الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية في مادة:

أسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر إدارة مالية

من إعداد الأستاذة:

أ. د/عمر عبدة سامية

السنة الجامعية: 2025

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
مقدمة	1
المحور التمهيدي: تحول نمط التمويل	2
أولا: توسع اللاوساطة مالية	4
ثانيا: التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية	5
المحور الأول: السوق النقدية	12
أولا :ماهية السوق النقدية	12
ثانيا: المتدخلون على مستوى السوق النقدية	16
ثالثا: عمليات السوق النقدية وآجالها	17
رابعا: السوق النقدية الجزائرية	23
المحور الثاني: السوق المالية	32
أولا: ماهية السوق المالية ووظائفها	32
ثانيا: تنظيم الأسواق المالية	35
ثالثا: العمليات التي تتم في البورصة	45
رابعا: مؤشرات البورصة	52
المحور الثالث: الأسواق الآجلة	62
أولا: ماهية المشتقات المالية	62
ثانيا: المتعاملون في أسواق المشتقات المالية	64
ثالثا: الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية	65
رابعا: أسواق المشتقات المالية في الولايات المتحدة	66
المحور الرابع: أسواق رأس المال الدولية	72
أولا: سوق العملات الأوربي Eurocurrency Market	72
ثانيا: أدوات سوق العملات الأوربي	78
ثالثا: أسواق الدين الدولية	84
رابعا: سوق الأسهم الدولية	93
المحور الخامس: الساحات المالية الدولية	104
أولا: تعريف المركز المالي الدولي	104
ثانيا: شروط المركز المالي الدولي	104
ثالثا: أنواع المراكز المالية الدولية	105
رابعا: دور المركز المالي الدولي	106
خاتمة	109
قائمة المراجع	

مقدمة

تحتل الأسواق المالية في عصرنا الحاضر أهمية كبيرة، نظرا للدور الاقتصادي الذي تقوم به في تنظيم وتطوير أساليب التمويل الطويل والمتوسط الأجل من خلال تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتوجيهها إلى المشاريع الاقتصادية والاجتماعية والتنموية بالأحجام والكلف المطلوبة.

وترتكز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط ما بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات وتنوع نشاطها واتساع نطاق أسواق تصريف منتجاتها، ومع انفصال الملكية عن الإدارة زادت الحاجة للمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية، التي تقوم بوظيفة تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وإقراضها لتلك المشروعات لتمويل عملياتها الجارية وبرامجها الاستثمارية.

وبزيادة عدد وحجم المؤسسات المالية كالبنوك التجارية والمتخصصة ظهرت الحاجة إلى تدخل الدولة لضبط وتنظيم التعامل فيما بين هذه المؤسسات، وكذلك تعاملها مع الشركات المقترضة للأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور البنك المركزي. وفي مرحلة موالية أدت زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركات إلى ظهور الأسواق النقدية والمالية، مع الاهتمام بأسعار الفائدة والودائع لأجل، كما ظهرت أهمية تنظيم تداول الأوراق التجارية والمالية من خلال أسواق مالية منظمة عرفت "بالبورصة" التي تعمل على ضبط حركة التعامل في المنتوجات المالية لتحقيق التوازن بين العرض والطلب، والمحافظة على حقوق المستثمرين حيث يعود إنشاء أول بورصة إلى القرن السادس عشر ببلجيكا (بورصة 1531Anvers).

ومع زيادة حركة التبادل التجاري بين الدول، وتطور وسائل الاتصال والمواصلات، ظهرت أسواق رأس المال العالمية، واندمجت الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، والتي تعمل على مدار الأربع والعشرين ساعة، متأثرة بحركة التعامل على الأوراق المالية والأحداث السياسية والاقتصادية والمالية التي تحدث في العالم، والتي تنعكس أثارها على جميع أسواق رأس المال في جميع دول العالم. وتعتبر مرحلة اندماج الأسواق المالية الوطنية في الأسواق المالية الدولية، حلقة متطورة في نمو النظام النقدي والمالي الدولي، فقد أدت التطورات في تكنولوجيا الاتصالات إلى زيادة التكامل العالمي للأسواق المالية، مما دفع بالبعض للقول بأن العالم من خلال ترابط أسواقه المالية وتأثر بعضها بالبعض الآخر، قد غدا بمثابة قرية مالية كونية. كما أن عولمة الأسواق المالية قد عكست ثورة مالية بحيث أصبح حجم هذه الأسواق وتأثيرها، وما بها من علاقات وقوى فاعلة ومن أدوات مالية جديدة، مختلفة تماما عما كانت عليه تلك الأسواق في عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية.

فالاسواق المالية عرفت تطورا كبيرا قبل أن تصل إلى هذه المرحلة من الاندماج والارتباط، وقد أخذ هذا التطور أشكالا متعددة منها ما خص الهياكل والتشريعات، ومنها ما خص ظهور تقنيات ومنتجات مالية جديدة. وهو ما سنحاول التطرق له من خلال التعرض إلى هياكل السوق المالية وتقسيماتها المختلفة، ثم التعرف بشكل أكثر

تفصيلا على كل من السوق النقدية والسوق المالية وكذلك أسواق المشتقات المالية، لنتطرق بعد ذلك إلى الأسواق المالية الدولية وأنواع الأدوات المتداولة فيها، ونتناول في الأخير المراكز المالية الدولية.

لقد جاءت هذه المطبوعة وفق البرنامج المقرر وزاريا لمساعدة طلبة الإدارة المالية على فهم المقياس والإلمام بكل جوانبه. حيث حدد محتوى المادة وفق المقرر الوزاري كما يلي:

1-السوق النقدية: التعريف، التصنيف، الأدوات، الهيئات والدور

2-السوق المالية: التعريف، التصنيف، الهيئات

3-الأسواق الآجلة (المستقبليات، الخيارات و المبادلات)

4-سوق رؤوس الأموال الدولية (سوق الأورو - عملة)

5-الساحات المالية الدولية

المحور التمهيدي: تحول نمط التمويل

يمكن القول أن البنوك سيطرت على عمليات التمويل لقرون من الزمن بحيث كانت البنوك تجمع الودائع من الجمهور بسعر فائدة معين ثم تقرضها إلى الشركات بسعر فائدة أعلى وبذلك تحقق هامش ربح يمثل الفرق بين سعر الاقتراض وسعر الإقراض وهذا ما يعرف بالوساطة المالية أو الوساطة البنكية بمعنى أن البنوك تتوسط بين أصحاب الفائض والمحتاجين لرؤوس الأموال.

غير أن مفهوم الوساطة المالية قد اتسع في اتجاهين على الأقل:[1]

الأول: هو أن الوسطاء أصبحوا يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة، كشراء المنتوجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها وتحقيق الأرباح من وراء ذلك، كما أصبح الوسطاء يصدرون أوراقا مالية لتمويل عمليات تعود عليهم بالأرباح.

الثاني: هو قيام مؤسسات عديدة أخرى بهذه الوظيفة التي كانت محتكرة من طرف البنوك، ولقد تم حصر 5 فصائل من المؤسسات البنكية وغير البنكية التي تقوم بالوساطة المالية هي:

- البنوك بجميع أنواعها،
- صناديق الادخار والاحتياط: فعلى الرغم من تخصصها في ميدان السكن إلا أنها من الممكن أن تقوم بتوظيف فوائضها المالية في الاستثمار في البورصة إن وجدت أو إقراضها إلى طالبي رؤوس الأموال.
- المؤسسات المالية المتخصصة: التي تقوم بإصدار أوراق مالية للحصول على الأموال المستعملة في الإقراض للغير، والحصول على عائد من وراء ذلك.
- هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية (OPCVM): كشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)، والتي تقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المتجمعة لديها من اصدار الشهادات، بتسيير الحوافظ المالية ونشاطات مالية أخرى.
- شركات التأمين التي تجمع الأموال ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم وكذا التأمين على الحياة، عادة ما تكون لهذه الشركات فوائض مالية هامة توظفها في الأوراق المالية، أو العقارات وتقرض جزء منها للشركات.

إذا لم تبق وظيفة الوساطة المالية من مهمة البنوك وحدها، كما لم تعد تقتصر هذه الوظيفة على جمع المدخرات واقراضها للمحتاجين لمصادر التمويل. بل توسع مفهوم الوساطة في الأنظمة المالية المعاصرة ليشمل نشاطات أخرى كإصدار المنتوجات المالية وتوظيف الفوائض تحت أشكال مختلفة.

ولكن في الربع الأخير من القرن السابق وتحت ضغط ظاهرتي ارتفاع تكاليف التمويل بالنسبة للمؤسسات وسعي أصحاب الفوائض المالية لتوظيف مدخراتهم في الأدوات والمشاريع التي تحقق لهم أكبر عائد ممكن، تحول

نمط التمويل، لاسيما في الدول المتقدمة والأسواق الناشئة من التمويل عن طريق الاستدانة إلى التمويل بواسطة الإصدارات وهذا ما عرف في الادبيات المالية بالتحول من التمويل غير المباشر (الوساطة المالية) إلى التمويل المباشر(اللاوساطة مالية).

وعليه فإن تمويل المؤسسة عادة ما يمر إما بالمساهمين المالكين لها أو بالبنوك والمؤسسات المالية المختصة في الإقراض. فإذا تم تمويل المؤسسة أو رفع رأسمالها بالمساهمة المباشرة للمالكين أو بضم الأرباح المحتجزة اتسمت العملية بالتمويل المباشر أو اللاوساطة المالية، بالإضافة طبعا إلى اصدار أسهم جديدة. أما إذا لجأت المؤسسة للبنوك لتمويل نشاطاتها أو توسعها اتسمت العملية بالتمويل عن طريق الوساطة البنكية.

أولا: توسع اللاوساطة مالية

إن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة لزيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجأ كثيرا للبنوك لتمويل نشاطها عن طريق القروض الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة. وعليه فقد عرفت اللاوساطة مالية (Désintermédiation) بأنها: "تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية، وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين"، بذلك فإن تمويل المؤسسات الذي كان يتم بجمع المدخرات من الجمهور من طرف البنوك والمؤسسات المالية المختصة ثم إقراض تلك المدخرات (الفوائض) إلى المؤسسات المحتاجة أو الطالبة لمصادر التمويل أصحاب العجز)، أصبح يتم دون وساطة تلك البنوك والمؤسسات المالية المختصة. فالعلاقة تغيرت وأصبحت بين طرفين فقط وليس ثلاثة أطراف أي انتقلت من العلاقة غير المباشرة إلى العلاقة المباشرة بين أصحاب الأموال والمحتاجين إليها. وفي هذا الصدد يمكن تسجيل عدة ملاحظات أهمها:[2]

- الملاحظة الأولى تخص دور البنوك في الحياة الاقتصادية بعد أن قل نصيبها في تمويل المؤسسات لصالح التمويل عن طريق الأسواق المالية، فهذه الظاهرة أدت بالبنوك إلى تنويع أنشطتها التي لم تبق منحصرة في الوظيفة التقليدية، إذ أصبحت تقدم خدمات عديدة ومتنوعة فرضتها تلك التحولات، فمثلا أصبحت تقدم الاستشارات للمستثمرين، المعلومات المتخصصة، التقنيات التي تسهل تسيير الخزينة في المؤسسات، الضمانات للصفقات، تحليل المخاطر، تسيير الحوافظ المالية وغيرها من الأنشطة التي اقتحمتها البنوك في العشريتين الأخيرتين من القرن الماضي.
- الملاحظة الثانية تتعلق بتمويل الاقتصاد الوطني عن طريق الأوراق المالية (Titrisation)، لقد عرفت ظاهرة التوريق بأنها "تحويل مبالغ من القروض التابعة لمؤسسات متخصصة إلى أدوات مالية يمكن تداولها، إذ تباع بعد ذلك في الأسواق المالية للمستثمرين، حيث يمكن الاستعانة في ذلك بخبير أو بيت سمسرة". وعليه فإن تحويل الديون والقروض التي منحتها البنوك والمؤسسات المختصة إلى أوراق مالية تباع وتشترى في السوق المالية قد قلل من دور تلك البنوك والمؤسسات في تمويل الاقتصاد ككل. كل ذلك أدى إلى ما يعرف بالتحول

من اقتصاد السوق (نترك ميكانزمات السوق تحدد الأسعار – عدم تدخل الدولة- حرية انتقال الأموال والأشخاص والسلع – رفع الحواجز الجمركية) إلى اقتصاد السوق المالية (تمويل الاقتصاد بواسطة الإصدارات والتقليل من اللجوء إلى البنوك).

- الملاحظة الثالثة تتمثل في دور السوق المالية بصفة عامة ودور البورصة بصفة خاصة في كل هذا. حيث ازدادت أهمية البورصة في اقتصاد يعتمد بشكل كبير على التمويل بإصدار أدوات مالية، فحجم الإصدارات يعطي فكرة هامة حول انسياب رؤوس الأموال نحو المشروعات الأكثر مردودية حيث تستعمل بالطرق الأقل تكلفة وخطرا. كما أن انسيابها نحو الأسواق المالية في صورة ادخار مالي قلل من اتجاهها للبنوك في صورة قروض. وبالتالي تناقص دور الوساطة المالية في الاقتصادات الحديثة.

ثانيا: التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية

تضم سوق العمليات المالية العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير. ونظرا لتعدد تلك المعايير فإن الاقتصاديين يميلون إلى تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع، وفقا للمعايير التي تتحكم فيها وذلك على النحو التالي:[3]

- التقسيم حسب توقيت الإصدار: حيث تقسم إلى:

  - السوق الأولية.

  - السوق الثانوية.

- التقسيم حسب آجال العمليات: حيث تقسم إلى:

  - السوق النقدية.

  - السوق المالية.

- التقسيم حسب طبيعة المنتوجات المتداولة: حيث تقسم إلى:

  - أسواق السلع.

  - أسواق الأوراق المالية.

  - أسواق القروض.

- التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى: حيث تقسم إلى:

- أسواق رأس المال الدولية.

- أسواق رأس المال الإقليمية.

- أسواق رأس المال المحلية.

تفيد هذه التقسيمات[4] وغيرها السلطات العمومية في وضع خط بين كل سوق وأخرى بغرض وضع الميكانيزمات الضرورية لتنظيم ومراقبة كل سوق على حدا. كما تفيد الدارسين والباحثين والمستثمرين في معرفة الأسواق المختلفة، والاتجاه إلى السوق التي تؤدي الغرض بصورة أفضل. إلا أن الملاحظ أن بعض تلك التقسيمات بدأت تفقد معناها، حيث أصبح من الصعب وضع خط فاصل بين تلك الأسواق، بسبب تداخل أنشطتها وزيادة تعقيدها. لذلك سنكتفي خلال هذه الدراسة بالتعرض لبعض التقسيمات فقط والتي تخدم موضوع الدراسة.

1- التقسيم حسب توقيت الإصدار:

تنقسم السوق المالية وفق هذا المعيار إلى سوقين هما:

1-1 السوق الأولية[5]

يطلق على السوق الأولية أيضا اسم سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ فيها العلاقة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة. لذلك فهي سوق مالية تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل ويترتب عليها انتشار أوراق مالية أو التزامات مالية لم تكن متاحة للاكتتاب أو التداول في السوق الثانوية من قبل.

وبالتالي تسهل هذه السوق عملية توفير رؤوس الأموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء اكتتاب عام أو خاص[6] مما يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال. وبمقابل ذلك تقوم هذه المؤسسات بإصدار قيم منقولة كالأسهم والسندات والتي تحول أصحاب رؤوس الأموال إلى أصحاب حقوق على المؤسسات المصدرة. وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، وغير متكررة، فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة تنتقل إلى السوق الثانوية ويعتبر البائع في هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة المصدرة.

وقد يتم تصريف تلك الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها. وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها، لأن البحث عن المشتري قد يطول مما يرفع من تكاليف العملية. وإما أن يتم

ذلك بطريقة غير مباشرة وهي قيام مؤسسة مالية متخصصة بتصريف هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعا. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير الاستثمار أو بنك الاستثمار أو المتعهد[7].

ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها [8]. وكما يبدو فهو لا يمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المعروف. ويضطلع بنك الاستثمار بأربع مهام هي:

- توجيه النصح والمشورة بشأن حجم ونوع الإصدار ومدى ملاءمة توقيته، وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملاءمة.
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة.
- التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها. وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه. وفي حالات أخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم أولى من غيرهم بشرائه. وعادة ما ينص الاتفاق على أن يكون البنك جاهزا ومتعهدا بشراء ما تبقى بعد ذلك.
- التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك.

2-1 السوق الثانوية

السوق الثانوية هي السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية وتداولها بين المستثمرين، وتعرف بسوق الإصدارات القديمة. لذلك تعبر السوق الثانوية عن " المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة "[9].

ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولية حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة[10] لجملة الإصدارات، فبدون هذه الأسواق قد يضطر الحملة للاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها إذا كانت سندات مثلا فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية.

وعليه فالسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما:[11]

1- جعل بيع الأصول المالية سهلا، بمعنى أن السوق الثانوية تضفي صفة السيولة على الأصول المالية، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

2- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة. فالظروف السائدة في السوق الثانوية توضح مدى ملاءمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة، ولهذا فإن سلوك السوق الثانوية أهم من سلوك السوق الأولية.

2- التقسيم حسب آجال العمليات

استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين أساسين يتمثلان في:

2-1 سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل

وتعرف بالسوق النقدية، وهي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على قروض قصيرة الأجل، وهي غير محددة المكان وتتكون من فرعين أو أكثر حسب البلد في الو.م.أ تتكون من سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل، وفي فرنسا تتكون من سوق ما بين البنوك وسوق القيم المدينة المتداولة.

2-2 سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل

وهي تلك السوق التي يتم فيا التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل. من أهم المتعاملين فيها: الأفراد، المستثمرون المؤسساتيين، تجمعات التوظيف المشترك والمؤسسات المحتاجة لرؤوس الأموال.

3- التقسيم حسب طبيعة المنتجات

تقسم الأسواق المالية من منظور المنتوجات المتداولة، التي قد تكون سلعا، قروضا أو أوراق مالية إلى عدة أسواق فرعية نذكر منها ما يلي:

3-1 أسواق السلع

أو كما تعرف ببورصة التجارة هي ذلك المكان الذي يلتقي في الباعة والمشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسا ونمطيتها[12].

يرجع تاريخ بورصات السلع إلى العهود القديمة جدا، بحيث نظم الإغريق والرومان قديما ما يشبه بورصات السلع الحالية، حتى في المعاملات الآجلة أو كما تعرف حاليا ببورصات العقود. ظهرت هذه البورصات بصورة منظمة في أوروبا في القرن الثامن عشر وتطورت وانتشرت أكثر في الدول الانجلوسكسونية في القرن التاسع عشر مع إقامة بورصة القطن بليفربول سنة 1842 وبورصة التجارة بشيكاغو سنة 1848.

العمليات في بورصات السلع على نوعين: الأول يتم في بورصات السلع الحاضرة حيث يتم بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها في المخزن أو عينة ممثلة لها. عادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري، لهذا تعرف في بعض الكتب بالسوق الحرة.

النوع الثاني من العمليات التي تتم في بورصات السلع هي العقود المبرمة بين المتعاملين على أن يكون التسليم في وقت لاحق أي هي الصفقات التي تعقد في أسواق البضائع الآجلة، وبموجبها يلتزم البائع بتقديم البضاعة للمشتري في الوقت المتفق عليه كآخر أجل وعلى المشتري أن يتسلمها ما دامت مطابقة للمواصفات المحددة. قد تسلم السلع محل التعاقد دفعة واحدة أو على دفعات محددة. [أحسن مثال على ابرام العقود الضخمة بيع البترول وتسليمه على دفعات قد تدوم عدة سنوات]. كما أنه بعد تعقد العمليات الآجلة وانتشارها لجأت الدول إلى تنظيم أسواق خاصة بتلك الأنشطة وأقامت هيئات رسمية تشرف عليها وتراقبها كغرف المقاصة التي تقوم بتوفير الضمانات للمتعاملين وتسهيل عقد الصفقات وتطوير السوق بصفة عامة.

تكتسي بورصات السلع أهمية بالغة في تطوير الاقتصاد الوطني حيث تلعب دورا فعالا في توفير الموارد الأولية المختلفة وإمداد الصناعات الوطنية بها، كما أنها تغذي الأسواق المحلية بمختلف الموارد الاستهلاكية بصفة عامة والغذائية بصفة خاصة وبصورة مستمرة وبدون انقطاع، لا سيما الموسمية منها.

2-3 بورصات الأوراق المالية

ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة. وتمتاز أسواق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي من الممكن أن تجري حيث تكون على نوعين، العمليات العاجلة والعمليات الآجلة. إذ تتم العمليات العاجلة بالاتفاق على الصفقة، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري أن يتسلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فورا. أما العمليات الآجلة فيتم الاتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم وسعر التبادل، تمتاز هذه الصفقات بالمضاربة كما هو الحال بالنسبة للعمليات الآجلة على السلع حيث تكون الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق على الصفقة وتاريخ تصفيتها محل المضاربة بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية للاستفادة من تغيرات الأسعار خلال تلك الفترة.

3-3 أسواق القروض

تعتبر أسواق القروض وسيلة للالتقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي بمختلف آجاله وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية، ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة الأجل فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل.

4- التقسيم حسب المجال الجغرافي

وفقا لهذا المعيار يمكن التمييز بين الأسواق التالية:

1-4 أسواق رأس المال الدولية

في حين تتكون أسواق رأس المال المحلية من المؤسسات المالية التي تتعامل مع العرض والطلب على رأس المال المحلي وبورصات الأوراق المالية تحت إشراف البنك المركزي لضمان التدفق الفعال للأموال لأغراض التنمية وتمويل المشروعات في حدود تكلفة تمويل معقولة بما يحقق عائدا مرتفعا على الاستثمارات، نجد أن أسواق رأس المال الدولية تمثل" أسواقا تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة "[13]، وتلعب هذه الأسواق دورا هاما في تمويل العمليات الدولية كالصادرات من سلع وخدمات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية.

2-4 الأسواق المالية الإقليمية:

يقصد بالأسواق المالية الإقليمية تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول العربية مجتمعة أو البعض منها: كالدول الخليجية أو المغربية أو غيرها من الاتحادات القائمة.

3-4 الأسواق المالية المحلية

هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل المؤسسات الوطنية والخاصة وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل حدود الدولة الواحدة، وهي عكس سوق رأس المال الدولية.

وخلاصة القول أنه مهما اختلفت تقسيمات الأسواق المالية وتنوعت، وسواء كانت هذه الأسواق محلية أو إقليمية أو حتى دولية. فهي على اختلاف أنواعها تكتسب أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر، والمؤسسة، والاقتصاد الوطني وحتى العالمي ناجمة عن الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في تجميع الادخار وتوفير السيولة للمنتوجات المالية، إضافة إلى العديد من الأهداف الاقتصادية الأخرى.

مراجع وهوامش المحور التمهيدي

[1] - جبار محفوظ، **الأسواق المالية: الأسواق والأدوات المالية**، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، 2017، ص. 17-19.

[2] - جبار محفوظ، **المرجع نفسه**، ص. 20.

[3] - جبار محفوظ، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، الجزء الأول، دار هومه، الجزائر، ط. 1، 2002، ص 54-144. (بتصرف)

[4] - هذه التقسيمات ليست نهائية حيث تختلف من كاتب لآخر.

[5] - العديد من المصادر، أهمها:

- منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص. 83-87.
- صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا**، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، ط 1، 2000، ص. 22.
- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، **مرجع سابق**، ص. 54-57.

[6] - **الاكتتاب العام**: حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لجميع المستثمرين في السوق، وعادة ما يتم عند إنشاء الشركات.

الاكتتاب الخاص: حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين.

[7] - تتبع وزارة الخزانة الأمريكية أسلوب آخر لتصريف إصداراتها يعرف بالمزاد (auction) ، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم أوامر تتضمن الكميات المراد شراءها وسعر الشراء، ويتم قبول الأوامر ذات السعر الأعلى ثم الأوامر ذات السعر الأقل فالأقل حتى يتم التصريف الكامل للإصدار.

[8] - هناك أسلوبان لاختيار بنك الاستثمار: التفاوض المباشر أو تقديم الأوامر.

[9] - محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة، مصر، 1993، ص. 52.

[10] - السيولة: المقصود بها قدرة أي متعامل في البورصة على بيع وشراء كمية مهمة من الأوراق المالية دون أن يؤثر ذلك بطريقة معتبرة على العمليات الجارية الأخرى وعلى الأسعار تحديدا.

[11] - أحمد أبو الفتوح على الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية**، مكتبة الإشعاع، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص. 15.

[12] - إن نمطية السلع هي تشابه وحداتها مما يجعل كل عينة منها يمكن أن تمثل بصدق باقي الوحدات.

[13] - أحمد بوراس، **إسواق رؤوس الأموال**، مطبوعة دوروس، جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003، ص. 75.

المحور الأول: السوق النقدية

يعتبر السوق النقدي أحد المكونات الرئيسة لأسواق العمليات المالية موازاتا مع السوق المالية، وهو مخصص لتداول أوراق مالية استثمارية قصيرة الأجل، وتعتبر البنوك المركزية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية أهم المتدخلين في نشاطه، سنحاول في هذا الفصل التعريف بالسوق النقدية، خصائصها، المشاركون والمتدخلون في هذه السوق، مبرزين هيكل السوق النقدية الجزائرية وأهم أدواتها الاستثمارية.

أولا :ماهية السوق النقدية

كما ذكرنا سابقا فإنه يوجد العديد من التقسيمات لأسواق العمليات المالية، حيث ميزنا وفق معيار آجال العمليات بين سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل وسوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل والتي تعرف بالسوق النقدية، ويكمن الاختلاف أساسا في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجرى التعامل بها أو تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين، الأمر الذي تحدده أهم خصائص هذه السوق مقارنة بسوق رأس المال، وبشكل عام فإن أغلب آجال الصفقات التي تتم في هذه السوق لا تتعدى السنة.

1- تعريف السوق النقدية

فيما يلي بعض التعاريف المقدمة للسوق النقدية:

تعرف السوق النقدية على أنها:" سوق التعامل بالأدوات الائتمانية أو الأصول المالية القصيرة الأجل سواء عن طريق تجميع المدخرات بصورة (ودائع) أو حوالات خزينة مثل (أدوات الخزانة) أو الأوراق التجارية وغيرها من الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل، وغالبا ما يكون هذا السوق مجالا مناسبا لنشاط المصارف التجارية المهتمة بتمويل القطاعات التي تصدر هذه الأدوات من خلال شرائها لها"[1].

تعرف أيضا على أنها: "الأسواق التي يتم من خلالها الإقراض والاقتراض بين البنوك بشكل أساسي، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والذي يتحدد بناء على العرض والطلب على رؤوس الأموال قصيرة الآجل في السوق، ويعتبر سوق النقد رافدا هاما للتمويل قصير الأجل إذ أنه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصير، ومن مزاياه المرونة والسيولة العالية وانخفاض درجة المخاطرة"[2].

كما تعرف بأنها: "سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية. حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق كما تحصل منه على القروض"[3].

وعليه فإن السوق النقدية هي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها تداول رؤوس الأموال قصيرة الاجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، فيتولد عرض هذه الأموال من

جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائضه المالية) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائداتها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.

وتختلف فروع السوق النقدية من بلد إلى آخر وذلك تبعا لدرجة تطور هذه الأسواق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها .ففي الولايات المتحدة الأمريكية تتكون السوق النقدية من فرعين خصص كل فرع لنوع معين من العمليات، هذان الفرعان هما:[4]

- **سوق الخصم:** وفيها يتم خصم الأوراق التجارية من كمبيالات وسندات وأذونات الخزينة. والخصم هي عملية مالية تتم بين حامل الورقة التجارية وبين بنك ما يتم بموجبها صرف تلك الورقة قبل تاريخ استحقاقها مقابل نسبة معينة يأخذها البنك تمثل سعر الخصم، وبذلك توفر عملية الخصم سيولة للمستثمر هو في حاجة إليها في الوقت الحاضر. وبعد أن يحصل البنك على الورقة يمكنه هو الآخر صرفها قبل تاريخ الاستحقاق أيضا بسبب نقص في السيولة لديه أو لأي سبب آخر، وذلك لدى البنك المركزي وهذا ما يعرف بإعادة الخصم.
- **سوق القروض قصيرة الأجل**: وتشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين يوم واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها من المشروعات والأفراد الطالبون للسيولة بغرض تغطية العجز الطارئ والمؤقت أو التمويل قصير الأجل من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الآجل من ناحية أخرى.

أما في فرنسا فتتكون السوق النقدية أيضا من فرعين وهما:[5]

- **سوق ما بين البنوك**: وكما يدل اسمها فهي مخصصة أساسا للمعاملات في القطاع البنكي وبذلك فإن هناك مؤسسات مالية معينة، يخول لها القانون الفرنسي المشاركة في التعامل في هذه السوق مثل المؤسسات المختصة في القروض، بنك فرنسا، الخزينة العمومية، المصالح المالية للبريد وغيرها من المؤسسات المالية المتخصصة. يقوم بنك فرنسا بدور هام في تنظيم ومراقبة هذه السوق الفرعية، إذ يتدخل عند حدوث اختلالات في التوازن بوسائل معينة تمكنه والسلطات التابعة له من العودة بتلك السوق إلى حالة التوازن، كما تقوم بإعادة تمويل مؤسسات القروض ونشر أسعار الصرف والتي تحدد بواسطة العرض والطلب.
- **سوق القيم المدينة المتداولة**: حيث يتم تداول شهادات الايداع، أذونات الخزينة وسندات المؤسسات والشركات المالية وكذا سندات الخزينة العمومية المتداولة. وعلى عكس السوق فيما بين البنوك فإن هذه السوق مفتوحة لكافة المتعاملين الاقتصاديين طالما أنهم يحققون الشروط والضمانات المطلوبة.

2- الفرق بين السوق النقدية والسوق المالية

إن مفهوم السوق النقدية، يكتمل بمعرفة الفرق بينها وبين السوق المالية، فقد تصعب التفرقة بينهما بسبب تشابك العلاقات وارتباط الوظائف، وتشابه بعض المؤسسات المتعاملة في كليهما، ويمكن إيجاز هذا الفرق فيما يلي:[6]

- السوق النقدية سوق تتعامل في الائتمان قصير الأجل، أما السوق المالية فهي تتعامل في الائتمان طويل الأجل ومن هنا كان سعر الفائدة في السوق المالية أعلى منه في السوق النقدية.
- تعتمد السوق النقدية في ممارسة عملياتها على الفوائض النقدية لديها، أما السوق المالية فتعتمد في تقديم الائتمان على رأس مال البنوك وعلى القروض التي تعقدها في السوق نفسها والتي تصدرها في صورة سندات.
- السوق النقدية تمول العمليات التجارية في الغالب وغرضها تيسير عملياتها، أما السوق المالية تمول الصناعة والزراعة وعمليات اكتساب وتحسين رأس المال الثابت.
- السوق النقدية تتعامل فيما يسمى بالأوراق التجارية من كمبيالات وسندات أذنيه وغيرها أما السوق المالية فتتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات.
- تزود السوق النقدية المشروعات برأس مالها العامل، أما السوق المالية فهي تزودها برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد.
- وأخيرا يمكن القول بأن السوق النقدية هي سوق الادخار أي السوق التي تحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها، أما السوق المالية فهي سوق استثمار أي السوق التي تحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار سواء في البنوك أو في البورصة.

ويمكن تمثيل السوق النقدية في البنوك التجارية والبنك المركزي كمتدخلين رئيسيين وبعض المؤسسات المالية غير المصرفية كمتدخل إضافي، بينما تتمثل السوق المالية في مختلف المؤسسات المالية الاستثمارية التي توظف فوائضها المالية على المدى الطويل غالبا، وبذلك فإن سوقي المال والنقد يشكلان معا سوق وطنية تعمل على تعبئة المدخرات ودفعها إلى قنوات التمويل بأعلى درجة من الكفاءة والفعالية. وبالتالي قد تلجأ البنوك التجارية إلى السوق المالية لمباشرة عمليات البيع والشراء كما أن السوق المالية قد تلجأ للبنوك التجارية لتصل منها على الأموال اللازمة لإتمام بعض عمليات المضاربة.

3- خصائص السوق النقدية

يمكن تلخيص خصائص السوق النقدية كما يلي[7] :

-تختلف السوق النقدية عن الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية الطويلة الآجل، في أن السوق النقدية ليست لها مكان رسمي ليتم فيه تحويل النقود من المقرضين إلى المقترضين.

- تصنف السوق النقدية على أنها سوق جملة لأن التعامل فيه يتم عادة بين تجار Dealers قد تتم به صفقات بملايين الدولارات للصفقة الواحدة.

-عادة ما تكون العمولات على العمليات فيها قليلة جدًا، حيث تعتمد بشكل كبير على أنظمة الاتصالات المعاصرة بين المقرض والمقترض الذين يتقابلون من خلال بعض أجهزة الاتصال الإلكترونية كالتليفون والكمبيوتر.

-تتمتع السوق النقدية بكفاءة عالية حيث يتم تمكين المقرضين والمقترضين من تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة وبتكاليف قليلة للعملية الواحدة، حيث قد يتم تحويل ملايين الدولارات في ليلة واحدة مقابل عمولة قليلة جدا قد تصل إلى دولار واحد عن كل مليون من الدولارات.

-تتمتع السوق النقدية بخاصية غير عادية، حيث يتم التعامل في السوق بدرجة عالية من الثقة بين المتعاملين، خاصة وأن التعامل يتم دائمًا بسرعة فائقة، مما لا يجعل هناك فرصة للاحتفاظ بسجلات وقيود بصورة دائمة، وعليه ولما كان التعامل في هذا السوق يتم على أساس شخصي، فهناك مجال للشك في تفسير بعض المعاني في بعض الحالات .إلا أن كافة المعاملات يجب أن تحترم حتى لو تسببت في بعض الصعوبات للمستقبل.

-يفترض التعامل في السوق أن الأخطاء التي تحدث أخطاء غير مقصودة، وبالتالي يتم معالجتها بسرعة بين الأطراف.

4- أهمية السوق النقدية

للسوق النقدية أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد الوطني للأسباب التالية: [8]

- تؤمن السوق النقدية السيولة النقدية وتوفر أدوات الدفع للجهاز المصرفي، وبذلك يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره في تمويل النشاط الاقتصادي الجاري من تجارة صناعة واستهلاك، فالمشروعات الاقتصادية تحتاج أثناء تنفيذ خطتها الإنتاجية السنوية إلى أصول نقدية سائلة لشراء المواد الأولية ودفع الأجور للعمال واستيراد عناصر الإنتاج وغيرها من العمليات المرتبطة بالنشاط الإنتاجي وتجدده.
- تمكن السلطات النقدية وعلى رأسها البنك المركزي وفي إطار السياسة النقدية من تنفيذ -معظم عملياتها في السوق النقدية (الرقابة على الأموال، التحكم في أسعار الفائدة القصيرة الأجل وبالتالي في أسعار الفائدة الطويلة الأجل، التحكم في احتياطات البنوك التجارية، (سياسة السوق المفتوحة وسياسة إعادة الخصم)، ومن خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية.
- السوق النقدية توفر لصغار المدخرين والمستثمرين وهم الفئات الأكثر والأوسع عددا، الفرصة في استغلال مدخراتهم الصغيرة واستثمارها من خلال هذه السوق، نظرا لانخفاض درجة المخاطرة في السوق النقدية.
- بوجود سوق نقدية فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية القصيرة الأجل، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل وبالتالي الزيادة في سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف

أنشطتها، فتكون محصلة ما سبق الزيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا وازدهارا اقتصاديا.

ثانيا: المتدخلون على مستوى السوق النقدية

يشارك في أعمال السوق النقدية العديد من المؤسسات والأفراد، وأما المؤسسات الرئيسية العاملة فيها فهي: البنوك التجارية، والشركات، والبنك المركزي، والمتعاملون بالأوراق المالية، سماسرة الأوراق المالية، والمستثمرون من الأفراد، وبعض المؤسسات المالية كصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد وشركات التأمين وغيرها. إلا أن البنوك التجارية تلعب الدور الرئيسي في عمليات السوق النقدية. وفيما يلي شرح لأهم المؤسسات العاملة في السوق النقدية:[9]

- البنوك التجارية: وهي من أهم وسطاء النقد، كما تعمل هذه البنوك أيضا في سوق رأس المال، وهي مؤسسات تقوم بتعبئة الموارد المالية عن طريق إصدار التزامات على نفسها تتخذ شكل الودائع الجارية، والتي تتداول باستخدام الشيكات والودائع الادخارية، والتي تدفع عند الطلب من قبل مالكيها، وتسحب عادة عن طريق السحب النقدي المباشر من هذه الودائع، وكذلك الودائع الآجلة لفترة محدودة من الزمن، وتقوم البنوك التجارية باستخدام الموارد المالية لهذه الودائع في تقديم القروض للتجار، المستهلكين، قروض بضمان عقارات وكذلك في شراء أوراق مالية حكومية.
- الخزينة العمومية: تعد الخزينة العمومية وحدة مالية وليست مؤسسة مالية، وظيفتها المالية نجدها في ميزانية العمليات المالية للخزينة العمومية. وتعتبر الخزينة العمومية المقترض الرئيسي في الأسواق النقدية نظرا لما تمثله حوالات الخزينة والسندات الحكومية قصيرة الآجل من أهمية في الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق حيث تمثل الجزء المهم من أدوات التعامل هذه.
- المؤسسات الأخرى والأفراد: تشارك مؤسسات وشركات أخرى في أعمال السوق النقدية كشركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الادخار وغيرها عن طريق الاستثمار في أدوات السوق النقدية حيث توفر لها عوائد مجزية وبدرجة عالية من السيولة. فتستثمر في أذونات الخزينة والسندات قصيرة الآجل التي تدر عليها عائدًا وتتمتع بدرجة عالية من السيولة لتؤمن لها احتياجاتها اللازمة للوفاء بالتزاماتها. كذلك فإن الأفراد يتعاملون في السوق النقدية بشكل كبير من خلال الودائع التي يحتفظون بها لدى البنوك، ومن خلال أدوات الاستثمار قصيرة الآجل المتداولة فيها. فالسوق النقدية توفر للأفراد عوائد من استثماراتهم فيها وتعمل على تسهيل مدفوعاتهم.
- البنك المركزي: يمارس البنك المركزي في هذا الإطار دوره لتحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي وتمويل عملية التنمية، من خلال عدة وظائف والمتمثلة في منح القروض للبنوك، إعادة خصم الأوراق التجارية والمالية، الاحتفاظ بجزء من الاحتياطات النقدية للبنوك، التسيير والمحافظة على احتياطات الذهب والعملات الأجنبية، مقاصة الحسابات بين البنوك والمؤسسات المالية، إصدار النقود الائتمانية والرقابة على

الائتمان. وعليه فالبنوك المركزية تعمل بشكل مباشر وغير مباشر في السوق النقدية من خلال إدارتها للسياسة النقدية للبلد، كما يعمل البنك المركزي في السوق النقدية من خلال قيامه بأعمال المراقبة والتوجيه للبنوك التجارية التي تعتبر من المشاركين الرئيسيين في السوق النقدية.

ثالثا: عمليات السوق النقدية وآجالها

يباشر مختلف المتدخلون في السوق النقدية معاملاتهم بواسطة نوعين من العمليات: العمليات المضمونة والعمليات البيضاء، وذلك خلال آجال محددة وبمعدلات فائدة معينة كما سوف يتضح لنا ذلك من خلال النقاط التالية:[10]

1- العمليات المضمونة Operations Garanties

وفيها يتم تسليم مجموعة كبيرة من أدوات الائتمان قصيرة الأجل مقابل الحصول على القروض ويعتبر الإلمام الكافي بها شرطا ضروريا هاما لفهم طبيعة وآلية هذه السوق، وهي :

1-1 الأوراق التجارية العادية

وهي تمثل مختلف أنواع الأوراق الخاصة ذات الأجل القصير Les effets Privés à Court Terme وتستخدم هذه الأخيرة في العمليات التجارية على أساس أنها شهادة دين، تظهر بكل وضوح حقوق والتزامات كافة أطرافها، لهذا فإن هذه الأوراق التجارية تعتبر مصدرا هاما لتمويل جزء من رأس المال العامل في الاقتصاد وفيما يلي نتعرض لأهم أنواعها:

أ- **السند لأمر أو السند الأذني Billet A Ordre :** وهو صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغا معينا، مسجلا في السند في تاريخ معين – لا يزيد هذا الأجل عادة على ثلاثة أشهر- لشخص آخر هو الدائن أو لحامل السند بصفة قانونية . كما أن انتقال السند من دائن لآخر يتم من خلال تظهيره Endossement الذي يتيح استعمال السند كأداة أو وسيلة لسداد الالتزامات في الاقتصاد، وذلك بقيام الدائن بكتابة عبارة على ظهر السند تفيد بنقل حقه فيه إلى دائن آخر، أما بالنسبة للمدين في السند فإنه ملزم بدفع مبلغ السند لأي شخص يقدمه له بتاريخ الاستحقاق.

ب- **السفتجة أو الكمبيالة La Lettre De Change**: وتعتبر الكمبيالة- وهي من أصل إيطالي- أشهر الأوراق التجارية على الإطلاق وليست الكمبيالة سوى سند إذني يتداخل فيه ثلاثة أشخاص، تكون عبارة عن أمر يوجهه المدين الساحب Le Tireur إلى مدينه المسحوب عليه Le Tire بأن يدفع مبلغ معين من المال إلى الدائن المستفيد Le Bénéficière بتاريخ معين، كما أن السند لأمر يستعمل عادة في سداد دين واحد (بين الدائن والمدين) أما السفتجة فإنها تتيح سداد دينين معا ويمكن إيضاح ذلك بالمثال التالي:

لنفترض أن الشخص (1) مدينا تجاه الشخص (2) وبنفس الوقت دائنا تجاه الشخص (3) بذلك يستطيع الشخص (1) أن يحرر سفتجة يأمر فيها (3) بأن يدفع لـ (2) مبلغ معين...وهكذا فإن هذا السند قد أتاح سداد دينين معا هما: دين (1) تجاه (2) ودين (3) تجاه (1).

ومن الملاحظ أن أجل استحقاق الكمبيالة قصير لا يزيد عن ثلاثة أشهر، غير أن من حق المستفيد أن يشك في صحة وجود ذمة المسحوب عليه لصالح الساحب أو أن يشك في إمكانية وفائه بتعهده، وفي هذه الحالة فإن من حقه أن يطلب من المسحوب عليه تأكيد التزامه، فيقوم هذا الأخير بعملية القبول Acceptation بعد أن يكتب كلمة: مقبول ويؤرخ ويوقع وهكذا يصبح القرض مقبولا .

وقد يشك المستفيد من صحة وجود الذمة بين الساحب والمسحوب فيقدم الورقة التجارية إلى شخص آخر ليضمن حقوقه، أي يتعهد له بضمانها وتسمى هذه العملية بالضمان الاحتياطي L'aval. كما أن بإمكانه تظهير الكمبيالة واستخدامها في العمليات التجارية، والمعروف أنه كلما تعدد تظهير الأوراق التجارية وكثرت فيها التوقيعات كلما اكتسبت قوة وزادت ثقة الأفراد بها، لأن هذه التوقيعات تعتبر ضمانة كبيرة لها- فكأنها أصبحت نقودا تملك قوة إبراء عامة.

ت- **سند الرهن (التخزين) Le Warrant:** وهو سند يسلم للشخص الذي أودع سلعة في أحد المخازن العامة Magasins Généraux وهو ذو قسمين، قسم يثبت ملكية الشخص لهذه السلع وقسم يمكن أن يصبح وثيقة رهن أو بيع بمجرد تظهيره لذلك يسمى هذا السند أيضا Récépissé-Warrant وهو بذلك مثل الورقة التجارية، فصاحب السند يمكن له أن يحصل على قرض مقابل تسليمه القسم الثاني بعد أن يظهره باسم المقرض، بحيث تعتبر السلع المودعة في المخزن العام مرهونة مقابل ذلك القرض، وهو عموما يشبه السند لأمر في صيغته، لكنه يختلف عنه بكونه مضمونا بسلع (غالبا ما تكون محاصيل زراعية)، وفي كثير من الدول تقام مستودعات أو مخازن عامة يمكن لصاحب السلع أن يودعها فيها لفترة معينة مقابل أجر أو عمولة متفق عليها، ويحصل أيضا على إيصال من إدارة المخزن يثبت عملية الإيداع ويكون مرفقا عادة بسند الرهن، وبذلك فإن إيصال وسند الرهن تمثل السلعة المودعة- حيث أن مالكها لا يستطيع استردادها إلا بإظهار الإيصال وسند الرهن.

وإذا أراد صاحب السلع (حامل الإيصال والسند) أن يقوم ببيعها للغير- فإنه يتنازل عن إيصال ملكيتها وسند رهنها من خلال تظهيرها، بذلك تتم عملية البيع وتنتقل ملكية السلع للمشتري كما أن حامل الإيصال وسند الرهن يستطيع أن يقترض من الغير بواسطة تظهيره لصالح الدائن – الذي يستطيع بدوره أن يظهره لدائنيه(سداد لقيمة البضاعة أو وفاء لدين)، وبذلك فإن سند الرهن قابل للتظهير كالسند لأمر وتطبق عليه نفس أحكام هذا الأخير.

ث- **سند الصندوق Bon De Caisse**: إن سند الصندوق هو سند إذني كذلك، وهو محرر صادر عن المؤسسات أو عن البنك ليكتتب الأفراد به، وفيه يلتزم البنك أو المؤسسة التي قامت بإصداره بدفع قيمة السند إلى

المكتتبين عند أجل الاستحقاق، وتقوم البنوك والمؤسسات بإصدار سندات الصندوق كلما كانت بحاجة إلى موارد لأجل قريب ذلك أن مدة استحقاق سند الصندوق تكون محدودة.

ج- **القبولات المصرفية**: تعد من أهم الأدوات المستعملة في السوق النقدية، وهي عبارة عن سندات تقدم من العميل إلى البنك على سبيل القبول الذي يكون بتوقيع البنك على هذا السند المسحوب على عمليه دليلا كافيا على استعداده لدفع قيمتها عند الاستحقاق للعميل نفسه أو لفائدة شخص ثالث، ويعد هذا التوقيع بمثابة ضمان للورقة، ويحصل البنك مقابل ذلك على عمولة، كما أن المخاطر على قبول الورقة من البنك تكون منخفضة نسبيا ولذلك تكون الفائدة المدفوعة منخفضة. وتقوم البنوك الكبيرة بشراء السندات التي تقبلها والتي أصبحت ورقة من الدرجة الأولى من السهل بيعها في السوق الثانوية ويتم استخدامها في مجال التجارة الخارجية غالبا اذ يفضل المصدرين سحب السندات المقبولة من البنوك بمخاطر أدنى من تلك التي تسحب على المستوردين أنفسهم.

وخلاصة القول أن لكل البنوك التجارية "محفظة" تضم مجموعة الأوراق التجارية القابلة لإعادة الخصم ولهذه المحفظة التجارية أهمية قصوى لأن محتواها يدل على مستوى نشاط البنك، كما أن بعض التشريعات تشترط وجود بعض الخصائص في الورقة التجارية لكي تصبح ورقة بنكية، أي لكي يقبل البنك المركزي إعادة خصمها وتتلخص عادة هذه الشروط في النقاط التالية:

- يجب أن تشمل الأوراق التجارية ثلاثة توقيعات على الأقل لضمان قيمتها.
- يجب أن لا تزيد مدة استحقاقها عن فترة معينة (90 يوم أو 120 يوم حسب بعض التشريعات).

2-1 سندات الخزينة العامة les Bons de trésor

تصدر سندات الخزينة العامة - أو الأوراق العامة ذات الأجل القصير – عن الخزينة العامة، وهي عبارة عن أوراق لا تختلف عن سندات الصندوق الخاصة إلا باعتبار أن مصدرها هو الخزينة العامة عوض أن يكون مصدرها إحدى البنوك أو المؤسسات وهي تنقسم إلى:

أ- **السندات المطبوعة Les Bons sur Formule** وهي عبارة عن أوراق مطبوعة تصدرها الخزينة العامة ويمكن أن تكتتب فيها مجموع المؤسسات المالية والمصرفية، بتسلم المكتتب Le Souscripteur السند من صناديق الخزينة العامة مقابل قرض يمنحه للدولة، وعند نهاية مدة الاستحقاق التي تتراوح بين ستة شهور وخمس سنوات ترجع له الخزينة دينه، كما تمنحه بالإضافة إلى ذلك فائدة عل القرض الذي قدمه إليها.

وهكذا تعمل الخزينة العامة على استخدام مدخرات المشروعات أو المؤسسات عن طريق الاكتتاب في السندات الحكومية، وتسعى إلى جلب المدخرين، وتنافس بذلك المؤسسات المالية والبنكية الموجودة، والتي تقوم هي

بدورها بجمع المدخرات المتاحة بالبلاد. وبذلك تعطي الخزينة العامة للمؤسسات المكتتبة عدة تسهيلات لتحفزها على استعمال الأموال المدخرة بواسطة الاكتتاب في السندات الحكومية، وتتلخص هذه التسهيلات في النقاط التالية:

- تحديد معدل فائدة لسندات الخزينة في مستوى معدل الفائدة الجاري به العمل في السوق النقدي، ذلك أن اختيار معدل فائدة دون مستوى معدل السوق لن يشجع المؤسسات على الاكتتاب في سندات الخزينة ما دام استعمالهم لأموالهم في السوق النقدية سيرد عليهم فوائد أكثر، كما أن تحديد معدل فائدة يفوق معدل السوق لن يشجع المكتتبين رغم ما يمكن اعتقاده ظاهريا، لأن ذلك سيدفع بهم إلى التشكيك في قيمة السندات ويجعلهم يميلون إلى استعمال فوائضهم في القطاعات المالية والبنكية الأخرى.
- ضمان قيمة السند: فمن المعروف أن ارتفاع الأسعار أو انخفاض قيمة النقود يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأوراق الشيء الذي يجعل قيمتها الحقيقية عند الاستحقاق أقل من قيمتها عند الإصدار، وهذا ما يبرر سبب عزوف المكتتبين عن اقتنائها، لذا تقوم الدولة في بعض الأحيان بضمان استقرار القيمة الحقيقية لأوراقها وذلك بربط قيمتها الاسمية بقيمة أو أسعار بعض المواد، وهذا ما يشجع الأفراد على استعمال فوائضهم لشرائها.
- منح تسهيلات ضريبية للمكتتبين وذلك بالترخيص لهم بعدم دفع ضرائب عن الفوائد والعائدات التي يحصلون عليها نتيجة اكتتابهم في سندات الخزينة.
- منح المكتتبين عائدات اضافية كعلاوة الاصدار أو التسديد.

ب- **شهادات الخزينة العامة وسندات الخزينة بالحساب الجاري**: وتتمثل شهادات الخزينة العامة Les Certificats De Trésorerie في السندات الحكومية الموجهة إلى البنوك والمؤسسات المالية لتكتتب فيها في إطار السياسة البنكية، ذلك أن التشريع البنكي يلزم كل المؤسسات البنكية بالاحتفاظ بقدر معين من هذه السندات وإيداعها في الحسابات الجارية، ومعنى ذلك أن القانون يجبر البنوك في بعض الأحيان لكي تستعمل جزء من موجوداتها للاكتتاب في سندات الخزينة العامة.

وشهادات الخزينة هي سندات دين تصدرها الحكومة لآجال تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي، ويتقدم لخصم هذه الشهادات جميع العاملين في السوق النقدية. ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم أي تباع بسعر أقل من السعر الرسمي الذي تصدر به، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها، حيث تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق، كما تكون هذه السندات صالحة أيضا لإعادة الخصم لدى البنك المركزي في أي وقت.

وعادة يتم إصدار هذه السندات في كل شهر، بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الاصدارات التي حل أجل استحقاقها، وقد تختلف قيمة إجمالي المصدر منها عن قيمة إجمالي المستحق زيادة أو نقصان حسب ما إذا كانت الحكومة في حاجة إلى أموال إضافية أو ترغب في تصفية جانب السندات القائمة.

أما سندات الخزينة بالحساب الجاري Les Bons De Trésor En Compte Courront فهي سندات حكومية تستطيع البنوك أن تكتتب فيها بالإضافة إلى مقادير السندات الإجبارية التي أشرنا إليها .وعموما تكون مختلف سندات الخزينة العامة ما يسمى بالذمم العائمة Dettes Flottantes أي الذمم التي يستوجب استخلاصها في أجل قريب. ويمكن حصر أهمية إصدار السندات الحكومية في الوصول إلى عدة أهداف نذكر منها:

- سد عجز الميزانية وتغطية بعض النفقات الحكومية باعتبار أن مقابل السندات يكون موارد مالية للخزينة العامة.
- التحكم في السيولة المتداولة في السوق، ذلك أن إصدار السندات الحكومية واكتتاب الأفراد والمؤسسات فيها يمكن الدولة من السيولة الفائضة، الشيء الذي قد يساعد على محاربة التضخم في حالة وجوده.
- تشجيع الادخار :بحيث تستطيع الدولة أن تقلل من استهلاكات الأفراد والمشروعات إذا وجهتهم إلى الاكتتاب في سنداتها الشيء الذي يؤدي إلى رفع الادخار الوطني.
- مراقبة البنوك :فتتمكن الدولة من توجيه سياسات البنوك وتأطيرها عن طريق اجبارها على استعمال مواردها المالية في سندات الخزينة بالحساب الجاري.

2- العمليات البيضاء

ويقصد بالعمليات البيضاء عدم تسليم أي ورقة تجارية أو مالية مقابل الحصول على قرض، وفي هذه الحالة فإن المقترض لا يقدم أي ورقة مقابل الحصول على النقود المركزية (السيولة)، ويسجل فقط دينه في جهة خصومه، كما يقوم المقرض من جهته بفتح حساب بما يوافق المدين – أي بمقدار الدين، والعمليات على بياض تتحقق خصوصا في الحالات التالية:

- أما المقترض مؤسسة غير مالكة في محفظتها الأصول المالية المقبولة كملفات أثناء تنفيذ الصفقة.
- إما إذا كان المقترض بنكا كبيرا فإنه يحصل على قرض كاف للقيام بعملياته من دون تقديم ضمانات، إضافة إلى البنوك التي حققت فائض بعد النشاط اليومي لعمليات المقاصة فإنها تحصل على قروض على بياض.
- كما يمكن للمتعاملين المقبولين في السوق النقدية كمقرضين يعيدون شراء السندات غير مقبولة الخصم من طرف البنك المركزي لفائدة أصحاب العجز.

إن هذه التقنية تعتبر فعالة بالنسبة للمعاملات ذات الآجال القصيرة، فتقدم امتياز السرعة، المرونة، خاصة مع غياب إجراءات أو قواعد كبيرة تعرقل سير العملية – حيث تسوى هذه الأخيرة حسابيا -، وبالتالي فإن السوق النقدية في هذه الحالة، تتسم ببساطة عملياتها، فليس هناك بيوت للخصم ولا سماسرة، فالعمليات ثنائية تحدث عادة إثر مكالمات هاتفية بين مسيري حسابات البنوك، وتأخذ شكل ترحيلات في دفاتر البنك المركزي بدون مبادلة الأوراق، وبالتالي فإن عملية الائتمان هذه تحتم وجود نوع من الثقة من طرف المقرض نحو المقترض، وهي ثقة تستمد

وجودها من معطيات ذاتية أو موضوعية بين الطرفين. والتي تعتبر أساس التعامل بين مختلف المؤسسات العاملة في السوق النقدية.

مما سبق يتضح أن الالتزامات التي يتم تداولها في هذه السوق، تتمتع بدرجة عالية من الأمان لكونها تعبر أصلا عن نشاط مقترضين ممتازين (الحكومة والمشروعات الكبيرة والأفراد ذوي الملاءة المالية والسمعة الطيبة)، وكذلك لأنها (بحكم قصر أجلها) توفر سيولة كبيرة لحاملها، فضلا عن أنها تعتمد على عنصري البساطة والسرعة في التعامل (حيث يتم عادة إنجاز هذا التعامل هاتفيا أو عن طريق التلكس).

3- آجال عمليات السوق النقدية [11]

تعمل السوق النقدية غالبا في الائتمان قصير الأجل، وتشمل هذه الأخيرة جميع أنواع القروض التي تعقد لأجال قصيرة تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض في منح الائتمان قصير الأجل.

هناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل لبعض أسواق النقد إلى يوم واحد بحيث يتم تجديد آجال القرض في كل يوم لليوم الموالي، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم، وعموما فإن مدة العمليات المعمول بها في السوق النقدية تتراوح ما بين يوم إلى خمس سنوات في بعض الدول المتقدمة، وقد يقلص الحد الأقصى لهذه المدة إلى سنتين (حالة الجزائر).

ومن الجدير بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم وكلما تضاءل الحد الأدنى لفترة الاقتراض، كلما كانت السوق النقدية أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة وغير خاف أنها في الدول المتخلفة لا تكون بالاتساع المشاهد وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المضمون في فترات قصيرة في هذه الدول فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا.

وعموما فإن البنك المركزي وفي مختلف بلدان العالم يتدخل على مستوى السوق النقدية حسب ثلاث طرق أساسية وهي:

1- **يوم بعد يوم** "Au Jour Le Jour": وذلك بهدف إسعاف خزينة البنوك التجارية وتعديل السوق النقدية بواسطة إعادة خصم الأوراق التجارية العامة أو الخاصة.
2- **تقنية المعاش** "Les Achates Fermes ": وذلك لمدة سبعة أيام بواسطة سندات الخزينة لتلبية الحاجات غير المتوقعة للبنوك.
3- **المشتريات الثابتة** "Les Prises En Pension ": عن طريق استدعاء العروض حسب تقنية أو طريقة المزايدة فالبنك المركزي يعلن رغبته في الشراء النهائي أو الثابت لبعض أصناف الأوراق الخاصة أو العامة عندما يرى

بأن الاقتصاد بحاجة إلى سيولات إضافية، فيحدد السعر والكمية لهذه العملية لاحقا حسب رد البنوك على هذه العروض وأقل سعر هو ما يرسى عليه المزاد.

وهكذا نرى أن معاملات السوق النقدية قد تتطلب تدخل البنك المركزي حيث يقال أن السوق في البنك Marché En Banque، وقد لا يتدخل البنك المركزي وفي هذه الحالة يقال أن السوق خارج البنك Marché Hors Banque، وهكذا يلعب البنك المركزي الدور المهم في تغطية العجز الإجمالي في سيولة البنوك التجارية بصفة خاصة والاقتصاد بصفة عامة وفقا لما تمليه عليه الظروف الاقتصادية السائدة في تلك الفترة.

رابعا: السوق النقدية الجزائرية

لقد مثل النظام المالي الجزائري إلى غاية نهاية الثمانينات دعما إداريا واستراتيجيا سمح للسلطات العمومية تطبيق الاجراءات المنصوصة في مخططات التنمية. ولبلوغ مستوى مقبول من التنمية الاقتصادية في الجزائر كان لا بد من تقييم العلاقة القائمة بين الدائرة الحقيقية والدائرة المالية، وبصدور قانون النقد والقرض رقم 10/90 المؤرخ في 14 أفريل 1990 خول البنك المركزي مهمة تنظيم وتسيير السوق النقدية.

ومن بين الأهداف المسطرة من وراء إنشاء هذه السوق هو ضمان مبادلة السيولة بين البنوك والسماح لهذه الأخيرة بموازنة العجز والفائض اليومي في خزينتها، مع محاولة الوصول إلى تعديل شروط تمويل البنوك مع تقليص دور اعادة الخصم.

1- نشأة السوق النقدية الجزائرية

قبل ظهور السوق النقدية بشكل فعلي في جوان 1989 كانت السوق النقدية الجزائرية تقتصر على أبسط أشكالها ومحدودة التبادلات بين البنوك. وقد كانت البنوك العمومية تحكمها قرارات إدارية، وبتخصصها في الائتمان القطاعي أدى إلى إبعاد عنصر المنافسة فيما بينها، وبسبب تداخل الوظائف فيما بين البنوك لم تكن هناك مساهمة فعالة في تمويل الاقتصاد.

وبتبني السلطات المحلية لنمط التسيير المخطط مركزيا أدى إلى غياب دور البنك المركزي ضمن إطار السياسة النقدية، كما أجبر هذا البنك على تلبية كل احتياجات الخزينة العامة بدون حدود، خاصة وأن الادخار المتراكم (أي المجمع من الهيئات العمومية) والذي تحصل عليه صناديق الادخار وشركات التأمين كان خاضعا للخزينة العمومية.

وبالاعتماد على منح الأولوية للقروض البنكية كمصدر رئيسي لتمويل الاقتصاد في ظل اقتصاد الاستدانة، أدت الخزينة دور سلبي في التمويل ساهم في تراجع مستوى الجهاز المصرفي، وبسبب المنح غير العقلاني للقروض وعدم تطبيق سياسة نقدية تحتكم إلى تنظيم السوق النقدية تقلصت السيولة البنكية.

وبذلك أنشأت السوق النقدية في 18 جوان 1989 كمكان لتوفير السيولة البنكية اللازمة، وعرفت هذه السوق اهتماما أكبر في توسيعها وتنظيمها مع صدور قانون النقد والقرض، والذي حث السلطات النقدية على ضرورة وضع سوق نقدية وطنية تعمل على تنظيم تبادل الأموال المعروضة وتساهم في بلورة السياسة النقدية للاقتصاد الوطني.[12]

2- هيكل السوق النقدية الجزائرية

وتضم سوق ما بين البنوك وتسمى سوق العمليات خارج بنك الجزائر وسوق البنك المركزي:[13]

2-1 سوق ما بين البنوك

بما أن بنك الجزائر هو الذي يؤدي دور الوسيط بصفة انتقالية فإنه يقوم بالإعلان عن افتتاح السوق، ونشر المعدلات المتوسطة المرجحة للفائدة، وعمليا يتم عمل السوق على النحو التالي:

- تفتح السوق على الساعة التاسعة صباحا؛

- تحضر البنوك توقعاتها لوضعيات خزينتا في ذلك اليوم؛

- انطلاقا من توقعات الخزينة تحدد البنوك رصيد الافتتاح؛

- ينشر بنك الجزائر المعدل المتوسط المرجح للفائدة حسب اليوم السابق؛

- مباشرة بعد افتتاح السوق النقدية تبدأ البنوك بالاتصال لمعرفة تطور السوق؛

- تقوم البنوك بتحديد وضعيات خزينتها بعد معرفة احتياجات وكالاتها عن طريق شبكتها التي تمتلكها على الساعة منتصف النهار (12) سا؛

- انطلاقا من وضعية خزينة وكالات البنوك والأموال الناتجة عن عمليات المقاصة تقترح البنوك إما التوظيف لفوائضها أو الاقتراض لحاجاتها حسب الأجل والمبلغ والمعدل؛

- تتم متابعة نهاية العملية المقترحة وذلك باستمرار الاتصال مع مصالح السوق النقدية؛

- إذا تم توظيف فائض لبنك معين لدى بنوك مقترضة فإنه يجب أن يحدث ما يلي:

- ✓ تحضر أوامر التحويلات إلى مصالح السوق النقدية مع تحديد شروط التوظيف بشكل دقيق: الأجل، المعدل، المبلغ، البنك المقترض.
- ✓ يتم التسجيل المحاسبي للعمليات التي جرت في السوق النقدية وتقدم أوامر التحويلات إلى بنك الجزائر، وتقفل السوق على الساعة الثالثة والنصف مساء.

2-2 سوق البنك المركزي

يتدخل البنك المركزي لتمويل النظام المصرفي بالسيولة اللازمة ويضمن التوازن لهذا النظام انطلاقا من كونه الملجأ الأخير للاقراض، عندما تكون احتياجات التمويل أكبر من الفوائض المالية. كما يقوم بتنظيم السيولة المصرفية (بالزيادة أو التخفيض) وفقا للأهداف النقدية المتبعة، ويكون تدخله بواسطة الأدوات التالية:

أ- الأمانة (الاستحفاظ) Pension

هي عملية تمكن البنك المقترض من الحصول على تسبيقات في الخزينة مقابل التنازل المؤقت على الأوراق العمومية والخاصة خلال مرحلة القرض فقط أي بيع بالالتزام بإعادة شراء في الآجال المتفق عليا. كما يلتزم البنك المقرض بإرجاع السندات للمقترض.

ويقوم بنك الجزائر بتطبيق معدل تدخل للمنح بمدة أربع وعشرين ساعة إلى سبعة أيام. فمثلا تكون عملية الأمانة بين بنكين (أ) و (ب)، يدخل البنك (أ) كمقترض إلى السوق النقدية، فيقابله بنك آخر (ب) كمقرض للأموال مقابل ضمان بأوراق ديون البنك (أ) ، وفي هذه الحالة نقول أن البنك (أ) منح السند كأمانة لمدة مؤقتة، والبنك (ب) أخذ السندات كأمانة.

تكون السندات التي تدخل في عملية الأمانة ممثلة لديون، وقد تكون هذه السندات:

- السندات الخاصة: الناشئة عن عمليات تجارية خاصة
- سندات الخزينة العمومية
- سندات التمويل: ناشئة عن قروض الاستغلال والخزينة
- السندات المتمثلة في قروض الاستثمار أو إعادة الهيكلة المالية وتكون مدة استحقاقها أقل من ثلاثة أشهر.

كما يجب أن تكون قيمة الأمانة (قيمة السندات) متطابقة مع قيمة التمويل مخصوما منه الفوائد المستحقة منها في تاريخ الاستحقاق.

ب- مزايدة القروض من خلال الإعلان عن مناقصة

في عملية المزايدة يعلن بنك الجزائر رغبته في شراء بعض أنواع السندات الخاصة أو العامة، وأن سعر هذه العملية تتحدد حسب استجابة البنوك لهذه المناقصة.

إذن مزايدات القروض تسمح بالشفافية وتخفيض الطبيعة السرية للحصول على قرض لإعادة التمويل، ويكون عرض القروض مقابل سندات خاصة أو عامة وبمعدل موجه من طرف البنك المركزي.

إنشاء نظام المزايدة للقروض في السوق النقدية من خلال التعليمة رقم 28-95 المؤرخة في 22 أفريل 1995 المتعلق بتنظيم السوق النقدية تأتي لتعويض إعادة الخصم كونها مصدرا أساسيا للسيولة، وتمر هذه العملية بعدة مراحل هي:

المرحلة الأولى: إعلان المناقصة

تكون المزايدات مفتوحة في البنوك والمؤسسات المالية العاملة في السوق النقدية ولها آجال لا يمكن أن تتجاوز 3 أشهر، وتكون منظمة في اليوم الثاني ويكون مفتوح خلال الأسبوع في نهاية الصباح.

القروض والفوائد تكون مفتوحة عن طريق ضمانات تحت شكل تنازل + إعادة التنازل للسندات الخاصة و/أو العامة لها أكثر من ثلاثة أشهر.

يتم إعلان المناقصات عن طريق التلكس أو التيليفاكس على الأقل بداية العملية ويشمل إعلان المناقصة:

- معدل الفائدة المستهدف
- أنواع السندات
- تاريخ قيم السوق
- معدل استحقاق العملية
- الساعة الأخيرة لتقديم القروض

المرحلة الثانية: استقبال العروض

إن يوم المزايدة إلى غاية الساعة الأخيرة، تقدم أوامر طلب الاقتراض بمبلغ يساوي على الأقل 500 مليون دينار أو مضاعف هذا المبلغ متبوعا بقائمة الضمانات التي أوقفت للمزايدة.

والسندات التي تكون في مزايدة القروض مصنفة كما يلي:

سندات من الصنف الأول:

- سندات الخزينة
- سندات التجهيز
- أوراق ممثلة لقروض مصرفية مضمونة من الدولة
- أوراق ممثلة لقروض مصرفية ممنوحة إلى مؤسسات القسم I

سندات من الصنف الثاني:

- أوراق أو سندات ممثلة لقروض مصرفية ممنوحة لمؤسسات من القسم II

سندات من الصنف الثالث:

- أوراق ممثلة لقروض مصرفية ممنوحة لمؤسسات من القسم III

وتقسم التعليمة رقم 74-94 المؤرخة في 1994/11/29 المتعلقة بتحديد القواعد الاحترازية لتسيير البنوك، الديون المستلمة من طرف البنوك إلى:

القسم I: الديون التجارية التي يكون تحصيلها كاملا في الآجال يبدو مضمونا

القسم II: الديون التي لها مشاكل كامنة

القسم III: الديون الخطرة جدا والديون المعرضة للخطر (خسائر محتملة أو أكيدة)

سندات الصنف الأول تكون مقبولة آليا في مزايدة القروض، وسندات القسم الثاني لا تكون مقبولة إلا إذا كان منصوصا عليها في المزايدة. أما سندات الصنف الثالث فهي ليست مقبولة في المزايدات.

وبعد ذلك تلتزم البنوك بصفة غير قابلة للإلغاء للتحكم في عروضها (مفاوضاتها) إلى غاية نشر نتائج المزايدة، والضمانات غير المتطابقة مع شروط الإعلان عن المناقصة تخفض أكثر المبلغ الذي يدخل في المزايدة.

المرحلة الثالثة: نتائج المزايدة

تعلن نتائج المزايدة في يوم العملية وأقصى حد لها يكون على الساعة الثالثة مساء (15سا) في نفس يوم العملية لجميع البنوك عن طريق الهاتف وتؤكد بواسطة التلكس أو التليفاكس.

والمبلغ المأخوذ يغذي الحسابات الجارية المفتوحة لدى بنك الجزائر وتجعله دائنا في يوم قيمة العملية، ويوم الاستحقاق تكون البنوك مدينة بالمبالغ المستحقة بالإضافة إلى الفوائد.

ج- عمليات السوق المفتوحة

تعرف تقنية السوق المفتوحة بأنها عملية الشراء أو البيع التام للسندات العمومية أو الخاصة من طرف البنك المركزي في السوق النقدية، ولا تتعلق بأي جدول زمني معين، وتتم عن طريق التلكس أو الفاكس، وهي أداة للتأثير المباشر على سيولة البنوك، وتتم بإعلان مصالح بنك الجزائر بصفة دائمة عن عروض الحصة وتأخذ القرار لإبرام الصفقة لأفضل العروض، وتمت أول عملية سوق مفتوحة في الجزائر بتاريخ 30 ديسمبر 1996 بمبلغ 4 مليار دج بملف للسندات العامة أقل من ستة أشهر.

تضم عروض الحصص أيضا العناصر الضرورية لإنجاز الصفقة والعودة إلى التلكس للإثبات أو التأكيد، وتستقبل مصالح بنك الجزائر نسخة التلكسات المرسلة للبنوك والمؤسسات المالية لقيدها محاسبيا وحركات حساباتها مع تاريخ القيمة.

تلكس التأكيد يشمل:

- مبلغ السندات المباعة
- تاريخ الصفقة
- تاريخ القيمة
- تاريخ استحقاق سندات الخزينة
- عدد الأيام المبرمجة بين تاريخ قيمة العملية وتاريخ استحقاق السند (n)
- معدل الفائدة الاسمي الذي تمت به الصفقة (i)
- السعر الذي ينتج يحسب كما يلي:

$$\text{السعر} = \frac{\text{مبلغ السندات}}{\left(\frac{n * i}{365}\right) + 1}$$

د- عملية مبادلة النقود الوطنية بالعملة الصعبة (Swap)

هذه العملية تتيح للبنك المركزي التحكم في السيولة، والمحافظة على العملة الوطنية، فأحيانا يدخل مشتريا للعملة الأجنبية لتوفير العملة الوطنية للبنوك في حالة الانكماش، ويدخل أحيانا بائعا للعملة الأجنبية من أجل امتصاص فائض العملة الوطنية وهذا في حالة التضخم وحسب الفقرة (6) من التعليمة رقم 08/91 المؤرخة في 1991/08/14 فإن هذه العملية هي مبادلة النقود الوطنية مقابل العملات الأجنبية الصعبة.

هـ- مزايدة سندات الخزينة في الحساب الجاري

إن السندات الجديدة للخزينة حلت محل السندات التقليدية في الحساب الجاري وتصدر وفقا للإجراء المسمى العرض (المناقصة) الدائمة «offre permanente»، والقرار رقم 001 الصادر بتاريخ 30 ماي 1995 المتعلق بسندات الخزينة في الحساب الجاري، يعرف خصائص وطرق إصدار السندات الجديدة للخزينة والسندات هي:

- سندات الخزينة في الأجل القصير (BTC): لمدة 13، 26، 52 أسبوعا
- سندات الخزينة في الأجل المتوسط (BTM): لمدة سنتين وخمس سنوات
- سندات إعادة شراء الاعتماد
- سندات القطع القابلة للتحويل إلى عملة صعبة
- سندات التجهيز

تكتتب في هذه السندات مجموعة البنوك والمؤسسات المالية أو لحساب العملاء مباشرة وتدخل الخزينة العامة في أسواق النقد بإصدار سندات الخزينة المنصوص عليها في النصوص القانونية.

وتتم المزايدة عن طريق تقديم رزنامة تاريخية توقعية لإصدارات سندات الخزينة وتعلن للمستثمرين عن عين المكان من خلال بنك الجزائر الذي يعلم برسالة الموافقة أو التأكيد ثلاثة أيام مفتوحة قبل المزايدة بشروطها:

- نوع سندات المزايدة
- سلع المزايدة
- الأشكال التطبيقية للاكتتاب

يتم اصدار سندات الخزينة في السوق النقدية لكل المستثمرين القادرين على الاكتتاب في قيم الدولة، وتنظم جلسات مزايدة لسندات الخزينة في الحساب الجاري تخبر الخزينة العامة بنك الجزائر قبل كل حصة عن مزايدة مستندات الحساب الجاري، تاريخ المزايدة، وأنواع سندات الخزينة. وتكتتب البنوك والمؤسسات والمتدخلون الآخرون، توضع 30 دقيقة قبل افتتاح جلسة المزايدة.

طريقة المزايدة: يتم إجراء الفرز للعروض بحضور ممثل بنك الجزائر والخزينة العامة والعارضين، ويقرأ ممثل بنك الجزائر العروض المقترحة بالاحتفاظ المقدمين للعرض، العارضون المعلن عنهم ملزمون بإجراء تسديد المبالغ، والمزايدون لا يستطيعون بيع السندات المحصل عليها في الآجال المحددة من الخزينة العمومية بين آجال غلق المنافسة وتسديد العملية.

و- التسبيقات في الحساب الجاري

حسب المادة 74 من القانون 90-00 فإنه يمكن لبنك الجزائر أن يمنح للبنوك قروضا في الحساب الجاري لمدة سنة أو أكثر، وهذه القروض يجب أن تضمن عن طريق رهونات سندات الخزينة الجزائرية بالذهب، بالعملات الأجنبية وبسندات قابلة للخصم، ويجب أن يمثل القرض 70% كحد أقصى من مبلغ الرهن و50% خاصة بالرهن المتشكل من سندات قابلة لإعادة الخصم.

إن ظهور مكشوف البنوك لدى البنك المركزي بدأ انطلاقا من 1981 ويعتبر كتغطية في اللحظة الأخيرة للحاجات المتبقية للبنوك.

إن هذه التسبيقات يمكن أن تفيد عند الاقتضاء البنوك بشكل استثنائي وتحسم بمعدلات إعادة الخصم العادي مضافا إليه 45 نقطة انطلاقا من 18 جوان 1989 إلى غاية 3 سبتمبر 1991 ثم حسمت بمعدل إعادة خصم مضاف إليه 8.5 نقطة بتاريخ 1991/10/01 إلى 1994/04/09 بإضافة 4.94 إلى أوت 1995.

ومنذ ذلك التاريخ أصبح معدل التسبيق في الحساب لا يرتبط أبدا بمعدل الخصم وحدد بـ 24%، معدل الفائدة هذا كعقاب معتدل مثل التفضيل بعقوبة بالكميات. وتطورت هذه التسبيقات منذ 1989 حسب الجدول التالي:

السنة	90/05- 89/06	91/09 – 90/05	94/03 – 91/09	98 - 94/03
المعدل %	11.5	15	20	24

مراجع وهوامش المحور الأول

[1] - ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار زهران للباعة والنشر، الأردن، 2006، ص. 131.

[2] - جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص. 30.

[3] - مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص. 16.

[4] - محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، **مرجع سابق**، ص. 66.

[5] - **المرجع نفسه**، ص. 66.

[6] - حدة رايس، **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**، مجلة العلوم الانسانية، العدد التاسع، مارس 2006 ، ص .3-4.

[7] - شقيري نوري موسى وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009 ، ص. 28-29.

[8] - عايد لمين، زيتوني كمال، **دور السوق النقدية في تمويل البنوك التجارية في الجزائر خلال الفترة 2016-2019**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، مجلد 06، عدد 01، 2021، ص. 291-292.

[9] - بدون كاتب، **محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال**، مطبوعة دروس، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، الجزائر، 2016-2017، ص. 164-166.

[10] - حدة رايس، **دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية**، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، ط1،2009 ، ص163-174.

[11] - **المرجع نفسه**، ص.17-18 .

[12] - بن عبيد فريد، **تقييم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 14، ديسمبر 2013، ص. 88-89.

[13] - لمياء حدرباش، **مصادر أموال البنك ومجالات توظيفها في التشريع الجزائري**، أطروحة دكتوراه في قانون بنكي وتجارة دولية، تخصص قانون الأعمال، جامعة الإخوة منتوري –قسنطينة، 2018-2019، ص. 102-107.

المحور الثاني: السوق المالية

وجدت الأسواق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، خاصة إذا تميزت بالكفاءة المطلوبة. وتزداد أهمية الأسواق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد وتشجيع المبادرة الفردية والجماعية. فالأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها المتعدد الأوجه.

أولا: ماهية السوق المالية ووظائفها

توفر السوق المالية مجالا لالتقاء المدخرين والمستثمرين وفق سياسات معينة وطرق متنوعة. وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التخلي عنه وإذا كان يرغب في نوع من المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها.

1- تعريف السوق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في التنمية الاقتصادية من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات مفيدة وذلك باستعمال الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق. وتمثل الأسواق المالية المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في اقراضها (المدخرون) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضون) ومن ثم تنشأ وتتداول داخل اطاره التنظيمي الأصول المالية. كما عرفت على أنها: "مكان التقاء عرض الأموال (المدخرون) بالطلب عليها (المستثمرون) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على اتمام عملية التكوين الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من اهم عوامل الإنتاج"[1]. ولهذا فان الأسواق المالية هي مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات الفائض التي ترغب في التخلي عنه لفترة من الوقت إلى قطاعات العجز، وذلك من خلال السياسة المرسومة لتلك المؤسسات في خدمة أهداف المجتمع التنموية والاقتصاد الوطني. ويتم تدفق الأموال عبر تلك القنوات التي قد تكون بنكا أو بورصة أو شركة تأمين أو استثمار، أو غير ذلك من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية وفقا لسياسات معينة وأهداف محددة.

وترى الشركة ما بين المصارف للتكوين (SIBF) أن السوق المالية هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل التي تمثل مجموع العرض والطلب على رؤوس الأموال من أجل الاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات والتوظيفات طويلة الأجل[2]، وعليه فهي:

- تقع داخل سوق رأس المال إلى جانب السوق النقدية، حيث تتعلق بالأجل الطويل.

- تتشكل من مجمل المؤسسات التي تلاقي العرض والطلب على رؤوس الأموال.
- تجمع بين المدخرين والمستثمرين.
- تتجسد فيها العمليات عن طريق القيم المنقولة (الأسهم والسندات)
- توفر للمدخرين امكانية التوظيف بعائد معتبر.
- تسمح للمؤسسات التي في استطاعتها دخول هذه السوق البروز برؤوس الأموال المحتاجة إليها وذلك بأخذها مباشرة وبدون وساطة مالية من الادخار المتوفر في السوق.

2- نشأة وتطور الأسواق المالية

يمكن بيان أربع مراحل لنشأة وتطور الأسواق المالية هذا بالرغم من صعوبة الفصل الكامل بين هذه المراحل الأربعة لأنها تتميز بدرجة من التداخل وبقدر من الاندماج وتتمثل هذه المراحل في:[3]

- **مرحلة قيام بورصات السلع:**

إن وجود الأسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سابق لقيام الأسواق المالية المتخصصة والمنظمة بفترة طويلة جدا حيث تعود إلى عهد الرومان واليونانيون وقد أنشأت اول بورصة للبضائع في باريس عام 1304. وتوالي إنشاء بورصات السلع وانتشرت وأصبحت أكثر تنظيما في القرن التاسع عشر.

- **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية :**

يعود التعامل بالأوراق التجارية إلى القرن الثالث عشر حيث كان يجري في فرنسا تداول الكمبيالات، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا مهنة سماسرة الصرف، أما في انجلترا ومنذ عام 1688 كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري.

- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:**

بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما أخذت الحكومات تقترض من الجماهير، وكذا عندما لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات، ولقد طرحت شركة الهند الشرقية أسهما للتداول سنة 1599. إلا أن الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بالسندات كانت عندما أصدر ملك إنجلترا سنة 1693 قرارا يمنح مالك السند الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شراءه، وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات، وقبل افتتاح بورصة لندن كان التعامل على هذه الصكوك يتم في الطرقات والمقاهي، أما في الولايات المتحدة فإن التعامل بدأ في 1725 في شارع وول ستريت، حيث تم بناء البورصة فيما بعد.

- **مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها و أنظمتها الخاصة:**

لقد أدى التطور الصناعي والتكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الافراد وتوظيفها في المشروعات الانتاجية. هذا التطور بالإضافة إلى رواج وازدهار التعامل في الأوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة وكذا ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها. واستجابة لهذه الضرورات استقلت اهم الأسواق المالية وطورت نظمها على النحو الذي يخدم الأهداف والمهام التي أنشأت من أجلها.

3- وظائف الأسواق المالية

و تتمثل أساسا في :[4]

– تتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق في تجميع الادخار على المستوى الوطني وحتى الدولي ومحاولة تنظيمه عبر قنوات محكمة قصد تجنيده واستعماله في تمويل مختلف أنشطة الاقتصاد الوطني؛

– تتيح السوق المالية بإمكانياتها المادية والبشرية وميكانيزماتها المتطورة للشركات انتشار أوراقها، مما يسهل على الشركة الحصول على التمويل اللازم لنشاطاتها؛

– تعد السوق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات، المشروعات، المدخرين ...الخ، الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الاسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتاد الوطني، لذا فالسوق المالية تعتبر بارومتر للاقتصاد الوطني ككل، ومحدد للاتجاهات العامة لتنبؤ إذا أنها تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي؛

– تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصاد لديها؛

– تعتبر السوق المالية أداة مساعدة على تحديد أسعار الاسهم والسندات، فهي مكان التقاء العرض والطلب على تلك الأوراق وعليه فإن التنافس عليها يجعل كل من العرض والطلب يتغير ارتفاعا وانخفاضا، إلى أن يحدث التوازن، ويحدد سعر البيع بصورة آلية، وعمل السلطات المالية على نشر القائمة الرسمية للأسعار؛

– تقديم الارشادات والنصائح للمستثمرين والمسيرين، إذ عادة ما تتوفر الأسواق المالية على هيئات عمومية وخاصة تقدم مختلف الخدمات للزبائن من مدخرين ومستثمرين؛

– تسهل وتيسر الاستثمار مهما كان حجمه ومدته، كما أنها لا تتطلب أي خبرة خاصة، وفي مقدور أي شخص استثمار ماله في أي شركة زراعية أو صناعية أو تجاريه ويستفيد من نجاحها بالحصول على الأرباح، كما يستفيد من

ارتفاع قيمة الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة بعكس الحالة بالنسبة للاستثمار في مجالات أخرى حيث يتطلب خبرات معنية وكفاءات ودراية خاصة؛

- تعلب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما علاقة وطيدة، فالسوق المالية تزدهر وتتوسع وتتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا إلى سوق قادرة على تسهيل العملية.

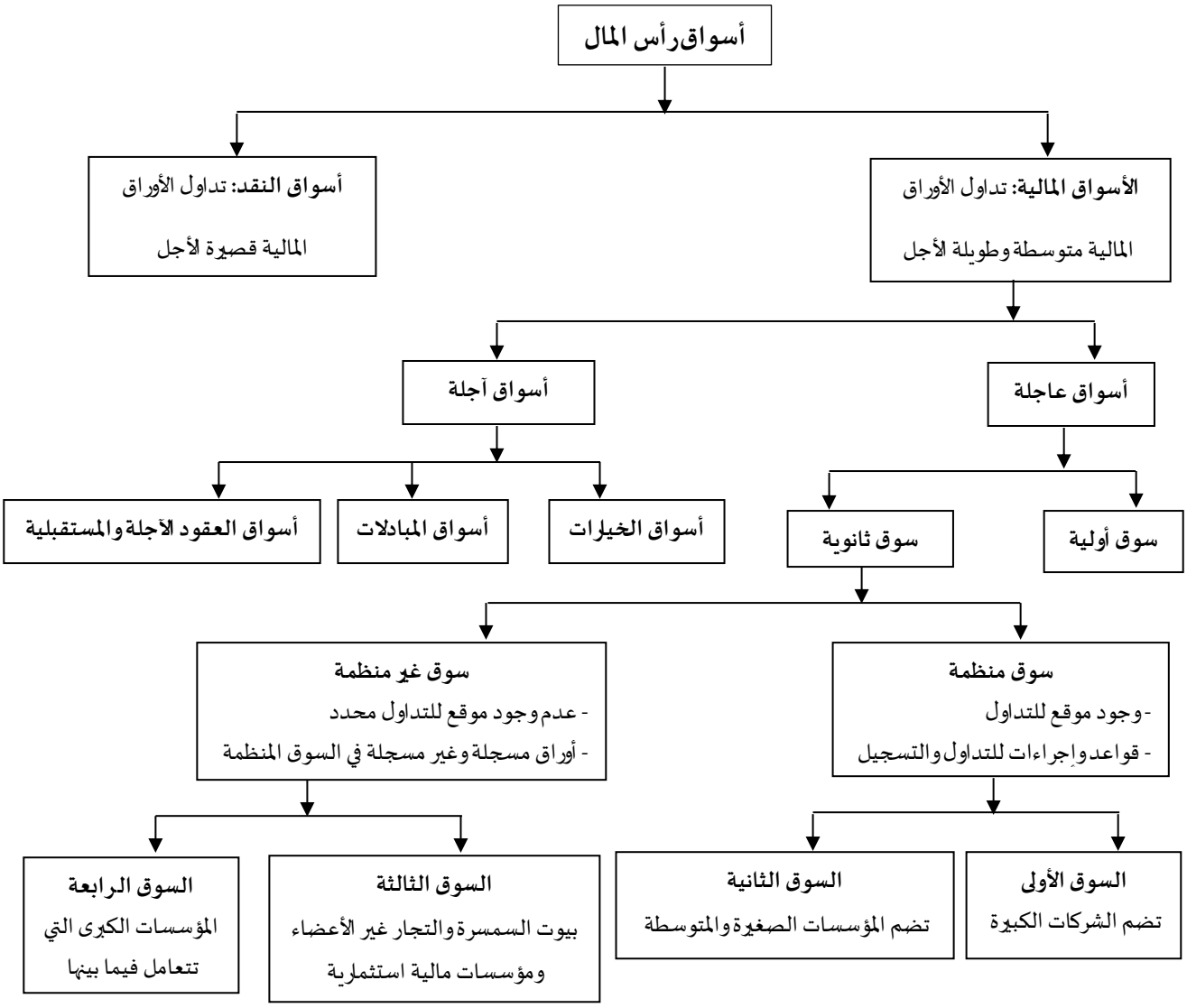
ثانيا: تنظيم الأسواق المالية

لقد عرفت البورصات في العالم تطورا كبيرا قبل أن تصل إلى ما هي عليه اليوم. وقد أخذ هذا التطور أشكالا متعددة منها ما خص تطور الهياكل والتشريعات، ومنها ما خص ظهور منتجات مالية جديدة. سنركز من خلال هذا العنصر على هيكل الأسواق المالية، وبعض هيئات وأنشطة السوق المالي.

1- هيكل الأسواق المالية

انطلاقا من المفهوم الواسع لأسواق رأس المال وما تتضمنه من أنماط مختلفة للتمويل، ودور المؤسسات الوسيطة وطبيعة الأصول المتداولة، تعددت تقسيمات تلك الأسواق هذا من جهة. ومن جهة أخرى أدى توسع النشاط الاقتصادي والمالي المعاصرين إلى صعوبة فصل كل سوق عن الأخرى. حيث بدأت تظهر ملامح واضحة الاتجاه نحو شمولية السوق المالية المعاصرة من خلال تداخل الوظائف وتعدد الأدوات في السوق الواحد، فضلا عن تعدد أدوار المؤسسات المالية الوسيطة كونها مرتكزا معاصرا لأداء السوق المالية وتأثيرها في عملية تدفق المدخرات نحو الأنشطة الاقتصادية المختلفة. ومن هنا تضم أسواق رأس المال العديد من الفروع التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير. ويوضح الشكل القادم صيغة من صيغ تقسيمات الأسواق المالية في عالمنا المعاصر.

شكل رقم 1: هيكل الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق – بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، مصر، ط. 1، 2005، ص. 45. (بتصرف)

بالإضافة إلى الأقسام التي تعرضنا لها ضمن التقسيمات المختلفة لأسواق العمليات المالية، يتضح من خلال الشكل السابق أن السوق الثانوية قد تتخذ شكلين هما:[5]

1-1 الأسواق المنظمة

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في العديد من الحالات، وتتصف هذه السوق بالآتي:

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.
- توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية.
- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.

هذا مع ملاحظة أن هناك شروطا لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بـــ: أرباح الشركات، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى القومي وعلى مستوى الصناعة. وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية نصف أو ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها:[6]

❖ **السوق الأولى:** والذي يخصص للشركات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، كما هو حال الأسواق اليوم.

❖ **السوق الثانية:** تخصص عادة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بدرجة نمو كبيرة، ولكنها لا تستطيع تحقيق شروط الإدراج في السوق الأولى. وتعتبر هذه السوق بمثابة مرحلة تمهيدية لقبول المؤسسات في السوق الأولى.

وعليه تضم السوق الثانوية (سوق التداول) جزأين: سوق أولى أو ما يعرف بالسوق الرئيسية كما هو عليه الحال في العديد من الأسواق ويضم أكبر الشركات وأكثرها فعالية في الاقتصاد. ويتمثل الجزء الثاني في السوق الثانية وهي سوق مفتوحة إلى جانب السوق الأولى، حيث تضم شركات المساهمة التي لا يمكنها أن تدرج في السوق الرئيسية. وعادة ما تخصص هذه السوق للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق النظامية. فمثلا يمكن لشركة عائلية وبرأس مال ضخم وترغب في التحول إلى شركة مساهمة أن تدخل إلى السوق الثانية إذا لم تستطع تحقيق شروط الشفافية والإفصاح القاسية والمكلفة نسبيا، والتي تشترطها السوق الأولى.

وعليه فإن السوق الثانية هي سوق منظمة قوانينها ومقاييسها ومعاييرها شبيهة بالسوق الأولى ولكن بمتطلبات أقل. فبما أنها سوق مخصصة للم.ص.م والتي لا تستطيع تحمل التكلفة العالية لإعداد القوائم المالية المفصلة والأكثر دورية والإفصاح والشفافية، كما هو الحال في السوق الأولى، فإن شروط الإصدار في هذه السوق أقل حدة وشدة منها في الأولى.

ومن هنا فإن أهم الفروق بين السوق الثانية والأولى هو ذلك المتعلق بمتطلبات الإفصاح والشفافية، والتي تختلف من بورصة لأخرى، حيث تعمل كل بورصة على توضيح النقاط المتعلقة بدرجات الإفصاح والشفافية المطلوبة في السوق الثانية، والتي تشمل:

– السياسة المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية وهوامش التغيير فيها مع إيضاح تأثيراتها المحتملة على الاستثمارات طويلة وقصيرة المدى.

– سياسة تقييم التكاليف وتأكيد الإيرادات.

– سياسة رسملة تكاليف الاقتراض مع الإفصاح عن قيمة كل قرض وأعبائه والارتباطات المستقبلية والالتزامات المحتملة على الشركة، سواء كانت مالية أو قانونية، وإذا ما كانت هناك مخالفات منطقية استدعتها مرونة الوضع.

– توضيح بعض الاستثناءات الخاصة بالسوق الثانية والمتعلقة بالإفصاح ولوائح السلوك وشركات الوساطة وإدارة السوق.

وإذا كانت شروط الإفصاح أقل صرامة في السوق الثانية، فإن هناك ضابطا آخر متعلقا بمدة تنفيذ الصفقات. إذ نجد أن نظام التنفيذ المعتمد في السوق الأولى مثلا هو (T+0) أو بمعنى يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم والقطاعات أثناء التداول عدة مرات، وهذا غير معمول به في السوق الثانية في كثير من الدول. فمن أجل ضبط السوق وتعويض قضية الشفافية الأقل هناك، غالبا ما يعتمد نظام تنفيذ أساسه ت + 1 أو 2 أو حتى 5. بمعنى أنه لا يمكن البيع والشراء والانتقال بين الأسهم في نفس اليوم وإنما في اليوم التالي أو بعد يومين أو أكثر. هناك فرق آخر يتعلق بنسبة التذبذب، حيث عادة ما تلجأ الأسواق الناشئة إلى تضييق نسبة التذبذب في السوق الثانية للحفاظ على استقرارها.

2-1 الأسواق غير المنظمة

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة. فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، حيث يتم التعامل من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ويتحدد سعر الورقة المالية في السوق غير المنظمة بالتفاوض وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار. وتتضمن السوق غير المنظمة - التي تمثل إحدى مكونات السوق الثانوية – أسواق أخرى فرعية هي:[7]

❖ **السوق الثالثة:**

وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها. وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة. هذا من جانب ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة.

❖ **السوق الرابعة:**

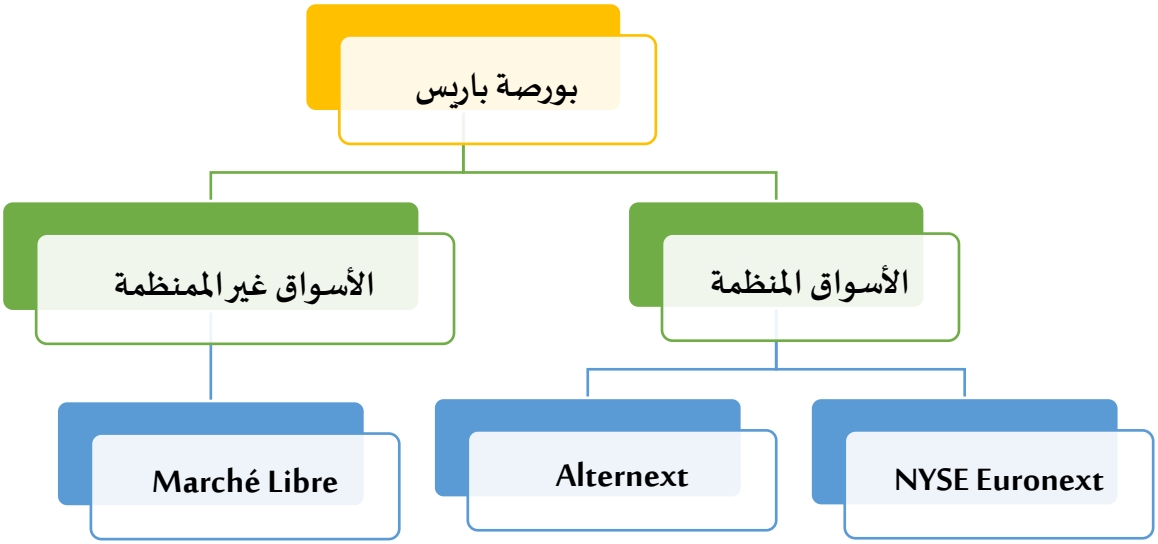
وتشبه السوق الثالثة في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبرى وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية تعرف بـــ Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

مما سبق يتضح أن كل من السوق الأولية والثانوية مرتبطتين ارتباطا وثيقا. فليس من المعقول أن تكون هناك سوق للتداول دون أن تكون هناك إصدارات واسعة من خلال السوق الأولية، وبالمثل لا يمكن أن تكون هناك سوقا أولية ما لم تكن هناك سوقا ثانوية متقدمة توفر السيولة للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية. فالسوق الثانوية متاحة لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولية لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم، كما أنها تساعد على النشر المستمر وطول العام للأوراق المالية بينما الإصدارات في السوق الأولية تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

3- دراسة حالة

إن لجوء مؤسسة ما إلى البورصة للتزود برأس المال، يلزمها بالخضوع لبعض متطلبات التنظيم والشفافية. تختلف هذه المتطلبات باختلاف السوق المستهدف. ففي بورصة باريس –المنظمة إلى Euronext إضافة إلى بورصة بلجيكا وهولندا والبرتغال- نميز بين عدة أسواق كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم 2: أقسام بورصة باريس



سمح اندماج الأسواق المالية البلجيكية مع بورصتي باريس وأمستردام بتكوين أول بورصة أوربية والمعروفة باسم أورونكست Euronext. فبانطلاق هذه السوق في سبتمبر 2000، نشأت أول سوق عابرة للحدود لتداول الأسهم والمشتقات المالية والسلع. فالشركات المقيدة آنذاك بقيت مسجلة في بورصاتها الوطنية وتتداول أسهمها بنظام موحد وقواعد تقييد موحدة، كما تم توحيد نظام تداول المشتقات. اشترت أورونكست سنتان بعد ذلك، أي في 2002، السوق البريطانية للمستقبليات والخيارات LIFFE ثم اندمجت مع بورصتي لشبونة وبورتو البرتغاليتين. وبحلول 17 ماي 2005 افتتحت أورونكست سوقا جديدة هي ألترنكست Alternext، والمخصصة لتقييد وتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وفي أفريل 2007 تم اندماج أورونكست مع بورصة نيويورك مكونة تجمعا عالميا أو سوقا مالية عالمية عابرة للمحيطات سميت نيز-أورونكست NYSE Euronext، حيث أصبحت تمثل أكبر سوق مالية أو مجمع مالي في العالم.[8]

تعد NYSE Euronext واحدة من أكبر شبكات التداول في العالم، والتي تسمح بالوصول إلى مجموعة عالمية من المستثمرين المؤسستين والأفراد. تخضع الشركات المدرجة لعدد من القواعد التي يرعاها الاتحاد الأوروبي والتي تنطبق على جميع الأسواق المنظمة في الاتحاد الأوروبي مما يعزز الشفافية المالية. تضمن هذه البيئة المتوائمة أعلى معايير إعداد التقارير المالية والمحاسبية، وذلك لصالح قاعدة كبيرة من المستثمرين الدوليين.

عند إدراجها في NYSE Euronext، تختار الشركات البورصة التي تناسب أنشطتها (Amsterdam-Brussels-Lisbonne- London- Paris)، ويحدد هذا الاختيار الهيئة التنظيمية الوطنية التي تخضع لها الشركة. كما يتعين عليها اختيار السوق الأنسب لحجمها وأهدافها من بين الأسواق المنظمة NYSE Euronext أو Alternext، لأن ذلك يحدد

شروط الإدراج التي تخضع لها الشركة. فالشركات المقيدة في الأسواق المنظمة تصنف إلى ثلاثة أقسام حسب قيمتها السوقية وهي:[9]

قسم A يتكون من الشركات التي تفوق قيمتها السوقية 1 مليار يورو،

قسم B يتكون من الشركات التي تتراوح قيمتها السوقية بين 150 مليون و1 مليار يورو،

قسم C يتكون من الشركات التي تقل قيمتها السوقية عن 150 مليون يورو.

ألترنكست Alternext هو سوق نظامي ولكن غير منظم وفقا للتوجيهات الأوربية لخدمات الاستثمار، بشروط إدراج مبسطة والتزامات مخفضة موجه للشركات متوسطة الحجم. يتعين على الشركة التي تريد الانضمام لهذا السوق اختيار "*listing sponsor*" الذي يرافقها في إجراءات التسجيل في البورصة، والذي قد يكون مزود خدمات استثمارية (ISP) أو مكتب تدقيق أو متخصص في تمويل الشركات.

بالإضافة إلى هذين السوقين، هناك أيضًا السوق الحرة Marché Libre، وهو سوق مفتوح للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي ترغب في الوصول إلى السوق المالي، والتي لا تستطيع تلبية معايير الإدراج في الأسواق الأخرى، وهو سوق يهدف في المقام الأول إلى توفير التمويل للمستثمرين الطموحين.

ويوضح الجدول الموالي شروط الادراج في كل سوق:

Les principales conditions d'admission

	Marchés réglementés européens de NYSE Euronext	NYSE Alternext	Marché Libre
Flottant minimum	Un minimum de 25% du capital ou un minimum de 5 % si cela représente au moins 5 millions d'euros	2,5 millions d'euros	–
Historique de comptes	3 années de comptes certifiés	2 années de comptes, dont le dernier exercice certifié	2 années de comptes (recommandées)
Normes comptables	IFRS	IFRS ou normes comptables nationales (national GAAP) ou équivalent (si sociétés non EEE[1]) avec tableau de correspondance	Normes comptables nationales
Information	Prospectus (visé par le régulateur compétent)	Prospectus (visé par le régulateur compétent) ou « Offering Circular » (document d'information non soumis au visa du régulateur)	–
Titres	Librement échangeables et négociables		

[1] EEE : Société cotée ayant son siège social dans un état faisant partie de l'accord sur l'Espace Economique Européen

ولتواكب تطور الشركات ولتحسين الخدمات المقدمة للمصدرين قامت أورونكست في ماي 2017 بإعادة هيكلة أسواقها، حيث:

- أصبحت ألترنكست Euronext GROWTH، وخصص للشركات المتوسطة، بشروط إدراج تتماشى مع خصوصيات الشركات المتوسطة الحجم وحتى الصغيرة.

- بينما أصبحت السوق الحرة Euronext ACCESS توفر بوابة للشركات الراغبة في الاستفادة من سهولة الوصول إلى سوق الأوراق المالية.

- ضمن Euronext ACCESS خصص فرع جديد للشركات الناشئة والمشاريع الصغيرة والمتوسطة المتنامية التي ترغب في التأقلم مع السوق وممارساته، وكنقطة انطلاق حقيقية لأسواق أورونكست الأخرى وهو Euronext ACCESS +.

وبالتالي أصبحت بورصة باريس تضم الأسواق التالية:

ويوضح الجدول الموالي شروط الإدراج في كل سوق:

		Euronext ACCESS	Euronext ACCESS+	Euronext GROWTH
Admission Initiale	Capital Flottant	Non applicable	€1m	€2.5m
	Etats financiers	2 dernières années (comptes audités non requis)	2 dernières années (incluant la dernière année de comptes audités)	2 dernières années de comptes audités
	Normes comptables	IFRS ou local GAAP		
	Intermédiaire	Listing Sponsor		
	Document principal à fournir	Document d'information* (*ou Prospectus UE en cas d'offre au public)		Document d'information ou Prospectus UE
Obligations permanentes	Information financière annuelle	Oui mais en application de la règlementation légale locale	Rapport annuel audité	
	Information financière semi-annuelle	Non requis	Rapport semi-annuel non audité	
	Informations susceptibles d'influer sur les cours, liste d'initiés, sondage de marché (Directive Abus de marché)	Applicable (Directive Abus de marché)		
	Declaration des transactions (Directive Abus de marché)	Applicable (Directive Abus de marché)		
	Declarations de franchissements de seuils (détention du capital et droits de vote)	Non applicable		Applicable
	Anti-blanchiment	Applicable		
	Intermediaire	Non requis	Listing Sponsor	
	Site Internet	Oui		

2- بعض هيئات و أنشطة السوق المالي

تنظم التشريعات والقوانين كافة الأنشطة التي يقوم بها المتعاملون في السوق المالية، كما تحدد صلاحيات الهيئات المكلفة بالإشراف وإدارة تلك السوق، وعلى العموم تنظم تلك القوانين ما يلي:[10]

- وظيفة الوساطة: إذ تحدد شروط اعتماد الوسطاء وتنظيم مهنة الوساطة في الأسواق المالية، سواء كان الوسيط يعمل لحسابه الخاص أو لحساب زبائنه. وقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين. وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسين: الأول يتكون من الوسطاء الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها لصالحهم مقابل عمولة محددة من قبل سلطات البورصة ويعرف هذا النوع باسم Brokers. أما النوع الثاني فيتكون من الذين يقومون بالاتجار في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويعرف هذا النوع باسم Dealers.

أما في البورصة الفرنسية فقد كان يقوم بهذا الدور وكلاء الصرف المعرفون باسم Agent de change، الذين انضموا بعد سنة 1988 إلى شركات عرفت بشركات البورصة Société de bourse.

- المتعاملون: حيث تحدد من يحق لهم التعامل في الأوراق المالية بصورة مباشرة أو غير مباشرة مثل المستثمرين المؤسساتيين.
- نشاط الهيئات المشرفة على البورصة: ويعود اهتمام المشرع بهذه الناحية إلى حرصه على حماية الادخار الوطني والمدخرين، لا سيما الصغار منهم. لهذا تفرض تلك الهيئات رقابة صارمة على كافة الأطراف المتعاملة في البورصة حفاظا على ذلك الادخار. من أبرز مظاهر الرقابة فرض شروط قاسية وتقديم ضمانات كافية في شكل أوراق مالية ونقود لدى تلك الهيئات. كما تفرض عليهم تقديم معلومات دقيقة ومفصلة لكافة الجهات المعنية بالعمليات المالية التي يقومون بها.
- كما تنظم القوانين كل العمليات التي تتم في الأسواق المالية كعمليات بيع وشراء الأوراق المالية انطلاقا من الأوامر المقدمة، عمليات التغطية للعروض العامة للشراء والبيع والتبادل والاندماج والاستيلاء وغيره من العمليات.
- عملية تقييد الشركات في البورصة: فالقانون يحدد السوق الذي من الممكن ادخال أي شركة إليه، أي هل تحقق شروط السوق الأولى أو الثانية أو شروط السوق غير الرسمية. كما يسهر المشرع على احترام كافة المؤسسات لتعهداتها اتجاه كافة الأطراف خاصة حملة الأسهم. وينظم أيضا بعض العمليات الخاصة التي يمكن للشركات أن تقوم بها بعد تقييدها في البورصة كعمليات تخفيض رأس المال أو رفعه باللجوء العلني للادخار.
- الكثير من العمليات الأخرى كتحديد نسب بعض الضرائب والرسوم والعمولات، وينظم العلاقات بين مختلف الأسواق وغيرها من المعلومات والأنشطة التي من شأنها أن تحسن من سير السوق المالية.

كما تسمح التشريعات بإنشاء بعض الهيئات المستقلة لتحسين سير الأسواق والأنظمة المالية مثل هيئة الأوراق والأسواق المالية الأوربية (ESMA). والتي من بين مهامها ضمان شفافية وكفاءة وحسن سير أسواق الأوراق المالية الأوربية وحماية المستثمرين.

وتجدر الاشارة إلى أن الشكل القانوني للبورصات يختلف من بلد لآخر، فمنها من يعتبرها مؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، تخضع للقانون العام وتمارس أنشطتها وفقا لقواعده وعادة لا تهدف للربح. ومنها من يعتبرها مؤسسة خاصة، فهولندا على سبيل المثال تعتبر بورصة أمستردام من الناحية القانونية بمثابة جمعية خاصة تضم المتعاملين في الأوراق المالية المعتمدين لديها. وهناك الكثير من البورصات التي تحولت إلى شركات أسهم ومن ثم تم تقييدها في البورصة شأنها في ذلك شأن أي شركة عادية، فعلى سبيل المثال تم تقييد بورصة فرانكفورت في السوق المالية الألمانية في فيفري 2001، حيث طرحت أسهم بقيمة 4 مليار أورو، ومنذ ذلك الحين ما فتئت رسملتها تزداد إلى أن وصلت إلى 24 مليار يورو في 2008، وتنشر البورصات المقيدة نتائجها السنوية مثلها في ذلك مثل بقية شركات المساهمة.

ثالثا: العمليات التي تتم في البورصة

تتمثل العمليات التي تتم في بورصة الأوراق المالية في:

1- التسعير: la cotation

ويعني تحديد السعر التوازني للورقة المالية، لتتداول بعد ذلك بذلك السعر، فكل الأوراق المالية المتداولة في البورصة يحدد سعرها التوازني وذلك باستعمال ميكانيزمات السوق أو ما يعرف بمقابلة العرض بالطلب، ويعبر عن العرض والطلب في البورصة بأوامر البيع والشراء.

1-1 الأوامر

الأمر هو وثيقة تسلم للوسيط تحتوي على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعملية التي كلف بها الوسيط حتى يسهل عليه القيام بالعملية، وبالتالي فهي بمثابة تفويض يمنحه المستثمر للوسيط المالي، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتوجات المالية المتداولة بصفة عامة، وعلى الرغم من أن الأمر المسلم للوسيط عادة ما يحدد بدقة شروط المستثمر، إلا أنه قد يترك لذلك الوسيط هامش مناورة أو مجالا للتصرف بحرية وذلك حتى لا تضيع عليه بعض الفرص التي تتطلب اتخاذ قرار بسرعة دون الرجوع إلى المستثمر لأخذ رأيه في ذلك. وعلى العموم هناك معلومات تقليدية يحتوي عليها كل أمر، منها:

- اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، مع العلم أن بعض البورصات تطلب رمزها فقط، إذ يعطي رمز لكل ورقة متداولة،
- عدد الأوراق المراد التعامل فيها،
- نوع الصفقة هل هي بيع أو شراء،
- نوع السوق: الفوري أم الاجل،
- مدة صلاحية الأمر: يوم شهر ...مفتوح،
- السعر محدد أو غير محدد.

أ- أنواع الأوامر

تجدر الاشارة هنا قبل تناول أنواع الأوامر إلى توضيح مفهومين أساسيين لطريقة التسجيل لتحديد أسعار الأوراق المالية، حيث يلاحظ وجود طريقتين أساسيتين هما: طريقة التسجيل الثابت والتي تتميز في جمع كافة أوامر البيع دفعة واحدة وتحديد سعر التوازن لكل ورقة انطلاقا من قوى العرض والطلب المتمثلة في تلاقي تلك الأوامر في لحظة معينة، أما الطريقة الثانية وهي طريقة التسجيل المستمر والتي تتمثل في تحديد سعر التوازن في كل لحظات فترة التعامل في البورصة، حيث أن تدفق أوامر البيع والشراء من شأنه أن يحرك قوى العرض والطلب باستمرار، مما يتيح تحديد الأسعار في كل لحظة، وبالتالي تتم الصفقات الواحدة تلو الأخرى، وتسفر هذه الطريقة على نشر عدة أسعار بالنسبة لكل ورقة عند نهاية فترة التعامل في البورصة منها: سعر الافتتاح، سعر الاغلاق، أعلى سعر وأدنى

سعر. أما بالنسبة للأوامر فإنها تختلف باختلاف السعر ووقت التنفيذ بالإضافة إلى بعض الخصوصيات وعلى هذه الأسس تنقسم الأوامر إلى ما يلي:

❖ **الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ:** تنقسم هذه الأوامر بدورها إلى:

– أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل (Au mieux): لا يحمل هذا النوع من الأوامر أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر الذي تتم به عملية الشراء أو البيع، وعليه يتم تنفيذ هذا النوع من الأوامر بأول سعر يحدد في البورصة، من صفتها أنها تنفذ كليا إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، أما إذا سلم أثناء التعامل فإنه سينفذ بالسعر السائد في البورصة في لحظة تسليمه، ويصلح هذا النوع من الأوامر بصفة خاصة للتعامل في المنتوجات المالية المسجلة بطريقة الثابت.

– أوامر التنفيذ بسعر السوق (Au prix du marché): لا يحدد المستثمر في هذا النوع أيضا سعر التنفيذ، وعليه فإن تنفيذها يتوقف على سعر السوق ويتم بمجرد إيجاد الطرف الاخر، وبذلك فإن هذا الأمر عند تحريره يراد تنفيذه ولو جزئيا بالسعر السائد، من ميزاته هناك احتمال أن لا ينفذ كليا أو لا ينفذ إطلاقا، كما قد ينفذ بعد تنفيذ الأوامر بالسعر الأفضل. وعادة ما تستعمل هذه الأوامر في حالة التسجيل المستمر.

❖ **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** تنقسم هذه الأوامر إلى:

- الأوامر المحدودة(A cours limité): في هذا النوع من الأوامر يحدد السعر الذي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقة به سواء بيع أو شراء ونميز بين نوعين من هذه الأوامر:

– يتمثل الأول في أوامر البيع المحدودة: في هذه الحالة فإن السعر المحدد من قبل المستثمر يكون السعر الادنى، وهذا يعني أن الوسيط المكلف بتنفيذ الصفقة ملزم بيع تلك المنتوجات بمجرد انخفاض السعر إلى المستوى المحدد من طرف المستثمر. تسجل مثل هذه الحالات عند تنبؤ المستثمرين بانخفاض شديد في أسعار الأوراق المالية التي بحوزتهم.

– يتمثل الثاني في أوامر الشراء المحدودة: عندئذ يحدد المستثمر سعر الشراء الأعلى، هذا يعني أن الوسيط ملزم بشراء الأوراق المالية محل الأمر بمجرد ارتفاع السعر إلى المستوى المحدد من قبل المستثمر، يحدث هذا النوع من المعاملات في الوضعية التي يتوقع فيها المستثمرون ارتفاعا معتبرا في سعر الورقة المعنية، مما يدفعهم إلى شرائها.

وعليه يمكن ملاحظة أن هذا النوع من الأوامر يحمي صاحبه من انخفاض أرباحه أو زيادة خسائره كما أنها تعفي مصدرها من متابعة تطور حركة الاسعار للمنتوجات المالية التي بحوزته ويرغب في بيعها خوفا من الانخفاض المفاجئ في سعرها، أو تلك التي يرغب في شراءها لأنه يتوقع عائدا كبيرا نتيجة الاستثمار فيها، إلا أنه يؤخذ على هذا النوع من الأوامر امكانية عدم تنفيذه بسبب بعد السعر المحدد عن سعر السوق.

- أوامر الإيقاف (A cours avec stop): هي أوامر محددة لسعر التنفيذ، أي أنها تنفذ عند ذلك السعر أو أعلى منه أو عند ذلك السعر أو أدنى منه حسب طبيعة العملية، حيث يكون للوسيط تنفيذ عملية الشراء بالسعر المحدد أو أعلى منه بينما تنفذ عملية البيع بالسعر المحدد أو بسعر أدنى منه، ويكون هذا حسب ظروف السوق وتوقعات

المستثمرين. بذلك فإن مصدر أمر الشراء يتوقع ارتفاعا في سعر المنتوج المالي المعني بينما يتوقع البائع انخفاضا في السعر، ويحاول كل منهما الاحتماء من المخاطر التي يمكن أن تحدث بتقلب الاسعار.

كيف يحرر الأمر؟

في حالة البيع يحرر الأمر كما يلي: " بع إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو انخفض عنه " بمعنى أن البائع يريد ايقاف الخسارة أما في حالة الشراء فيصاغ الأمر على النحو التالي: " اشتر إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو زاد عنه " وهذا حسب ظروف السوق وأهداف المستثمر، عادة ما يستعمل هذا النوع في حالة التسجيل الثابت.

- **أوامر الايقاف المحدودة (A cours limité avec stop):** يعتبر هذا النوع من الأوامر امتداد للأمر السابق ويعالج كذلك ظروف عدم التأكد من السوق، حيث يترك مجال للوسيط للتصرف في ذلك، ففي حالة أوامر الايقاف المحدود يقوم المستثمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع المنتوجات المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه. أما في حالة أوامر الايقاف المحدودة للشراء فإنه يحدد السعر الاقصى للورقة التي يريد شراءها على أن ينفذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.

ويجب الإشارة إلى أن هناك العديد من الأنواع الأخرى من الأوامر، كالأوامر حسب ظروف السوق أو حسب مقتضى الأحوال، حيث تترك فيها الحرية للوسيط أو شركة البورصة للتصرف في إجراء العمليات حسب التقدير، ويوفر هذا النوع من الأوامر المرونة اللازمة لاقتناص الفرص في الوقت المناسب دون الرجوع إلى الأمر.

ب- الخصوصيات المرفقة بالأمر

قد تحمل الأوامر، بالإضافة إلى المعلومات التقليدية وشروط التعاقد التي سبق وأن تعرضنا لها، خصوصيات أخرى تهدف إلى توضيح العملية محل الأمر من بين تلك الخصوصيات:

- **مدة التنفيذ:** قد تكون مدة التنفيذ مهمة جدا بالنسبة للمستثمر مما يجعله يثبت على وثيقة الأمر المدة المرغوب تنفيذ الأمر فيها، فقد يطلب من الوسيط تنفيذ أمر الشراء أو البيع في اليوم الذي صدر فيه الأمر لأنه يرى أنه اليوم الملائم للتعامل في الورقة المعنية، كما قد يحرر الأمر على أساس أن ينفذ في ذلك الاسبوع أو الشهر أو قد يكون مفتوحا كما يمكن تجديده من حين إلى آخر.
- **عدد الأوراق:** هناك ثلاثة حالات مختلفة:

- الكل أو لا شيء في هذه الحالة يطلب المستثمر من الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر ذلك يلغي الأمر نهائيا أي يجب عدم تنفيذه جزئيا.

- **عدد من الأوراق في كل حصة:** تستعمل هذه الخصوصية عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة مع العدد الكلي الذي يريد شراءه أو بيعه من الأوراق من جهة ومتناسبة مع العدد الاجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى من ايجابيات هذه الصيغة أنها تمنع حدوث اختلالات في التوازن.

- **عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص:** على عكس سابقتها فإن هذه الخصوصية لا تحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة وإنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص كأن يطلب من الوسيط شراء 1000 سهم لـ 10 حصص.

- **ترتيب العمليات:** يقتضي هذا المبدأ ترتيب عمليات الشراء والبيع بصيغتين هما:

- **صيغة الربط:** إذ قد يسلم المستثمر أمرا يحمل شرط الارتباط يتكون هذا النوع من الأوامر من أمرين أحدهما أمر بالشراء والآخر أمر بالبيع لمنتوجين ماليين يرغب في تنفيذهما في نفس الحصة، أو في نفس اليوم كما قد يتم ذلك في بورصتين أو سوقين مختلفين.

- **صيغة التسلسل:** ويقوم هذا الأمر على ترتيب عمليات الشراء والبيع وأيهما الأولى حيث يمكن للمتعامل أن يطلب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء مثلا قبل البيع أو العكس كما يمكن للمستثمر عدم تحديد الترتيب المتعلق بتنفيذ الأوامر حيث يبقى على الوسيط تنفيذها ضمنيا حسب وصولها إليه.

- **المبلغ الكلي للصفقة:** يستعمل هذا النوع من الخصوصيات للتعبير عن الأوامر التي يحدد فيها المتعامل رؤوس الأموال المستثمرة في منتوج مالي معين اذ يحرر الأمر بالصيغة التالية: "استعمل المبلغ (س) في شراء الورقة المالية (ص) بما في ذلك المصاريف أو باستثناء المصاريف المترتبة عن الصفقة". بذلك فان هذه الخصوصية لا تحدد عدد الأوراق المراد شرائها والذي يظهر بمجرد معرفة سعر الورقة والمصاريف، وإنما المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه.

2-1 تقنيات التسعير:

هناك العديد من تقنيات التسعير التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا ومن أهمها:

- **التعامل بالمناداة (cotation à la crie):** في هذه التقنية يلتقي المتعاملون من باعة ومشترين للأوراق المالية وينادون بعضهم البعض بالطريقة التالية: "عندي كذا" للتعبير عن العرض و" اريد كذا" للتعبير عن الطلب وعادة ما تستعمل هذه الطريقة بما يعرف بالمقصور بحيث يحيط أو يجتمع حولها الوسطاء أو ممثليهم وبذلك ينشأ العرض والطلب على الأوراق المالية ويتحدد سعر التوازن ويتم التداول، وعادة ما يساعد على ذلك المسعر فبمجرد الوصول إلى سعر توازن أول للورقة الاولى يقوم المسعر بتسجيل السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر لتغير العرض والطلب ثم يمر المسعر للثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة. ومن أهم مزايا هذه التقنية هي الشفافية لأن المناداة تتم بين أفراد وتحت أعين سلطات البورصة. ومن أوجه هذه التقنية أنها قد تتم بالإشارات اليدوية للتعبير عن طبيعة الصفقة وعن عدد الأوراق وغيرها من المعلومات بدلا من المناداة.

- **التعامل بالإدراج (cotation par casier):** تكون هذه العملية كتابية حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع هذه البطاقة في درج في البورصة وتركز كل المعاملات هناك من عروض وطلبات ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، ويقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة

بها وتحديد أسعارها ففي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة الموجودة في الدرج الخاصة بها ويضيف لها الأوامر الباقية في الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك .

- **التعامل بالصندوق (cotation par boite):** هذه التقنية شبيهة إلى حد ما بالتقنية السابقة إلى أنه يلجا اليها في بعض الحلات الاستثنائية منها العروض العامة للبيع والشراء والتبادل أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي كالتغير في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا. مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلى من قبل سلطات البورصة وبذلك فان كافة أوامر الشراء والبيع تركز في صندوق واحد موجود لدى سلطة البورصة وليس في درج الوسيط المالي المتخصص بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على اساسها سعر التوازن.
- **التعامل بالمقابلة:** تعتبر التقنية الأولى شفوية والتقنية الثالثة والرابعة كتابية وهذه الطريقة تجمع بين مزايا الطرق الثلاثة فهي شفوية وكتابية حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات وعادة ما تصلح هذه التقنية في إجراء عمليات المراجحة.

وتجدر الإشارة إلى ان طرق التعامل والتسيير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي اذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الاعلام الآلي فأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة الكمبيوتر دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كما تغيرت ظروف السوق مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول العرض والطلب إلى البورصة.

1-3 مبادئ التسعير:

- إن المستثمر الذي يحرر أمر الشراء بالسعر الافضل هو في الحقيقة مستعد لشرائها بسعر مرتفع،
- إن المستثمر الذي يحرر أمر شراء بسعر محدود لا يمانع بشرائها بأقل من ذلك،
- إن المستثمر الذي يحرر أمر البيع بسعر محدود لا يمانع بالبيع بأعلى من ذلك،
- إن المستثمر الذي يحرر أمر البيع بالسعر الافضل هو مستعد للبيع بسعر أدني.

انطلاقا من ذلك تجمع أوامر البيع وأوامر الشراء الخاصة بكل منتوج مالي ويقابل العرض بالطلب ويحدد السعر التوازني الذي يتم بيع وشراء الأوراق المالية به في انتظار تغير كميات العرض والطلب وتغير السعر طبقا لذلك.

1-4 التسعير في بورصة الجزائر

يتم التداول في بورصة الجزائر بصورة آلية شأنها في ذلك شأن البورصات العالمية أي بواسطة برامج كمبيوتر أعدت خصيصا لذلك حيث يتم ادخال الأوامر في الكمبيوتر ليقوم بتحديد كمية وسعر التوازن. كانت بورصة الجزائر في السابق تقبل كافة أنواع الأوامر إلى أنه تم التخلي عن التعامل بالسعر الأفضل وبقيت الأوامر بالسعر المحدد فقط ويشترط في الأوامر المقدمة للبورصة أن لا تتجاوز السعر المرجعي وعلى المستثمرين الالتزام به وهو سعر الحصة

السابقة يضاف إليه هامش أو مجال التغيير +5%. كما أن التسجيل الثابت هو أسلوب التداول المعتمد في بورصة الجزائر.

1-5 تكاليف الأوامر

على الرغم من أن تكاليف الأوامر أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو شركة البورصة أو البنك والمستثمر إلى أن هناك عدد من التكاليف يبقى ثابتا ومحدودا مسبقا كما تختلف من بلد إلى اخر ومن وسيط إلى اخر ومن أهمها:

أ- تكاليف المعاملات

تحسب انطلاقا من المبلغ الكلي للصفقة في شكل نسبة مئوية غير أنه في بعض الدول مثل الولايات المتحدة فان عدد الأوراق المتبادلة وكذا سعر الورقة يدمجان في حساب تكاليف المعاملات وتشمل التكاليف على عدد من المصاريف منها: عمولة السمسرة، الربح الذي يحققه صانع السوق الخصم على السعر الذي يمنحه البائع للمشتري الضريبة والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة مبرمة.

ب- عمولات البنك:

في هذه الحالة يلجأ المستثمر لفرع من فروع البنوك المنتشرة عبر مدن البلد ويودع أوامره هناك (فالجانب الإيجابي للتعامل مع البنوك هو انتشار فروعها بكثرة) مقابل ذلك يدفع محرر الأمر عمولة اضافية للبنك.

ج- تكاليف اخرى: هناك تكاليف اخرى تتبع الأوامر منها:

- المصاريف المدفوعة على الأوامر الكسرية من طرف المستثمر.
- الضرائب على الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية.
- الرسوم المفروضة على المتعاملين في الأوراق المالية.

2- بعض العمليات الأخرى التي تتم في البورصة

هناك العديد من العمليات الأخرى التي يقوم بها مختلف المتدخلون في البورصة نذكر منها:

1-2 المراجحة: Arbitrage

هي عملية مزدوجة يقوم بها المستثمر بغرض تحقيق الأرباح، إذ يقوم بعملية شراء وبيع في آن واحد لنفس الورقة المالية من سوقين مختلفين والاستفادة من الفرق في السعرين حيث يشتري من البورصة التي يكون فيها سعر الورقة منخفضا ويبيع في بورصة أخرى بسعر أعلى. على الرغم من أن الأسعار تختلف من بورصة إلى أخرى بسبب اختلاف المصاريف المتعلقة بالأوامر إلى أنه بمجرد القيام بعمليات المراجحة من قبل عدد معين من المستثمرين فإن الفرق يصبح مساويا أو يقترب من الصفر بسبب التنافس الذي يتكون بين المشترين والبائعين لنفس المنتوج المالي ويتحقق التوازن في البورصتين. وعليه فإن عملية المراجحة هي عملية مؤقتة، حيث سرعان ما يقل الفرق بين السعرين إلى درجة أنها تصبح غير مربحة بالنسبة لورقة معينة فينتقل المستثمرين إلى ورقة أخرى وهكذا.

هناك العديد من أنواع المراجحة أو الموازنة، إذ يمكن للمستثمر أن يراجح على نفس الورقة وفي نفس البورصة ولكن على فترتين مختلفتين، أي يمكنه أن يشتري فورا ويبيع بالآجل محققا أيضا ربحا يتمثل في الفرق بين السعرين، أو قد يقوم بالعملية على منتوجين بغرض تحقيق الربح نتيجة شراء نوع معين من الأوراق وبيع نوع آخر وهذا ما يعرف بمراجحة الحوافظ المالية .

2-2 العروض العامة للشراء: Offres publiques d'achat (OPA)

العرض العام للشراء هو عملية تتم في البورصة وتقتضي بأن يعلن مستثمر ما (فرد أو مؤسسة) عن نيته في الاستيلاء على شركة مساهمة أخرى بشراء أسهمها الموجودة لدى الجمهور، بسعر عادة ما يفوق السعر السائد في البورصة، وذلك خلال فترة محددة، وعليه فإن هذا العرض ما هو إلا محاولة متعامل ما ضم شركة إليه برضى أو بعدم رضى مسيريها بالاتصال المباشر بالمساهمين، على أن يدفع لهم نقدا، قيمة تفوق ما بحوزتهم من أسهم مقارنة بما لو قاموا بيعها في البورصة.

لتفادي هذه العروض يجب على الادارات أن تحقق الأهداف المرجوة والمسطرة من قبل المساهمين فيها. إذ كلما تحققت هذه الأهداف كلما أحجم أو رفض هؤلاء المساهمون العروض العامة المقدمة وبذلك تفشل عمليات الاستيلاء. تنفيذ العرض العام للشراء يتطلب موافقة البورصة بعد التأكد من مجموعة من المعطيات، وبمجرد إعطاء الموافقة تقوم سلطات البورصة المعنية بتوقيف التعامل بالورقة التي صدر بشأنها العرض لمدة معنية ثم تبدأ بتنفيذ العرض. حيث تجمع الأسهم التي قدمها أصحابها للعارض لدى سلطات البورصة، التي تكون قد تحصلت في البداية على تغطية كلية أو جزئية لعملية العرض من طرف العارض، بعد إتمام العرض تنشر نتائجه في القائمة الرسمية للبورصة وبذلك يعلم الجمهور.

3-2 العروض العامة للبيع: Offres publiques de vente (OPV)

وهي بمثابة العملية العكسية للعروض العامة للشراء. إذ العرض العام للبيع عملية مالية يتم بمقتضاها تخلي مساهم في شرك مسجلة في البورصة عن عدد معين من الأسهم للجمهور، بسعر محدد مسبقا، يكون في هذه الحالة أيضا دور سلطات البورصة مهما جدا في اتمام العملية في الأطر القانونية المعمول بها. وعادة ما يتم اللجوء إلى هذا النوع من العمليات عند خوصصة الشركات الحكومية.

4-2 العروض العامة للتبادل: Offres publiques d'échange (OPE)

على عكس العرض العام للشراء، إذ يعرض على مساهمي شركة ما تبادل الأسهم التي بحوزتهم مقابل أسهم أو سندات شركة أخرى وليس مقابل دفع مبلغ من النقود، والتي قد تكون تابعة للشركة التي تريد مراقبة الشركة محل العرض بتحديد عدد الأسهم أو السندات التي يقدمها للمساهمين الأصلين مقابل كل سهم يحملونه، وعادة تكون قيمة ما يقدمه من أسهم أو سندات يفوق وربما بكثير قيمة السهم الذي يحملونه وذلك حتى يجلبهم نحو العرض، كما قد يقترح عليهم سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو غيرها من المنتوجات المالية التي من الممكن أن يحققوا من وراء استبدالها أرباحا أعلى نسبيا.

تجدر الإشارة إلى أن هناك نوع آخر من العروض العامة يعرف باسم العرض العام للانسحاب **Offres publiques de retrait (OPR)** وهو إجراء يمكن المساهمين الذين يمثلون الأقلية في رأسمال الشركة المعنية أن يتم انسحابهم من تلك الشركة وتخليهم عن حصتهم فيها للمساهمين الذي يشكلون الأغلبية. تساعدهم في ذلك سلطات البورصة حفاضا على المستثمرين الصغار وضمانا لحسن سير العملية بالكيفية المطلوبة.

رابعا: مؤشرات البورصة

تحتل مؤشرات البورصة أهمية كبيرة في الحياة المالية، فهي تمثل أحد مصادر المعلومات التي يحتاجها المستثمرون والمضاربون في الأوراق المالية. إذ توضح اتجاه الأسعار في البورصة، أو على الأقل تعطي فكرة عن سلوك السوق بصفة عامة. ومؤشر البورصة هو:" قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في السوق المالية، ويتم بناء المؤشر وتحديد قيمته في البداية، ثم يتم مقارنة تلك القيمة بعد ذلك عند أي نقطة زمنية. وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها "[11]. ويمثل المؤشر مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن السوق المالية، أو لمجوعة معينة من الأسهم. وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة. حيث يستخدم لكل سوق مؤشر أو عدد من المؤشرات لتقييمه.

1. أنواع المؤشرات

يمكن تصنيف مؤشرات البورصة وفقا لمعيارين أساسين هما: حجم العينة المكونة للمؤشر ومنهجية أو كيفية بنائه، ونميز بين:[12]

1-1 المؤشر العام

وهو مؤشر يمثل السوق كله بمختلف أنشطته خلال فترة معينة. وبالتالي ينبغي أن يشمل هذا المؤشر معظم إ ن لم نقل كل القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى له عكس حالتها بكل وفاء. من الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر Standard and Poor's500 ومؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم NYSE composite.

2-1 المؤشر الخاص أو القطاعي

يشمل هذا النوع من المؤشرات عددا محدودا من القيم. ويركز غالبا على قياس حالة صناعة معينة دون سواها أو حالة قطاع معين. من الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز لصناعة النقل Dow Jones Transportation Index ومؤشر ستاندرد أند بورز للخدمات العامة Standard and Poor's Public Utilities index.

3-1 المؤشر الخاص بعنصر واحد

يقيس هذا المؤشر، كما تشير تسميته الحالة التي عليها متغيرة واحدة كالسعر مثلا أو الكمية. ويحسب هذا المؤشر عموما كمتوسط حسابي كما يلي:

$$\overline{X} = \sum_{i=1}^{n} Pi / n$$

حيث: p: سعر السهم. n: مجموع أعداد الأسهم.

وإذا لوحظ وجود مدى كبير بين أصغر قيمة وأكبر قيمة للسعر، يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي. ويمثل المتوسط الهندسي الجذر النوني لناتج ضرب الأسعار.

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^{n} Pi}$$

4-1 المؤشر المركب

يتضمن هذا المؤشر توليفة من المتغيرات عادة ما يكون السعر وعدد الأسهم المتداولة، وتمثل القيمة السوقية ناتج سعر السهم المتداول في عدد الإصدارات المتداولة:

$$\text{L'indice valeur courant} = \frac{\text{La capitalisation de marché courante}}{\text{La capitalisation de marché de l'année de base ajustée}} \quad (13)$$

رياضيا:

$$It = \frac{\Sigma Pit * Qi}{\Sigma Pio * Qi} * I_0$$

حيث It: قيمة المؤشر حاليا. Pit: سعر الورقة i في الفترة الحالية.

Qi: عدد الأوراق i المتداولة. Pio: سعر الورقة i في فترة الأساس.

I_0: قيمة المؤشر في فترة الأساس.

2- أوجه استخدام المؤشر

تستخدم بورصات الأوراق المالية في الدول المتقدمة، العديد من المؤشرات التي تساعد في قياس مستوى واتجاهات الأسعار في السوق، ولذلك تهدف هذه المؤشرات إلى تحقيق الوظائف التالية:[14]

- طالما أن نشاط الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالية يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فإذا اتسمت السوق المالية بالكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لقطاع ما كالصناعة، التأمين، الخدمات...

- قياس كفاءة أسواق رأس المال، ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للدولة.

- القدرة على التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق، والتنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة من كساد أو رواج أو اعتدال.

- توجيه المستثمر نحو مجالات الاستثمار الأفضل لمدخراته وأمواله.

- مساعدة المستثمرين والفئات المتعاملة في السوق من سماسرة وتجار مختصين في اتخاذ القرار المناسب نحو تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية، تحتوي على أقل درجة من المخاطر وتحقق أكبر عائد ممكن.

3- أساليب بناء المؤشرات

إن الأسهم التي تدخل في تركيب مؤشر البورصة تختار بعناية من طرف لجنة خبراء بحيث تتيح لهذا المؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق المالية المستهدف قياسها. ويتم اختيار مجموعة الأوراق المالية المكونة للمؤشر على أساس ثلاثة معايير ثابتة إلى حد بعيد بين كل المؤشرات والمتمثلة في:

- **الحجم**: يجب أن يكون المؤشر في صورة عينة حجمها كبير ومناسب، لأنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كبيرا نسبيا، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق.

- **الاتساع**: يجب أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق. فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات من كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، دون أن يكون تحيزا لفئة معينة من الشركات (الشركات الكبرى مثلا) في داخل الصناعة أو القطاع، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة، فالعينة حينئذ تقتصر على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة والمختارة بدون تحيز.

- **المصدر**: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون هذا المصدر هو السوق الأساسي أين تتداول تلك الأوراق.

وهناك العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات للسوق أو قطاعات معينة داخل السوق، ومن أهم هذه الأساليب:[15]

1-3 المؤشرات المبنية على أساس السعر

حسب هذه الطريقة يتم جمع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر ثم قسمة حاصل الجمع على رقم ثابت يعرف بالقاسم Divisor. ففي هذه الحالة تتوقف القيمة النسبية المعطاة لكل سهم داخل العينة على سعره، أي نسبة السعر إلى مجموع الأسعار الخاصة بالأسهم المكونة للمؤشر.

لعل من أهم عيوب هذه الطريقة هو أن سعر السهم لا يعبر عن أهمية المؤسسة المعنية أو حجمها، إذ قد يكون ذلك السعر منخفضا بسبب ارتفاع عدد الأسهم المكونة لرأس مال المؤسسة وليس بسبب انخفاض قيمتها في السوق أو صغر حجمها. من عيوبها أيضا أنه يجب تعديل القاسم بمجرد حدوث اشتقاق في أحد الأسهم المكونة للمؤشر. ويعد مؤشر Dow Jones 30 و Nikkei 225 من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر.

2-3 المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية

تقوم فكرة هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.

ويلاحظ على المؤشرات البنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية للأسهم التي يتكون منها المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة اشتقاق الأسهم أو اندماج بعض الشركات أو في حالة زيادة أو تخفيض عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

3-3 المؤشرات المبنية على أساس القيمة

في هذا النوع من المؤشرات يعطى الوزن النسبي لكل شركة تدخل بأسهمها في حساب تلك المؤشرات على أساس القيمة السوقية للشركات المعنية، وتحسب عندئذ القيمة المطلقة للمؤشر بجمع تلك القيم. من أهم مزايا احتساب المؤشرات بهذه الطريقة هي أن قيمة المقسوم عليه لا تتغير إذا ما حدث اشتقاق في بعض الأسهم[16]. ومن إيجابياته أيضا أن التغيرات الهامة التي تحصل في القيم السوقية مهمة جدا في الدراسات المتعلقة بالاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى تجاوب المؤشرات من هذا النوع مع التغيرات الكلية وتسيير الحوافظ المالية. أما عيوب هذا النوع من الأوزان فتتمثل في تحيز المؤشر لصالح التغير في الأسعار المرتفعة نسبيا مقارنة بأسعار بقية الأسهم المكونة للمؤشر. ومن أهم المؤشرات التي تبنى بهذه الطريقة مؤشر NASDAQ ومؤشر FTSE100 ومؤشر S&P 500.

4-3 المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم على سعره في اليوم السابق. بعد ذلك يتم حساب الوسط

الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر، بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر. ويستخدم مؤشر Value line 1400 في الو م أ هذه الطريقة في حساب قيمة المؤشر.

4. حالات تعديل المؤشر[17]

لماذا تعدل مؤشرات البورصة؟ هناك عدة متغيرات خارجية تؤثر على أسعار وعدد الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، وعليه فإن المختصين يقومون بتعديل المؤشرات لتتلاءم مع هذه المتغيرات وبالتالي مع مختلف التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم المتداولة في البورصة، وترتبط هذه التعديلات بطريقة حساب المؤشرات وبترجيحها.

4-1 التعديل في حالة اشتقاق الأسهم

كما هو معروف أن عملية الاشتقاق تؤدي إلى انخفاض وزن السهم داخل المجموعة وبالتالي تؤثر على قيمة المؤشر. وللتغلب على هذا الخلل، يصبح من الضروري إدخال تعديلات على حساب هذه القيمة لاستبعاد تلك الآثار وذلك بتغيير قيمة المقسوم عليه بحيث يكون الناتج مساويا تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق، وتتحدد قيمة المقسوم عليه وفقا للمعادلة التالية:

ق$_{ك}$ قبل / ق$_{م}$ قبل = ق$_{ك}$ بعد / ق$_{م}$ بعد [18]

حيث: **ق$_{ك}$**: تعبر عن القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

ق$_{م}$: قيمة المقسوم عليه.

4-2 التعديل في حالة رفع رأس المال

أ- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس السعر

عندما يتقرر رفع رأس المال، تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة وبالتبعية انخفاض قيمتها السوقية، ويصبح من الضروري هنا أيضا إدخال تعديلات على حساب قيمة المؤشر لاستبعاد تلك الآثار وذلك – كما ذكرنا سابقا – بتغيير قيمة المقسوم عليه.

ب- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة السوقية

يتم تعديل هذا النوع من المؤشرات بتغيير القيمة السوقية لسنة الأساس، وذلك على النحو التالي:

$$\text{قيمة الأساس الجديدة} = \frac{\text{القيمة السوقية بعد رفع رأس المال}}{\text{القيمة السوقية قبل رفع رأس المال}} * \text{قيمة الأساس القديمة} \quad [19]$$

3-4 التعديل في حالات أخرى

يمكن إدخال تعديلات على المؤشرات في حالات أخرى عديدة نذكر، منها: حالة توزيع الأرباح، حالة إدخال قيم جديدة في تكوين المؤشر، حالة إلغاء قيم مكونة للمؤشر (إذا كان هناك إفلاس للشركة أو غيره...الخ) فمثلا بالنسبة لحالة توزيع الأرباح، فالمعروف أن هذه التوزيعات سوف تأثر على أسعار الأسهم المعنية، وبالتالي ينبغي تعديل المؤشر المرتبط بهذه الأسهم وفقا للصيغة التالية:

$$IR_t = \frac{\sum_{i=1}^{n}\left(P_{it} * Q_{it} + D_i\right)}{\sum_{i=1}^{n}\left(P_{i0} * Q_{i0}\right)} * I_0 \qquad 20$$

حيث: D_i: إجمالي الأرباح الموزعة لكل سهم.

IR_t : مؤشر المردودية الإجمالية في اللحظة t.

5. المؤشرات المشهورة

تتمثل أهم المؤشرات العالمية والأكثر شهرة في :[21]

1-5 مؤشر داو جونز المتوسط للصناعة DJIA

هو من أقدم وأهم المؤشرات على المستوى العالمي. وتمت تسميته نسبة إلى صحافيين أمريكيين كانا يهتمان بعالم المال والأعمال وهما: Edward Jones et Charles Henri Dow، اللذان قاما بإنشاء وكالة صحفية سميت "شركة داو جونز وشركائه" وهي المسئولة على تسيير حساب هذا المؤشر يوميا. أما تاريخيا، فيرجع نشر هذا المؤشر لأول مرة إلى عام 1884 حيث شمل وقتها 11 شركة صناعية أمريكية. ثم ظل حجم العينة المكونة لهذا المؤشر يكبر شيئا فشيئا إلى أن وصل إلى 30 شركة، وكان ذلك سنة 1928 ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير هذا العدد.

خصائص هذا المؤشر:

حجم العينة المكونة للمؤشر	30	عدد لا يتغير
أوقات النشر اليومية	16:30 - 9:30	التوقيت المحلي
حساب المؤشر	في الوقت الفعلي	-
قيمته في سنة الأساس	ليست له قيمة	يحسب على أساس السعر

تجدر الإشارة أنه بالموازاة، تم بناء مؤشرات أخرى لداو جونز وهي مؤشر داو جونز للنقل (DJTA) وهو مؤشر يشمل شركات النقل. ونجد أيضا مؤشر داو جونز للخدمات (DJUA) وهو يمثل قطاع الخدمات.

2-5 مؤشر الكاك CAC 40

ترجع تسمية هذا المؤشر لنظام التداول لبورصة باريس الذي يحمل نفس الاسم. ويشمل هذا المؤشر40 سهما مختارا من بين أكبر الشركات في فرنسا سواء كانت فرنسية أو أجنبية، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية.

خصائص هذا المؤشر:

الأسواق المشتقة	نعم	MONEP [22] + MATIF [23]
حجم العينة المكونة للمؤشر	40	عدد لا يتغير
أوقات النشر اليومية	10:00 – 17:00	التوقيت المحلي
حساب المؤشر	في الوقت الفعلي	-
قيمة الأساس	1000 نقطة	حددت في 1987/12/31

3-5 مؤشر داكس DAX

يعتبر هذا اللفظ اختصارا للعبارة Deutscher Aktien Index. ويشمل 30 شركة ألمانية تتداول في بورصة فرانكفورت، تم اختيار الأسهم على أساس القيمة السوقية وعلى أساس ما تحققه الشركات من أرباح في البورصة. ومن بين كل المؤشرات المعروفة، يعتبر هذا المؤشر الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة من طرف الشركات.

خصائص هذا المؤشر:

الأسواق المشتقة	نعم	DTB
حجم العينة المكونة للمؤشر	30	عدد لا يتغير
أوقات النشر اليومية	10:30 – 13:30	التوقيت المحلي
حساب المؤشر	كل دقيقة	-
قيمة الأساس	1000 نقطة	حددت في1989/01/01

4-5 مؤشر فوتسي FT-SE100:

وهو من المؤشرات الأكثر استعمالا للتعرف على حالة سوق رؤوس الأموال البريطانية واللفظة العامية فوتسي تعتبر اختصار للعبارة Financial Times-Stock Exchange. ويشمل هذا المؤشر 100 أهم سهم شركة بريطانية، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية.

خصائص هذا المؤشر:

حجم العينة المكونة للمؤشر	100	عدد لا يتغير
أوقات النشر اليومية	08:00 – 16:30	التوقيت المحلي
حساب المؤشر	في الوقت الفعلي	-
قيمة الأساس	1000 نقطة	حددت في1984/01/01

5-5 مؤشر نيكاي NIKKEI:

تسميته هي اختصار للعبارة Nikon Keizai Shimbun وهي وكالة معلوماتية مسؤولة على تسيير ونشر هذا المؤشر. ويشمل هذا الأخير 225 شركة يتم تداول أسهمها في بورصة طوكيو أما بالنسبة لطريقة حسابه فهي نفسها بالنسبة لمؤشر داو جونز.

خصائص هذا المؤشر:

حجم العينة المكونة للمؤشر	225	عدد لا يتغير
أوقات النشر اليومية	09:00 -11:00/13:00-15:00	التوقيت المحلي
حساب المؤشر	كل دقيقة	-
قيمة الأساس	ليس له أساس	يحسب على أساس السعر

هناك عدة مؤشرات يابانية معروفة على الساحة المالية نذكر من أهمها مؤشر Osaka Nikkei 225 والذي يعكس حالة بورصة أوزاكا كما تم وضع مؤشر جديد في أكتوبر 1993 وهو مؤشر Nikkei 300 والذي يحسب على أساس القيمة السوقية.

بالإضافة إلى هذه المؤشرات نجد مؤشرات أخرى لا تقل أهمية على المستوى العالمي أو المحلي من بينها: Nasdaq، Standard and Poor's، Hang Sang، Starts Times....الخ.

مراجع وهوامش المحور الثاني

[1] - حمد عبده مصطفى، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، ط. 1، 1998، ص.1.

[2]- Société Inter Bancaire de Formation (SIBF), **le Marché Financier**, Ouvrage Collectif, Algerie, 2000, p. 6.

[3] - رابح محمد العوبي، **الأسواق المالية المعاصرة**، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص. 21-23.

[4] - العديد من المصادر، أهمها:

- جبار محفوظ، **البورصة: التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية**، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة دكتوراه دولة، 1997، ص 36- 40.

- احمد بوراس، **أسواق رؤوس الأموال**، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003، ص 83-85.

[5] العديد من المصادر، أهمها:

- منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، 2002، ص 95 – 109.
- محمد عبده مصطفى، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، ط 1، 1998، ص 5-8.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص . 50-51.

[6] - محمد العبد الله، **السوق الثاني للشركات الصغيرة**، تاريخ الاطلاع: 2006/02/27، الموقع: www.saudistocks.com

[7]- العديد من المصادر، أهمها:

- عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص ص. 65-66.

- محمد الصالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص ص. 17-18.

[8] - جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتجيات**، الجزء الثاني، دار الهدى، الجزائر، 2001، ص. 460-461.

[9] S'introduire sur Euronext, https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/eu-11682_going_to_market_bro_insides_214-x-305_fr_021120v3.pdf

[10] - جبار محفوظ، 2017، **مرجع سابق**، ص. 236-237.

[11]- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص. 251.

[12]- Société de Gestion de la Bourse des valeurs, **la Négociation en Bourse**, Ouvrage collectifs, la bourse algérienne, Publication N°3, Décembre 1998, p. 22-25.

[13]- Société de Gestion de la Bourse des valeurs, **op cit**, p. 23.

[14]-العديد من المصادر، أهمها:

- محمد عثمان إسماعيل حميد، **مرجع سابق**، ص. 67-68.
- منير إبراهيم هندي، 2002، **مرجع سابق**، ص. 246-248.

[15]- العديد من المصادر، أهمها:

- جبار محفوظ، **مؤشرات البورصة: كيفية بنائها وتسييرها**، مجلة سوق المال، سوق مسقط للأوراق المالية، العدد 10، يناير /يوليو 1999، ص .47-49.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص . 252-261.
- محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص. 67-71.

[16] -اشتقاق الأسهم هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة في حقوق الملكية، وهو ما ينجم عنه انخفاض في قيمة السهم.

[17]- **Qu'est – ce qu'un indice** ? www.finance.wat.ch, pp. 3-6.

[18]- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **مرجع سابق**، ص. 271.

[19] -Qu'est – ce qu'un indice boursier? 03/12/2002. www.leleux.be .

[20] - Société de Gestion de la Bourse des valeurs, **op cit**, p. 25.

[21] -Exemples d'indices boursiers? www.finance.wat.ch .

[22] -MONEP = Marché des Options Négociables de Paris.

[23] -MATIF = Marché A Terme International De France.

المحور الثالث: الأسواق الآجلة

(أسواق المشتقات المالية)

يحتل موضوع المشتقات المالية حيزا استثماريا مهما على صعيد الأسواق العالمية، وتنبع أهمية هذا الموضوع كونه يعد أداة تستخدم في أكثر من غرض فمن جانب يمكن استخدامها لغرض التحوط من تقلبات الأسعار ومن جانب آخر يمكن استخدامها لجني العوائد من خلال المضاربة والمراجحة.

وقد ترسخت أهمية استخدام المشتقات المالية بوصفها جانبا استثماريا فعالا في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، إذ حظيت بقبول واسع وأصبحت من أهم المجالات الاستثمارية لجميع أنواع السلع والمعادن والأوراق المالية والتي يمكن تطبيق المشتقات المالية عليها.

وانطلاقا من أهمية موضوع المشتقات المالية سيتم من خلال هذا المحور التطرق إلى ماهية المشتقات المالية، المتعاملون فيه وأنواعها، وللتعرف عليها أكثر سنتطرق إلى أقسام أسواق المشتقات في الولايات المتحدة باعتبارها من أكبر الأسواق العالمية، كما سنخصص العنصر الأخير من المحور لتنظيم سوق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة.

أولا: ماهية المشتقات المالية

تمثل المشتقات إحدى التطورات الرئيسة في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه وقد سميت بأسواق المشتقات المالية.

لقد أطلق على المشتقات هذا الاسم نسبة إلى التعبير الرياضي الاشتقاق، والذي يعني اشتقاق متغير من متغير آخر، حيث أن هذه الأدوات المالية ليس لها قيمة في حد ذاتها، إنما تعتمد قيمتها على قيمة متغير آخر أصلي، وهذا المتغير الأصلي عادة ما يكون منتج أو سلع حقيقية أو أوراق مالية، أو عملات أجنبية، أو معادن نفيسة، أو مؤشرات مالية أو أسعار الفائدة.[1]

1- تعريف المشتقات المالية

وردت العديد من التعريفات للمشتقات، نذكر منها:

عرف بنك التسويات الدولية المشتقات المالية على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعارالأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول، كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار والعوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروريا. [2]

وقد عرفت أيضا على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع .... ومن أبرز اشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.[3]

كما تم تعريفها على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وهي تتعلق بعمليات والتزامات خارج الميزانية.[4]

فمن خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص مفهوما شاملا للمشتقات المالية وهو أنها عبارة عن عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي لا تتطلب استثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد. تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد ولذلك سميت بالمشتقات.

يتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وكذا الزمن الذي يسري فيه العقد، بالإضافة الى تحديد الشيء محل العقد الذي قد يكون سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار أو مؤشر ائتماني.

2- خصائص المشتقات المالية

تتسم المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى وفيما يلي أهم تلك الخصائص:[5]

- **التعقيد:** نظرا لأن معظم عقود المشتقات تتم صياغتها طبقا لحاجة المتعاملين فإن تنوع تلك المشتقات المالية واختلاف أساليب تقييمها، وهل يمكن تحقيق الأهداف المرجوة منها ام لا، يحمل في طياتها صعوبة فهم تلك العقود أو إتمام العمليات الحسابية وعمليات المراجحة الخاصة بها.
- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** حيث جرى التطبيق العلمي على اثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدتها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة وهذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.
- **السيولة:** بعض المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية. إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.
- **نقل المخاطر:** الميزة الرئيسية للمشتقات هو أنها يمكنها نقل المخاطر من مستثمر إلى آخر. وفي الواقع فإن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموما لا يتم توزيعها وفقا لتوقعات المشاركين.
- **الرفع:** يقوم الرفع على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محددة ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطا وثيقا حيث يمكن لمستخدم المشتق المالي أن يحققا أرباحا عالية مقابل

استخدام مبالغ محدودة، غير أنه تجدر الإشارة الى أن هناك جانبا سلبيا للرفع والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها عقود المشتقات.

- **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا الى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لايواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، اذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.
- **المخاطر الناشئة عن التعامل في المشتقات:** يتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطرة الشديدة نظرا لارتفاع درجة المخاطر التي تحيط بأسعارها كونها تعتمد على التنبؤ بالمستقبل أساسا للاستثمار.

ثانيا: المتعاملون في أسواق المشتقات المالية

يقسم المتعاملون في المشتقات المالية إلى تسعة فئات وهي:[6]

- **المضاربون:** وهم الذين يتعاملون بالمشتقات المالية من خلال المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك تستخدم المشتقات من جانب المضاربون لمحاولة تحقيق مكاسب، وتتعلق معظم المشتقات المقتناة لأغراض المضاربة بالمتاجرة بالمبيعات، وأخذ المراكز، وموازنة أسعار الصرف.
- **المتحوطون:** وهم الفئة الثانية الذين يكون جل اهتمامهم هو تخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، لذلك يلجؤون للتحوط من تقلبات الأسعار من خلال إبرام عقود مستقبلية.
- **المراجحون:** فئة تظهر عندما يكون هناك فرق بين قيمة أصل معين بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.
- **الشركات:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تلجأ إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار بالفائض النقدي، وتدخل الشركات في سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، كذلك من أجل الحصول على أرباح إضافية (حوالي 50% من ارباح للشركات ناتجة عن المضاربة المالية). في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه الشركات فهي عملية خارج قائمة المركز المالي وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات الشركات.
- **صناديق المعاشات:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها لحماية العائد على الاستثمار في السندات، وذلك من أجل تأمين محفظة الأوراق المالية ضد التعرض لمخاطر السوق.

- **الشركات العقارية:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، من خلال بيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دينا في ذمة الشركة.
- **تجار التجزئة:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية، تستخدمها بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
- **المصدرون والمستوردون:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها ضد تقلبات سعر الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.
- **بنوك الاستثمار:** وهي أيضا فئة من المتعاملين في المشتقات المالية تستخدمها بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية، حيث يبدوا أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.

ثالثا: الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية

تتعدد المشتقات المالية لدرجة يصعب معها حصر كل عقودها فكل يوم تأتي الهندسة المالية بما هو جديد، وأكثر تعقيد في عالم المشتقات، ولكن بالرغم من ذلك هناك مجموعة عقود تعتبر الأكثر انتشارا وشيوعا وتأثيرا في مجال المشتقات، وهي:[7]

1- عقود الخيارات Options

هي عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما بيعا أو شراء لقدر معين من أصل مالي في تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحرير العقد، ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه، ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش لدى بيت السمسرة التي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للأصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة. وقد قسمت بعض الدراسات عقود الخيارات إلى ثلاثة أنواع:

- خيار الشراء الذي يعطي الحق لمالكه بشراء أي من الموجودات المالية.
- خيار البيع الذي يعطي الحق لمالكه في بيع الموجودات المالية لمحرر الخيار .
- خيار مزدوج الذي يعطي الحق لمالكه بأن يكون بائعا أو مشتريا للموجودات المالية.

2- العقود الآجلة Forward Contract

هي عقود بين طرفين أساسين إما لبيع أو لشراء أصل معين وبتاريخ معين في المستقبل، وتستخدم البنوك والمستثمرون هذه العقود لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الايرادات والنفقات المستقبلية. وتتميز هذه العقود بأنها عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتناسب

وظروف كل منهما ولا يوجد لها سوق ثانوية ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة، ويتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته.

3- العقود المستقبلية Futures Contracts

العقود المستقبلية تعرف على أنها التزام تعاقدي نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين، بسعر معين، وبتاريخ معين في المستقبل. وتختلف عن العقد الآجل بكونه متاح للتداول في البورصة. ويعتبر العقد ملزما لكلا الطرفين وعادة يضمنه بيت التسوية أو المقاصة. وتستخدم العقود المستقبلية في نقل خطر تغير الأسعار إلى طرف آخر مقابل أجر، بجانب إمكانية استخدامها في المضاربة.

4- عقود المبادلات Swaps

هي التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد. ويرى البعض أن أنشطة المبادلات تنطوي بشكل عام على مبادلة مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية أو معدلات الفائدة أو كليهما بين مقترضين أو أكثر، وذلك من خلال تحويل تيار من التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل والذي يتسم بخصائص معينة إلى تيار آخر من التدفقات النقدية في المستقبل يتسم بخصائص أخرى مختلفة. ويتم تصميم عقود المبادلات بحيث تفي باحتياجات طرفي العقد وبمعرفة أحد الوسطاء ولا يتم تداول هذه العقود في أسواق مالية منظمة.

رابعا: أسواق المشتقات المالية في الولايات المتحدة

أسواق المشتقات هي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلات، بغرض إدارة المخاطر المتعلقة بالأسهم والسندات، أسعار الفائدة، المؤشرات، العملات وغيرها من الأدوات، غير أنه سرعان ما أصبحت تلك العقود تستعمل كأدوات استثمار شأنها شأن المنتجات المالية المعروفة كالأسهم والسندات، حيث أصبح المتعاملون يحققون عائدا من وراء تداولها فيما بينهم. ومع زيادة المخاطر وتنوعها ازدادت الحاجة إلى عقود المشتقات، وبتوسع استعمالها ظهرت ضرورة تخصيص سوق لكل نوع من تلك الأدوات، ومن هنا ظهرت وازدهرت أسواق المشتقات المالية في العديد من الدول، وللتعرف أكثر على أسواق المشتقات سنتطرق لهذه الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية.

1- أهم أسواق المشتقات في الولايات المتحدة

وتتمثل في:[8]

- **أسواق الخيارات**: إن التنظيم والإشراف والرقابة على أسواق الخيارات يتم بتعاون هيئتين قويتين هما: لجنة تداول الأوراق المالية SEC، واللجنة المسماة Commodity Futures Trading Commission والمعروفة

اختصارا بـ CFTC. إذ تشرف الأولى على أسواق الخيارات على الأسهم، بينما تشرف الثانية على أسواق الخيارات على عقود المستقبليات. وتسهر اللجنتان على تطبيق القوانين ومدى توفر الضمانات لدى المتعاملين في تلك الأسواق كما تسهر على تفادي الاحتيال والغش في العقود وكذا التلاعب بالأسعار.

- **أسواق عقود المبادلة:** وتستعمل بكثرة في التغطية من مخاطر تقبات أسعار الفائدة، وكذا مخاطر تقلبات أسعار الصرف بين العملات. ومثلها في ذلك مثل بقية المشتقات، تتميز سوق عقود المبادلة بمخاطر الأطراف المتعاقدة، الأمر الذي جعل دور الوسطاء، لا سيما بنوك الاستثمار وكبريات البنوك التجارية، ضروريا لتوفير السيولة في هذه الأسواق والتقليل من هذه المخاطر، لتوفر تلك المؤسسات المالية على قاعدة بيانات ضخمة حول القدرة التسديدية للمتعاملين في الأسواق المالية والمتعاقدين في أسواق المشتقات.
- **أسواق العقود الآجلة:** من أهم العقود المتداولة في أسواق العقود الآجلة الأمريكية العقود الآجلة على أسعار الفائدة، وهي عقود آجلة مرتبطة بأداة من آدوات الدين، أي تؤدي إلى عملية بيع لإحدى تلك الأدوات، يتصف كل عقد بما يلي:
  - تحديد أداة الدين التي سيتم تسليمها في تاريخ محدد مسبقا؛
  - مبلغ تلك الأداة التي ستسلم؛
  - السعر (سعر الفائدة) عند التسليم؛
  - تاريخ تسليم الأداة، وبالطبع تسديد ثمنها.

وعلى الرغم من المرونة التي تتميز بها العقود الآجلة إلا أنها تعاني من العديد من المشاكل التي قللت نسبيا من استعمالها ومن أهمها:

- أنه يصعب في بعض الأحيان إيجاد الطرف الآخر للصفقة، حيث يلعب الوسطاء دورا أساسيا في البحث عن الأطراف المناسبة لكل صفقة؛
- أن هذه العقود قد تؤدي إلى مخاطر عدم التسديد أو التوقف عن التسديد، في حال تطور الظروف في غير صالح مشتري العقد.

- **أسواق العقود المستقبلية:** تطورت بصورة ملحوظة في بورصة شيكاغو منذ 1975، وجاء تطورها في إطار تجاوز أو التخفيف من نقائص أسواق العقود الآجلة، لا سيما فيما يتعلق بمشاكل السيولة والتوقف عن التسديد. من الأمثلة عن أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة نجد:

Chicago Board of Trade

Chicago Mercantille Exchange

N. Y. Futures Exchange

Mid America Commodity Exchange

Kansas City Board of Trade

إذ تتنافس هذه الأسواق بشراسة فيما بينها لتتصدر الطليعة وتفوز بأكبر عدد ممكن من الصفقات على المستقبليات المختلفة.

2- تنظيم سوق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة[9]

أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية هي تنظيمات تطوعية لا تهدف إلى تحقيق الربح. أعضاء السوق هم من السماسرة والمضاربون الذين لهم مقاعد فيه، والذين من حقهم وحدهم التعامل على العقود المقيدة بذلك السوق. ويشترك الأعضاء في اللجان التي تدير نشاط السوق، كما ينتخبون مجلس إدارة السوق، الذي يقوم بدوره باختيار من يقع على عاتقهم مسؤولية الإدارة، وهكذا فإنه إذا كان السوق في حد ذاته ليس منظمة تستهدف تحقيق الربح، فإنه يتيح لأعضائه الفرصة لتحقيق الأرباح، طالما أن التعامل في العقود المتداولة في السوق قاصرا عليهم وحدهم. هذا، وتمثل رسوم العضوية جانبا من مصادر تمويل نشاط السوق، أما الجانب الآخر فيتم تغطيته من الرسوم على العقود التي يتم إبرامها. مع ملاحظة أن أسواق العقود المستقبلية، شأنها في ذلك شأن أسواق عقود الخيارات، لا تخلق أو تضيع ثروة، فمكاسب طرف هي خسائر طرف آخر.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية يقع على عاتق لجنة أو هيئة تداول العقود المستقبلية للسلع Commodity Futures Trading Commission (CFTC)، مسؤولية وضع الأحكام والقواعد العامة المنظمة لأعمال أسواق العقود المستقبلية ومتابعتها، كذلك فإن لإدارة السوق صلاحيات تنظيمية داخل السوق ذاته، بشرط ألا تتعارض مع الأحكام العامة التي تضعها لجنة تداول العقود المستقبلية. فإدارة السوق التي تضع القواعد المنظمة لنشاط الأعضاء، وقواعد ونظم وإجراءات التعامل في العقود وتصميم العقود، إلى جانب الرقابة المستمرة على التداول، بهدف الحد من التلاعب، والكشف عن التصرفات غير الأخلاقية التي قد تقع، بل وايقاف التداول إذا لزم الأمر. كما يقع على عاتق الإدارة أيضا، تنظيم أرض البورصة، وتحديد المواقع المخصصة للتعامل على العقود المقيدة فيها.

في كل بورصة عقود يوجد عدد من غرف التداول يخصص كل منها للتعامل في العقود على سلع معينة. وفي كل غرفة يوجد عدد من الأماكن يلتقي فيها المتعاملين من أعضاء السوق، حيث يخصص مكان لكل نوع من العقود، ويطلق على هذا المكان الحلبة وهي مساحة على شكل دائرة تحاط بسلم متصل بمنتصف الحلبة، بحيث يكون المتعاملون (المشترون مثلا) الذين يقفون على سلم ما في مواجهة متعاملين آخرين (البائعين) يقفون على سلم آخر أو في وسط الحلبة. وعادة ما يجتمع المتعاملون على العقود التي تنفذ في شهر معين، في مكان واحد في الحلبة، ويتم الاتصال بين الفريقين إما من خلال المخاطبة بالصوت أو بحركات على اليد متعارف عليها بينهم.

ويوجد على حائط غرفة التعامل لوحة إعلانات إلكترونية للإعلان عن الصفقات التي أبرمت، كما توجد أماكن لوسائل الاتصال، أماكن للكتبة الذين تقع عليهم مسؤولية إبلاغ بيت المقاصة والتسوية عن الصفقات التي أبرمت، وكذا إبلاغ شركة السمسرة المختصة بإتمام إبرام العقد، والسعر الذي أبرم على أساسه. هذا وعادة ما يقوم بيت السمسرة بدوره بإبلاغ العميل بتلك المعلومات خلال فترة زمنية تتراوح ما بين 5 دقائق و30 دقيقة منذ اتمام الصفقة، كما يقع على الكتبة أيضا مسؤولية إبلاغ بيانات الأسعار التي أبرمت على أساسها العقود لكافة بورصات العقود العالمية.

وتجدر الإشارة إلى أن التعامل في العقود المستقبلية لا يقتصر على ما يجري على الحلبة، إذ هناك أيضا ما يسمى بالتداول الالكتروني الذي اخذت به العديد من أسواق العقود المستقبلية، ليناسب كل من يرغب في التعامل في العقود المستقبلية مهما كان موقعه على خريطة العالم. وما على المتعامل إلا أن يدخل الأمر في النظام حيث يظل قائما إلى أن ينفذ، أو يجرى عليه تعديل، أو يسحب كلية. أما إذا بقى الأمر في النظام حتى بلوغ العقد اليوم الأخير المقرر لتداوله، حينئذ ينفذ بأفضل سعر ممكن.

3- تنظيم تداول عقود الخيارات في الولايات المتحدة[10]

يعود تاريخ ظهور عقود الخيارات إلى الأربعينات من القرن التاسع عشر، حيث كانت تتداول في الأسواق غير المنظمة، ففي مدينة نيويورك كانت تتداول عقود الخيارات على الذرة والدقيق، وغيرها من السلع الزراعية، وذلك من خلال شركات السمسرة. وفي العقد الأول من القرن العشرين قامت مجموعة من شركات الاستثمار بتأسيس اتحاد سماسرة عقود الخيارات، ليكون الكيان المنظم لشؤون الأعضاء وشؤون التداول. أما الدور الذي يلعبه التاجر أو السمسار ، بوصفه عضو في الاتحاد فهو دور الوسيط بين مشتري العقد ومحرره، ونادرا ما يبدي التاجر استعداده لأن يلعب بنفسه دور المشتري أو المحرر.

أما كيفية تنفيذ عملية الوساطة فتتم من خلال إعلان التاجر أو السمسار في الصحف المتخصصة، عن استعداده لإبرام الصفقات، أي استعداده لمساعدة الأطراف (مشتريين ومحررين) على التفاوض والوصول في النهاية إلى اتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، وسعر التنفيذ، ومقدار المكافاة. بعبارة أخرى اتاحة الأسواق غير المنظمة امكانية تفصيل العقود على احتياجات طرفيها. غير أن تفصيل العقود بما يلائم طرفيها، جعلها عقود شخصية، قد لا تناسب غيرهم من المستثمرين، الأمر الذي أصاب السوق بضعف في السيولة.

وفي أفريل 1973 أنشىء في مدينة شيكاغو أول سوق منظم للتعامل في عقود الخيارات، أطلق عليه بورصة شيكاوغو لتداول الخيارات Chicago Board Options Exchange. وقد عملت تلك الأسواق منذ نشئتها على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق غير المنظم، بشكل جعل التعامل عل عقود الخيارات سهلا ويسيرا، فبالاضافة إلى قصر نشاطها على العقود التي تبرم على أسهم الشركات المعروفة، فقد أدخلت إدارة البورصة تعديلات شملت مجالين: تنميط شروط التعاقد، وتحديد المسؤولية عن الصفقات من خلال إنشاء مؤسسة تسوية

عقود الخيارات، وقد استهدفت تلك التعديلات في المقام الأول تحسين سيولة العقد، مما يتيح لحامله سرعة التصرف فيه بأقل تأثير ممكن على قيمته السوقية.

لجنة الأوراق المالية والبورصة هي المسئولة عن تنظيم التعامل في الأسواق الحاضرة، وهي ذاتها المسئولة عن تنظيم عقود الخيارات على الأسهم الفردية، والعقود على مؤشرات الأسهم، والعقود على العملات. أما لجنة التعامل في العقود المستقبلية على السلع (CFTC) فيقع على عاتقها تنظيم التعامل في عقود الخيارات على العقود المستقبلية. هذا إضافة إلى مسئولية ملقاة على الجهة المختصة بالتشريع في الولاية التي يقع السوق في نطاقها. كل ذلك إلى جانب وجود جهات أخرى تضطلع بالتنظيم الذاتي لنشاطها مثل مؤسسة تسوية عقود الخيارات OCC، والاتحاد الأهلي لتجار الأوراق المالية NASD.

أما طبيعة المسئولية الملقاة على تلك الجهات، فهي وضع التشريعات المنظمة للعمل وتلك التي تسهم في الحد من التصرفات التي من شأنها أن تؤثر على ثقة المتعاملين في السوق. فضلا عن مسئوليتها عن مراجعة مشروعات العقود الجديدة المزمع قيدها لأول مرة، وأيضا مراجعة شروط القيد، وحدود المراكز ... وغير ذلك.

بالنسبة لعضوية السوق، فكما هو الحال في الأسواق الحاضرة، يوجد في أسواق عقود الخيارات سماسرة الصالة، وتجار الصالة. كما قد يوجد ما يسمى بتجار الخيار المسجلين، والمتخصصين، ومسؤولي دفتر الأوامر أو سماسرة البورصة. ويضطلع سماسرة الصالة Floor Brokers بتنفيذ الأوامر لصالح عملاء بيوت السمسرة. وقد يعمل السمسار لحساب بيت سمسرة واحد يدفع له رسوم شراء المقعد الذي يحصل عليه على أرض البورصة، كما قد يدفع السمسار قيمة الرسم من أمواله الخاصة، وبالتالي يكون له الحق في تقديم الخدمة لأي بيت من بيوت السمسرة. أما تجار الصالة Floor Traders فيتعاملون لحسابهم الخاص فقط، وذلك في محاولة لاغتنام فرصة وجود عقد يتداول بسعر أكبر أو أقل مما ينبغي أن يكون عليه. وتنفرد بورصة فيلادلفيا PHLX والبورصة الأمريكية AMEX في تعاملها في عقود الخيارات، من حيث وجود ما يسمى بتجار الخيار المتخصصين Specialistes. ويتعامل التاجر المسجل لحسابه الخاص، كما يمكن أن يمارس دور السمسار، غير أنه غير مصرح له بممارسة نشاط المتخصص أو صانع السوق.

مراجع وهوامش المحور الثالث

[1] فاطمة سيد عبد القادر حسنين، **المشتقات المالية والأزمات المالية**، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2017، ص 18.

[2] سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطرودورالهندسة المالية في صناعة أدواتها**، دار النشر للجامعات، الإسكندرية 2005، ص. 59 60.

[3] أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص. 212.

[4] هشام فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيزعلى استر اتيجيات الخيارات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص. 23.

[5] عيساوي سهام، **دورتداول المشتقات المالية في تمويل أسواق راس المال -دراسة حالة سوق راس المال الفرنسي-**، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، ص. 37-40.

[6]- علي عبد الغاني اللايذ وآخرون، **مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث، جوان 2015، ص 46-47.

[7] - عادل رزق، **إدارة الأزمات المالية العالمية: منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق**، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2010، ص. 52-70.

[8] - جبار محفوظ، الجزء الثاني، 2017، **مرجع سابق**، ص. 179-182.

[9] - منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، الجزء الثاني، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص. 112-115.

[10]- منير ابراهيم هندي، **إدارة المخاطر: عقود الخيارات**، الجزء الثالث، منشأة المعارف، مصر، 2007، ص. 55-63.

المحور الرابع: أسواق رأس المال الدولية

تلعب أسواق رؤوس الأموال الدولية دورا هاما في تمويل الأنشطة والعمليات الدولية من صادرات وواردات وخدمات مالية داخلية كالقروض الموجهة للشركات الوطنية. ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد لها، بل هي عبارة عن مجموعة من المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة. فهي تمثل ذلك المجال الذي يتم فيه مبادلة وتداول الأصول النقدية والمالية ذات البعد الدولي، سواء كانت طويلة الأجل كالأسهم والسندات الدولية أو قصيرة الأجل كالأوراق التجارية الأوروبية أو حتى في شكل أصول بنكية كالودائع والقروض بالعملات الأجنبية. ولقد عرفت تلك الأسواق تطورا هائلا منذ ثمانينيات القرن الماضي، حيث أصبح التمويل الدولي في شكل إصدارات مالية أو قروض بنكية ضرورة حتمية بعد تسارع وتيرة العولمة وانتشار ظاهرة التحرير المالي، فتنوعت بذلك تقنيات التمويل الدولية وتعددت المنتوجات المالية المناسبة وتزايدت أحجام التعامل عليها.

كما فتحت هذه الأسواق مجالا واسعا أمام المضاربين نتيجة للأرباح المحققة من عملية المراجحة ما بين هذه الأسواق، خاصة وأنها لا تخضع إلى قيود حكومية كما هو الحال في الأسواق المالية الوطنية. فزاد ذلك من حجم التدفقات المالية في هذه الأسواق بشكل هائل، فاق في كثير من الأحيان حجم المعاملات التجارية الدولية.

ولقد كانت الرغبة في تغطية المخاطر (كخطر عدم التسديد وتغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف) وراء موجة من الابتكارات والإبداعات المالية في أسواق رأس المال الدولية. هذه الموجة أدت إلى ظهور نظام مالي جديد أكثر اندماجا على المستوى العالمي، وبذلك أصبح من المعقد التمييز ما بين الأسواق المالية المحلية والدولية، كما أصبح من الصعب وضع حدود فاصلة ما بين أقسام أسواق رأس المال الدولية. ومن المتعارف عليه أن أسواق رأس المال تنقسم إلى فرعين: أسواق النقد وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل، والأسواق المالية التي يتم فيها تداول المنتوجات المالية متوسطة وطويلة الأجل. لكن نظرا لتداخل العمليات والأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية يلجأ معظم الباحثين من الناحية النظرية إلى تخصيص لكل أداة سوق منفصل كسوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية.

أولا: سوق العملات الأوربي Eurocurrency Market

في البداية تجدر الإشارة إلى أن صفة "أوربي" هنا هي إلى حد ما اسم على غير مسمى حيث تستخدم مع العملات لتشير أساسا إلى أنها معاملة تمت بعملة معينة خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية. لذلك يستعمل مصطلح Eurocurrencies للتعبير عن العملات الأجنبية المودعة لدى بنك يتواجد خارج البلد الأصلي لتلك العملة، فالدولارات الأوربية هي ودائع بالدولار لدى البنوك المتواجدة خارج الو.م.أ. وتعرف البنوك التي تعمل على قبول هذه الودائع وإقراضها للمحتاجين لأرصدة بالعملة الأجنبية ب Euro banks. ومن الملاحظ أن جنسية صاحب الوديعة أو البلد الأصلي للبنك لا تأخذ بعين الاعتبار، فمستثمر أمريكي يضع وديعة بالدولار لدى أحد فروع البنوك الأمريكية

في لندن يخلق دولارا أوربيا، لأن الفوائد التي سوف يتحصل عليها مقابل وديعته تحدد حسب ميكانزمات السوق وهي غير خاضعة للقوانين والتنظيمات الأمريكية[1].

ورغم أن مصطلح الدولار الأوربي يعتبر مضللا لأن السوق ليست مقتصرة على أوروبا فحسب بل تتعداها إلى جميع أنحاء العالم، كما أن السوق لا يتعامل بالدولار فقط بل بعملات أجنبية أخرى كالين الياباني والفرنك السويسري وغيرها، فقد استمر استخدام اللقب الاستهلالي "أورودولار" في معظم الأحاديث عن هذه الأسواق، وهذا راجع إلا كون سوق العملات الأوربية في بدايتها ظهرت في شكل سوق للدولار الأوربي.

1- تعريف سوق العملات الأوربي

سوق العملات الأوربي يضم الودائع والقروض بعملة معينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة، سواء كانت هذه الودائع والقروض من قبل غير المقيمين (وهو ما يمثل تدويل العملة الوطنية) أو المقيمين (وهو ما يمثل لامكانية délocalisation العملة الوطنية)[2]. فهو ناجم إذن عن اختلاف بين العملة التي يتم بها الإيداع أو الإقراض والدولة التي يتمركز فيها البنك. وعليه يمكن تعريف سوق العملات الأوربية على أنه: "مجموع معاملات الإقراض والاقتراض بعملات أجنبية أخرى غير عملة الدولة التي يتواجد فيها البنك الذي يقوم بهذه العمليات"[3]. وهو بذلك يتمثل في مجموع البنوك التي تقبل ودائع وتمنح قروض بالعملات الأجنبية وغالبا ما تكون بالدولار، وتضم هذه السوق فرعين:[4]

- سوق النقد الأوربي Euro Money Market: وهو سوق الإقراض والاقتراض قصير الأجل، والذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي لا تتعدى أجالها 18 شهرا.
- سوق الائتمان الأوربي Euro credit Market: ويتعلق بالمعاملات التي تتجاوز 18 شهرا أي المعاملات متوسطة وطويلة الأجل.

مع العلم أنه حتى تصبح عملة ما إحدى العملات الأوربية المتداولة عليها أن تستوفي عددا من المعايير، وهي:[5]

- أولا: يجب أن يكون عليها طلب كبير من قبل المشتركين في التجارة الدولية والتمويل، ويجب أن تكون قابليتها للتحويل لعملات أخرى كاملة.

- ثانيا: هذه العملة يجب أن تكون بحيازة مستثمرين غير مقيمين، فأمريكي يتواجد بباريس يعتبر غير مقيم في و.م.أ وبذلك فهو يملك دولارا أوروبيا.

- وأخيرا: حتى تتخذ عملة ما صفة "أورو" يجب أن تودع لدى بنك يمارس نشاطه خارج بلد تلك العملة، وأن يكون البنك قادرا على تحويل ملكية الودائع في سجلاته من مستثمر إلى أخر، مما يوفر إمكانية التحويل الحر للعملات ما بين غير المقيمين.

2- نشأة سوق العملات الأوربي

يعود ظهور سوق العملات الأوربي إلى سنوات الخمسينات من القرن الماضي، حيث ظهر في شكل سوق للأورودولار، وقد كان هناك دافع سياسي وراء ظهوره فأثناء الحرب الباردة خشيت الدول الاشتراكية من احتمال تعرض ودائعها لدى البنوك الأمريكية للتجميد، فقامت بتحويلها إلى فرعين أوربيين للبنوك السوفيتية، أحدهما بلندن وهو Moscow Narodny Bank والآخر بباريس la Banque Commerciale de l'Europe de l'est (BCEN) وبما أن هذه الودائع كانت بالدولار وتم إيداعها لدى بنوك أوربية استخدم مصطلح أورودولار للتعبير عن هذا النوع من الودائع.

كما ساهمت العديد من العوامل الاقتصادية في تطور هذا السوق، أهمها:[6]

- الإجراءات المتخذة من قبل السلطات البريطانية في 1957 والقاضية بمنع البنوك البريطانية من إقراض الجنيه الإسترليني لغير المقيمين، فلجأت إلى إقراضهم بالدولار وبالتالي توجب عليهم للحصول على تمويل قبول ودائع بالدولار.

- الرجوع إلى قابلية التحويل في 1958 والذي ترجم في شكل حذف للقيود المفروضة على المعاملات الجارية والعمليات على رأس المال، وهو ما سمح باندماج أكبر بين الأسواق المالية وإجراء عمليات إقراض واقتراض بعملة أخرى غير العملة المحلية.

- العجز الكبير في ميزان المدفوعات الأمريكي الراجع إلى التوسع في بناء القواعد العسكرية وبرامج المساعدات للدول النامية الحليفة لأمريكا، والحرب الكورية، وبعدها الحرب الفيتنامية، إضافة إلى انعدام القيود على التحويلات الخارجية، وعامل قبول الدولار كعملة احتياطية دولية موثوق بها، مما دفع السلطات النقدية الأمريكية سنة 1960 إلى اتخاذ بعض الترتيبات للحد من تدفق رؤوس الأموال الأمريكية للخارج والتي أطلق عليها (Regulation Q). حيث قام البنك الاحتياطي الفدرالي بتحديد سقف أعلى لمعدلات الفائدة الممنوحة من قبل البنوك على الودائع لأجل، ومنعها من تقديم فوائد على الودائع تحت الطلب وهو ما قلص من مصادر تمويل البنوك الأمريكية فلجأت إلى الاقتراض من سوق العملات الأوربية لتعويض الودائع التي سحبت منها.

- لجوء السلطات النقدية الأمريكية سنة 1962 إلى فرض ضريبة على مشتريات المقيمين الأمريكيين من أوراق مالية أجنبية عن طريق فرض ضريبة تعادل الفائدة Interest Equalization Tax (IET) والذي تم إلغاءه في 1974، نتيجة لذلك ومن أجل تفادي الضريبة لجأت بنوك الأعمال الأمريكية إلى إصدار سندات بالدولار خارج الو.م.أ عن طريق فروعها في لندن، وقد شجع الإقبال على هذه السندات في السوق الأوربية على إصدار سندات بعملات دولية أخرى.[7]

- دائما في إطار التخفيف من عجز الميزان التجاري الأمريكي، قررت السلطات الأمريكية وضع برنامج ابتداء من فيفري 1965 طال الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الخارج وهو برنامج Foreign Crédit Restreints والذي عرف بمخطط جونسون والذي وضع حدا أقصى لقروض الاستثمار الأجنبي الممنوحة من قبل البنوك الأمريكية.[8]

ورغم أن أغلب القيود الأمريكية والبريطانية زالت إلا أن السوق بقيت وتوسعت أكثر لتشمل قروض وإصدارات بالعديد من العملات، كما شهدت دفعة قوية إثر ارتفاع أسعار البترول في سنوات 1973-1974 ثم 1979، والتي ساهمت في تحويل كميات كبيرة من الثروة من الدول المستوردة للبترول للدول المصدرة له، حيث طالبت هذه الأخيرة أن تكون المدفوعات غالبا بالدولار، مما أجبر الدول المستوردة إلى اللجوء إلى سوق الدولار الأوربي للتزود بالدولارات اللازمة لدفع فاتورة البترول. في حين أخذت كميات كبيرة من الأرصدة المتراكمة لدى الدول المصدرة تتجه نحو سوق الدولار الأوربي الذي كان يوفر عائد جذاب وقد أطلق على هده الدولارات مصطلح Pétrodollars وأصبحت عملية استلام دولارات البترول من دول الأوبك كودائع ثم إقراضها للدول المستوردة للبترول تعرف بعملية تدوير الدولارات البترولية.

بالإضافة لما سبق توجد العديد من الأسباب الأخرى التي ساهمت في تطور هذا السوق، من بينها ظهور الشركات متعددة الجنسيات، وعدم قدرة الأنظمة المالية المتبعة على توفير احتياجات الاقتصاد الدولي من رؤوس الأموال، بالإضافة إلى القوانين الصارمة وارتفاع تكاليف الاستثمار في الأسواق المحلية، مما دفع برؤوس الأموال إلى البحث عن مصادر للاستثمار ذات عائد أعلى وتكلفة أقل.[9]

وتجدر الإشارة إلى أنه استخدمت العديد من المصطلحات أكثر شمولية للإشارة إلى سوق العملات الأوربية مثل Xénodevises وأخرى أكثر تحديدا حاولت الإشارة إلى مصدر رأس المال مثل Pétrodollars كما سبق الإشارة إلى ذلك، وAsia-dollars بعد أن توسع السوق ليشمل دول جنوب شرق آسيا ابتداء من 1969، إثر السماح للبنوك التجارية في سنغافورة بقبول ودائع بعملة أجنبية بدأ السوق في التطور في تلك المنطقة. ومصطلح narco-dollars للإشارة إلى رؤوس الأموال الناجمة عن تجارة المخدرات. إلا أن العادة جرت على استخدام صفة "أورو" للدلالة على هذه السوق وبقي مصطلح العملات الأوربية الأكثر شيوعا.[10]

3- تطور نشاط سوق العملات الأوربي

شهدت نشاطات أسواق العملات الأوربية تطورا ملحوظا، بحيث أصبحت تشكل جزءا مهما من النظام النقدي الدولي، وتوسعت لتشمل عملات دولية رئيسية قابلة للتحويل مثل المارك لألماني، والفرنك السويسري، والجنيه الإسترليني والين الياباني...وغيرها. وامتد نشاط هذه الأسواق جغرافيا إلى خارج أوربا حيث توجد أهم مراكز هذه الأسواق في كل من نيويورك ولندن ولوكسمبورج وفرانكفورت وزيوريخ وباريس وبروكسل وأمستردام وتورنتو وجزر البهاما، وكذلك في كل من طوكيو، وسنغافورة وهونغ كونغ وحتى في البحرين.

أما بالنسبة إلى حجم الودائع بالعملات الأجنبية فقد قفز من مليار دولار سنة 1959 إلى حوالي 1181 مليار دولار سنة 1980، ليتضاعف بأكثر من تسع مرات خلال عشرين سنة، حيث قدر سنة 2000 ب 10779 مليار دولار. والجدير بالملاحظة أن أهمية الدولار في معاملات أسواق العملات الأوربية قد تراجع من 81% سنة 1984 إلى 42% سنة 2000، ليمثل 55% من إجمالي الودائع بالعملات الأوربية سنة 2005 والتي قدرت ب 19870 مليار دولار. ومع هذا التوسع في حجم المعاملات فقد توسع بالمقابل عدد البنوك والمؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق فعلى سبيل المثال شهدت لندن تزايدا في عدد المؤسسات المالية الأجنبية من 163 بنك أجنبي في 1970 إلى 383 في 1980 لتصل إلى 482 بنك أجنبي 1989.[11]

4- خصائص سوق العملات الأوربي

يتميز التعامل في أسواق العملات الأوربية بعدد من الخصائص، الآتي ذكرها:[12]

- تعتمد البنوك الأوربية على موارد قصيرة الأجل لتمويل قروض متوسطة وطويلة الأجل، فموارد هذه السوق تتمثل أساسا في ودائع لأجل وشهادات إيداع لا تتجاوز آجالها عادة السنة، وأكثرها شيوعا تستحق كل ثلاثة أو ستة أشهر. والملاحظ أن ودائع الخواص لا تمثل سوى نسبة قليلة من إجمالي الودائع، لذلك تعتمد البنوك على ثلاثة مصادر أساسية للحصول على ما تحتاجه من موارد مالية، وتتمثل في:

  - خزينة المؤسسات، التي تجد في سوق العملات الأجنبية مصدر توظيف قصير الأجل مربح وغير مراقب،
  - احتياطات الصرف للعديد من الدول التي تفضل الاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة نسبيا في سوق العملات الأوربية،
  - عمليات التغطية لمخاطر الصرف مثل المبادلات.

  أما استخدامات الأموال في هذه السوق فهي تأخذ أربعة أشكال:

  - قروض مرتبطة بعمليات التغطية لمخاطر الصرف،
  - تمويل المبادلات التجارية الدولية،
  - تمويل بعض الاستثمارات المحلية والتي قد تتطلب عملة أجنبية، كأن تلجأ مؤسسة إلى الاقتراض بعملة أجنبية للاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة مقارنة بأسعار الفائدة على القروض بالعملة المحلية،
  - تمويل قروض متوسطة وطويلة الأجل والتي عادة ما تأخذ شكل قروض مجمعة.

- تتميز هذه السوق بأنها لا تخضع لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول، وهي بهذا تمثل وضع منطقة حرة "offshore" والتي تقع دائرة عملها خارج الحدود الإقليمية للدولة صاحبة العملة المتداولة.

- إن التعامل في هذه السوق يتم بالدرجة الأولى بين المصارف نفسها، لذلك يعتبر سوقا دوليا لما بين البنوك، فقد لا يحصل البنك على طلبات قروض مقابل كل الودائع التي قبلها، كما قد لا يمتلك مبالغ كافية لمواجهة طلب قرض من أحد عملائه، لذلك فهو يلجأ إلى إقراض الفائض للبنوك المحتاجة لرؤوس الأموال، كما قد يلجأ إلى اقتراض ما يحتاجه من البنوك ذات الفائض. وقد تتكرر عملية تحويل الودائع من مصرف لآخر، ومن فرع لآخر، وحتى من دولة لأخرى، حتى تصل أخيرا إلى المقترض. لذلك فسوق العملات الأوربية بشكل واسع هو سوق ما بين البنوك، حيث أن حجم التعامل الإجمالي فيه هو ضعف الصافي. وثمة أسباب أخرى تفسر الحجم الكبير للودائع بين المصارف من بينها أن عددا كبيرا منها هو نتيجة لمعاملات بين المصارف الأصلية وفروعها في الخارج، وعادة ما تكون هذه المعاملات للتخلص من قيود وتنظيمات محلية مختلفة أو لتخفيض الضرائب، وهناك ما يعزى إلى اعتبارات السيولة والتحوط من المخاطر. وبسبب أن ودائعهم هي نموذجيا من نوع ذي مدى أقصر من قروضهم فإن البنوك الأوربية تواجه مخاطر سيولة كبيرة إذا قامت بمنح كل ودائعها في قروض طويلة الأجل وواجهت سحوبات تتجاوز قدراتها، فإن إقراض ودائع لبنوك أخرى توفر لهم كمية كبيرة من السيولة التي يستطيعون اللجوء إليها في مثل هذه المواقف الصعبة. وهذه الطريقة في العمل توفر سيولة كبيرة للسوق، لأن أي بنك يمكنه بالتناوب قبول وديعة أو منح قرض مهما كانت وضعيته.

كما يتميز بخصائص أخرى منها: [13]

- يعد سوقا قريبا من سوق الصرف، حيث يمكن أن تتم عمليات مراجحة بين السوقين، كما أن أسعار الفائدة في سوق العملات الأوربية تتغير كل لحظة، وهو بذلك سوق مستمر مثل سوق الصرف 24 ساعة. إلا أن وجه الاختلاف بينهما يتمثل في كون سوق العملات الأوربية يتم فيه إقراض واقتراض العملات الأجنبية، في حين يتم في سوق الصرف عمليات البيع والشراء العاجلة والآجلة للعملات الأجنبية.

- يتحدد سعر الفائدة في سوق العملات الأوربية نتيجة لمقابلة قوى العرض والطلب وهي أسعار معومة تتحدد دوريا كل ثلاثة أو ستة أشهر، بناء على سعر مرجعي عادة LIBOR يضاف إليه هامش حسب المركز المالي والجدارة الائتمانية للمقترض، وتكون أسعار الفائدة متساوية بالنسبة لكل عملة أجنبية في مختلف المراكز، لأن أي اختلاف سوف يختفي بعد إجراء عمليات المراجحة.

ويعلن البنك على سعرين للفائدة، المعدل المطلوب للمقترضين ويعرف بالإنجليزية bid والمعدل الممنوح للمقرضين ويعرف ب ask أو offer. على سبيل المثال سعر الفائدة على الدولار الأوربي لمدة شهر هو5 4\1 -5 8\5 وهذا يعني أن البنك مستعد لاقتراض دولار أوربي بمعدل 5 و4\1 وإقراضه ب 5 و8\5، والفرق يمثل العائد الذي يتحصل عليه البنك والذي قد يكون صغيرا جدا في بعض الأحيان، إلا أن البنك يعوض ذلك من خلال الحجم الكبير للمعاملات.

وتجدر الإشارة إلى الفرق الواضح بين أسعار الفائدة في أسواق العملات الأوربية وأسعار الفائدة لدى البنوك المحلية في دولة ما والراجع إلى عدم خضوع البنوك الأوربية لأي تدخلات حكومية وهو ما يجنبها بعض التكاليف مثل متطلبات الاحتياطات الإلزامية وليس هناك تامين مطلوب وغيرها من التسهيلات. نتيجة لذلك فإن بنوك هذه السوق تستطيع أن تعرض معدلات فائدة عالية على الودائع ومعدلات أقل على القروض.

- تعقد العمليات عبر الهاتف وتؤكد بالتلكس ويتم التسديد خلال 48 ساعة، كما أن التعامل في السوق يتم على مبالغ كبيرة (على الأقل مليون دولار) بين مؤسسات تتواجد في أطراف متباعدة من الكرة الأرضية وخاضعة لهياكل تنظيمية مختلفة وهو ما يتطلب رقابة شديدة على السوق إلا أنها رقابة ذاتية من قبل البنوك وليس من قبل السلطات النقدية.

- يتمثل أهم المتعاملين في سوق العملات الأوربية في البنوك التجارية، المؤسسات والشركات متعددة الجنسيات، المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات التامين وصناديق التقاعد، البنوك المركزية والمؤسسات الحكومية.

- وجود التنافس الحر في هذه الأسواق، سهل وشجع عملية انتقال رؤوس الأموال وهو ما ساهم في دمج الأسواق المحلية بالأسواق الدولية.

ثانيا: أدوات سوق العملات الأوربي

تتميز أدوات سوق العملات الأوربي بأنها منتجات بنكية تعكس التمويل الدولي بوساطة بنكية، وتعد شهادات الإيداع الدولية من أهم الوسائل التي تعتمد عليها البنوك الأوربية في استقطاب الودائع، ورغم أنها قصيرة الأجل فهي تستخدمها حتى في تمويل قروض طويلة الأجل، وتعد القروض الأوربية المشتركة أبرزها.

1- القروض الدولية المشتركة International syndicated credit

القروض الدولية المشتركة هي قروض ممنوحة بالعملة الأجنبية لآجال متوسطة وطويلة بمعدل فائدة متغير من قبل مجموعة من البنوك ذات الجنسيات المختلفة التي تشكل اتحادا بنكيا لفترة محدودة، ينتهي بعد انتهاء فترة القرض، تعرف بالتجمع البنكي syndicate. وتقوم مجموعة البنوك هذه بتوزيع نسبة المشاركة فيما بينها أو بيع الحصص بغية توزيع المخاطر وتجنب القيود التي تفرضها سلطات مراقبة النقد المحلية.[14]

تطور سوق العملات الأوربي وزيادة حجم المبالغ المقترضة في نهاية سنوات الستينات كان وراء مبدأ التجمع البنكي، نظرا لأنه من الصعب على بنك واحد تقديم قرض ضخم وتحمل المخاطر المرتبطة به، تتشارك مجموعة من البنوك في تقديمه بغية توزيع المخاطر وعدم تحمل مسؤولية القرض بالكامل. وبذلك أصبح التجمع البنكي عرفا سائدا في هذه السوق منذ سنوات السبعينات. وقد استعمل هذا النوع من القروض كثيرا في عمليات الاندماج والاستحواذ، وإعادة هيكلة المؤسسات، ومشاريع قطاع الطاقة وتمويل المشاريع الكبيرة...الخ. ولهذا السبب فقد تضخم حجم

القروض المطلوبة وارتفع عدد المقترضين عبر الوقت، خاصة منذ بداية سنوات السبعينات. وقد كانت الدول المتقدمة من أهم المقترضين في هذه السوق، لكن بعد ذلك ازداد لجوء الدول النامية للسوق، إلا أن عدم قدرتهم على السداد ووقوعهم في أزمة المديونية أثرت على صورة السوق وتراجع حجم القروض الممنوحة. لقد عانى السوق كثيرا خلال 1981-1982 إثر توقف دول أمريكا اللاتينية عن السداد، وفيما بعد عدة دول نامية أخرى. وهو ما اضطر البنوك الأوربية إلى إعادة جدولة تلك الديون، وقد أدى ذلك إلى تراجع معتبر في نشاط سوق القروض الدولية المشتركة لصالح سوق السندات الدولية الذي شهد انطلاقة جيدة في تلك الفترة.[15]

وتبدأ الخطوات العملية لطلب القروض المشتركة:[16]

- قيام المقترض بالاتصال بأحد البنوك التي يتعامل معها ليقدم طلب قرض بقيمة محددة، وبعملة أو عملات دولية مختلفة مع دراسة مفصلة للمشروع المراد تمويله.

- يعمل بنك العميل بعد ذلك على دراسة الطلب المقدم له وتقييم المشروع مع العلم أنه قد يلجأ إلى القيام بإعداد دراسة خاصة به حول المشروع ومدى جدواه الاقتصادية قبل تقديم موافقته.

- يقوم بنك العميل بإجراء المفاوضات المبدئية مع المقترض من جهة، ومع البنوك الدولية من جهة أخرى.

- يتم تشكيل مجلس إدارة التجمع البنكي الذي يتولى إدارة القرض، وتلعب قيمة القرض دورا كبيرا في تحديد عدد البنوك المسؤولة عن إدارة القرض، فإذا كانت قيمة القرض صغيرة فقد يقوم بإدارته بنك واحد فقط، أما إذا كانت قيمة القرض كبيرة فإن ذلك يستوجب مشاركة عدة بنوك في الإدارة. مع العلم أن بنك العميل قد يكون أحد المدراء الرئيسيين أو يكتفي بدور البنك الوكيل أو المنسق الذي يتولى مهمة الاتصال بالبنوك المحلية والأجنبية ودعوتها للمشاركة في إدارة القرض المشترك.

- تعمل إدارة القرض على دعوة بنوك أخرى للمشاركة في تمويل القرض، وقد تتراوح عددها من 10 إلى 150 حسب مبلغ القرض. حيث أن المشاركة في تمويل القرض قد تتخذ شكل توزيع الحصص بين بنوك التجمع وذلك بتوزيع نسبة المشاركة فيما بينها أو عن طريق بيع الحصص المتبقية في شكل أوراق قابلة للتداول وهو ما يجنب البنوك الوقوع في مشكل السيولة. وقد تتعهد إدارة القرض ببذل أقصى جهد وبذلك تكون غير مسؤولة عن التمويل الكامل للقرض في حالة عدم تجاوب السوق مع القرض المطلوب. أما إذا تعهدت بتقديم التمويل اللازم للقرض فإنها ملزمة بتمويل كامل القرض وحدها إذا لم تنجح في جذب بنوك أخرى للمشاركة في تمويله.

مع العلم أن إدارة البنك تضم كل من المدير الرئيسي Leader manager والمدراء المساعدون Co-Leader manager وتتمثل مهمة إدارة القرض في التفاوض مع المقترض على عقد القرض وتحضير اتفاقية القرض وإجراء التعديلات اللازمة وإعداد الترتيبات الخاصة بتوقيع القرض، كما تقوم بتكوين مجموعة البنوك التي ستشترك في تمويل القرض وتحديد نسبة مشاركة كل منها وكيفية توزيع عوائد القرض على المشاركين، وإعداد المذكرة الإعلامية

الخاصة بالقرض وعرضها على البنوك المشاركة في تمويله، إضافة إلى تحمل مسؤولية الإعلان عن القرض في الصحف العالمية.

وتوزع هذه المهام بين المدير الرئيسي والمدراء المساعدين، علما بأنهم يتحصلون على عمولات تغطي النفقات الإدارية. وكما سبقت الإشارة إلا ذلك فإن البنك الوكيل غالبا ما يكون أحد المدراء المساعدين ويتولى عملية التنسيق بين المقترض والبنوك المشاركة في التجمع البنكي حيث يعمل على تجميع الأموال من البنوك المشاركة كل حسب نسبة مشاركته في القرض وتسليمها للمقترض واستلام الأقساط والفوائد من المقترض وتوزيعها على المقرضين حسب حصة كل منهم، بالإضافة إلى مراقبة ومتابعة تطور عملية الاقتراض، والتزام الأطراف بشروط الاتفاقية وتوزيع الدراسات والتقارير والبيانات على مجموعة البنوك المشاركة.[17]

بعد انتهاء المفاوضات بين المقترض ومجلس إدارة القرض حول شروط العقد، توضع اتفاقية مفصلة وواضحة، بهدف عرضها على كل البنوك المشاركة في تمويل القرض. وتضم اتفاقية القرض معلومات أساسية مثل مبلغ القرض ومدته والغرض منه والأطراف المشاركة بالاتفاقية وحقوق وواجبات المقترض والبنوك المشاركة في منح القرض، والشروط التي يجب على المقترض الوفاء بها قبل قيامه بسحب أي مبلغ كتقديم الضمانات اللازمة وتصديق التواقيع، طريقة السحب وطريقة السداد والتي تتضمن عدد الأقساط وقيمة كل منها وفترة السماح وأسعار الفائدة وكيفية حسابها، بالإضافة إلى العمولات المتحققة على العرض وهي في العادة أربعة أنواع:[18]

- عمولة إدارة: وتتراوح بين 0.25% و1.5% من مبلغ القرض، توزع بين البنوك المشاركة في إدارة القرض كل حسب الوظائف المكلف بها.
- عمولة التزام: ويدفعها المقترض مقابل التزام البنوك بتوفير مبلغ القرض، وتتراوح بين 0.25% و0.75% من المبالغ غير المستخدمة من قبل المقترض.
- عمولة مشاركة: وتدفع كحافز للبنوك لتشجيعهم على المشاركة في تمويل القرض، وتوزع فيما بين البنوك حسب نسبة مشاركتها في تمويل القرض.
- عمولة وكالة: ويدفعها المقترض للبنك الوكيل لقاء قيامه ببعض الأعمال نيابة عنه.

أ- خصائص القروض الدولية المشتركة

هناك مجموعة من الخصائص التي تميز القروض الدولية عن القروض التقليدية منها:[19]

- حجمها مرتفع فمن المألوف أن يتراوح حجم هذه القروض ما بين 500 مليون ومليار دولار، وقد تمنح بأكبر من ذلك فعلى سبيل المثال منح قرض ب 14 مليار دولار لـ Standard Oil of California في مارس 1984، لذلك

تشترك مجموعة من البنوك في منح هذه القروض حتى لا يتحمل بنك واحد مخاطر إقراض مبلغ كبير، كما انه ليس من السهل توفير مبالغ بهذا الحجم بسرعة في الأسواق المحلية.

- رغم أن هذه القروض هي لآجال متوسطة وطويلة تتراوح بين 5 سنوات و20 سنة، فإنها تمول عن طريق ودائع قصيرة الأجل لا تتعدى آجالها 6 أشهر. إذ عادة ما يرغب المودعون إقراض أرصدتهم لفترة قصيرة من الوقت، بينما يرغب المقترضون الحصول على أرصدة لفترة طويلة، لذلك تقوم البنوك الأوربية بدور الوساطة المالية لتلبية رغبات المقرضين والمقترضين عن طريق قيامها بعملية تحويل الاستحقاق التي تسمح لها بتمديد آجال العمليات أي تقديم قروض بآجال تفوق مصادر التمويل المقابلة لها، فهي تقبل التزاما واحدا من المقترض الأخير وتصدر التزاما آخر منفصلا للمودع، فإن هذه الأدوات تنطوي على آجال استحقاق مختلفة، وهو ما يتطلب أن يكون للبنك جدول من الودائع قصيرة الأجل ليغطي فيها القروض طويلة الأجل، أو يضطر البنك للجوء للاقتراض لتغطية أي عجز بين تجديد الودائع والقروض القائمة.[20]

- أسعار الفائدة على هذه القروض هي عادة معومة، يتم مراجعتها كل 3 أو 6 أشهر، وهذا راجع إلى الخاصية السابقة فهي قروض ممنوحة انطلاقا من ودائع قصيرة الأجل لذلك تمنح بمعدل متغير حتى لا تتعرض البنوك لخطر تغيرات أسعار الفائدة. وتحسب على أساس مرجعي مثل Euribor وهو عبارة عن سعر فائدة ما بين البنوك يحسب انطلاقا من عينة تتكون من 64 بنك من بينها 58 بنك من الاتحاد الأوربي وستة بنوك دولية من خارج الاتحاد[21]، إضافة إلى هامش تتحدد قيمته على أساس المخاطر المرتبطة بالقرض كالمحيط الاقتصادي والسياسي للعميل وقدرته على السداد، كما أنها تتأثر بمدى سيولة السوق ومدة القرض وحجمه إضافة إلى تصنيفه الائتماني. وتتراوح نسبة الهامش بين 0.25% و 1%.

- من أهم العملات المستعملة في هذا النوع من القروض حسب درجة الأهمية الدولار الأمريكي، الأورو، الين، الجنيه الإسترليني، حيث يمثل الدولار حوالي ثلثي هذه القروض، وقد يصدر القرض بأكثر من عملة.

- تكاليف القروض الأوربية أقل بكثير من القروض المقابلة لها في الأسواق المحلية، وهذا راجع إلى عدة عوامل:

- أسعار الفائدة في السوق المحلي هي أسعار مسيرة إلى حد كبير من قبل السلطات النقدية التي تتحكم فيها بإتباع السياسة النقدية المناسبة والتي تحقق الأهداف الاقتصادية المرجوة، في حين أنها ناجمة عن مقابلة العرض والطلب في أسواق القروض الأوربية،

- عمولة الخطر أكثر حساسية لنوعية المقترض في سوق القروض الأوربية من السوق المحلي،

- حجم القروض الأوربية عادة مرتفع جدا وهو ما يسمح بتوزيع أفضل للمصاريف الثابتة مما يقلص تكاليفها مقارنة بالقروض في الأسواق المحلية،

- لا تخضع البنوك الأوربية لنظام الاحتياطي الإلزامي الذي يفرض على القروض الوطنية،
- يسمح هذا النوع من القروض بالحصول على قيمة القرض من بنوك ومؤسسات مالية مختلفة، بغض النظر عن جنسيتها أو موقعها الجغرافي، ضمن اتفاقية وشروط موحدة، مما يجنب المقترض تحمل نفقات مختلفة بحسب مصادر التمويل، وهو ما يزيد من تكلفة الاقتراض.
- نتيجة لسرعة الاتصالات وخبرة العاملين في هذا المجال، وسرعة استقطاب المؤسسات المالية للمشاركة في تقديم القرض، يمكن الحصول على مبالغ ضخمة خلال فترة وجيزة. وبهذه الطريقة يمكن تجنب المخاطر المرتبطة بعملية التسجيل والقيود، التي تفرضها السلطات النقدية في الأسواق المحلية.
- هذا النوع من القروض يسمح للبنوك بتقليل مخاطر عدم السداد نتيجة اشتراك العديد من البنوك في تقديم القرض مما يسمح بتوزيع المخاطر، إضافة إلى ذلك إذا أصدر القرض في شكل أوراق أذنيه يمكن للبنك إعادة بيع الأوراق التي تمثل مساهمته في القرض وهو ما يسمح بالقضاء على مشكل السيولة.

ب- أنواع القروض الدولية المشتركة

من أهم الأساليب المتبعة في منح القروض الأوربية ما يلي:[22]

❖ القروض الآجلة Le term loan ou term facility

وهي قروض بمدة وقيمة محددتين، تسمح للمقترض بالتوفيق بين احتياجاته وتمويلها عن طريق سحب الأموال التي يحتاجها فقط وليس مبلغ القرض بالكامل وهو ما يجنبه تحمل مصاريف غير ضرورية. ويتشكل من مرحلتين أو ثلاث مراحل: مرحلة سحب الأموال والتي تتراوح مدتها من عدة أيام إلى 24 شهر، خلال هذه المرحلة يمكن للعميل السحب بحرية من قيمة القرض على أن يعلم البنك بأيام قبل السحب حتى يتسنى لكل بنك مشارك تحويل حصته من المبلغ المراد سحبه للعميل. مرحلة السماح إذا كان هناك اتفاق على هذا المستوى وخلال هذه المرحلة يقوم العميل بتسديد الفوائد فقط دون تسديد المبالغ المسحوبة. لتبدأ بعدها مرحلة السداد وخلالها يقوم العميل بتسديد الفوائد ومبلغ القرض.

❖ القروض المتجددة Revolving

وهي عبارة عن خط قرض يعاد تشكيله تلقائيا عند تسديده، وهي تشبه كثيرا النوع الأول، إذ تمنح للمقترض حقوق سحب، لكن في هذه الحالة يتم تسديد المبلغ والفوائد قبل القيام بعملية سحب جديدة مع البقاء في حدود مبلغ القرض الأصلي.

❖ القروض الدورية Roll-over

وتتراوح مدته من سنتين إلى 12 سنة، تجسد في شكل أوراق مالية أو في شكل سلفيات قصيرة الأجل متتالية (كل3 أو6 أو12 شهر)، يلتزم البنك بتجديدها خلال الفترة المتفق عليها. وهي بذلك عبارة عن قروض متجددة بشكل دوري بمعدل فائدة متغيرة، يمكن للمقترض ألا يستعمل إحدى هذه السلفيات، في هذه الحالة يدفع عمولة إضافية على المبالغ غير المستعملة، قد ترفق هذه القروض بخيار تعدد العملات التي تسمح للمقترض بتغير عملة القرض وذلك عن طريق طلب تجديده بعملة أخرى، شرط أن تكون ضمن قائمة العملات المنصوص عليها في العقد، تسديد السلفية والفوائد تتم بالعملة المستعملة.

2- شهادات الإيداع الدولية Certificate of Deposits

شهادات الإيداع هي وثيقة دين تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، يثبت فيها قيام المستثمر بإيداع مبلغ معين لديها لأجل معين يبدأ من تاريخ إصدار الشهادة، وبسعر فائدة معين. وهي بذلك تمثل التزاما ماليا على البنك الذي أصدرها، بالنسبة لقيمتها الاسمية والفوائد المستحقة عليها، وهي شهادة لحاملها وقابلة للتداول من شخص لآخر.[23]

وتعتمد البنوك على هذه الأداة بصورة كبيرة من أجل جذب المزيد من العملاء والحصول على مصادر تمويل منتظمة. وقد كان أول إصدار لشهادات الإيداع القابلة للتداول في سوق نيويورك عام 1961، ثم تطور التعامل بمثل هذه الشهادات وامتد إلى سوق العملات الأوربية، وكان أول إصدار أوربي لهذه الشهادات بسوق لندن في 1966 من قبل First National Bank، ومنذ ذلك الحين أخذ سوق هذه الشهادات يتقدم بخطى أسرع وأكبر حجما، حيث صدرت بعدها شهادات في أسواق أخرى، وبعملات مختلفة. ويمكن إصدار شهادات الإيداع إما حسب رغبة وطلب المشتري، أو بشكل إصدارات دورية، حيث يقوم البنك بالإعلان عن إصدار الشهادات، ويدعو الجمهور للاكتتاب بها. أما من حيث فترات الاستحقاق، فغالبا ما تصدر شهادات الإيداع لآجال مختلفة، تتناسب ورغبات المستثمرين كشهر واحد، أو ثلاثة أشهر، أو ستة أشهر، وقد تصل إلى خمس سنوات. وقد تصدر شهادات الإيداع بسعر فائدة ثابت على المدى القصير، أو بسعر فائدة معوم يحدد كل ثلاثة أو ستة أشهر إذا كانت طويلة الأجل.

وتعتبر درجة السيولة العالية، وإمكانية التداول قبل موعد الاستحقاق مع الاحتفاظ بكامل الفوائد المستحقة حتى موعد البيع، من أهم المزايا الاقتصادية لشهادات الإيداع. فالمستثمر يمكنه بيعها عند الحاجة وقبل موعد الاستحقاق، أو عندما يجد فرصة جديدة للاستثمار تعود عليه بعائد أكبر. وهو ما لا توفره الأنواع الأخرى من الاستثمارات المصرفية، مثل الودائع لأجل. لذلك تكون أسعار الفائدة لشهادات الإيداع أقل من الأسعار المطبقة على الودائع لأجل، وذلك لأنها تتميز بسرعة التداول، ومرونة تحويلها والتصرف بها. ودرجة سيولتها مرتبطة بسمعة البنك الذي أصدر الشهادة من جهة، وبفترة استحقاقها. فشهادات الإيداع قصيرة الأجل تكون أكثر سيولة وأسهل في التداول، ويمكن بيعها بقيمتها الاسمية مضافا إليها الفوائد المتحصل عليها إلى تاريخ بيعها.[24]

يمكن أن نميز بين نوعين من شهادات الإيداع الدولية:[25]

- certificats par lot شهادات الإيداع المخصصة تعتبر كأدوات نقدية، يتم إصداراها تدريجيا بعد اتفاق بين البنوك المقترضة والمستثمر المودع. لم تحقق النجاح المتوقع لأن قيمتها الاسمية مرتفعة تبلغ حوالي 30000 دولار على الأقل، لم تسمح بجذب المزيد من العملاء، كما انه يصعب تداولها.
- Certificats par tranche الشهادات المجزئة وهي مماثلة للسندات التقليدية بقسيمات منفصلة، وتعتبر أداة وسط بين العملة الأجنبية والسندات الأوربية، حجم الإصدار يتراوح بين 10 و30 مليون دولار مقسمة إلى وحدات بقيمة اسمية 10000 دولار، وهذه القيمة المنخفضة سمحت بجذب صغار المستثمرين، وهذا يترجم بالثقل المتزايد تدريجيا لشهادات الإيداع التي تمثل الآن حوالي 50% من مصادر العملة الأجنبية لبعض البنوك.

ثالثا: أسواق الدين الدولية

ويضم هذا السوق بالإضافة إلى السندات الدولية القسيمات الأوربية أو ما يعرف بتسهيلات الإصدار المتجددة، وهي أدوات هجينة تجمع بين خصائص السندات الأوربية والقروض الأوربية. وتتميز هذه المنتوجات المالية بأنها أدوات تمويل مباشر تجسد اللاوساطة مالية حيث تكتفي البنوك بدور وكيل إصدار. إلا أن إصدار هذه الأوراق قد يستفيد من ضمان سيولة في شكل خط تمويل، هذا يعني إذا لم يستطع البنك الحصول على مقرضين مستعدين للاكتتاب في الأوراق المصدرة من قبل المؤسسة، هذه الأخيرة يمكنها الحصول على أموال عن طريق السحب من خط القرض المخصص لهذا الغرض. وقد ابتدع هذا النوع من التسهيلات من أجل مواجهة عدم استقرار الشروط المالية السائدة في السوق وارتفاع تكلفة التمويل البنكي، فهي تضمن للمقترض الحصول في الأجل المتوسط على الأموال التي يحتاجها، وذلك بالاعتماد على منتوجات قصيرة الأجل، وبذلك يستفيد المقترض من تمويل متوسط الأجل بتكاليف إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، مع إمكانية تعديل حجم الإصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض أو إنهاء برنامج الإصدار دون تحمل تكلفة إضافية. إضافة إلى ذلك فهي أكثر مرونة من القروض المشتركة لأنها قابلة للتداول وتسمح للمستثمرين بالحصول على عائد أكبر. وهي نوعان مضمونة وتتمثل في القسيمات الأوربية والقسيمات الأوربية متوسطة الأجل، وغير مضمونة وتتمثل في الأوراق التجارية الأوربية.

1- القسيمات الأوربية Euro-note

والمقصود بها التسهيلات والإمكانيات المتوفرة لخلق مصادر تمويلية جديدة، حيث تلجأ المؤسسات المقترضة إلى إصدار شهادات دين قصيرة الأجل بتاريخ استحقاق يتراوح بين ثلاثة أشهر إلى سنة قابلة للتجديد بشكل منتظم، تعمل البنوك على عرضها للمستثمرين للاكتتاب بها واستثمار أموالهم فيها، مقابل الحصول على بعض العمولات. كما تقوم البنوك بضمان هذه الإصدارات عن طريق توفير خط القرض، فإذا ما فشلت في تسويق الإصدار نيابة عن

المقترض فيمكنه استعمال خط القرض. وقد ابتدع هذا النوع من مصادر التمويل من قبل بنوك الأعمال، فرغم الإمكانيات الاستثمارية الجيدة التي تمتلكها بنوك الأعمال إلا أنها كانت مغيبة عن سوق القروض الأوربية لذلك استحدثت القسيمات الأوربية في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة. أسعار الفائدة على هذه القسيمات متغيرة يتم مراجعتها عند كل إصدار.[26]

وقد عرف سوق القسيمات الأوربية تطورا كبيرا ولكن لفترة محدودة، لكنه حاليا في تراجع لحساب الأوراق التجارية. ويوجد عدة أنواع للتسهيلات، من أهمها:[27]

- **Les RUF (revolving underwriting facilities)**

هي تسهيلات قصيرة الأجل أطلقت من قبل بنوك الأعمال ليسمح لعميل (مقترض) بإصدار في سوق الدولار الأوربي من وقت لآخر، خلال فترة محددة (من 5 إلى 7 سنوات) قسيمات أوربية عن طريق وساطة بنك الأعمال الذي يكتفي بتسويق القسيمات. بينما ضمان الإصدار يتم من قبل تجمع بنكي يلتزم في حالة صعوبة تسويق الأوراق إثر أزمة سيولة أو نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، بأن الأوراق سيتم شرائها بسعر محدد مسبقا من قبل البنوك التجارية المشاركة في التجمع البنكي الضامن للإصدار، بمعنى آخر في حال تعسر تسويق الأوراق يستفيد العميل من قرض بشروط مسبقة. كما هو ملاحظ فإنه يتم الفصل بين وظيفة الضمان ووظيفة التوظيف، المستفيد من العملية في الأساس البنك المكلف بالتوظيف فهو يتحصل على عمولة مقابل إصدار القسيمات الأوربية ولا يتحمل أي مخاطر لأنه في حال عدم تسويقها فهو يرجع إلى التجمع البنكي الضامن للإصدار يلزم بشراء الأوراق. القيمة الدنيا للقسيمات هي 500000 دولار إذا كانت لحاملها و1000000 دولار إذا كانت اسمية.

- **Les NIF (notes issuances facilities)**

في هذه الحالة يتم إصدار قسيمات قصيرة الأجل، ويطلب من المصارف الأخرى تقديم عروضها، بشأن شراء عدد معين من هذه القسيمات، بسعر محدد عند إصدارها، وتستخدم طريقة المزايدة السرية لشراء مثل هذه القسيمات. والملاحظ أنه في هذا النوع من التسهيلات لا يوجد فصل بين مهمة التوظيف ومهمة الضمان. فالبنوك التي تساهم في تسويق القسيمات الأوربية تشكل تجمعا بنكيا يعرف ب tender panel، والذي يقوم بتقديم عرض شراء للأوراق التي يصدرها العميل. وفقا لهذا الأسلوب يضمن العميل الحصول على عروض تتماشى مع السوق، وفي حال لم يحصل على عرض مناسب يمكنه استعمال القرض الأوربي الذي يقدمه التجمع البنكي حسب الشروط المتفق عليها مسبقا.

- **Les TRUF (transferable revolving underwriting facilities)**

وتختلف عن سابقاتها في كونها تسمح للبنوك المشاركة في التجمع بتحويل التزاماتها تجاه العميل (ضمان الإصدار) لبنوك أخرى.

- **Les MOFF (multi option funding facilities)**

وتتميز بكونها تسمح للمقترض باختيار أدوات وطرق تمويل مختلفة تكون أكثر ملائمة ومناسبة لظروفه الخاصة، بحيث توفر له مرونة عالية في التعامل، ويستفيد من دعم على مجمل أدوات التمويل المرجح إصدارها وليس فقط الأوراق قصيرة الأجل. بالإضافة إلى ذلك، هذه التسهيلات توفر خيارات بشأن العملة وسعر الفائدة.

2- الأوراق التجارية الأوربية Euro-commercial papers

وتعكس الإصدار الدولي للأوراق التجارية الأمريكية، وتمثل هذه الأخيرة كمبيالات تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع بدون ضمان. ورغم أن هذه الأداة تعود إلى القرن الثامن عشر، إلا أن أول إصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptance Corporation. أما الأوراق التجارية الأوربية فقد ظهرت في بداية الستينات، لكنها لم تعرف تطورا حقيقيا إلا منذ 1984. كما أن تطور سوق الأوراق التجارية الأوربية شهد فترة ركود خلال التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيمات الأوربية متوسطة الأجل، إلا أنه مع بداية القرن الحالي أخذ سوق الأوراق التجارية الأوربية في الازدهار، حيث قدرت نسبة اصدارات الأوراق التجارية الأوربية بـ45.2% من إجمالي سوق الدين في نهاية سنة 2000 لترتفع إلى 72.2% سنة 2005 أي مثلت تقريبا ثلاثة أرباع السوق. وتختلف هذه الأوراق عن الأوراق التجارية الأمريكية في كون مدة استحقاقها تتراوح من 7 إلى 365 يوما، إضافة إلى أن معظم إصدارات الأوراق التجارية الأمريكية ترفق بخط إحلال على عكس الأوراق التجارية الأوربية.

يبلغ حجم الإصدار على الأقل 500 ألف دولار، تسويق وتداول الأوراق التجارية يتم عن طريق البنوك حيث تقوم منشآت الأعمال بطرح أوراق بمدة ومبلغ يتماشى مع احتياجاتها، ويتعهد البنك ببذل أقصى جهد دون ضمان النتيجة. وهي أكثر جاذبية بالنسبة لمنشآت الأعمال لأن عمولة البنك أقل من هامش الوساطة فهي تمثل مصدر تمويل مباشر.

3- القسيمات الأوربية متوسطة الأجل Euro medium term note(EMTN)

وتختلف عن القسيمات الأوربية في كون آجالها تتراوح من سنة إلى ثلاثة سنوات، حجم الإصدار قد يتراوح بين 2 و5 مليون دولار. ورغم أن ظهور القسيمات متوسطة الأجل يعود إلى بداية السبعينات، حيث تم إصدارها من قبل شركات قروض السيارات في السوق الأمريكي، إلا أن أول إصدار للقسيمات الأوربية متوسطة الأجل تم في 1986 لحساب First Intersate. وتلقى هذه الأدوات رواجا أكبر من السندات الأوربية لما تتميز به من مرونة. عملية الإصدار تتم في إطار برنامج يحصل على موافقة البنك، فإذا احتاج المقترض إلى تمويل يلجأ إلى إصدار أوراق متوسطة الأجل ليقوم البنك بتقديمها للمستثمرين المتوقعين مقابل عمولات تمثل نسبة مئوية من قيمة الإصدار.[28]

4- سوق السندات الدولية International Bonds

تعتبر سوق السندات الدولية فرعا هاما من فروع السوق المالية الدولية، إذ يتم فيه تداول السندات الدولية التي تمثل دينا على المصدر، وتتكلف هيئة دولية بإصدارها وتسويقها عبر أقطار العالم. وبعد أن كانت السندات تطرح في الأسواق المحلية، ولا يتعدى نطاق تداولها حدود الدولة الواحدة. أصبحت مع مطلع القرن الماضي تمثل وسيلة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات، واتسع التعامل بها وأصبحت تشكل أداة للاقتراض طويل الأجل، وبعملات دولية مختلفة. وبدأت السندات الدولية تحتل موقعها كوسيلة استثمارية على النطاق الدولي، وخلال فترة زمنية قصيرة باتت تشكل جزءا هاما في تكوين المحافظ الدولية. وقد قامت العديد من الشركات والحكومات بإصدار مثل هذه السندات لغرض حصولها على التمويل بالعملات الأجنبية، وأصبحت هذه الطريقة مصدرا مهما من مصادر التمويل وكان حجم التعامل الدولي بها أعمق من حجم التعامل في الأسهم.

وقد استخدمت الدول الصناعية المتقدمة سوق السندات الدولية بصورة أكبر من الدول النامية التي لجأت إليه مؤخرا والسبب في ذلك يرجع إلى المركز الاقتصادي القوي، إضافة إلى عوامل الثقة والاستقرار السياسي والاقتصادي في الدول الغربية التي تعتبر أفضل الضمانات بالنسبة للدائنين. وكانت الغالبية العظمى للمقترضين - بواسطة السندات الدولية- مؤسسات أمريكية، وذلك عن طريق فروعها في أوربا حتى عام 1969، ومع بداية العقد السابع بدأت مؤسسات غير أمريكية تدخل هذه السوق. وكانت الحكومات والبلديات وشركات القطاع العام في أوربا هي السباقة إلى استخدام السندات الدولية، بالإضافة إلى مؤسسات التنمية الدولية.

ويتكون سوق السندات الدولية من نوعين من السندات: الأجنبية والسندات الأوربية. الفرق الأساسي بينهما هو أن الأولى تتداول في بورصة محددة في حين النوع الثاني ليس من الملزم تسجيلها في منطقة جغرافية وحيدة وتوظف من قبل تجمع بنكي.

4-1السندات الأجنبية: Foreign Bonds

وهي تلك السندات التي تصدر لحساب شركة أجنبية في سوق بلد ما، بعملة ذلك البلد، وهي خاضعة للتنظيمات المحلية، وعادة تكون هذه السندات مقومة بالعملة المحلية للسوق التي أصدرت فيها، ويتم شراؤه من قبل مستثمرين مقيمين في تلك الدولة.

ولهذه السندات تسميات مختلفة، فإذا تم إصدارها في سوق السندات الأمريكية فحينها تسمى (سندات اليانكي Yankee Bonds)، أما إذا قامت شركة أجنبية بإصدار تلك السندات في السوق اليابانية فتسمى حينها (سندات الساموراي Samurai Bonds)، وأما إذا تمت العملية في سوق السندات البريطانية فتسمى (سندات بولدج Bulldog Bonds)، وإذا تمت العملية في سويسرا فتسمى (سندات الشوكولا Chocolate bonds).[29]

تاريخيا مثلت الإصدارات الأجنبية للسندات الشكل الأول للسوق المالي الدولي، في نهاية القرن التاسع عشر وحتى 1914، لندن وباريس كانت مكانا لإصدارات أجنبية عديدة. منذ بداية القرن العشرين، وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية نيويورك برزت تدريجيا كأهم مركز للإصدارات الأجنبية (قدرت حصتها بحوالي 60% من السوق ما بين 1955 و1962) لكن هذا التفوق تراجع بعد فرض ضريبة تعادل الفائدة.[30]

السندات الأجنبية تخضع للقوانين واللوائح المطبقة على المنتوجات المالية الوطنية للبلد الذي يطرح فيه الإصدار، لذلك فخصائص هذه السندات قريبة جدا من السندات المحلية، في حين أنها في منافسة مباشرة مع السندات الأوربية، وتتميز بمجموعة من الخصائص منها:[31]

- لا تخضع لضريبة دخل تفرض على المقترضين.
- مبدأ إصدار السندات الأجنبية يشبه السندات الأوربية، ولكن وجه الاختلاف بينها يأتي من كونها تصدر في بلد محدد، وهي بالتالي خاضعة لشروط وتنظيمات ذلك البلد. وعادة ما يكون التجمع البنكي المكلف بالإصدار يتشكل من بنوك محلية، وهو عامل يساهم في تسويق السندات بشكل أفضل.
- السوق الثانوي للسندات الأجنبية مماثل كثيرا لسوق السندات الأوربية، أي أن معظم الصفقات تتم خارج البورصة، فهو سوق غير منظم، يتولى فيه صناع السوق عقد الصفقات. وقد تطور سوق غير منظم للسندات الأجنبية بهدف توفير سيولة للسندات، بعد أن حدد مكان السوق خلال سنوات ماضية في بورصات الإصدار خاصة زيورخ، فرانكفورت، وقد تعرض هذا السوق إلى نقص كبير في السيولة بالأخص بالفرنك السويسري، لذلك تطور سوق غير منظم للسندات الأجنبية بهدف توفير السيولة لها. ومنذ ذلك الحين هذه السوق بدأت تعرف سيولة متزايدة شيئا فشيئا.

2-4 السندات الأوربية Euro-bonds

هي السندات التي يتم إصدارها بعملة أجنبية والموزعة وبنفس الشروط في عدة دول عن طريق وساطة تجمع بنكي دولي وتباع في أقطار غير البلد الممثل بالعملة التي تقوم بها السندات.[32]

إن انبثاق سوق السندات الأوربية يرجع إلى سنة 1963 إثر فرض الو.م.أ ضريبة تعادل الفائدة (IET). مما دفع بالمقترضين إلى البحث عن رؤوس الأموال في مراكز مالية أخرى، وهو ما دفع بسوق السندات الأجنبية إلى الانتقال إلى خارج الو.م.أ (خاصة لندن)، ورغم ذلك بقي الدولار لفترة طويلة أهم عملة مستعملة في الإصدار. يطلق على عملية إصدار السندات الأوربية الإصدارات الأوربية وتتم عن طريق نظام التجمع البنكي الذي سبق وتعرضنا له في مطلب القروض الدولية المشتركة. لكنها تتطلب تشكيل تجمعين بنكيين، أحدهما يتولى عملية إصدار وتسويق السندات والتجمع الثاني يقوم بضمان السندات المصدرة. وتتم عملية الإصدار على ثلاثة مراحل:[33]

❖ **التحضير للإصدار:** يقدم المقترض مذكرة للبنك بهدف تنظيم إصدار أوربي، ويشترط في المقترض أن يحصل على درجة تصنيف ائتماني على الأقل BBB. يعمل البنك على تشكيل تجمع بنكي يتولى إدارة الإصدار، ويتشكل هذا الأخير من مدير رئيسي ومدراء مساعدون، يتراوحون ما بين 4 و30، يختارون حسب كفاءتهم ومكانتهم في المراكز المالية من قبل المدير الرئيسي بالاتفاق مع المقترض. دور المدير الرئيسي تنظيم الإصدار، تشكيل مجلس الإدارة، التفاوض مع المقترض على الشروط النهائية للاتفاق، كما يتولى مهام السكرتارية (يتلقى رؤوس الأموال ويحولها للعميل، يتولى ترويج الإصدار، يضمن تنظيم سوق الأوراق خلال مرحلة الإصدار).

في هذه المرحلة تتحدد الخصائص الأساسية للإصدار، بعضها منذ البداية مثل عملة الإصدار لأنها قد تحدد جنسية المدير الرئيسي وبعضها في نهاية المرحلة مثل سعر الإصدار. لذلك تتمثل الوظيفة الأولى لتجمع الإدارة في تحديد خصائص الإصدار، انطلاقا من احتياجات المقترض وحالة السوق، ليتم بعد ذلك اختيار فئة السندات (معدل ثابت، متغير...الخ) مدة الإصدار والتاريخ المناسب. معدل الفائدة يتم بعد ذلك تحديده حسب حالة السوق. أما الوظيفة الثانية تتمثل في تحضير البروتوكول، أي النص الذي يحكم العلاقات ما بين أعضاء التجمع ويحدد التزامات كل طرف، حجم العمولات وكيفية توزيعها، شروط ضمان الإصدار، ليتم عرضها على المقترض في خطاب lettre d'intention يحرر من قبل المدير الرئيسي، فإذا قبل بالشروط يرجع نسخة ممضية للمدير الرئيسي ويكلفه بتولي العملية.

❖ **تشكيل التجمع البنكي للضمان:** خلال الأسبوعين اللاحقين تبدأ مرحلة ما قبل التوظيف، يتم تشكيل التجمع الذي يتولى ضمان الإصدار، ويصل عدد البنوك المشاركة في التجمع إلى 30 بنك إذا كان متوسط الإصدار حوالي 100 مليون دولار و100 بنك للإصدارات الضخمة. يضم التجمع بعض البنوك المشاركة في الإدارة إضافة إلى بنوك ووسطاء ماليين، والذين يعرفون بالمحررين Underwriters ويأخذ بعين الاعتبار معيار التوزيع الجغرافي في اختيارهم، وتعتمد حصة كل بنك على مكانته المالية والعلاقات التي تربطه بالمدير الرئيسي. فإذا لم يتم بيع جزء من الأوراق المصدرة يتولى تجمع الضمان الاكتتاب في الأوراق غير المباعة كل حسب نسبة مساهمته في التجمع.

❖ **مرحلة التوظيف:** وتبدأ بنشر إعلان في الجرائد المالية Tombstone للتعريف بالإصدار. وتدوم هذه المرحلة عدة أيام وأحيانا عدة ساعات ليتسلم المقترض في الأخير قيمة الإصدار بعد حذف المصاريف والعمولات.

ونشير إلى أنه في عملية الإصدار التابعة للبنوك الأنجلوسكسونية يشكل Trustee (بنك أو مكتب محاماة دولي) يراقب باسم حاملي السندات تطبيق شروط عقد الإصدار خلال مدة التوظيف.

كما تجدر الإشارة إلى أن الإصدارات الأوربية -التي تطرحها الشركات ذات المركز الاقتصادي المعروف دوليا- قد تأخذ أشكالا أخرى، مثل الإصدار الخاص والذي يتم دون طرح عام للاكتتاب، بل يعرض الإصدار مباشرة على المستثمرين التأسيسيين، ولا يتطلب هذا النوع من الإصدارات التسجيل في السوق الثانوية.

أ- خصائص السندات الأوربية

وتتمثل في:[34]

- مثل كل أنواع السندات، فإن إصدارها يتطلب تقييم الجدارة الائتمانية للمقترض. وبما أن المستثمر العادي لا يملك الإمكانيات التقنية لتحليل الخطر المرتبط بالمقترض، ولا حتى المعلومات الكافية عن المقترض -فهم لا يتواجدون عادة في نفس البلد- لذلك فوكالات التصنيف الائتماني تقوم بتقييم الإصدارات الأوربية وتصنيف المقترضين حسب درجات محددة لكل منها.
- العملات المستعملة: هناك عشر عملات (معظمها انضم إلى الأورو) مثلت الأغلبية العظمى للإصدارات. وبعد أن كان الدولار يحتل المرتبة الأولى حيث أكثر من 80% من السندات الدولية أصدرت بالدولار قبل 1982، بدأ الأورو يحتل مكانة متزايدة في هذا السوق وصلت إلى 44.1%سنة 2010، وعلى العكس الين فقد جزء كبير من حصته في السوق من 39.4% سنة 1995 إلى 6.1% سنة 2010، وهذا راجع للشكوك حول القطاع المالي الياباني. كما أن سوق السندات الدولية شهد منذ 1999 تنوع في العملات المستعملة ولم تعد هناك عملة مسيطرة على السوق كالدولار أو الأورو، وقد شهد السوق إصدارات بعملات أقل أهمية كدولار هونغ كونغ والدينار البحريني، الريال السعودي...الخ.
- حجم الإصدارات: الحجم الإجمالي للإصدارات في ارتفاع محسوس، فانخفاض أسعار الفائدة أعطت دفعة قوية للسوق. ويتراوح حجم الإصدارات بين 100 مليون ومليار دولار، في المتوسط 300 مليون دولار. ويطلق على الإصدارات ذات الحجم الكبير التي تتجاوز مليار دولار "Jumbo". أكبر إصدار تم من قبل ايطاليا في 1993 (5.5 مليار دولار). وقد تزايد هذا النوع من الإصدارات في الآونة الأخيرة لأنها تسمح بجذب مبالغ ضخمة، كما أنها توفر سيولة كبيرة لأنها تسجل في أكثر من مركز مالي، بأسعار موحدة، وتستعمل عادة من قبل الإدارات المركزية، الحكومات، المؤسسات العمومية، المؤسسات الدولية، الهيئات المالية الخاصة.
- المساهمون في سوق السندات الأوربية: حسب فئة المصدرين نلاحظ أن البنوك والمؤسسات المالية من أهم المقترضين من سوق السندات الدولية حيث قدرت إصدارات هذه الفئة ب 74.6% من إجمالي إصدارات سنة 2010، بينما قدرت الإصدارات الحكومية في السوق ب 8.9% فقط، بقية الإصدارات تتم من قبل منظمات دولية (3.29%) وشركات خاصة (13.1%).

أما المكتتبون فيتمثلون أساسا في المستثمرين التأسيسيين، وخصوصا صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، حيث يسمح لهم السوق الواسع وما يوفره من سيولة بتسيير ديناميكي لمحافظهم المالية، رغم ذلك يظل الأشخاص الطبيعيين مشترين مؤثرين في السوق، محفزين أساسا بالميزة الجبائية التي توفرها السندات الأوربية والناجمة عن كونها سندات لحاملها.

❖ السوق الثانوي للسندات الأوربية: بعد أن تتم عملية الإصدار، فإن التعامل في السندات ينتقل إلى السوق الثانوي. ورغم أنه لا يوجد مكان جغرافي محدد للسوق، حيث لا يوجد سوق رسمي أين يتم تسجيل الأوراق إلا أنه لأسباب ترويجية بعضها تسجل في سوق أو سوقين منظمين (عادة لوكسمبورغ أو نيويورك).

سوق السندات الأوربية هو سوق غير منظم Over the counter أين يعمل الوسطاء والسماسرة على ضمان سيولة الأوراق المالية حسب تغيرات السوق. سيرورة العمليات قريبة من العمليات في أسواق الصرف، حيث يعلن السمسار عن سعرين، سعر الشراء وسعر البيع، والفرق بين السعرين يمثل العائد الذي يتحصل عليه السمسار. هذا الأخير لا يعرف إذا كان الأمر للشراء أو البيع وهو مجبر على الاستجابة لكل أمر بالأسعار المعلنة، تعقد العملية شفهيا وتأكد عن طريق التلكس، أما التسوية فتتم خلال سبعة أيام من عقد الصفقة، ولا تتطلب أي تغطية، وهو ما يسمح باتخاذ مواقف بيع على المكشوف.

على غرار الأسواق المحلية، فالسندات المتداولة في الأسواق الأوربية غير مجسدة، ولذلك تسوية الصفقات تتم عن طريق نظام المقاصة. وقد تم إنشاء مؤسستين للمقاصة على المستوى الدولي:

- Euroclear: أنشئت في 1968 وتضم 121 بنك مساهم وهي شركة ذات حقوق بريطانية مركز أعمالها في بروكسل.
- Cedel: أنشأت في لوكسمبورغ وتضم 94 مساهم.

وتتولى هاتين المؤسستين عمليات المقاصة لكل الأوراق المتداولة في السوق الدولي.

ب- أنواع السندات الأوربية

إن الشهادات المصدرة في سوق السندات الأوربية هي قريبة من الأدوات المستعملة على المستوى المحلي. ويمكن التمييز بين عدة أشكال للسندات الأوربية:[35]

➢ **السندات التقليدية Straight Bonds**

وهي الأدوات الأكثر استعمالا وشيوعا في هذا السوق حيث تمثل نسبة 60 إلى 80% من إجمالي الإصدارات. وتضمن لحاملها تسديد المبلغ المقترض عند تاريخ الاستحقاق والحصول على فوائد سنوية ثابتة. فترة استحقاق هذه السندات تزايدت تدريجيا خلال السنوات الأخيرة، فقد وصلت إلى 30 سنة وأكثر، كما أن تسديد قيمة السندات يتم عادة في نهاية المدة، أو عن طريق إعادة شرائها.

- **السندات بمعدل فائدة معوم Floating Rate Bonds**

معدل الفائدة لهذه السندات قابل للمراجعة، عادة كل ستة أشهر، فهو يعتمد على سعر قاعدي (LIBOR) يضاف إليه هامش يتغير حسب درجة الخطر المرتبطة بالإصدار، وعادة ما يرفق إصدار هذا النوع من السندات ببند ينص على احتفاظ المصدر بحق الاستدعاء.

- **السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds**

وتتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم حسب رغبة حامل السند، وهو ما يسمح له بالاستفادة من ارتفاع أسعار أسهم الشركة والتحول إلى مالك لجزء منها. والبعض يمكن تحويلها إلى سندات، وعادة ما تكون سندات بمعدل فائدة معوم والتي يمكن استبدالها (حسب رغبة المكتتب) بسندات بمعدل ثابت، ويلجأ حامل السند إلى ممارسة هذا الحق إذا انخفضت أسعار الفائدة المتغيرة عن سعر الفائدة الثابت المحدد مسبقا. وقد تتم مبادلتها بأصل حقيقي كالذهب. كما طرحت أيضا في الأسواق الأوربية سندات قابلة للتحويل إلى أسهم مع خيار عملة، على سبيل المثال مؤسسة فرنسية تصدر سندات بالدولار قابلة للتحويل إلى أسهم بالأورو، أي أن السندات مرفقة بخيارين. وفرار التحويل يتوقف على سعر السهم وكذلك سعر الصرف. وتجدر الإشارة إلى أن شروط التحويل (السعر- عدد الأوراق- المدة) تحدد عند الإصدار.

- **سندات بصكوك شراء Warrants**

وتعطي الحق لحاملها بالاكتتاب في أسهم أو قيم أخرى للشركة المصدرة بسعر محدد عند الإصدار، وتختلف عن النوع السابق في كون الصكوك يمكن تداولها بشكل منفصل عن السندات. يمكن هذا النوع من الإصدارات الشركة من تخفيض التكاليف عن طريق تحقيق إصدارين في إصدار واحد. كما أنها تسهم في توظيف أسهم الشركة المصدرة في محافظ أجنبية، وهو ما يسهل عملية الرفع الداخلي لرأس المال الخاص.

- **السندات القابلة للتمديد Extendable Bonds**

هي أوراق دين بمعدل ثابت لأجل متوسط تعطي لحاملها الحق في إمكانية تمديدها للأجل الطويل بنفس شروط الإقراض. ويلجأ المستثمر إلى ممارسة هذا الحق إذا انخفضت أسعار الفائدة.[36]

- **السندات بقسيمات معدومة: Discount Bonds**

هذا النوع من السندات لا يترتب عليه فوائد، وتباع بطريقة الخصم أي بسعر أقل من السعر الذي تسدد به، ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر التسديد العائد المحقق من هذه السندات والذي يكون عادة مرتفعا جدا، تصدر هذه السندات من قبل مصدرين من الدرجة الأولى لأن الخطر المرتبط بها يرتكز على إمكانية تسديدها عند الاستحقاق. وقد احتلت مكانة لا يستهان بها في السوق نظرا لما تحققه من فوائد والمتمثلة في:[37]

- تسمح بالمحافظة على الدخل في حالة انخفاض أسعار الفائدة
- تتمتع بحساسية شديدة اتجاه أسعار الفائدة.
- دخلها من الناحية الجبائية يعتبر قيمة مضافة
- تسمح لحاملها بتجنب الضريبة في الدول التي لا تفرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية.

➢ **سندات بخيار العملة Dual Currency Bonds**

تعطي لحاملها الحق وليس الإلزام في إمكانية تحصيل الفوائد وقيمة السند بعملة مخالفة للعملة التي أصدرت بها السندات، بالاعتماد على معدل صرف يحدد عند الإصدار.

➢ **الإصدارات بعملات مركبة**

أهم العملات المركبة التي استعملت هي الإيكو وحقوق السحب الخاصة، وهذه العملات تعتبر أكثر استقرارا لأن التغيرات في مختلف العملات المشكلة لها تتجه لتعوض بعضها.

وإذا كانت حقوق السحب الخاصة أقل استعمالا فإن الإيكو حصل على شعبية كبيرة. فحسب الجدول هو من ضمن الخمس العملات الأولى المستعملة في الإصدارات الأوربية. وعادة في هذا النوع من الإصدارات، المصدر له الخيار في عملة من سلة العملات المشكلة للعملة المركبة.

رابعا: سوق الأسهم الدولية

تدويل سوق رؤوس الأموال تم على مراحل متعاقبة، وظاهرة العولمة لم تظهر في كل قطاعاته بنفس السرعة. فهناك اتفاق عام بأن تدويل سوق رؤوس الأموال بدأ في سنوات السبعينات نتيجة للأزمة البترولية وبفضل النمو الهائل للأورودولار، ولكن سوق القروض الأوروبية، كان أكثر قطاعاته استفادة من هذه الظاهرة.

خلال نفس الفترة، لجأ المقترضون الدوليون إلى سوق السندات لتجميع رؤوس الأموال عن طريق طرح سندات أوربية، لكن كان يجب الانتظار حتى سنة 1983 ليستطيع سوق السندات الدولية تجميع رؤوس أموال أكبر من القروض الدولية المشتركة. وفي منتصف الثمانينات انطلق بنجاح سوق الأوراق التجارية الأوربية ليليه سوق القسيمات الأوربية متوسطة الأجل، والتي كشفت عن تفضيلات جديدة للأوراق المتداولة والمرنة والتي تعكس التطور الكبير للمستثمرين الدوليين. سوق الأسهم الدولية* انطلق بالتوازي ولكن كانت انطلاقته محتشمة وبمبالغ ضئيلة، ولم يعرف انفجارا حقيقيا إلى في بداية التسعينات. إلى غاية بداية عشرية الثمانينات كان تملك الأجانب المباشر للأسهم غير متطور، منذ 1985 التوظيفات الدولية من قبل المستثمرين التأسيسيين لم تتوقف عن التزايد. هذه النفقات جلبت الانتباه إلى تدويل سوق الأسهم. خلال سنوات التسعينات ساهمت عمليات الخصخصة الضخمة في

العديد من دول OCDE وبعض الدول الناشئة في تطور سوق الأسهم الدولية. وهناك عدة أسباب تفسر تطور هذا السوق:[38]

- انتشار ظاهرة اللاوساطة مالية،

- إلغاء الحدود ما بين الأسواق المالية واتجاهها إلى الاندماج،

-انخفاض أسعار الفائدة التي أدت في 1993 إلى ارتفاع في أسعار الأسهم في مختلف الأسواق.

- تزايد عمليات الخصخصة،

-إعادة هيكلة المؤسسات (تملك، اندماج، استحواذ...)

وتجدر الإشارة إلى الجدل القائم حول المصطلح الذي يجب اعتماده عند الحديث عن الإصدارات التي تمثل مشاركة في رأس المال الخاص للمؤسسات و التي توزع على مستوى دولي، OCDE والتي تقدم إحصائيات عن أسواق رؤوس المال تقسم الأسهم الدولية إلى فئتين: أسهم أوربية والأسهم الدولية الأخرى، حيث تتمثل الأسهم الأوربية في الأسهم التي تطرحها المؤسسات في أسواق دول أخرى غير بلدها الأصلي -والتي تمثل النصيب الأكبر من الأسهم الدولية- بينما تضم الفئة الثانية الإصدارات الخاصة، وكذلك الإصدارات المباشرة لدى صناديق الاستثمار الدولية [39].كما يفضل البعض التمييز بين ثلاثة شرائح للأسهم الدولية وهي:[40]

- أسهم أجنبية: وهي أسهم يتم إصدارها وتداولها في سوق مالي أجنبي، ولا تعتبر منتوجات حديثة، من أهم عيوبها أن عملية إصدارها وتداولها تخضع لقوانين وتنظيمات الدول محل الإصدار، وهو ما ينجم عنه عموما إجراءات طويلة ومكلفة جدا.
- الأسهم التي تطرح في عدة دول ولكن تسجل في البلد الأصلي، عملية إصدارها شبيهة بالسندات الدولية لأنها تتم عن طريق تجمع بنكي دولي.
- الأسهم المتداولة في السوق الأوربي والتي قد يتم تسجيلها في مركز مالي دولي، وهي التي تمثل أسهم أوربية، وتختلف عن الفئة السابقة في كونها تباع بعملات أجنبية (Eurodevises)، وتسجل في المراكز التي تقل فيها الإجراءات الشكلية، عموما لندن هي أهم مركز مالي تنظم فيه عملية إصدار الأسهم الأوربية.

1- المزايا المرجوة من الإصدارات الدولية للأسهم

الفائدة الأولى للإصدار الدولي للأسهم أنها تسمح بتجميع رؤوس أموال ضخمة مقارنة بالسوق المحلي، فعلى سبيل المثال شركة Nestlé أصدرت أسهم أوربية بقيمة مليار دولار أمريكي سنة 1985. من ناحية أخرى، عمليات الإصدار في الأسواق الدولية تهدف إلى تحقيق غايات ترويجية، فهذه العمليات عادة تهدف إلى نشر وتوزيع الأسهم

للحد من محاولات الاستيلاء على الشركات. أخيرا، بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات المساهمون الدوليون يسمحون بتحقيق مصالح تجارية. كما تحقق الأسهم الأوربية عدة مزايا منها:[41]

- تحسين سمعة الشركة لدى المجتمع المالي الدولي. وهي مهمة بالنسبة للتجمعات التي تمارس جزء كبيرا من نشاطها في دول أجنبية.
- تسمح بنشر الأصول المالية لدى المستثمرين التأسيسيين.
- تسهل عمليات النمو الخارجي، الشركات المسجلة في بورصات الأجنبية يمكنها تقديم عروض عامة للتبادل إذا كانت تريد السيطرة على شركة مسجلة في نفس البورصة.
- تقوي عملية تدويل رأس المال، التسجيل في مركز مال بعملته يسمح بتطوير سوق ثانوي للأصل المالي. هذا التدويل يضمن استقرارا كبيرا في رأس المال، لأنه يسمح بتحقيق تنويع دولي.
- تؤدي عادة إلى إعادة تقييم لأسعار الأسهم وتزيد من الإمكانيات التمويلية للشركات متعددة الجنسيات، والتي يمكنها طرح أسهم في عدة أسواق.
- تحد من إمكانيات العروض العامة للشراء على الشركات.

2- عملية إصدار الأسهم الدولية

تنظيم عملية إصدار الأسهم الدولية شبيهة بإصدار السندات الأوربية، حيث تتطلب تشكيل تجمع بنكي دولي، تتم إدارته من قبل بنك مدير رئيسي أو عدة بنوك، وذلك حسب حجم الإصدار والأسواق المستهدفة. ويتولى التجمع القيام بثلاثة وظائف رئيسية هي: تنسيق وتنظيم عملية الإصدار، ضمان الإصدار، أما الوظيفة الثالثة فهي تسويق وبيع الأسهم. ويمكن للشركة المصدرة أن تختار بين أسلوبين للإصدار: [42]

2-1 طريقة الاكتتاب في الأصول La méthode de souscription des titres

وفقا لهذه الطريقة تلجأ الشركة المصدرة إلى بيع أسهمها للتجمع البنكي ليقوم بإعادة بيعها بعد ذلك للمساهمين. هذا الأسلوب يتميز بوجود فترة ما قبل التوظيف، وتحديد السعر مسبقا، ويهدف بذلك لجمع مبلغ محدد من الإصدار مهما كانت حالة السوق. حيث يختار المصدر بالاتفاق مع البنك المدير السعر الذي يضمن نجاح الإصدار، وقد كان هذا الأسلوب هو الشائع حتى بداية عشرية التسعينات.

2-2 طريقة تشكيل سجل أوامر (*bookbuilding*) la méthode de construction du livre d'ordres

يتم تطوير هذا الأسلوب نتيجة للممارسات العملية وأصبح الأسلوب المتبع في إصدار الأسهم الأوربية منذ أن استخدمه SG Warburg في 1991 للإصدار الثاني لأسهم British Telecom.

وفقا لهذه الطريقة يشكل المدير الرئيسي تجمعا بنكيا لضمان وتوظيف الإصدار، يعمل أعضاء التجمع على تسويق الأسهم للمشترين المستهدفين، خلال فترة قد تدوم عدة أسابيع يتلقى خلالها أعضاء التجمع عروضا للشراء

تقترح أسعار محددة لشراء الأسهم، تجمع هذه العروض في دفتر. يتولى المدير الرئيسي الإشراف على العمليات، والتنسيق بين الأعضاء، وتسجيل عروض الشراء في السجل، ثم يقرر بالاتفاق مع الشركة المصدرة سعر إصدار السهم والذي يتماشى مع حجم الطلب لحظة الإصدار. مقارنة الأسعار تتم بالاعتماد على عدة عناصر، وهي:

- قدرة المستثمرين على ضمان نمو منتظم للسوق الثانوية،
- الكمية المطلوبة،
- حساسية أسعار الطلب المعرب عنها من قبل المستثمرين.

تهدف هذه الطريقة إلى تحقيق رقابة أفضل لأداء أعضاء التجمع البنكي، فتجميع العروض في سجل واحد يسمح للمدير الرئيسي بجمع معلومات عن أداء كل عضو، وعمليا تقسم عمولة التوظيف إلى جزئين: جزء يدفع تلقائيا والجزء الآخر يحدد حسب أداء كل عضو. كما تسمح هذه الطريقة للمدير الرئيسي بالحصول على فكرة محددة حول النوايا الفعلية للمستثمرين، مما يسمح بمنع اكتتاب المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق عمليات مراجحة خلال الأيام الأولى للإصدار، وبذلك تسهل عملية الحفاظ على استقرار السوق.[43]

3- نماذج تدويل الأسهم

وهي متنوعة، قد تأخذ شكل تسجيل الأسهم المتداولة مسبقا في بورصة أجنبية، أو إصدار إشعارات الإيداع الأمريكية American Depositary Receipts (ADR)، وهي نماذج سمحت بتدويل سوق الأسهم، ولا تتطلب أي منها إصدار أسهم جديدة، ولكن يمكن أن ترفق بهذه الأخيرة.، ورغم أنها تحفز عملية تدويل سوق الأسهم إلى أنها ليست المحرك الرئيسي. فالسوق تم تدويله لأن المؤسسات لجأت إلى إصدار أسهم تعرض عن طريق تجمع بنكي دولي. هذه الإصدارات الدولية قد تكون في شكل عرض عام أو توظيفات خاصة بالمستثمرين التأسيسيين. أما النموذج الأخير، والذي يمثل نسبة ضئيلة، طرح الأسهم قد يتم انطلاقا من سندات قابلة للتحويل أو أوراق مالية مرفقة بصكوك شراء Warrants أو قسيمات اكتتاب في أسهم.

1-3 تسجيل الأسهم في بورصات أجنبية[44]

تسجيل الأسهم لتتداول في بورصة أجنبية يعتبر مرحلة أولية لأي تدويل فعلي، فتعدد البورصات يحقق أربع مزايا:

- زيادة الشفافية وتقوية صورة وسمعة الشركة أمام المستثمرين الدوليين والتعريف باسمها،

- تسمح بزيادة وتنويع المساهمين في الشركة،

- تنويع المستثمرين يزيد من الطلب على الأسهم ويعمل على تخفيض تكلفة رأس المال،

- تسجيل أسهم الشركة في عدة بورصات يسمح بخلق عدة أسواق ثانوية، مما يسهل إصدار أوراق مالية جديدة.

ولكن عملية التسجيل في بورصات أجنبية لا تخلو من بعض العيوب، ومن بينها:

- تلبية شروط ومتطلبات سلطات البورصة والهيئات الرقابية تحمل الشركة تكلفة أكبر،

- متطلبات الإفصاح المالي مكلفة وتكبح تسجيل الأسهم في بورصات أجنبية، إلا أن تعميم المعايير المحاسبية الدولية قد يسمح بالاستدراك النسبي لهذا العيب من خلال تحقيق التجانس في متطلبات مختلف الهيئات الرقابية،

- التسجيل في البورصة يخضع الورقة المالية للتغيرات العشوائية للأسعار والتقلبات الحاصلة في البورصة،

- تسجيل شركة ما في بورصة أجنبية لا يتطلب بالضرورة طرح إصدار جديد، ولكن في بعض الأحيان قد ترفق عملية التسجيل بعرض أوراق مالية خاصة في حالة خصخصة الشركة. كما يعتبر التسجيل في بورصة أجنبية عملية معقدة وتتطلب وقتا وتخطيطا جيدا، من أجل احترام قوانين وتنظيمات البلد المستضيف والتمكن من تلبية كل الشروط المفروضة من قبل سلطات البورصة. وكما ذكر سابقا هي عملية مكلفة، فعلى سبيل المثال تبلغ رسوم الدخول لبورصة نيويورك 150000 دولار يضاف إليها عمولة سنوية تقدر ب 35000 دولار. وقد زادت هذه التكاليف بعد فرض قانون Sarbanes-Oxley[45]. كما أن التسجيل في بورصة أجنبية ليست عملية مضمونة النجاح دائما وتزايد التداول ليس مؤكدا مسبقا. فإذا لم تكلل العملية بنجاح وكان تداول السهم ضعيف جدا، تكون الشركة مضطرة للانسحاب. وهي ظاهرة لوحظت في أكثر من بورصة فعلى سبيل الذكر شهدت بورصة Euronext Paris انسحاب ما يقارب أربعين شركة أجنبية في الفترة الممتدة بين جانفي 1996 ومارس 2003 بسبب نقص السيولة الذي ينعكس سلبيا على سمعة الشركة.

2-3 إشعارات الإيداع الأمريكية

في الو.م.أ رغم أنه يمكن للشركات الأجنبية التسجيل مباشرة في البورصات الأمريكية، إلا أنه جرت العادة على أن تتم العملية بطريقة غير مباشرة وذلك باستخدام إشعارات الإيداع الأمريكية (ADR)، وهذا راجع إلى طول وارتفاع تكلفة إجراءات التسجيل المباشر، بسبب تطلب الشروط المفروضة وكثرة المعلومات المطلوبة.

ويرجع استخدام هذا الأسلوب إلى تبني البرلمان البريطاني لقانون يمنع تحويل الأصول المالية للشركات البريطانية للخارج، وللاستجابة للطلب الأجنبي على أسهم للشركات البريطانية لجأت Guaranty Trust Company of New York إلى اقتراح إشعارات الإيداع الأمريكية كبديل يسمح للمستثمرين الأمريكيين بامتلاك -بطريقة غير مباشرة- أسهم الشركات البريطانية.[46]

هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، وتقوم بإصدارها المؤسسات والبنوك الدولية مثل Bank of New York أو Deutsche Bank بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم الأجنبية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة أجنبية ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار. ومن ثم فإن إشعارات الإيداع الدولية يتم تداولها كبديل

عن الأوراق المالية الأصلية في الأسواق المالية الدولية. ولأن مالك إشعارات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالك الأسهم المقابلة لها فإن له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم...الخ. ويتوقف سعر إشعارات الإيداع على سعر تداول السهم في البورصة الأصلية. وقد انتشر استعمال هذه الإشعارات بالإضافة إلى الو.م.أ في كل من أوربا (لندن ولكسمبورغ)، وفي آسيا (طوكيو وهونغ كونغ)، لذلك أصبحت تعرف ب Global Depositary Receipts (GDR)[47].

سوق إشعارات الإيداع عرف تطورا معتبرا، فقد انتقل ما بين 1983 و1996، من 585 إصدار لفائدة شركات من 20 دولة إلى 1600 إصدار لفائدة شركات من 60 دولة. في 2000-2001 مبادلة إشعارات الإيداع الأمريكية مثلت أكثر من 10% من الحجم الإجمالي لصفقات بورصة نيويورك، بينما قدر حجم الصفقات المبرمة عليها سنة 2004 بـ885 مليار دولار.[48]

مزايا إشعارات الإيداع عديدة ومتنوعة، سواء بالنسبة للشركة أو المستثمر. فهي تسمح للشركة المصدرة بتحقيق المزايا التالية:

- الدخول إلى سوق مالي أوسع وأعمق ومتنوع أكثر من السوق المحلي،

- بالنسبة لبعض المؤسسات فهي تمكنها خلال فترات معينة من الاستفادة من قيمة أعلى للأوراق المالية من تلك المتوفرة على مستوى السوق المحلي،

- تجنيد تلقائي لرؤوس أموال جديدة،

-اختيار عن طريق التوظيفات الخاصة، مستثمرين (أمريكيين، أوربيين أو آسيويين) يقبلون أهداف الشركة،

- مطابقة المعايير الدولية فيما يخص الشفافية والإفصاح المالي، والأنظمة المحاسبية،

- اكتساب أنظمة تسيير جديدة تسمح باستقطاب المساهمين المستهدفين،

- القيام بشراء شركات عن طريق تقديم عروض مبادلة.

المستثمرون الدوليون دائمو البحث عن الفرص المربحة، لكنهم يتخوفون من استثمار أموالهم مباشرة في الأسواق الناشئة، وهذا راجع إلى نقص سيولة هذه الأسواق، تضاعف تكاليف التحويل، والازدواجية الضريبية، وغياب أخلاقيات الأعمال، إشعارات الإيداع تسمح بتجنب كل هذه العوائق، وتحقق للمستثمر ثلاثة فوائد:

- مثل الأوراق المالية الأمريكية، المسعرة بالدولار والتي تمنح أرباحا بهذه العملة، تسمح للمستثمرين التأسيسيين الأمريكيين الذين لا يملكون الحق بعد في شراء منتوجات مالية أجنبية، بامتلاكها بطريقة غير مباشرة دون مخالفة القوانين والتنظيمات،

- تسمح بالتنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية،

- تتمتع عادة بسيولة أكبر من الأسهم في حد ذاتها.

3-3 العروض الدولية للأسهم

العروض الدولية للأسهم هي توظيف لقيمة متداولة خارج السوق المحلي للشركة المصدرة، بواسطة تجمع بنكي دولي، ويتم تسجيلها في بورصة بلد المصدر. أحيانا يسجل الإصدار في عدة بورصات.

العروض الدولية للأسهم تحقق عدة أهداف، في حال خصخصة مؤسسة حكومية، الهدف المرجو هو إيجاد المساهمين الأوائل في الشركة، تجنب الاحتقان في السوق المحلي (على افتراض التوسع الكبير في عمليات الخصخصة)، والاستفادة تلقائيا من إشهار دولي. إذا كانت المؤسسة مسجلة مسبقا في البورصة، العرض الدولي يسمح لها بزيادة رأس مالها الخاص وتوسيع قاعدة مساهميها. وقد ارتبط هذا النموذج للتدويل بعمليات الخصخصة في الدول المتطورة (KLM في هولندا، British Telecom في المملكة المتحدة...) وفي بعض الدول السائرة في طريق النمو. من أجل تسهيل عملية الإصدار، يتم الاستعانة بمؤسسات مالية عريقة في الدول التي ترغب الشركة المصدرة الوصول إلى أسواقها. إصدار أسهم في السوق الدولية لا تمثل عادة سوى جزء من عملية شاملة تضم إصدار محلي.[49]

متوسط حجم الإصدارات يقدر بـ 200 مليون دولار، ولكن سجلت إصدارات بمليارات الدولارات. معظمها يأخذ شكل أسهم عادية، ولكن أصدرت أيضا أسهما بحقوق تصويت محدودة، أو بدون حق تصويت.

4-3 التوظيفات الخاصة للأسهم على مستوى المستثمرين التأسيسيين

من الممكن أن تلجأ مؤسسة إلى بيع كل الأسهم التي تصدرها أو جزء منها إلى المستثمرين التأسيسيين في مختلف المراكز الدولية، بالاستعانة ببنك دولي وهو ما يخفض من تكاليف الإصدار. في هذه الحالة تسلم الأسهم مباشرة للمستثمرين التأسيسيين بدون إعلان عن عرض عام للادخار. خلال السنوات الأخيرة، سمح التزايد الملحوظ في صناديق الاستثمار ذات الأحجام الكبيرة لعدة مؤسسات برفع رأسمالها مباشرة، دون اللجوء إلى تجمع بنكي. هذه الطريقة تسمح للشركة المصدرة بتخفيض تكاليف الإصدار، ولكنها تعزلها عن المستثمرين الطبيعيين وبالتالي تحد من تنويع قاعدة مساهميها، وهو الهدف المنشود عادة من الإصدار الدولي للأسهم. الأسهم المصدرة في هذا الإطار لا تسجل في البورصة ويتم تداولها في الأسواق غير المنظمة. عادة في الو.م.أ بعد القيام بإصدار خاص بعدة أشهر يتم وضع برنامج إشعارات إيداع دولية لزيادة سيولة الأسهم.[50]

5-3 عروض الأسهم انطلاقا من الأوراق المالية القابلة للتحويل

قد تلجأ المؤسسة إلى إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات بقسيمات اكتتاب في أسهم، كما يمكن أن ترفقها بصكوك شراء لأسهم، وهو جزء من السوق لا يجب إهماله، ففي بعض السنوات تمثل 25% من الإصدارات.(51)

4- تطور سوق الأسهم الدولية

بدأت عملية تدويل الأسهم حينما أصبح للمستثمرين الأجانب الحق في شراء الأسهم المحلية، وكذلك الحق للمستثمرين المحليين في شراء الأسهم الأجنبية، أي إجراء عملية التنويع الدولي للمحافظ المالية، ولاسيما في مجال الأسهم، ودعم ذلك بقوة عملية التحرير المالي. وقد ازدادت إصدارات الأسهم التي يتم التعامل بها دوليا، بشكل كبير جدا، ولاسيما خلال السنوات الأخيرة من عقد التسعينات، خاصة في الأسواق المالية للدول المتقدمة، التطور الذي شهده سوق الأسهم الدولية راجع إلى عدة عوامل من بينها:

4-1 عوامل مرتبطة بعرض الأسهم

هناك أربع عوامل ساهمت في تحفيز عرض الأسهم دوليا:(52)

- العامل الأول مرتبط ببرامج الخصخصة الواسعة خلال عقد التسعينات في العديد من الدول المتقدمة (بريطانيا، فرنسا، ايطاليا، اسبانيا، والبرتغال)، دول أميركا اللاتينية، وبعض دول شرق أوربا، وفي فترة لاحقة الدول الناشئة. عمليات الخصخصة هي أهم عامل مفسر للتزايد الكبير في التوظيفات الدولية للأسهم، في 1995 في دول OCDE، أكثر من 50% من الإصدارات الناجمة عن عمليات الخصخصة بيعت لمستثمرين دوليين. ومن بين الأسباب الكامنة وراء هذا التوجه، عدم قدرة العديد من الأسواق المحلية على استيعاب الإصدارات الضخمة، خاصة المتعلقة بخصخصة شركات النقل والاتصالات.
- العامل الثاني يتعلق بظهور شركات ذات النمو السريع في العديد من الدول، وبما أن احتياجاتها من رأس المال الخاص لا يمكن تلبيتها محليا نتيجة ضيق السوق، لذلك فضل مسيرو هذه الشركات اللجوء إلى أسواق أخرى للحصول على احتياجاتهم من رأس المال وهو ما ساهم في زيادة عرض الأسهم دوليا.
- العامل الثالث يرجع إلى الدور الذي لعبته بنوك الأعمال في تحفيز عملية تدويل الأسهم، نظرا لما تدره عمليات الإصدار الدولي من عمولات معتبرة، وتطوير علاقات مع عملاء جدد.
- كما ساهم تزايد عمليات التملك والاندماج بين الشركات عبر الحدود في توسيع سوق الأسهم الدولية.

2-4 عوامل مرتبطة بالطلب على الأسهم

من بينها:[53]

- اتجاه أسعار الفائدة نحو الانخفاض خلال منتصف عشرية الثمانينات، دفع بالمستثمرين إلى توظيف أموالهم في أسواق الأسهم.
- النتائج الجيدة المحققة من قبل البورصات الأمريكية والأوربية خلال عقد التسعينات، شجعت على الاستثمار في إصدارات جديدة للأسهم.
- اتجاه المستثمرين التأسيسيين إلى الاستثمار في أصول مالية بعملات أجنبية بهدف تنويع محافظهم المالية.
- تحسن مستوى المعيشة وزيادة معدلات الادخار التي راحت تبحث عن فرص استثمارية أكثر مردودية.

العروض الدولية للقيم المتداولة وإصدار أصول مالية ذات دخل ثابت أدى إلى ظهور سوق واسع لرأس المال. تدويل هذا السوق أدى إلى نتيجتين أساسيتين:

- قيام المؤسسات بإصدار أوراق مالية يجعلها عرضة إلى رقابة متشددة من قبل المحللين الماليين والمستثمرين التأسيسيين، الذين يتخذون قراراتهم الاستثمارية بعد مقارنة دقيقة للنتائج المحققة من قبل شركات متمركزة في مختلف أنحاء العالم.

- سهولة انتقال رؤوس الأموال ما بين الحدود، واتجاه الأسواق المالية الدولية نحو الاندماج والعولمة.

مراجع وهوامش المحور الرابع

[1] هيثم صاحب عجمان، **التمويل الدولي**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص. 103.

[2] Ralph C. BRYANT, **les opérations bancaires sur eurodevises : alarmisme et problèmes réels**,1983, https://www.oecd.org/fr/finances/monetaire/2501514.pdf

[3] Josette PEYRARD, **Gestion financière internationale**, Vuibert, Paris, 5e éd. 1999, p 301.

[4] Christian BITO, Patrice FONTAINE, **Les marchés financiers internationaux**, presse universitaire de France, Paris, 1re éd. 1989, p7.

[5] Claude DUFLOUK, Laurent MAR-GULICI, **Finance internationale et marché de gré a gré : évolution et technique**, Economica, Paris, 2e éd. 1997, p 17.

[6] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 9.

[7] Josette PEYRARD, Op Cit, p 301.

[8] Julie ANSIDEI, **Les centres financiers internationaux**, Economica, Paris, 2001, p 41.

[9] Josette PEYRARD, Op Cit, p 302.

[10] David K. EITEMAN, **Marchés financiers internationaux**, www.unitar.org

[11] Dominick SALVATORE, traduire par Fabienne LELOUP, Achille HANNEQUART, **Economie Internationale**, de Boeck, Bruxelles, 1re éd, 2008, p 513.

[12] Michel JURA, **Technique financière internationale**, Dunod, Paris, 2e éd, 2003, p 358-362.

[13] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 15-17.

[14] Joseph ANTOINE, Marie-Claire CAPIAU, **Dictionnaire des marches financiers : plus de 2000 termes et expression**, edition de boeck université, Bruxelles, 1er éd, 2006, p 226.

[15] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 21.

[16] هيثم صاحب عجمان، مرجع سبق ذكره، ص 142-146.

[17] نوري موسى شقيري وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 58.

[18] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 31-32.

[19] IBID, p23-25.

[20] جون هدسون، مارك هارتدر، مرجع سبق ذكره، ص375.

[21] Josette PEYRARD, Op Cit, p305.

[22] Michel JURA, Op Cit, p 369-370.

[23] مروان عوض، **شهادات الإيداع**، مجلة المصارف العربية، اتحاد المصارف العربية، المجلد الخامس، العدد 58،اكتوبر 1985، ص24.

[24] هيثم صاحب عجمان، مرجع سبق ذكره، ص 124-128.

[25] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 13-14.

[26] Josette PEYRARD, Op Cit, p314.

[27] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 56-59.

[28] Michel JURA, Op Cit, p 391.

[29] عماد محمد علي العاني، **اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه و انعكاساته على الاقتصاد العالمي**، بيت الحكمة، بغداد، الطبعة الأولى، 2002، ص 205.

[30] Michel JURA, Op Cit, p 381.

[31] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 38-40.

[32] Josette PEYRARD, Op Cit, p307.

[33] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 49-51.

[34] Josette PEYRARD, Op Cit, p382-390.

[35] Yves SIMON et autre, **Finance internationale,** Economica, Paris, 10e éd, 2009, p 302-307.

[36] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 45.

[37] Josette PEYRARD, Op Cit, p310-311.

* يرجع أول إصدار دولي للأسهم إلى سنة 1976 عندما قامت شركة Alcan Aluminum بطرح خمسة مليون سهم في السوق الأمريكي، الكندي والأوربي. Josette PEYRARD, Op Cit, p316

[38] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, 46-47.

[39] Francois LEROUX, **Actions internationales**, in Yves SIMON (ed), **encyclopédie des marchés financiers**, Economica, Paris, 1997, p 26-27.

[40] Christian BITO, Patrice FONTAINE, Op Cit, p 64.

[41] Josette PEYRARD, Op Cit, p 319-320.

[42] IBID, p317.

[43] Francois LEROUX, Op Cit, p32.

[44] Yves SIMON et autre, Op Cit, p 330-341.

[45] La loi Sarbanes-Oxley est « destinée [entre autres] à s'assurer que les sociétés maitrisent leurs procédures comptable et financières et que la communication de leurs résultats est issue d'un processus transparent et honnête » IBID, p332.

[46] Francois LEROUX, Op Cit, p 28.

[47] بشر الموصلي، **البورصة: كيفية المضاربة والاستثمار**، شعاع للنشر والعلوم، ط1، 2003، ص35.

[48] Yves SIMON et autre, Op Cit, p 334.

[49] Francois LEROUX, Op Cit, p 27-28.

[50] Yves SIMON et autre, Op Cit, p340.

[51] IDEM.

[52] Francois LEROUX, Op Cit, p34-35.

[53] Yves SIMON et autre, Op Cit, p342.

المحور الخامس: الساحات المالية الدولية

عند التطرق إلى الأسواق المالية على المستوى العالمي لابد من التذكير ببعض الساحات المالية -والتي تعرف أيضا بالمراكز المالية- والتي أصبحت معالم بارزة على صعيد المال وأهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، وزيورخ، وأيضا بعض الدول الصغيرة التي تسمى أحيانا " Exotiques " وأهمها جزر البهاما، سنغافورة، هونغ كونغ، باناما، البحرين، لوكسمبورغ.

أولا: تعريف المركز المالي الدولي

ويعرف المركز المالي بأنه: " مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه "[1]. وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحاويل مع الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية.

ومن الفرضيات الأساسية للمركز المالي أن تكون المعاملات المالية بكافة أنواعها (عقود، تحاويل، عمليات بورصة....) قابلة للتداول وبكافة العملات (إما بعملة البلد أو بعملات أساسية أخرى)، وذلك عبر المؤسسات المالية المختصة التي تعمل ضمن هذه السوق (محلية أو أجنبية)، إضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي.

ثانيا: شروط المركز المالي الدولي

من خلال التعريف السابق يمكن تحديد مجموعة من الشروط الواجب توافرها في أي مركز مالي حتى يتحول إلى مركز مالي دولي، ومن هذه الشروط:[2]

- طبيعة النظم السياسية والاقتصادية والتي تلعب دورا مهما في المساعدة على تطوير المراكز المالية لتصبح عالمية. واعتمادا على فرضية أن أي مستثمر عقلاني يبحث عن المردودية الأعلى مع حد أدنى من المخاطرة، فمن الطبيعي جداً أن هذا المستثمر سوف يبتعد عن الأماكن التي تحتوي على نسبة عالية من المخاطر على أنواعها، سواء كان خطر مالي مرتبط بخطر السهم أو السند الخاص بالشركة، أو خطر القطاع الاقتصادي الذي تعمل ضمنه الشركة، أو خطر السوق المالية بشكل عام، أو تعلق الأمر بخطر سياسي ناتج عن طبيعة الأنظمة السياسية التي قد لا تسمح بضمان استمرارية أي مشروع استثماري بغض النظر عن طبيعته، إضافة إلى خطر التغيرات السياسية العديدة مثل: الانقلابات، الثورات... الخ. هذا بالإضافة إلى الخطر الاقتصادي: حيث أن بعض الأنظمة تفرض رقابة صارمة على العمليات المالية بكافة أنواعها، كأن تفرض هذه الدول رقابة وتدخل مباشرة في عمليات القطع، ومنع تحويل الأموال إلى الخارج إلا في حدود وظروف معينة، تدخل الدول مباشرة في بعض العمليات التجارية ومنعها على القطاع الخاص مما يعيق تداول العديد من العمليات والأدوات المالية.

لذلك فإن أي مركز مالي دولي يجب أن يتكون أو أن يكون محاطا بجو اقتصادي وسياسي وتشريعي يتناسب مع العمليات المصرفية والمالية الدولية، كحرية القطع والتحويل، والتعامل بالأوراق المالية كافة، مما يعني أن تطور المركز المالي يتطلب محيط حر يسمح بتنويع كبير في القروض والمنتوجات المالية المعروفة.

- ❖ توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز المالي وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات والبورصات وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المساعدة. كما يعتمد نجاح المركز المالي على خلوه من التدخل الحكومي بفرض الضرائب وفرض الاحتياطيات على البنوك وتحديد معدلات العائد، مما يحد من هامش ربح مختلف المؤسسات.
- ❖ إن أي مركز مالي يجب أن يوفر للمستثمرين وللمؤسسات المالية ولكافة المتعاملين في هذا السوق كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة، وذلك حول وضعية الشركات العاملة، مما يسمح باتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي بناء على كم هائل من المعلومات. ولتسهيل عمل متعاملي الأسواق المالية، يجب أن يحتوي المركز المالي على بنية تحتية لوجستية خاصة فيما يتعلق بوسائل الاتصال، ونظام المكننة الآلية، والتقنية على صعيد الخبراء والكادر المهني المختص.
- ❖ بالإضافة إلى الشروط السابقة هناك بعض المؤهلات الأخرى المساعدة على تطوير المركز المالي منها:

- أسواق مالية مستقرة ومفتوحة على العالم الخارجي وبلا قيود على جميع أنواع العمليات المصرفية الدولية.

- يد عاملة متخصصة تمتلك تكوين وكفاءة عالية تمكنها من التجاوب مع متطلبات العمل في هذه الأسواق، ومع كافة الخدمات المطلوبة.

- السرية والكتمان في التعاملات مع الزبائن والحفاظ على أسرارهم.

- سياسات نقدية ومالية ترتكز على الاستقرار.

- تعدد اللغات.

ثالثا: أنواع المراكز المالية الدولية

تتركز الأسواق المالية العالمية في بلدان معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية، أهمها نيويورك، لندن وطوكيو. وتختلف هذه المراكز في حجم ونوع عملياتها خاصة بالنسبة إلى مصادر واستخدامات الأموال وقد فرق البعض بين أربعة أنواع من المراكز الموضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (1): أنواع المراكز المالية الدولية

النوع	مصادر الأموال	استخدامات الأموال	أمثلة
مركز رئيسي	عالميا	عالميا	لندن ، نيويورك
مركز حجز	خارج المركز	خارج المركز	ناسو، جزر القيمان
مركز تمويل	خارج المركز	داخل المركز	سنغافورة، بنما
مركز تجميع	داخليا	خارج المركز	البحرين

المصدر: أحمد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص. 243.

يخدم المركز الرئيسي جميع أنحاء العالم وهو بذلك مركز عالمي، كون أن المصادر والاستخدامات تكون عالمية، أما مركز الحجز فهو مركز صوري به مجرد مكتب قد يكون خاليا أغلب العام وتستخدمه البنوك لقوانين المركز المتساهلة حيث أن كلا من المصادر والاستخدامات خارجية ولذا ليس من الضروري أن تكون البنى الهيكلية في المركز متطورة. بين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذا المصادر الخارجية لكن استخداماتها داخلية وأخيرا هناك مراكز التجميع التي هي على العكس من مراكز التمويل، حيث هنا المصادر داخلية والاستخدام خارجي.

وعلى العموم تعرف المراكز التي تكون فيها المصادر والاستخدامات خارج البلد بمراكز "الأوفشور"off-shore وهي تقدم خدمات لغير المقيمين وتفصل ما بين معاملاتها المحلية والدولية مثل مراكز البهاما. ورغم عدم وجود تعريف محدد لمراكز الأوفشور إلا أنها تشترك في الخصائص التالية:[3]

- الاستقرار السياسي ووجود مجموعات مالية كفؤة ووسائل اتصال جيدة وخدمات مساعدة سريعة.
- فرض ضرائب منخفضة جدا أو معدومة، ودرجة عالية للسرية في التعاملات.
- مناخ يحمي المستثمرين والمودعين من التدخل الحكومي بما في ذلك تشريعات قانونية مرنة، ومراقبة مالية غير كافية، نقص أجهزة محاربة تبييض الأموال، ونقص الشفافية والتعاون الدولي.
- وأخيرا، خدمة موجهة أساسا للزبائن الأجانب.

رابعا: دور المركز المالي الدولي

انطلاقا من تعريف المركز المالي الدولي على أنه مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه يمكن تحديد ثلاثة

أدوار رئيسية والتي يمكن للمركز المالي أن يقوم بأحدها تبعا للوجهة التي يتخصص بها والمحددة بتوجيهات عامة إستراتيجية للمؤسسات المالية الكبيرة العاملة في هذا المركز. وتتمثل هذه الأدوار في: [4]

1- تصدير رؤوس الأموال

هذا الدور يعني أن المركز المالي يعتمد بشكل أساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم يتم إقراضها للمؤسسات والشركات أو الدول التي تكون بحاجة للتمويل.

2- الحلقة الدائرية

إن هذا الدور للمركز المالي يختص بتحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنبيين، ولكن العملية تتم عبر مؤسسات مالية متمركزة في المركز المالي لبلد ثالث. لكن من الممكن أيضا أن توظف الأموال الواردة إلى المركز المالي داخل البلد حيث المركز المالي، الذي قد يلعب دور المصدر فقط لرؤوس الأموال، مثل: مراكز سنغافورة وهونغ كونغ، التي تقوم بتصدير أموال آسيا نحو أوربا وأمريكا الشمالية، وبالمقابل قد تقوم باستيراد لرؤوس الأموال فقط.

ويمكن اختصار هذا الدور بأن العمليات المالية تنتج أساسا عن التحويلات ما بين المصارف وغير المصارف لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية.

3- الدور التسجيلي

إن هذا الدور لبعض المراكز المالية يتحدد بحركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين، والاقتصاد المحلي حيث يوجد المركز المالي لا يتأثر بحركة الأموال هذه بفعل مجموعة من القوانين التي ترعى ذلك. إلا أنه وعلى صعيد التطبيق العملي يمكن لمراكز الأوفشور أن تقوم بتمويل بعض النشاطات الإنتاجية والتجارية للبلد حيث المركز المالي لكن لا يمكن للمؤسسات العاملة في مراكز الأوفشور أن تستقبل ودائع المقيمين. وبالتالي فإن دور هذه المراكز يقتصر على تسجيل حركة الأموال الداخلة والخارجة.

مراجع وهوامش المحور الخامس

(1) ناجي جمال، **إدارة محفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية، الطبعة الأولى، 1998، ص. 21.

(2) العديد من المصادر أهمها:

- المرجع السابق، ص ص. 22-24.

- la place financière suisse face à la concurrence internationale, www.eda.admin.ch , pp.9-11.

(3) la place financière suisse face à la concurrence internationale, op cit, p. 12.

(4) ناجي جمال، مرجع سابق، ص ص. 25-26.

خاتمة

أصبح موضوع أسواق رأس المال يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات النمو. وتمثل السوق المالية مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسات معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة طويلة الأجل عن طريق الوسطاء الماليين. كما تتمثل أهميتها في الاقتصاد الوطني في:

- حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها للاستثمار في القطاعات الاقتصادية المنتجة.

- توفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية وخاصة الكبيرة منها.

- إيجاد قنوات اتصال بين المدخرين والمستثمرين تسهل انسياب حركة رؤوس الأموال بينهم.

- توفير فرص استثمارية خاصة لصغار المدخرين.

- توفير العدالة في التسعير للأوراق المالية.

- حماية المتعاملين بالأوراق المالية.

ومن هنا تضم سوق العمليات المالية العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير. فهي سوق لها وجهان الأول: **السوق الأولية** (سوق الإصدارات) والثاني: **السوق الثانوية** (سوق التداول)... والسوق المالية إما أن تكون منظمة أو غير منظمة، فإذا كانت منظمة فهي أكبر الشركات وبالتالي أقل خطرا. كما تقسم حسب المجال الجغرافي المغطى إلى أسواق مالية دولية، وأسواق مالية إقليمية، وأسواق مالية محلية. ومهما اختلفت تقسيمات الأسواق المالية وتنوعت، وسواء كانت هذه الأسواق محلية أو إقليمية أو حتى دولية. فهي على اختلاف أنواعها تكتسب أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر، والمؤسسة، والاقتصاد الوطني وحتى العالمي ناجمة عن الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في تجميع الادخار وتوفير السيولة للمنتوجات المالية، إضافة إلى العديد من الأهداف الاقتصادية الأخرى.

تمثل الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال الأداة الرئيسية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، إذ تلجأ إليها المؤسسات لتأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها. وتمثل الأوراق المالية مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر. وتختلف أصناف هذه الأوراق باختلاف الأسواق التي تتداول فيها. حيث يتداول في الأسواق المالية الدولية أصول بنكية وأصول غير بنكية. فالأصول البنكية تعكس التمويل الدولي بوساطة بنكية. أما الأصول غير البنكية فتتميز أساسا بأنها أصول طويلة الأجل وتتكون من أربع مجموعات رئيسية هي: السندات

الدولية obligations internationales القسيمات الأوربية euro-notes الأوراق التجارية الأوربية euro-effets الأسهم الدولية actions internationales.

وتستعمل مؤشرات البورصة لقياس مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم يتم اختيارها بطريقة تعكس حالة السوق. ولمؤشرات البورصة، فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا، استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية. وفي طليعة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء مديري المحافظ المالية.

قائمة المراجع

I. الكتب

1- باللغة العربية

- أحمد أبو الفتوح على الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية**، مكتبة الإشعاع، مصر، الطبعة الأولى، 2001.

- أحمد بوراس، **أسواق رؤوس الأموال**، مطبوعة دوروس، جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003.

- أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.

- بدون كاتب، **محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال**، مطبوعة دروس، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، الجزائر، 2016-2017.

- بشر الموصلي، **البورصة: كيفية المضاربة والاستثمار**، شعاع للنشر والعلوم، ط1، 2003.

- جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتجيات**، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002.

- جبار محفوظ، **الأسواق المالية: الأسواق والأدوات المالية**، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، 2017.

- جبار محفوظ، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، الجزء الأول، دار هومه، الجزائر، ط. 1، 2002.

- جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.

- حدة رايس، **دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية**، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، ط1،2009 .

- حمد عبده مصطفى، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، ط. 1، 1998.

- رابح محمد العوبي، **الأسواق المالية المعاصرة**، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

- سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطرودورالهندسة المالية في صناعة أدواتها**، دار النشر للجامعات، الإسكندرية 2005.

- شقيري نوري موسى وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن،2009 .

- صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا**، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، ط 1، 2000.

- عادل رزق، **إدارة الأزمات المالية العالمية: منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق**، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2010.

- عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003.

- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003.

- عماد محمد علي العاني، **اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه و انعكاساته على الاقتصاد العالمي**، بيت الحكمة، بغداد، الطبعة الأولى، 2002.

- فاطمة سيد عبد القادر حسنين، **المشتقات المالية والأزمات المالية**، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2017.

- محمد الصالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية**، الدار الجامعية، مصر، 1998.

- محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998.

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002.

- محمد عبده مصطفى، **تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، ط 1، 1998.

- محمد عثمان إسماعيل حميد، **أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال**، دار النهضة، مصر، 1993.

- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات- أوراق – بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، مصر، ط. 1، 2005.

- مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 2، 2003.

- منير ابراهيم هندي، **إدارة المخاطر: عقود الخيارات**، الجزء الثالث، منشأة المعارف، مصر، 2007.

- منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 2002.

- منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، الجزء الثاني، منشأة المعرف، مصر، 2002.

- ناجي جمال، **إدارة محفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية، الطبعة الأولى، 1998، ص. 21.

- ناظم محمد نوري الشمري، **النقود والمصارف والنظرية النقدية**، دار زهران للطباعة والنشر، الأردن، 2006.

- نوري موسى شقيري وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2009.

- هشام فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.

- هيثم صاحب عجمان، **التمويل الدولي**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

ب- باللغة الأجنبية

- Christian BITO, Patrice FONTAINE, **Les marchés financiers internationaux**, presse universitaire de France, Paris, 1re éd. 1989.

- Claude DUFLOUK, Laurent MAR-GULICI, **Finance internationale et marché de gré a gré : évolution et technique**, Economica, Paris, 2e éd. 1997.

- Dominick SALVATORE, traduire par Fabienne LELOUP, Achille HANNEQUART, **Economie Internationale**, de Boeck, Bruxelles, 1re éd, 2008.

- Francois LEROUX, **Actions internationales**, in Yves SIMON (Ed), **encyclopédie des marchés financiers**, Economica, Paris, 1997.

- Joseph ANTOINE, Marie-Claire CAPIAU, **Dictionnaire des marches financiers : plus de 2000 termes et expression**, édition de boeck université, Bruxelles, 1er éd, 2006.

- Josette PEYRARD, **Gestion financière internationale**, Vuibert, Paris, 5e éd. 1999.

- Julie ANSIDEI, **Les centres financiers internationaux**, Economica, Paris, 2001.

- Michel JURA, **Technique financière internationale**, Dunod, Paris, 2e éd, 2003.

- Société de Gestion de la Bourse des valeurs, **la Négociation en Bourse**, Ouvrage collectifs, la bourse algérienne, Publication N°3, Décembre 1998

- Société Inter Bancaire de Formation (SIBF), **le Marché Financier**, Ouvrage Collectif, Algerie, 2000.

- Yves SIMON et autre, **Finance internationale,** Economica, Paris, 10e éd, 2009.

II. المقالات

- بن عبيد فريد، **تقييم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 14، ديسمبر 2013.

- جبار محفوظ، **مؤشرات البورصة: كيفية بنائها وتسييرها**، مجلة سوق المال، سوق مسقط للأوراق المالية، العدد 10، يناير /يوليو 1999.

- حدة رايس، **دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي**، مجلة العلوم الانسانية، العدد 9، مارس2006 .

- عايد لمين، زيتوني كمال، **دور السوق النقدية في تمويل البنوك التجارية في الجزائر خلال الفترة 2016-2019**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، مجلد 06، عدد 01، 2021.

- علي عبد الغاني اللايذ وآخرون، **مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث، جوان 2015.

- مروان عوض، **شهادات الإيداع**، مجلة المصارف العربية، اتحاد المصارف العربية، المجلد الخامس، العدد 58،اكتوبر 1985.

III. المذكرات

- جبار محفوظ، **البورصة: التسييروخوصصة المؤسسات العمومية**، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة دكتوراه دولة، 1997.

- عيساوي سهام، **دورتداول المشتقات المالية في تمويل أسواق راس المال -دراسة حالة سوق راس المال الفرنسي-**، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.

- لمياء حدرباش، **مصادر أموال البنك ومجالات توظيفها في التشريع الجزائري**، أطروحة دكتوراه في قانون بنكي وتجارة دولية، تخصص قانون الأعمال، جامعة الإخوة منتوري –قسنطينة، 2018-2019.

IV. مطبوعات بداغوجية

- بدون كاتب، **محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رؤوس الأموال**، مطبوعة دروس، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، الجزائر، 2016-2017، ص. 164-166.

V. مو اقع الانترنت

- محمد العبد الله، **السوق الثاني للشركات الصغيرة**، تاريخ الاطلاع: 2006/02/27، الموقع: www.saudistocks.com

-**S'introduire sur Euronext,** https://www.euronext.com/sites/www.euronext.com/files/eu-11682_going_to_market_bro_insides_214-x-305_fr_021120v3.pdf

- Exemples d'indices boursiers? www.finance.wat.ch

[1] Ralph C. BRYANT, **les opérations bancaires sur eurodevises : alarmisme et problèmes réels**,1983, https://www.oecd.org/fr/finances/monetaire/2501514.pdf

- David K. EITEMAN, **Marchés financiers internationaux**, www.unitar.org

- la place financière suisse face à la concurrence internationale, www.eda.admin.ch

-**Qu'est – ce qu'un indice boursier**? 03/12/2002. www.leleux.be

-**Qu'est – ce qu'un indice** ? 05/12/2002 www.finance.wat.ch