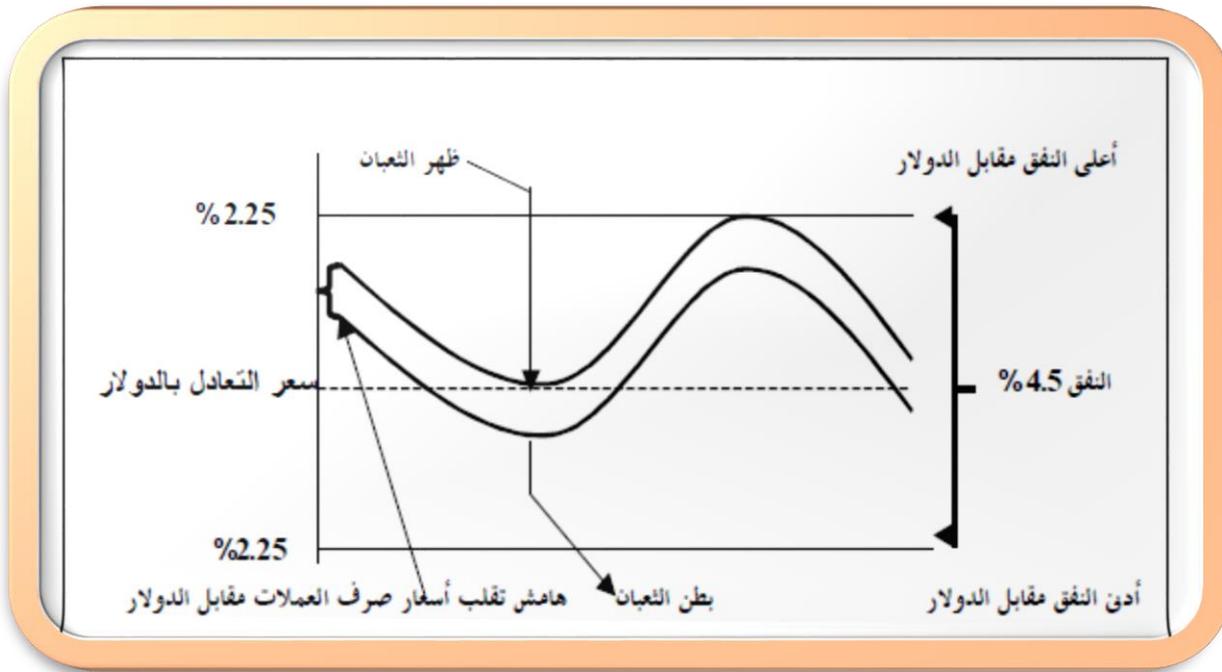
في أبريل 1972 تم إنشاء الإتفاق بين دول المجموعة الأوروبية على الإلتزام بهامش ± 2.25 % بالنسبة لأسعار صرف عملاتها مقابل الدولار، وهامش ± 1.25 % في أسعار صرف عملاتها مقابل بعضها البعض، ويسمى هذا النظام "بنظام الثعبان داخل النفق" أي التحرك بحرية كحركة الثعبان (ولكن في حدود معينة داخل النفق)، فكان يستلزم تدخل البنوك المركزية لدول المجموعة للمحافظة على تقلبات أسعار صرف عملاتها في حدود هامش ± 1.25 % على جانبي السعر المركزي، لكن لم يستمر العمل بهذا النظام طويلا نظرا لإضطرابات الأسواق المالية الدولية، وخصوصا فيما يتعلق بتدهور أسعار صرف بعض العملات الأوروبية مثل الجنيه الإسترليني، الليرة الإيطالية والكرون الدانمركي، مما دفع كل من ألمانيا الغربية، فرنسا، إيطاليا، بلجيكا، ولوكسمبورغ في 1973 إلى إتباع التعويم الجماعي لعملاتها، وذلك بالمحافظة على هامش التقلب المسموح بين أسعار صرف عملاتها بنسبة 2.25% كحد أقصى، واعفاء بنوكها المركزية من التدخل في أسواق الصرف الأجنبي لتدعيم سعر الدولار وذلك بعد السماح لسعره بالانخفاض عن نسبة 2.25 % عن سعر التعادل، وهذا ما يعني في الأخير أن النفق أصبح غير موجود، الأمر الذي أدى إلى البحث عن بديل آخر لنظام

نقدي مستقر من أجل تحقيق أهدافها، وهذا ما أدى إلى إعطاء دفعة قوية نحو إقامة نظام نقدي أوروبي فيما بعد. (حملاوي، 2017، ص 152-153)

فقد تم استبدال نظام الثعبان داخل النفق بعد تعميم فكرة حرية التعويم بالنظام النقدي الأوروبي (EMS: European Monetary System).

والشكل الموالي يمثل نظام الثعبان داخل النفق:

الشكل رقم (01): تحرك الثعبان داخل النفق



المصدر: سامية مقعاش، 2007/2006، ص 06.

ثالثاً. نظام التعويم الحر بعد 1973 (Free floating System): تمثل سياسة التعويم الحر نقيضاً لسياسة تثبيت أسعار الصرف، حيث لا يمكن للسلطات النقدية أن تتدخل في أسواق الصرف من أجل تدعيم العملة الوطنية أو تتخذ قرارات اقتصادية متعلقة بسعر صرف العملات، وتكون بالتالي غير ملزمة بالاحتفاظ باحتياطات كبيرة من العملات الأجنبية. (عبد القادر، 2010، ص 256)

ووفقاً لهذه السياسة فإن توازن ميزان المدفوعات يتحقق تلقائياً عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، حيث تتغير أسعار الصرف ارتفاعاً وانخفاضاً حتى يتحقق التوازن.

إن تجارب الدول في تطبيق سياسة التعويم لم تخل من تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف منعا للتقلبات العنيفة لأسعار الصرف، وهذا ما يطلق عليه التعويم غير النظيف أو "سياسة التعويم المدار (Managed floating)".

إن التحول من أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المعومة الذي شمل غالبية عملات هذه الدول منذ عام 1973، وبالتالي التحرر من قيود الإلتزام بسقف 1٪ الذي كان مفروضاً من طرف صندوق النقد الدولي، رافقه تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، فمثلاً انخفض سعر الجنيه الاسترليني أمام الدولار الأمريكي في عام 1976 من دولارين إلى 1.55 دولار، ثم ارتفع عام 1977 إلى 1.97 دولار، وبلغ عام 1979 حوالي 2.4 دولار. وارتفع سعر الدولار الأمريكي أمام الين الياباني من 265 ين إلى 300 ين في عام 1973.

علماً أن سعر الذهب حقق تصاعداً مستمرا خلال فترة السبعينيات، وذلك من 42 دولار للأوقية الواحدة من الذهب إلى 39 دولار عام 1971، ثم إلى 42 دولار عام 1973 وإلى 200 دولار عام 1974 وإلى 900 دولار في نهاية 1979. (معروف، 2006، ص 82)

إن اتباع الدول الصناعية لسياسة التعويم سنة 1973، ليس لاعتبارها تمثل نظاماً نقدياً أفضل إلا أن اتباعها له كان بسبب انهيار نظام أسعار الصرف الثابتة.

رابعاً. اتفاقية جاميكا: منذ سنة 1973 أصبح النظام النقدي الدولي يقوم على قاعدة التعويم المدار لأسعار الصرف، هذه القاعدة التي فرضت نفسها ولم يقصد أحد اجتيازها لأن نظام التعويم كان نتيجة انهيار نظام "بروتون وودز"، ولم تأت كمرحلة تزيل ما قبلها من المراحل بل لمواجهة الفوضى التي سادت أسواق الصرف الأجنبي والمضاربات التي أحدثت العديد من الاختلالات.

وفقاً لهذه القاعدة تقوم السلطات النقدية في كل دولة بمسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف، دون محاولة التأثير على اتجاهات أسعار الصرف في المدى الطويل، وهكذا انتهى الأمر إلى تحرك صندوق النقد الدولي في اتجاه إدخال تعديلات على اتفاقية إنشائه، وتم التوصل إلى اتفاق بيان بعض أحكام الصندوق (معزوز، بودري، 2011، ص 75)، أطلق عليه اتفاقية "جاميكا" والتي دخلت حيز التنفيذ في أول أبريل 1978، بعد أن حصل على الأغلبية المطلوبة من مجموعة القوة التصويتية 60% من مجموع الدول الأعضاء في الصندوق، انعقد مؤتمر جاميكا في 7-8 جانفي 1976، ولقد جاءت هذه الاتفاقية للتأكيد على الإصلاح النظام النقدي الدولي من خلال اتخاذ جملة من التدابير والقرارات:

- حرية أسعار الصرف (نظام تعويم العملات)، وذلك تعديلاً للمادة الرابعة من اتفاقية صندوق النقد الدولي التي كانت تلزم الدول بتحديد أسعار الصرف الخاصة بالعملات وفقاً لنظام استقرار أسعار الصرف أو أسعار التعادل؛

- إلغاء سعر الصرف الرسمي للذهب (السعر الثابت)؛

- ترك الحرية الكاملة للبنوك للتعامل في الذهب وتحديد أسعاره؛

- إنهاء دور الذهب كوحدة مرجعية لتقييم حقوق السحب الخاصة، وكذلك كأساس لتقييم العملات الوطنية للدول الأعضاء؛

- احتفاظ الذهب بمكانته كأصل احتياطي لدى السلطات النقدية في العالم، على الرغم من إنهاء دوره النقدي في إطار النظام النقدي الدولي. (صويلحي، 2018، ص 233)

وبنهاية 1980 ارتبطت حوالي 47 دولة بنظام التعويم المدار، وارتبطت 39 دولة بعملة الدولار الأمريكي و 22 دولة بسلة معينة من العملات، و 15 دولة بحقوق السحب الخاصة، و 12 دولة بالفرنك الفرنسي. وقد اعتبر هذا الاتفاق تقدينا للأمر الواقع أكثر من اعتباره خطوة لإصلاح النظام النقدي الدولي. (آيت يحيى، 2013/2014، ص 30)

المبحث الخامس: النظام النقدي الأوروبي (The European Monetary System)

يعتبر النظام النقدي الأوروبي إحدى حلقات التكامل الاقتصادي الأوروبي، الذي بدأ عام 1957 عند تكوين الجماعة الاقتصادية الأوروبية وذلك بموجب معاهدة روما، فمنذ ذلك التاريخ بدأ التفكير في إنشاء نظام نقدي خاص بأوروبا يضمن استقرار أسعار صرف العملات الأوروبية.

أولاً. النظام النقدي الأوروبي (EMS) ووحدة النقد الأوروبية (ECU):

إن انهيار نظام الثعبان داخل النفق الذي كانت الجماعة الأوروبية تعمل به ولد لديها الرغبة لاستحداث البديل الأكثر فعالية، وتمثل في النظام النقدي الأوروبي. وفي هذا السياق قرر محافظو البنوك المركزية لدول المجموعة الأوروبية أثناء الاجتماع الذي عقد بمدينة بروكسل في 05-06 من ديسمبر عام 1978 ، إعادة إحياء عملية الاتحاد الاقتصادي والنقدي بين دول المجموعة وتنسيق السياسات الاقتصادية والنقدية فيما بينها وذلك بتبني هذا النظام الجديد، والذي دخل حيز التنفيذ في 13 مارس 1979. ويضم النظام النقدي الأوروبي ثماني دول أعضاء في السوق الأوروبية المشتركة وهي (ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، هولندا، بلجيكا، لوكسمبرج والدنمارك)، أما بريطانيا فإنها رغم مواقفها على بعض جوانب النظام إلا أنها لا تزال تعوم عماتها (الباون الأسترليني) بصورة مستقلة.

وتعد وحدة النقد الأوروبية (ECU: The European Currency Unit) إحدى الدعائم الثلاثة الأساسية التي يركز عليها النظام النقدي الأوروبي، فهي لم تكن في شكل عملة ورقية أو قطع نقدية معدنية، وإنما كانت في شكل وحدة حسابية ووحدة للتبادل والاحتياطي بين البنوك المركزية، (مقعاش، 2006/2007، ص 07) أصدرها الصندوق الأوروبي للتعاون النقدي في 13 مارس 1977 كعملة داخلية بين الدول الأعضاء فيه.

فهي كانت عبارة عن عملة مركبة (سلة عملات) تتكون من مقادير محددة من عملات الدول الثمانية الأعضاء في هذا النظام، وكانت هذه الوحدة وحدة حساب فقد جرى فعلا فتح حسابات ودائع مصرفية مسمّاة بها، كما تم إصدار سندات مسمّاة بها كذلك. (الجنابي، 2014، ص 325)

لقد كانت الإيكو غير مصكوكة (على خلاف اليورو)، كما أن بدء التعامل بين الإيكو وباقي العملات كان مختلف عن بعضه، حيث كان أول تعامل على الإيكو مقابل الدولار في 20 مارس 1989 بينما في مقابل الين الياباني كان في يناير 1978. (عبد القادر، 2010، ص 259)

تتشابه وحدة النقد الأوروبية (ECU) مع حقوق السحب الخاصة في كون كل منهما عبارة عن سلة عملات، إلا أن وحدة السحب الخاصة تتكون من خمس عملات فقط لدول تحتل صادراتها أعلى نسبة في التجارة الدولية بعدما تم تخفيضها أين كان عددها 16 عملة، أما سلة مجموعة العملات التي تدخل في حساب وحدة الإيكو، فتعتمد في تكوينها على عدد أعضاء الدول المشاركة في النظام النقدي الأوروبي، وهي قابلة للتوسع من خلال إضافة عملات جديدة لدول تدخل في النظام النقدي الأوروبي.

وتختلف الإيكو عن حقوق السحب الخاصة، في أن إصدار الإيكو يعتمد على ما يتلقاه الصندوق الأوروبي للتعاون النقدي الذي يصدرها من ودائع ذهبية وأرصدة بالدولار تمثل 20٪ من احتياطات البنوك المركزية للدول الأعضاء. في حين أن حقوق السحب الخاصة يصدرها صندوق النقد الدولي دون وجود رصيد ذهبي مقابل أو عملات مقدمة من الأعضاء في الصندوق.

كما يوجد اختلاف آخر يتمثل في الهدف من إصدارهما، حيث أن إصدار حقوق السحب الخاصة يهدف إلى توفير السيولة الدولية، أما الهدف من إصدار وحدة الإيكو يتمثل في استخدامها كأصل احتياطي داخل النظام النقدي الأوروبي، واتخاذها وسيلة للتسويات المالية بين الدول الأعضاء دون أن يمتد استخدامها خارج هذا النطاق إلى المستوى الدولي.

ثانيا. تأسيس الوحدة النقدية (اتفاقية ماستريخت وإطلاق الأورو): إن اتفاقية ماستريخت التي جرى صياغتها مبدئيا في الحادي عشر ديسمبر 1990، تم التوقيع عليها رسميا في مدينة ماستريخت بهولندا في السابع من فبراير عام 1992، ثم دخولها حيز التطبيق في أول نوفمبر 1993 (معراف، 2012، ص 26)، بموجب هذه الاتفاقية تم تأسيس الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي، وقد وقعت هذه المعاهدة الشروط للتحويل للعملة النقدية الأوروبية، كما حددت الإطار المؤسسي للاتحاد النقدي الأوروبي، والذي سوف يتولى الإشراف على إنجاز الوحدة النقدية الأوروبية، وفي مقدمة هذه المؤسسات هيئة النقد الأوروبية في فرانكفورت بألمانيا، والتي تعتبر بمثابة تمهيد لإنشاء النظام الأوروبي للبنوك المركزية والبنك الأوروبي المركزي.

أما في اجتماع القمة الذي عقد في مدريد في سبتمبر 1995، تمت الموافقة على الاقتراح الألماني بتعديل إسم العملة الأوروبية من الإيكو (ECU) إلى اليورو (EURO)، وأن يحل هذا الأخير محل الإيكو مع بداية 1999، وأن تنتقل جميع الحقوق والالتزامات المقومة بالإيكو إلى اليورو على أساس 1 إيكو = 1 يورو. وكان أهم ما يميز عملة اليورو عن الإيكو أنها عملة متكاملة في ذاتها مستقلة في وزنها وقيمتها، وليس سلة من العملات كما هو الحال بالنسبة للإيكو.

وقد شاركت إثني عشر دولة من الدول الأعضاء بالإتحاد الأوروبي البالغ عددها خمسة عشر وقتئذ في العملة الموحدة. وكان من المفترض أن يبدأ العمل بنظام العملة الموحدة سنة 1996 وقد تم تأجيل التطبيق إلى عام 1999، (محمد، 2014، ص 72-73). حيث يعتبر 01/01/1999 أي بدء التعامل بالعملة الأوروبية الموحدة المعروفة باليورو (Euro)، هو تاريخ بدء نهضة اقتصادية جديدة في الإتحاد الأوروبي (European Union)، حيث يحل تدريجيا اليورو محل العملات الحادية عشر للدول الداخلة في الإتحاد النقدي الأوروبي (European Monetary Unit EMU). (النجار، 2004، ص 15)

وقد اتفقت الدول الأعضاء على تبني ثلاث مراحل حتى يتم استخدام اليورو في الحياة اليومية والمتمثلة فيما يلي:

المرحلة 01: وامتدت من بداية 1994 حتى نهاية سنة 1998، وتم خلالها تهيئة الدول الأعضاء للدخول في الوحدة النقدية عن طريق اتخاذ الإجراءات التنظيمية والتشريعية والمؤسسية تمهيدا لاعتماد عملة موحدة. وقد كرست هذه المرحلة على إنشاء منظمة النقد الأوروبية، التي تحولت في نهاية هذه المرحلة (ديسمبر 1998)، إلى البنك المركزي الأوروبي الذي يضم البنوك المركزية للدول الأعضاء، وكذا التصديق على التشريعات الخاصة بالدخول إلى اليورو. (معيزي، 2015، ص 356)

المرحلة 02: بدأت هذه المرحلة من 01 جانفي 1999-01 جانفي 2002، حيث تم الإعلان عن ميلاد وحدة النقد الأوروبية اليورو وإحلاله محل الإيكو، وتم تثبيت أسعار صرف عملات الدول المشاركة في النظام النقدي بصورة نهائية غير قابلة للتعديل، (معيزي، 2015، ص 356) ويتم في هذه المرحلة استخدام اليورو في البورصات وفي الأسواق المالية وبين المصارف. (محمد، 2014، ص 73).

المرحلة 03: من 01 جانفي 2002-01 جويلية 2002، حيث تم في هذه المرحلة طرح الأوراق النقدية والقطع المعدنية لأورو للتداول في الحياة اليومية للدول المشاركة، ويتم سحب القطع المعدنية والأوراق النقدية الوطنية تدريجيا لهذه الدول وإعطاء الأفضلية للتداول بالأورو، وقد أصبح الأورو فيما بعد العملة الوحيدة المعمول بها في التداول والتي لها صفة قانونية بحلول 31 جوان 2002 كحد أقصى. (معيزي، 2015، ص 358)

وفي عام 2003 اعتمد 51 بلد وإقليميا خارج منطقة اليورو على اليورو بصفته عملة مرجعية وأداة تثبيت أو جزء من الربط سلة من العملات. (محمد، 2014، ص 74).

الفصل الثاني

عموميات حول الأسواق المالية (Financial Markets)

- المبحث الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية
- المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية
- المبحث الثالث: المشاركون في الأسواق المالية
- المبحث الرابع: الأوامر في الأسواق المالية

تمهيد:

تقوم الأسواق المالية بأداء دوري محوري في الاقتصاد المعاصر، فهي تمثل قناة الربط المالية ما بين الادخارات المتدفقة من العائلات والشركات باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الاستثمار والإستهلاك. وتعتبر من الأسواق الحديثة مقارنة مع أسواق السلع الأخرى، إلا أنها أظهرت نوعاً من التنظيم، والإمكانات العالية ويرجع ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق.



المبحث الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية

أولاً. مفهوم الأسواق المالية (Finance Markets): للسوق المالية العديد من التعاريف لدرجة يصعب حصرها في تعريف واحد شامل ودقيق، ومن التعاريف التي وردت حول الأسواق المالية نذكر ما يلي:

تعرف السوق المالية على أنها السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة والأوراق التجارية، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق، وتتمارس هذه السوق من خلال مؤسساتها القائدة دوراً بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي. (رضوان، 2005، ص 21)

تعتبر السوق المالية نظام يتم من خلاله الحصول على رأس المال أو زيادته، وبالتالي فهي تمثل المصدر الرئيسي للتمويل الذي تحتاجه المؤسسات لنموها وتطورها.

كما تعد السوق المالية بمثابة الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي ترغب في الاستثمار، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية وبحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار، ويتم ذلك عبر فئات متخصصة عاملة في السوق المالية مع توفر قنوات اتصال فعالة.

ثانياً. أهمية ووظائف الأسواق المالية: إن للسوق المالية أهمية بالغة في اقتصاديات دول العالم، وتتجلى أهميتها في مختلف الوظائف التي تقوم بها والتي نذكر منها ما يلي:

- تعد السوق المالية أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتؤدي الحكومة مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم أو الكساد، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد؛ (علام، حملة، 2016، ص 153)

- حشد وتعبئة وتوجيه الموارد المالية، فهي تعد آلية يتم عبرها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر على فوائض مالية ولا تمتلك الرغبة في الاستثمار والتي تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات ذات العجز والتي تفتقر إلى الموارد المالية، لكنها تتوفر على فرص استثمارية، وكما تمتلك القدرة على الاستثمار والتي تمثل الطلب على الأموال؛

- المساهمة في تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، كما لها دور هام في تحقيق الرفاه الاقتصادي، عن طريق جمع كل من المشتريين والبائعين الذين تتفاعل أهدافهم ومصالحهم. (عباس، 2009، ص 277-278)

- تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، بدلاً من اكتناز الأموال وعدم توظيفها وبالتالي توجيه هذه المدخرات نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة لخدمة الاقتصاد الوطني؛

- فتح المجال أمام المستثمرين وغيرهم للمساهمة في تنمية القطاع الخاص، حيث تلعب هذه السوق دورا هاما في إتمام عمليات الخصخصة، فنجد أن هذه السوق تنمو وتنشط بالخصخصة، وفي المقابل فإن عمليات الخصخصة تسهل وجود سوق مالية كفاءة ونشطة؛

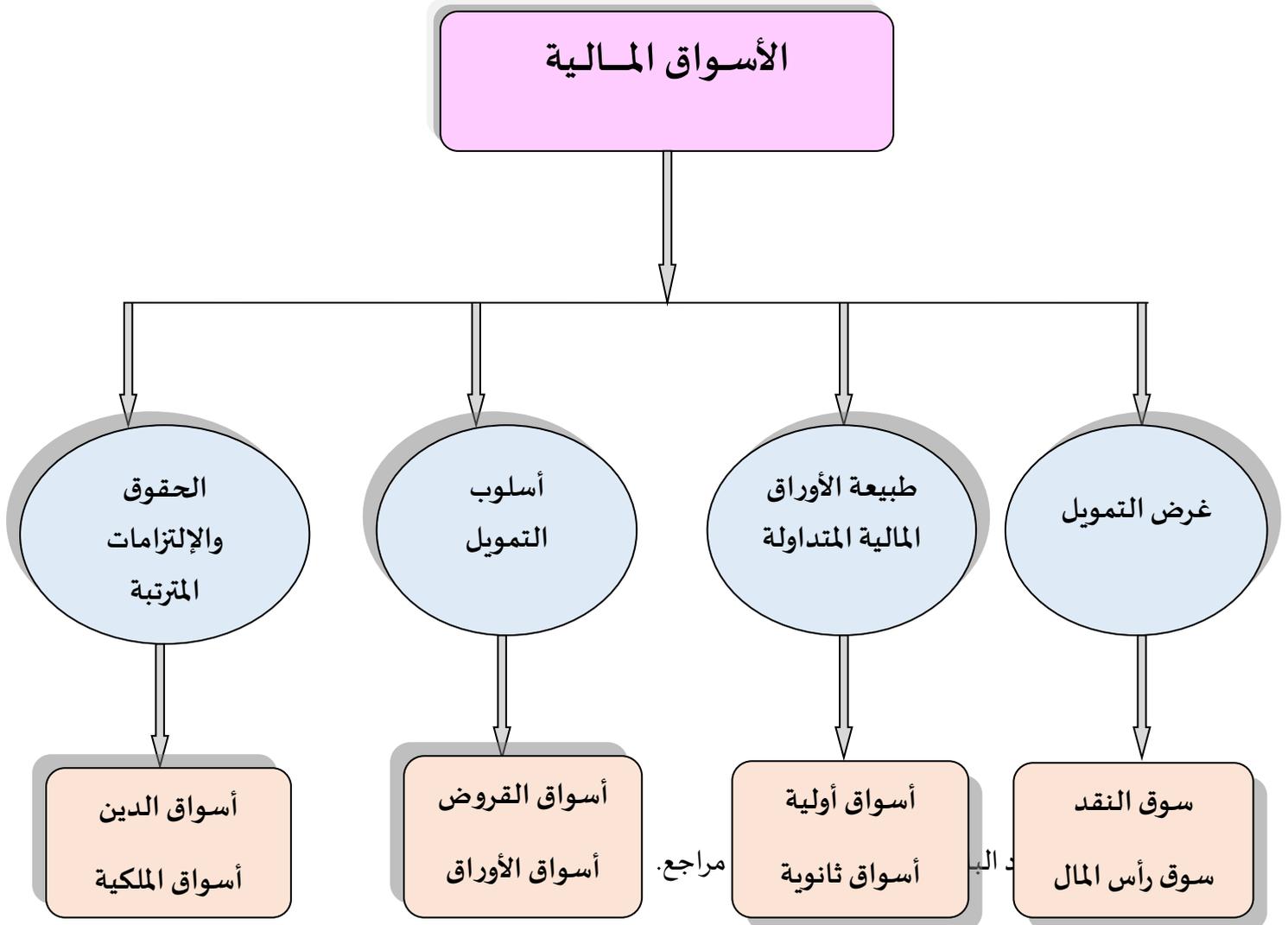
- تمويل الاستثمارات والذي ينجم عنه رفع مستويات الإنتاج في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مستويات التشغيل، وبالتالي الرفع من مستوى الدخل الفردي ومن ثم الدخل القومي؛

- مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور بهدف تمويل عملية التنمية الاقتصادية والرفع من معدلات نموها الاقتصادي، وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي. (العبيدي، المشهداني، 2013، ص 22)

المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية

تتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الأدوات المعروضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات، حيث تتنوع المعايير المستخدمة في تصنيف الأسواق المالية، والشكل الموالي يوضح بعض من تلك المعايير كما يلي:

الشكل رقم (02): أقسام الأسواق المالية حسب معايير مختلفة

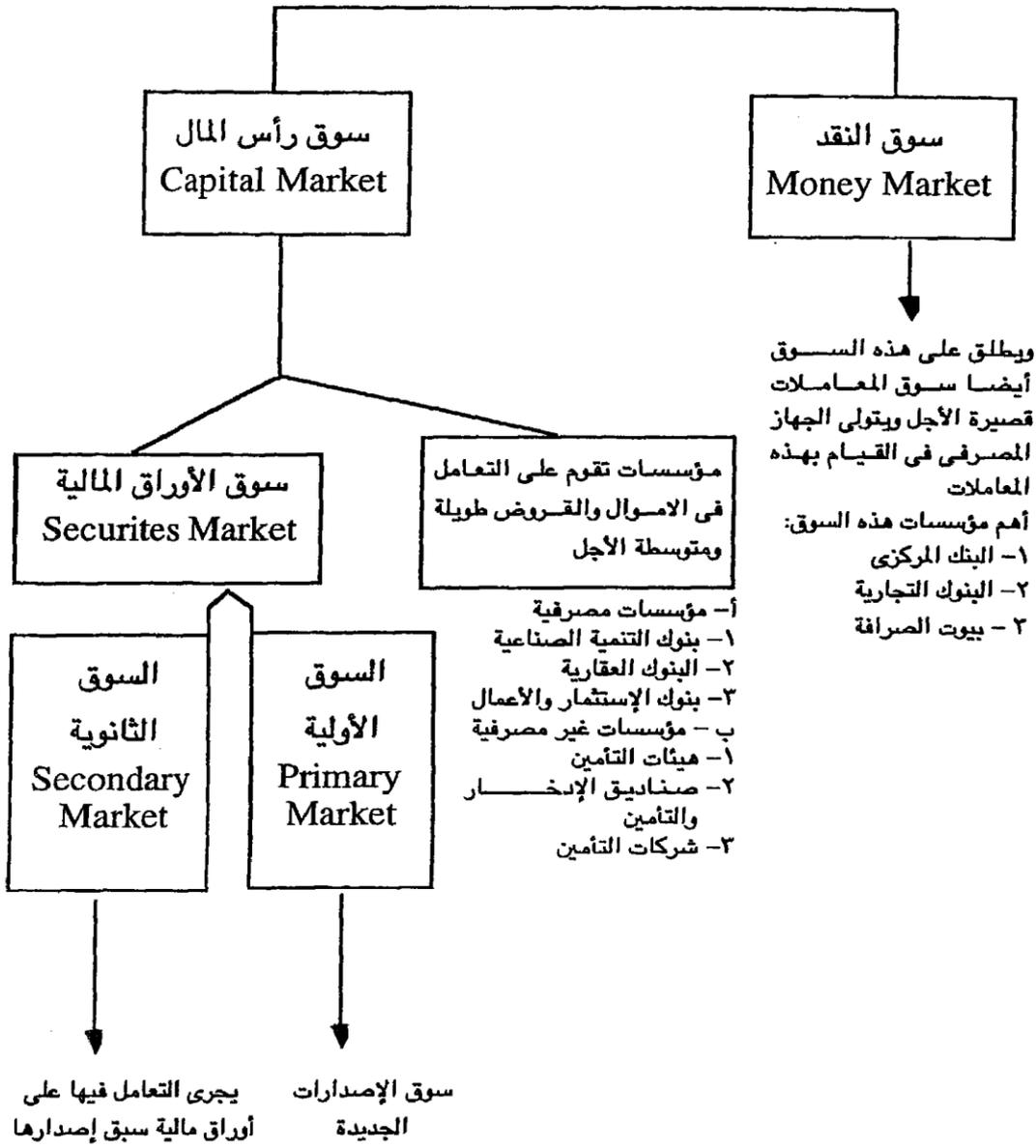


ومن بين التصنيفات سابقة الذكر اعتمدنا على معيار غرض التمويل في تقسيم الأسواق المالية باعتبارها من التقسيمات الأكثر شيوعا.

الشكل رقم (03): تقسيم الأسواق المالية حسب معيار غرض التمويل

السوق المالية

Finanacial market



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، ص 43.

أولا. أسواق النقد (Money Markets):

1- تعريف الأسواق النقدية: وهي الأسواق التي يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية، حيث تتم من خلال هذه السوق عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية، وفقا لأسعار الفائدة السائدة للأجل المختلفة، ويتم تحديد سعر الفائدة بناء على العرض والطلب، مع الأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق (الفكي، 2017، ص 20)، ومن أهم مؤسساتها البنك المركزي والبنوك التجارية.

ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يزيد أجلها عن سنة، مثل أذونات الخزينة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية... وبمجرد إصدار هذه الأوراق يتم تداولها في السوق الثانوية، ويحصل المستثمرون على احتياجاتهم من السيولة من خلال هذه الأوراق، حيث يحتفظوا بالحد الأدنى من أموالهم في صورة نقدية لاستخدامها في المعاملات اليومية، ويستثمرون الباقي في استثمارات قصيرة الأجل أو في أدوات السوق النقدية، وذلك لامكانية تحويلها بسرعة إلى نقدية إذا اقتضت الحاجة، وكذا لانخفاض درجة مخاطرها. (إسماعيل، ص 55)

وبصفة عامة تتميز أسواق النقد بسيولتها العالية، حيث يكون التركيز في هذه السوق على عنصري السيولة والأمان أكثر من عنصر الربحية، بسبب القيود التي تفرضها السلطات النقدية ولحساسية البنوك اتجاه وضعها السيولي الذي يؤثر مباشرة على عمليات الاستثمار والسحوبات النقدية اليومية والموسمية.

2- أنواع أدوات السوق النقدية: تتنوع الأدوات أو الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو الحكومات للحصول على التمويل قصير الأجل مثل:

• أذونات الخزينة (Treasury Bills)؛

• قرض الاحتياطي الإلزامي (Federal Fund)؛

• اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements)؛

• شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposit)؛

• الأوراق التجارية (Commercial Papers)؛

• الدولار الأوروبي (Eurodollars).

وسوف نتناول هذه الأنواع المختلفة من الأوراق المالية بشيء من التفصيل في عنصر أدوات الأسواق النقدية الدولية.

ثانيا. أسواق رأس المال (capital Markets):

1- تعريف أسواق رأس المال: وهي الأسواق التي تلعب فيها المؤسسات المالية الكبيرة الدور الرئيسي كمصارف الاستثمار، شركات التأمين، صناديق الضمان الاجتماعي، كما يطلق عليها سوق الصفقات الكبيرة باعتبار أن المتعاملين فيها عادة يكونون من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية. (الفكي، 2017، ص 21)

ويتم في هذه الأسواق إصدار وتداول الأصول أو الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي لها فترات استحقاق تزيد عن سنة، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات، وتتكون أسواق رأس المال من أسواق الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار والصناديق المتداولة في البورصات (ETFs) ... (Thakor, 2015, p08)

إن ما يميز أسواق رأس المال عن أسواق النقد هو التركيز من قبل المستثمر على عنصر الربحية أكثر من عنصر السيولة والأمان، كما تعد هذه الأسواق أقل اتساعاً من الأسواق النقدية ولكنها في الوقت نفسه أكثر تنظيماً.

2- أقسام أسواق رأس المال: تنقسم هذه الأسواق إلى:

1-2- المؤسسات المالية: وهي سوق تتعلق بعمليات الإقراض متوسط وطويل الأجل مثل البنوك التجارية، البنوك المتخصصة، بنوك الاستثمار، صناديق الاستثمار، شركات التأمين.

2-2- أسواق الأوراق المالية (Securities Markets) أو بورصات الأوراق المالية، إحدى المؤسسات المالية الوسيطة Intermediary في السوق المالية، وهي سوق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الصكوك، الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بيعاً وشراءً، بعد أن تم إصدار تلك الأوراق المالية في السوق الأولية (محمود محمد الداغر، 2005، ص 239). سواء كانت هذه الأوراق المالية سيادية والتي تصدرها الحكومات أو خاصة والتي تصدرها الشركات والبنوك وغيرها من المؤسسات والبنوك المخول لها.

وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية وسوق ثانوية:

1-2-2- السوق الأولية (Primary Market): وتعرف كذلك بأنها سوق الإصدارات الجديدة، وهي السوق التي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية الجديدة أي الإصدار لأول مرة، حيث تمول هذه السوق المشاريع الجديدة كالشركات التي تقوم بإصدار أسهم أو سندات لأول مرة أو عقد قرض جديد. (رمضان، شموط، 2015، ص 14)

إن هذه الإصدارات الجديدة قد تكون لشركات جديدة (IPO: Initial Public Offering)، أو إصدارات أوراق مالية جديدة لشركة لها أسهم عادية سبق إصدارها وتداولها في البورصة (Seasoned Equity Offering)،

كما أن طرح الإصدارات الجديدة في السوق الأولي قد يكون من خلال الطرح العام للجُمهور (Public Sale)، أو من خلال الإصدار الخاص لمستثمر معين أو لعدد محدود من المستثمرين (Private Placements).

2-2-2- السوق الثانوية (Secondary Market): أو كما تسمى سوق التداول، ويقصد بها تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية كالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي سبق إصدارها بالسوق الأولية. ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة تسمى ببورصة الأوراق المالية، فالوظيفة الرئيسية لهذه السوق هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أو سيولة. (رمضان، شموط، 2015، ص 15)

وتتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب والمتمثلة في الأوامر (بيع أو شراء)، التي يصدرها العملاء للسماسة. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

أ- السوق المنظمة (Organized Market) أو بورصة الأوراق المالية (Stock Exchange)، والتي تتداول فيها الأوراق المالية المسجلة والمستوفاة لجميع شروط التداول بيعا وشراء في مكان محدد يسمى بالبورصة، وهو المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون في السوق بالبيع أو الشراء (Trading post). ، ولهذه السوق إجراءات وشروط تنظم العضوية والقيود والتسجيل والتشغيل والتداول (أندراوس، 2006، ص 29-30). ومن أمثلة هذه الأسواق، بورصة نيويورك، بورصة طوكيو، بورصة لندن....

ب- السوق غير المنظمة (Unorganized Market) ويطلق عليها السوق الموازية أو المعاملات التي تجري خارج البورصة (Over The Counter (OTC). فهي للتداولات خارج البورصة أو السوق المنظمة، ويطلق عليها كذلك المعاملات على المنضدة، فليس لهذه السوق مكان محدد ولكن يتم التعامل من خلال شبكات الاتصال (الانترنت، الهاتف....)، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. (NISM, 2016, P 203)

ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة، أما الأسعار في هذه السوق فتتحدد بالتفاوض بين السماسرة والتجار، حيث يعرض كل من السماسر و التاجر أسعار الشراء والبيع، ويختار المستثمر التاجر أو السماسر الذي يقدم أفضل الأسعار لتنفيذ أوامر البيع والشراء. وتنقسم هذه السوق إلى:

السوق الثالثة (The Third market): تمثل هذه السوق قطاعا من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، ويتمثل جمهور العملاء في هذه السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية (Bank Trust Accounts)، إضافة إلى بيوت السماسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق

التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث. (هندي، 1993، ص 109)

السوق الرابعة (The Fourth Market): تتمثل السوق الرابعة في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، ويرجع السبب وراء قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات بأحجام كبيرة (Blocks) مع السرعة في إتمام الصفقة وبأقل تكلفة ممكنة نظرا لعدم وجود وساطة السماسرة. (رضوان، 1996، ص 78)

ثالثا. خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة الأسواق المالية: تتمثل الخصائص التي تتميز بها سوق الأوراق المالية الكفؤة في ما يلي:

- 1- الرشادة: إن المتعاملون في تلك السوق يتميزون بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم أرباحهم؛
- 2- المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في السوق من مقرضين، ومستثمرين، وإدارات، وجهات حكومية، وغيرهم دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
- 3- حرية التداول: حرية تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، أو أي تكلفة تداول؛
- 4- عدد المتداولين: أي وجود عدد كبير من المتداولين بحيث تقل قدرة أي مستثمر على التأثير منفردا على الأسعار في تلك السوق؛
- 5- المنافسة والأمان: في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما يحققه المستثمرون الآخرون، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط. (دوابة، الحيكمي، 2019، ص 120)

يعد المستثمرين (Investors) والمصدرين (Issuers) هم الفاعلون الرئيسيون في الأسواق المالية (سوق الأوراق المالية خاصة). يوفر المصدرون الأوراق المالية ويخلقون طلباً على رأس المال، ويشترى المستثمرون الأوراق المالية، وبالتالي يزودون عرضاً لرأس المال. (NISM, 2016, P 16)

أولاً. المستثمرون (Investors): هم أفراد أو مؤسسات لديها أموال فائضة يقومون باستخدامها في شراء الأوراق المالية. وينقسم المستثمرون إلى فئتين هما: صغار المستثمرين (retail investors) والمستثمرين المؤسساتيين (institutional investors)

صغار المستثمرين (مستثمرو التجزئة) هم مستثمرون أفراد يستثمرون الأموال لحسابهم الشخصي، فيطلبون الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين أو المصارف التجارية أو مباشرة في بعض الحالات الخاصة في بعض البورصات (الفكي، 2017، ص 60)، أما المستثمرون المؤسساتيون هم المؤسسات التي تستثمر مبلغاً كبيراً من المال وتوظف المعرفة المتخصصة ومهارات الاستثمار، فالمستثمرون المؤسساتيون هم الشركات والمؤسسات التجارية، البنوك، المؤسسات الحكومية، صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الضمان الاجتماعي، الجمعيات، الأوقاف والمنظمات الطوعية... وغيرها من المؤسسات التي قد يكون لديها أموال فائضة للاستثمار. (NISM, 2016, P 16)

ثانياً. المصدرون (Issuers): يسمى العارضون للأوراق المالية في السوق الأولية "المصدرين"، وفي السوق الثانوية "البائعين" وهم المؤسسات التي تجمع الأموال عن طريق إصدار الأوراق المالية. وفيما يلي جهات الإصدار الأكثر شيوعاً في أسواق الأوراق المالية:

- الشركات (Companies): شركات المساهمة العامة، الشركات الصناعية والتجارية الكبيرة والشركات القابضة؛
- المؤسسات السيادية: البنوك المركزية، سلطات النقد المركزية، وزارات المالية والخزينة؛
- الحكومات المحلية والبلديات (Local governments and municipalities)؛
- المؤسسات المالية والبنوك (Financial institutions and Banks)؛
- شركات القطاع العام (Public Sector Companies)؛
- صناديق الاستثمار (Mutual Funds).

ثالثاً. الوسطاء الماليون (Financial Intermediaries): الوسطاء في أسواق الأوراق المالية هم الوكلاء المسؤولون عن التنسيق والربط بين المستثمرين (المقرضين) والمصدرين (المقترضين)، وتنظيم تحويل الأموال بينهم، وهم أشخاص ذوي خبرة وكفاءة مهنية ومعرفة وإلمام بضوابط التداول ومخاطر العمليات المختلفة، ولهذا يلجأ المتعاملون في السوق المالية لهؤلاء الوسطاء، حيث يقوم الوسيط بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق

المالية من خلال البورصة في المواعيد المحددة ومقابل عمولة محددة، حيث يعد مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية. (الفكي، 2017، ص 63)

وفيما يلي وسطاء أسواق الأوراق المالية:

- شركات إدارة الأصول (Asset management companies)؛
- مدراء المحافظ (Portfolio managers)؛
- المصارف التجارية (Merchant bankers)؛
- عضو مقاصة في غرفة مقاصة (Clearing member of a clearing corporation or house)؛
- وكالات التصنيف الائتماني (Credit rating agencies)؛
- مستشارو الاستثمار (Investment advisers).

المبحث الرابع: الأوامر في الأسواق المالية

تختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق المالية إلى السماسرة أو الوسطاء الماليين، تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر والتي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما: سعر التنفيذ (Execution or Exercise price): ويقصد به السعر الذي يحدد المستثمر للسماح للشراء أو البيع، وللأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواءً ببيعاً أو شراءً.

وقت التنفيذ (Execution time): ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسماح خلالها أو بحلولها بتنفيذ الصفقة سواءً ببيعاً أو شراءً. (عيساوي، 2015، ص 12)

ووفقاً لما تقدم تلك الأوامر صوراً كثيرة ويمكن تصنيف الأوامر من عدة زوايا أهمها ما يلي:

أولاً. من حيث طريقة تحديد الأسعار: يمكن تصنيف الأوامر من حيث طريقة تحديد الأسعار إلى ما يلي:

1- أوامر السوق (Market Orders): يدل أمر الشراء أو البيع بسعر السوق بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر السوق بالبيع يقصد به البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، وبالتالي فإن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة بحيث لا تحدث تغييراً ملموساً في السعر الذي يتم التعامل به في السوق. (الحاج، الخطيب، 2012، ص 43)

ويعتبر أمر السوق من الأوامر الأكثر شيوعاً في أسواق الأوراق المالية، بل إن نسبته تمثل 85٪ من حجم أوامر السوق مجتمعة.

2- أوامر محددة (Limit Orders): هي أوامر بشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية (أسهم مثلاً) عند الوصول إلى سعر محدد. (NISM, 2016, P 203) فإذا كان الأمر متعلقاً بالشراء، فإن السماسرة عليه تنفيذ

الأمر عند سعر مساوي أو أقل من السعر المحدد، وإذا كان الأمر بالبيع، فإن السمسار عليه تنفيذ الأمر عند سعر مساوي أو أكبر من السعر المحدد.

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

الأمر بسعر الإقفال: وفيه يتم تنفيذ الأمر بآخر سعر للورقة المطلوبة قبل إقفال السوق بنصف دقيقة. (عيساوي، 2015، ص 13)

4- أوامر إيقاف الخسارة (Stop Loss Orders): وهو أمر يشبه الأمر المحدد لأنه يحتوي على سعر محدد في الأمر، إلا أنه في هذا الأمر على السمسار أن يبيع السهم إذا انخفض سعره عن السعر المحدد في الأمر، وذلك لأن هذا الانخفاض في السعر يعني تراكم الخسارة على المستثمر. (إسماعيل، ص 78) فسعر أمر إيقاف الخسارة يكون دائما تحت سعر التكلفة.

5- أوامر إيقاف الشراء (Stop Buy Orders): يحدد المستثمر سعر الإيقاف في الأمر، فيقوم السمسار بإيقاف الشراء طالما أن السعر في السوق أعلى من السعر المحدد من قبل المستثمر. وبالتالي فهو أمر شراء يقوم المستثمر بوضعه إذا أراد الشراء بسعر أعلى من السعر الحالي.

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

1- الأمر ليوم واحد: وهو الأمر الذي تنتهي مدة سريانه تلقائيا بنهاية يوم العمل الذي صدر خلاله، وتجدر الإشارة إلى أنه ما لم يحدد العميل مدة بعينها فإن كل أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد.

2- الأوامر الأسبوعية أو الشهرية: وهي الأوامر التي إذا لم يتم تنفيذها في المدة المحددة فإنها تنتهي بنهاية تلك المدة.

3- أمر مفتوح (Open Order): يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل العميل أو يقوم السمسار بتنفيذه بالفعل أو يخطر العميل بفشله في تنفيذه.

4- أوامر التنفيذ أو الإلغاء: وفي هذا النوع من الأوامر يطلب العميل من سمساره أن ينفذ فوراً أكبر كمية ممكنة من الطلب وإلا عدم تنفيذ أي شيء بعد ذلك.

5- الأوامر الحرة: وهي الأوامر التي يترك فيها المستثمر للسمسار حرية التصرف في تنفيذها أو إلغائها.

6- أوامر البيع المسبق (Sell Short): وهو أمر ببيع أوراق مالية أو سلع أو غيرها دون امتلاكها تحسباً لشرائها فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها. (Collins, 2020)

الفصل الثالث

مفهوم الأسواق المالية الدولية

(International financial markets)

- المبحث الأول: تعريف وخصائص الأسواق المالية الدولية
- المبحث الثاني: عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية
- المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية الدولية
- المبحث الرابع: أقسام الأسواق المالية الدولية

تمهيد:

إن الثروة التي تتراكم في دولة ما لا ترتبط دائما مع المؤسسات المالية المحلية، وهي ليست مقتصرة بالضرورة على التعامل المحلي، فالأسواق المالية الدولية تمتد عبر الحدود الدولية، حيث أن معظم البنوك الكبيرة سواء كانت بنوك تجارية أو بنوك استثمارية تتطلع إلى التعامل الدولي (International Business). وتعتبر الأسواق المالية الدولية مصدرا رئيسيا من مصادر التمويل لمختلف الجهات والحكومات التي تعاني من عجز في مواردها، كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف الأموال الفائضة عبر الحدود.

المبحث الأول: تعريف وخصائص الأسواق المالية الدولية

أولا. تعريف الأسواق المالية الدولية:

إن هناك أسواق مالية تتجاوز بتعاملاتها اليومية ونشاطاتها الاعتيادية حدود الدول التي تعمل فيها، فصارت هذه الأسواق تعرف بالأسواق المالية الدولية، وترتبط بهذه الأسواق وبالتبادلات الدولية لمختلف السلع والخدمات ورؤوس الأموال أسعار صرف العملات الأجنبية. (معروف، 2015، ص 183) ينصرف المعنى الواسع للسوق المالية الدولية إلى أنها مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبوا الأموال وعارضوها على مستوى العالم أجمع، ومن أهم هذه المؤسسات التي تتألف منها هذه السوق هي:

- البنوك المركزية، البنوك التجارية والمتخصصة؛
- شركات التأمين، صناديق التقاعد والمعاشات؛
- صناديق الاستثمار، صناديق التمويل والإدخار؛
- حكومات مختلف الدول، المؤسسات المالية الدولية والشركات متعددة الجنسيات. (الحسني، 1999، ص 77)

يطلق مصطلح الأسواق المالية الدولية على أسواق النقد وأسواق الأوراق المالية (Securities Markets) من أسهم وسندات وأسواق الصرف الأجنبي وأسواق المشتقات التي توجد في الدول الصناعية. (متولي، 2010، ص 315)

ثانيا. خصائص الأسواق المالية الدولية: تتميز الأسواق المالية الدولية بعدة سمات نذكر منها ما يلي:

- لا تخضع الأسواق المالية الدولية لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي بلد بمفرده؛
- المتعاملون في الأسواق المالية الدولية يتمتعون بثقة إئتمانية كبيرة من الدرجة الأولى، مثل المؤسسات الكبرى العامة والخاصة، المؤسسات الدولية، حكومات الدول المختلفة؛

- شمولية وعالمية هذه الأسواق، حيث أصبح من الممكن التعامل مع جميع الأسواق في العالم وبصفة متواصلة طيلة ساعات اليوم الواحد بإستخدام أحدث أجهزة الإتصال، وما شجع هذا التطور هو انفتاح الأسواق وإلغاء الحواجز والقيود المحلية التي تفرضها أحياناً السلطات النقدية؛ (معتوق، 2019، ص264-265)

- توفر أسواق نقدية ذات حجم كبير قادرة على استقطاب الأموال المحلية والأجنبية وبعض العملات المختلفة، وبالتالي فوجود أجهزة مصرفية عالية وقوية، وتعدد المؤسسات المالية بمختلف أشكالها أدى إلى المساعدة على قيام سوق نقدية كبيرة تعمل على تقوية وتغذية الأسواق المالية الدولية. (صافي، بكري، 2012، ص 56)

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي وذلك مثل: سوق لندن بالنسبة لليورو دولار. (معروف، 2015، ص184)

المبحث الثاني: عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية

إن هناك العديد من العوامل التي دفعت إلى قيام الأسواق المالية الدولية وعززت من دورها الإقتصادي، ومن هذه العوامل نذكر ما يلي:

- إن انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في أوروبا في البداية، و ثم مع الولايات المتحدة الأمريكية واليابان كان العامل الهيكلي الأكثر فعالية في قيام الأسواق المالية الدولية، و ثم في نهوضها وذلك لتلبية المتطلبات المختلفة لحركات رؤوس الأموال والسلع والخدمات؛

- إن تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجهة نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية، قد أسهم في بروز الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية وذلك لتكثيف وتنظيم وتوجيه ومتابعة هذه الحركة؛

- إن توجه رؤوس الأموال الغربية وخاصة الأمريكية واليابانية إلى بعض المناطق الآسيوية، وبشكل رئيس إلى كوريا الجنوبية، تايوان، هونغ كونغ وسنغافورة، تايلندا، الفلبين وماليزيا، وذلك لخلق نماذج اقتصادية رأسمالية-تحد من اتساع نطاق الأنظمة الماركسية-، قد أسهم في ظهور أسواق مالية دولية في هذه الدول، ومع تطور الصناعات المعززة للتصدير واتساع التجارة الدولية للدول الآسيوية المذكورة واستمرار الإنخفاض النسبي لتكلفة العمل، ازداد الاهتمام بالأسواق والاقتصاديات السابقة كمجالات خصبة للاستثمار وفي مختلف الأدوات المالية المتاحة. (معروف، 2015، ص187)

- تراكمت العوائد النفطية منذ بداية سبعينيات القرن الماضي في المؤسسات الائتمانية الغربية، والتي تم توجيهها وقتئذ على وفق ماعرف بسياسة "إعادة الدورة المالية"، حيث قامت الدول المصدرة للنفط على مستوى الحكومات والأشخاص بثلاثة أمور رئيسية:

✓ شراء حصص من أسهم الشركات الغربية وخاصة الأوروبية؛

✓ تقديم الديون إلى البلدان النامية غير النفطية بشكل مباشر أو من خلال المؤسسات المصرفية أو الأسواق المالية الغربية؛

✓ الاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات في الدول الرأسمالية.

- تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما بين مختلف أنحاء العالم، وقد توج هذا التطور في بداية التسعينيات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية (Internet)، والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر.

- إن نشوء الأسواق المالية المحلية في كافة دول العالم النامية تقريبا، وهذا ما تحقق في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دوليا. فقد أدى ازدياد وعي المقيمين بنشاطات الأسواق المالية إلى التحول نحو الأسواق المالية الدولية الأكثر تطورا في العالم.

- التطور الإداري للأسواق المالية الدولية وشمولها لوكالات متخصصة في تقديم الخبرات التكتيكية والتسهيلات الإدارية، والتي يمكن لها توفير الفرص الكافية لتنويع الاستثمارات الدولية ولتكشف الصعوبات الحقيقية مثل ضعف المعلومات وتباين السياسات المالية وازدواجية الضرائب. (معروف، 2015، ص 189-

المبحث الثالث: مؤشرات الأسواق المالية الدولية

تقاس حركة واتجاهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات والمتوسطات (Indexes and Averages)، والتي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض فيها أنها تعكس السوق جميعها.

أولاً. تعريف المؤشر:

يمثل مؤشر السوق (Market index) قيمة رقمية مطلقة (Absolute) بصورة متوسطات (Average) أو أرقام قياسية (Indices) تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية، أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة. (الداغر، 2005، ص 298)

ومؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:

- ✓ حالة سوق الأسهم، ومن أمثلة المؤشرات تلك المؤشرات نجد مؤشر داو جونز ، مؤشر S&P500، مؤشر نيكاي 225، مؤشر كاك 40...إلخ.
- ✓ حالة سوق الأسهم لصناعة أو قطاع معين، مثل مؤشر داوجونز للمرافق DJUA أو مؤشر ستاندر أند بورز لصناعة المنافع العامة (S&P Public Utilities).
- ✓ حالة سوق الأسهم لإقليم معين، وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق 12 دولة عربية ليعكس حالة أسهم تلك الدول.
- ✓ حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة، مثل مؤشر نازداك (NASDAQ) والذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة (مايكروسفت، إنتل....).

ثانياً. أهمية واستخدامات المؤشر:

1- أهمية المؤشر: إن نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال تمثل جزءاً كبيراً من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يعكس الحالة الاقتصادية للدولة، كما يمكن كذلك لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية معينة. (الشكري، تاج الدين، 2008، ص 75)

2- استخدامات المؤشر: هناك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات حالة السوق للمهتمين والمتعاملين في البورصات، ومن أهم هذه الاستخدامات:

- التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي. (الداغر، 2005، ص 299) حيث يمكن التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. وبعد معرفة المحلل لهذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

- إعطاء فكرة فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين مقارنة بين التغيير في عائد محفظة محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة للتنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى.

- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة. (المعهد العربي للتخطيط، 2020)

ثالثاً. المؤشرات العالمية (International Indexes): إن الحديث عن المؤشرات المعتمدة يرتبط بالأسواق المالية الدولية التي تتبنى هذه المؤشرات.

تعتبر مؤشرات الأسهم الأمريكية والأوروبية وبعض المؤشرات الآسيوية من أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية، ومن أهم المؤشرات الأمريكية نجد مؤشر داو جونز الصناعي، مؤشر ستاندر أند بورز ومؤشر ناسداك، وفي أوروبا نجد مؤشر فوتسي البريطاني وداكس الألماني وكاك الفرنسي، وفي آسيا نيكاي الياباني وشنغهاي الصيني...إلخ، والتي يتم التطرق إليها كلاً على حدى في العناصر اللاحقة.

الجدول رقم (01): مؤشرات بعض البورصات العالمية- الناشئة- العربية

المنطقة	اسم المؤشر	مكوناته
الولايات المتحدة الأمريكية	داو جونز الصناعي (Daw-Jones)	يحتوي على 30 ورق مالية، أي 30٪ من القيمة السوقية للأسهم في بورصة نيويورك.
	ستاندر آند بورز 500 (S&P 500)	يحتوي على 500 ورقة مالية، أي 80٪ من القيمة السوقية للأسهم في بورصة نيويورك.
إنجلترا	FT-30	30 من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.
	FTSE-100	المؤشر الأكثر شهرة، يحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70٪ من إجمالي رسملة البورصة.
فرنسا	CAC 40	40 ورقة مالية لأكثر الشركات أهمية في بورصة باريس.
ألمانيا	DAX	30 ورقة مالية تمثل 70٪ من رسملة السوق.
اليابان	Nikkei-225	225 ورقة مالية تمثل 70٪ من رسملة بورصة طوكيو.
مؤشرات بعض الأسواق الناشئة		
سنغافورة (OCBC) - كوريا الجنوبية (KCS) - تايلاندا (SET) - تايوان (TSE) - هونغ كونج (HANA SANG) - إندونيسيا (JSE) - ماليزيا (KLSE)		
مؤشرات بعض الأسواق العربية		
البحرين (BSE) - مصر (CMA) - الأردن (ASE) - الكويت (KSE) - لبنان (BSI) - المغرب (MASI) - عمان (MSM) - فلسطين (AL-QUDS) - قطر (CBQ) - السعودية (NCFEI) - تونس (BVMT) - الإمارات (NBAD)		

المصدر: المعهد العربي للتخطيط، مؤشرات الأسواق المالية، 2020. www.arab-api.org

المبحث الرابع: أقسام الأسواق المالية الدولية

تنقسم الأسواق المالية الدولية حسب الأدوات المتداولة وأجل الاستحقاق إلى نوعين رئيسيين هما:

أولاً. أسواق النقد الدولية (International Money markets):

1- تعريف أسواق النقد الدولية: وهي السوق التي تهتم بالتدفقات الدولية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، وقد إنتشرت في العالم على شكل مراكز مالية خارجية (Offshara Centres)، تتولى إدارة وتسيير عمليات الصيرفة الدولية من خلال سن القوانين التي تسهل العمليات وتوسيع نطاقها على الصعيد العالمي، أما أهم أهدافها فهو توفير ظروف أفضل للإستثمارات المتعددة الجنسيات (خالد، 2014، ص 361-362). ويكون التعامل في هذه السوق بين البنوك التجارية في تلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح بين يوم وسنة. إن التعاملات في هذه السوق تتم بالعملة الأجنبية وبالتالي فإن هذه السوق تتأثر كثيراً بتقلبات أسعار الصرف.

2- الصيرفة الدولية (International Banking):

لقد شهدت بداية الستينات تغيرات هيكلية في النظم المصرفية المحلية، ولم تقتصر أنشطتها على الخدمات المصرفية التقليدية (تسوية المدفوعات وتمويل التجارة الخارجية)، إذ سرعان ما بدأت تلك النظم بإنشاء شبكات لها في فروع ومكاتب في خارج حدود الدولة الأم والعمل في الأسواق الأجنبية، وقد تنامت هذه السوق لتصبح سوقاً عالمية تغطي أنشطتها العالم ككل، فتوسعت البنوك والمؤسسات العاملة فيه حتى وصل عددها عام 1981 إلى نحو 600 مصرفاً من 85 بلداً تعمل في دول خارج المقر الرئيس وتسيطر على 400 فرع تابع لها، وباتت المصارف دولية النشاط تمارس دورها بوصفها المؤسسات المسؤولة عن تدويل رؤوس الأموال بين كل دول العالم. (حمزة، 2011، ص 35)

إن تمويل الصادرات كان أول الأنشطة المعروفة في حقل الصيرفة الدولية، ويتضمن مثل هذا النشاط أعمال فتح الاعتمادات المستندية والتعامل بالأوراق المالية مؤجلة الدفع، إلى جانب توفير مبالغ لتمويل عمليات البيع والشراء والقروض قصيرة الأجل، وتمويل احتياجات رؤوس الأموال العاملة (Working Capitals)، وأحياناً توفر الصيرفة الدولية قروض متوسطة وطويلة الأجل، إلا أنه مع منتصف السبعينيات (1970) بدأت الصيرفة الدولية بمنح قروض طويلة الأجل لمشاريع مختلفة، بما فيها قروض للدول النامية. (جواد، 2002، ص 227)

تمارس الصيرفة الدولية إلى جانب منح القروض المختلفة أعمالاً متنوعة، يمكن ذكر أهم تلك الأنشطة المالية وغير المالية فيما يلي:

- خدمات التحويل الخارجي للأغراض التجارية؛

- الاقتراض والإقراض في السوق الأوروبي؛
- إصدار السندات والاكتتاب فيها (أوروبية كانت أم أخرى)؛
- التعاون والتنسيق مع البنوك الأخرى لتقديم الخدمات المصرفية المتنوعة؛
- تمويل المشروعات بمختلف أنواعها؛
- تقديم الاستشارات والمعلومات للشركات متعددة الجنسيات وزبائنها؛
- بناء قاعدة معلوماتية واسعة لخدمة نشاط الصيرفة الدولية. (جواد، 2002، ص 228)

تمارس بعض المصارف التجارية الدولية كل أو جزء من هذه الأعمال والأنشطة، وقد تخصصت أخرى ببعض الأنشطة وليس جميعها، وتعد أعمال الصيرفة الدولية معقدة مقارنة بأعمال الصيرفة التي تمارسها البنوك المحلية أو الوطنية، وذلك لتأثرها بالكثير من العوامل الاقتصادية، الاجتماعية، التكنولوجية والسياسية.

3- أنواع عمليات الصيرفة الدولية (Type of International Banking Operations):

3-1- البنوك المراسلة (Correspondent Banks): هي شبكة من البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية، التي يستخدمها أو يتعامل معها البنك المحلي لتقديم خدمات تحويل الأموال وتمويل التجارة الخارجية والاعتمادات المستندية وغيرها من الخدمات المالية الأخرى، لصالح عملائه المحليين أو أنشطة البنك الاستثمارية الدولية. وتظهر أهميته البنك المراسل في إنهاء الاعتمادات المستندية كضامن للمصدر في عمليات التصدير حيث يكون أحد عملاء البنك المحلي يرغب في استيراد بضاعة ويقوم البنك المحلي بعمل التحويلات المالية اللازمة لعملية الاستيراد.

3-2- بنوك الفروع (Branch Banks): هي البنوك التي تملك فروعاً لها في دولة أو دول أخرى، ويخضع الفرع إلى أنظمة وقوانين الصيرفة في الدولة التي يعمل فيها، أما ملكية هذه الفروع فقد تكون للدولة أو ملكية مشتركة، كما هو الحال لبعض البنوك العاملة في سنغافورة الهاما وهونغ كونغ. (جواد، 2002، ص 229)

3-3- البنوك التابعة والهجيئة (Subsidiary and Affiliate Banks):

3-3-1- البنوك التابعة: هي بنوك مستقلة يتم تأسيسها في البلد الذي تعمل فيه، يساهم البنك الأم بنسبة ملحوظة في رأسمال هذه البنوك إلا أنها ليست فرعاً للبنك الأم. يعمل البنك التابع وفقاً للوائح المطبقة على الخدمات المصرفية في البلد المضيف، فالبنوك التابعة ليست ملزمة باللوائح المصرفية التي تنطبق على البنك الأم في الدولة أو الدول التي تم تأسيس الشركة الأم فيها. (Tatum, 2020)

تتولى البنوك التابعة القيام ببعض الأعمال المصرفية للزبائن في البلد الذي تعمل فيه، مثل الخدمات الاستشارية كبيع وشراء الأوراق المالية، توفير معلومات عن الأسواق المالية الخارجية لقاء عمولة يحصل عليها البنك التابع.

من الأمثلة على هذه البنوك امتلاك بنك باركلي في لندن وبنك طوكيو في اليابان أسهما في رأس مال بنك يعمل في الولايات المتحدة أو كندا أو دول أوروبا.

3-3-2- البنوك الهجينة: بنوك محلية التأسيس ولكنها مملوكة جزئيا من قبل بنك آخر، فيكون المالك المشارك إما بنكا أجنبيا مؤسساً في بلد البنك الهجين أو العكس. والميزة لمثل هذه البنوك تعود لامتلاكها خبرات ومعارف مصرفية كما لو كانت ملكيتها تعود لعدة بنوك أجنبية، إلا أن المخاوف اتجاه هذا النوع هي الصراع المحتمل النشوء بين الأطراف المشاركة في إدارته. (جواد، 2002، ص 229)

3-4- المكاتب والوكالات (Representatives Offices and Agencies): هي كيانات مالية تمثل البنك الأم في الدولة الأجنبية ولا تقوم بأغلب الأنشطة المصرفية، فهي لا تمنح الائتمان ولا تقبل الودائع، كما لا تتعامل في الأوراق المالية، فتتمثل مهامها في تقديم الاستشارات المالية والمصرفية، تقديم معلومات عن أنشطة الأعمال، كما تقدم لزيائنها استشارات فيما يتعلق بتعاملهم مع البنوك كمثلاً فتح الحسابات المصرفية.

3-5- الإتحادات المصرفية (Consortium Banking): تتألف الإتحادات المصرفية من بنكين أو أكثر يشاركون في رأس مال البنك الجديد، وهذه البنوك المتحدة قد تكون من جنسيات ودول مختلفة، ومن المزايا التي تتصف بها هذه الإتحادات تتمثل في اتساع شبكة قدراتها المالية والخدمية في منح القروض متعددة الأنواع وبشروط تتمايز عن تلك التي يقدمها البنك الواحد منفرداً، وقد عرف عدد الإتحادات المصرفية تزايداً خلال العقود الأخيرة. (جواد، 2002، ص 232)

4- مقومات الصيرفة الدولية: تتمثل أهم مقومات الصيرفة الدولية في اتخاذ الإجراءات التالية:

- تحسين الرسملة وإدارة المخاطر (بازل 1، 2، 3)؛
- تحسين قواعد المحاسبة وأنظمة التدقيق والرقابة والإفصاح المالي والنشر، أي تحسين مبدأ الشفافية؛
- تفعيل أنظمة وأجهزة الرقابة المصرفية الداخلية والخارجية؛
- ترشيد إدارة عمل المصارف (Corporate Governance)؛
- إنخراط المصارف في الجهود الدولية لمكافحة تبييض الأموال المرتبطة بالمخدرات والفساد وسائر أنواع الجريمة المنظمة. (سفر، 2006، ص 16)

ثانياً. أسواق رأس المال الدولية (International Capital markets): وتهتم هذه السوق بالتدفقات الدولية لرؤوس الأموال طويلة الأجل، وتعتبر هذه السوق إحدى المصادر المهمة للتمويل الدولي، من خلال دورها كوسيط مالي بين المقرضين والمقترضين، حيث تقوم بتعبئة المدخرات الوطنية بالإضافة إلى المدخرات الأجنبية وتقديمها في شكل استثمارات طويلة الأجل، وإلى جانب دورها في توفير القروض الدولية المقيمة بالعملة القيادية، فهي تضم كذلك أسواق للأوراق المالية والتي تعد أحد عناصرها الأساسية، باعتبارها سوقاً تباع وتشتري فيه الحقوق من الأوراق المالية، سواء كانت حق ملكية (الأسهم) أو سند مديونية (السندات) وفقاً لقواعد وأنظمة معينة (خالد، 2014، ص 361).

ويتم التعامل في هذه السوق بعقود القروض المشتركة، إضافة إلى إصدار وتداول السندات الأوروبية والأجنبية. وتتأثر هذه السوق بتقلبات أسعار الفائدة وكذا تقلبات أسعار الصرف.

الفصل الرابع:

الأدوات المالية المتداولة

في الأسواق المالية الدولية

- المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية
- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية الدولية

تمهيد:

تختلف الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية باختلاف نوع السوق، حيث يمكن التمييز بين الأدوات أو الأوراق المالية (Securities) المتداولة في سوق رأس المال الدولية والأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية الدولية كما يلي:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية

إن الحافز الرئيسي للاستثمار في الأوراق المالية الدولية هو الحصول على معدلات عوائد في البلدان الأجنبية أعلى من العوائد المحلية، ولذلك نجد مثلاً أن المواطنين في دولة ما يقومون بشراء السندات من دولة أخرى إذا كانت عوائد هذه السندات أعلى في الدولة الأخرى. وبالتالي فهي الطريقة المباشرة لتعظيم العائدات المالية على الأسهم والسندات ومساواتها على المستوى الدولي.

كما من الممكن أن يقوم مواطنو إحدى الدول بشراء أسهم شركة عملاقة في دولة أخرى إذا كانوا يتوقعون أرباحاً مستقبلية في هذه الشركة تفوق الأرباح المتوقعة لشركة عملاقة محلية.

إلا أن المستثمرون سواء في الأسهم أو السندات الدولية يسعون إلى تعظيم عوائدهم عند مستوى معين من المخاطرة، فهم يقبلون بمستوى عالٍ من المخاطرة إذا كانت فقط عوائدهم عالية. كما أن الاستثمار في الأوراق المالية التي تحتوي على الأوراق المالية المحلية والأجنبية يمكن من الحصول على عائد أعلى ومخاطرة أقل من الاستثمار فقط في الأوراق المالية المحلية. (أبو شرار، 2015، ص 199-200) ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية نجد ما يلي:

أولاً. السندات الدولية (International Bonds): قبل تناول مفهوم السندات الدولية لابد أولاً من تعريف السند.

1- تعريف السندات (Bonds): هي صكوك دين للمكها، تمثل مطالبة ذات دخل ثابت على التدفقات النقدية وأصول الشركة (Thakor, 2015, p08)، فهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقرضين) ووحدات الفائض (المقرضين)، وهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل واحدة منها تدعى السند، وتحقق لحاملها عائداً يتمثل في معدل الفائدة الدوري (سنوي، نصف سنوي، فصلي) بالاستناد إلى القيمة السوقية (Par value)، بالإضافة إلى عائد رأسمالي يتمثل في الفرق ما بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند التداول (أو الاستحقاق). (الداغر، 2005، ص 103)

توفر سوق السندات موارد مالية طويلة الأجل للشركات والحكومات عن طريق التوجه مباشرة إلى المستثمرين، وتزداد أهمية هذه السوق في البلدان التي تعاني من مشاكل تنموية نظراً لقدرتها على تنوع مصادر التمويل، والتخلص تدريجياً من التمويل النقدي الذي ينطوي على مساوئ عديدة.

2- تعريف السندات الدولية: أو سندات الدين الدولية (International Debt Securities: IDS) هي تلك السندات الصادرة في سوق بخلاف السوق المحلي للبلد الذي يقيم فيه المقترض، وهي تشمل ما أشار إليه المشاركون في السوق تقليدياً باسم السندات الأجنبية وسندات اليورو. وهي تختلف عن سندات الدين المحلي (Domestic Debt Securities: DDS) هذه الأخيرة هي تلك السندات التي يصدرها المقيمون في أسواقهم المحلية، بغض النظر عن العملة التي يتم بها تداول تلك السندات. (Bank for International Settlements,) (2019, p 189)

وتختلف السندات الدولية عن ما يسمى بسندات أجنبية وهي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد المصدر للسند، وتتراوح آجال استحقاق السندات الدولية باعتبارها وسيلة تمويل طويل الأجل بين (10-15) سنة، ولا يوجد بالغالb سندات قابلة للتحويل ولكن معظمها من السندات القابلة للاستدعاء.

وقد تصدر هذه السندات الدولية بما يسمى بشرط خيار العملة ويقصد به أن يختار حامل السند الحق في اختيار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند وقيمتها الاسمية. وتمتاز هذه السندات بميزة الإعفاء الضريبي، وهذه ميزة تضاف إلى مزاياها الأخرى والتي تجعلها ركناً أساسياً للسوق المالية على المستوى العالمي. (صافي، بكري، 2012، ص 114)

3- مزيا السندات الدولية: تتميز السندات الدولية بالعديد من المزايا تتمثل أهمها فيما يلي:

3-1- تعدد عملات الإصدار: تصدر السندات الدولية بعملات مختلفة، ويبقى الدولار هو العملة المفضلة لإصدار هذه السندات يليه المارك الألماني، حيث يهتم كل من المقرضين والمقترضين في هذه السوق عند اختيارهم لعملة القرض على توقعاتهم المستقبلية لأسعار صرف إحدى العملات الدولية. (خالد، 2014، ص 373)

3-2- السيولة النقدية العالية: تنسم هذه السندات بالسيولة العالية وإمكانية تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها عند الحاجة، وتكون السندات مكفولة ومضمونة من قبل الجهة التي أصدرتها المصارف والحكومات. (خالد، 2014، ص 373)

3-3- تسديد القروض: يتم تسديد القروض حسب سجل استحقاقات، حيث يتم تسديد عدد محدد مسبقاً من الأوراق كل سنة وذلك حسب قائمة أرقام محددة مسبقاً، أو بإعادة شرائها من السوق، أو عن طريق سحب عشوائي. والملاحظ أنه في العديد من إصدارات السندات الأوروبية، يتمتع المصدر بحق تسديد الأوراق المالية قبل بلوغ موعد التسديد (وهو ما يمثل خيار شراء). ويلجأ المصدر إلى ممارسة هذا الحق في حالة انخفاض معدلات الفائدة، ويدفع مقابل ذلك علاوة تسديد عادة ما تأخذ شكل تسديد الورقة المالية بسعر

أعلى من قيمتها الاسمية. فبعض التشريعات تسمح للمصدر بإمكانية اختصار أو تخفيض مدة القرض، وتعرف السندات في هذه الحالة بالسندات المسددة مسبقا، وتخضع للتخفيض (وهو ما يمثل خيار بيع). وعلى عكس هذه الأخيرة فإن السندات المؤجلة يمكن أن تمتد حسب إرادة المستثمر، وبذلك يوضع الخيار تحت تصرف المستثمر. (جبار، 2008، ص 92)

4-3- إنعدام حق المر قبة والإشراف: في بعض القروض يجد المقرض نفسه مجبر على صرف القروض في أوجه محددة وللجهة التي منحت القرض حق مراقبة أوجه الصرف، وطريقة العمل والتنفيذ، ومدى نجاح المشروع المراد تمويله، أما بالنسبة للسندات الدولية فإن الجهة المصدرة للسندات لا تلتزم بأوجه استثمار محدد، كما لا تسمح بالمراقبة والإشراف على المشاريع المراد تنفيذها. (خالد، 2014، ص 374)

بالإضافة للمزايا السابقة للسندات الدولية، فإن هذه الأخيرة هي جمع للمدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي، ويتم تأمينها والموافقة عليها من قبل نقابة دولية، كما أنه عند الإصدار يتم تقديمها في وقت واحد للمستثمرين في عدد من البلدان، حيث يتم إصدارها خارج سلطة أي بلد.

4- تصنيف السندات الدولية: يتم في هذا الصدد التمييز بين نوعين من السندات الدولية هي:

1-4- السندات الأجنبية (Foreign Bonds): هي عبارة عن السندات التي يتم إصدارها من طرف مقترضين في سوق مالي أجنبي ومحركة بنفس عملة البلد الذي تم إصدارها فيه. ومثال ذلك أن تصدر مؤسسة سوناطراك الجزائرية سندات في سوق نيويورك محررة بالدولار الأمريكي. (بودخدخ، 2016، ص 71)

2-4- السندات الأوروبية (Euro Bonds): السندات الأوروبية هي عبارة عن السندات التي يتم إصدارها من طرف مقترضين في سوق مالي أجنبي ومحركة بعملة تختلف عن عملة البلد الذي تم إصدارها فيه، ومثال ذلك أن تصدر مؤسسة سوناطراك الجزائرية سندات في سوق لندن محررة بالدولار الأمريكي. (بودخدخ، 2016، ص 71)

إن السندات الأوروبية هي أداة دين من الأدوات المتداولة في سوق رأس مال، تصدر بعملة اليورو من خلال مجموعة من البنوك المصدرة وبيوت الأوراق المالية، ويتم توزيعها دوليا عند إصدارها، والتي يتم بيعها في أكثر من بلد إصدار ويتم تداولها لاحقا من قبل المشاركين في السوق في العديد من المراكز المالية الدولية. وينقسم سوق السندات الأوروبية إلى قطاعات اعتمادا على العملة التي يتم بها إصدار السندات. على سبيل المثال، يُشار إلى سندات اليورو بالدولار الأمريكي غالبا باسم سندات اليورو دولار، ويطلق على إصدارات الاسترليني المماثلة سندات يوروسترلينج. (Choudhry, 2001, p378)

ثانياً. الأسهم الدولية (International Stocks):

1- تعريف الأسهم (Stocks): هي صكوك ملكية تتيح لصاحبها حق في ملكية الشركة التي أصدرت الورقة فضلاً عن الحق في الدخل المتولد عن النشاط، وكذا المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الإلتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد. (الداغر، 2005، ص 86)

كما أن الأسهم تتصف بالدوام، أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما الشركة قائمة ومستمرة، (علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، 2012، ص 32) أما العائد الذي يحصل عليه حاملها (الملاك) فهو غير ثابت ويتوقف على أداء الشركة، كما أن هذه الأخيرة غير ملزمة قانونياً بإجراء التوزيعات لحملة هذه الأسهم.

2- تعريف الأسهم الدولية: على عكس السندات الدولية، تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة، أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة. (جبار، 2008، ص 77)

ويتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد الشركة المصدرة، حيث يتم تسجيل الأسهم الدولية عموماً في أكثر من مركز مالي، وتعد وول ستريت (wall street) من أهم هذه المراكز. وقد يستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال العديد من الشرائح:

- شريحة محلية؛
- شريحة أوروبية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق؛
- شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.

في حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بالأسهم العالمية، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية. (جبار، 2008، ص 97-98)

ثالثاً. المشتقات المالية (Financial Derivatives):

1- تعريف المشتقات المالية: وردت العديد من التعاريف حول المشتقات المالية نذكر منها ما يلي:
تُعرف المشتقات المالية بأنها أحد الأدوات الاستثمارية الجديدة، المشتقة من أدوات استثمارية تقليدية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعتمد قيمة المشتقات على أسعار هذه الأدوات.
فالأدوات المشتقة هي عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. (علي، شفيق، 2010، ص 228)

تتضمن سوق المشتقات التجارية في عقود المشتقات المالية، وهي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة بعض الأصول أو الأوراق المالية الأخرى، والمشتقات المالية شائعة الاستخدام هي العقود الآجلة والعقود المستقبلية والخيارات وعقود المبادلات. (Thakor, 2015, p 09)

الأوراق المالية المشتقة أو المشتقات هي عقد مالي يستمد قيمته من سعر الأصل الأساسي، مثل الأسهم أو السلع، أو حتى من مؤشر مالي أساسي مثل سعر الفائدة. يمكن للمشتقات أن تقلل من المخاطر، عن طريق توفير التأمين (الذي يشار إليه مالياً بمصطلح التحوط "hedging")، وتعتيم المخاطر من خلال المضاربة (speculating) على الأحداث المستقبلية. حيث توفر المشتقات طرقاً فريدة ومختلفة لاستثمار وإدارة الثروة التي لا توفرها الأوراق المالية العادية. (S. Mishkin, G. Eakins, 2018, p 616)

2- المتعاملون بالمشتقات المالية: يمكن تقسيم المشاركين في أسواق المشتقات إلى مجموعتين هما:

2-1-1 الفئة الأولى: هم المستخدمون النهائيون (Ends Users) الذين يدخلون هذه السوق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط (As Hadgers) وتكوين المراكز المالية (Short and Long Positions) والمضاربة (Speculation)، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف، بيوت الأوراق المالية، شركات التأمين صناديق الاستثمار، تجار التجزئة، صناديق المعاشات، بنوك الاستثمار، الشركات العقارية، المصدرون والمستوردون وغيرها.

2-1-2 المتحوطون (Hedgers): هم المتعاملون الذين يسعون إلى تخفيض المخاطر التي من الممكن أن يتعرضوا لها نتيجة حدوث تقلبات في الأسعار التي قد تطرأ على سعر الأصل محل العقد، من خلال إبرام صفقات يتم تنفيذها مستقبلاً. ويمكن للمشتقات أن تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين الأسعار. (Cultraro, 2017, p 27)

فقد يشتري مستثمر خيار شراء سلعة ما في المستقبل بسعر محدد يدفع عن نفسه خطر ازدياد ثمنها في المستقبل. فتعامل هذه الفئة بمختلف عقود المشتقات المالية هو للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار السلع، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأوراق المالية..... إلخ من الأصول الأخرى.

2-1-2- المضاربون (Speculators): هم الأشخاص الذين يحققون أرباحاً من خلال مراكزهم التي يتخذونها، فهم لا يتاجرون في الأسواق الفورية، بل يتعاملون في الأسواق الآجلة حيث يتوقعون تغير الأسعار لصالحهم في المستقبل –بالإعتماد على المعلومات التي يجمعونها ويحللونها- وبالتالي تحقيق أرباح من فروقات الأسعار. (Ekeland, 2017, p 05)

ف نجد أن المضارب يأخذ مركز طويلا (شراء) عند إبرام عقد على أصل ما عندما يتوقع ارتفاع أسعار العقود على ذلك الأصل. ويأخذ مركزا قصيرا (البيع) على أصل ما عندما يتوقع انخفاض أسعار ذلك الأصل مستقبلا.

حسب دراسة أجراها مكتب مراقبة العملة في أمريكا (Office Of Comptroller Of Currency) فقد تبين أن نسبة عمليات تجارة المشتقات التي تتم في أمريكا، والتي تنتهي بالتسليم الفعلي للأصول محل العقد هي (2.7%) فقط من مجمل الصفقات -تمثل فئة المتحويين-، بينما (97.3%) من عمليات المشتقات هي لأجل المضاربة. (أبو زيد، ص 05)

1-2-3- المراجعون (Arbitrageurs): هم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق منخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة. (الداغر، 2005، ص 126)

2-2- الفئة الثانية: وهي فئة الوسطاء (Intermediaries) أو المتعاملين (Dealers)، الذين يلعبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق، وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء، بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة. (سيساني، 2015، ص 322)

3- أهمية المشتقات المالية: تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية:

1-3- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية: تعد عقود المشتقات أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق المشتقات بل إنها السبب في وجود تلك الأسواق.

2-3- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر (Price discovery): من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، حيث تسمح استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

3-3- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية، حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن

حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد. (عوايجية، مفتاح، 2017، ص 78)

3-4- إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب طرفا في العقد بغرض تحقيق الأرباح، وليس بغرض تملك الأصل، حيث أن تملك الأصل يهيم من يرغب في شراء الأصل بغرض استخدامه، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا.

3-5- إدارة وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، (عيساني، 2016، ص 529)

4- الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية الدولية: تتمثل أهم عقود المشتقات المالية فيما يلي:

1-4- العقود الآجلة الدولية (Forwards):

1-1-4- تعريف العقود الآجلة: العقود الآجلة هي اتفاقيات بين طرفين للانخراط في معاملة مالية في نقطة زمنية مستقبلية. (S. Mishkin, G. Eakins, 2018, . p 616)

كما يعرف العقد الأجل على أنه هو اتفاق بين طرفين أحدهما البائع والآخر المشتري لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد، ويلتزم فيها البائع بتسليم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد ويسمى بسعر التسليم (Delivery price)، والعقود الآجلة هي عقود شخصية يتفاوض فيها الطرفان على شروطها، كما تتلائم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تتلائم غيرهما، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة فقط. (سعودي، بن لخضر، 2017، ص 124)

1-2-4- العقود الآجلة لسعر الفائدة (Interest-Rate Forward Contracts): تتضمن العقود الآجلة

لسعر فائدة البيع أو الشراء المستقبلي لأداة الدين أبعاد عديدة:

- تحديد أداة الدين الفعلية التي سيتم تسليمها في المستقبل؛
- قيمة أداة الدين المراد تسليمها؛
- السعر (سعر الفائدة) على أداة الدين عند تسليمه؛
- تاريخ التسليم؛

مثال على العقد الأجل لسعر الفائدة: قد يكون اتفاقا على أن يبيع البنك الأمريكي (the First National Bank) لشركة روك سوليد للتأمينات (Rock Solid Insurance Company)، بعد عام واحد من اليوم 5 ملايين دولار قيمة اسمية لسندات الخزينة لعام 2037 من 6 s (سندات القسيمة بنسبة 6٪ سعر الكوبون الذي يستحق في عام 2037) بسعر هو نفسه سعر الفائدة على هذه السندات اليوم، على سبيل المثال 6٪،

نظرا لأن شركة Rock Solid ستشتري الأوراق المالية في تاريخ لاحق، فقد اتخذت مركزا طويلا¹ (Long Position)، في حين اتخذ البنك الوطني الأول الذي سيبيع الأوراق المالية مركزا قصيرا² (Short position). (S. Mishkin, G. Eakins, 2018, 616)

4-1-3- العقود الآجلة لسعر الصرف (Exchange Rate Forward Contracts): هي إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية. (النجار، 2018، ص 69)

4-2-4- المستقبلات الدولية (Futurs):

4-1-2-4- تعريف العقود المستقبلية: عقد المستقبلات هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين، بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يمكن تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ (تاريخ التسوية: Settlement Date)، السعر الواجب دفعه للأصل، وعلى خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة في العقد. (علام، حملة، 2016، ص 159)

ومن الخصائص التي تميز العقود المستقبلية هي وجود:

أ- الهامش المبدئي (Initial Margin): من الخصائص التي تميز العقود المستقبلية هو وجود هامش مبدئي، وقد تقرر فرض حتى لا يتعرض أحد طرفي العقد للضرر نتيجة عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته، حيث يدفعه الطرفان لبيت السمسرة التي يتعاملان معها، أما قيمة الهامش المبدئي فهي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، حيث يمثل نسبة تتراوح بين 5% - 15% من قيمة العقد. (بلعزوز وآخرون، 2013، ص 133)

ب- غرفة المقاصة (Clearing Houses): قسم البورصة أو كيان قانوني منفصل يقدم مجموعة من الخدمات المتعلقة بالمقاصة وتسوية الصفقات وإدارة المخاطر المرتبطة بالعقود الناتجة. وغالبا ما تكون غرفة المقاصة طرفا مركزيا في جميع الصفقات، أي المشتري لكل بائع والبائع لكل مشتري. (NISM, 2016, P 200) فغرفة المقاصة تمارس دور المركز القصير مقابل المستثمر ذو المركز الطويل وعلى العكس من ذلك تأخذ مركز طويل مقابل أصحاب المراكز القصيرة.

ج- التسويات اليومية (Daily Settlements): يتم إيداع مبلغ الهامش المبدئي في حساب العميل لدى غرفة المقاصة (يودعه كل من البائع والمشتري)، فإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف

¹ مركز طويل: مركز يظهر عملية شراء أو عدد عمليات شراء أكبر من المبيعات تحسبًا لارتفاع الأسعار. ويمكن إغلاق المركز الطويل من خلال البيع بمبلغ معادل. (NISM, 2016, P 203)

² مركز قصير: هو التزام تجاري لتسليم موجود معين عند تاريخ استحقاق العقد.

بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه، وقد يتلقى العميل ما يسمى (Margin Call) من شركة الوساطة المالية التابعة لها لكي يودع تأميناً إضافياً (Additional Margin)¹ للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة (Maintenance Margin)، ولذا فإن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي أنه وفقاً للمصطلح (Marked to Market) أي خاضع للتسوية اليومية. (رضوان، 2005، ص 220)

بعد التعرف على كل من العقود الآجلة والمستقبلية، فإن الجدول أدناه يلخص الاختلافات الموجودة بين العقدين السابقين.

الجدول رقم (02): الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض، فهي لا تتداول في الأسواق المنظمة.	نمطية (معيارية) تتداول في السوق المنظمة "البورصة".
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتاً خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الأصل محل العقد.
تسليم الأصل محل العقد	يتم انتهاء العقد عادة بالتسليم.	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل محل العقد.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا يتم مراقبة التغيرات السعرية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي.	تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فإن العقود المستقبلية يترتب عنها تدفقات نقدية قصيرة، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ من المال) من قبل كل من البائع والمشتري، وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل محل العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد الأطراف مكسباً يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.

¹ هامش الوقاية: هو تأمين إضافي، يمثل نسبة مئوية من الهامش الأولي أو المبدئي تتراوح ما بين 75٪-85٪، ويجب الاحتفاظ بها دائماً في حساب العميل لدى بيت السمسرة حتى تكفل الهامش المبدئي.

<p>غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي (تعد البائعة لكل مشتري والمشتري لكل بائع)</p>	<p>- نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها؛ - عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها؛ - لا يمكن تصفية العقد إلا بموافقة طرفيه.</p>	<p>ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد</p>
<p>- تنطوي على مخاطر ائتمانية قليلة - مقارنة بالعقود الأجلة؛ - أكثر سيولة من العقود الأجلة بسبب إمكانية تصفية العقد عند الرغبة في ذلك.</p>	<p>- مرونة في التفاوض حول شروط العقد؛ - سهولة الاستخدام.</p>	<p>المزايا</p>
<p>- لأن العقود المستقبلية نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة، فإنه لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد</p>	<p>- تعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان نتيجة عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته؛ - أقل سيولة، حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محله.</p>	<p>العيوب</p>

المصدر: بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر: المشتقات المالية- الهندسة المالية، الطبعة 01، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 137-138.

3-4- الخيارات الدولية (Options):

3-4-1- تعريف عقود الخيارات: الخيارات هي عقود تمنح المشتري الخيار أو الحق في شراء أو بيع الأداة المالية الأساسية بسعر محدد، يسمى سعر الممارسة أو سعر التنفيذ (the exercise price or strike price)، خلال فترة زمنية محددة، يلتزم البائع -يسمى أحيانا محرر الخيار "the writer"- بشراء أو بيع الأداة المالية للمشتري إذا مارس مالك الخيار حق البيع أو الشراء.

إن صاحب الخيار ليس ملزماً باتخاذ أي إجراء بل له الحق في ممارسة العقد إذا اختار ذلك، على النقيض من ذلك، ليس لبائع الخيار خيار في هذه المسألة بل يجب عليه شراء الأصل المالي أو بيعه إذا مارس المالك الخيار. (Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, 2018, p 630)

ونظير تمتع المشتري بهذا الحق عليه أن يدفع لمحرر الخيار علاوة أو مكافأة معينة تعد تمن حق الخيار. (Option price or Premium)

عقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف، بائع الخيار، مشتري الخيار، غرفة المقاصة أو بيت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة.
3-4-2- أنواع الخيارات: هناك نوعان من الخيارات هما:

أ- خيار الطلب (الشراء) (Call Option): وهو امتياز يعطي لحامله الحق في شراء سلعة ما أو أداة مالية (the underlying) بسعر محدد (the strike price) خلال فترة محددة (the expiration date) مقابل ثمن محدد (the premium) يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه (the writer)، أي أن مشتري هذا الحق له الخيار بين أن يشتري تلك السلعة أو الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لا يشتريها، وذلك خلال فترة محددة هي غالباً ثلاثة شهور. (أبو زيد، 2014، ص 09)

إن الذين يتجهون إلى شراء خيار الطلب أو شراء هم أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

ب- خيار العرض (الدفع) (Put Option): يقصد بخيار البيع عندما يكون لطرف الحق في أن يبيع إذا ما رغب للمحرر (البائع) خيار بيع أصول بسعر محدد في تاريخ محدد، وذلك مقابل حصول المحرر من البائع على علاوة معينة تحددها شروط العقد، والتي تتراوح عادة بين 1-5٪ من قيمة العقد. ولدى المستثمر البائع دافع للتعاقد لتوقعه انخفاض قيمة الأصل خلال فترة العقد. وبهذا المفهوم يصبح محرر خيار البيع ملزماً بأن يشتري من بائع الخيار ووفق الشروط التي يتضمنها ذلك العقد وفي حالة رغبة البائع في تنفيذ العقد. (سعودي، مسعودة بن لخضر، 2017، ص 124)

إن الذين يتجهون إلى شراء خيار البيع هم من يتوقعون انخفاض سعر الأصل محل العقد، أما الطرف الآخر وهو محرر عقد خيار البيع فتوقعاته تكون عكس مشتري الحق، فهو يعتقد أن السعر سينخفض عن السعر المحدد.

3-3-4- وقت ممارسة الخيارات: هناك ثلاثة معايير زمنية معمول بها في الأسواق المالية لممارسة الخيارات:

أ- الخيار الأمريكي (American Option): عقود يمكن ممارستها في أي وقت قبل انتهاء صلاحيتها. معظم خيارات الأسهم المدرجة، بما في ذلك تلك الموجودة في البورصات الأوروبية هي خيارات على الطراز الأمريكي. (NISM, 2016, P 196) فهذا الخيار يعطي الحق لحامله في شراء أو بيع الأوراق المالية مثلاً أو غيرها من الأصول بسعر محدد مسبقاً، إلا أن تنفيذ العقد يكون في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد إلى تاريخ انتهاء العقد.

ب- الخيار الأوروبي (European Option): هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الحق الخيار في شراء أو بيع الأصل موضوع العقد من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مسبقاً، على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد. (عيساوي، حوحو، 2017، ص 340)

يختلف الخيار الأوروبي عن الخيار الأمريكي في وقت تنفيذ العقد، فالخيار الأوروبي يوجب على حامله تنفيذ العقد يوم استحقاق العقد.

ج- خيار برمودا (Bermudan option): ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، فهذه الطريقة تجمه بين الطريقتين السابقتين.

إن العقود سائلة الذكر لا تدل مسمياتها كما رأينا على مكان التداول، وإنما تدل على خاصية تاريخ التنفيذ.

4-3-4- الاختلافات بين عقود الخيار والعقود المستقبلية: يوضح الجدول الآتي أوجه الاختلاف بين عقود الخيار والعقود المستقبلية.

الجدول رقم (03): الفرق بين الخيارات والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	عقود الخيارات
كل من طرفي العقد (البائع والمشتري) يقع عليهما الإلتزام بتنفيذ العقد.	مشتري حق الخيار يمتلك الخيار (ليس الإلتزام) في أن يقوم بالتعامل، بينما بائع حق الخيار يقع عليه عبء الإلتزام بإنجاز العقد إذا رغب المشتري في ذلك.
مشتري العقد لا يدفع لبائع العقد علاوة مقابل الدخول في العقد	مشتري العقد يدفع للبائع علاوة أو مكافأة أو ما يطلق عليه سعر الخيار.
مشتري العقد يحقق مكاسب باستمرار كلما زاد سعر العقد، ويحقق خسائر مستمرة كلما انخفض السعر والعكس يحدث لبائع العقد.	أقصى ما يمكن أن يخسره مشتري العقد هو العلاوة، ومع ذلك فإنه يظل محتفظاً بكل المكاسب المحتملة فإن المكاسب المحققة سوف تنخفض بمقدار سعر الخيار. أقصى ما يمكن أن يكسبه البائع هو سعر الخيار مقابل مواجهة مخاطر جوهرية غير محدودة.
تستخدم عقود الخيار للحماية ضد المخاطر المنتظمة	تستخدم عقود الخيار للحماية ضد المخاطر غير المنتظمة

المصدر: بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر: المشتقات المالية- الهندسة المالية، الطبعة 01، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 137-138.

4-4- عقود المبادلات (Swaps):

4-4-1- تعريف عقود المبادلات: المبادلات هي أحد أنجح منتجات الهندسة المالية تستخدم غالباً لتغطية المخاطر (Hedging Risks)، والمبادلة هي اتفاقية بين طرفين مقابل تبادل (مقايضة "swap") سلسلة من التدفقات النقدية عادة نصف السنوية، على مدى فترة العقد.

قامت شركة Salomon Brothers بترتيب أول عملية مبادلة بين شركة International Business Machines Corp والبنك الدولي في عام 1981. وقد حققت المبادلات نجاحاً كبيراً. وبعد مرور ربع قرن، تجاوزت قيمة سوق المبادلات أكثر من 250 تريليون دولار في رأس المال المتميز. (A. Jarrow, Chatterjea, (2013, p164

كما يعرف عقد المبادلة على أنه اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية بعملة واحدة أو بعملة مختلفة خلال فترة مستقبلية، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة. (حماد، 2001، ص 213)

4-4-2- مبادلات أسعار الفائدة: هي عبارة عن اتفاقية بين طرفين يوافقان بموجبهما على تبادل مدفوعات الفائدة وفقاً لصيغ معينة، أو عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم بأخرى مرتبطة بسعر ثابت، وتحتسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما. (رضوان، 2005، ص 249)

4-4-3- مبادلات العملة: أما في مبادلات العملة (أسعار الصرف) فيتم الاتفاق بين طرفين على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد (الحالي) مقابل سعر الصرف الآجل (أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً)، حيث الهدف من هذه المبادلات هو تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة. (معروف، ص 171)

4-4-4- مبادلة السلع: مبادلة يقوم بموجبهما أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فوراً وبيعها في نفس الوقت ببيعاً آجلاً.

4-4-5- مبادلة الأسهم: الإتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر. (النجار، 2018، ص 83)

4-5- أنواع أخرى للمشتقات: توجد أنواع أخرى من المشتقات تمثل تركيباً لنوعين أو أكثر من المشتقات الأساسية نذكر منها:

4-5-1- الخيار المستقبلي (Future Option): عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر في تاريخ مستقبلي محدد؛

4-5-2- خيار العقد الأجل (Forward Option): خيار بيع أو شراء عقد أجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد؛

4-5-3- المبادلة الاختيارية (Swaption): عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل؛

4-5-4- السقوف (Caps): إلزام تعاقدى بين طرفين هما المشتري والبائع، حيث يوافق بموجه البائع مقابل علاوة لسقف معين، على إعادة أي مبالغ إلى المشتري والتي تفوق تكلفة الفائدة المتفق عليها بسعر محدد؛ (إبراهيم سالم، يحي، 2014، ص 183-184)

4-5-5- مشتقات الائتمان: تستخدمها البنوك لنقل مخاطر منح القروض إلى بنوك أخرى، وهناك ثلاث أنواع وهي: مبادلات الائتمان، خيارات الائتمان، كمبيالة الائتمان المترابط. (مقدم، 2019، ص 171)

رابعاً. القروض الدولية (International Loans):

1- التحركات الرسمية لرؤوس الأموال: إن التحركات الرسمية لرؤوس الأموال تتم في صورة قروض يتم إبرام عقودها بين حكومات الدول المقرضة وحكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها الهامة أو الخاصة، كما تشمل هذه التحركات التمويلية الرسمية أيضاً تلك القروض التي تعقد بين الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية، وهي كيانات متعددة الجنسيات. (عمر، 2018، ص 55)

1-1- قروض حكومية ثنائية: هي عبارة عن قروض أو مساعدات تبرم بين الحكومات المانحة والمقرضة وذلك بعد عدة جولات تفاوضية، ومن خصائص هذه القروض أنها طويلة الأجل نسبياً وتتراوح فترات السداد ما بين 05 سنوات و40 سنة. (عمر، 2018، ص 56)

1-2- قروض دولية متعددة الأطراف: وتشكل المنظمات المالية الدولية الدولية مثل البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، مؤسسة التمويل الدولي، أهم مصادر التمويل المتعدد، وتتميز هذه المصادر بكلفة تقارب جداً كلفة مصادر التمويل الحرة، حيث أن أسعار الفائدة على هذه القروض تقارب أسعار الفائدة التجارية، وبأجال متوسطة وطويلة قد لا تتيحها الأسواق الحرة لتلك الدول، حيث تتراوح مدة القرض في هذه الأسواق حوالي 07 سنوات في حين تمتد آجال قروض المنظمات الدولية إلى 25 سنة. (شكري، عوض، 2004، ص 41)

1-3- قروض إقليمية متعددة الأطراف: وتتمثل في القروض التمويلية التي تقوم المؤسسات التمويلية الإقليمية بمنحها، ومن أمثلة تلك المؤسسات نجد: بنك الاستثمار الأوروبي، بنك التنمية الآسيوي، بنك التنمية الإفريقي، بنك الأمريكيتين للتنمية، صناديق التنمية الإقليمية، صندوق النقد العربي، البنك الإسلامي للتنمية، الصندوق العربي للانماء الإقتصادي والاجتماعي.

2- التحركات الخاصة لرؤوس الأموال: ويشمل هذا النوع من التمويل كل القروض الممنوحة من جهات خاصة، أفرادا كانت أو مؤسسات إلى جانب حكومات أجنبية أو مؤسسات عامة وخاصة في الدول الأجنبية، ويتضمن هذا النوع تسهيلات الموردين، تسهيلات أو قروض مصرفية، طرح سندات في الأسواق الدولية، الاستثمار المباشر، المحفظة الاستثمارية. (عمر، 2018، ص 60)

خامسا. القروض المشتركة (Syndicated loans):

تعد القروض المشتركة طريقة من الطرق الحديثة للتزود بالأموال بفعالية وكفاية عالية، فهي تمثل مصدرا مهما للتمويل الدولي، حيث تمثل هذه القروض الدولية ما لا يقل عن ثلث جميع التمويل الدولي، بما في ذلك السندات والأوراق التجارية وحقوق الملكية.

ويطلق عليها كذلك بالقروض المجمع، وهي ائتمانات متوسطة أو طويلة الأجل عادة تكون بمبالغ كبيرة تمنحها مجموعة من البنوك أو المؤسسات المالية للمقترضين، فهي تسمح بتقاسم مخاطر الائتمان بين مختلف المؤسسات المالية. (Gadanez, 2004, p75)

فالقرض المجمع هو قرض بمبالغ كبيرة نسبيا يتم تأمينه بالنيابة عن المقترض، وذلك عن طريق مجموعة من البنوك المقرضة، ولكون المبلغ المراد إقتراضه كبيرا فيكون من الصعب على بنك واحد أن يتحمل عبء كامل العملية من ميزانيته الخاصة، فيقوم هذا البنك ببيع المشاركات إلى مقترضين آخرين لتوزيع المخاطرة والمشاكل المحتملة.

وغالبا ما تكون القروض المجمع بالدولار على الرغم من وجود قروض مجمعة بعملات أخرى مثل اليورو والدولار الكندي والفرنك السويسري، ويعتبر سوق القروض بعملات غير الدولار سوقا محدودا وكفاءة المشتركين فيه محدودة أيضا، وقد يتم منح قرض بالدولار الأمريكي بحيث يعطي هذا القرض للمقترض فرصة اختيار سحب القرض بعملات أخرى بدلا من الدولار، إذا كانت مثل هذه العملات متوفرة للمقترضين، وهذا ما يعرف بخيار تعدد العملات (Multi Currency Option)، وعادة ما يسمح أن تكون هذه القروض بثلاثة أو خمسة عملات على الأكثر، فخير تعدد العملات مفيد للمقترضين مثل الشركات متعددة الجنسيات التي لديها تدفقات بعملات أخرى غير الدولار حيث يتيح لها فرصة الاستفادة من تغير أسعار العملات الأجنبية وتغير الفوائد عليها وتوزيع مخاطر تقلبات العملة. (شكري، عوض، 2004، ص 122-123)

منحت البنوك الأمريكية والأوروبية الكبيرة قروضا لمقترضين الأسواق الناشئة وتخصصها للبنوك المحلية. كما توسعت بنوك منطقة اليورو في الإقراض الأوروبي وأنشأت تمويلًا خارج منطقة اليورو.

سادسا. المحافظ الدولية (International Portfolios): تحظى المحافظ الدولية باهتمام متزايد من قبل المستثمرين،

1- تعريف المحافظ الدولية: فمن أهم المزايا التي توفرها هذه المحافظ ميزة التنوع التي توفر للمحفظة الاستثمارية الدولية صفة الأمان النسبي، فالمحافظ الدولية تكون في العادة منوعة بطريقة جيدة وذلك بالتركيز على ثلاث نواحي وهي:

- تنوع الأصول؛
- التنوع الجغرافي (تتضمن العديد من الدول)؛
- تنوع العملات.

لا تختلف الأسس المتبعة في تكوين المحافظ الاستثمارية الدولية عن تلك المستخدمة لتكوين جميع المحافظ الاستثمارية الأخرى.

2- مبادئ التنوع للمحافظ المحلية والدولية:

- مراعاة تحقيق المزج الأمثل لأدوات الاستثمار "النوع، الجغرافي، العملات"
 - اختيار أدوات من أسواق لا يوجد بها ترابط بين أدواتها لكي تعطي الفائدة المرجوة منها، ولتحقيق هذا الشرط لا بد من توفر الشروط التالية:

- اختلاف العملات؛
- اختلاف الأنظمة السياسية؛
- اختلاف أنظمة سعر الصرف؛
- اختلاف الأنظمة والقوانين؛
- اختلاف السياسات النقدية؛
- اختلاف معدلات التضخم والفائدة؛ (صافي، بكري، 2012، ص 218)

3- أدوات الاستثمار في المحافظ الدولية: في المحافظ الدولية يتم التركيز على بعض أنواع وأدوات الاستثمار منها: الأسهم، السندات، الخيارات، العقود المستقبلية، ويتم تحديد نوع الأداة المستخدمة في ضوء النظر إلى أهداف المستثمر التي يريد تحقيقها وهي:

- مستوى العائد المتوقع؛
- درجة تقبله للمخاطرة؛
- غرضه وهدفه الرئيسي (تحقيق دخل جاري) (مكاسب رأسمالية)؛
- موقف المستثمر من أجل الاستثمار، هل يفضل الاستثمار قصير الأجل أم متوسط الأجل. (صافي، بكري، 2012، ص 219)

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية الدولية

إن للبنوك دورا بالغ الأهمية في تسوية المدفوعات الخارجية، فهي التي تباع الحوالات للمستوردين، أو تفتح لهم الاعتمادات وتتعهد بقبول الكمبيالات المسحوبة عليها والوفاء بقيمتها في الآجال المحددة، كما أنها تشتري من المصدرين الكمبيالات أو تحصل قيمتها لصالحهم، فهي بهذا كله تلعب دور الوسيط بين الطلب على الصرف وعرضه في البلاد، وتقوم بتسهيل تسوية المدفوعات الخارجية عن طريق المقاصة أو تسوية الحقوق والديون.

أولا. شهادات الإيداع الدولية (International certificates of deposit):

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع، شهادات إيداع مصرفية وشهادات إيداع دولية.

1- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: هي ودائع قصيرة الأجل قابلة للتداول تصدرها البنوك لجمع الأموال. (NISM, 2016, P 45)

بدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961، ثم أصدرت بعد ذلك - بسبب النجاح الذي حققته في نيويورك- في لندن 1966، وقد وصل عدد البنوك التي تتعامل بها إلى 250 بنكا دوليا، ويتم إصدارها من قبل البنوك والمؤسسات المالية بطريقتين مختلفتين هما:

- الطريقة الأولى: يقوم البنك بالإعلان عن إصدار الشهادات، ومن ثم الدعوة إلى عملية الاكتتاب والتي تكون قبل موعد الإصدار، وبالتالي فإن إصدارها يكون لأمر المكتتب.

- الطريقة الثانية: يتم إصدار هذه الشهادات بناء على طلب الزبون، وذلك وفق الاتفاق الحاصل بين البنك وهذا الأخير بالنسبة للمبلغ والمدة وسعر الفائدة. (بوشارب، بلبال، 2015، ص 155)

وتختلف شهادات الإيداع القابلة للتداول عن الودائع الأخرى لأنها تنطوي على إنشاء أوراق مالية يمكن تداولها في الأسواق الثانوية، ومنه قابلية تحويلها والحصول على قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق، ومع ذلك فإن التداول الفعلي لشهادات الإيداع محدود للغاية، حيث يفضل معظم المستثمرين الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

2- شهادات الإيداع الدولية: تعد شهادات الإيداع الدولية أحد أدوات الاستثمار المبتكرة، فهي أداة جديدة من أدوات التمويل تربط الاقتصاد المحلي بالأسواق المالية في الخارج. وهناك نوعان من شهادات الإيداع الدولية، شهادات الإيداع الدولية (Global Depository Receipts) GDRs وشهادات أو إيصالات الإيداع الأمريكية (American Depository Receipts) ADRs

1-2- مفهوم شهادات الإيداع الدولية: هي أدوات مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، تقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل: بنك أوف نيويورك (Bank of New York) أو دويتش بنك (Deutsche Bank) أو غيرها، بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية.

ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار (في العادة يكون بنكا محليا)، ومن ثم فإن الشهادات يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية في الأسواق المالية الدولية: مثل بورصة لندن أو بورصة نيويورك أو بورصة لوكسمبورغ، ولأن مالك شهادات الإيداع هو في حقيقة الحال مالك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب نسبة تحويل متفق عليها)، فإن له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم.

أما الأطراف التي تتعامل في شهادات الإيداع الدولية فهي: الشركة المصدرة، البنك المدير للإصدار، بنك الإيداع والحفظ الدولي (دولي)، وكيل بنك الإيداع (بنك محلي)، مراجع الحسابات، مؤسسة تقوم بإعداد القوائم المالية، المستشار القانوني للإصدار، شركة الوساطة المالية. (عبد القادر، 2010، ص156)

2-2- مزيا شهادات الإيداع الدولية: تحقق شهادات الإيداع الدولية العديد من المزايا سواء بالنسبة للشركات المصدرة أو بالنسبة للمستثمرين نذكر منها ما يلي:

2-2-1- مزياها بالنسبة للشركات المصدرة:

- تمكن الشركات المصدرة من دخول الأسواق العالمية مما ينوع من حملة أسهم الشركة؛
- تساعد على اتساع السوق للأسهم المحلية، عن طريق توسيع وتنوع قاعدة المستثمرين مما يساعد على زيادة أو استقرار سعر السهم؛
- تساعد على زيادة رأس المال زيادة كبيرة الشيء الذي قد يكون صعبا في السوق المحلي؛
- تقوي من وضع الشركة المصدرة على مستوى الأسواق العالمية، وتعزز من منتجات الشركة المصدرة وخدماتها خارج بلد المنشأ؛
- يمكن استخدام شهادات الإيداع الدولية كأداة لتمويل الاستحواذات والاندماجات. (خليفة، 2017)

2-2-2- مزياها بالنسبة بالنسبة للمستثمرين:

- الاستفادة من أنظمة التداول المختلفة في أكثر من دولة؛
- يتم توزيع أرباح أسهم شهادات الإيداع بالعملات الأجنبية؛
- درجة شفافية عالية وسهولة في إجراءات التسوية والمقاصة من خلال أنظمة متعارف عليها دوليا؛

- انخفاض تكاليف التداول مقارنة بالسوق المحلية وتقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر؛
 - سهولة عمليات البيع والشراء بالكميات المطلوبة مما يوفر السيولة للمستثمرين. (عاطف، 2014)
 3- إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRs): بدلا من شراء الأسهم الدولية مباشرة من الأسواق المالية الدولية، أو شراء صناديق استثمارية دولية، يستطيع المستثمر شراء بعض الأسهم الدولية التي يتم تداولها في الأسواق الأمريكية وتعرف بأسهم ADRs، حيث يقوم بنك أمريكي بإيداع عدد كبير من أسهم الشركة الأجنبية لديه، ومن ثم يقوم بإصدار شهادات أسهم مقابل تلك الأسهم الدولية، وبهذا يحصل المستثمر في الأسواق الأمريكية على أسهم دولية مباشرة من الأسواق الأمريكية، ويتم التداول وكذا توزيع الأرباح بالدولار الأمريكي، ومن مزاياها أن المستثمر يستطيع أن يحصل على أسعار ومعلومات عن تلك الأسهم الدولية كما هو الحال مع الأسهم الأمريكية. (الحويماي، 2006، ص 363)

4- شهادات الإيداع الأوروبية (A Eurocurrency certificate of deposit: Euro-CDs):

شهادة الإيداع الأوروبية هي شهادة إيداع قابلة للتداول ذات فائدة ثابتة أو عائمة قابلة للتداول، تصدرها البنوك لحاملها بعملة اليورو وسعر فائدة مرتبط بـ LIBOR، عادة بفئات 1 مليون دولار وفترة استحقاق أقل من ستة أشهر. تباع Euro-CDs مباشرة من قبل البنوك إلى المودعين أو عن طريق السماسرة. تقوم العديد من البنوك التي تعتبر مقرضا نشطا في سوق القروض الأوروبية المشتركة (المجموعة) بإصدار شهادة إيداع طويلة الأجل ذات معدلات متغيرة طويلة الأجل مع فترة استحقاق تصل إلى خمس سنوات.
 شهادة الإيداع الأوروبية الصادرة عن فروع البنوك الأمريكية بلندن لديها مخاطر ائتمانية ضمنية أكبر من شهادة الإيداع المحلية، وبالتالي تميل إلى تقديم عائد أعلى قليلا. ومن ناحية أخرى تعتبر ECDs أكثر سيولة من الودائع لأجل بالعملات الأوروبية، وبالتالي تتطلب عائدا أقل من الودائع بالعملات الأوروبية بنفس فترة الاستحقاق ومع نفس البنك. إن عدم السيولة المرتبط بالودائع لأجل هو الذي شجع البنوك بشكل أساسي على تنمية شهادات الإيداع الأوروبية. (Pecunica, 2020)

ثانيا. القبولات المصرفية (Banker's acceptances): ظهرت هذه الأوراق في الأساس لتمويل التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع المسحوب على بنك من طرف عميل، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد، والقبولات المصرفية قابلة للتداول في السوق الثانوية، (M. Chisholm, 2009, P 26)

كمثال عن القبولات المصرفية قيام مستورد جزائري مثلا باستيراد بضاعة من تركيا، فإنه يفاضل بين أن يفتح للمصدر اعتمادا مستنديا، وذلك في حالة توفير المال لديه وأنه يستطيع أن يقوم بسليم مصرفه المحلي القيمة الإجمالية بالعملة المحلية فور تسليم البائع (المصدر) لمستندات الشحن لبنكه في تركيا، والتي قد لا تستغرق العملية من بدء فتح الاعتماد إلى قيام المصدر بشحن البضاعة وقتا كبيرا.

لكن في حالة أن المستورد ليس لديه المال الجاهز فإنه يلجأ إلى مصرفه بعمل اعتماد مستندي "قبول" Acceptance وهو ما يسمى بالقبول المصرفي، ويقوم المستورد بالسداد لاحقاً وفي هذه الحالة يعطي المصدر للمستورد فترة سماح للسداد وربما يلجأ المصدر بهذا الإجراء في حالة رغبته في كسب أسواق جديدة أو أن يكون المستورد عميلاً مميزاً لديه.

ثالثاً. الأوراق التجارية (Commercial Papers):

1- تعريف الأوراق التجارية: تعرف الورقة التجارية على أنها ورقة غير مضمونة الوعد تصدرها شركات متينة مالياً ومؤسسات إنتاجية، حكومات، شركات عبر الوطنية والمؤسسات المالية بهدف تمويل احتياجاتها التمويلية قصيرة الأجل، وفي السنوات الأخيرة أصبحت النوع الثاني الأكبر من أدوات السوق المالية من حيث أرصدها القائمة. وتستخدم الجهات المصدرة للأوراق التجارية هذا النوع من التمويل كخيار أو بديل عن القروض المصرفية قصيرة الأجل.

تصدر الأوراق التجارية بصورة عامة على أساس الخصم باستحقاق خلال 270 يوم أو أقل ولتقليل مخاطر عدم الدفع فإن الورقة المالية تدعم بنوع من الائتمان من المصارف التي تضمن للمصدر النقد الضروري بتاريخ الاستحقاق. (J Fabozzi, 2013, p 157)

بصورة مبدئية فإن الأوراق التجارية تباع إما بصورة مباشرة من قبل الجهة المصدرة، أو من خلال وكيل الأوراق المالية، وفي الوقت الذي توجد فيه أسواق نشيطة بالتعامل بالأوراق التجارية فإن المشتريين يحتفظون بها لغاية تاريخ الاستحقاق، إلا أن هذا النوع من الأوراق المالية لا تتداول بالأسواق الثانوية (البورصات).

إن معدلات الفائدة للأوراق التجارية قريبة لشهادات الودائع (Certificates of deposits) والقبولات المصرفية (Banker's acceptances) والتي لها استحقاق مشابه، أما الدخل فلن يعفى من الضرائب المقررة، وأن الأوراق المالية بصفة عامة لها مخاطر عدم الدفع وأقل سيولة من سندات الخزينة. (الراوي، 2009، ص114)

2- الأوراق التجارية الأمريكية: نشأت الأوراق التجارية في الولايات المتحدة في القرن التاسع عشر، وسوق الأوراق التجارية الأمريكية (United States Commercial Papers: USCP) هي أكبر سوق من هذا النوع في العالم.

وفي الأصل كانت الأوراق التجارية وسيلة يمكن من خلالها للشركات التجارية الكبيرة مثل شركات السكك الحديدية الاستفادة من مصادر رأس المال عبر القارة الأمريكية وعلى المستوى الدولي، في الوقت الذي كانت فيه البنوك الأمريكية محصورة في ولاية واحدة وصغيرة نسبياً من حيث قاعدتها الرأسمالية.

الأوراق التجارية الأمريكية كالأوراق التجارية الأخرى لا تنطوي على ضمان مصرفي، وبالتالي فإنها تميل إلى أن تكون في المقام الأول سوقاً للمصدرين الذين يتمتعون بتدفقات نقدية قوية وتصنيف ائتماني جيد. ومتوسط مدة استحقاق (USCP) حوالي 30 يوماً، ويحد أقصى 270 يوماً. أما الورقة الصادرة مع استحقاق أكثر من 270 يوماً تتطلب التسجيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) وهذا يضاف إلى تكاليف الإصدار. (M. Chisholm, 2009, P 24)

ويتمثل المستثمرون في الأوراق التجارية الأمريكية في الشركات، شركات التأمين، صناديق التقاعد، الحكومات، السلطات المحلية (البلدية)، وبشكل عام يشتري المستثمرون الأوراق التجارية لأنهم يبحثون عن عوائد أعلى مما يمكنهم تحقيقه في أدوات الخزينة.

تستخدم وكالات التصنيف الأمريكية الرئيسية، ستاندرد آند بورز (S&P) وموديز (Moody's)، مقاييس التصنيف لتقييم مخاطر التخلف عن السداد على الأوراق المالية قصيرة الأجل في سوق المال مثل الأوراق التجارية الأمريكية. وتمثل هذه المقاييس في (A1+, A1, A2, A3) بالنسبة لوكالة (S&P)، و (P1, P2, P3) بالنسبة لوكالة (Moody's). (M. Chisholm, 2009, P 25)

3- الأوراق التجارية الأوروبية (Euro-Commercial Papers : ECP): تعد الأوراق التجارية الأوروبية من أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية، وهي تمثل الإصدار الدولي لأوراق الدين القابلة للتداول، وتضم فئتين أساسيتين هما القسيمة الأوروبية (مضمونة) والأوراق التجارية الأوروبية (غير مضمونة).

تصدر الأوراق التجارية الأوروبي (ECP) في الأسواق الأوروبية الدولية (في لندن في المقام الأول)، وبدأت سوق هذه الأوراق في لندن في الثمانينيات. وهي أوراق مالية قصيرة الأجل وغير مضمونة لحاملها تبعها الشركات الكبرى بفترات استحقاق تتراوح من أسبوع إلى عام واحد. وأهم المشترين لهذه الأوراق هم مستثمرون مؤسسيون يبحثون عن عوائد أعلى مما يمكنهم تحقيقه في أدوات الخزينة، من خلال استثمار مرن متاح مع فترات استحقاق متنوعة. (M. Chisholm, 2009, P 31)

إن تداول الأوراق التجارية الأوروبية شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية العالمية يتم في الأسواق الدولية.

رابعاً. أدوات الخزينة (Treasury Bills):

1- تعريف أدوات الخزينة: هي صكوك مديونية قصيرة الأجل لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، تصدرها الخزينة وتمثل أكثر الأوراق المالية ضماناً، وذات عائد ثابت ومستقر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، تصدرها الحكومات بشكل دوري. (الداغر، 2005، ص 113)

2- سندات الخزينة الأمريكية: يعتبر الاقتصادي الأمريكي Bageht أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة في عام 1887 بواسطة أذونات الخزينة. ومنذ ذلك التاريخ اعتبرت أذونات الخزينة من الأدوات الهامة في سوق النقد. (عبد الحليم، 2013، ص 39)

تختلف أذونات الخزينة عن سندات الخزنة (Treasury notes) والتي تصدر لمدة سنتين، ثلاث، خمس، سبعة وعشر سنوات (بشكل عام يطلق على السندات المستحقة في أقل من عشر سنوات من تاريخ الإصدار notes). كما تختلف أذونات الخزينة عن سندات الخزنة (Treasury bonds) التي تصدر لمدة 30 سنة.

وتصدر الخزينة أيضا الأوراق المالية المحمية من التضخم (Treasury inflation protection securities: TIPS) والتي تبلغ مدة استحقاقها من 5- 10 - 30 سنة، تعمل بشكل مماثل للسندات العادية، والفرق الوحيد هو أن الخزينة تزيد من قيمتها إذا ارتفع معدل التضخم.

تبيع الخزينة جميع الأذونات والسندات في المزاد بسعر فائدة ثابت. عندما يكون الطلب مرتفعا، سيدفع المزايدون أكثر من القيمة الاسمية لاستلام المعدل الثابت، وعندما يكون الطلب منخفضا يدفعون أقل. حيث تدفع الخزينة سعر الفائدة كل ستة أشهر، وإذا احتفظ المستثمر بأوراق الخزينة إلى تاريخ الاستحقاق، فسيسترد القيمة الاسمية بالإضافة إلى الفائدة التي تم دفعها على مدى فترة السند، (يحصل على القيمة الاسمية بغض النظر عما دفعته للخزينة في المزاد)، ويبلغ الحد الأدنى لمبلغ الاستثمار 100 دولار وهو ما يجعلها في متناول العديد من المستثمرين (Amadeo, 2020)

بشكل عام فإن الأوراق المالية في السوق النقدية التي تم ذكرها تتميز بخصائص مشتركة مثل قصر أجل استحقاقها، انخفاض المخاطر الائتمانية، كبر حجم تبادلاتها، إلا أنه هناك اختلافا بين تلك الأوراق المالية من حيث درجة سيولتها، فإذا تحدثنا عن تداول هذه الأوراق في السوق الثانوية، نجد أن لأذونات الخزينة سوق نشطة تمكن من تحويلها بسرعة إلى سيولة (نقدية) مع انخفاض طفيف في قيمتها، على العكس من ذلك نجد أن السوق الثانوية للأوراق التجارية غير نشطة، حيث لا يمكن تحويلها بسهولة إلى سيولة، أما شهادات الإيداع فالبرغم من قابليتها للتداول في السوق الثانوية إلا أن حجم تداولاتها ليس كبير، ويرجع السبب وراء ذلك إلى رغبة المستثمرين في الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ استحقاقها، ونفس الأمر يطبق على القبولات (الكمبيات المصرفية).

خامسا. اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreement): وهي اتفاقيات تعقد على القروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد إلى أسبوعين. تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق

شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جدا، على أن يوافق المصرف المعني بإعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ. (بن صوشة، 2018، ص 08).

فاتفاقيات إعادة الشراء هي أحد أساليب الاقتراض، تتضمن بيع أوراق مالية بيعا قصير الأجل مع الاتفاق على إعادة شرائها بسعر أعلى قليلا بعد يوم أو يومين، ويعد الفرق بين قيمة عقد البيع وقيمة عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة، فقد يلجأ أحد التجار -الذي يحتاج إلى تمويل لمدة قصيرة- إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن فرصة لإقراض أمواله الفائضة. فبييع التاجر الأوراق المالية التي تعادل قيمتها قيمة المبلغ الذي يحتاجه، وفي نفس الوقت يقوم بإبرام عقد إعادة شراء تلك الأوراق في التاريخ الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي باع به تلك الأوراق، ومن المعروف أيضا أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر، بل تبقى بحوزة التاجر، وإن كان ينص العقد على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر.

سادسا. اليورو دولار (Euro dollars):

1- مفهوم ونشأة اليورو دولار: يدل مصطلح الأورو-دولار على ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة، حيث كان تحرك الدولار من الولايات المتحدة إلى البنوك الأوروبية نتيجة لقيام البنوك والشركات الأمريكية بسحب جزء من ودائعها في الولايات المتحدة الأمريكية وإعادة إيداعها في البنوك الأوروبية، ويرجع ذلك لعدة أسباب من بينها ارتفاع معدلات الفوائد على الودائع لأجل في البنوك الأوروبية عن معدلات الفوائد التي تمنحها البنوك الأمريكية، نظرا لعدم تحمل البنوك الأوروبية لتكلفة تتمثل في متطلبات الاحتياطي الإلزامي التي تدفعها البنوك الأمريكية، إضافة إلى تأثير قاعدة Q (Regulation Q) والتي تنص على تحديد سقف لسعر الفائدة على الودائع في البنوك الأمريكية. (الزرري، 2001، ص.ص 40-41).

كما أسهمت عوامل عديدة أخرى في تعاظم دور الودائع المذكورة بعد الحرب العالمية الثانية في أسواق الصرف الأجنبي الأوروبية نذكر منها مايلي:

- اعتماد الدولار حتى عام 1971 كعملة رئيسية لتحديد أسعار صرف العملات الخاصة بالدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي (IMF)، حيث كانت هذه الأسعار ترتبط في تثبيتها بقابلية تحويل العملة الأمريكية إلى ذهب. وكان لاستمرار هذا الارتباط لحوالي ربع قرن تأثير كبير على أذهان المتعاملين، مما كرس دور الدولار في الأسواق الدولية.

- إدخال بنك إنجلترا في العام 1957 أدوات رقابة شديدة على استخدام غير المقيمين للجنه الاستيرليني وهو ما أدى ببنوك المملكة المتحدة إلى البحث عن عملة دولية أخرى، والتي من خلالها يمكن تمويل التجارة الدولية، وكان الدولار من أفضل هذه العملات آنذاك من حيث قابلية التحويل أولاً وثم الاستقرار والقبول. (عبد الجواد، الشديفات، 2006، ص78-79)

سابعاً. وسائل أخرى: ليست أذونات الخزينة والأوراق التجارية والقبولات المصرفية هي كل ما يتم استخدامه في سوق النقد الدولية من أجل الوفاء بالمدفوعات الخارجية، ذلك أنه يمكن الوفاء بشيك يسحبه المستورد على حساب جار يحتفظ به لدى مصرف محلي في بلد المصدر، أو بشيك على حسابه المصرفي في بلده هو، حيث يكلف المصدر مصرفه أو وكيله بتحصيله لحسابه، أو بكمبيالة مسحوبة على تاجر مقيم ببلد المصدر، بالإضافة للحوالات المصرفية، البيع على المكشوف، القرض الاحتياطي الإلزامي (حشيش، شهاب، ص 84)

الفصل الخامس

فروع الأسواق المالية الدولية

- المبحث الأول: سوق السندات الدولية (The International Bonds Market)
- المبحث الثاني: سوق سندات اليورو-دولار (Euro Dollar Bond Market)
- المبحث الثالث: سوق الأسهم الدولية (International stocks Market)
- المبحث الرابع: سوق المشتقات المالية الدولية (Derivatives Market)
- المبحث الخامس: سوق الصرف الدولية (International exchange market)

المبحث الأول: سوق السندات الدولية (The International Bonds Market)

أولاً. أقسام سوق السندات العالمية: من خلال هذا العنصر نتناول أقسام سوق السندات العالمية، حيث تعد سوق السندات الدولية جزءاً مهماً منها.

1- سوق السندات العالمية (The Global Bond Market): لا يوجد معيار موحد لتصنيف قطاعات سوق السندات العالمية، ومن أحد التصنيفات المعتدة من قبل الباحثين هي تصنيف سوق السندات العالمية إلى سوقين: سوق السندات الداخلية وسوق السندات الخارجية.

1-1 سوق السندات الداخلية (The domestic bond market): يطلق على سوق السندات الداخلية أيضاً سوق السندات الوطنية (The National Bond Market). والتي يمكن تجزئتها إلى قسمين: سوق السندات المحلية وسوق السندات الأجنبية.

1-1-1 سوق السندات المحلية (The domestic bond market): سوق السندات المحلية هي السوق التي يقوم فيها المصدرون المحليون بإصدار سنداتهم في دولتهم والتي يتم تداولها لاحقاً.

1-1-2 سوق السندات الأجنبية (The foreign Bond Market): إن سوق السندات الأجنبية في دولة ما هي تلك السوق التي يتم فيها إصدار وتداول سندات المصدرين من غير المقيمين في الدولة (الأجانب). على سبيل المثال في الولايات المتحدة، فإن سوق السندات الأجنبية هي السوق التي يتم فيها إصدار السندات من قبل الشركات غير أمريكية ثم يتم تداولها لاحقاً. ويطلق على السندات المتداولة في سوق السندات الأجنبية بالولايات المتحدة الأمريكية بسندات اليانكي، وتسمى تلك السوق بسوق سندات اليانكي (Yankee Market Bonds).

وفي اليابان، تعد السندات المقومة بالين الصادرة عن شركة بريطانية والتي يتم تداولها فيما بعد في سوق السندات اليابانية جزءاً من سوق السندات الأجنبية اليابانية. وتسمى السندات المقومة بالين الياباني و الصادرة عن شركات غير يابانية بسندات الساموراي (Samurai Bonds)، وتدعى سوق هذا النوع من السندات بسوق الساموراي (Samurai Market).

ويطلق على السندات الأجنبية في المملكة المتحدة باسم سندات البلدغ (Bulldog Bonds)، وفي هولندا تسمى السندات الأجنبية بها سندات رامبرانت (Rembrandt Bonds)، وفي إسبانيا تسمى بسندات ماتادور (Matador Bonds). (J Fabozzi, 2013, p 189).

2-1- سوق السندات الخارجية (The External Bonds Market): يسمى سوق السندات الخارجية أيضا سوق السندات الدولية (The International Bonds Market)، يشير بعض مراقبي السوق إلى سوق السندات الخارجية على أنها تتكون من سوق السندات الأجنبية وسوق سندات اليورو (The Eurobond Market). تعتبر سوق السندات الدولية فرعاً هاماً من فروع السوق المالية الدولية، إذ يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر، وتعد وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات. والسندات الدولية هي سندات تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملة الدولة نفسها ولصالح مقترض أجنبي، ومن الأمثلة على ذلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية، حيث يحتل الدولار الأمريكي الريادة كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية. وتتكلف هيئة دولية بإصدار وتسويق تلك السندات عبر أقطار العالم، كما تقوم بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر السيولة لها. (جبار، 2008، ص 77)

فالسندات الدولية كما رأينا هي سندات تباع في أسواق دولية أخرى وتشتمل على السندات الأجنبية والأوروبية، فمثلاً تصدر الشركات متعددة الجنسيات في اليابان سندات في أمريكا وموسومة بسعر الدولار، بينما تصدر السندات الأوروبية في واحدة أو أكثر من الدول الأجنبية وعملة أجنبية مختلفة، فالشركات اليابانية تصدر كذلك سندات بالمارك في أمريكا، وبالدولار في إنجلترا وبالفرنك الفرنسي في ألمانيا (جواد، 2002، ص 225)

ثانياً. أسواق السندات الأوروبية: تعد سوق السندات الأوروبية من الأسواق التي توفر التمويل طويل الأجل للشركات متعددة الجنسيات وللحكومات، ويرجع السبب وراء ذلك لعدم خضوع هذه السوق للقيود والقوانين الصرامة، حيث يمكن للمشتري البقاء بعيداً عن الإلتزامات الضريبية أو أن يعلن عن شخصيته للأغراض القانونية، وقد نمت هذه السوق عالمياً منذ عقد السبعينات (1970). (جواد، 2002، ص 226)

ثالثاً. تطور حجم سوق السندات الدولية: إن بنك التسويات الدولية يقوم بجمع مختلف المعطيات والإحصائيات حول سوق السندات الدولية من مختلف الدول والجهات المصدرة لها، ويتبع تطوراتها سنوياً وفصلياً، ويوضح الجدول الآتي تطور حجم سوق السندات الدولية حسب بعض الأقاليم والقطاعات المصدرة لها خلال سنة 2019.

جدول رقم (04): حجم سندات الدين الدولية

حسب المنطقة والقطاع المصدر في نهاية ديسمبر 2019

الوحدة: مليار دولار أمريكي

الدول	الإجمالي	الشركات المالية		الحكومات
		بنوك	الشركات غير المالية	
كافة الدول	25.196	7.068	17.599	1.964
الدول المتطورة	17.515	6.129	13.819	630
مركز الأفشور	3.234	434	2.994	92
الأسواق الناشئة والاقتصاديات النامية	2.742	504	786	1.242
المنظمات العالمية	1.705	-	-	-

Source: BIS, BIS Statistics, 03/06/2020. //www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6|33|615

نلاحظ من خلال الجدول أن إجمالي سندات الدين الدولية، بلغت في نهاية ديسمبر من عام 2019 ما يقارب 25.196 مليار دولار أمريكي، حيث استحوذت الدول المتطورة على 17.515 مليار دولار أمريكي (أي نسبة 69.52٪ من إجمالي السندات الدولية المصدرة)، لتأتي مراكز الأفشور (Offshore Centres)¹ في المرتبة الثانية بإجمالي سندات دولية تقدر بحوالي 3.234 مليار دولار أمريكي (بنسبة 12.83٪)، فيما كانت قيمة السندات الدولية الصادرة في الأسواق الناشئة واقتصاديات الدول النامية تقدر بحوالي 2.742 مليار دولار أمريكي (بنسبة 10.88٪).

ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن الجهة الأكثر إصداراً للسندات الدولية على المستوى العالمي هي الشركات المالية، حيث تمثل السندات التي تصدر عنها ما نسبته 68.84٪ من إجمالي السندات الدولية

¹ مركز الأفشور: أو جنة الضرائب، وهي مراكز انخفاض الضرائب لدرجة كبيرة، فهي مراكز متميزة بالإعفاء الضريبي النسبي أو الكلي، كما هو الحال في جزر البهاماس، ليكسمبورغ. حيث تستفيد البنوك وبيوت التمويل من المزايا الضريبية في الدخول إلى السوق وتنمية منتجاتها.

المصدرة في كافة الدول، وتمثل فيها السندات المصدرة عن البنوك نسبة 40.16٪ (من إجمال السندات الدولية الصادرة عن الشركات المالية).

المبحث الثاني: سوق سندات اليورو-دولار (Euro Dollar Bond Market)

أولاً. تعريف أسواق اليورو دولار:

إن سوق سندات اليورو دولار الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية يتم التعامل بها خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطات النقدية الأمريكية، فلهذه السوق أهمية بالغة نظراً لما تتمتع به من حرية العمل والفوائد العالية المدفوعة على ودائعه مقارنة بودائع الدولار داخل سوق رأس المال الأمريكي، علاوة على تدفق الكثير من الفوائض المالية النفطية للدول المصدرة للنفط للاستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة، كما لا تخضع صفقات التعامل بها لأية ضرائب ويمكن تداول أوراقها المالية (السندات) في كل أسواق السندات الأخرى. (حمزة، 2011، ص 37)

تنشأ تعاملات الدولار الأوروبية عندما يحول العميل الذي يملك وديعة بالدولار لدى بنك في الولايات المتحدة الأمريكية أمواله إلى حساب لدى بنك آخر خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وتقرض هذه الودائع إلى عملاء آخرين من خلال البنك، وهكذا تنشأ أنشطة سوق الدولار الأوروبية.

وتتسم الودائع بالعملة الأوروبية بخصيتين هما:

- يجب أن يكون البنك هو الجهة التي تقبل الوديعة؛
- يجب أن يكون البنك المحفوظة لديه الوديعة خارج نطاق البلد الأصلي للعملة (كويل، 2005، ص 31). أي يجب أن يكون البنك خارج الدولة التي تحمل الوديعة عملتها.

فعلى سبيل المثال تعد الودائع بالدولار المودعة لدى بنك في لندن أحد أشكال معاملات الدولار الأوروبية، بغض النظر عما إذا كان المودع يعيش داخل أو خارج نطاق الولايات المتحدة الأمريكية.

قامت البنوك الأوروبية بتعميم تجربتها على البنوك التجارية الأخرى في معظم دول العالم، ولم يعد يقتصر دور البنوك الأوروبية على قبول الودائع بالدولار فقط بل ذهبت إلى أبعد من ذلك بقبول ودائع بعملات أجنبية رئيسية كالمارك الألماني والفرنك السويسري.

كما تتواجد أسواق الأورودولار في آسيا يطلق عليها البعض asiadollars بالإضافة إلى ذلك توجد أسواق أورودولار في مراكز مالية أخرى.

ثانياً. عمليات سوق الدولار الأوروبي: تتسم التعاملات في أسواق الدولار الأوروبي باعتمادها على مبالغ مالية ضخمة لا تقل أبداً عن مليون دولار، وقد تصل أحياناً إلى خمسة ملايين أو أكثر، ويمكن تقسيم العمليات داخل هذه السوق إلى عمليتين هما:

1- عمليات التغطية الآجلة: ويقصد بهذه العمليات تغطية مخاطر سعر الصرف وتشمل على عمليتين فرعيتين واحدة منها تسدد فوراً و الأخرى في المستقبل، وقامت المصارف المركزية الأوروبية بعمليات مماثلة وذلك للحفاظ على أسعار عملاتها مقابل العملات الأجنبية الأخرى، ويمكن أن يحدد هذا الاتفاق غالباً لمدة ثلاثة أشهر. (صافي، بكري، 2012، ص 61)

2- شهادات الودائع: وهي تمثل الودائع لأجل وهي تعطي فوائد، إلا أن هذه الودائع يمكن أن تكون قابلة للبيع، حيث يستطيع المستثمر ومن خلال سعر الفائدة المرتفع تحقيق ربح، كما يستطيع أن يقوم ببيعها قبل وقت أجل وذلك إذا احتاج إلى سيولة عالية وخلال فترة زمنية قصيرة. ويمكن أن نقسم شهادات الودائع إلى:

- TAP C.D: التعامل به يتم بمبالغ كبيرة ولأجل تتراوح بين شهر وخمس سنوات؛
- Tranche C.D: يرتبط بالدولار بالدرجة الأولى وتتراوح مبالغها بين 15 مليون و30 مليون دولار، وقد تصدر الشهادات التي تقابلها بشرائح صغيرة قد تصل إلى 10 آلاف دولار ولمدة 05 سنوات في المتوسط؛
- Forward of the Forward C.D: أحد الوسائل ابتكرتها البنوك لزيادة فترة استحقاق الشهادة، وتصل إلى ثماني سنوات. (صافي، بكري، 2012، ص 62)

المبحث الثالث: سوق الأسهم الدولية (International stocks Market)

أولاً. تعريف سوق الأسهم الدولية: سوق الأسهم الدولية هي السوق التي يتم فيها إلتقاء أصحاب العجز المالي الذين هم بحاجة إلى التمويل لغرض الإنشاء أو التوسيع بين الدول الأجنبية، وأصحاب الفوائض المالية الذين يرغبون في توظيف أموالهم واستثمارها في شراء أسهم دولية تتيح لهم فرصة التملك والدخول كمساهمين في شركات أجنبية.

ولقد انطلق التعامل في هذه السوق في النصف الثاني من عشرينية السبعينيات، أما إنشاؤها فقد تم رسمياً سنة 1983 وتطور بعد ذلك، حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983، 10 إصدارات سنة 1984، 24 إصدار سنة 1985، 120 إصدار سنة 1986، كما أن المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات كان حوالي 100 مليون دولار أمريكي. ويمكن للأفراد والمؤسسات المالية المختصة والبنوك توظيف أموالهم في هذه السوق، وذلك بغرض تحقيق أرباح في الأمد القصير أو بغرض تنويع محافظهم المالية والتقليل من المخاطر في مدة أطول. (محفوظ، عمرعبد، 2008، ص 78)

ثانياً. كيفية شراء سهم دولي: توجد العديد من الطرق التي يتم من خلالها شراء أسهم مقيمة في دول أخرى (يتم إصدارها في دول أخرى)، إلا أن من أبسط تلك الطرق وأسهلها هو شراء حصص أو أسهم شركة هي ذات الأدرج المزدوج في بورصة أسهم محلية، فمثلاً في منتصف التسعينيات كان هناك 250 شركة أجنبية تتعامل في أسواق أمريكية تسمى (NASDAQ).

وطريقة مشابهة أخرى هي شراء إيصالات إيداع أمريكية (American Depository Receipts: ADR) (لقد تم التطرق إليها سابقاً) على أسهم شركة، فهذه الإيصالات تمثل حق على أسهم أجنبية يحتفظ بها المصرف الأمريكي، ولتفادي الأسعار الغريبة فإن (ADR) قد يؤمن حق على أسهم أجنبية متعددة، فمثلاً ما دام التعامل بسهم ياباني بعدد قليل من الين (العملة اليابانية) لكل سهم فإن (ADR) ستكون على مقياس من 100 سهم.

أما إذا لم يكن للسهم إدراج مزدوج أو متاح من خلال (ADRs) فيمكن لمؤسسة أو بيت سمسة في بلد محلي أن تحتفظ بمخزون من الأسهم وتكون راغبة في بيعه. كما يمكن أن يكون للمستثمر سمسار لتنظيم التعامل المباشر بالأوراق المالية في الأسواق الأجنبية إما في أسواق لندن مثلاً أو في البلد الأصلي، إلا أن هذه الطريقة يمكن أن تكون صعبة ومكلفة للمستثمرين كأفراد، في حين أن الشركات الكبيرة تعتبرها الطريق الأفضل ما دام التعامل يتم بأحجام الكبيرة وتوفير الاحتياجات من السيولة في الأسواق الأجنبية. أما بالنسبة لصغار المستثمرين فإن الطرق الأفضل للحصول على ملكية أسهم أجنبية، هو شراء محفظة استثمارية مختلطة مدارة بصورة جيدة واحترافية، ويحقق ذلك تنوع فوري ويزيل مشاكل عمولات الأسهم، الضرائب الأجنبية، أو حجز الأوراق المالية (Security Custody). (الراوي، 2009، ص 144)

يقدم بنك التسويات الدولية دراسات شاملة حول حجم وهيكل أسواق المشتقات العالمية، وذلك بتجميع ونشر ثلاث مجموعات من الإحصائيات حول أسواق المشتقات، إحصائيات فصلية حول المشتقات المتداولة في الأسواق المنظمة (50 بورصة منظمة)، وإحصائيات نصف سنوية عن المراكز المالية البارزة في أسواق المشتقات، وإحصاءات كل ثلاث سنوات حول المشتقات خارج البورصة ونشاط سوق الصرف الأجنبي معا. ويتم تبادل المشتقات المالية عموما في نوعين من الأسواق المالية وهي:

أولا. المشتقات المالية في الأسواق المنظمة (Organized Exchange):

يتم تسوية الصفقات في هذه الأسواق من خلال دار المقاصة أو ما يسمى بدار التسوية، التي تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين، حيث أن الهدف من وجودها هو لضمان احترام والتزام المتعاملين بتنفيذ الصفقات، حيث يشترط التعامل فيها أن تكون الأوراق المالية مدرجة في تلك الأسواق (خميسي قايدي، عبد القادر لحسين، 2015، ص 30)، ومن أهم الأسواق المنظمة نجد سوق شيكاغو (Chicago Bord Of Trad) و (Chicago Merchantile Exchange) بالولايات المتحدة الأمريكية، وفي أوروبا هناك سوق (LIFFE) وسوق (EUREX)، ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الأسواق هي عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

1- تطور قيمة عقود المستقبلية الدولية في الأسواق المنظمة:

الجدول رقم (05): قيمة عقود المستقبلية في الأسواق المنظمة عامي 2018 و2019

الوحدة: مليار دولار أمريكي

معدل الدوان اليومي		الفائدة المفتوحة		البيان
2019	2018	2019	2018	
7.030	7.130	35.043	39.125	جميع الأسواق
6.903	6.984	34.771	38.868	- معدلات الفائدة
127	146	272	257	- صرف العملات الأجنبية
5.097	4.881	23.886	26.764	أمريكا الشمالية
1.564	1.926	8.166	9.785	أوروبا
265	226	1.894	1.730	آسيا والمحيط الهادي
103	98	1.097	846	أسواق أخرى

Source: BIS, Exchange-traded derivatives statistics, 09/06/2020.

انخفضت القيمة الإجمالية للعقود المستقبلية في الأسواق المنظمة عام 2019، حيث بلغت قيمتها ما يقارب 35,043 تريليون دولار أمريكي مقارنة بـ 39,125 تريليون دولار أمريكي عام 2018، وتشكل قيمة العقود المستقبلية على معلات الفائدة نسبة 99.22٪ من إجمالي عقود المستقبلات في الأسواق المنظمة، فيما كانت نسبة العقود المستقبلية على العملات الأجنبية 0.77٪ فقط. وقد كانت حصة كل من أمريكا الشمالية، أوروبا، آسيا والمحيط الهادي من القيمة الإجمالية لعقود المستقبلات عام 2019 (68.16٪، 23.30٪، 05.40٪) على التوالي.

2- تطور قيمة عقود الخيارات الدولية في الأسواق المنظمة:

الجدول رقم (06): قيمة عقود الخيارات في الأسواق المنظمة خلال عامي 2018 و2019

الوحدة: مليار دولار أمريكي

معدل الدوان اليومي		الفائدة المفتوحة		البيان
2019	2018	2019	2018	
2.094	1.807	60.770	55.724	جميع الأسواق - معدلات الفائدة - صرف العملات الأجنبية
2.081	1.791	60.654	55.585	
13	15	116	139	
1.758	1.491	45.417	42.090	أمريكا الشمالية
304	294	13.760	13.116	أوروبا
8	8	10	10	آسيا والمحيط الهادي
24	14	1.583	508	أسواق أخرى

Source: BIS, Exchange-traded derivatives statistics, 09/06/2020.

<https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6%7C32%7C616>

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه على عكس العقود المستقبلية، شهدت القيمة الإجمالية للعقود الخيارات في الأسواق المنظمة عام 2019 ارتفاعا، حيث بلغت قيمتها ما يقارب 60,770 تريليون دولار أمريكي مقارنة بـ 55,724 تريليون دولار أمريكي عام 2018، وتشكل قيمة عقود الخيارات على معلات الفائدة نسبة 99.80٪ من إجمالي عقود الخيارات في الأسواق المنظمة، فيما كانت نسبة عقود الخيارات على العملات الأجنبية 0.19٪ فقط.

وقد كانت حصة كل من أمريكا الشمالية وأوروبا من القيمة الإجمالية لعقود الخيارات عام 2019 (74.73٪، 22.64٪) على التوالي.

ثانيا. المشتقات المالية الدولية في الأسواق غير المنظمة (Over the Counter): وتعد هذه الأسواق أكبر حجما من الأسواق المنظمة، فقد ارتفعت المبالغ الإسمية (Notional amounts) للمشتقات المتداولة خارج الأسواق المنظمة (OTC) من 544 تريليون دولار في نهاية ديسمبر 2018 إلى 559 تريليون دولار في نهاية ديسمبر 2019. إلا أن النصف الثاني من سنة 2019 عرف انخفاضا كبيرا، والذي يمكن أن يُعزى جزئيا على الأقل إلى العوامل الموسمية.

الجدول رقم (07): سوق المشتقات العالمية خارج البورصة (OTC) خلال عام 2019

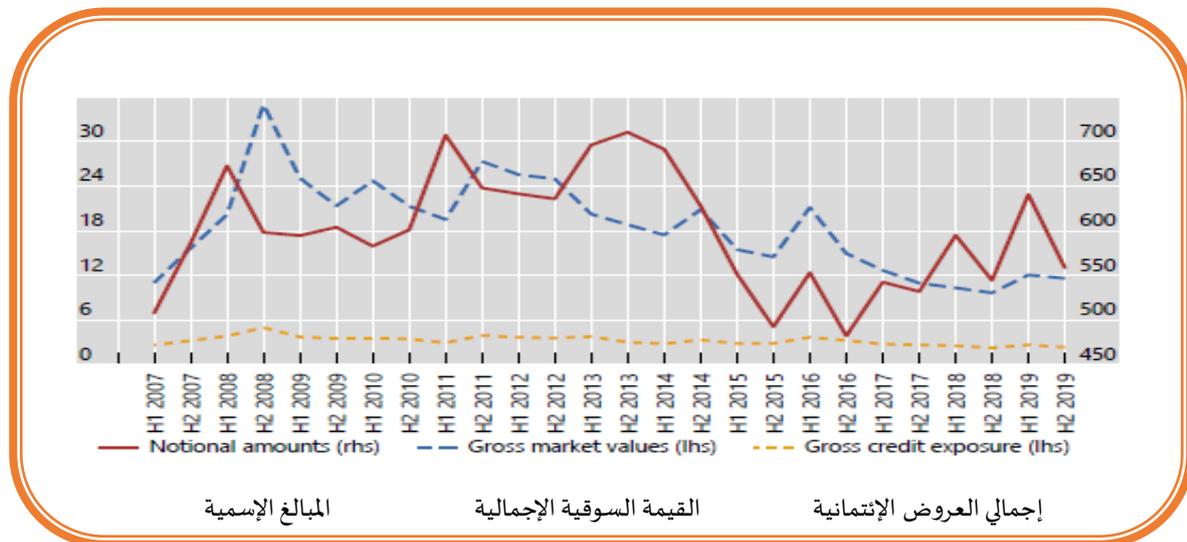
الوحدة: مليار دولار أمريكي

القيمة السوقية الإجمالية		المبالغ الإسمية		أنواع العقود
السداسي الأول	السداسي الثاني	السداسي الأول	السداسي الثاني	
11.598	12.061	558.505	640.351	كل العقود
2.230	2.229	92.177	98.560	عقود الصرف الأجنبي
8.352	8.806	448.965	523.960	عقود أسعار الفائدة
583	579	6.874	7.046	العقود المرتبطة بالأسهم
197	198	2.124	2.114	عقود السلع
222	235	8.119	8.418	مشتقات الائتمان
-	14	246	253	مشتقات أخرى

Source: BIS, Global OTC derivatives market, 03/06/2020.

www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6|32|71

الرسم البياني رقم (01) تطور القيم الإسمية والسوقية الإجمالية لعقود المشتقات المتداولة في الأسواق غير المنظمة (OTC) خلال الفترة (2007-2019)



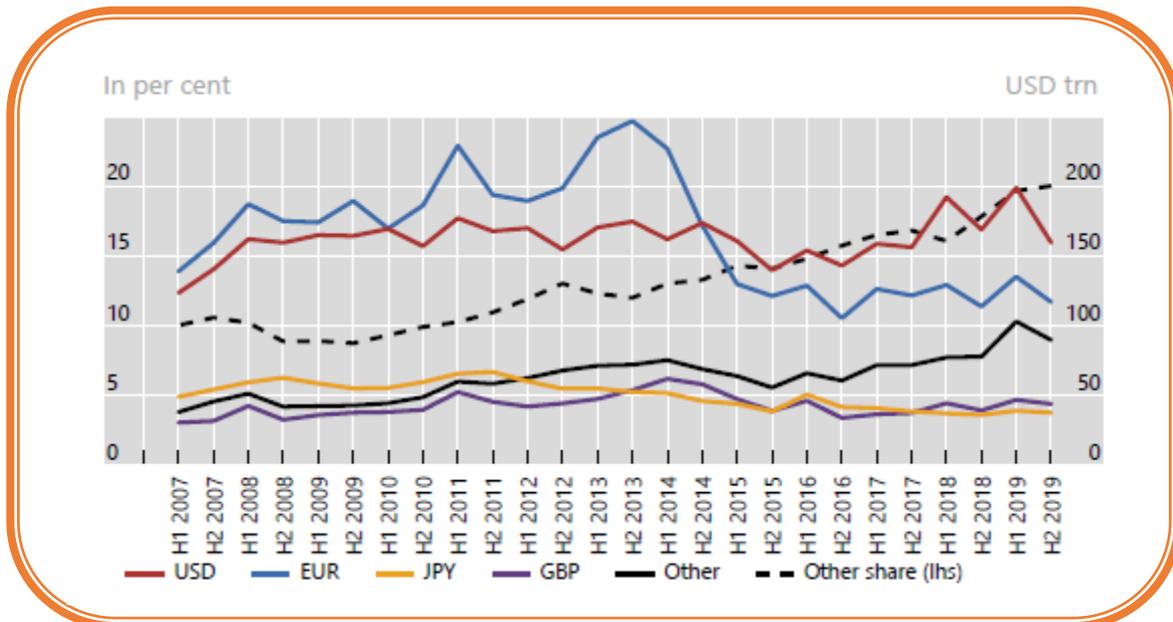
Source: BIS, Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2019, 07/05/2020.
www.bis.org/publ/otc_hy2005.htm

يظهر النمط الموسمي في البيانات، حيث تميل قيم نهاية يونيو عادةً إلى أن تكون أكبر من قيم نهاية العام (نمط سن المنشار الملاحظ في الرسم البياني)، ويمكن أن تحدث مثل هذه الانقباضات في نهاية العام إذا قامت البنوك التجارية و/أو عملائها بتقليص مراكز مشتقاتهم الإسمية لأغراض إعداد التقارير التنظيمية والمالية. ولقد زادت المبالغ الإسمية على أساس سنوي بنحو 14 تريليون دولار (2.6٪)، من نهاية 2018 إلى نهاية 2019، وبأكثر من 15٪ منذ نهاية 2016.

كما انخفضت القيمة السوقية الإجمالية لعقود المشتقات - التي توفر مقياساً للمبالغ المعرضة للخطر - بشكل طفيف، من 12.1 تريليون دولار في نهاية يونيو 2019 إلى 11.6 تريليون دولار بحلول نهاية العام، حيث شكلت عقود أسعار الفائدة الجزء الأكبر (72٪) من هذا المجموع. ومن الملاحظ أن القيمة السوقية الإجمالية قد استقرت في السنوات الأخيرة عند مستويات منخفضة للغاية من منظور تاريخي، مما يعكس الاتجاه الهبوطي الذي لوحظ منذ الذروة خلال الأزمة المالية العالمية (GFC) في 2007-2009.

1- مشتقات أسعار الفائدة حسب العملات في الأسواق غير المنظمة: ارتفع حجم العقود المقومة بعملات غير (G45) (أي باستثناء الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني والجنيه الإسترليني) في كل من مشتقات أسعار الفائدة والعملات الأجنبية، على الرغم من أن تلك المقومة بالدولار الأمريكي لا تزال تمثل الجزء الأكبر. الرسم البياني رقم (02): تطور المبالغ الاسمية لمشتقات أسعار الفائدة حسب العملات المقومة

بها



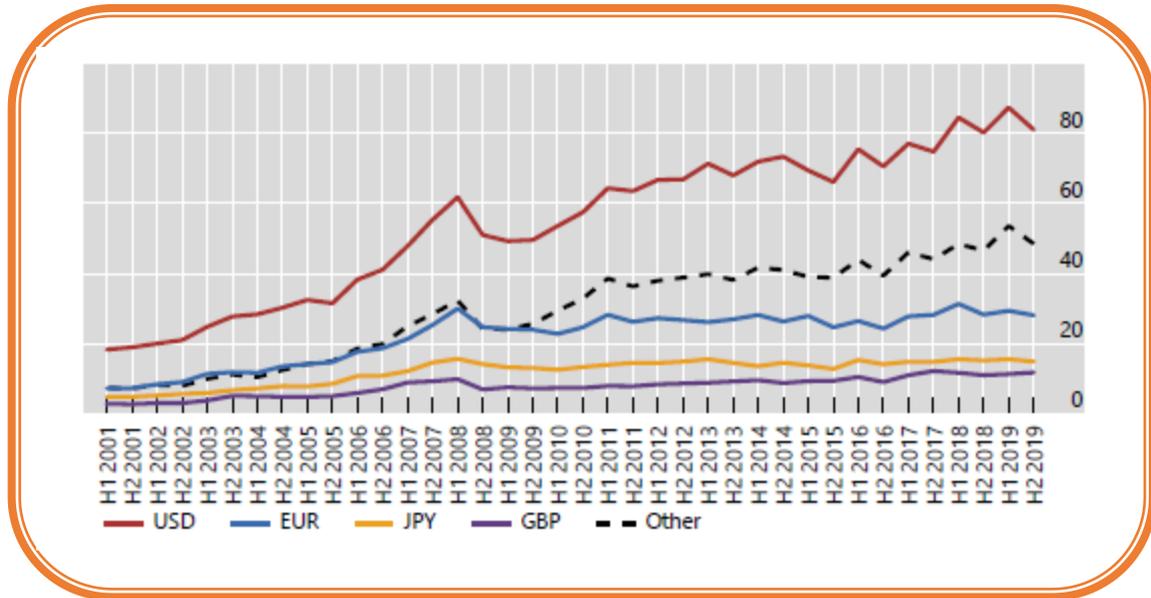
Source: BIS, Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2019, 07/05/2020.

ولقد تغير تقسيم مشتقات أسعار الفائدة حسب العملة بشكل كبير خلال العقد الماضي. فحتى نهاية عام 2014، كانت العقود المقومة باليورو تحتل الصدارة، وبلغت ذروتها عند 247 تريليون دولار، أو 41٪ من جميع العقود في نهاية 2013 (الرسم البياني 3، الخط الأزرق) منذ ذلك الحين، انخفضت هذه العقود بالقيمة المطلقة والنسبية، مما جعل العقود المقومة بالدولار الأمريكي هي السائدة. حيث بلغت 160 تريليون دولار في نهاية عام 2019، أو 36٪ من جميع العقود (الخط الأحمر). وقد تراوحت قيمة العقود بالين والجنيه الاسترليني عند 35-45 تريليون دولار منذ نهاية يونيو 2017.

نمت مشتقات أسعار الفائدة المقومة بعملات غير عملات (G4) (الدولار، اليورو، الين الياباني والجنيه الإسترليني) بشكل مطرد منذ أواخر العقد الأول من القرن الحادي والعشرين في نهاية عام 2019، فبلغت قيمتها 90 تريليون دولار أي 20٪ من جميع العقود، فقد ارتفعت بنسبة 9٪ منذ نهاية عام 2009 (الرسم البياني 3، خطوط سوداء) وتمثل العقود بالدولار الكندي والكرونا السويدية والفرنك السويسري ربع هذه الفئة.

2- مشتقات صرف العملات الأجنبية في الأسواق غير المنظمة:

الشكل رقم (03): تطور عقود مشتقات العملات الأجنبية العالمية خلال الفترة (2001-2019)



Source: BIS, Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2019, 7 May 2020.

يبين الرسم البياني أعلاه أن مشتقات العملات الأجنبية ارتفعت مبالغها الاسمية المستحقة بشكل مطرد منذ مطلع القرن. ويعد الدولار الأمريكي العملة الأساسية، حيث يكون دائما (حوالي 90٪ من الوقت) أحد العملتين المتبادلتين في عقود مبادلات العملات الأجنبية (FX swaps) والعقود الأجلة (forwards).

المبحث الخامس: سوق الصرف الدولية (International exchange market)

سوق العملات الأجنبية هي أكبر البورصات المالية في العالم، حيث يتم فيها بيع وشراء عملة مقابل عملة أخرى، فمثلا يتم فيها شراء الدولار الأمريكي بدفع العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) أو العكس أي شراء اليورو ببيع الدولار الأمريكي مقابله، ويتم الحصول على الربح باستغلال الفروقات بين أسعار الصرف، ولكنها يمكن أن تتحول إلى أرباح هائلة عندما يتم بيع وشراء كميات كبيرة من العملات. (أبو طربوش، 2010، ص 17)

أولا. تعريف وأشكال سعر الصرف الأجنبي:

تعد أسعار صرف العملات الأجنبية (A foreign currency exchange rate) أو ببساطة أسعار الصرف (Exchange Rates) أداة ربط بين الاقتصاد المحلي (اقتصاد مفتوح) وباقي اقتصاديات العالم من خلال معرفة التكاليف والأسعار الدولية، وبذلك تقوم بتسهيل المعاملات الدولية المختلفة وتسويقها وتبرز أهمية سعر الصرف في ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من خلال ثلاثة أسواق هي: سوق الأصول، سوق السلع وسوق عوامل الإنتاج.

1- تعريف سعر الصرف الأجنبي: إن لكل دولة عملتها الخاصة بها تتخذها أساسا لتعبر عن قيمة كل سلعة من السلع المحلية، فهي تعبر من قبل المقيمين النقود التي يمكن بواسطتها شراء وبيع أي سلعة بما في ذلك العملات الأجنبية الأخرى، حيث يمكن النظر إلى سعر الصرف من زاويتين:

- يعرف سعر الصرف على أنه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية؛

- كما يعرف كذلك على أنه عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية. (سعيد، نوري، المومني، 2008، ص 43)

فمثلا إذا كان الدينار الجزائري يساوي 0.0069 يورو، فهذا يعني أن على المستورد الجزائري دفع حوالي 145 دينار من العملة الوطنية للحصول على يورو واحد لتمويل شراء السلع والخدمات، ومن ناحية أخرى فإنه يتوجب على المستورد الفرنسي دفع 0.0069 يورو للحصول على دينار جزائري لتمويل مشترياته من السلع والخدمات الجزائرية.

2- أشكال سعر الصرف: هناك عدة أشكال لسعر الصرف تتمثل فيما يلي:

1-2- سعر الصرف الإسمي: سعر الصرف الاسمي بين عملتين (NER) هو السعر الذي يعبر به عن سعر عملة بواسطة عملة أخرى، ويتحدد وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، حيث يستعمل في إجراء صفقات البيع والشراء للعملات المختلفة، سعر الصرف الاسمي قد يكون رسميا كما قد يكون موازيا.

2-2- سعر الصرف الحقيقي: سعر الصرف الحقيقي بين عمليتي بلدين (RER) هو سعر الصرف الإسمي بينهما مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى الأسعار في البلدين المعنيين، أي يتم الحصول عليه بتصغير Deflated السعر الاسمي بمستوى أسعار السلع والخدمات فيهما. فهو بذلك يقيس تكلفة السلع والخدمات الأجنبية مقارنة بمثيلاتها المحلية، الأمر الذي يعكس تنافسية الاقتصاد مقارنة بشركائه التجاريين. كما أنه يعتبر بمثابة المؤشر على تخصيص الموارد المتاحة بين القطاعات المعرضة للمنافسة الدولية والقطاعات التي تتمتع بحماية. يعطى سعر الصرف الحقيقي بالعلاقة التالية:

$$RER = NER \times (P^*/P)$$

حيث: RER سعر الصرف الحقيقي؛

NER سعر الصرف الاسمي؛

P^* هو مؤشر أو مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية (مثل مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI)؛

P هو مؤشر أو مستوى الأسعار في الدولة المعنية. (جبار، 2016، ص 20)

فمن خلال العلاقة السابقة، يتضح لنا وجود علاقة طردية بين سعر الصرف الحقيقي ومستوى

الأسعار الأجنبية وعلاقة عكسية مع الأسعار المحلية، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي دليل على ارتفاع مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية، الأمر الذي من شأنه أن يزيد في القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني.

2-3- سعر الصرف الفعلي: يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، ونستعمل في حساب سعر الصرف الفعلي مؤشرات مختلفة مثل مؤشر لاسبيرز للأرقام القياسية. (خالد، 2014، ص 183)

ثانيا. مفهوم، أقسام ومز يا أسواق الصرف الدولية:

1- تعريف أسواق الصرف الدولية (صرف العملات الأجنبية): تعتبر سوق صرف العملات أو مقايضة (مبادلة) العملات امتدادا للسوق الأجل، فهي عبارة عن عملية تؤمن لعون اقتصادي إمكانية شراء وبيع عملة مقابل أخرى في آن واحد مع مواقيت دفع مختلفة، وعليه فعملية المقايضة هي صرف العملات مع وعد بإنجاز العملية المعاكسة في زمن يحدد مسبقا. (خالد، 2014، ص 187)

فالسوق العالمية لصرف العملات الأجنبية وللتجارة فيها والتي يشار إليه بمصطلح (الفوركس "FOREX")، هي أضخم وأكثر الأسواق شفافية وسيولة مقارنة بجميع الأسواق الأخرى. (الكايد، 2010، ص 84) وهي عبارة عن سوق تبادل العملات الأجنبية في الأسواق العالمية بالإضافة إلى المعادن والسلع والنفط ومؤشرات الأسهم الأمريكية الرئيسية.

وكما أشرنا فإن سوق العملات الأجنبية هي أكبر سوق في العالم، حيث يقدر متوسط حجم التداول اليومي بحوالي 04 تريليون دولار، حيث تتم معظم تلك المعاملات بالعملات الأربع القوية: الدولار، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، الفرنك السويسري.

فقد كان حجم هذا السوق ضئيلا بعد الحرب العالمية الثانية وكانت أسعار العملات مقابل بعضها ثابتا، لذلك لم تكن المؤسسات المالية والبنوك تشعر بأية مخاطر بسبب التعامل في هذا السوق، ولكن بعد إنشاء نظام العملات العائم عام 1973 (Floating Rate System)، أصبح هذا السوق أخطر الأسواق من حيث التعامل، فقد أدت عدم الخبرة والدراية بالتعاملات في هذا السوق إلى إفلاس عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية والأشخاص. (العصار، الشريف، 2000، ص 27)

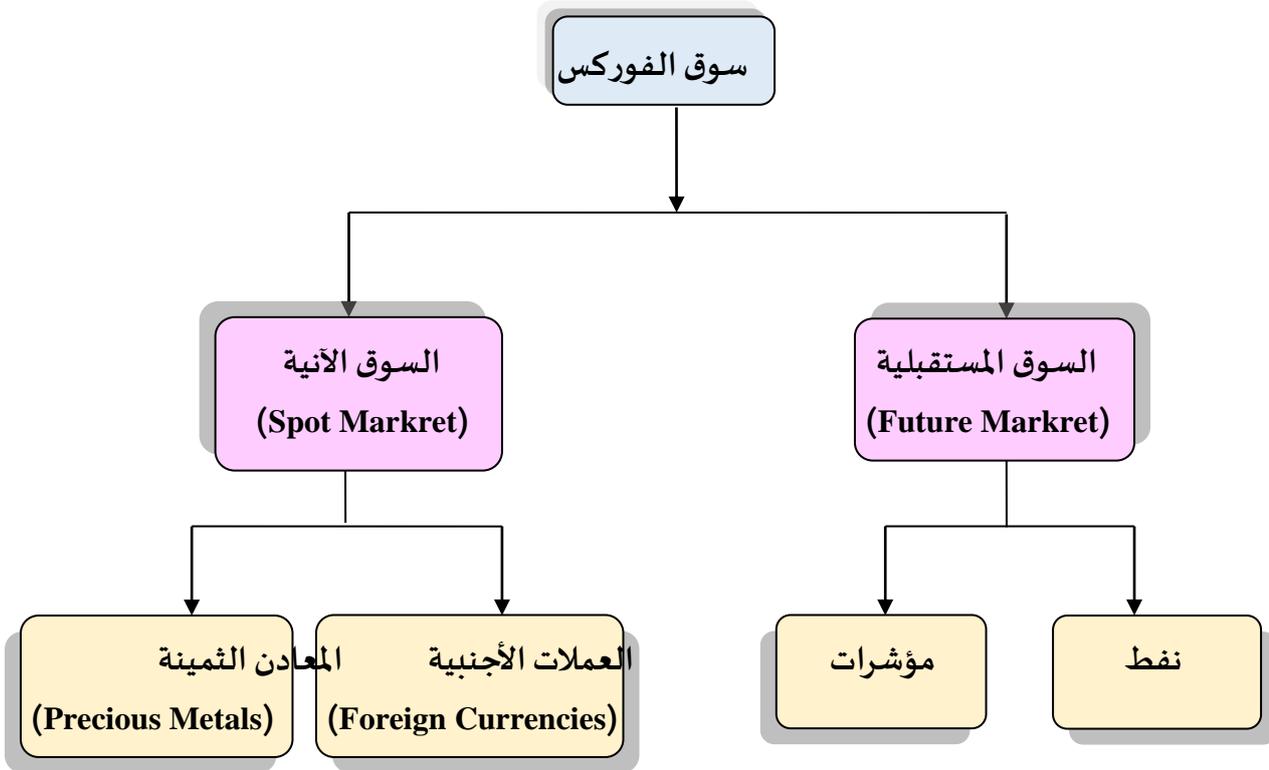
هناك عدة جهات تشارك بقوة في أسواق الصرف الخارجي وتشكل هذه الجهات تأثيرا كبيرا على عمليات التحويل المالي وأسعار الصرف الخارجي، ومن هذه الجهات البنوك الدولية، المراكز المالية الدولية، محلات الصرافة، الأسواق المالية الدولية، مثل بورصة نيويورك، بورصة لندن، طوكيو، باريس، زيورخ.... وبشكل دولي يجري المحاولة في العديد من الدول والشركات بتعميم سعر صرف موحد للعملات في

دول العالم في الأسواق المالية الدولية والمحافظة على استقرار صرف العملات المختلفة في دول العالم.

أما العملاء في سوق الصرف الأجنبي أو الأطراف المشاركة فيها فتتمثل في: البنوك والمؤسسات المالية خارج السوق، البنوك والمؤسسات المالية داخل السوق، المؤسسات غير المالية (تجارية أو استثمارية، البنوك المركزية والأفراد.

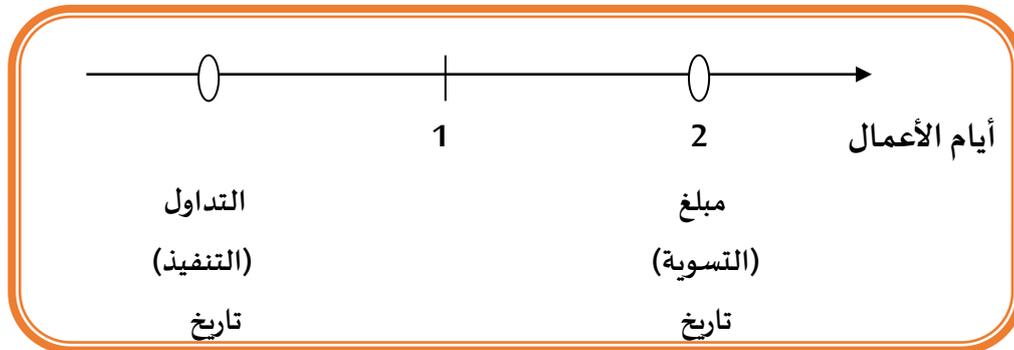
2- أقسام سوق الصرف الدولية: تنقسم سوق الصرف الدولية إلى سوق مستقبلية وسوق آنية.

الشكل رقم (04): أقسام سوق الصرف الأجنبي (الفوركس)



1-2- سوق الصرف الآني أو العاجل (Spot Exchange Market): وهي تعرف كذلك بسوق الصرف الفوري أو الحاضر، ويقصد بها تلك السوق التي تتم فيها عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية، ويتم تنفيذ تلك المعاملات فوراً وفي الحال أو في غضون يومين كأقصى حد. (US bank, 2020) وتتم هذه المعاملات بسعر صرف يسمى "سعر الصرف الآني أو الحاضر" (Spot exchange rate).

والعقد العاجل يعد أبسط منتج للصرف الأجنبي، ويستخدم عملاء التمويل المصغر (Microfinance) هذا المنتج لشراء وبيع العملات الأجنبية بسعر الصرف الحالي في السوق، كما تستخدم هذه العقود للتبادل الفوري للأموال.



فالعقد الفوري هو عقد ملزم بشراء أو بيع مبلغ معين من العملة الأجنبية بسعر الصرف الحالي والتسوية تكون في يومين كأقصى تقدير، فتاريخ التداول هو اليوم الذي يتم فيه التنفيذ الفوري للعقد. وتاريخ التسوية هو اليوم الذي يتم فيه تبادل الأموال فعلياً ووفقاً لاتفاقية السوق " التسليم الفوري"، فتنحول الأموال إلى حساب المستلم. (MFX, 2013, p 02)

2-2- سوق الصرف الآجل (Forward exchange Market): يمكن شراء وبيع العملات الأجنبية ليس فقط على أساس فوري، ولكن أيضاً لأجل فيكون تسليم الأموال في تاريخ مستقبلي محدد، حيث يتم الاتفاق بين طرفي العقد على شروط الشراء أو البيع مسبقاً إلا أن تنفيذ أو تسوية العقد تتم مستقبلاً. وعادة تتضمن سوق الصرف الآجل مجموعة من الآجال (30 يوم، 90، يوم، 18 شهر، 05 سنوات).

فالعقد الصرف الآجل (Forward exchange Contract) هو عقد بين طرفين (البنك وعميله)، حيث يتم فيه تحديد سعر الصرف حالاً لشراء وبيع عملة مقابل عملة أخرى للتسليم في تاريخ مستقبلي متفق عليه (أكثر من يومين). وتعد العقود الآجلة أداة تحوط فعالة ضد تقلبات أسعار الصرف التي من الممكن أن تحدث بسبب الاضطرابات في أسواق الصرف الأجنبي. (Standard Bank)

3- مزيا سوق صرف العملات الدولية: تتميز سوق الفوركس بما يلي:

- التداول 24 ساعة خلال خمسة أيام عدا يومي السبت والأحد، يبدأ التداول من منطقة الشرق الأقصى من مدينة نيوزلندا، سيدني، طوكيو، هونج كونج، سنغافورة، موسكو، فرانكفورت، لندن، نيويورك، وينتهي بمدينة لوس أنجلوس؛

- الدقة والسرعة في إتمام الصفقات بسبب تطور وسائل الاتصالات الحديثة؛ (طربوش، 2010، ص 17)

- يسهل المتاجرة في العملات نظراً لقلّة عددها، الرئيسية منها لا تزيد على ستة أزواج، وهذا ما يوفر إمكانية التركيز عليها وتحليلها، كما أنه يرفع من نسبة الإصابة في تحديد الهدف ويقلل نسبة الخطأ؛

- في سوق العملات يمكن الحصول على فترة تعامل وهمية مجانية، يتدرب فيها المتعامل على سير العمل في هذه السوق، كما يمكن الحصول على أخبار هذه الأخيرة بشكل دوري ومتواصل. (خالد، 2014، ص 187)

- تجانس المعروض من العملات المتداولة في الأسواق الدولية، حيث أن الدولار الأمريكي المتداول في سوق نيويورك مثلاً، لا يختلف عن الدولار الأمريكي المتداول في سوق لندن، وأو سوق طوكيو أو غيرها.

4- أدوات تنطوي على التعامل بالعملات الأجنبية: بالإضافة إلى عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية أو ما يعرف بالتعامل بالأرصدة، سواء كان أنياً أو آجلاً، توجد أدوات أخرى يتم التعامل بها في أسواق العملات الأجنبية نذكر منها ما يلي: (العصار، الشريف، 2000، ص 31)

1-4- الحوالات الخارجية الإلكترونية: تمثل أوامر دفع يصدرها بنك محلي وذلك بناء على طلب عملائه، يأمر فيها مراسليه في دول أخرى بالدفع لأمر المستفيدين من هذه الحوالات وبالعملات القابلة للتحويل. وهي كذلك أوامر يستلمها البنك المحلي من مراسليه في الخارج يطلبون من البنك المحلي بالدفع لمصلحة المستفيدين من هذه الحوالات بالعملة المحلية. (سعيد، نوري، المومني، 2003، ص30)

وقد تم إنشاء مؤسسة "سويفت" والتي ساهمت في سرعة تبادل الحوالات، وأصبح باستطاعة البنك العضو إرسال الحوالات إلى أي بلد في العالمن خلال سويفت خلال فترة زمنية لا تزيد عن الساعة. كذلك فإن السويفت وحدت النماذج المستعملة في جميع أنحاء العالم، وأصبح تنفيذ الحوالات يتم بكفاءة عالية بين البنوك.

2-4- الشيكات المصرفية بالعملات الأجنبية: وهي أوامر دفع يصدرها البنك المحلي إلى مراسله في الخارج يأمره فيها بدفع مبلغ معين بالعملة الأجنبية إلى شخص ثالث وهو المستفيد، والذي يقوم بدفع ما يعادل هذا المبلغ بعملته المحلية إلى البنك مصدر الشيكات المصرفية.

3-4- شيكات المسافرين (الشيكات السياحية): والتي تعتبر قابلة للصرف لدى البنوك والشركات المالية والمطاعم والمحلات وشركات الطيران وغيرها. (كافي، 2016، ص 303)

4-4- إتفاقيات إعادة الشراء: تعد أحد أساليب الاقتراض، تتمثل في عملية شراء للأوراق المالية من بائع يتعهد بإعادة الشراء بعد فترة زمنية قد تصل إلى ليلة أو أطول من ذلك أو أن تستمر عملية البيع والشراء حتى يلجأ أحد الطرفين إلى إلغائها، وتحمل هذه الاتفاقيات سعر فائدة يدفعه المقترض للمقرض. يلجأ إلى هذا الأسلوب التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك لليلة واحدة أو أيام قليلة. (عبد القادر، 2010، ص 128-129)

5-4- الودائع تحت الطلب (Demand Deposits): أو الودائع الجارية، وهي اتفاق بين المودع (العميل) والمصرف يودع بموجبه العميل مبلغاً من الأموال بالعملة الأجنبية في المصرف، على أن يكون له الحق في سحبها في أي وقت شاء دون إخطار أو إشعار مسبق، ولا يحصل العميل على فائدة نظير إيداعه هذه الأموال في المصرف.

بالإضافة إلى أدوات أخرى تنطوي على التعامل بالعملات الأجنبية مثل: الإعتمادات الشخصية، أوراق النقد الأجنبي، السحوبات الزمنية، شهادات الإيداع، القروض المجمعة، السندات والمشتقات المالية...إلخ.

ثالثًا. حجم التداولات في أسواق الصرف الأجنبي العالمية خارج البورصة (Foreign Exchange Over The Counter: OTC FX):

بلغ التداول في أسواق العملات الأجنبية 6.6 تريليون دولار يوميًا في أبريل 2019، حيث كان يقدر بـ 5.1 تريليون دولار قبل ثلاث سنوات. وقد فاق نمو تداول مشتقات العملات الأجنبية -خاصة عقود مبادلات العملات الأجنبية- نمو التداول الفوري (spot trading).

الجدول (08): حجم التداول في سوق الصرف الأجنبي العالمية في أبريل 2019

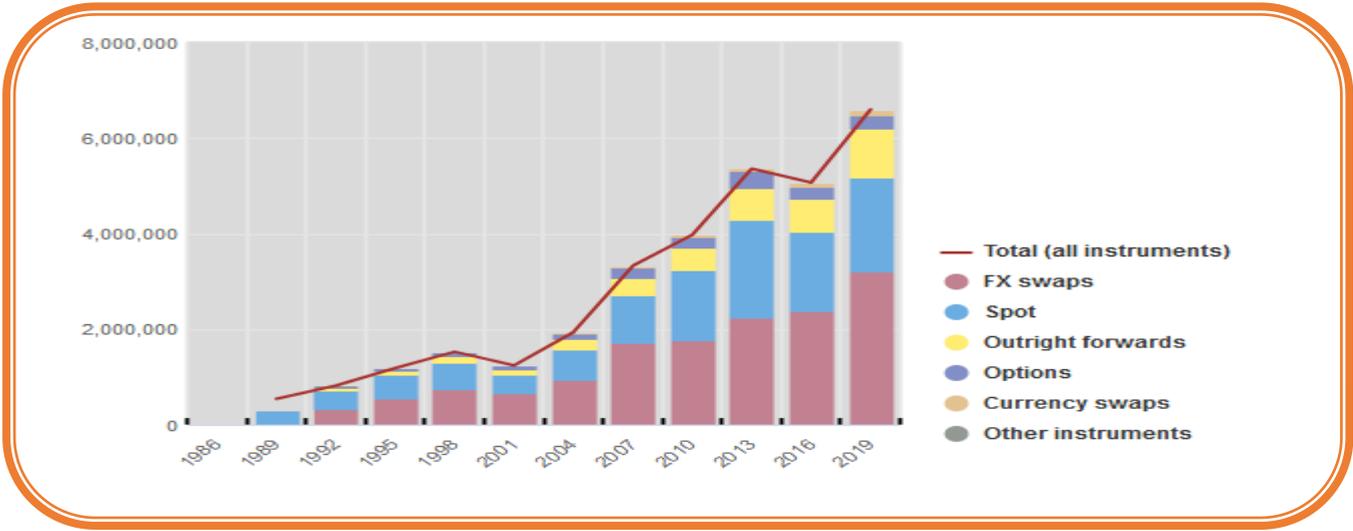
البيان	الإجمالي	المعاملات الفورية	العقود الأجلة	مبادلات العملات الأجنبية	مبادلات العملة	خيارات الصرف الأجنبي
الإجمالي (على أساس صافي)	6,595,471	1,987,441	999,318	3,202,667	108,486	297,522
الدولار الأمريكي (USD)	5,824,036	1,687,179	883,119	2,905,785	101,895	246,058
يورو (EUR)	2,129,114	615,509	255,673	1,141,653	26,012	90,267
الين الياباني (JPY)	1,108,495	360,221	145,256	515,729	24,054	63,234
الجنيه الاسترليني (GBP)	843,698	239,765	108,735	444,190	19,071	31,937

Source : BIS, Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2019, Monetary and Economic Department, 6 September 2019, p12-13.
www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf

بينما زاد حجم الصفقات الفورية مقارنة بشهر أبريل 2016، كان التوسع أقل قوة مقارنة بالأدوات الأخرى، وبالتالي استمرت حصة الصفقات الفورية في إجمالي الصفقات الانخفاض إلى 30٪ في عام 2019، مقارنة بـ 33٪ في عام 2016 و 38٪ في عام 2016.

وعلى عكس الصفقات الفورية، استمرت مبادلات العملات الأجنبية (FX swaps) في زيادة حصتها في السوق، حيث شكلت 49٪ من إجمالي حجم التداول في سوق العملات الأجنبية في أبريل 2019. كما ارتفع تداول العقود الأجلة والتي شكلت 15.15٪ من إجمالي الصفقات في سوق - بسبب الارتفاع الكبير لشريحة العقود غير القابلة للتسليم (NDFs) - .

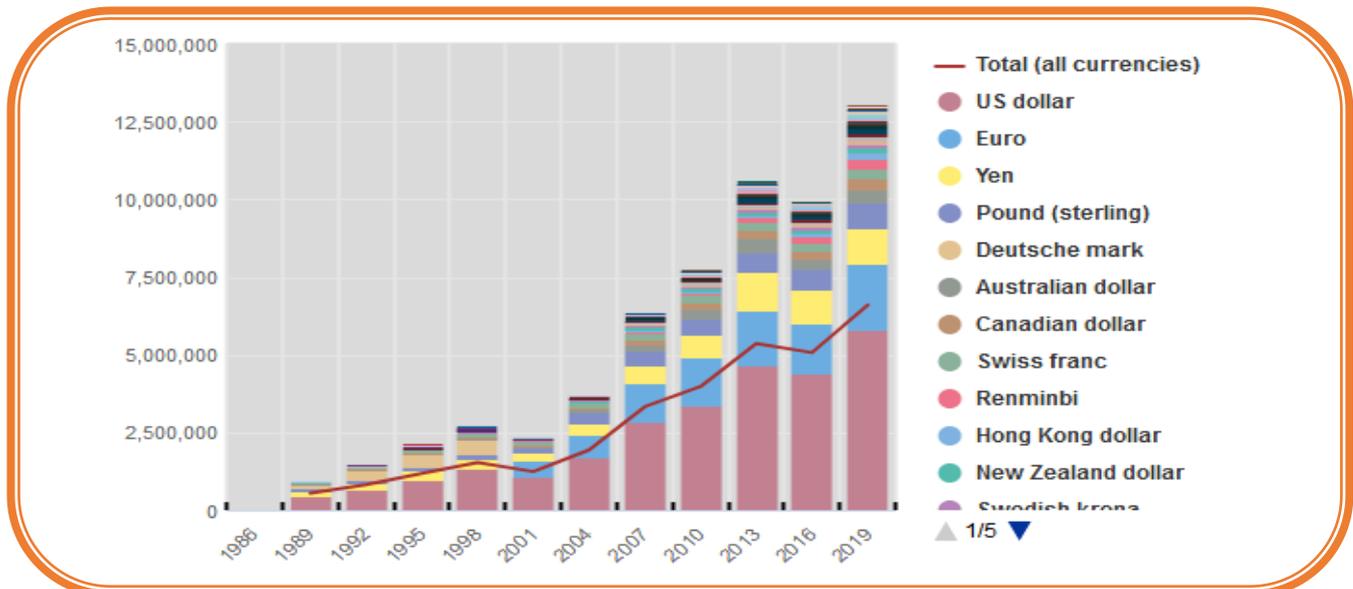
الرسم البياني (05): التداول في سوق الصرف الأجنبي العالمية حسب نوع الأدوات (العقود المتداولة) خلال الفترة (1986-2019)



Source : BIS, www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6|381|677

وعلى صعيد العملات فقد احتفظ الدولار الأمريكي بوضعه المهيمن، حيث يمثل نسبة 88٪ من جميع التداولات. ومن جهة أخرى توسعت حصة الصفقات باليورو (ثاني أكثر العملات تداولاً في العالم) إلى حد ما إلى 32٪. وعلى النقيض من ذلك، انخفضت حصة الصفقات التي تشمل الين الياباني بنحو 5٪، على الرغم من أن الين ظل ثالث أكثر العملات تداولاً بنسبة 17٪ من جميع الصفقات، أما الجنيه الاسترليني فقد بلغت حصته في إجمالي المعاملات نسبة 12.72٪.

الرسم البياني رقم (06): التداول في سوق الصرف الأجنبي العالمية حسب العملات خلال الفترة (1986-2019)



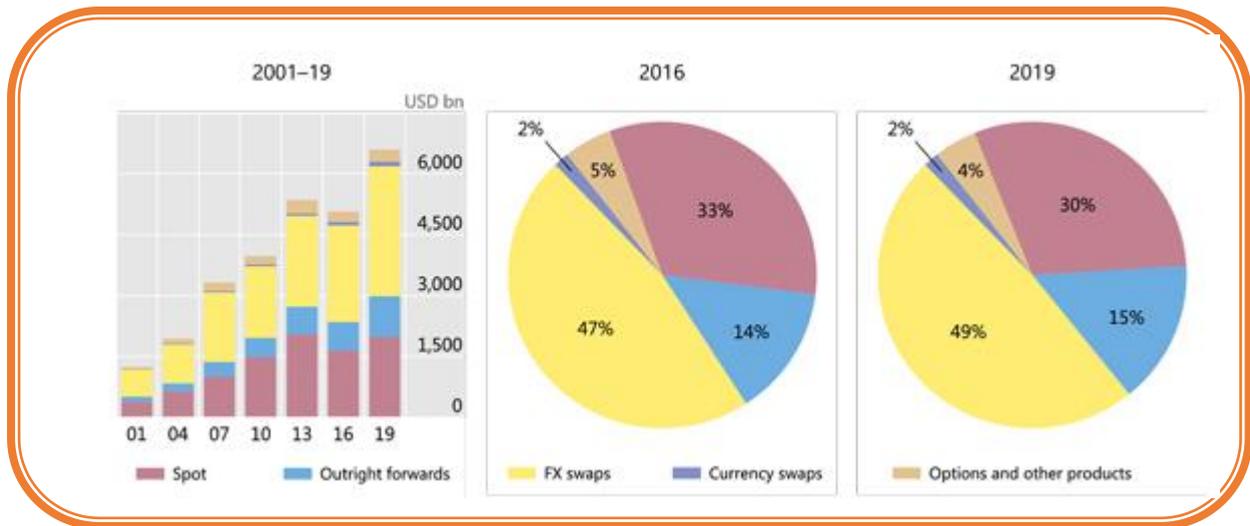
Source : BIS, www.bis.org/statistics/rpfx19.htm?m=6|381|677

تداول سوق الصرف الأجنبي حسب الأدوات:

ارتفع حجم التداول في الأسواق الفورية للعملة الأجنبية عام 2019 ، لكنه انخفض كحصة في نشاط العملات الأجنبية العالمي. عند 2.0 تريليون دولار يوميًا ، كان حجم الصفقات الفورية في أبريل 2019 أكبر بنحو 20٪ مما كان عليه في أبريل 2016 ، ولكنه لا يزال أقل من المستوى المسجل في أبريل 2013. وارتفعت قيمة التداول في مقايضات العملات الأجنبية، وهي الأداة الأكثر تداولًا، والتي تستخدم بشكل أساسي من قبل المشاركين في السوق لإدارة سيولة التمويل والتحوط من مخاطر العملات، بأكثر من الثلث إلى 3.2 تريليون دولار يوميًا، وتمثل ما يقرب من نصف التعاملات، وكان الدولار الأمريكي يمثل 91٪ من جميع معاملات تبادل العملات الأجنبية (أي أعلى إلى حد ما من حصته عبر جميع الأدوات) ، بينما كان اليورو على جانب واحد من أكثر من ثلث معاملات تبادل العملات الأجنبية. كان الجزء الأكبر من حجم التداول في مقايضات العملات الأجنبية في أدوات استحقاق قصيرة في أبريل 2019 ، العملات العالمية. ارتفع التداول في العقود الآجلة بنسبة 43٪ إلى 999 مليار دولار يوميًا. كان الدولار الأمريكي على جانب واحد من 88٪ من المعاملات الآجلة.

نما التداول في خيارات OTC FX بوتيرة أبطأ من معدل دوران إجمالي العملات الأجنبية ، مع ارتفاع بنسبة 16 ٪ ، إلى 294 مليار دولار يوميًا في أبريل 2019 (يمثل 4 ٪ من إجمالي حجم تداول العملات الأجنبية ؛

الرسم البياني رقم (07): تطور حصة مختلف العقود في إجمالي سوق الصرف الأجنبي العالمية خلال الفترة (2019-2001)



Source : BIS, Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover in April 2019, Monetary and Economic Department, 6 September 2019, p06. www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf

الفصل السادس

المراكز المالية الدولية

(International Financial Centers)

- المبحث الأول: تعريف وخصائص المراكز المالية الدولية
- المبحث الثاني: أنواع المراكز المالية الدولية
- المبحث الثالث: أهم المراكز المالية الدولية

تمهيد:

تتضمن السوق المالية الدولي عدد من المراكز المالية، والتي تحتضن بدورها مجموعة من أسواق رأس المال والأسواق النقدية.

المبحث الأول: تعريف وخصائص المراكز المالية الدولية

أولاً. تعريف المراكز المالية الدولية (Global International Financial Centers):

تعرف المراكز المالية الدولية على أنها الأماكن المالية الدولية، أو كذلك المراكز المصرفية الدولية، التي تحدث فيها مختلف الصفقات المالية الدولية، حيث يتم التفاوض حول عدد كبير من الصفقات المالية الدولية وبمبالغ معتبرة.

وتعتبر المراكز المالية أو المصرفية الدولية في لندن، نيويورك ووطوكيو من أهم المراكز المهيمنة على العمليات الدولية وأكبرها. حيث تعرض هذه المراكز تشكيلة كاملة من الخدمات التي تطلبها الشركات الاقتصادية.

ثانياً. خصائص المراكز المالية الدولية: يتميز المركز المالي الدولي بالخصائص التالية:

- السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملة المحلية والأجنبية؛
- البيئة الضريبية الجذابة، حيث تصل نسبة الضرائب في الغالب إلى 10٪، والإعفاء من الضرائب أو تخفيضها؛
- يسمح المركز بملكية 100٪ من قبل الشركات الأجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج؛
- للمركز المالي القدرة على النمو بسرعة وبدون احتياجات استثمارية مرتفعة؛
- يحتاج المركز المالي إلى تكاليف استثمارية أقل في الأصول الثابتة مثل المعدات والتجهيزات عكس تلك المطلوبة في القطاعات السلعية والخدمية الأخرى؛
- تتركز مصاريف المركز المالي على الأجور والرواتب، حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جداً. (بن إبراهيم، بن ضيف، 2019، ص 79)

المبحث الثاني: أنواع المراكز المالية الدولية

تتركز الأسواق المالية الدولية في دول معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية أهمها نيويورك، لندن وطوكيو، وتختلف هذه المراكز من حيث نوع وحجم عملياتها، خاصة بالنسبة إلى مصادر واستخدامات الأموال.

أولاً. أنواع المراكز المالية الدولية: وتنقسم المراكز المالية الدولية إلى أربعة أصناف هي:

1- مركز رئيسي: إن مصادر واستخدامات أموال هذا النوع من المراكز عالمية، ومن أمثلة هذه المراكز نيويورك لندن، جزر القيمان.

2- مركز حجر: فهو مركز صوري (شكلي) يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة كالتسهيلات الضريبية، وكمثال عن هذه المراكز شركات الأفشور (Offshore)، ناسو وجزر القيمان، أما مصادر أموال وكذا استخدامات هذه المراكز فهي خارجية.

3- مركز تمويل: وهو مركز تكون مصادر أمواله خارجية، أما استخدامات هذه الأموال فهي داخلية، ومن الأمثلة عن هذه المراكز نذكر سينغافورة وبنما.

4- مركز تجميع: فهذا المركز على عكس مركز التمويل، فإن مصادر أمواله من داخل المركز في حين أن استخداماته خارجيو، ومن الأمثلة عن هذه المراكز البحرين.

ثانياً. شروط قيام المراكز المالية الدولية: إن قيام المراكز المالية الدولية يتطلب توفر العديد من الشروط من أهمها ما يلي:

1- الشروط الاقتصادية: وتتمثل فيما يلي:

- الحجم الكبير لمنشآت الأعمال وتنوعها (تنوع أنشطتها)؛
- توفر المنشآت القاعدية التي تستجيب للنشاط، وتستجيب للطلب الناشئ والمتزايد على الوساطة المالية؛
- توفر قوة تجارية وطاقات إنتاجية قادرة على استيعاب الاستثمارات، ثم حجم التبادل والصرف الدوليين.

2- الشروط القانونية: توفر أنظمة وقوانين منفتحة على النشاط في الخارج، إلى جانب قوانين حرية التجارة والتسويق، وكذا حرية إنشاء الأسواق المالية.

3- الشروط التقنية: توفر شبكات اتصال قوية ومواكبة لتطورات تكنولوجيات الإتصال الحديثة، ومدى قدرتها على الاستجابة للمشاكل المالية. (ياحي، 2005، ص 40)

المبحث الثالث: أهم المراكز المالية الدولية

تتواجد الكثير من الأسواق المالية الدولية والمراكز المالية العالية في كثير من دول العالم، وتتواجد الأسواق المالية الدولية بهدف مزاوله النشاطات المالية والتجارية والقيام بالخدمات المالية الدولية. بصفة عامة تنقسم الأسواق المالية في العالم بين ثلاث مجموعات رئيسية:

- أسواق متقدمة: تشمل أسواق أمريكية، أوروبية ويابانية؛
- أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي، أسواق أستراليا، نيوزيلندا وكندا؛
- أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية. (معروف، 2015، ص 187)

أولاً. البورصات الدولية (International stock exchanges):

تعد البورصات ومؤشراتها من المؤسسات المهمة التي تتحكم في مجريات الاقتصاد العالمي، كما تعتبر مقياساً مهماً لنمو اقتصاديات وتأخر أخرى.

1- تعريف بورصة الأوراق المالية (Stock market): البورصة هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والأشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار، تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين. (رضوان، ص 30)

2- تعريف البورصات الدولية: وهي البورصات التي تمتد معاملاتها إلى الدول المختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم، والفرق بينها وبين البورصات المحلية هي أن هذه الأخيرة لا تمتد معاملاتها دولياً، ونشاطاتها محدودة للغاية. (العدوى، 2012)، ومصطلح البورصات الدولية يطلق عادة على بورصات الدول الصناعية المتقدمة وبورصات الدول الصناعية الجديدة Emerging Markets، ويمكن تقسيم هذه الدول طبقاً للمعيار الجغرافي إلى:

- البورصات الأمريكية؛
- البورصات الأوروبية؛
- البورصات الآسيوية.

وقد بلغت القيمة الإجمالية لجميع بورصات الأسواق العالمية الستين الكبرى، حوالي 69 تريليون دولار. ومع ذلك، يتم تقسيم أكثر من 93٪ من هذه القيمة بين ثلاث قارات: أمريكا الشمالية وآسيا وأوروبا. ولقد أصبحت البورصات أكثر ارتباطاً وتداخلاً، بحيث أصبح بالإمكان أن يؤدي انخفاض سعر الفائدة الأمريكي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في طوكيو أو فرانكفورت أو باريس.

ثانياً. الأسواق (البورصات) الأمريكية:

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث يوجد أكبر عدد من الشركات المسجلة (Listed Company) في قوائم الأسعار في السوق الثانوية المنظمة (البورصة) في نيويورك، بالإضافة إلى الأهمية الكبيرة للأسواق المعروفة بخارج المقصورة أو الأسواق غير المنظمة، والتي تقوم بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر. (عبد القادر، 2010، ص 316)

فقد انتشرت أسواق المال في عدة ولايات أمريكية مثل نيويورك، سان فرانسيسكو وشيكاغو، حيث تعمل الأسواق المالية الأمريكية بشكل حر بعيدة عن تدخل الحكومة الأمريكية في عمليات الأسواق المالية الأمريكية، فيمكن للأفراد والهيئات والمؤسسات في أمريكا أن تقتض وتتعامل مع البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية دون قيود حكومية تفرض عليهم. (الحريري، 2015، ص 206)

1- بورصة نيويورك للأسهم (New York Stock Exchange (NYSE) (وول ستريت):

1-1- تعريف بورصة نيويورك: من المعروف أن بورصة نيويورك واحدة من أكبر البورصات في السوق المالية الأمريكية، والتي بدورها تعد أكبر سوق للأوراق المالية في العالم حيث يصل حجم استثماراته إلى نحو 30 تريليون دولار، وتعد بورصة نيويورك الممول الرئيسي لعمليات الشركات متعددة الجنسيات الأمريكية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وهي بذلك مركز تداول أسهم معظم الشركات متعددة الجنسيات، حيث يبلغ عدد الشركات المسجلة فيها نحو 2600 شركة. تغطي هذه الشركات مجموعة واسعة من قطاعات السوق الأمريكي مثل الطاقة، التمويل، السلع الاستهلاكية، والرعاية الصحية. ومن أشهر شركات بورصة نيويورك هي: بنك أوف أميركا (Bank of America) وديزني (Disney) وإكسون موبيل (Exxon Mobil).

ويمتد تاريخ سوق نيويورك للأسهم إلى سنة 1792 في منطقة تجمع المؤسسات المالية في مدينة نيويورك المعروفة حتى الآن باسم شارع الحائط "وول ستريت" "Wall street"¹، والتي تعد البداية الحقيقية لها أين بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشراؤها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، واستمرت هذه السوق بالتطور إلى أن تم تسجيلها رسمياً في عام 1934، ومن ثم أصبحت منظمة غير ربحية في عام 1971، وقد بلغت إيراداتها 735 مليون دولار في سنة 1999، وتجاوزت أرباحها 75 مليون دولار، أي أن صافي الربح يمثل 10٪ من الإيرادات. (الحويماي، 2006، ص 62)

1-2- التداول في سوق نيويورك:

¹ سعي الشارع بهذا الاسم عندما كانت نيويورك مستوطنة هولندية، وعند تعرضها لاحتلال البريطانيين بنى الهولنديون جداراً ارتفاعه 04 أمتار بواسطة العبيد الأفارقة لصد هجوم البريطانيين، وبعد نجاح البريطانيين في الاستلاء على نيويورك دمروا الجدار، وعرف المكان باسم (وول ستريت).

إن التعامل (البيع والشراء) في سوق نيويورك للأوراق المالية يتم عن طريق المزاد العلني (Auction market)، حيث تعتمد على الصفقات وجها لوجه بدلا من الصفقات الإلكترونية، فهي خلافا لبورصات التداول الحديثة لا تزال تستخدم قاعة التداول الكبيرة لإجراء معاملاتها، حيث يلتقي المشترون والبائعون والسماسرة ويصرخون بالأسعار بوجه بعضهم البعض وبصوت مسموع، من أجل التوصل إلى اتفاق ويسمى ذلك "بنظام الاحتجاج المفتوح". أما البيع بغير هذا الشرط فيعتبر مخالفة من جانب السمسار، لأن القانون في البورصة يمنع البيع بطريقة سرية ودون طلبات البيع والشراء الواردة إليه دون عرضها بالمزاد العلني. (عباس، 2013، ص 280)

يترتب على أي فرد يرغب الانضمام في عضوية البورصة أن يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حال، حيث يمكنه هذا المقعد من تنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة. فنجد أن معظم بيوت السمسرة لها عضوية في البورصة، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، ويطلق على عضوية بيت السمسرة في البورصة "بعضوية مؤسسة" (Member firm).

كما يطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك "السهم المسجل" (Listed Security)، حيث يتم التسجيل بطلب تتقدم به الشركة. فإذا تم قبول تسجيل الشركة فإنه يقع على عاتقها دفع رسوما سنوية معينة، كما تلتزم بتوفير معلومات محددة للعامة. (الحناوي، عبد السلام، 1998، ص 3) يمكن أن يتم إلغاء التسجيل (Delisted) بواسطة البورصة، وبالتالي التوقف على التعامل في تلك الأوراق المالية إذا انخفض بعد التسجيل التداول في السهم بصورة كبيرة للغاية، أو إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو تم شراؤها بواسطة شركة أخرى.

كما يمكن أن يكون هناك تجميد تداول (Trading Halt) أي توقف مؤقت عن التعامل في السهم، ويحدث هذا التجميد إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس بأن هناك محاولات للسيطرة على الشركة من جانب شركة أخرى، أو أن الشركة ستعلن قريبا عن أرباح ربع سنوية منخفضة للغاية. (الحناوي، عبد السلام، 1998، ص 5)

يمكن أن تسجل الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة (التسجيل الثنائي) (Dually Listed)، حيث تقوم بعض الشركات بالتسجيل في بورصتها الوطنية وكذلك في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية وهنا يمكن أن يتم تداول الأسهم في بورصة نيويورك مثلا، وهذا ما يحدث عادة في أسهم معظم الشركات الكندية.

أما الحالة الأخرى فبدلاً من تداول الأسهم نفسها في بورصة نيويورك، يتم تداول ما يطلق عليه "إيصالات الإيداع الأمريكية" (American Depository Receipts) أو (ADRs)¹ عند استلام أحد الوسطاء طلب مستثمر ما في البيع أو الشراء، فإن هذا الطلب يرسل تليفونيا إلى الكاتب المختص التابع له في القاعة، ويقوم الكاتب عندئذ بكتابة الطلب على نموذج بخط يده ويسلمه إلى السمسار الذي يعمل لحساب المؤسسة للتنفيذ لأن الأعضاء فقط هم المسموح لهم بالتداول.

مثال: إذا كان طلب مستثمر يتعلق بشراء 100 سهم من أسهم شركة (آب) بسعر السوق، وجب على السمسار أن ينفذ الطلب بأفضل سعر يتمكن من الحصول عليه، عند استلام السمسار الطلب المكتوب فإنه يذهب إلى المركز الذي يتداول فيه هذا السهم، وقد يجد في هذا المركز أيضاً سماسرة آخرين لبيع أو شراء نفس السهم.

عندما يقترب السمسار من المركز فإنه ينظر إلى لوحة أسعار السهم الذي يرغب في شرائه، فيجد مثلاً أن آخر تداول حدث على هذا السهم هو 19 دولاراً.

ومع هذا فربما يكون من بين السماسرة الواقفين الآن من هم على استعداد لبيع السهم بأقل من السعر السابق، لذلك فهو يسأل كيف (آب) ولا يظهر نواياه فيما إذا كان ينوي الشراء أو البيع فقط يوجه سؤاله الغامض، وعندما يجيبه أحد السماسرة الواقفين 18.5 إلى 19 مثلاً، ومعنى ذلك أن 18.5 أفضل عرض للشراء وأن 19 أفضل عرض للبيع.

إن السمسار يرغب في الحصول على أفضل سعر وبالتالي فإنه ينتظر بعض الوقت لعروض جديدة وأخيراً يقرر رفع يده ويعرض سعراً فيقول مثلاً 18.75 دولار لمئة سهم، وإذا لم يجد من بين الواقفين أي تجاوب فلربما رفع السعر إلى 18.8 دولار مثلاً، وعند هذه المرحلة ربما يكون من بين السماسرة واحد لديه أمر بالبيع عند هذا المستوى فيقبل العرض ويصبح "تم البيع" وهكذا تتم المعاملة على أساس كلمة الفم (جابر، 2005، ص 40-41).

1-3-العضوية في بورصة نيويورك: يوجد مجموعات مختلفة للعضوية في بورصة نيويورك، لكل منها أنشطة محددة وتتمثل فيما يلي:

¹ إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRs): هي أصول مالية تصدرها بنوك أمريكية وتمثل ملكية غير مباشرة في أسهم شركة أجنبية، حيث يتم الاحتفاظ بهذه الأسهم كوديعة في أحد البنوك الوطنية للشركة المصدرة. ويقوم البنك الأمريكي الذي أصدر الإيصالات (ADRs) بمتابعة مصالح المستثمر الأمريكي والتأكد من تلقيه التوزيعات النقدية بالدولار، وكذلك يرسل له أي تقارير مالية عن هذه الأسهم، ويحصل البنك الأمريكي في مقابل هذه الخدمات على عمولة بسيطة. (محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، 1998، ص 5-6)

1-3-1- السماسرة الوكلاء (Commission Brokers): السماسر الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة ويعمل كوكيل (Broker dealer) لأحد بيوت السمسرة (Brokerage house) التي تقرضه قيمة رسم العضوية، كما يعمل تاجرا (Dealer) لحسابه الخاص. (الحاج، خطيب، 2012، ص 107)

2-3-1- سماسرة المقصورة (Floor Brokers): ويطلق عليهم سماسرة القاعة (الصالة)، أو سماسر السماسرة (Broker's Brokers)، وهو يقوم بدفع عضويته داخل البورصة من موارده الخاصة، ولا يعمل كالسماسر الوكيل لحساب بيت سمسرة معين بل يقدم خدماته لمن يطلبها، وخلال فترات ذروة النشاط يقدم سماسرة المقصورة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق، ويمكن أن يقوموا بتنفيذ المعاملات نيابة عنهم مقابل جزء من العمولة (الفكي، 2017، ص 64)

وبالتالي إن وجود هؤلاء السماسرة يقلل من احتمال حدوث اختناقات في السوق، كما أن وجودهم يمكن بيوت السمسرة من ممارسة عملها بأقل عدد ممكن من السماسرة الوكلاء في الأوقات العادية.

3-3-1- صانع السوق (Market Maker): شركة عضو تقدم عرض أسعار ثنائياً لورقة مالية معينة وتكون ملزمة بشرائها وبيعها وفقاً لشروط معينة مثل التعرض العام، والفروق، وما إلى ذلك. (NISM, p 202)

تقوم شركات صناعة السوق بتوفير سوق دائم للأسهم وخاصة ذات التداول المحدود، وتقوم بتوفير عرض مناسب، وأيضا القيام بعملية شراء عروض البيع للأسهم. (عبد الحلیم، 2013، ص 122)

4-3-1- تجار المقصورة (Floor Traders): وهم التجار المسجلون الذين يعملون لحسابهم فقط وليس لحساب الآخرين، وبالتالي يقومون بدفع رسوم عضويتهم بأنفسهم، ويحققون الأرباح عن طريق فروقات (Spreads) البيع والشراء للأوراق المالية التي يتاجرون بها، لذلك يطلق عليهم مضاربون (Speculators). (الداغر، 2005، ص 243)

5-3-1- المتخصصون (Specialists): يقومون بمهنتين أساسيتين:

- عندما يعجز السماسر الوكيل عن تنفيذ أمر محدد بسبب انخفاض سعر السهم السوقي عن السعر المحدد، فإن هذا الأمر يترك مع المتخصصين لتنفيذه في المستقبل، وبذلك يقوم المتخصص بدور الوكيل لسماسر العميل أو بتعبير آخر يعمل كسماسر للسماسر؛

- القيام بدور التاجر في أسهم محددة بذاتها، بمعنى قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص، ويحقق من ورائها ربح مناسب.

وقد تم توزيع جميع أسهم نيويورك على المتخصصين بحيث يتعامل كل متخصص في واحد أو أكثر من الأسهم التي يتم تداولها (بمعنى عدم اشتراك أكثر من متخصص واحد في سهم واحد) ومن القواعد المتفق عليها ضرورة أخذ جميع الأوامر الخاصة بالسهم الذي يتعامل فيه المتخصص إلى المكان المخصص له والذي

يتواجد فيه خلال جميع ساعات العمل بالبورصة، حيث يتم تنفيذ الأمر أو تركه للمتخصص ليسجله في الكتيب.(السيسي، 1998، ص 116)

1-4-1- أهم المؤشرات المعتمدة في بورصة نيويورك: من أهم المؤشرات المشهورة في الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات داوجونز، والتي تم اختيار مكوناتها على أساس تاريخي باعتبارها ممثلة للسوق في مجموعها، وأما المؤشر الآخر الذي ينافس مؤشرات داوجونز في الأهمية فهو مؤشر ستاندر أند بورز، والذي تم بناؤه على أساس ترجيحي، أي باستخدام الأوزان لترجيح الأسعار فيما يطلق عليه المتوسط المرجح (Weighted Average).

1-4-1- مؤشرات داوجونز (Dow Jones Averages): يعد هذا المؤشر من أقدم وأشهر المؤشرات المالية في العالم، ويعتبر مؤشر أو متوسط داوجونز للصناعة من أكثر المتوسطات شيوعاً من بين اثني عشرة ساعة ومعروفة على مستوى العالم.

أنشئ هذا المؤشر في عام 1882 على يد إدوارد ديفيد جونز وتشارلز هنري داو، وذلك عندما بدأت شركة داوجونز في نشر أسعار الشركات الأكثر نشاطاً في منشور يومي، وكان يصدر من صحيفتين تحتويان على أهم الأحداث الاقتصادية.

ومن المعروف أن عدد مؤشرات داوجونز أربعة، وكل مؤشر منهم يمثل قطاعاً عريضاً باستثناء المؤشر الرابع والذي يمثل السوق في مجموعه، وتمثل تلك المؤشرات فيما يلي:

- مؤشر داوجونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average DJIA): ويتكون من 30 شركة ويغطي قطاعاً عريضاً من الصناعات.

- مؤشر داوجونز لوسائل النقل (Dow Jones Transportation Average DJTA): ويتكون من 20 شركة من بينها ست شركات للخطوط الجوية.

- مؤشر داوجونز للمرافق (Dow Jones Utility Average DJUA): ويتكون من 15 شركة خاصة بالمرافق كشركات الغاز والكهرباء.

- مؤشر داوجونز المركب (Dow Jones Composite Average): ويتكون من 65 شركة هي مجموع الشركات التي تتضمنها المؤشرات السابقة، فهو مؤشر مركب وجامع ويمثل في مجموعه السوق ككل، وتعتبر الشركات التي تتضمنها هذا المؤشر شركات قائمة، تم اختيارها على أساس تاريخي ودونما التفتات إلى أية أوزان ترجيحية. (رضوان، ص 105-106)

مؤشر داوجونز الصناعي (DJIA): وكان يتم احتساب المؤشر في البداية على أساس عينة من أسهم تلك الشركات المكونة من 09 شركات، ثم ارتفع عددها إلى 12 شركة عام 1898، ثم 20 شركة عام 1916 لترتفع

بعدها إلى 30 شركة عام 1928 ولم يتغير هذا العدد إلى يومنا هذا، وكان التغير يحدث عند إضافة شركة أصبحت أكثر تمثيلا لقطاعها محل شركة فقدت أو أصبحت أقل تمثيلا لهذا القطاع، ومنه أصبح المؤشر يضم أكبر ثلاثون شركة صناعية أمريكية من حيث القيمة السوقية والتي تسمى بـ (Blue-Chips)، وهي أعرق الشركات وأكثرها ارتباطا بالحالة الاقتصادية العامة، وأكثرها تداولاً وعددا للمساهمين، وبالتالي يعد هذا المؤشر من أهم المؤشرات للدلالة على أداء الإقتصاد الأمريكي. (مصطفى طه، شريف طه، 2009، ص 147)

يعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الموزون بالسعر (Price Weighted Index) (متوسط السعر لأسهم المؤشر)، وهذا المؤشر يعتمد على سعر السهم في السوق وإنه يجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق. (صافي، بكري، 2012، ص 244) ويتم حسابه من خلال:

- حساب مجموع القيم السوقية للأسهم الداخلة في المؤشر؛
- حساب متوسط السعر للسهم عن طريق قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم / 30 سهم وهي الداخلة في المؤشر؛
- يتم حساب نسبة التغير في السعر المتوسط للأسهم الداخلة في المؤشر. (الحاج، خطيب، 2012، ص 82)

عرف مؤشر داو جونز أزمات عديدة، ففي عام 1907 انخفض مؤشر بورصة نيويورك بـ 37٪ بعد حدوث أزمة مصرفية، وفي عام 1929 عرف المؤشر انهيارا كبيرا حيث فقد أكثر من 50٪ من قيمته أين بلغ 381.17 نقطة. كما تأثر المؤشر كثيرا بالأزمة المالية العالمية لعام 2008 وانخفض من 14287 نقطة إلى 6470 نقطة في مارس 2009 (-81.9٪)

1-4-2- مؤشّر ستاندر أند بورز (Standard & Poor's 500 Index): يضم هذا المؤشر أكبر 500 شركة أمريكية، ويستخدم بشكل واسع من قبل الأوساط الاقتصادية للدلالة على أداء الإقتصاد الأمريكي. فهو أوسع نطاقا من مؤشر داو جونز الذي يضم فقط 30 شركة.

يحسب مؤشّر ستاندر أند بورز على أساس حساب القيمة السوقية لأسهم 500 شركة الداخلة في المؤشر، بالمقارنة بالقيمة السوقية لحقوق الملكية لهذه الشركات في اليوم السابق. وأن نسبة الزيادة في القيمة السوقية من يوم لآخر تعبر عن الزيادة في المؤشر، وأن معدل العائد للمؤشر يساوي معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر الذي يمتلك محفظة مكونة من أسهم هذه الشركات 500 الداخلة في المؤشر مقارنة بالقيمة السوقية، فيما عدا أن المؤشر لا يعكس التوزيعات النقدية المدفوعة بواسطة هذه الشركات. (الحاج، خطيب، 2012، ص 86-87)

1-4-3- مؤشر ناسداك المركب (NASDAQ Q Composite Index): يعد هذا المؤشر من أكثر المؤشرات المالية شعبية في العالم نظرا لاحتوائه على عدد كبير من الشركات الأمريكية والعالمية التي تزيد عن 3000 شركة مدرجة.

ثالثا- السوق المالية الأوروبية:

تعد السوق المالية الأوروبية من أهم الأسواق المالية في العالم، حيث تعرف هذه السوق بأنها سوق السندات الأوروبية، وتتكون من مجموعة من البورصات المحلية الأوروبية، حيث يتم تسجيل الإصدارات في بورصة أو أكثر من البورصات الأوروبية، ويتم التعامل في إصداراتها في أكثر من دولة، مما يغلب عليها الطابع الدولي على الطابع المحلي. ومن أهم ما يميز السوق الأوروبية عن البورصات المحلية (الأسواق المحلية) عدة أمور نذكر منها ما يلي:

- عدم وجود مركز متخصص أو محدد للسوق المالية الأوروبية، لكن يوجد في كل دولة من الدول الأوروبية عدة مراكز، وتكون هذه الأخيرة بمثابة مكونات لهذه السوق؛
- يتطلب أن تكون الإصدارات في السوق المالية الأوروبية بعملة مختلفة عن عملة بلد المستثمر أو بلد المقترض، فمثلا مستثمر ياباني في ألمانيا يتطلب في هذه الحالة أن تكون العملة التي يتم بها الإصدار ليست يابانية أو ألمانية وإنما عملة دولة أخرى مختلفة عن دولة المستثمر والمقترض؛
- يتم طرح الإصدارات في أكثر من دولة أوروبية، وبذلك فإن القدرة على التوزيع والاكتتاب تعتمد بشكل كبير على العملة السائدة في هذه الأسواق؛
- يسجل الإصدار في أكثر من بورصة من البورصات الأوروبية؛
- تعفى رؤوس الأموال من جميع أنواع الضرائب من أجل تشجيع انتقال رؤوس الأموال بين الدول الأوروبية وتحويل المدخرات إلى استثمارات.

توجد في كل دولة من الدول الأوروبية كما ذكرنا أعلاه عدة مراكز تشكل هذه الأخيرة مكونات السوق المالية الأوروبية، مثال عن أهم هذه المراكز أو البورصات الأوروبية والعالمية: بورصة لندن، بورصة ألمانيا (تضم 8 بورصات لتداول الأوراق المالية)، بالإضافة إلى بورصة سويسرا (بها 7 بورصات للأوراق المالية)، ومن المراكز الأخرى الموجودة في السوق المالية الأوروبية بورصة فرنسا، إيطاليا، الدنمارك، السويد، النرويج، النمسا، بلجيكا، اسبانيا... إلخ. (الجميل، 2002، ص 63-64)

1- بورصة لندن (London Stock Exchange):

1-1- نشأة وتعريف بورصة لندن: في عام 1600 أنشأت في لندن البورصة الملكية (Royal Exchange)، إلا أنها دمرت في الحريق الكبير الذي حدث في لندن وتمت إعادة بنائها عام 1669، حيث بدأ تداول أسهم شركة الهند الشرقية وشركة خليج هدسون وشركة النيل الجديدة وكان تداول السلع الأخرى يتم في نفس المكان. وفي 20 يناير 1663 صدر أول قانون بقرض يتم تغطيته مقابل منح امتياز إصدار البنكنوت، وعلى هذا الأساس تم إنشاء بنك إنجلترا وذلك في عام 1664 على شكل شركة مساهمة وذلك برأسمال 1.2 مليون جنيه استيرليني، وأول بنكنوت أصدره هذا البنك يعطي حامله فائدة تتراوح ما بين 3-4.5٪. (طه، طه، 2009، ص55)

وفي عام 1697 صدر قانون يحد من مزاولة مهنة السمسرة في الأوراق المالية، وذلك للحد من المضاربات العنيفة باستخدام وسائل التلاعب غير المشروعة. وقد حدد القانون عدد من يرخص لهم بمزاولة هذه المهنة بمئة سمسار، وقد تم إلغاء هذا القانون عام 1884، وصدرت أول قائمة بأسعار التداول عام 1697.

وفي عام 1773 استأجر السماسرة دكانا خاصا لهم يقع عند ممر سوتينج (Sweeting Alley) وأطلقوا عليه لأول مرة بورصة الأوراق المالية (Stock Exchange). (طه، طه، 2009، ص56)

وفي عام 1801 فكر بعض السماسرة في إقامة مبنى خاص لهم وقاموا بجمع مبلغ من المال قدره عشرون ألف جنيه مقسمة على 400 سهم وقاموا ببناء البورصة في موقعها الحالي.

وفي 27 مارس 1802 تم توقيع دستور البورصة (Deed of Settlement)، واشتقت منه جميع التعديلات واللوائح التي تم إصدارها وآخرها لائحة عام 1960.

وفي 20 مارس 1877 تم تشكيل لجنة ملكية بأمر حكومي، وذلك من أجل دراسة البورصة دراسة شاملة، وانتهت إلى تقريرها عام 1878، حيث اعترفت فيه اللجنة بسلامة نظم التعامل والإدارة وكذا بكفاءة القائمين على إدارة البورصة. (طه، طه، 2009، ص57)

إن التاريخ الحديث لبورصة لندن يرجع إلى عام 1986، حيث أخذت بورصة لندن في تحرير السوق المالية، خاصة في مجال التشريعات والقيود المفروضة على الممارسين، واستخدام نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة، ويوجد في بورصة لندن سوق هام يعرف باسم (United Securities Market USM)، حيث يتم فيه تمويل الشركات المتوسطة الحجم، ويعد بمثابة السوق الثانوي (عبد القادر، 2010، ص316)، كما تمثل كذلك بورصة لندن أكبر سوق أوروبي للعقود الآجلة.

تعد سوق لندن أكثر الأسواق العالمية تنوعا وهي تشمل مجموعة من مؤسسات مالية ومصارف أجنبية أصبح دورها مهما في السنوات الأخيرة، كما توجد قطاعات أخرى مثل شركات التأمين في الأسواق المتعددة. وتتميز سوق لندن بعدد من الخصائص منها:

- الخبرة في مجال المعاملات المالية؛
- استقرار سوق العملات الأجنبية؛
- الضرائب المنخفضة على أرباح الأوراق المالية.

وفي أوائل عام 2018، بلغت القيمة السوقية لهذه البورصة نحو 05 تريليون دولار، وهي تضم أكثر من 3000 شركة من أكثر من سبعين دولة، مما يجعلها أكبر بورصة في أوروبا و بورصة الأسهم ذات أكبر عدد من الشركات الدولية.

2-1- تنفيذ العمليات في بورصة لندن: تتبع بورصة لندن نظاما فريدا من السماسرة والجوبرز (Jobbers)، وهو ما يميزها عن باقي بورصات العالم الأخرى في أساليب وطرق تنفيذ العمليات، ذلك أن سوق لندن ليس سوقا للمزاد العلني كأغلب أسواق العالم، حيث أن أسلوب التعامل في هذه السوق هو التفاوض والمساومة (Negotiation and bargaining) (رضوان، ص 145) حول أسعار الصفقات المالية والتجارية والأسهم، والسمسار في هذه السوق ينحصر دوره فقط في جمع المشتري مع البائع، ولا يستطيع أن يشتري لحساب الآخرين. (العبيدي، المشهداني، الجنابي، ص 237) فدور العميل في هذه السوق هو الوساطة بين العميل والجوبرز (الذي يشبه تاجر الجملة في الأسواق السلعية)، حيث أن الجوبرز لا يتعامل مع الجمهور ولكنه يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه، وإن كان يعمل باسم وتحت مسؤولية أحد سماسرة الأوراق المالية، والجوبرز هم مجموعة من الأعضاء في سوق لندن المالي، حيث يقومون بوظيفة "صانعي السوق"، وبلغ عددهم 13 تاجرا يتعاملون مع سماسرة الأوراق المالية.

وتعد سوق السندات من الأنشطة الرئيسية في بورصة لندن، بالإضافة إلى سوق العقود المستقبلية وسوق العملات الأجنبية.

3-1- مؤشرات بورصة لندن:

1-3-1- مؤشر فايننشال تايمز "فوتسي" (FTSE 100): يقيس هذا المؤشر حركة أسعار أكبر 100 شركة في الاقتصاد البريطاني مدرجة في بورصة لندن، وبالرغم من وجود مؤشر فوتسي الأوسع نطاقا (FTSE All-Share Index) إلا أن مؤشر فوتسي (FTSE 100) يعد الأكثر استخداما كمؤشر لسوق الأسهم في بريطانيا.

أنشئ هذا المؤشر سنة 1983 للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية، وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، وقررت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر، إذ يمكن أن تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة.

كما أن إنشاء هذا المؤشر جاء ليغطي النقص الذي يمتاز به مؤشر فايننشال تايمز للشركات الصناعية، التي تتكون عينته من 30 شركة صناعية فقط. (قبان، 2011، ص 106)

ومن أهم الشركات المدرجة في مؤشر (FTSE 100) هي:

- (Vanish, Dettol, Caviskon) Reckitt Benckiser (RB Group)
- (Lipton, Dove, Confort) Unilever
- (Panadol, Aquafresh, Sensodyne) GSK
- (British Petroleum) BP
- Vodafone. (London Stock Exchange, 2020)

كما لدينا مؤشرات أخرى: FTSE250, FTSE350, FTSE AIM ukro Index, FTSE Aim 100 Index, FTSE Aim All-share.

2- بورصة فرنسا:

1-2- لمحة عن بورصة فرنسا: من البورصات الرائدة أيضا في أوروبا بورصة فرنسا، ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية في فرنسا إلى القرن الثالث عشر ميلادي، حيث كان يجري تداول الكمبيالات أو المسحوبات الأذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أو جد ملك فرنسا "فيليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف. (جابر، 2005، ص 38).

وتتم العمليات على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق الشركات الأعضاء في البورصة والذين يطلق عليهم "شركات البورصة"، وفي السوق الفرنسي يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن سبع بورصات تنتشر في المدن الرئيسية لفرنسا (باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي ونانت)، هذه البورصات السبع تمثل قطاعا متكاملًا يخضع لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر (Listing)، ويتم المتاجرة فيها تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم CAC يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا. (حنفي، قرياقص، إسماعيل، 2006، ص 49)

وهناك أربع تنظيمات تمثل إطارا عاما للسوق تتمثل فيما يلي:

- شركات البورصات (السماسرة والمتعاملون)؛
- مجلس بورصات الأوراق المالية (وهو السلطة المشرفة على السوق)؛
- شركة البورصات الفرنسية (المسؤولة عن تنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة)؛

- هيئة عمليات البورصة (مهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة وحماية المستثمرين، ومراقبة صحة العمليات) (الزرري، فرح، 2001، ص 58)

2-2- مؤشر كاك الفرنسي (CAC 40): وهو من الأكثر شهرة واستعمالاً، حيث يغطي 40 شركة من أهم الشركات الفرنسية مقسمة إلى ثماني قطاعات رسمية وسنة الأساس (1991)، إن الهدف وراء إنشاء هذا المؤشر هو توفير معلومات دقيقة وسريعة عن اتجاه وأداء البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين (قبلان، 2011، ص 106)،

3- بورصة ألمانيا:

1-3- لمحة بورصة ألمانيا: عن تتميز أسواق المال الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة واحتياجات مشروعاتها، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة على البنوك (عبد القادر، 2010، ص 317). والسوق الألمانية مجزأة فليس هناك سوق نقدية أو مالية موحدة، هناك ثلاثة مراكز مالية كبرى في فرانكفورت، ميونخ وهامبورج، وهذا يجعل هذه الأسواق صغيرة إلى حد ما. وتعتبر بورصة فرانكفورت الألمانية من أهم البورصات الأوروبية.

2-3- مؤشر داكس الألماني (Deutscher Aktien Index: DAX 30): يعتبر مؤشر البورصة الألماني "داكس" المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية، الذي يعد من المؤشرات القيادية والأكثر سيولة فيها، ويمثل مرآة الاقتصاد الألماني ومقياس لثباته واستقراره، ويعد من المؤشرات الأوروبية والعالمية التي تتسم بالاستقرار والثبات، فهو يعكس تطور أكبر 30 شركة ألمانية مدرجة.

تم طرح هذا المؤشر للتداول في 01 جانفي 1988 بقيمة أساس تبلغ 1000 (في 30 ديسمبر 1987)، وهو امتداد لمؤشر آخر كان يسمى Borsen-Zeitung (1959)، كان مؤشر Dax30 مستقراً نسبياً مع 16 شركة من أصل 30 منذ نشأته، فإدراج أي شركة فيه يجب أن تكون تحت معيار أساسي ألا وهو بورصة فرانكفورت وما لا يقل عن 10٪ من أسهم الشركة يجب أن تكون تحت سلطة القطاع العام بالإضافة إلى قواعد تداول أخرى.

يتم حساب سعر مؤشر Dax30 بالقيمة المرجحة لرأس المال مما يعني أن الشركات ذات الرسملة السوقية أعلى تؤثر في سعره بشكل كبير، ويتم حسابه باستخدام طريقة التعويم الحر، فهو يعتمد على عدد الأسهم المتاحة متجاهلاً الأسهم التي لا يمكن شراؤها أو بيعها فعلاً. وبفضل نظام Extra المعتمد سنة 2006 وهو نظام حساب المعاملات المالية، والذي يتولى 90٪ من عمليات التداول في بورصة فرانكفورت يقوم بحساب Dax30 كل 15 ثانية. (أعراب، 2020، ص 60)

رابعاً. الأسواق الآسيوية: تحتل كل من بورصتي طوكيو وهونغ كونغ المركز الأول في البورصات الآسيوية، فبالنسبة لليابان فيوجد بها ثماني أسواق أكبرها سوق طوكيو.

1- بورصة طوكيو (The Tokyo Stock Exchange):

1-1- لمحة عن بورصة طوكيو: تسمى بورصة طوكيو للأوراق المالية، كما يطلق عليها كذلك باسم "كابوتوشو"، نسبة للحي المالي الذي تتموقع فيه البورصة المعروف بـ "كابوتوشو - Kabuto-cho"، وهي أكبر سوق مالية في اليابان، تم تأسيسها في ماي 1878 حيث كان التبادل في بداية نشاط البورصة يتم من خلال المزاد العلني، وقد أصبحت بعدها عمليات التداول اليومية في بورصة طوكيو تتم عبر منصة رقمية، باستخدام نظام تجاري معروف باسم "رأس السهم" والتي تم إطلاقها في عام 2010، هذه البنية التحتية تعتمد على نظم معلومات موثوقة، وفي 2015 أصبحت السوق أكثر تقدماً، فالمعاملات أصبحت سريعة جداً، حيث وقت الاستجابة للطلب يبلغ 0.3 مللي ثانية، ووقت نقل البيانات يبلغ 1 ميلي ثاني.

فعندما يتعلق الأمر بالكفاءة التكنولوجية، فإن بورصة طوكيو تتساوى مع رواد الصناعة مثل بورصة نيويورك ونازداك.

يبلغ عدد الشركات المسجلة في بورصة طوكيو 3708 شركة، فيما تقدر قيمتها السوقية بحوالي 6.1 تريليون ين ياباني (JPX, 2020)

وكانت أكبر 10 شركات مسجلة في بورصة طوكيو في نهاية 2017 هي:

Toyota, NTT Docomo, Mitsubishi, Soft Bank Group, KDDI Corporation, Nippon Telephone, Honda, Sumitomo Mitsui, Financial Group, Keyence Corporation.

1-2- مؤشر نيكاي (Nikkei 225 Index N225): أنشئ هذا المؤشر في 16 ماي 1949، وهو مؤشر يقيس أداء 225 شركة من الشركات التي تعمل في قطاعات مختلفة في الاقتصاد الياباني. ويعتبر المؤشر الرئيسي الذي يقيس أداء بورصة طوكيو.

ومن أهم الشركات التي استخدمت لحساب هذا المؤشر هي: Toshiba, Canon, Mitsubishi

سجل هذا المؤشر في 2008 أقل مستوى له عند 6994 نقطة، ليرتفع بعدها مسجلاً أعلى ارتفاع له في عام 2018 إلى 24448 نقطة بسبب تطور الاقتصاد الياباني وزيادة إقبال المستثمرين على الاستثمار في سوق المؤشرات. وبلغت قيمة المؤشر في 2020 حوالي 20193 نقطة. (CECI, 2020)

بالإضافة إلى مؤشر نيكاي 225، توجد مؤشرات أخرى تقيس أداء السوق اليابانية منها: Nikkei400,

Nikkei Mid and Small Cap Index, Topix, Jasdax Index

بالنسبة لمؤشر **Topix** يضم أسهم الشركات المهمة المصنفة في المجموعة الأولى، حيث أن بورصة طوكيو مقسومة إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى أهم الشركات المدرجة في بورصة طوكيو من حيث قيمتها السوقية، فيما تضم المجموعة الثانية الشركات الصغيرة المدرجة حديثاً.

الفصل السابع

أزمات الأسواق المالية الدولية (International Financial Crises)

- المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية و أنواعها
- المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية العالمية

تمهيد:

عرف العالم منذ زمن بعيد العديد من الأزمات وخاصة قبل ظهور الرأسمالية والفكر الرأسمالي وحتى في بداية تكونه على يد الاقتصاديين الأوائل أمثال آدم سميث ودافيد ريكاردو، لكن ما يلاحظ على هذه الأزمات أنها كانت بسيطة التحليل ومعرفة الأسباب، فقد كانت تنشأ عن كوارث طبيعية كالجفاف والظوفان والجراد وغيرها من الآفات، كما كانت تنجم عن أحداث من صنع الإنسان كالحروب والنزاعات، ومع تطور النظام الرأسمالي، نشبت أزمات عديدة أثرت بشكل مباشر على تطور النظام النقدي الدولي، هذا النظام الذي تلعب فيه القوى العظمى أدواراً رئيسية، محافظة بذلك على مصالحها الاقتصادية والتجارية على وجه الخصوص. وقد عرفت الأسواق المالية العالمية وأسواق النقد كجزء هام من هذا النظام اضطرابات حادة، نجم عنها أزمات مالية ما فتأت أن أصبحت أزمات اقتصادية وانتقلت عدواها من دولة إلى أخرى ليضفى عليها الطابع الدولي وتصبح أزمات مالية اقتصادية عالمية.

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية و أنواعها

أولاً. مفهوم الأزمة المالية (Financial Crisis):

1- تعريف الأزمة: للأزمة تعاريف عديدة لغة واصطلاحاً، فهي تستخدم في مختلف المجالات الاقتصادية الاجتماعية، الإدارية، الأمنية، والعسكرية... إلخ، وعليه قمنا بتقديم التعريف اللغوي والاصطلاحي للأزمة وكذا بعض تعاريف الكتاب للأزمة كما يلي:

1-1- لغة: نورد فيما يلي بعض التعاريف اللغوية لكلمة أزمة.

الأزمة هي الضائقة، وقد تكون ضائقة مع اضطراب، فقد تكون أزمة اقتصادية، أزمة سياسية، أزمة مالية. كما تعرف على أنها القحط، وفي الطب تعرف على أنها اشتداد مفاجئ لأعراض يحدث في نوبات مثل: الأزمة القلبية، أزمة ربو. (اللجمي وآخرون، 1996، ص 80).

يعرف قاموس ويبستر الأزمة بأنها "نقطة تحول إلى الأفضل أو الأسوأ" أو أنها "لحظة حاسمة أو وقت حرج"، فالأزمة حالة من عدم الاستقرار تنبئ بحدوث تغيير حاسم ووشيك، قد تكون نتائجه غير مرغوبة (سلبية) أو مرغوبة (إيجابية). (عبد الحميد، 2014، ص 20)

2-1- اصطلاحاً: تعرف الأزمة على أنها "مرحلة حرجة تواجه المنظومة الاجتماعية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض أو كل الوظائف الحيوية لهذه المنظومة، ويصاحبها تطور سريع في الأحداث ينتج عنه عدم الاستقرار في

النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها وإعادة التوازن لهذا النظام". (النجار، 2009، ص 18).

2- تعريف الأزمة المالية (Financial Crisis): تعرف الأزمة المالية على أنها "اضطرابات في الأسواق المالية، ويمكن تشخيصها من خلال الإنخفاض الحاد في أسعار الأصول، وفشل في أسواق المال وفي الشركات المالية وغير المالية". (عويضة، 2015، ص 35)

تمثل الأزمة المالية ذروة التوسع والانتعاش والتي تؤدي في نهاية المطاف إلى التدهور والركود، حيث تتجلى في انهيار حاد قصير الأجل في ذروة الدورة الاقتصادية في عدد من المؤشرات المالية، كأسعار مختلف الأصول (العقارات، الأراضي، الأسهم، السندات...) وانهيار في القطاع التجاري... إلخ. (محمود، 2012، ص 17)

تعكس الأزمة انهيار النظام المالي مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي، فيمكن للأزمة أن تنطلق بإحدى المتغيرات المالية ثم سرعان ما تنتشر إلى كل فروع هذا النظام المالي، ثم إلى الاقتصاد الوطني ككل. (كافي، 2013، ص 17)

3- تعريف الأزمة النقدية (Monetary Crisis): تنتج هذه الأزمة بسبب زيادة تكلفة الائتمان، وزيادة معدل الفائدة على القروض المحلية والخارجية التي تحصل عليها الدولة، وكذا تزايد معدلات التضخم وما يصاحبه من تغيرات في أسعار الصرف الأجنبية والمحلية. وتقع بعض الدول في أزمة سيولة بسبب القيود المفروضة عليها من الدول المقرضة بسبب فقدانها الثقة في قدرتها على السداد، وبالتالي تظطر الدول المقرضة إلى مواجهة مديونيتها من خلال عائداتها الجارية، فينشأ بذلك نوع من أنواع الأزمات النقدية. (عويضة، 2015، ص 36).

وتتمثل مظاهر هذه الأزمة في المضاربات على العملة، واضطرابات في الجهاز البنكي، وانخفاض معدلات الإدخار، كما يتمتع الكثير من المدينين على سداد إلتزاماتهم اتجاه البنوك، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم، وانخفاض الاستثمار، وهو الأمر الذي يؤدي إلى حدوث أزمة اقتصادية من آثارها انخفاض معدل النمو الاقتصادي، وتراجع كل من الطلب على السلع والخدمات وحجم الصادرات.

4- تعريف الأزمة الاقتصادية (Economic Crisis): تعرف الأزمة الاقتصادية على أنها ذلك الاضطراب المفاجئ الذي يطرأ على التوازن الاقتصادي، وبالتحديد الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج

والاستهلاك، وبالتالي فالأزمة الاقتصادية هي عبارة عن أزمة في مجال الاقتصاد العيني (الاقتصاد السلعي الحقيقي)¹. (عبد الرضا، الجوارين، 2014، ص 20)

فالأزمات الاقتصادية تمثل تلك المواقف الصعبة التي تقع فيها اقتصاديات الدول، حيث تؤدي إلى تهديد كبير للاقتصاد بمختلف قطاعاته، وفي الغالب ما يكون حدوثها بصورة مفاجئة، مما ينجم عنه محدودية وضيق الوقت المتاح لمواجهة والتعامل مع هذه الأزمة بكل كفاءة وفاعلية تجنباً لاتساعها واستفحالها. لذلك فإن حدوث الأزمة الاقتصادية يتطلب تدخلاً سريعاً لإنقاذ الاقتصاد ومؤسساته من تهديدات وتداعيات هذه الأزمة. (أبو فارة، 2014، ص 37)، ومن أمثلة الأزمة الاقتصادية، أزمة الطاقة، أزمة التصدير، أزمة الركود التضخمي، أزمة عجز الموازنة العامة...إلخ.

إن الأزمة الاقتصادية إما أن تكون بطيئة أو عنيفة، كما قد تكون محلية فيقتصر أثرها على دولة معينة أو تكون عالمية حيث تشمل عدة دول أو تمس العالم بأكمله.

يوجد اختلاف بين الأزمة الاقتصادية والأزمة المالية والأزمة النقدية، فالأزمة الاقتصادية أعم وأشمل من الأزميتين المالية والنقدية، فإهمال معالجة الأزمة المالية أو النقدية والتهاون في مواجهتها بشكل سريع، ينجم عنه انهيار الثقة في القطاع البنكي والنظام المالي ككل بمختلف مؤسساته، وبالتالي انتقال الأزمة من الاقتصاد المالي إلى الاقتصاد الحقيقي. فالأزمة الاقتصادية تحتوي في طياتها على مزيج من الأزمة المالية والأزمة النقدية.

ثانياً. أنواع الأزمات المالية: يمكن تقسيم هذه الأزمات إلى عدة أنواع كما يلي:

1- الأزمات المصرفية: إن الأزمة المصرفية هي الحالة التي يواجه فيها المصرف زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، وبالتالي يكون غير قادر على تلبية هذا الطلب في لحظة ما بالرغم من إمكانية القيام بذلك في أوقات أخرى، حيث تسمى هذه الحالة بأزمة نقص أو إنعدام السيولة. وغالبا ما تواجه البنوك مشاكل عندما تتعثر العديد من قروضها أو عندما تفقد الأوراق المالية قيمتها بسرعة. وهو ما حدث خلال الأزمة الأخيرة من خلال تعثر القروض العقارية (Claessens and Kose, p 18, 2013) وما نجم عنها من أزمة مصرفية ومن ثم أزمة مالية عالمية.

¹ يقصد بالاقتصاد العيني أو الحقيقي: هو ذلك الاقتصاد الذي يتعلق بالأصول العينية، بحيث يتناول كافة الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات الإنسانية بطريقة مباشرة، من خلال السلع الاستهلاكية أو بطريقة غير مباشرة بواسطة السلع الاستثمارية. مأخوذة من المرجع: هيثم يوسف عويضة، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية: حالة دراسية (دبي واليونان 2009-2010)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، 2015، ص 196.

أو أنها الحالة التي تكون فيها التزامات المصرف تفوق القيمة الحالية للأصول المقابلة لها، فيكاد المصرف أن يقع في الإفلاس، حيث تسمى هذه الحالة بأزمة إعسار. وإذا حدثت أحد الأزميتين وامتدت إلى باقي المصارف الأخرى، حدثت ما تسمى بالأزمة المصرفية التي تمس كل مصارف النظام النقدي للدولة. (الأسدي، 2011، ص 28-29)

2- أزمات أسواق المال: تحدث هذه الأزمات في أسواق المال ويطلق عليها بظاهرة الفقاعة، حيث ترتفع أسعار الأصول حتى تتجاوز قيمتها العادلة، فيكون الهدف من شراء الأصول هو المضاربة على أسعارها وليس من أجل الاستثمار وتوليد الدخل، فيكون هناك اتجاه قوي لبيع تلك الأصول وبالتالي تبدأ أسعارها بالانخفاض إلى أن تنهار، حيث يمتد هذا الأثر إلى أسعار الأصول الأخرى في القطاع نفسه أو باقي القطاعات. (عويضة، 2015، ص 39)

كما يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاعي الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيها بين الأسواق الدولية. (أوكل، 2007، ص 112)

3- أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث هذه الأزمة في حال وقوع هجوم على قيمة العملة المحلية من خلال المضاربة، وبالتالي تنخفض قيمة العملة، الأمر الذي يضطر السلطات النقدية إلى استنزاف نسبة كبيرة من احتياطياتها النقدية الدولية أو رفع أسعار الفائدة للحفاظ على قيمة عملتها المحلية، أو فرض ضوابط على رأس المال (Claessens, Kose, February 2013, p 15)، ويمكن القول عن وجود أزمة للعملة حسب بعض الدراسات إذا زاد التخفيض في قيمة العملة عن نسبة 35٪ على مدار سنة كاملة (علوان، 2012، ص 32).

4- الأزمة الكلية: هي تلك الأزمة التي لا تقتصر على نشاط واحد أو قطاع واحد بل تمتد إلى كل المنظومة الاقتصادية، حيث تشتمل هذه الأزمة على عنصر العدوى، فيمكن أن تنتقل هذه الأزمة من دولة إلى دول أخرى، حيث لا يوجد عامل واحد يمكن التركيز عليه باعتباره مفعلاً للأزمة، وينتج عن الأزمة الكلية تكلفة اقتصادية مرتفعة تتمثل في انخفاض الإنتاج وتراجع الكفاءة الاقتصادية، وهو ما يتطلب التدخل الحكومي من خلال السياسات الاقتصادية للحد أو التقليل من آثارها. (عبد الرضا، الجوارين، 2014، ص 25)

5- أزمة المديونية: أو أزمة الديون الخارجية، وهي تلك الأزمة التي تنشأ عندما تعجز الدولة عن سداد ديونها والفوائد المترتبة عليها، حيث يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته مما يؤدي إلى انخفاض حاد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل، وقد يرجع هذا التعثر في السداد إلى أسباب عدة قد تكون عدم الملاءة المالية

للمقترض أو تساهل إدارة البنوك في منح الائتمان دون ضمانات كافية. (العيساوي، العويدي، 2014، ص 183).

وتعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات المالية باعتبارها تجعل الدولة في موقف ضعف، بالإضافة إلى تبعيتها للعالم الخارجي.

ثالثاً. مؤشرات ودلالات أزمات البورصات: قد تتعرض البورصات لأزمات من وقت لآخر، وعادة ما يسبق معظم الأزمات بعض الدلالات والإشارات تمكن المعنيين بالبورصات من توقع حدوث الأزمة بهدف تحليل مؤشراتهم وتقدير أبعادها وبحث أساليب معالجتها للحد من تأثيراتها، ومن أهم هذه المؤشرات نجد ما يلي:

- سرعة انتقال الأموال الساخنة بين الأسواق المالية ومنها الانخفاض السريع في نسبة مساهمة الأجانب بالسوق؛
- الارتفاع الكبير وغير المبرر في مؤشر السوق؛
- عدم الاستقرار السياسي والأمني محلياً وإقليمياً ودولياً بسبب الاحتجاجات والمنازعات والحروب؛
- عدم الاستقرار الاقتصادي محلياً وإقليمياً ودولياً بسبب الأزمات الاقتصادية وتذبذب أسعار المواد الرئيسية لبعض البلدان كسعر النفط؛
- قصور التشريعات وضعف الرقابة على المؤسسات المالية كتشريعات الحوكمة؛
- التذبذب الحاد والمستمر لمؤشرات الأسعار؛
- انتشار ظاهرة المضاربة والتمويل على الهامش والاقتراض البنكي لغاية الاستثمار بالبرورصات؛
- التغيرات الكبيرة في المؤشرات الاقتصادية الكلية كأسعار الصرف وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم. (مقابلة، 2013، ص 175-176)

وتجدر الإشارة إلى أنه من الممكن للأنظمة الرقابية المعنية الاستفادة من تلك المؤشرات لبناء نظام انذار مبكر يمكنها من درء المخاطر أو على الأقل التخفيف منها بأسرع وقت ممكن.

المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية العالمية

إن انهيار أسواق رأس المال وأسواق النقد الدولية يوضح مدى ترابط العالم اقتصادياً، حيث يتطلب تجنب تلك الأزمات وجود تنسيق كبير بين السياسات الدولية، فقد شهد العالم وبصورة خاصة الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات المالية والاقتصادية منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، ومن أهم تلك الأزمات نذكر ما يلي:

أولاً. أزمة وولستريت 1929 (The Great Depression): ويطلق عليها بأزمة الكساد الكبير لعام 1929، والتي تعد من أشهر وأعنف الأزمات التي تعرض لها النظام الرأسمالي والعالم ككل.

1- نشأة الكساد: يأتي الكساد عادة في أعقاب الرواج وفي أثناء الرواج يحدث ما يلي:

- تتحسن توقعات رجال الأعمال ويزداد الإقبال على شراء الأوراق المالية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها؛
- تتوسع البنوك في منح الائتمان لتمويل عمليات المضاربة في البورصات؛
- تصدر الشركات سندات جديدة وقد تلجأ إلى الاقتراض؛
- تزداد الدخول ويزداد الطلب على الاستهلاك مما يصاحبه زيادة في الطلب على السلع الإنتاجية؛
- هذا النشاط المتزايد ينعكس على البورصة فترتفع أسعار الأوراق المالية إلى الحد الذي لا تستطيع فيه أي زيادة؛
- إلى هذا الحد تبدأ البنوك في تقليل فرص الائتمان وتقليل القروض، ثم تبدأ في طلب أموالها المقرضة خشية أن المودعين يبدءون في سحب أموالهم؛
- زيادة الطلب على السلع الإنتاجية يؤدي إلى ارتفاع أثمانها، مما يرافق نقص في الطلب وإلى تراكم فائض كبير في إنتاجها، فيبدأ الإنتاج في التقلص، مما ينعكس على البورصة فتتخفف أسعارها وتبدأ مرحلة الكساد. (خبابة، بوقرة، ص 80)

2- أسباب أزمة الكساد لعام 1929: من أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الكساد مايلي:

- انتشرت المضاربة داخل البورصة وارتفعت أسعار الأسهم بصورة اصطناعية، وبمستوى لا يتماشى مع تطور الإنتاج الاقتصادي، مما تسبب في عرض متزايد للأسهم، خاصة يوم الخميس "الأسود" 24 أكتوبر 1929، حيث انهارت الأسهم في بورصة وول ستريت الأمريكية، وأدى ذلك إلى أزمة مالية واقتصادية خاصة بعد انخفاض الأجور والاستهلاك، وانتشار البطالة حيث بلغ عدد العاطلين عن العمل عام 1929 بين 30 إلى 40 مليون.

- يرجع البعض أسباب الكساد إلى نفاذ فرص الإستثمار سنة 1929 حيث أن النشاط الاقتصادي بلغ القمة ولم يجد مجالاً آخر للإستثمار فبدأت الأزمة وحل الكساد.

- نقص الإستهلاك، حيث أن نقص الإستهلاك يؤدي إلى كساد الصناعات الإستهلاكية وبالتالي خفض استثماراتها مما يؤثر بالطبع على صناعات السلع الرأسمالية.

- انكماش التجارة وانخفاض حجم الإستثمار الخارجي، إذ قامت حكومات الدول المختلفة بوضع عراقيل في وجه التجارة الخارجية، وأصبحت القيود تفرض بصفة خاصة على الواردات من المواد الغذائية والسلع الرأسمالية. (حوحو، 2015، ص 83)
- إفلاس البنوك الأمريكية مما دفعها إلى سحب أموالها من أوروبا، فتأثر الاقتصاد الأوروبي وانعكس ذلك على مستعمراتها فأصبحت الأزمة عالمية. (رملبي، وسعي، 2019، ص 65)
- 3- نتائج أزمة الكساد لعام 1929: لقد ترتب عن هذه الأزمة نتائج وخيمة تمثلت في:
- خسر مؤشر داو جونز (Dow Jones) حوالي 90٪ من قيمته في عام 1932؛
- انخفاض الناتج الحقيقي الأمريكي إلى حوالي 70٪ من مستواه في العام 1929؛ (معروف، 2006، ص 62)
- إفلاس 10.000 بنك في الولايات المتحدة، أي حوالي 40٪ من إجمالي عدد البنوك، وانخفضت الودائع لدى البنوك بحوالي 33٪ خلال الفترة (1929-1933)؛
- انخفاض كبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك بريطانيا خلال الفترة (1930-1933) بحدود 3.1٪ مقابل 5.5٪ في عام 1929؛
- تقلبات حادة في أسعار العملات، مما نتج عنه انهيار نظام قاعدة الذهب في معظم دول العالم عام 1931؛ (طويل، 2017/2018، ص 133)
- رافق انهيار الأسواق المالية الأمريكية تدهور عام في المؤسسات المصرفية والأسواق المالية الأوروبية والذي بدأ بانهيار البنوك السويسرية، فعم الكساد والبطالة كافة الأنشطة الاقتصادية؛ (معروف، 2006، ص 62)
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي والمعروف بمقولة "آدم سميث": "دعه يعمل أتركه يمر"، وسقوط النظرية الكلاسيكية القائمة على أساس وجود يد خفية توفق بين المصلحة الخاصة والمصلحة العامة وأن التوازن يحدث تلقائياً في النشاط الاقتصادي من دون تدخل الدولة؛
- بروز النظرية الكثرية المؤكدة على ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإعادة التوازن وتحقيق التشغيل التام. (طويل، 2017/2018، ص 133)
- 4- سياسات الحد من الأزمة: لقد نشطت السياسات الاقتصادية من مختلف الدول لمواجهة آثار الأزمة ودفع عجلة النمو وتخفيف حدة البطالة، وكان لتلك السياسات القومية صورا شتى، حيث تبنت الدول برامج مختلفة لمعالجة هذه الأزمة نذكر منها:

1-4- خطة التحرك الجديد "New Deal" في الولايات المتحدة: من خلال محاربة البطالة عبر انشاء وكالات فدرالية للتشغيل في نشاطات ذات منفعة عامة، وإنشاء الكثير من المشاريع العمومية بهدف الخروج من الكساد.

2-4 - في انجلترا : حاولت انجلترا دعم عملتها بالاقتراض من الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا في البداية، لكنها قامت بتعويم الجنيه الإسترليني في سبتمبر 1931، ولم يستقر انخفاضه إلا في نهاية السنة بعد أن تدنى بنسبة 31٪، و صاحب ذلك انخفاض كبير لأسعار الفائدة بلغت 2٪، ونتج عن ذلك ارتفاع الإنتاج الصناعي ابتداء من سنة 1932 بنسبة 10٪ وانخفاض معدل البطالة بمعدل 7٪. (الوافي، 2019/2018، ص30)

ثانيا. أزمة وولستريت 1987 (الاثنين الأسود 19 أكتوبر 1987): لقد انهارت الأسواق المالية العالمية في ذلك اليوم بدءا بانهيار الأسعار في بورصة وول ستريت في نيويورك يوم الإثنين 19 أكتوبر 1987، وتعرضت من جراء هذا الانهيار أسواق الأوراق المالية الأوروبية إلى ضربة قاسية، وامتد آثار الانهيار سريعا إلى آسيا. ويعد الاثنين الأسود الانهيار الأكثر قوة في التاريخ، بعد الانهيار الرهيب الذي عرفه العالم يوم الخميس الأسود في 28 أكتوبر 1929. وقد سجل في هذا اليوم مؤشر داو جونز الصناعي انخفاضا قدره 508 نقطة (نسبة 21.62٪)، وتوالت انخفاضات هذا المؤشر وكذا الاضطرابات في بورصة وول ستريت، وتعرضت أسهم 5000 شركة تتعامل في البورصات الأمريكية إلى خسارة قدرها 490 مليار دولار أمريكي. (الموسوي، 1990، ص 87) ولم تستمر هذه الأزمة فترة طويلة إلا عاما واحدا، وفيها تلاشى مؤشر البورصة الاسترالية تماما، وهبطت أسعار العقارات، وانهيار مؤشر نيكاي بمعدل الثلثين، وعادت بعد هذا العام المؤسسات المالية والإنتاجية إلى العمل من جديد. (سلطاني، 2018/2017، ص 208)

ثالثا. أزمة 1989 (الجمعة اليتيمة 13 أكتوبر 1989): ففي يوم الجمعة 13 أكتوبر 1989 أعلنت الحكومة الأمريكية عن تصاعد حدة التضخم (ارتفاع أسعار الجملة بـ9٪ وأسعار التجزئة بـ 05٪)، كما تم نشر تقريرين يشيران إلى عدم احتمال قيام بنك الاحتياط الفدرالي بتخفيض أسعار الفائدة، فقد تسببت هذه الأخبار في انخفاض أسعار الأوراق المالية في بورصة وول ستريت بمقدار 25 نقطة صبيحة نفس اليوم، وانخفض مؤشر داو جونز الصناعي بمقدار 100 نقطة، واستمر انهيار السوق وشمل العديد من الأسهم، وعادة تتأثر البورصات العالمية الأخرى بأحداث وول ستريت، اذ سرعان ما انتقلت العدوى الأمريكية إلى أسواق المال في العالم، فانتشر الذعر فيها وأدت إلى عمليات بيع كبيرة للأسهم فيها، لكنها جاءت هذه المرة من قبل الأفراد وصغار المستثمرين وامتنع والمؤسسات الاستثمارية الكبرى عن الانجراف وراء هذه الموجة العاتية.

وجراء هذه الأزمة تراجع أداء البورصات الأخرى، فتراجعت بورصة لندن بنسبة 07٪ وبورصة طوكيو بنسبة 02٪، وبورصة باريس بـ 7.8٪ وتراجعت بورصة سيدني أكثر من 7٪. وتعد هذه الأزمة من خلال النتائج التي أفرزتها مصغرة مقارنة بأزمة 1987. (الموسوي، 1990، ص 104)

رابعاً. أزمة المكسيك 1992-1994: شهدت المكسيك في بداية التسعينات، فترة تحرير شملت إزالة القيود على تدفقات رؤوس الأموال وخصخصة عدد من البنوك، صاحبها مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بلغت قيمتها الإجمالية 91 مليار دولار خلال الفترة (1990-1993)، مثلت استثمارات الحافطة منها نحو 67٪، وقد ساهمت تلك التدفقات في زيادة حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط 66٪، وكذا في إخفاء حقيقة العجز في حسابات العمليات الجارية الذي بلغ عام 1994 نحو 9٪ من الناتج المحلي الإجمالي. كما تدهورت المدخرات المحلية حيث انخفضت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي من 15٪ إلى 5٪ خلال الفترة (1990-1994)، وأصبحت العملة الوطنية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية، وهو ما نجم عنه ارتفاع ملحوظ في معدلات الاستهلاك، ومن ثم في حجم الواردات خاصة بعد إقبال المستوردين على استيراد السلع التي يخشون ارتفاع أسعارها فيما بعد. (خطيب، الركيبي، 2002، ص 40)

كما أنه في ظل تلك الظروف تأثرت الأسواق المالية، حيث غيرت التدفقات الرأسمالية اتجاهها وانسابت نحو الخارج، حيث شهدت رؤوس الأموال المستثمرة في محفظة الأوراق المالية الإنخفاض الأكثر حدة، فبعد أن كانت التدفقات الداخلية تقدر بـ 23 مليار دولار في عام 1993 تحولت إلى صافي تدفق يقدر بـ (14-) مليار دولار في عام 1995. (خطيب، الركيبي، 2002، ص 41)

خامساً. الأزمة المالية الآسيوية (أزمة جنوب شرق آسيا) 1997: حظيت تجربة التنمية في اقتصاديات النور الآسيوية السبعة باهتمام بالغ نظراً لما حققته من أداء اقتصادي متميز، ونهوض اجتماعي. وعلى الرغم من الأداء الاقتصادي الكفء للنور الآسيوية والمتمثل في النمو السريع، التضخم المنخفض، معدلات الإدخار المرتفعة، الأداء الجيد للقطاعات التصديرية واستقرار الاقتصاد الكلي. إلا أنها تعرضت إلى أزمة مالية حادة في منتصف عام 1997، قلل كثيراً من أدائها وعرض أوضاعها الاجتماعية والسياسية لتوترات شديدة إلى الحد الذي أدى إلى انهيار نظام الحكم في أندونيسيا. حيث شهدت بلدان جنوب شرق آسيا، اضطرابات مالية وانهيارات في أسواقها المالية وهي نفسها البلدان التي وصفت اقتصادياتها بالمعجزة الآسيوية. (جعفر، فرحان، 2014، ص 137-138)

1- مظاهر ونتائج الأزمة الآسيوية: بدأت الأزمة المالية الآسيوية كأزمة في سوق العملات، وأزمة سيولة مؤقتة، لكنها تحولت بعد ذلك إلى أزمة مالية واقتصادية ذات أبعاد خطيرة، ومصدر قلق عالمي كبير، لما أدت إليه من انهيار كبير في أسعار صرف العملات الآسيوية وقيمة الأصول المالية، والانشار السريع لعدوها بين الاقتصاديات الآسيوية.

منذ يوليو 1997 اجتاحت البورصات الناشئة العالمية موجة من الانهيارات بسبب السياسات النقدية في بلدان شرق آسيا، حيث تفشى الفساد في الحكومة التيلاندية ولجأت إلى تخفيض عملتها (الباهت) مقابل الدولار الأمريكي وفشلها في دعمها لمواجهة عمليات المضاربة المحمومة، وكذا هروب رؤوس الأموال من أسواقها، كما عرفت ماليزيا هي الأخرى هروبا لرؤوس الأموال من أسواقها، كما عانى نظامها المصرفي من أزمة قروض. (السيسي، 1998، ص 122)

وقد تزايد حجم الدين العام الخارجي لأربعة من أكبر البلدان الآسيوية، وهي بلدان رابطة جنوب شرق آسيا (آسيان)، إلى أن بلغ 180٪ من إجمالي ناتجها المحلي. وقد ارتفعت القروض قصيرة الأجل المستحقة على هذه الدول، والمقدمة من قبل المصارف الدولية حسب بنك التسويات الدولي من حوالي 176 مليار دولار عام 1990 إلى حوالي 454 مليار دولار عام 1997. وكانت الدول الأكثر استحواذا للقروض قصيرة الأجل خلال الفترة (1996-1990) في المنطقة هي: كوريا 15٪ من جملة القروض الممنوحة للدول النامية، تايلند 11٪، اندونيسيا 8٪ ثم الصين وماليزيا. (الشريف، 2013، ص 82). وقد عمت الأزمة الاقتصادية الكبرى الآسيوية، عدا تايوان وسنغافورة اللتان كانتا أقل تأثرا. وفي عام 1998 وصل النمو الاقتصادي في الفلبين إلى الصفر من جراء الأزمة. (الغزو، 2016، ص 211)

وقد تفاقمت معدلات البطالة في معظم البلدان الآسيوية بعد أزمة جنوب شرق آسيا، فقد ترتب على إعادة هيكلة البنوك والشركات في كوريا وتايلاند ارتفاع معدل البطالة إلى إجمالي قوة العمل من 2.7٪ عام 1997 إلى 7٪ عام 1998 بالنسبة لكوريا، وارتفع نفس المعدل من 4٪ إلى 6٪ في تايلاند خلال نفس الفترة. وعملت ماليزيا على تخفيض مستويات الأجور في القطاع العام، واسترجاع العمالة المهاجرة القادمة من اندونيسيا.

كما أن لهذه الأزمة المالية تأثير على مستوى رفاهية الأفراد وتزايد حدة الفقر، فتضافر مجموعة العوامل الناتجة عن تلك الأزمات مثل الانخفاض الحاد في قيمة العملة المحلية، ارتفاع أسعار الفائدة، انهيار القطاع المالي وإفلاس العديد من الشركات، وما ينجم عن ذلك من ارتفاع في معدلات البطالة، كل ذلك من شأنه التأثير سلبيا على الدخل الحقيقي والاستهلاك الحقيقي للقطاع العائلي، ومن ثم على مستوى المعيشة والفقر وخاصة بالنسبة للفئات منخفضة الدخل. ففي اندونيسيا، كوريا وتايلاند، ارتفعت نسبة السكان

الذين يعيشون تحت خط الفقر من إجمالي السكان بعد وقوع أزمة جنوب شرق آسيا من 11٪ عام 1997 إلى 19.9٪ عام 1998 بالنسبة لاندونيسيا، ومن 8.6٪ إلى 19.2٪ بالنسبة لكوريا خلال نفس الفترة، ومن 11٪ إلى 12.9٪ بالنسبة لتايلاند خلال نفس الفترة. (غزالي، 2014، ص42)

2- سياسات صندوق النقد الدولي لحل الأزمة: لقد تدخل صندوق النقد الدولي في محاولة لإنقاذ اقتصاديات هذه الدول من خلال حزمة من التشريعات، بما في ذلك برنامج بمبلغ 40 مليار دولار لدعم الاستقرار النقدي في كل من كوريا الجنوبية، تايلندا وأندونيسيا. ولكن لم تتمكن هذه البرامج من تهدئة موجات الغضب الشعبي في أندونيسيا التي أطاحت بحكم سوهارتو بتاريخ 21 أيار 1998، بعد مظاهرات عارمة عمت البلاد نتيجة الأوضاع الاقتصادية المتأزمة. (الغزو، 2016، ص211)

إن سياسات الإنقاذ المقدمة من قبل صندوق النقد الدولي كانت مشروطة بقيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في اندونيسيا، كوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت استراتيجية الصندوق. وقد ارتكزت هذه الأخيرة على ما يلي:

- المطالبة بانتهاج سياسة مالية ونقدية انكماشية: وذلك بسلوك سياسة تقشفية في المجال المالي بتخفيض الإنفاق وزيادة الضرائب، وسياسة نقدية أكثر تقييدا؛

- القيام بإصلاحات للنظام المصرفي، من خلال الإسراع في إغلاق مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية كوسيلة تظهر بها الحكومات عزمها على القيام بإجراءات إصلاح قوي؛

- سعر الفائدة: وكان المرجو من هذه السياسة هو جذب رأس المال الأجنبي، وإيقاف الانخفاض في أسعار صرف العملات المحلية؛ (عبد اللاوي وآخرون، 2016، ص 175)

- غلق المؤسسات المالية ذات العجز المالي لتجنب خسائر أخرى؛

- رسملة المؤسسات المالية القابلة للاستمرار، وهذا ما يكون غالبا بمساعدة الدولة؛

- الحاجة إلى إعادة هيكلة ديون الشركات وإصلاح الاحتكارات والتكتلات الاحتكارية التي تشرف عليها الدولة، وتقوية قانون المنافسة وزيادة شفافية البيانات الاقتصادية والمالية؛

- اتخذت إجراءات من شأنها حماية الشريحة الاجتماعية الفقيرة من النتائج السلبية للأزمة، وهذا من خلال توسيع وسائل الحماية الاجتماعية وتكريس موارد مالية كبيرة لدعم المنتجات الاستهلاكية. (منصر، 2014، ص 52-53)

سادسا. الأزمة المالية العالمية لعام 2008:

عرف النظام المالي الدولي في السنوات القليلة الماضية أزمة مالية تعد من أقوى الأزمات التي مر بها الاقتصاد في العالم منذ الكساد العظيم 1929، والتي يطلق عليها أزمة الرهون العقارية.

1- أسباب الأزمة: إن أبرز أسباب هذه الأزمة تكمن فيما يلي:

1-1- قروض الرهن العقاري (Mortgage): قروض الرهن العقاري هي قروض تمنحها المؤسسات المالية مثل البنوك أو شركات الرهن العقاري للأفراد أو المؤسسات بغرض شراء أصل عقاري مثل المنازل أو الأراضي أو أي عقارات أخرى، وقد تم منحها لأشخاص ذوي ملاءة مالية ضعيفة، وهي بذلك المتسبب الرئيسي في أزمة الرهن العقاري الذي عرفه العالم عام 2008 (Pop, 2009, p 10)، حيث أقدمت البنوك الأمريكية مع بداية سنة 2002 على التوسع في منح القروض العقارية، تزامنا آنذاك مع تطور وانتعاش سوق العقارات في أمريكا، وانخفاض معدلات الفائدة، ووجود فائض سيولة لدى العديد من البنوك والمؤسسات المالية نظرا لارتفاع أسعار البترول، حيث وصلت إلى 150 دولار للبرميل الواحد.

لقد ساهم منح هذه القروض في حدوث الفقاعة عقارية (أي الارتفاع الجنوني لأسعار العقارات حيث ينتفخ السعر ويكبر حتى يصل إلى مرحلة الانفجار، ليس بغرض السكن وإنما للمضاربة)، (سليمان، بن عبد العزيز، ص 238)، وعض أن تكون قيمة العقارات المتزايدة ضمانا لدفع القروض من خلال عملية الرهن، حدث العكس، بانخفاض قيمتها نتيجة الفقاعة في مقابل ارتفاع تلقائي لقيمة الفائدة المترتبة عن القرض، الأمر الذي أدى إلى تدهور الملاءة المالية للمقترضين، وتوالى بعد ذلك انهيار كبرى البنوك الأمريكية على غرار بنك Lehman Brothers سنة 2005، لتليها كبرى بنوك باقي دول العام التي اكتسبت قروض الرهن العقاري عن طريق التوريق ما أدى إلى انخفاض أسهمها بشكل عام وكلي في البورصة. (حبار، 2013، ص 395)

1-2- التوسع في التعامل بالمشتقات المالية: لقد تحول الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد ورقي من خلال المضاربة بالمشتقات المالية، فقد استخدمت هذه الأخيرة في البداية كأداة لتغطية بعض المراكز والتعامل في العملات، ولكنها تحولت بعد ذلك إلى أدوات استثمار يشهد الطلب عليها في ذاتها، واستمر التوسع في تداولها في البورصات العالمية بهدف المضاربة وتحقيق الربح في الفترة القصيرة (بن جميل، مخفي، 2017، ص 124)، فقد أصبح حجم سوق المشتقات المالية كبيرا جدا، حيث توسعت أسواق المشتقات حسب احصائيات أجريت حولها بين عامي 1990 و 2008 من حوالي 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي إلى حوالي 55 مرة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي.

كما انفجر حجم سوق المشتقات خارج البورصة من حوالي 91 تريليون دولار في عام 1998 إلى 592 تريليون دولار في عام 2008. (Kapoor , p75)

فبدلاً من قيام المشتقات بدورها الأساسي وهو تقليل المخاطر أدت إلى زيادتها، فما يميزها عن باقي الأدوات الاستثمارية الأخرى، عدم استلزامها دفع قيمة الاستثمار بالكامل في وقت إنشائه معتمدة في ذلك على فكرة الهامش، بمعنى استخدام عامل الدفع في النشاط الاستثماري أو توظيف مبلغ صغير لتحقيق استثمار ذي قيمة مرتفعة، وهذا ما زاد من خطورتها.

ومن أبرز هذه المشتقات التي أدت إلى بروز الأزمة هي عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد¹ حيث أن حجم هذه العقود تضخم وتطور إلى أرقام خيالية، الأمر الذي جعل مجموع قيمها أكبر بكثير من مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها، على سبيل المثال قدرت الديون المستحقة على مصرف ليمان براذرز عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14 أيلول 2008 بمبلغ 155 مليار دولار، في الوقت الذي بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون 400 مليار دولار، ذلك لأن كثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها بغرض المقامرة. (طروبييا، 2014، ص78)

3-1- وكالات التصنيف الائتماني: تنافست وكالات التصنيف الائتماني الدولية من أجل تنقيط تلك السندات (CDS)، حيث تساهلت في تنقيط تلك السندات، مما نجم عنه زيادة إقبال المستثمرين على شراء تلك السندات والمضاربة فيها، واستمرت تلك الوكالات في ممارساتها إلى أن أدى ذلك إلى فقاعة مضاربة في شهر جويلية 2007، الأمر الذي أرغمها على تخفيض كبير للنقاط الممنوحة لتلك القيم، وهو ما أحدث ارتباكاً في السوق المالية، حيث لم تعد المصارف تعرف من منها تملك الديون غير قابلة للاسترداد (الديون المسمومة)، فصارت تشك في بعضها البعض، وهو ما دفع المصارف الميسورة إلى التوقف عن منح القروض لبقية المصارف وهذا خوفاً من عجزها عن تسديد ديونها.

فقد ساهمت وكالات التصنيف الائتماني الدولية في حدوث الأزمة وتأجيجها بإخفاء الديون السامة والذي يعد إخلالاً بمبدأ الشفافية وتغليطاً للمستثمرين، فلو كانت تلك الوكالات مارست تصنيفها بكل شفافية ومصداقية لكان بالإمكان التحكم في مخاطر تلك السندات والتخفيف من آثار الأزمة. (مغاري، 2013، ص 58)

¹ عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد: هي عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة، ويتلقى من البائع مبلغاً من المال في حال تخلف المدين عن سداد الدين المضمون كلياً أو جزئياً.

الاحتياطات النقدية الكبيرة لكل من الصين والبلدان المصدرة للنفط ساهمت في زيادة ودائع البنوك الأمريكية.

توجهات البنك الفيدرالي المطالبة بتسهيل منح القروض من أجل تنشيط الطلب بغرض رفع معدل النمو الاقتصادي.

رغبة البنوك في تحقيق المزيد من الأرباح، من خلال توسيع نشاطاتها من خلال منح المزيد من القروض، وكذا الاستثمار في كل ما أنتجته الهندسة المالية من منتجات مالية.

4-1- توريق القروض الرهنية: يعتبر التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية، التي إبتدعت وتطورت بفعل التحولات المالية والتنظيمية التي عرفها الأنظمة المالية العالمية منذ 1970، ولكنه إعتبر من بعض المختصين السبب الأساس في حدوث الأزمة المالية الخطيرة التي عاشها النظام المالي العالمي سنة 2008. (بولحية، 2016، ص 89)

لقد تطور سوق التمويل العقاري من منافسة على منح القروض وتمويلها، إلى منافسة على المتاجرة بهذه القروض، ورغبة من المصارف في التخلص من خطورة بعض القروض العقارية، يتم تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية مدعومة بالقروض، وبعضها يتم تحويله إلى أشكال معقدة جدا من القروض، وأصبح يطلق عليها التزامات الدين المضمونة بأصول. (غزالي، 2014، ص 43)

تتمثل عمليات التوريق في تجميع حزمة من القروض المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل، والمضمونة بأصول معينة من أجل بيعها وإصدار أوراق مالية جديدة مضمونة تلك الأصول (بن جميل، مخفي، 2017، ص 125). وهذه الأوراق المالية المستحدثة قابلة للتداول في الأسواق المالية (البورصات).

في حالة قيام مشتري العقارات بالاقتراض من مؤسسات مالية أخرى، مقابل رهن العقارات نفسها، تلجأ هذه المؤسسات إلى بيع هذه القروض لشركة توريق، ثم تقوم هذه الأخيرة بإصدار سندات اعتمادا على قيمة القروض وتطرحها للتداول في سوق الأوراق المالية (Scheicher, Marques-Ibanez, 2009, p02)، وبذلك يكون للكثير من الأفراد والمؤسسات حقوق على العقار في الوقت نفسه، بشكل تكون فيه قيمة الأوراق المالية المصدرة أكبر بكثير من قيمة العقارات. وفي حالة عجز مالكي هذه العقارات عن السداد أو انخفاض قيمتها في الأسواق تتعثر القروض، فيتجه حملة السندات إلى بيع ما لديهم، مما يؤدي إلى زيادة عرضها وانخفاض سعرها، وتزداد الضغوط على كل من المؤسسات المالية وشركات التوريق. (غزالي، 2014، ص 44)

هكذا فإن العجز في تسديد القروض البنكية من طرف المقرضين لم يؤد إلى انهيار ديون البنوك فقط، بل أدى إلى انهيار الديون المسندة أي الديون المدعمة بالرهن العقاري، ونجم عن ذلك جفاف وندرة كبيرة في السيولة النقدية في البنوك والبورصات في أمريكا وأوروبا والدول الناشئة وبدأت أسعار الصرف في التوتر. (بليمان، جنوحات، 2019، ص 223)

2- نتائج الأزمة: لقد ظهرت هذه الأزمة مع إعلان بعض المؤسسات المالية الأمريكية لإفلاسها، وعدم قدرتها على توفير السيولة الكافية، وذلك كنتيجة لعمليات فاشلة في توظيف الأموال في مجال الرهن العقاري بدون ضمانات كافية، ولقد أدى ما يعرف بمبدأ حرية الاقتصاد، والذي يعتبر من أهم مبادئ النظام الرأسمالي إلى انتقال عدوى الإفلاس إلى الشركات والمؤسسات غير المالية أيضا وهو ما عرف "بظاهرة الفقاعة"، الذي دفع معظم المؤسسات إلى تحويل قروضها إلى سندات طرحتها في الأسواق المالية من أجل الحصول على السيولة المالية، إلا أن معظم المقرضين عجزوا عن سداد الديون وبالتالي تراكمها. (قمان، بن شهرة، 2019، ص 46)

- أدت الأزمة إلى ابتعاد المستثمرين عن المخاطر، والاتجاه نحو الأصول المالية عالية الجودة ومنخفضة المخاطر مثل سندات الخزنة، مؤدية بذلك إلى انخفاض حاد في العائد على هذه السندات؛

- تراجعت مستويات السيولة في أسواق التعامل ما بين البنوك، حيث أحجمت البنوك عن التعامل مع بعضها البعض، مما أدى إلى انهيار بعض البنوك التي لم تكن معرضة للقروض الإسكانية رديئة الجودة مثل البنك الإيطالي نورثرن روك (برقوق، يوسف، 2016، ص 460)، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 19 بنكا في 2008؛ (زرقان، 2017، ص 110)

- كما تراجعت أسواق الأسهم بشكل حاد بسبب الخسائر التي تعرضت لها المؤسسات المالية والشركات العقارية، حيث قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم في يوليو 2008 ما يقارب 435 مليار دولار (زرقان، 2017، ص 110)، وكذا بسبب نقص السيولة اللازمة لتمويل الاستثمار في الأسهم، كما أقدم المستثمرون على بيع الأسهم والتحول نحو الودائع وسندات الخزنة بسبب عدم الرغبة في التعرض إلى المخاطر السوقية؛ (برقوق، يوسف، 2016، ص 460)

- لقد انتقلت الأزمة لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية، حيث انخفض المؤشر العام لأهم البورصات العالمية مباشرة بعد انخفاض أسهم بورصة وول ستريت؛ (غزالي، 2014، ص 47)

- وصلت معدلات البطالة إلى 6.1% مما انعكس على انخفاض أسعار الأسهم والسندات في السوق المالية؛ (زرقان، 2017، ص 110)

- هبوط الإنتاج الصناعي الأوروبي في ماي 2008 بمعدل 1.9%. (زرقان، 2017، ص 110)

3- أساليب الخروج من الأزمة:

3-1- تفعيل دور نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية: إن نظم الإنذار المبكر بالأزمة لها أهمية كبيرة، تتجلى في تقديمها أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار ووضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو اقتصادية، بوقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من إجراءات وقائية أو مانعة لحدوث الأزمة.

وقد بدأ الاهتمام المبكر باستخدام مؤشرات مالية (المؤشرات المالية الرائدة) لدعم البنوك والمؤسسات المالية من قبل لجنة بال تحت رعاية بنك التسويات الدولية، وقد تم اقتراح نظام CAMEL (الذي يغطي مائة رأس المال C، جودة الأصول A، الإدارة M، الربحية E، والسيولة L) ويتم التعبير عن كل عنصر من هذه العناصر بعدد من المؤشرات المالية. وتوجد العديد من المؤشرات المالية يتم الاعتماد عليها وأجمعت عليها الدراسات (نمو الناتج المحلي، سعر الفائدة الحقيقي المحلي، معدل التضخم، معدل نمو الائتمان المحلي، نسبة M2 إلى الاحتياطيات الدولية...). وبالإضافة إلى نموذج CAMEL توجد نماذج أخرى تم تصميمها للتنبؤ بالأزمات المالية وأشهرها نموذج أثر العدوى، نموذج هيريرا/جارسبكا، نموذج أثر العدوى، ونموذج صندوق النقد الدولي. (عبد القادر، 2010، ص 339)

3-2- إصلاح عمل صندوق النقد الدولي: ما يشد الانتباه هو أن صندوق النقد الدولي خلال هذه الأزمة وعوض أن يجد الحلول لحماية النظام المالي العالمي، أصبح وكأنه طرف فيما تصدر في حقه قرارات يتم اتخاذها في قمة تضم أكبر الدول الصناعية والغنية في العالم، وتملي عليه إصلاحات عوض أن يبادر هو بها. كما أن دوره السلبي لم يظهر فقط بعد الأزمة بل قبلها، إذ فشل في التنبؤ بوقوع أزمة مالية كانت معالمها واضحة جراء التوسع غير العادي في منح الائتمان، والمبالغة في استعمال المشتقات المالية في تعاملات أسواق رأس المال. (بوشارب، بلوناس، 2016، ص 15)

3-3- إصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني: لقد كانت وكالات التصنيف أحد أسباب الأزمة، ولهذا وضعت جملة من الاقتراحات من طرف اقتصاديين وباحثين لإصلاح عمل وكالات التصنيف الائتماني وأهمها:

- الطلب من وكالات التصنيف بأن تتحلّى بالشفافية في نماذجها ومناهجها؛
- زيادة شفافية المنهج والإجراءات المتبعة في إصدار درجات التصنيف، ومن أجل ذلك طالبت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية وكالات التصنيف الائتماني أن تنشر المنهجيات التي تستخدمها في عملية التصنيف الائتماني، وأن تفصح عن قواعد السلوك الممي المتعلقة بها في إطار القواعد التي وضعتها لها، وذلك من أجل الإرتقاء بالشفافية في صناعة التصنيف الائتماني والتي يشوبها الكثير من الغموض؛

- يفترض على وكالات التصنيف بأن تضيف في تقييوماتها إلى جانب مخاطر القرض، مخاطر السيولة والمخاطر الإجرائية، وهذا قد يتجلى بإعطاء نقطة مكملة للتي هي موجودة أو باستخدام سلم تصنيف مغاير عندما يتعلق الأمر بمنتجات مهيكلية: (زرقان، 2017، ص118)

وقد قامت حكومات الدول بتوحيد الجهود بشكل لم يعرفه العالم من قبل، ولأسيما من قبل مجموعة دول العشرين 16، التي عقدت قمة بواشنطن في شهر نوفمبر 2008، وخرجت بقرارات مهمة تخص أساسا:

- تنظيم ومراقبة نشاط الأسواق المالية والمشتقات المالية، وتحسين القواعد المنظمة لعمل الأسواق المالية؛

- توفير المزيد من الشفافية في نظام مراقبة عمل الشركات؛

- وضع قواعد لتنظيم عمل صناديق التحوط الاستثمارية، القائم على المضاربة برؤوس أموال ضخمة؛

- توسيع دائرة تمثيل بلدان الجنوب في صندوق النقد الدولي، وإنجاز الإصلاحات الضرورية التي يتطلبها النظام المالي العالمي. (بوشارب، بلوناس، 2016، ص 15)

4-3- تنظيم أسواق المشتقات المالية (Regulating derivatives):

الإصلاحات المقترحة:

✓ في الولايات المتحدة الأمريكية، أشارت إدارة أوباما إلى أنها تريد أن تخضع جميع أسواق المشتقات

لتنظيم شامل، من خلال ما يلي:

- منع تراكم المخاطر النظامية؛

- تعزيز الكفاءة والشفافية؛

- ضمان عدم تسويق المشتقات لأطراف غير متطورة؛

- منع تجاوزات السوق. (Kapoor , p76)

✓ أما الإتحاد الأوروبي، فقد سلطت المفوضية الأوروبية، في بلاغها بشأن المشتقات المالية الضوء على أربع

خطوات رئيسية لوضعها تحت رقابة وتنظيم أكبر:

- انظر المزيد من العقود الموحدة؛

- التكاليف بإنشاء أنظمة إلكترونية لتوثيق المعاملات المشتقة؛

- تتطلب أن تتم جميع التسويات من خلال أطراف نظيرة مركزية منظمة؛

- إنشاء بنك بيانات مركزي لجمع معلومات شاملة عن المعاملات والمبالغ المستحقة. (Kapoor , p76)

سابعاً. أزمة الديون السيادية اليونانية والأوروبية:

1- أزمة الديون السيادية اليونانية:

شكلت الديون السيادية اليونانية أزمة مالية هيكلية هددت المنظومة الاقتصادية والمالية لمنطقة اليورو، بدأت تجلياتها ما بين 2009 و2010، حينها طلبت الحكومة اليونانية من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي، اعتماد خطة إنقاذ تتضمن منح قروض لمساعدة اليونان على تفادي هاجس الإفلاس وبلوغ حالة عدم القدرة عن الدفع، وفي نفس الوقت ارتفعت نسب معدلات الفائدة على السندات اليونانية، بفعل تنامي مخاوف المستثمرين من عدم قدرة اليونان على تسديد ديونها المتراكمة، التي بلغت أكثر من 317 مليون أورو لاسيما مع ارتفاع معدل عجز الموازنة وتصاعد حجم الدين العام، واستفادت اليونان من ثلاثة برامج إنقاذ متتالية الأولى (ماي 2010- جوان 2011)، ثم (فيفري 2012)، و (أوت 2015)، موازاة مع التزام الحكومة اليونانية بخطة التقشف، الهادفة إلى خفض عجز الموازنة بمقدار ثمانية وعشرون ونصف مليار أورو بحلول عام 2015. (رحال، طويل، 2018، ص 225)

2- أزمة الديون السيادية الأوروبية:

إن الأزمة المالية والاقتصادية الأمريكية تم تصديرها إلى منطقة اليورو نتيجة للتداخل في الاستثمارات المتبادلة بين الحكومات والمصارف والأفراد التي حدثت وفقا لما يلي:

- كانت الأسواق المالية معبرا لهذه الأزمة، حيث بفعل العولمة المالية والترابط بين الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي، هناك كمية كبيرة من الأموال والمتحصلات من دخل الأصول تتدفق بينهما، بما في ذلك الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة والأوراق المالية الحكومية، ففي 2009 تدفقت 239.5 مليار دولار إلى الولايات المتحدة من الدخل المكتسب على الأصول التي يحتفظ بها سكان الاتحاد الأوروبي، كما تدفقت 190.7 مليار دولار إلى الاتحاد الأوروبي باعتباره الدخل المكتسب على الأصول التي عقدت في الولايات المتحدة الأمريكية، بالإضافة إلى ذلك تدفق صافي 6.4 مليار دولار إلى الولايات المتحدة الأمريكية كتحويلات من جانب واحد في عام 2009 ، ونظرا لأن دول الاتحاد الأوروبي من الدول شديدة الانكشاف اتجاه الولايات المتحدة الأمريكية، انتقلت تداعيات أزمة الرهن العقاري إليها، فبمجرد حدوث البوادر الأولى للأزمة تعرضت العديد من البنوك لخسائر الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض ، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان فيها، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في الأسواق المالية لتقليل حدة هذه الأزمة، ونظرا للارتباط القوي بين الأسواق الأمريكية والأوروبية خاصة منطقة اليورو انخفضت مؤشرات الأسواق فيها بمجرد بداية انهيار مؤشر داو جونز الأمريكي؛

- كما تعد السوق النقدية والارتباط بعملة الدولار معبرا كذلك لانتقال الأزمة إلى الدول الأوروبية، حيث نجد أن هذه الأخيرة تحتفظ بنوكها المركزية باحتياطات كبيرة من الدولارات الأمريكية لتلبية احتياجاتها من السلع والخدمات المستوردة، بذلك يستولي الدولار على ثلثي احتياطات النقد الأجنبي في العالم و 80٪ من مبادلات سعر الصرف الأجنبي، وبالتالي يعتبر الدولار أوسع عملة في التداول، حيث تتم به معظم معاملات التجارة الدولية، إذ أن أكثر من 50٪ من صادرات العالم يتم دفع قيمتها بالدولار بما فيها البترول، إذ تسعر كافة دول منظمة الدول المصدرة لمنفط (الأوبك) نفطها بالدولار الأمريكي، وفي الجملة يصل حجم التداول بالدولار حول العالم حوالي ثلاثة ترليونات، الأمر الذي يجعل أي تذبذب واضطراب في سعر الدولار ينعكس على أسعار السلع والخدمات. (كرامة، 2019/2018، ص 69)

خاتمة:

لقد تعددت الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية بصورة كبيرة، وازدادت التدفقات المالية بين الدول حيث فاقت في كثير من الأحيان المعاملات التجارية. ونتيجة لتعدد الأدوات المالية الدولية أصبح من الصعب إخضاعها للرقابة الفعالة وبذلك أصبحت السلطات المالية للدول المختلفة تحت رحمة سرعة التطورات المالية. وقد سهل الترابط الشديد بين الأسواق المالية في العالم، انتقال عدوى الأزمات المالية والإقتصادية فيما بينها بسرعة كبيرة، مما سبب أزمات مالية حادة مست العديد من مناطق العالم، وعادة ما تكون الاقصاديات الضعيفة أكثر عرضة للآثار المدمرة للحركات غير المراقبة لرأس المال.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً- المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2009.
- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006.
- أديب اللجي وآخرون، المحيط "معجم اللغة العربية"، الطبعة الثالثة، المجلد الأول، المحيط، بيروت، لبنان، 1996.
- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة 01، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- اسماعيل معراف، التكتلات الاقتصادية الإقليمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة 01، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010.
- السيد متولي عبد القادر، الاقتصاد الدولي: النظرية والسياسات، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.
- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية العالمية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- برايان كويل، قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية 01، مصر، 2005.
- بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، ط01، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2003.
- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر: المشتقات المالية- الهندسة المالية، الطبعة 01، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- حسين أحمد حسين الغزو، الاقتصاد الدولي الحديث بين الجدلية النظرية والتطبيق، ط 01، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن، 2016.
- حمد شكري العدوي، 2012.

قائمة المراجع

- جمال الدين برقوق، مصطفى يوسف، الاقتصاد الدولي، ط01، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الطبعة 01، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، ط 01، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، خالد أحمد المشهداني، عباس خضير الجنابي، التمويل الدولي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، خالد أحمد فرحان المشهداني، إدارة المؤسسات المالية والمصرفية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- رائد محمود أبو طربوش، الاحتيال والبورصة العالمية، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- خبابة عبد الله، رايح بوقرة، الوقائع الاقتصادية من التاريخ القديم إلى بداية القرن الواحد والعشرين،
- رجب عبد الحميد، استراتيجية التعامل مع الأزمات والكوارث (دراسة نظرية وتطبيقية)، الطبعة 01، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، 2014.
- رمزي محمود، الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرأسمالية والإسلام، الطبعة 01، دار الفكر الجامعي، مصر، 2012.
- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الطبعة الرابعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2015.
- عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي: جوانب الاقتصاد الدولي المعاصر-العلاقات الاقتصادية الدولية العربية، الدار الجامعية، بيروت، لبنان.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة 01، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية: أسواق رأس المال-البورصات - البنوك- شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2006.

قائمة المراجع

- عبد الكريم شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية، الطبعة 01، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، ط 1، الأردن، 2001.
- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة 01، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1999.
- عصام عبد الغني علي، أحمد عبد المنعم شفيق، إدارة الأسواق الدولية: الاستراتيجيات والدوافع وثقافات اتمام الصفقات وإدارة المخاطر واتخاذ القرارات، مركز التعليم الفتوح بجامعة بنها، مصر، 2010.
- علي توفيق الحاج، عامر علي خطيب، إدارة البورصات المالية، ط 01، دار الإعصار العلمي، عمان، الأردن، 2012.
- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية: مدخل عام، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية: المدخل العام، الطبعة 03، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي: نظريات وسياسات، ط 4، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015.
- عمر مصطفى محمد، التكتلات الاقتصادية الإقليمية والتكامل الاقتصادي في الدول النامية: دراسة تجارب مختلفة، ط 01، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014.
- فارس رشيد البياتي، الوجيز في العلاقات الدولية، الطبعة 01، دار أيلة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- فريد راغب النجار، اليورو العملة الأوروبية الموحدة: الحقائق- الآثار التجارية والمصرفية- التوقعات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2004.
- فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية، الطبعة 01، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2012.
- فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة 01، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2001.
- فهد عبد الله الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة 02، مطابع دار الهلال للأوفست، 2006
- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة 01، 1998.
- ضياء مجيد، إقتصاديات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.

قائمة المراجع

- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986-1989، دار الهدى للطباعة والنشر، الجزائر، 1990.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: في دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النهار للنشر والتوزيع، 1996.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط1، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، ط01، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- شذا جمال خطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق المالية العربية لرأس المال، ط01، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- شذا جمال خطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس، ط1، مؤسسة طابا، البراموني، عابدين، 2002.
- شوقي ناجي جواد، إدارة الأعمال الدولية: مدخل تنبؤي، ط01، الأهلية للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة 01، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية والعالمية: التحليل المالي والاقتصادي، الطبعة 01، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- محمد دويدار، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999.
- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998.
- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، ط03، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة 02، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013.
- محمد عواض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية، ط01، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

قائمة المراجع

- محمد سرور الحريري، الأسس العلمية والقوانين المتبعة من منظمات المال والأعمال الدولية والعالمية، الطبعة 1، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2015.
- محمد شكري الجميل العدوى، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية: من منظور الشريعة الإسلامية، الطبعة 01، دار الفكر الجامعي، 2012.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق- بورصات، الطبعة 01، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، ط 01، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2009.
- مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، الطبعة 01، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- مصطفى يوسف كافي، إدارة الأعمال الدولية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة معارف، الاسكندرية، مصر، 1993.
- موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، المالية الدولية، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، الطبعة 01، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، 2014.
- نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، ط 01، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- وليد صافي، أنس بكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة 01، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- يحي السيد عمر، القروض الدولية وآثارها على اقتصادات الدول الإسلامية: دراسة تأصيلية تحليلية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة 01، دار الأصول العلمية، اسطنبول، تركيا، 2018.
- يوسف أحمد أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية "بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008"، الطبعة 01، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2014، ص 37.

قائمة المراجع

- يوسف علي عبد الأسدي، حسين جواد كاظم، تحليل ظاهرة الأزمات المالية وسبل الإحاطة منها، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة: الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، الطبعة 01، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة 01، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، ط 01، دار جريب للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن.
- هيثم يوسف عويضة، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية: حالة دراسية (دبي واليونان 2009-2010)، الطبعة 01، وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، الطبعة 01، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- إخلص باقر هاشم النجار، الهندسة المالية الإسلامية، الطبعة 01، كلية الإدارة والإقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة، 2018.
- الغالي بن إبراهيم، محمد عدنان بن ضيف، الأسواق المالية الدولية، الطبعة 01، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
- 2- أطروحات الدكتوراه:
- آسيا الوافي، ضوابط المصارف الإسلامية للوقاية من الأزمات المالية العالمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2019/2018.
- حدة طويل، دور الإتحاد الأوروبي في معالجة الأزمات الاقتصادية الأوروبية: أزمة اليونان نموذجا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2018/2017.
- سامية مقعاش، العملة الأوروبية الموحدة اليورو وانعكاساتها على ميزان المدفوعات الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2007/2006.
- سكينه حملاوي، انعكاسات الأزمات الاقتصادية على التكتلات الاقتصادية الإقليمية: دراسة الإتحاد الأوروبي "أزمة اليورو"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017/2016.

قائمة المراجع

- سمير آيت يحيى، التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم للجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد تنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2014/2013.
- سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- علي عيشاوي، محددات الحركة الدولية لرؤوس الأموال في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد تطبيقي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2018/2017.
- فيروز سلطاني، تحرير التجارة الدولية بين الاتفاقيات التجارية الإقليمية ومتعددة الأطراف: دراسة حالة الاتحاد الأوروبي والمنظمة العالمية للتجارة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2018/2017.
- مروة كرامة، إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الاقتصادات العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019/2018.
- 3- المقالات:
- عبد الرزاق حبار، التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟، دفاتر البحوث العلمية، المجلد 01، العدد 03، 2013.
- أحمد بوشنافة، فاطمة العلمي، ضرورة إصلاح النظام النقدي الدولي، مجلة الحقيقة، المجلد 11، العدد 22، 2012.
- إلياس سليمان، سفيان بن عبد العزيز، دور الاتحادات النقدية في مجابهة الأزمات المالية العالمية: تجربة مجلس التعاون الخليجي أنموذجا، مجلة دراسات، المجلد 02، العدد 01، 2013.
- إيمان رحال، حدة طويل، أزمة الديون السيادية في اليونان: قراءة في عمق الأزمة، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2018.
- بشار ذنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية: دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 79، جامعة الموصل، 2008. www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=33757

قائمة المراجع

- بوزيان العجال، دور الأزمات المالية والاقتصادية في تطوير النظام النقدي الدولي، مجلة المالية والأسواق، المجلد 04، العدد 01، 2017.
- جازية أعراب، مخاطر تقلب عوائد مؤشرات الأسواق المالية: دراسة قياسية للبيانات اليومية من سبتمبر 2014 إلى سبتمبر 2018 خاصة بمؤشر بورصة فرانكفورت Dax30، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 01، جانفي 2020.
- جبار محفوظ، سامية عمر عبده، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 03، جوان 2008.
- حسناء بوشارب، عبد الله بلوناس، دور الهيئات المالية الدولية في إصلاح النظام المالي العالمي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، 2016.
- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
- حياة عوايجية، صالح مفتاح، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية بالكويت، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2017.
- خميسي قايدي، عبد القادر لحسين، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق: دراسة حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.
- ریحان الشریف، الزبير بولحبال، سوق السندات والاستقرار المالي: التجربة الآسيوية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد 04، 2013.
- سامية عمر عبده، النظام النقدي والمالي الدولي، حوليات جامعة قلمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، العدد 18، ديسمبر 2016.
- سعاد بليمان، فضيلة جنوحات، دور النظام النقدي الأمريكي في إنتاج الأزمات الاقتصادية العالمية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 05، العدد 10، 2019.
- سهام زرقان، الأزمات المالية للقرن الواحد والعشرين: إجراءات الوقاية والعلاج والدروس المستفادة، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 02، العدد 07، أفريل 2017.
- سهام عيساوي، فطوم حوحو، تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 04، ديسمبر 2017.

قائمة المراجع

- صابر بن معتوق، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، ديسمبر 2019.
- صالح بولحية، مستقبل التوريق على ضوء الإصلاحات التنظيمية والضبط، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 45، جوان 2016.
- عبد الإله مقدم، زين الدين قдал، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005-2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 05، العدد 10، 2019.
- عبد الرحمان مغاري، دور وكالات التصنيف الائتماني في تقييم القيم المالية وأثرها على سير الأسواق المالية الدولية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 03، العدد 01، 2013.
- عبد الصمد سعودي، مسعودة بن لخضر، أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية: دراسة التجربة الكويتية لعقود خيار فرصة، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 02، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، جوان 2017.
- عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 03، 2014.
- عبد الوافي بولويز، سليم قط، حسين بن الطاهر، أثر التقلبات في النظام النقدي الدولي على الاقتصاد الجزائري: دراسة قياسية باستخدام التكامل المتزامن، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12، جوان 2017.
- عثمان علام، عز الدين حملة، استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 11، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2016.
- عقبة عبد اللاوي، لطفي مخزومي، عصام جواوي، تنسيق السياسات المالية والنقدية زمن الأزمات المالية والاقتصادية: دراسة تحليلية لبعض الأزمات المالية والاقتصادية للفترة 1929-2008، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 05، ديسمبر 2016.
- عماد غزالي، أزمات النظام المالي العالمي: أسبابها وتكاليدها الاقتصادية مع إشارة خاصة للأزمة المالية العالمية لعام 2008 م، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، سبتمبر 2014.
- عمر قمان، سعيد بن شهرة، إدارة الأزمات الاقتصادية بين الفكر الوضعي والفكر الإسلامي: الأزمة الاقتصادية العالمية 2008-2009 نموذجاً، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، مارس 2019.
- كريمة منصر، الأساليب المتغيرة لصندوق النقد الدولي في علاج الأزمات المالية الدولية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 29، المجلد 01، 2014.

قائمة المراجع

- لقمان معزوز، شريف بودري، المنافسة بين الدولار والأورو في ظل لا استقرار النظام النقدي الدولي، مجلة الباحث، العدد 09، 2011.
- محفوظ جبار، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية: دراسة إحصائية لبعض الدول المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015، مجلة الباحث، العدد 16، 2016.
- محمد خنوش، الفواعل الدول المؤثرة في النظام الدولي، مجلة المفكر، العدد العاشر، 2014.
- محمد رملي، رابح وسعي، الأزمة المالية العالمية 1929 والأزمة المالية 2008: نظرة تحليلية لتطور الفكر الاقتصادي العالمي، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 03، العدد 01، 2019.
- منصور عيساني، أثر المشتقات المالية على استقرار الأسواق المالية، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 05، العدد 02، 2016.
- ميدون سيساني، الاستثمار بأدوات الهندسة المالية في الأسواق المالية، مجلة المعيار، المجلد 06، العدد 02، 2015.
- ناصر بوشارب، حسناوي بلبال، الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبدل الإسلامي، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 03، العدد 03، 2015.
- نجاة معيزي، آثار الأزمة المالية العالمية 2008 على بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للإتحاد النقدي الأوربي: دراسة تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد أ، العدد 44، ديسمبر 2015.
- نذير طروبيا، الهندسة المالية الإسلامية كاستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي الدولي: رؤية تحليلية لما هو كائن وما ينبغي أن يكون، التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014.
- نسيم أوكل، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات المالية، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 01، جوان 2007.
- نور الدين صويلحي أثر تعدين البتكوين Bitcoin والعملات الافتراضية على استقرار النظام النقدي العالمي، مجلة آفاق علمية، مجلد 10، العدد 02، 2018.
- هدى خليفة، ما هي شهادات الإيداع الدولية وما سر اتجاه شركات البورصة لإصدارها؟، مجلة صوت الأمة، 17 يونيو 2017، متاح على الموقع: <http://www.soutalomma.com/Article/586413>
- هناء بن جميل، أمين مخفي، سوق الأوراق المالية من محفز للنمو إلى مولد للأزمات، مجلة المالية والأسواق، المجلد 04، العدد 02، 2017.
- ياسمين إبراهيم سالم، يحي هاجر، أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014.

قائمة المراجع

4- مؤتمرات، تقارير وأخرى:

- أشرف محمد دوابه، تمارا الحيكمي، كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على البورصة المصرية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثاني حول الأسواق المالية الإسلامية: بين الواقع والواجب، الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، اسطنبول، تركيا، 08-09 نوفمبر 2019.

- صندوق النقد الدولي، لمحة عن صندوق النقد الدولي، صحيفة وقائع، 2015. www.imf.org

- الموسوعة السياسية، النظام النقدي الدولي، 2020. متاح على الموقع: Political-encyclopedia.org

- المعهد العربي للتخطيط، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، 2020. متاح على الموقع: www.arab-api.org

5- المطبوعات:

- ثامر بن صوشة، الهندسة المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص إدارة مالية، جامعة ابن خدون، تيارت، الجزائر، 2017/2018.

- سعاد حوحو، تاريخ الوقائع الاقتصادية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الأولى جذع مشترك علوم اقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 90.

- كريم بودخدخ، المالية الدولية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد دولي والسنة الثالثة اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2015/2016.

ثانيا. المراجع باللغة الأجنبية:

- Alessandro Cultraro, HEDGING AND SPECULATION TWO DIFFERENT FACES OF DERIVATIVES, FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES, MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS, Madrid, July 2017.

قائمة المراجع

- Andrew M. Chisholm, An Introduction to International Capital Markets: Products, Strategies, Participants, Second Edition, Wiley Finance Series, A John Wiley and Sons, Ltd, Publication, 2009.
- Anjan Thakor, International Financial Markets: A Diverse System Is the Key To Commerce, Center For Capital Markets Competitiveness, 2015.
- Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, BIS Statistical Bulletin, December 2019.
- BIS, BIS Statistics, 03/06/2020. //www.bis.org/statistics/secstats.htm?m=6|33|615
- Blaise Gadanecz, The syndicated loan market: structure, development and implications, BIS Quarterly Review, December 2004.
- Cornelia Pop, THE FINANCIAL CRISIS OF 2007 – 2008 A REVIEW OF THE TIMELINE AND OF ITS CAUSES, STUDIA UNIVERSITATIS BABES-BOLYAI, NEGOTIA, LIV, 2, 2009.
- Frank J Fabozzi, Bond markets: analysis and strategies, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, USA, 2013.
- Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins, FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS, 9th Edition, Pearson Global Edition, London, United Kingdom, 2018.
- International Business Finance (IBF), INTERNATIONAL MONETARY AND FINANCIAL SYSTEM,
- Ivar Ekeland, Delphine Lautier, Bertrand Villeneuve, Hedging Pressure and Speculation in Commodity Markets?, SSRN Electronic Journal, January 2013, version January 2017.
- Kimberly Amadeo, Treasury Bills, Notes, and Bonds: How They Work and How to Buy Them, The Balance, 2020. <https://www.thebalance.com/what-are-treasury-bills-notes-and-bonds-3305609>
- London Stock Exchange, 2020. www.londonstockexchange.com
- Malcolm Tatum, What is a Subsidiary Bank?, Wisegeek, 23 May 2020. www.wisegeek.com/what-is-a-subsiidiary-bank.htm
- Martin Scheicher, David Marques-Ibanez, Securitization: Instruments and Implications, Handbook of Banking, Oxford University Press, May 2009.
- Moorad Choudhry, The Bond & Money Markets: Strategy, Trading, Analysis, Elsevier Ltd, 2001.
- National Institute of Securities Markets (NISM), Securities Markets Foundation, NISM Series XII, Navi Mumbai, India, December 2016.

قائمة المراجع

- Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J. Melitz, International economics : theory & policy, 9th edition, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, 2012.
- Pecunica, What are Eurocurrency deposits and Euro-certificates of deposit (ECDs), <https://pecunica.com/knowledge-point/> (June 2020)
- Robert A. Jarrow, Arkadev Chatterjea, An introduction to Derivative Securities, Financial Markets, and Risk Management, First Edition, W. W. Norton & Company, the United States of America, 2013.
- Sony Kapoor, The financial crisis: causes & cures, FES Brüssel Bertelsmannstiftung ETUI, Brussels.
- Stijn Claessens and M. Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, International Monetary Fund, Research Department, January 2013.
- Stijn Claessens, Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, SSRN Electronic Journal, February 2013.
- THE INSTITUTE OF COMPANY SECRETARIES OF INDIA, CAPITAL MARKETS AND SECURITIES LAWS, New Delhi, INDIA, July 2014.
<https://www.researchgate.net/publication/241752376> (15/05/2020)
- usbank, Spot and Forward Transactions, www.usbank.com/fxweb/help/basic_spot-forward.pdf
- MFX Microfinance Currency Risk Solutions, Understanding FX Spot Transactions, A Guide for Microfinance Practitioners, <http://mfxsolutions.com/wp-content/uploads/2013/03/IV-Guide-to-FX-Spot.pdf>
- The Standard Bank of South Africa, Global Market, The Forward Foreign Exchange Market, [www.stanbicbank.co.ke/standing/CIB/Common/Reference Data/File Downloads/forward_foreign_exchange](http://www.stanbicbank.co.ke/standing/CIB/Common/Reference%20Data/File%20Downloads/forward_foreign_exchange)
<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/about-jpx/history/01-02.html>
<https://www.ceicdata.com/en/japan/all-stock-exchange-market-indices>
<https://www.jpx.co.jp/english/listing/co/index.html>