



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

محاضرات في مقياس:

## الأسواق المالية الدولية

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

شعبة العلوم الاقتصادية

من إعداد: د/ عمي سعيد حمزة

أستاذ محاضر أ قسم العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة غرداية

السنة الجامعية 2022/2021





جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

محاضرات في مقياس:

## الأسواق المالية الدولية

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي

شعبة العلوم الاقتصادية

من إعداد د/ عمي سعيد حمزة

أستاذ محاضر أ قسم العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة غرداية

السنة الجامعية 2022/2021

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على اشرف المرسلين؛

حاولنا بعد تجربة تدريس للمقياس امتدت لخمس سنوات ان نضع هذه المطبوعة العلمية والموجهة لطلبة السنه الأولى ماستر اقتصاد نقدي في مقياس الأسواق المالية الدولية، محاولين جمع محتوى المقياس في مطبوعة علمية تضم مجموعه من المحاضرات تساعد الطالب على فهم والامام بمقياس الأسواق المالية الدولية.

ويأتي هذا المقياس كتكملة للمكتسبات التي اكتسبها الطالب خلال مرحله اللسانس في مقياس الأسواق المالية الذي يعتبر من المواد والمعارف المسبقة الضرورية لفهم هذا المقياس، ومن خلال تدريسنا للمقياس لمسنا ان الطالب يجد صعوبة في استوعاب بعض المفاهيم وحتى الغرض من دراستها كون المقياس يتطلب ممارسة ميدانية أو حتى التعايش معه في الميدان وهو ما يمكن ان نقول عنه انه غائب في الجزائر لضعف أداء سوق الأوراق المالية المحلي، غير ان دولية هذه الأسواق والانتشار الواسع لتكنولوجيات الاعلام والاتصال جعل من استيعاب هذه الأسواق وآلية عملها وكيفية التعامل معها، وآثارها على الاقتصاديات المحلية وحتى على المستوى المعيشي للفرد ضرورة قصوى في عالم يتغير بسرعة، ويسوده التأثير المتبادل بين الاقتصاديات ومن مظاهره آثار العدوى خاصة وقت الأزمات، وعليه سنحاول أن تكون هذه المطبوعة ملمة بجميع أقسام الأسواق المالية الدولية لإعطاء صورة واضحة للطلاب مما يمكنه من فهم آلياتها وادواتها، ويتيح له كم وافي من المعلومات حسب ما جاء في المقرر الخاص بالمقياس.

سنحاول في البداية اعطاء لمحة حول الأسواق المالية كتذكير للطلاب وتحييني بعض المفاهيم ثم نأخذ في محتوى المقياس كما جاء في المقرر الرسمي المحدد في عرض التكوين الخاص بالماستر اقتصاد النقدي وبنكي

يتضمن مقرر مادة الأسواق المالية الدولية عدة محاور تمكن الطالب في البداية من اخذ نظرة على المقياس ثم التعمق فيه، وتتطلب دراسة مادة الأسواق المالية الدولية ان يكون الطالب ملما ببعض المقاييس مثل الاقتصاد النقدي والاقتصاد البنكي، وأساسا هي مكتملة مادة الأسواق المالية التي درست في السنة الثالثة ليسانس وفيما يلي نعرض محتوى المقياس حسب ما جاء في عرض التكوين:

محتوى المطبوعة: قسمنا هذه المطبوعة لثلاثة محاور رئيسية ، والتي تنقسم بدورها لعدة فروع

المحور الأول مدخل مفاهيمي عام للأسواق المالية

المحور الثاني: الأسواق المالية الدولية:

المحور الثالث: اقسام الأسواق المالية الدولية

المؤلف: د عمي سعيد حمزة أستاذ محاضر - أ،

قسم العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة غرداية

05	تقديم المطبوعة
06	الفهرس
10	المحور الأول مدخل مفاهيمي عام للأسواق المالية
10	أولاً- نشأة وتطور الأسواق المالية الدولية :
10	ثانياً- مدخل للأسواق المالية
12	المحور الثاني: الأسواق المالية الدولية:
12	أولاً- نشأة الأسواق المالية الدولية:
16	ثانياً- دوافع الانتقال للسوق المالية الدولية:
18	ثالثاً- اهداف وأهمية قيام السوق المالية الدولية
19	رابعاً- خصائص السوق المالية الدولية
20	خامساً- شروط قيام السوق المالية الدولية
23	المحور الثالث: اقسام الأسواق المالية الدولية
23	أولاً- سوق العملات الاجنبية forex
48	ثانياً- سوق الأسهم الدولية (رأس المال)
54	ثالثاً- اهم أسواق الأسهم الدولية
63	رابعاً- أسواق السندات الدولية
71	خامساً- السوق النقدي الدولي
92	سادساً- أسواق المشتقات المالية
136	خاتمة
138	قائمة المراجع:

يعيش الانسان في وسط يسوده التعاون والاعتماد المتبادل، حيث يقوم في حياته اليومية بممارسات عديدة يضطر فيها إلى تبادل السلع والخدمات والمنافع التي تكون بين فئتين هم البائع والمشتري للسلعة أو للخدمة المقدمة، في مكان يدعى السوق. وبدأت عملية التبادل هذه بالمقايضة وتطورت عبر الزمن بظهور النقود إلى معاملات تجارية تسوى بالنقود السائلة، ثم أدخل عليها العديد من وسائل الدفع المتطورة، وقابل هذا التطور من جهة أخرى نمو الأسواق وظهور عدة أسواق متخصصة في بيع بضائع معينة أو تقديم خدمات معينة، وفي هذه السياق ظهرت الأسواق المالية والتي تدعى أيضا ببروصة القيم المنقولة، والتي أصبحت تشكل أحد أهم الركائز الاقتصادية ومظهر لتطور الاقتصاد و سمة للنظام المالي في الاقتصاديات الحديثة

ويعتبر التطور التقنيات الاعلام والاتصال والتكنولوجي الواسع ووسائل الاتصال ايضا من هاتف المحمول وشبكة الانترنت وتطور للتجارة الإلكترونية من الأسباب التي عززت وسرعت نمو الأسواق المالية الدولية و أداء المعاملات المالية وبمبالغ خيالية تفوق قيمة إجمالي أسواق السلع الملموسة وغير الملموسة. حيث تشير التقارير الرسمية إلى أن حجم التجارة العالمية بلغ سنة 2016 21.5 تريليون دولار أمريكي، في حين أن هذا الرقم لا يمثل سواء أقل من خمسة أيام عمل في أحد فروع السوق المالي الدولي وهو سوق الفوركس، الذي يقدره المحللون الماليون في المتوسط بحوالي خمسة تريليون دولار يوميا، دون احتساب الفروع الأخرى من السوق النقدية والبورصات العالمية على غرار سوق الأسهم وسوق الديون.

وكما يعلم الطالب أن أي عملية تبادل لها جانبين أو تدفقين تدفق نقدي وتدفق حقيقي لذلك، فإن أي عملية تبادل ستكون فيها السوق المالية طرفا فيها، وفي حالة كان هذا التبادل على المستوى الدولي فلا يمكن لأي معاملة أن تتم دون المرور من السوق المالية الدولية لتسوية هذه المدفوعات سواء كان يقوم بها فرد أو حكومة أو شركة.

ويختلف سبب التوجه لهذه الأسواق المالية الدولية بين الحاجة لتسوية المعاملات أو السعي إلى الاستثمار أو إلى الاستفادة من التداول والمضاربة في المنتجات المتنوعة التي توفرها هذه السوق، حيث اتساع حجم هذه السوق وتنوع منتجاتها تجعل المتدخلين فيها يبحثون عن الفرص حسب أهدافهم. ويأتي هذا التطور أيضا كنتيجة لتنامي دور الشركات المتعددة الجنسيات في الأعمال الدولية، حيث تمثل

هذه الشركات ركيزة أساسية من ركائز السوق المالية الدولية، كونها تنشط في عدة فروع مضيئة وتحاول استغلال المناطق الجغرافية المتواجدة فيها للحصول على التمويل لإنجاز استثماراتها الجديدة أو توسعة القائمة منها.

سنحاول في ما يلي الخوض في العديد من النقاط التمهيديّة للإحاطة بتطور ونشأة الأسواق المالية الدولية، ثم نقوم بشرح أقسامها كل قسم على حذا، والتدقيق في العمليات والمؤسسات الفاعلة فيه كل حسب دوره في السوق.

## المحور الأول مدخل مفاهيمي عام للأسواق المالية

## أولاً- نشأة وتطور الأسواق المالية الدولية:

قبل الخوض في الأسواق المالية الدولية نقدم تعريف للأسواق المالية، حيث تعرف على أنها "مكان لالتقاء عارضي الأموال أي المدخرين والطلبين عليها أي المستثمرين، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد في تكوين صناعة رأس المال الذي يعتبر واحداً من أهم عناصر الانتاج".

وعليه فإن المقصود بالسوق المالي هو آليه أكثر منه موقع مادي أو منطقته جغرافية، فهي هيئة منظمة تسمح بتسهيل عملية تدفق الأموال من وإلى الشركات والحكومة والأفراد من أجل تمويل الاستثمارات المالية المتنوعة والتي تتراوح آجال استحقاقها من أقل من سنة إلى طويلة الأجل، ويتم توثيقها وفق قوانين وأنظمة وتعليمات بما يتناسب مع تحقق فوائد مرضية مع تحمل قدر مقبول من المخاطرة.

من خلال تعريف السابق فإن الهدف الأساسي من الولوج إلى السوق المالي هو الحصول على التمويل الذي يحتاجه المستثمر، وعليه يضمن السوق المالي مكاناً أو حيزاً لالتقاء اصحاب الفوائض المالية والذين يبحثون عن استثمارات لتنمية ثروتهم أي توظيف مدخراتهم وهم طالبي رأس المال أي مشتريين لأسهم أو حصص في المؤسسات والشركات المدرجة في البورصة. وبعبارة أخرى، هي مكان لعارضي رؤوس الأموال الذين يمثلون المؤسسات والشركات والحكومات الباحثين عن التمويل مشاريعهم الاستثمارية، سواء كانت حديثه أو ناشئة أو قائمة بغرض تنميتها أو تجديدها وغيرها من الأغراض التي سنراها فيما يلي .

## ثانياً- مدخل للأسواق المالية

ظهر مفهوم الأسواق منذ القديم حيث احتاج الانسان إلى تبادل السلع والخدمات مما استدعى إيجاد مكان معين لذلك وهو السوق، والذي يمكن من التقاء البائعين والمشتريين للسلع والخدمات، وهو مكان محدد يلتقي فيه الراغبين في إشباع رغبتهم وفق ضوابط منظمة. وقد عرفت هذه الأسواق تطورات

كبيره عبر مرور الزمن فأصبحت غير مرهونة أو مرتبطة بالحيز المكاني لتبادل السلع والخدمات، خاصة مع بروز الأنترنت وتطور تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات وظهور مفهوم التجارة الإلكترونية. وعليه فإن مفهوم السوق أصبح لا يقتصر على مكان محدد أو سلعه معينة بمعنى أن المكان أصبح لا يشكل قيوداً لإنشاء الأسواق، مثل ما يحدث الآن مع ظهور أسواق العملات الرقمية والتي يتم تداولها كأصول غير ملموسة وليس بها اي وجود أو غطاء ولا سوق أو مكان للتبادل فكل شيء يحدث على الشبكة بتنظيم محكم باستعمال تكنولوجيا البلوكشين.

يعتبر ظهور سوق الأوراق المالية شكل من أشكال الأسواق المتخصصة والتي تسمى ايضاً بورصة القيم المنقولة، التي أصبحت تشكل احد الاعمدة الرئيسية التي تتكون منها الاقتصاديات في العصر الحديث، حيث تمكن من زيادة تدفق الأموال إلى المستثمرين الذين يرغبون في تمويل مشاريعهم، الرفع من الدخل الوطني، خلق مناصب العمل ودفع الضرائب لتمويل خزينة الدولة وغيرها. و كغيرها من الأسواق فإن سوق الأوراق المالية له وجود مكاني معين يلتقي فيه المتبادلون لتبادل أصولهم المالية، والتي تختلف أنواعها وأشكالها. وبنفس الطريقة، حذت سوق الأوراق المالية حذو الأسواق الأخرى وتطورت باستغلال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والأنترنت، وأصبح لا يتطلب بالضرورة موقع جغرافيا معين أصبحت معاملته من خلال شبكة العنكبوتية، حيث أصبح سوقاً افتراضياً لتداول بيع وشراء عبر الوسائط التقنية الحديثة

وعليه يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنه: " المكان المخصص والمنظم أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية لإكمال العمليات التداول في ما بينهم بشفافية تامة في اطار نظام محدد بالقانون ويتميز بتوفر وسائل الاتصال الفعالة وجود وسطاء مرخص لهم لإتمام عمليات التداول"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- از هري الطيب افكري احمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الاردن ، 2016، ص: 19.

## المحور الثاني: الأسواق المالية الدولية:

في الحياة اليومية، نجد أنفسنا على اتصال دائم بالسلع المتداولة دوليًا. إذا كنت تستمتع بكرة القدم، يمكنك تشغيل تلفاز من صنع الولايات المتحدة على قناة قطرية من خلال مكبر صوت ياباني أو مكبرات صوت بريطانية. قد ترتدي ملابس مصنوعة في الصين أو تأكل فاكهة من الاكوادور. بينما تقود سيارتك إلى العمل، سترى سيارات مصنوعة في ستة بلدان مختلفة في الشوارع. لكن بالنسبة للأصول المالية وتجارها الدولية فهي اقل ظهورا لكن يكفي التفكير في التدفقات المالية التي قابلت هذه المعاملات التجارية، وحجمها بالدولار أو العملات الأجنبية، حيث تتم هذه التجارة في الأسواق المالية الدولية. عندما تكون التجارة الدولية في الأصول المالية سهلة وموثوقة - بسبب انخفاض تكاليف المعاملات في الأسواق السائلة - نقول إن الأسواق المالية الدولية تتميز بحركة رأس مال عالية. فقد كان رأس المال المالي شديد الحركة في القرن التاسع عشر، غير انه في أوائل القرن العشرين عرف العالم حربين عالميتين وأزمة الكساد العظيم، فرضت اثرها العديد من الحكومات ضوابط على تدفقات رأس المال الدولية، مما أدى إلى تجزئة الأسواق المالية الدولية وخفض حركة رأس المال. لهذا تضمنت فترة ما بعد الحرب مجهودات حثيثة لزيادة استقرار وتكامل أسواق السلع والخدمات إنشاء الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة (الجات، التي كانت مقدمة إلى منظمة التجارة العالمية، أو منظمة التجارة العالمية). وحتى بالنسبة لموضوع تدفقات رأس المال فقد عرفت تطورات متتابعة إلى أن تحولت إلى الوضع الحالي وهو ما سنشرحه فيما يلي.

## أولاً- نشأة الأسواق المالية الدولية:

قبل الخوض في نشأة الأسواق المالية الدولية يجب تعريف السوق المالية الدولية حتى يمكن تفريقها عن الأسواق المالية المحلية، فهي تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية للمنشآت أو الهيئات في دول أخرى<sup>2</sup>. وبالإضافة إلى الأوراق المالية فهي تمكن من تداول العديد من الادوات المالية الحديثة والتقليدية تنوع بين ادوات ملكية ودين ومشتقات مالية وادوات موروقة وحتى وسائل دفع دولية. وهذا يعني أن في السوق المالية الدولية تتلاشى الحدود حيث يمكن للدولة والافراد والمؤسسات باختلاف انواعها، ان تتداول خارج حدود دولتها. كما أنه يقصد بالسوق المالية الدولية أنها السوق التي يسمح

<sup>2</sup>- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الاسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر، الطبعة الاولى 2019، ص: 33.

فيها لأي مستثمر مهما كان جنسيته أن يتعامل شراء وبيعا في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية<sup>3</sup> من هذا التعريف نستنتج أن الأسواق المالية الدولية ألغت شرط الجنسية الذي يفرض في البورصات (لم يلغى تماما لكن فيه تراخي) فيما يخص المستثمرين أو المتداولين.

وعليه يمكن ان تعرف السوق المالية الدولية بانها تلك الأسواق المالية التي تتيح امكانيه تداول الأوراق المالية شراء وبيعا لمختلف الجهات سواء كانت حكومات أو افراد أو شركات محليه واجنبيه وبعملات مختلفة، حيث تتوفر فيها منتجات استثماريه متنوعه تختلف بين الأسهم والسندات التقليدية إلى المنتجات المالية المستحدثة مثل : العقود الآجلة والمبادلات والخيارات وغيرها من المنتجات، إلى جانب امكانيه تبادل العملات الأجنبية لأغراض استثماريه كانت ام مضاربتيه. وتتميز هذه السوق عن السوق المالية المحلية في تعدد المنتجات واتساع فئاتها، من حيث النوع و المدة الزمنية (الاستحقاق)، العملة المقيمة بها...، إلى جانب اتساع وكبر حجم المعاملات كونها تستقطب اموالا وعمليات من جميع انحاء العالم

في اطار النظام الاقتصادي العالمي الجديد لم تبذل جهود مماثلة للتجارة الدولية في مجال تبادل الأوراق المالية مما انعكس في المستوى المنخفض لحركة رأس المال في النماذج الاقتصادية في الخمسينيات والستينيات. غير أن الابتكارات المالية، ونمو أسواق العملات الأوروبية بعد انهيار اتفاقية بوتن ووزدز، أدت إلى تقويض فعالية ضوابط رأس المال، حيث قامت الابتكارات التكنولوجية بخفض تكاليف المعاملات الدولية. وأدت هذه العوامل، جنبًا إلى جنب مع عمليات تحرير ضوابط رأس المال في السبعينيات والثمانينيات ، إلى تطوير أسواق مالية عالمية عالية التكامل. في ظل ما يعرف بـ"العولمة" للأسواق المالية.

وقد ارتفعت تدفقات رؤوس الأموال الدولية بعد صدمة النفط في 1973-1974 ، والتي حفزت الوساطة المالية على نطاق عالمي. أدت الفوائض في البلدان المصدرة للنفط والعجز المقابل بين مستوردي النفط إلى إعادة تدوير "دولارات النفط" في أسواق اليورو المتنامية، مما جعل العديد من البلدان النامية تصل إلى أسواق رأس المال الدولية، حيث مولت الاختلالات الخارجية المتزايدة. وأخذت هذه

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص: 33.

الوساطة شكل إقراض مصري، فقبلت البنوك الكبيرة في البلدان الصناعية التعرضات الضخمة لديون البلدان النامية.

أدت أزمة الديون العالمية في الثمانينيات إلى تباطؤ كبير في تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة، غير انه عاودت الارتفاع بعد تراجع الازمة، كاستجابة لجهود المؤسسات الدولية التي دعت إلى التحرير والخصخصة وفتح الأسواق وتعزيز استقرار الاقتصاد الكلي. بدأت البلدان في أوروبا الوسطى والشرقية في التحول نحو اقتصادات السوق، وقد جذب النمو السريع في مجموعة من الاقتصادات في شرق آسيا انتباه المستثمرين في جميع أنحاء العالم. ارتفع صافي التدفقات الخاصة طويلة الأجل إلى البلدان النامية من 42 مليار دولار في عام 1990 إلى 256 مليار دولار في عام 1997. وهذه المرة كانت الحصة الأكبر لهذه التدفقات في شكل استثمار أجنبي مباشر (استثمار من قبل الشركات متعددة الجنسيات في عمليات خارجية تحت سيطرتها). فبلغ مجموع هذه التدفقات 120 مليار دولار في عام 1997، وبلغت تدفقات السندات وحقوق الملكية 34 في المائة من الإجمالي في ذلك العام، في حين مثلت قروض البنوك التجارية 16 في المائة فقط، فقد كانت التدفقات الصافية كبيرة ومتنامية، لكن التدفقات الإجمالية الداخلية والخارجية عبر الحدود نمت بشكل أسرع. وعرفت هذه التدفقات تذبذبات حيث أدت أزمة البيزو المكسيكية في ديسمبر 1994 إلى تباطؤ متواضع في تدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة في عام 1995، ثم تصاعدت مرة أخرى بعد ذلك حتى اندلعت الأزمة الآسيوية في صيف عام 1997 وانتشرت فيما بعد في الاقتصادات الناشئة في انقطاع دام ست سنوات. كما استمر الانقطاع المرتبط بالكساد الكبير في الثلاثينيات عدة عقود.

ومع ذلك، يبدو أن هذه الديناميكيات آخذت في التغير. بعد انهيار بنك الاستثمار الأمريكي ليمان براذرز في عام 2008، توقفت تدفقات رأس المال لمدة سنة تقريباً. والواقع أنه على الرغم من ضخامة الصدمة الأولية، فإن تدفقات رؤوس الأموال وهوامش المخاطر قد تطورت بشكل أساسي بحلول عام 2009، عندما بدأ تمويل السندات في أمريكا اللاتينية يرتفع بسرعة ليصل إلى ثلث ما كان عليه قبل عام 2008. وكانت للصدمة التي حدثت منذ ذلك الحين أثر أقل على التدفقات المالية. في عام 2013، بدأ مجلس الاحتياطي الاتحادي الأمريكي في التراجع عن برنامج شراء السندات، وانهارت أسعار السلع الأساسية في منتصف عام 2014. وفي أواخر عام 2015 وأوائل عام 2016، عصفت

التطورات في الصين بالأسواق المالية. وفي الآونة الأخيرة، انتُخب دونالد ترامب رئيسا للولايات المتحدة، وقرر بنك الاحتياطي الفيدرالي أول ارتفاعين في سعر الفائدة.

ومع ذلك، فإن أطول انقطاع في تمويل السندات الناجم عن هذه الصدمات - الذي حدث خلال النصف الثاني من عام 2015 - استمر ستة أشهر فقط. وقد أدى انهيار أسعار السلع الأساسية في عام 2014 إلى زيادة انتشار مخاطر أمريكا اللاتينية، ولكن بنسبة 1.5 نقطة مئوية فقط، أي نحو ثلث تأثير صدمة ليمان براذرز.

وعليه، لا يوجد تاريخ محدد لظهور الأسواق المالية الدولية أو حدث معين يعد انطلاقة لهذه الأسواق بل ظهورها وتوسعها كان تدريجيا تزامنا مع التغييرات الاقتصادية والتقنية التي عرفها العالم منذ ظهور البنوك إلى يومنا هذا. غير ان ظهورها وتناميها ارتبط أساسا بعدة أسباب أهمها:

- تنامي الصناعة المالية والمصرفية منذ ظهور البنوك أواخر القرون الوسطى ودخول أدوات نقدية جديدة - حيز التنفيذ، الكمبيالات والسندات الأذنية، وتنامي الصناعة المالية بانتشار المشتقات المالية وتزايد الاقبال عليها منذ سبعينيات القرن الماضي؛

- تزايد التعاملات المالية في البورصات العالمية، والتي كانت أولها في بلجيكا 1536 ثم في امستردام 1608 ثم لندن 1666 ثم في باريس عام 1808 وتلاها في القرنين التاسع عشر والعشرين نشأت له مراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- أدت الثورة الصناعية إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول وعزز من ذلك، ظهور ادوات الاتصال الحديثة من هاتف ثم انترنت مما سهل عمليات نقل الاموال والمعلومات؛

- ظهور موجة التحرير المالي في سبعينيات القرن الماضي حيث بعد انهيار نظام النقدي بروتن ووذو وتحرير اسعار الصرف وتعميمها، ظهرت الحاجة إلى سوق لتبادل العملات على المستوى الدولي لتزايد التجارة الدولية؛

- ظهور عملات منافسة للدولار الامريكي، كما أن موجه التحرير التي شملت كل بلدان العالم حتى النامية منها بظهور نظريات اقتصاديه تشير إلى أن زيادة التحرير المالي يؤدي إلى زيادة في النمو الاقتصادي بقيادة رونالد ماكينون؛

- زيادة التدفقات النقدية الناتجة عن الصادرات الأوروبية للولايات المتحدة الأمريكية والعكس بتزايد تدفقات التمويل الأمريكي للتنمية في أوروبا والذي ساهم في ظهور ما يدعى بالأورو دولار؛

- تعززت الطفرة البترولية التدفقات النقدية إلى الدول المصدرة للبترول، وتزايد الاستدانة، إلى جانب زياده الطلب من طرف الحكومات وشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية مما نتج عنه ظهور أسواق عالميه لتداول العملات

- اقبال الشركات على تدوين اعمالها خارج حدودها الجغرافية وبذلك تحولت الأسواق المالية في العديد من البلدان إلى أسواق ماليه دوليه عبر للحدود تضم مستثمرين ومؤسسات وحكومات اجنبيه تقوم بالاستثمار والحصول على التمويل من خلال هذه الأسواق؛

- تزايد حاجة مؤسسات المساهمة الضخمة للتمويل والتي اعتمدت على الوساطة المالية المباشرة للحصول عليها، أتاح للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات من مختلف انحاء العالم؛

- تزايد التوجه إلى الاقتصاد الرأسمالي على حساب الاشتراكي، والذي يدعو للملكية الفردية لوسائل الانتاج وإلى توسع في النشاط الاقتصادي من خلال زياده الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد ماليه كبيره تفوق قدرات وامكانيات الافراد والتي تستدعي للبحث عنها في مصادر اقليميه والجغرافية متعددة عبر العالم؛

- توسع الحكومات وشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي لأجل تغطيه العجز في تمويل الذاتي والموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية.

ثانيا- دوافع الانتقال للسوق المالية الدولية:

ظهرت على الساحة الدولية للأعمال عدة صيغ تشجع التعاون بين الشركات الدولية متعددة الجنسيات والدول المضيفة حيث أصبحت هذه الأخيرة تتنافس على استقطاب الاستثمار الاجنبي المباشر من جهة ومن جهة اخرى فان الدول المضيفة كانت لها اهداف اخرى يوجهها في ما يلي:<sup>4</sup>

### ● دوافع اقبال الدول إلى العمل الدولي

- أ- رغبه هذه الدول في التصنيع بدل الاستيراد بالإضافة إلى زيادة صادراتها من السلع وخدمات؛
- ب- الحصول على رأس المال والتكنولوجيا اللازمة لاستغلال الموارد الطبيعية المحلية واستقطاب المهارات والمعارف في شتى المجالات خاصة في ما يتعلق براس المال البشري؛
- ت- الحصول والاستفادة من الأسماء والعلامات التجارية الدولية المحترفة لما يمكنها من الدخول في أسواق جديده لم تكن تقتحمها من قبل؛
- ث- تدريب اليد العاملة المحلية وجعلها أكثر تنافسية من خلال زيادة درجة التعليم والكفاءة؛
- ج- تطوير المنتج ليصبح قادرا على المنافسة من خلال تحسين الجودة وخفض التكلفة؛
- ح- تحقيق ارادات للاقتصاد القومي من خلال طرائق المفروضة على ارقام اعمال هذه الشركات وكذا الضرائب على الارباح هو غيرها من الرسوم الاخرى؛
- خ- اعتبار هذه المؤسسات ومعاملتها ذات بعد سياسي واستراتيجي؛

### ● دوافع انتقال الشركات إلى العمل الدولي

كما هو معروف فان الاقتصاد الحديث قائم على التعاون المتبادل والشراكة رابح رابح وعليه فان مؤسسات أو الشركات المتعددة الجنسيات من جهتها ايضا لديها دوافع للولوج للأسواق الدولية من اهم هذه الدوافع ماجد ما يلي:

<sup>4</sup> - عصام عبد الغني علي، أحمد عبد المنعم شفيق، ادارة الأسواق المالية الاستراتيجيات والدوافع وثقافات اتمام الصفقات وادارة المخاطر واتخاذ القرارات، بدون دار نشر، [على الرابط]: <https://dr-taha.com/2019/3001>، 2010 ، تاريخ التصفح : 2021/11/25، ص-ص: 140-141.

أ- وفرة المواد المولية الخام والمعادن النادرة إلى جانب موجود يد عامله مؤهله أو غير مؤهله رخيصة خاصة في الدول النامية

ب- محاوله إيجاد أسواق جديده لتصريف منتجاتها بسبب اشتداد المنافسة في الدولة الام أو بين الدول المتقدمة خاصة.

ت- الاستفادة من الامتيازات والتسهيلات التي تمنحها بعض الدول لاستقطاب الشركات الأجنبية

ثالثا- اهداف وأهمية قيام السوق المالية الدولية:

### 1. اهداف السوق المالية الدولية:

- تهدف الأسواق المالية الدولية إلى إيجاد نظام لسوق رأس المال الذي يسمح بتخصيص الموارد المالية وفقا لاستخداماتها الأكثر كفاءة وهذا نظرا لتنوع الفرص وكثرتها مقارنة بالسوق المالي المحلية؛
- تمثل الأسواق المالية الدولية شبكه من الاشخاص والشركات والمؤسسات المالية والحكومات التي تقترض وتستثمر على المستوى الدولي، حيث يقوم من خلالها المقرضين بزيادة لعرض النقود وجعل الأسواق أكثر سيولة جاذبية للاستثمار، بالإضافة إلى تخفيض تكلفه الحصول على النقود ويقوم المقرضون بتوزيع وخفض المخاطر والتعويض أو الموازنة والمقاصة بين الارباح والخسائر؛
- اصلاح نظام الاقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية اسس وضوابط أكثر شفافية حيث توفر سوق ماليه دوليه يفتح المجال امام المؤسسات الدولية والدول على حد سواء للحصول على القروض وبأسعار فائدة تنافسية وبالعملات التي ترغب بها واسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية؛
- تنظيم السوق الدولية المتخصصة في اسعار الصرف العملات الاجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال سوق واسعه تسمح بالحصول على العملات الاجنبية ومراقبه وضبط اسعار الصرف من طرف البنوك المركزية ممثلين للحكومات.

## 2. أهمية الأسواق المالية الدولية

تلعب الأسواق المالية الدولية دورًا حاسمًا في التجارة الدولية وتبادل السلع والخدمات بين الاقتصادات، لذا فهي تعتبر مهمة لعدد من الأسباب ، نقوم بسرد أبرزها هنا:

- الأسواق المالية الدولية هو أداة مهمة للعثور على أسعار الصرف، ومقارنة معدلات التضخم ، والحصول على فكرة حول الاستثمار في سندات الدين الدولية، والتأكد من الوضع الاقتصادي للبلدان الأخرى والحكم على الأسواق الخارجية.
- تعتبر أسعار الصرف مهمة جدًا في الأسواق المالية الدولية، لأنها تتيح لنا تحديد القيم النسبية للعملة وبعده فإن الأسواق المالية الدولية تساعدنا في حساب هذه المعدلات؛
- تساعد العوامل الاقتصادية المختلفة في اتخاذ قرارات الاستثمار الدولي، و تساعد العوامل الاقتصادية الدول في تحديد ما إذا كانت أموال المستثمرين آمنة مع سندات الدين الأجنبية أم لا؛
- يعد استخدام المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية عاملاً مهمًا للعديد من مراحل الأسواق المالية الدولية فالبيانات المالية التي تعدتها الدول يجب ان تعتمد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية مما يلزم العديد من البلدان على اتباع أنظمة إبلاغ مماثلة.
- يحافظ نظام الأسواق المالية الدولية على السلام بين الأمم، وتجنب أي تدبير مالي قوي، بسبب المصالح المترابطة بين الدول، وهو ما يجعل الدول الكبرى تتدخل في حالة الخلافات بوساطات رسمية وغير رسمية لحل النزاعات بأقل التكاليف. حيث تقوم منظمات الأسواق المالية الدولية، مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وما إلى ذلك ، بدور الوسيط في إدارة نزاعات الأسواق المالية الدولية.

غير أنه بمجرد وجود نظام مالي دولي يعني أن هناك احتمالات لزيادة لأزمات مالية بسبب آثار العدوى المالية من جهة، وبالمقابل، وبدون الأسواق المالية الدولية، فإن فرص نشوب الصراعات والفوضى الناتجة تكون مرتفعة والترابط المالي يعمل على تحقيق حالة من الانضباط، وعليه فإن الأسواق المالية الدولية تعمل ضمن شروط متعارضة تغلب فيها المصلحة العامة على المستوى الدولي.

رابعاً- خصائص السوق المالية الدولية: تتمثل اهم محركات الأسواق المالية الدولية في ثلاث عناصر

اساسية

1/ تقنيات وتكنولوجيات المعلومات والاتصالات

2/ الادوات المالية المتنوعة والمستحدثة

3/ الا تنظيم deregulation

1/ تقنيات وتكنولوجيات المعلومات والاتصالات: كما أشرنا فإن نمو الأسواق المالية الدولية كان مرتبطاً ارتباطاً وثيقاً لتطور تكنولوجيات المعلومات والاتصالات والتي تعتبر ركيزة أساسية في عمل هذه الأسواق، حيث تمكن من خفض تكاليف المعاملات المالية وتسريعها والربط بين المراكز المالية الدولية لتسهيل عمليات تدفق الاموال عبر قنوات رسمية وقانونية يمكن مراقبتها. بالإضافة إلى توفير قواعد واجراءات سليمة وسريعة كيف هي لتسوية المقاصة من خلال مراكز مالية دولية.

2/ الأدوات المالية المتنوعة والمستحدثة: تلعب هذه الأدوات دوراً أساسياً في نمو الأسواق المالية الدولية، حيث تطور هذه المنتجات في بلد دون آخر أو تنوعها تجعل المستثمرين يتوجهون ويختارون إلى الأسواق التي تتيح لهم أكبر عدد من الأدوات من حيث العدد ومن حيث الكفاءة بالإضافة إلى استغلالها في تحقيق الارباح أو الاستثمار.

3/ الا تنظيم deregulation: كما تطرق ما سابقاً فإن الأسواق المالية الدولية برزت خلال موجته التحرير التي كانت مرحلة موالية لمرحلة القيود والحماية الاقتصادية وعليه فإن المؤسسات خاصةً المتعددة الجنسيات تبحث دائماً عن نطاق جغرافي يتوافق مع استراتيجياتها بالأخذ بعين الاعتبار الشروط القانونية والتنظيمية التي تحكم نشاطها الانتاجي أو تحويلاتها المالية وحساباتها البنكية، حيث اتساع مجال نشاط هذه المؤسسات يسمح لها بتفادي بعض الضرائب العالية، كما يسمح لها ببعض الخصوصية والسرية فيما يتعلق بأرقامها وحساباتها المصرفية.

خامساً- شروط قيام السوق المالية الدولية

تشابه الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية المحلية بحيث يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية في بعض الدول أسواقاً دولية، حيث يرتبط مفهوم الدولية بالعمليات العابرة للحدود وعليه فإن لها مجموعة من المتطلبات لتسمح بقيامها:

- وجود اطار تشريعي يسمح بعمليات انتقال رؤوس الاموال من وإلى البلد، وبمختلف العملات بالعملات القيادية، ( خاصة الدولار الكندي الفرنك السويسري الجنيه الاسترليني يورو الين الياباني ... ) وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مالي<sup>5</sup>

- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الاقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه القيام بسوق مالية دولية لتشجيع تدفق رؤوس الاموال الاجنبية من وإلى السوق المالية الدولية وهذا يشترط ايضا توفر بنك مركزي قوي قادر على التحكم في الازمات، إلى جانب وجود منظومه ماليه مرنة ومنتزنة في ما يخص الضريبة والسياسات النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على راس المال؛

- توفر شبكة معلومات قوية شفافة ونزيهة تعمل على توفير المعلومات حول السوق المشاركين فيها باختلاف صفاتهم لحظة بلحظة دون تمييز أو تفرقة لتحقيق معيار كفاءة السوق؛

- وجود الارضية التقنية والتكنولوجية عالية التطور تتماشى مع العمليات الدولية، بالإضافة إلى قدرة المؤسسات المالية والمصرفية في السوق على التعامل مع هاته العمليات تقنيا وماديا؛

- وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية قادرة على ضمان توفير السيولة اللازمة لسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة؛

- توافر كوادرات مؤهلة للتعامل مع هاته العمليات الهائلة من حيث المبالغ والعدد والتنوع، و وجود خبراء ماليين واداريين وكفاءات لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة وتوفر السوق المالي على أدوات ماليه متنوعه من حيث الجودة والآجال مع وامكانيه عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الارض؛

<sup>5</sup> -بن ابراهيم الغالي ، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

-تبنى منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في السوق وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤثرة لعمل السوق المالية الدولية خاصة فيما يتعلق بالرقابة على تبيض الاموال وتمويل الاجرام؛

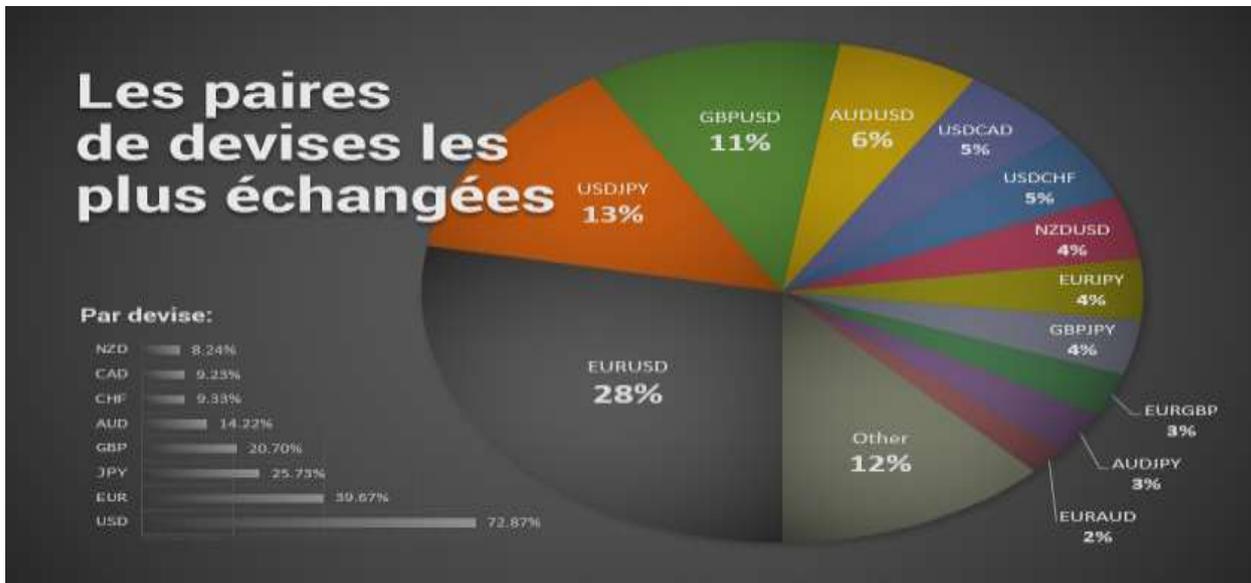
-وجود اقتصاد حقيقي قوي وفرص استثمارية متنوعة بين المربحة وعالية المخاطرة والامنة منخفضة الربحية تستقطب المدخرين من شتى اقطار العالم؛

-وجود علاقات اقتصادية قوية مع الدول الكبرى والنامية التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة.

## المحور الثالث: اقسام الأسواق المالية الدولية

## أولاً- سوق العملات الاجنبية Forex:

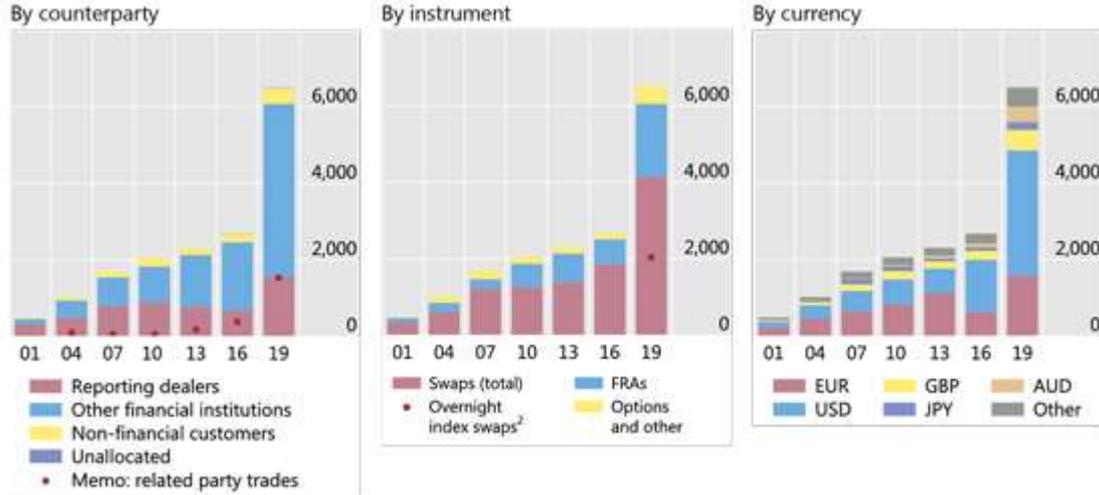
ظهر سوق العملات الاجنبية أو ما يعرف بالفوريكس عام 1931 وازدادت أهميته مع تطبيق نظام تدويل العملات بعد انهيار قاعدة بروتن وودز سنة 1971 حيث أدى هذا إلى ظهور الفروقات بين أسعار العملات بين الدول المختلفة متزامنا مع ازدياد حركة التجارة والاستثمار الدوليين إلى جانب التطور السريع الذي عرفته تكنولوجيا الاعلام الآلي والاتصالات وظهور الانترنت، الشيء الذي أدى إلى تسارع حركة رؤوس الأموال عبر الحدود وارتفاع حجم هذه الأموال بصورة كبيرة، وتزداد أهمية هذه السوق أنه كل عملية تتم سواء كانت تجارية لتبادل سلع أو خدمات، مالية كإقتناء اسهم أو سندات بغض النظر على الهدف منها استثماري أو مضاربة أو حتى تحوط، إبرام عقود للنفط أو المواد الخام الاساسية الاخرى كالقمح البن(القهوة)..الذهب الفضة...أي عملية كانت اذا كانت عابرة للحدود فيجب أن تمر عبر سوق الفوركس الذي يتم من خلال له توفير الأموال اللازمة للعمليات، حيث يشتغل السوق 5 أيام في الأسبوع على مدار 24 ساعة، ويتوزع التداول في سوق الفوركس بين أزواج العملات الرئيسية والفرعية، وفيما يلي شكل يوضح الأزواج الرئيسية الأكثر تداولات في الأسواق ونسبها:



المصدر: احصائيات موقع

<https://fr.fxssi.com/les-paires-de-devises-les-plus-echangees-sur-le-forex>,  
consulté le 15/01/2022.

وبلغت قيم التداول اليومية في السوق :



<sup>1</sup> Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting. <sup>2</sup> Overnight index swaps are included in total swap turnover. Data available only from 2019.

المصدر: BIS Triennial Central Bank Survey. For additional data by instrument, counterparty and currency, see *Tables 1-4* on pages 8-11, respectively.

لا يوجد لسوق الفوركس وجود واقعي ملموس بل هو عبارة عن شبكة اتصالات عالميه تربط البنوك التجارية الكبيرة والبنوك المركزية وكل المتعاملين بعضها البعض ويختلف المتعاملون في سوق العملات الأجنبية حسب اهدافهم ووظائفهم وخلفيتهم ومسؤولياتهم،

**1-اللاعبين (المتعاملين) الرئيسيين في سوق العملات الاجنبية:** نميز عدة متدخلين رئيسيين في السوق وهذا حسب المبالغ التي يتم تحويلها يوميا من العملات وهم:

- البنوك التجارية والاستثمارية
- البنوك المركزية
- الشركات والمؤسسات
- مديرو الصناديق وصناديق التحوط وصناديق الثروة السيادية

- منصات التداول القائمة على الإنترنت
- وسطاء التجزئة عبر الإنترنت
- شركات التأمين
- صناديق التقاعد (المعاشات)

### 1-1- البنوك التجارية و الاستثمارية:

البنوك لا تحتاج إلى مقدمة، فهي موجودة في كل مكان ودورها حاسم في شبكة الفوركس. تشارك البنوك في أسواق العملات لتحديد مخاطر الصرف الأجنبي الخاصة بها ومخاطر عملائها. وتسعى البنوك أيضاً إلى مضاعفة ثروة مساهميها. ويختلف كل بنك من حيث تنظيمه وسياسة عمله ، ولكن لكل بنك مكتب تعامل مسؤول عن معالجة الطلبات وصنع السوق وإدارة المخاطر. يلعب مكتب التعامل دورًا في تحقيق الأرباح من خلال تداول العملات مباشرة من خلال التحوط أو المراجعة أو مجموعة مختلطة من الاستراتيجيات المالية. ويختلف الدور الذي تلعبه البنوك في هذا السوق من حيث حجمها فهي تتنوع بين الضخمة أو الصغيرة، حيث تتعامل البنوك الأكبر حجمًا بمبالغ ضخمة من الأموال التي يتم تداولها في أي لحظة حيث تتداول البنوك الصغيرة من 5 إلى 10 ملايين دولار. أما الكبيرة فيتداولون عمليات بقيمة 100 إلى 500 مليون دولار. تُظهر الصورة التالية أكبر 10 بنوك مشاركة في سوق الفوركس.



## 1-2- البنوك المركزية:

البنك المركزي هو السلطة النقدية العليا في البلد والذي يقوم بوضع السياسات الاقتصادية بما يتناسب مع مخططات الحكومة وفي هذا المجال يقوم البنك المركزي بالإشراف على السياسات النقدية للحكومة بما يساعدها على تحقيق اهدافها وعليه، يضع استراتيجيات لتخفيف الصعود والهبوط في قيمة العملة (تقلب العملة) لتفاد الخسائر الناتجة خاصة عند انخفاضها من انخفاض في القوة الشرائية للمواطن وارتفاع التضخم، بالإضافة إلى اهم شيء هو فقدان الاحتياطات من قيمتها.

فتعتبر البنوك المركزية هي الهيئات المسؤولة عن الاحتفاظ بالودائع بالعملات الأجنبية التي تسمى "الاحتياطات" وتعرف أيضاً باسم "الاحتياطات الرسمية" أو "الاحتياطات الدولية". حيث يتم استخدام الاحتياطات التي تحتفظ بها البنوك المركزية لبلد ما في معاملاتها مع العالم الخارجي بشتى انواعها دخولا أو خروجاً للأموال. تشير قيمة الاحتياطات إلى سمات مهمة حول قدرة الدولة على خدمة الديون الخارجية ؛ كما أنه يؤثر على مقاييس التصنيف الائتماني للدولة، وعليه فإن البنوك المركزية حسب نظام الصرف المتبع في البلد تتدخل في السوق العملات الاجنبية للمحافظة على قيمة العملة بالاعتماد على عدة ادوات من اهمها التعقيم النقدي.

## 1-3- الصناديق وصناديق التحوط وصناديق الثروة السيادية:

تدير هذه الصناديق ثروات بمئات الملايين من الدولارات، وتكون تدخلاتها في سوق العملات الاجنبية من اجل تحويل عملاتها عند اعاده هيكله محفظتها حيث أن محافظهم الاستثمارية غالباً ما تكون كبيرة جداً وسريعة التحول، كما تستخدم مشتقات العملات للتحوط من مخاطر تغير سعر الصرف أو للمضاربة فيها.

هؤلاء المشاركين لديهم موثيق استثمار والتزامات تجاه مستثمريهم. الهدف الرئيسي من صناديق التحوط هو تحقيق أرباح وتنمية محافظهم الاستثمارية فيريدون تحقيق عوائد مطلقة من سوق الفوركس وتقليل مخاطرهم بالاعتماد على السيولة العالية لديهم والرافعة المالية والتكلفة المنخفضة لخلق بيئة استثمارية مما يجلبهم من صناعات هذه السوق.

**1-4- منصات التداول القائمة على الإنترنت:**

سهلت الانترنت ومنصات التداول الولوج لعالم التداول عموما وسوق العملات خصوصا فبعد ان كان هذا السوق حصرا على المؤسسات الكبرى والدول والبنوك المركزية اصبح متاحا للجميع حتى للأفراد صغار المستثمرين، فتمثل الإنترنت الجزء الغير الشخصي من أسواق الفوركس في الوقت الحاضر ، وتقوم منصات التداول القائمة على الإنترنت بمهمة تنظيم وتنفيذ أوامر العملات سواء بشكل مباشر من الزبون وشخصي أو بشكل اتوماتيكي منه أو بتوكيل منه وعليه تلعب هذه المنصات دور الرابط بين الزبون والسوق. ويتم هذا مقابل عمولات تحصل عليها شركات الوساطة على عدة خدمات تقدمها مثل: تنفيذ الأوامر، الرافعة المالية، المعلومات السوقية الحينية، الاسعار السوقية اللحظية، الاستشارة والتحليل الفني والتقديم المقترحات والتقييمات...

**1-5- وسطاء التجزئة عبر الإنترنت: شراء عملات أجنبيه لحسابها أو لحساب زبائنها وعملات من**

أجل التداول لحسابها ولحساب زبائنها

**1-6- شركات التأمين : تلجا إلى السوق العملات من اجل تحويل العملات عند القيام بأعمال دولية،**

كما انه يمكنها الدخول إلى السوق كمستثمر لي اقساط التأمين المتاحة لديها من اجل شراء الأسهم والسندات الأجنبية وبالتالي تحتاج إلى سوق العملات من اجل تحويل العملات بالإضافة إلى الاستثمار في سوق العملات في حد ذاته بحثا عن تحقيق الارباح إلى جانب اللجوء إلى استخدام مشتقات مالية من أجل التحوط من مخاطر تغير سعر الصرف.

**1-7- صناديق التقاعد: تعتبر هذه الصناديق من المستثمرين المؤسساتيين في سوق الفوركس، حيث**

تتميز بسيولتها العالية والتي تبحث لها عن استثمارات فتقوم بشراء الأسهم والعملات الأجنبية وسندات وغيرها من المنتجات المالية المتاحة لتنمية هذه مساهما المتقاعدين وتحقيق الارباح كمؤسسة.



## 2-معلومات أساسيات للتداول في سوق العملات الأجنبية

إن التداول في سوق العملات الأجنبية بقدر ما أصبح سهلا في الدخول والحصول على المعلومات واتمام الصفقات إلا أنه أصبح متقلبا بسرعة مما يجعله مليئا بالمخاطر وعليه فيتطلب من الوافد إلى سوق العملات الأجنبية أن يكون على دراية عن كل حيثيات هذه السوق حتى يتمكن من اهتمام صفقاته بأمان وتحقيق الغاية المبتغاة منها في ذلك فنعرف في هذه المرحلة حول بعض الاساسيات والابجديات الضرورية التي يتمكن منها الطالب حتى يقوم بفهم وممارسة بعض العمليات في سوق العملات الأجنبية الفوركس

## 2-1-معلومات عامة:

-دراسة العوامل المؤثرة قبل التسميه وتحديد الاسعار مثل التطورات الاقتصادية والاحداث الاقتصادية  
الراهنه بالإضافة إلى تقارير البنك المركزي والنشرات الدورية بما يخص معادلات الفائدة الشهرية والثلاثية

والنصف ثانويه وسنوية واسعار التضخم الشهرية منح البطالة الشهرية مؤشرات اسعار الانتاج اسعار الاستهلاك ومؤشرات الوظائف ومؤشرات اسعار المنتجات الزراعية مؤشرات القروض العقارية القروض الاستهلاكية... وغيرها من المؤشرات الدورية التي يعنى بها خاصة في اقتصاديات الدول المتقدمة في مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية؛

-دراسة التطورات السياسية المستجدة وخاصة فيما يتعلق بالعلاقات الجيوسياسية والعلاقات الأمنية الإقليمية أو العالمية؛

-الأخذ بعين الاعتبار كيفت التطورات العالمية في ما يخص القضايا الأمنية والصراعات الإقليمية القضايا المناخية والوبائية وغيرها من المخاطر النظامية التي يمكن أن تعصف بالاقتصاديات العالمية ويمكن ايضا ان تنتقل عبر العدوى بين الأسواق المالية الدولية.

## 2-2- معلومات خاصة:

-يجب على المتدخل في السوق أن يكون ملم بمعارف اقتصادية وبعض المفاهيم العامة مثل البطالة التضخم السياسة النقدية والمالية ، السياسة الضريبية والقيود التجارية واثارها... والتي تعتبر تؤثر مباشرة في سوق العملات الاجنبية مما يجعل معرفتها امرا ضروريا. ومن اهم العناصر التي تؤثر على اسعار العملات هي اسعار الفائدة حيث سفصل فيها نوعا هنا.

## أسس التعامل في سوق العملات الأجنبية:

قبل التعامل في سوق العملات الاجنبية يجب ان يكون المتدخل على دراية تامة بشؤون هذه السوق كونها عالية التقلب والمخاطرة وتتأثر بالمعلومات والاحبار الدولية على نطاق واسع، واي عملية لا تأخذ العوامل المؤثرة في السوق بعين الاعتبار تترتب عنها عواقب كبيرة. من اهم الاسس التي يجب الاطلاع عليها ما يلي:<sup>6</sup>

1-دراسة العوامل المؤثرة قبل تسمية وتحديد الأسعار: مثل دراسة التطورات (الاقتصادية والسياسية المستجدة وتطورات أسعار الفائدة)؛

<sup>6</sup>- سليمان موصللي، عدنان سليمان، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق، 2012، ص154.

2-الإطلاع على أسعار الإغلاق للأسواق الأخرى: مثل تحديد الأسعار وتسميتها من(قبل البنك للاسترشاد، الاطلاع على أسعار العملات المحددة من قبل البنوك في السوق نفسها)؛

3-التعامل بطريبي السعر: يتم التعامل في سوق العملات الأجنبية بتسمية طريبي السعر (ويترك للمتعامل اختيار الاتجاه Ask Rate وسعر البيع Bid Rate سعر الشراء الذي يرغبه في التعامل سواء بيعاً أم شراءً؛

4-أيام التعامل: يتم التعامل طيلة أيام الأسبوع ما عدا أيام السبت والأحد والعطل (الرسمية في بلاد العملات المتبادلة وعليه في حالة اقتراب أي مناسبة والتي يترتب عليها إغلاق السوق فستعرف الأسعار انخفاضاً فقط بسبب توقف النشاط حتى اذا كانت مدة التوقف ليوم واحد فسيبدأ الانخفاض قبله بأيام مما يلزم المتداول أن يكون حذراً في تعاملاته، ومن الأفضل أن يقفل وضعياته قبل التاريخ المنشود، وحتى في نهاية الأسبوع وابتداء من يوم الخميس تعرف أسعار العملات تراجعاً في انتظار إعادة انطلاقتها الأسبوع القادم، إلا أن هنا يظهر أن كل شيء سهل، غير ان الاشكال يكون في الاحداث التي تحدث في نهاية الاسبوع، أو الاتجاه التي ستأخذها العملات بعد فتح السوق.

5-لغة التعامل: هي اللغة الانكليزية وعليه يفترض من المتداول ان يكون متمكناً من اللغة الانجليزية، لقراءة الاخبار والاحداث سواء التي تظهر على شاشة التداول أو شريط الاخبار أو حتى التقارير المنشورة في المواقع الاخبارية مثل yahoo fianace ; cnbc ; reuters... حيث يتطلب السرعة والفهم الدقيق والقدرة على التمييز بين الاخبار الصحيحة والمفبركة أو المغلوطة. ومن المصطلحات المتداولة كثيراً Spot , Forward , Swap , Future ...etc كلها انجليزية

6-السعر المتفق عليه: يكون ملزماً ولا يجوز التراجع عنه مهما كانت النتائج أو (الخسائر التي قد يتحملها أحد الأطراف).

7- ما يجب على المتعاملين :

أ. الاتفاق على السعر وإلغاء العملية بسرعة تجنباً لتذبذب الأسعار وتفاد أية خسائر.

ب. متابعة تقلبات الأسعار وإجراء التعديلات وفق متطلبات السوق.

ت. توسيع الهامش بين سعري الشراء والبيع خصوصاً أيام التذبذب الشديد في أسعار العملات.

### 3- سوق الفوركس من الناحية التقنية والاقتصادية:

بعد التعريف بالسوق والمتعاملين فيه سنقوم في هذه المرحلة بشرح بعض المصطلحات التقنية التي كثيراً ما نسمعها في عالم التداول، وهي مصطلحات أساسية عملية تستعمل إما في التعرف على الاسعار أو تنفيذ الأوامر، تم نمر إلى النظريات التي تناقش موضوع سعر الصرف الفوري والاجل والعلاقة بينهما وبين سعر الفائدة.

### 3-1- مصطلحات التعامل في سوق العملات الأجنبية:

**Spot**: سعر العملة الآني هو سعر الصرف المدفوع لتسليم يومي عمل من تاريخ التعامل؛

**Forward**: سعر العملة الآجل، سعر الصرف المدفوع لتسليم يتم في المستقبل خلال فترة 30،60، 90،180 و360 يوم من تاريخ إبرام العقد. علماً بأن العقد الآجل هو اتفاق بين شركة ومصرف لتبادل عملة بأخرى في وقت محدد بالمستقبل بسعر يتفق عليه ويثبت الآن.

- **سعر الشراء Bid**: هو السعر الذي يرغب عنده البنك مصدر النشرة بشراء العملة المسماة ويبيع العملة المقابلة لها، وهو السعر الذي يشتري بموجبه العميل العملة المقابلة ويبيع العملة المسماة.

- **سعر البيع Ask (Offer)**: هو السعر الذي يرغب عنده البنك مصدر النشرة ببيع العملة المسماة وشراء العملة المقابلة لها، وهو السعر الذي يبيع بموجبه العميل العملة المقابلة ويشتري العملة المسماة.

- **هامش السعر Spread**: هو نقاط الفرق بين سعري الشراء والبيع وهو ربح البنك مصدر النشرة في حال تم البيع والشراء بنفس الأسعار المعبر عنها.

نلاحظ من الصورة أدناه، وجود فرق بين أسعار البيع والشراء حيث أن أسعار البيع أعلى من

أسعار الشراء، ويسمى هذا الفرق بهامش السعر Spread (الاطار الاعلى في اليسار)

- **نقطة السعر Pip**: هي نقطة في سعر العملة الأجنبية وهي آخر خانة في سعر العملة (عادةً تكون الخانة الرابعة إلى يمين الكسر العشري. مثال: الجنيه الاسترليني 1.8056 دولارًا أمريكيًا. ونقطة السعر

هنا هي (6)



- **سعر التقاطع Cross Rate**: هو سعر صرف عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة بينهما.

- **المراجحة Arbitrage**: هي شراء وبيع العملة الأجنبية معاً في سوقين أو أكثر في الوقت نفسه للاستفادة من اختلاف سعر الصرف بين تلك الأسواق.

- **Libor (London Interbank Offered Rate)** سعر اللابور هو سعر فائدة الإقراض ما بين بنوك لندن.

- **العقد Lot أو Contract**: وهو عبارة عن كمية العملات (قيمة العقد - المبلغ) التي يسمح للعميل بتداولها عن طريق البنك أو شركة الوساطة، كما أنه أقل حد يمكن المتاجرة به في سوق العملات الأجنبية ولا يمكن المتاجرة إلا به أو بمضاعفاته، هذا وتوفر شركات الوساطة لعملائها نوعين من الحسابات قياسية (Standard) ومصغرة (Mini) ويكون حجم اللوت القياسي 100.000 وحدة من العملة الأساسية بينما يبلغ حجم اللوت المصغر 10.000 وحدة من العملة الأساسية، وهناك

شركات وساطة توفر لعملائها أنواع أخرى من الحسابات مثل (Micro) ويبلغ حجمه 1000 وحدة من العملة الأساسية، وحسابات (Nano) ويبلغ حجمها 100 وحدة من العملة الأساسية.

**حساب الربح والخسارة في الفوركس** : لتحديد حجم الأرباح أو الخسائر الناجمة عن تداول عملة معينة يتم أولاً احتساب قيمة النقطة ثم ضربها بعدد النقاط الناتجة عن تحرك سعر العملة منذ بداية التداول، ففي حالة شراء زوج عملة وفقاً لسعر صرف معين وصدور بعض الأخبار التي من شأنها تحقيق ارتفاع في سعر هذا الزوج، عندها تكون كل نقطة فوق السعر الذي تم الشراء به هي ربح للتداول، والعكس بالعكس، كل نقطة أقل من السعر الذي تم الشراء به تزيد من خسارة التداول. ولنفترض على سبيل المثال أن متداول ما اشترى عقد (لوت) يورو (قياسي) عندما كان سعر لصرف 1.2658 ثم باعه على سعر 1.2659، نلاحظ أن المتداول قد حقق أرباحاً من هذه الصفقة بمقدار \$10، ولكن إذا تم شراء 2 لوت يورو (قياسي) عندها ستتضاعف الأرباح المحققة لتصل إلى \$20. وتتم متابعة نتيجة التداولات عن طريق منصة التداول التي توفرها شركات الوساطة لعملائها.

**- التدوير Rollover** :<sup>7</sup> "يعرف التدوير بأنه عملية تعديل (date value) أو تغيير تاريخ التسليم (date settlement) الخاص بالمركز المفتوح بعد الساعة 12 ليلاً بتوقيت غرينتش إلى تاريخ لاحق. حيث يقوم وسطاء سوق العملات الأجنبية بعملية التدوير بشكل أوتوماتيكي عندما يتم الاحتفاظ بالمركز المفتوح من قبل المتداول بعد الساعة الخامسة مساءً بتوقيت EST أي بعد الساعة 12 ليلاً بتوقيت غرينتش، وذلك بإغلاق المركز المفتوح ومن ثم فتح مركز مماثل له ولكن بتاريخ تسوية لاحق للتاريخ السابق. ومن الجدير بالذكر أن الهدف الرئيسي من عملية التدوير هي جعل المتداول قادر على تجنب التسليم الفعلي للعملة المتعاقد عليها، ويتم ذلك بشكل أساسي عندما يتم بيع وشراء العملات الأجنبية بأسلوب الهامش، ويترتب على عملية التدوير احتساب فائدة من شأنها أن تضاف إلى أو تطرح من حساب المتداول، حيث يعتمد معدل التدوير على الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل للعملة اللتين يتم تداولهما، فكلما ازدادت فروقات أسعار الفائدة قصيرة الأجل كلما ازداد الأثر الناجم عن عملية التدوير، وبالعكس كلما قلت الفروقات فيما بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل كلما تقلص الأثر الناجم عن التدوير، ف شراء عملة ما يعتبر بمثابة إيداع مبلغ معين من المال في البنك يتقاضى المتداول

<sup>7</sup>- منال محمد تيسير سرور، العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية -دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا ، 2014، ص:56.

عليها فائدة محددة، بينما تعتبر عملية بيع إحدى العملات بمثابة الحصول على قرض من البنك وبالتالي يترتب على المتداول التزام يتمثل بالفائدة التي تفرض على القرض، وبناء على ذلك عندما يقوم المتداول بشراء العملة ذات سعر الفائدة المرتفع بالمقارنة مع سعر الفائدة للعملة المباعة عندها سيتمكن من تحقيق أرباح (فروقات أسعار فائدة موجبة) التي سيقوم الوسيط باحتسابها وإضافتها إلى حساب المتداول، وبالعكس عندما يقوم المتداول ببيع العملة ذات سعر الفائدة المرتفع بالمقارنة مع سعر الفائدة للعملة المشتراة عندها سيتكبد المتداول خسارة (فروقات أسعار فائدة سالبة) يقوم الوسيط باحتسابها وخصمها من حسابه".

### 3-2- الأوامر:

تعتبر الأوامر همزة الوصل بين العملاء والوسيط المالي وبين الوسيط والسوق المالي الحقيقي، حيث يقوم الزبون بالاتصال بالوسيط المالي عن طريق وسائل الاتصال المتاحة، بعد ان كانت هذه أوامر مكتوبه تطورت إلى أوامر عن طريق الهاتف ووسائل الاتصال الأخرى ثم إلى أوامر عن طريق منصات التداول المعروفة والتي سنتطرق لها لاحقاً. فيعتبر تنوع الأوامر وسرعة وكفاءة تنفيذها وحجمها الأدنى والأعلى احد اهم المميزات في اختيار المنصة أو الوسيط بالإضافة إلى العمولات التي يتقاضاها على تنفيذ هذه الأوامر. كما يجدر بالذكر أن دور شركة الوساطة المالية قد ينحصر في تنفيذ الأوامر وعندها يطلق على الوسيط سمسار الخصم (Discount Broker) أو يتسع إلى تقديم المشورة بشرا وبيع الادوات المالية ويسمى بالسمسار الذي يقدم خدمته كاملة (Full-service Broker) وتكون عمولة سمسار الخصم اقل من 1% وتكون مجانية لبعض العمليات، وحوالي 4% للخدمة الكاملة من قيمة الصفقة.

تشارك هذه الأوامر في كونها تنفذ اما على الأسهم أو على العملات أو حتى على المشتقات المالية من حيث طريقه التنفيذ فهي تختلف من امر إلى اخر فيما يتعلق بي توقيت التنفيذ وسعر التنفيذ وفيما يلي سنحاول التفصيل في ذلك. وسنحاول تقسيمها إلى أوامر بالسعر أي خاصة الدخول لسوق الفوركس وأوامر الخروج منه حسب السعر، وأوامر محدد بالزمن.

3-1- الامر بسعر السوق **Market Order** : يوضع هذا النوع من الأوامر من قبل المتداول للدخول أو الخروج من سوق العملات الأجنبية، حيث يتم تنفيذ هذا الأمر على سعر السوق الحالي أو الفوري الظاهر على شاشة التداول (price market current) .

فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر الشراء والبيع الحالي لزوج العملة USD/EUR كالتالي Bid / Ask EUR/USD 1.2810/ 1.2813 فعندما يضع المتداول أمر السوق لشراء هذا الزوج عندها سيتم تنفيذ الأمر على السعر 1.2813

ومن عيوب هذه النوع من الأوامر انه اذا كان السوق في حالة سريعة فقد ينفذ بسعر شراء اعلى من السعر المرغوب فيه أو بين في سعر الاقل من سعر المرغوب فيه بسبب حركة الاسعار السريعة في ذلك فانه يتطلب من البائع استعماله في حالة عدم تقلبات الاسعار السريعة أو يكون منتبه في حالة العكس

**3-2-الأوامر المحددة مسبقاً:** هناك خمسة أنواع من الأوامر المحددة بشكل مسبق والتي يعتمد استخدامها على سعر التنفيذ حيث تتيح خيارات متعددة للتعامل فيما بينها حسب استراتيجياتها، حيث تغطي كافة احتمالات حركة السعر لعملة معينة وهي:

**3-2-1-أوامر الخروج من سوق العملات بشكل مسبق :** تتكون أوامر الخروج من السوق بشكل مسبق من نوعين أساسيين وهما:

**أ - امر الحد من الخسارة Stop-Loss Order:** يعتبر من اهم الأوامر الذي يستخدمه الزبون ويفكر فيه قبل الدخول في أي صفقة خوفا من انعكاس السعر عكس توقعاته، فيخرج منها بأقل خسارة. حيث يتم وضع هذا النوع من الأوامر من قبل المتداول لإغلاق صفقة مفتوحة في حال وصل سعر السوق الحالي إلى المستوى المحدد سلفاً من قبله، ومن الجدير بالذكر أن من أهم سلبيات هذا النوع من الأوامر أنه يتحول إلى أمر السوق Order Market عندما يصل سعر السوق الحالي إلى المستوى المحدد المرغوب به لإغلاق الصفقة، وبالتالي سيواجه المتداول حتماً مشكلة هامة وهي Slippage أي أنه في بعض الحالات لن يتم تنفيذ الأمر وذلك بسبب الحركة السريعة للسعر

**ب. أمر جني الأرباح Profit-Taking Limit Order:** وهو أمر يحدد فيه السعر الذي تغلق عنده الصفقة في حالة الربح، أي أنه يستخدم بشكل أساسي عندما يتحرك سعر صرف العملة وفقاً لتوقعات المتداول فعلى سبيل المثال عندما يقوم المتداول بشراء عملة معينة ومن ثم يضع أمر

taking-profit عند سعر معين، عندها يتم تنفيذ هذا الأمر فقط عندما يرتفع سعر السوق الحالي ليصل إلى مستوى السعر المحدد من قبل المتداول

في الغالب لما يصدر المتداول الأمر يضع امرا مركبا يضم امر شراء أو بيع + امر وقف الخسارة + امر جني الارباح، وبمجرد تنفيذ امر الشراء أو البيع يفعل الامر الجني ووقف الخسارة، وعند تنفيذ احدهما يلغى الاخر أوتوماتيكيا كما هو مبين في الأوامر التي تلغي أوامر أخرى لاحقا.

**3-2-2-أوامر الدخول لسوق العملات بشكل مسبق** : تتكون أوامر الدخول إلى السوق بشكل مسبق من ثلاثة أنواع أساسية وهي:

أ. **امر الدخول المحدد: Limit Entry Order** : وهو أمر لفتح صفقة شراء عملة معينة بسعر أقل من سعر السوق الحالي، أو فتح صفقة بيع عملة ما بسعر أعلى من سعر السوق الحالي، ويتم إدخال هذا النوع من الأوامر عندما يتوقع المتداول أن السوق سيغير اتجاهه ليصل إلى هذا السعر. ولتوضيح هذا الأمر لدينا الأمثلة التالية:

إذا كان السعر الحالي لليورو USD/EUR= 1.3500 وهناك توقعات بأن ينخفض السعر إلى أن يصل إلى USD/EUR= 1.2450 ، ثم بعدها سيعاود الارتفاع أي سينعكس اتجاه حركته من انخفاض إلى ارتفاع، عندها سيقوم المتداول بوضع أمر **Entry Limit** عند سعر 1.2450 لأنه يتوقع أن يرتفع سعر العملة مجددا بعد أن يصل لهذه النقطة.

إذا كان السعر الحالي للجنيه الإسترليني مقابل الدولار 1.35595 ويتوقع المتداول من خلال التحليل أن الجنيه سيرتفع ليصل إلى 1.4550 ثم بعدها سيعكس اتجاه حركته ويعود للانخفاض، عندها سيقوم المتداول بوضع أمر **Entry Limit** عند سعر 1.4550 أو اقل بقليل حتى يضمن تنفيذ الصفقة، لأنه يتوقع أن ينخفض سعر العملة بعد أن يصل لهذه النقطة

ب. **أمر للدخول بالإيقاف Stop-Entry Order** : وهو عبارة عن أمر يتم إدخاله من قبل المتداول لفتح صفقة شراء عملة معينة بسعر أعلى من سعر السوق الحالي، أو فتح صفقة بيع عملة ما بسعر أقل من سعر السوق الحالي، ويتم إدخال هذا النوع من الأوامر عندما يتوقع المتداول أن السوق

سيستمر في اتجاهه في حال الوصول إلى هذا السعر، ولكن ما يؤخذ على هذا الأمر هو احتمالية عدم تنفيذ الأمر بسبب الحركة السريعة للسعر لأنه ينفذ بسعر السوق. وللتوضيح لدينا بعض الأمثلة:

1. إذا كان السعر الحالي لليورو: USD/EUR=1.3780 وهناك توقعات تشير إلى ارتفاع سعر هذا الزوج ليصل إلى 1.381 وسيستمر بعدها في الارتفاع، عندها سيقوم المتداول بإدخال أمر شراء-Entry Stop عند سعر 1.3810 وبالتالي سيتم تنفيذ هذا الأمر عندما يصل سعر اليورو إلى 1.3810 وإذا لم يصل السعر إلى هذه النقطة لن ينفذ الأمر.

2. إذا كان السعر الحالي للجنيه الإسترليني: USD/GBP= 1.5500 وهو في انخفاض حيث يتوقع المتداول أنه إذا وصل السعر إلى 1.5450 سيستمر بالانخفاض، عندها سيضع المتداول أمر بيع Entry-Stop عند سعر 1.5450 .

ت. أمر المحدد بالإيقاف **Stop-Limit Order** : وهو عبارة عن وضع المتداول سعر أعلى من سعر السوق الحالي في حالة الشراء وإدخال سعر أقل من سعر السوق الحالي في حالة بيع عملة معينة، فعندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد بالأمر عندها سيصبح هذا الأمر **Order Limit** وبالتالي يجنب المتداول من الوقوع بمشكلة عدم تنفيذ الأمر

ث. أمر يلغي أمر آخر **Order Cancels Other (OCO)** : يقوم المتداول في هذا النوع من الأوامر بوضع كلاً من أمر الحد من الخسارة وأمر جني الأرباح وبنفس الوقت، فعندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد في أي من الأمرين عندها يترتب على تنفيذ أحد هذين الأمرين إلغاء أو توماتيكي للأمر الآخر.

### 3-3-الامر الشرطي: **Order IFD(If Done)**

في بعض الحالات يكون المتداول امام قرار يريد منه الانتقال من عملة الاخرى أو من اسهم إلى اسهم أخرى غير انه غير متأكد تماما من الاتجاه أو لا تتوفر لديه الكمية الكافية من السيولة لإجراء العملية أو لا يمكنه مراقبة التغيرات اللحظية في أكثر من عملية وعليه يقوم بإصدار أمر بالشراء أو البيع لاسهم معينة مثلا شرط أن يتنازل عن أسهم أخرى بسعر معين فإذا حقق السهم هذا السعر المطلوب سيتم بيعه تلقائيا وشراء الأسهم الجديد بالسعر المحدد مسبقا (بمعنى ان يتحقق شرط السعرين في نفس الوقت).

وعليه يسمح هذا النوع من الأوامر للمتداول ببرمجة استراتيجيات محددة أي ربط أمر ما باستراتيجية معينة، حيث يتوقف تنفيذ الأمر على تحقق هذه الاستراتيجية.

### 3-4-الأوامر الزمنية: Timed Orders

**3-4-1-الأوامر المفتوحة:** في هذا النوع من الأوامر يتم تحديد الزمن الذي خلاله سيتم تنفيذ هذه الأوامر وهي على ثلاثة أنواع: وهو ذلك الأمر الذي يظل مفتوحاً حتى يتم تنفيذه أو إلغاؤه ويكون في الغالب لمدة 3 أشهر من فتحه ويمكن من خلال هذا الأمر الذي يرمز له باختصار GTC ان يبرمج على ان ينفذ خلال ساعات العامل الرسمية في الأسواق أو حتى خارج الأوقات الرسمية اي بعد انتهاء التداول الرسمي والاعلاق. غير ان هذا النوع من الأوامر يعاب عليه انه عرضة للنسيان في بعض الحالات اذا ارتفع السعر بقوة مثلاً وكان المستثمر قد مرر امر قريب فسيبيع عملته بسعر منخفض في حين كان يمكن ان يحقق ارباح أكثر من الصفقة.

**3-4-2-الأوامر اليومية (GFD (Good for the Day:** يعتبر من أكثر الأوامر استعمالاً حيث يكون مربوط بجلسة تداول واحدة أو يوم واحد، مثلاً في بورصة نيويورك يبدأ التداول من الاثنين إلى الجمعة من 9.30 إلى 16.00 مساءً حيث اصدار أي امر يومي في أي وقت من الجلسة سيلغى مباشرة عند الاعلاق.

### 4-النظريات المهمة في سوق تبادل العملات الاجنبية:

بعد التطرق إلى الامور التقنية والتعريف بالمصطلحات الضرورية للدخول في سوق العملات الاجنبية، نتجه إلى شرح الجانب النظري لهذه العمليات والاسس التي تحكم قرارات المستثمرين في السوق، ومن أهم العناصر التي تؤثر على سوق العملة هي : التضخم ومعدلات الفائدة، وبما ان التغير في اسعار الفائدة يكون كرد فعل من البنك المركزي نتيجة تغيرات في اسعار التضخم، فإننا نهتم هنا بسعر الفائدة

### 4-1-ما هو تعادل سعر الفائدة؟

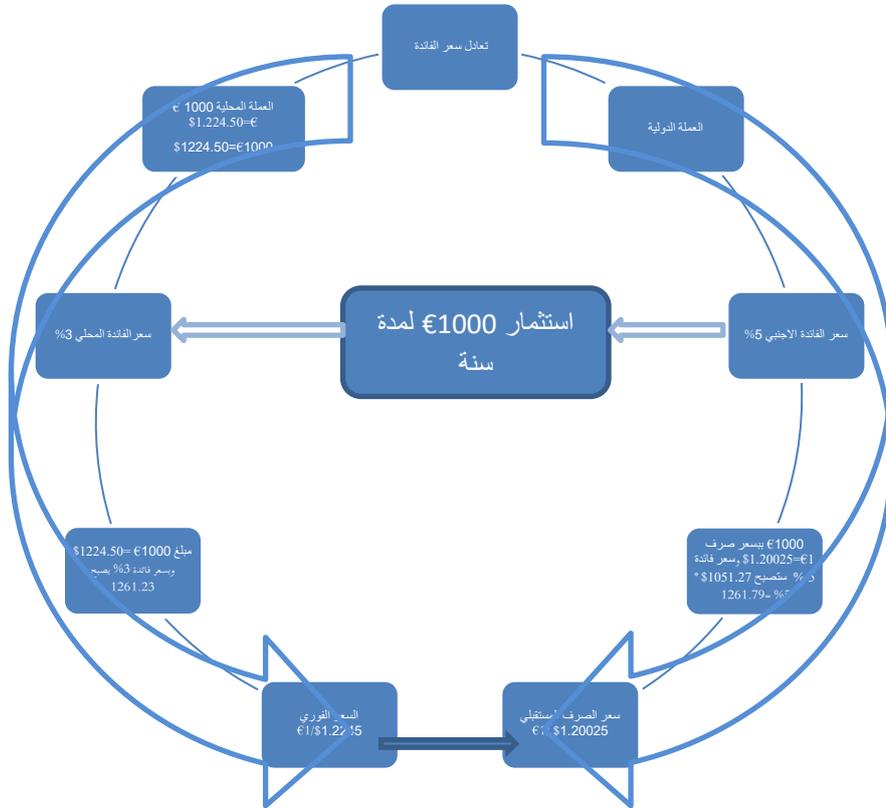
لتحديد سعر الصرف يتم اللجوء إلى تكافؤ سعر تكافؤ سعر الفائدة (IRP) وهي نظرية يظل فيها الفرق بين أسعار الفائدة لبلدين مساوياً للفرق المحسوب باستخدام سعر الصرف الآجل وتقنيات سعر

الصرف الفوري. يربط تعادل سعر الفائدة بين الفائدة والصرف الفوري وأسعار صرف العملات الأجنبية. إنها تلعب دورًا مهمًا في أسواق الفوركس، تأتي نظرية IRP لتحليل العلاقة بين السعر الفوري والسعر الآجل (المستقبلي) للعملات. وفقًا لهذه النظرية، لن يكون هناك موازنة في فروق أسعار الفائدة بين عملتين مختلفتين وسينعكس الفرق في الخصم أو علاوة سعر الصرف الآجل على الصرف الأجنبي. تؤكد النظرية أيضًا على حقيقة أن حجم العلاوة أو الخصم الآجل على العملة الأجنبية يساوي الفرق بين أسعار الفائدة الفورية والآجلة للبلدان بالمقارنة

### مثال

نفترض ان مواطن امريكي قام باستثمار 1000 يورو لمدة عام واحد، كما هو موضح في

الشكل أدناه، سيكون لدينا خياران كحالات استثمار



الحالة الأولى: الاستثمار المحلي:<sup>8</sup>

في الولايات المتحدة، اجعل سعر الصرف الفوري هو 1.2245 دولار / 1 يورو. لذلك ، من الناحية العملية ، نحصل على تبادل بمبلغ 1000 يورو عند 1.2245 دولار = 1224.50 دولارًا يمكننا استثمار هذه الأموال بقيمة 1224.50 دولارًا أمريكيًا بمعدل فائدة في بنك بنسبة: 3٪ لمدة عام واحد والتي تدر 1261.79 دولارًا أمريكيًا في نهاية العام.

## الحالة الثانية: الاستثمار الدولي:

يمكن أيضًا استثمار مبلغ الـ: 1000 يورو في سوق دولي ، حيث يكون معدل الفائدة 5.0٪ لمدة عام واحد.

لذا ، 1000 يورو  $\times$  5٪ لمدة عام واحد = 1051.27 يورو

اجعل سعر الصرف الآجل 1.20025 دولار / 1 يورو .

لذا، فإننا نشترى آجالاً لمدة عام واحد بسعر الصرف المستقبلي بسعر 1.20025 دولارًا أمريكيًا / 1 يورو نظرًا لأننا نحتاج إلى تحويل 1000 يورو مرة أخرى إلى العملة المحلية ، أي الدولار الأمريكي .

بعد ذلك، يمكننا تحويل 1051.27 يورو عند 1.20025 دولار = 1261.79 دولارًا

وبالتالي، في حالة عدم وجود موازنة أو تحكيم، يكون عائد الاستثمار (ROI) متساويًا في كلتا الحالتين، بغض النظر عن اختيار طريقة الاستثمار.

## 4-2- تعادل معدل الفائدة المغطى (CIRP)

وفقًا لنظرية سعر الفائدة المغطاة، فإن أقساط سعر الصرف الآجلة (الخصومات) تبطل فروق أسعار الفائدة بين دولتين. بعبارة أخرى، تنص نظرية سعر الفائدة المغطاة على أن الفرق بين أسعار الفائدة في

<sup>8</sup> -Shobihit seth, Forex Trading Career: Pros and Cons; sur le lien:

<https://www.investopedia.com/articles/forex/050115/pros-cons-forex-trading-career.asp>, 17/01/2021, consulté le: 02/02/2021, p-p:1-5.

بلدين يتم إلغاؤه من خلال أقساط العملة الفورية / الآجلة، بحيث لا يتمكن المستثمرون من تحقيق ربح من المراجعة.

مثال:<sup>9</sup>

لنفترض أن شركة Yahoo Inc، متعددة الجنسيات ومقرها الولايات المتحدة، يجب أن تدفع للموظفين الأوروبيين باليورو في غضون شهر واحد، يمكن لشركة Yahoo Inc القيام بذلك بعدة طرق، أحدها الطريقة ادناه:

- يمكن لـ Yahoo شراء اليورو آجلاً شهرياً (30 يومًا) لتأمين سعر الصرف، ثم يمكنها استثمار هذه الأموال بالدولار لمدة 30 يومًا وبعد ذلك يجب عليها تحويل الدولارات إلى اليورو. يُعرف هذا باسم **التغطية**، لأن Yahoo Inc الآن لن تتعرض لمخاطر تقلب أسعار الصرف.

- يمكن لـ Yahoo أيضًا تحويل الدولارات إلى اليورو الآن بسعر الصرف الفوري. بعد ذلك، يمكنها استثمار أموال اليورو التي حصلت عليها في سند أوروبي (باليورو) لمدة شهر واحد (والتي ستحصل على قرض مكافئ باليورو لمدة 30 يومًا). (ثم يمكن لـ Yahoo دفع الالتزام باليورو بعد شهر واحد).

بموجب هذا النموذج، إذا كانت Yahoo Inc متأكدة من أنها ستكسب فائدة، فقد تقوم بتحويل عدد أقل من الدولارات إلى اليورو اليوم. والسبب في ذلك هو نمو اليورو من خلال الفوائد المكتسبة. يُعرف أيضًا باسم **التغطية** لأنه من خلال تحويل الدولار إلى اليورو بالسعر الفوري، فإن Yahoo تقضي على مخاطر تقلب أسعار الصرف.

#### 3-4- تعادل معدل الفائدة غير المغطاة (UIP)

تقول نظرية سعر الفائدة غير المغطاة أن الارتفاع (أو الانخفاض) المتوقع لعملة معينة يتم إبطاله بفائدة أقل (أو أعلى).

<sup>9</sup> -ibid , p : 6.

مثال:

في المثال المعطى لسعر الفائدة المغطاة، الطريقة الأخرى التي يمكن أن تطبقها Yahoo Inc. هي استثمار الأموال بالدولار وتغييرها لليورو في وقت السداد بعد شهر واحد. تُعرف هذه الطريقة بأنها غير مغطاة، لأن مخاطر تقلب سعر الصرف باتت وشيكة في مثل هذه المعاملات.

#### معدل الفائدة المغطاة وسعر الفائدة غير المغطاة

يؤكد المحللون التجريبيون المعاصرون أن نظرية تعادل سعر الفائدة المكشوفة لم تعد سائدة. في المقابل، يعتبر تكافؤ أسعار الفائدة المغطاة نظرية مقبولة في الآونة الأخيرة بين اقتصادات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، خاصة للاستثمارات قصيرة الأجل. تُضاف الانحرافات الظاهرة المتكبدة في مثل هذه النماذج في الواقع إلى تكاليف المعاملة.

#### 4-4- تداعيات نظرية IRP

يمكن حسب نظرية IRP التعامل مع عملية المراجعة وفق 4 سيناريوهات، حيث إذا استثمر المستثمرون في العملة المحلية أو الأجنبية، فإن عائد الاستثمار سيكون كما لو كان المستثمر قد استثمر في الأصل بالعملة المحلية وهو ما يمكن ان يقضي حسبها على عملية المراجعة.

- عندما يكون سعر الفائدة المحلي أقل من أسعار الفائدة الأجنبية، يجب تداول العملة الأجنبية بخصم آجل، هذا ينطبق على منع مراجعة العملات الأجنبية.
- إذا لم يكن للعملة الأجنبية خصم آجل أو عندما لا يكون الخصم الآجل كبيراً بما يكفي لتعويض ميزة سعر الفائدة، فإن فرصة المراجعة متاحة للمستثمرين المحليين. لذلك، يمكن للمستثمرين المحليين في بعض الأحيان الاستفادة من الاستثمار الأجنبي.
- عندما تتجاوز الأسعار المحلية أسعار الفائدة الأجنبية، يجب تداول العملة الأجنبية بعلاوة آجلة. هذا مرة أخرى لتعويض منع المراجعة البلد المحلي.

- عندما لا تحتوي العملة الأجنبية على علاوة آجلة أو عندما لا يكون القسط الآجل كبيراً بما يكفي لإلغاء ميزة البلد المحلي، ستكون فرصة المراجعة متاحة للمستثمرين الأجانب لذلك، يمكن للمستثمرين الأجانب جني الأرباح من خلال الاستثمار في السوق المحلية

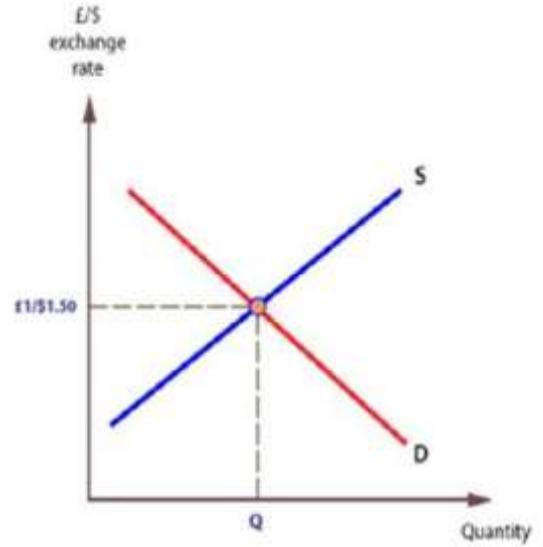
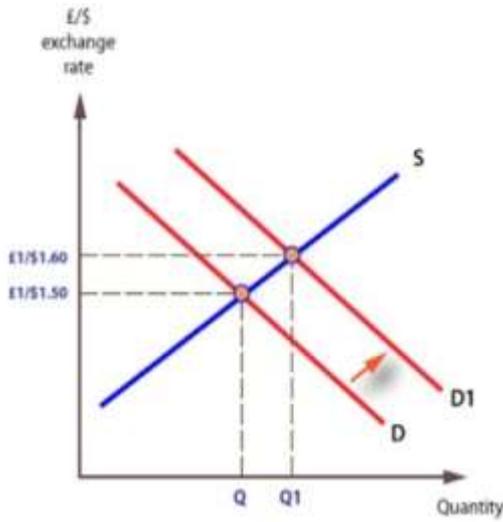
#### 4-5- طلب وعرض العملات في سوق الفوركس

ينشأ الطلب على العملات في أسواق الفوركس من الطلب على صادرات الدولة. أيضاً، المضاربون الذين يبحثون عن ربح يعتمدون على التغيرات في قيم العملات يخلقون طلباً. يُستمد المعروض من عملة معينة من الطلبات المحلية على الواردات من الدول الأجنبية. على سبيل المثال، لنفترض أن المملكة المتحدة قد استوردت بعض السيارات من اليابان. لذلك، يتعين على المملكة المتحدة دفع أسعار السيارات بالين، وعليها شراء الين ولشراء الين، يجب بيع (عرض) الجنيه، وعليه كلما زادت الواردات، كلما زاد المعروض من الجنيهات في سوق الفوركس

بسبب العرض والطلب، هناك دائماً سعر صرف يتغير بمرور الوقت. سعر الصرف هو سعر إحدى العملات معبراً عنه بعملة أخرى، بسبب زيادة الطلب أو انخفاضه، يتعين على القائمين على العملة ممثلاً في البنك المركزي دائماً الحفاظ على سعر الصرف، فكلما زاد سعر الصرف، زاد الطلب على تلك العملة في أسواق الفوركس.

يُعرف التوازن بين العرض والطلب على العملات بسعر صرف التوازن

شكل 3-1 : يوضح آلية تحديد سعر الصرف التوازني في سوق الفوريكس

مثال:

لنفترض أن كلاً من فرنسا والمملكة المتحدة ينتجان سلعةً لبعضهما البعض. سوف يرغبون بطبيعة الحال في التجارة مع بعضهم البعض. ومع ذلك، سيتعين على المنتجين الفرنسيين الدفع باليورو والمنتجين البريطانيين بالجنيه الإسترليني، لتغطية تكاليف الإنتاج، أي يحتاج كلاهما إلى الدفع بعملته المحلية. وعليه يتم تلبية هذه الاحتياجات من قبل سوق الفوركس الذي يمكن المنتجين الفرنسيين والبريطانيين من تبادل العملات حتى يتمكنوا من التجارة مع بعضهم البعض. وعادة ما يقوم السوق بإنشاء معدل توازن لكل عملة، والذي سيكون موجوداً حيث يتقاطع العرض والطلب على العملات.

قد تحدث تغيرات في سعر صرف العملات بسبب التغيرات في العرض والطلب. كما يظهر في الرسم البياني اعلاه، عندما تزيد الصادرات البريطانية مثلاً، فإنها ستحول منحنى الطلب على الجنيه الإسترليني إلى اليمين وسيرتفع سعر الصرف. كما هو موضح في الرسم البياني، فيتم شراء جنيه واحد بسعر 1.60 دولار بدل 1.50، وبالتالي نحن اما حالة ارتفاع في اسعار صرف الجنيه الاسترليني امام اليورو.

**\* اسعار الفائدة، التضخم وأسعار الصرف:**

يعرف الاقتصاد في بعض المراحل ارتفاعاً في الاسعار بسبب حقيقة ان المستهلكون يصبحون قادرين على الدفع المزيد من النقود على نفس السلعة تقريباً، وهذا ما يزيد من قيمه سعر البضائع وهو

ما يعرف بالتضخم، وعندما لا يتم التحكم في هذا التضخم تنخفض الشرائية هذه النقود مما يرفع من الاسعار المواد الاساسية، فيجعل البنك المركزي يتدخل لي للمحافظة على القوة الشرائية للنقد، وعاده ما يتم التدخل عن طريق رفع اسعار الفائدة كأحد أهم ادوات السياسة النقدية الغير مباشرة.

و يترتب عند الزيادة في أسعار الفائدة جعل تكلفة الاموال المقترضة مرتفعة، مما يثبت عزوف المستهلكين عند شراء سلع جديدة، فيحد من قدره المواطنين وعلى الحصول أو استعمال القروض لاستهلاكه، وفي نفس الوقت يجد من توسع الشركات التي تمارس الاعمال التجاري عن طريق الائتمان في التوسع والاستثمار وبالتالي ينخفض الانفاق والطلب . وعليه يؤدي هذا التغيير في سعر الفائدة إلى عودة الاقتصاد تدريجيا إلى نقطة التوازن السابقة، التي سيضطر والبنك المركزي فيها إلى اعادة خفض اسعار الفائدة بهدف تشجيع النمو الاقتصادي.

ومن جهة أخرى، يقابل اجراء الرفع من سعر الفائدة استقطاب المودعين والمدخرين والمستثمرين الاجانب، حيث يسعون لتحقيق عائد مرتفع، مما يجعل الطلب على عملة البلد يرتفع ويؤدي هذا إلى الرفع من سعر صرفها. غير أن حدوث هذا يكون مرتبط بتطور ومرونة الأسواق وكفاءتها بالإضافة إلى وجود البيئة القانونية والمناخ السياسي والاستثماري المناسبين. فالبلدان التي تقدم أعلى عائدات الاستثمار من خلال تقديم اسعار فائدة عالية، سعيا إلى جذب استثمارات أجنبية ضخمة يكون أداء البورصة فيها جيد.

وعليه فإنه يعتبر مؤشرا مهما جدا يستعمله البنك المركزي من خلال السياسة النقدية بهدف التحكم في أسعار الصرف الأجنبية حيث التحكم في اسعار الفائدة يعني التحكم في التضخم والتحكم في اسعار الصرف.

#### \* لماذا التدخل في الفوركس؟

الهدف الأساسي من التدخل في سوق الفوركس هو تعديل التقلبات أو تغيير مستوى سعر الصرف فالتقلب المفرط قصير الأجل يقلل من ثقة المستثمرين في السوق ويؤثر على أسواق السلع المالية والحقيقية. في حالة عدم الاستقرار، يؤدي عدم اليقين في سعر الصرف إلى تكاليف إضافية وتقليل أرباح الشركات، مما يجعل المستثمرين يعرضون عن الأصول المالية الأجنبية والشركات لا تتاجر دوليًا،

وبالتالي هذا يقلل من سيولة الأسواق وبالتالي يهدد سلامة النظام المالي. علاوة على ذلك ، أثناء تغير الوضع الاقتصادي وعندما يخطئ السوق في تفسير الإشارات الاقتصادية، فإن التدخل في سوق العملات الأجنبية يصحح الأسعار بحيث يمكن تجنب وتجاوز هذا الوضع.

في الدول المتقدمة، حدد الهدف الرئيسي للسياسة النقدية بمكافحة التضخم، أو استهداف التضخم مما جعل اليوم، التدخل في سوق الفوركس نادراً ما يستخدم لعدة أسباب عدم التدخل وهي :

- ليس للتدخل تأثير دائم على سعر الصرف الحقيقي وبالتالي على العوامل التنافسية للقطاع القابل للتداول.

- التدخل على نطاق واسع يقلل من فعالية السياسة النقدية.

- يمكن للأسواق الخاصة استيعاب وإدارة ما يكفي من الصدمات وبالتالي "التوجيه" غير ضروري.

#### \* أنواع التدخل في سوق العملات الأجنبية:

أ- التدخل المباشر: يُعرّف التدخل المباشر في العملة عموماً على أنه معاملات الصرف الأجنبي التي تجريها السلطة النقدية وتهدف إلى التأثير على سعر الصرف، اعتماداً على تغييرات القاعدة النقدية ، يمكن تقسيم التدخل في العملة إلى نوعين: التدخلات المعقمة وغير المعقمة

-تدخل معقم: يؤثر التدخل المعقم على سعر الصرف دون تغيير القاعدة النقدية . هناك خطوتان فيه .أولاً ، يشتري البنك المركزي (بييع) سندات العملات الأجنبية بالعملة المحلية .ثم يتم تعقيم القاعدة النقدية عن طريق بيع (شراء) سندات معادلة مقومة بالعملة المحلية. وعليه التأثير الصافي هو نفس مقايضة السندات المحلية بالسندات الأجنبية دون تغييرات في عرض النقود.ويقترن شراء العملات الأجنبية ببيع مبلغ معادل من السندات المحلية والعكس صحيح.

التدخل المعقم له تأثير ضئيل أو معدوم على أسعار الفائدة المحلية. ومع ذلك ، يمكن أن يؤثر التدخل المعقم على سعر الصرف من خلال القنوات التاليتين :

- قناة إعادة توازن المحفظة : في نهج موازنة المحفظة، يقوم الوكلاء بموازنة محافظهم الخاصة بالعملة

المحلية والسندات، والعملات الأجنبية والسندات، كونها تعتبر ان التغييرات في مخزون الاصول

الأجنبية مرتبط بتغيرات معدلات عوائدها مقارنة بعوائد الأصول المحلية. في حالة حدوث أي تغيير، يتم الوصول إلى توازن جديد عن طريق تغيير المحافظ، وعليه هذا التغيير والموازنة في المحفظة يؤثر على أسعار الصرف. وعليه فإن اختيار المحفظة يتعلق بالعوائد المتوقعة للأصول والعوائد الحالية، وبالأخص توقعات التغيرات المستقبلية لسعر الصرف<sup>10</sup>

• قناة التوقعات أو الإشارات : وفقاً لنظرية قناة الإشارة ، يرى الوكلاء أن التدخل في سعر

الصرف هو إشارة لتغيير السياسة .يؤثر تغيير التوقعات على المستوى الحالي لسعر الصرف.

-التدخل غير المعقم: التدخل غير المعقم يؤثر على القاعدة النقدية حيث يتأثر سعر الصرف بسبب شراء أو بيع الأموال أو السندات الأجنبية بالعملة المحلية. وبشكل عام ، يؤثر عدم التعقيم على سعر الصرف من خلال إحداث تغييرات في المخزون الأساسي النقدي ، والذي بدوره يغير الأصول النقدية وأسعار الفائدة وتوقعات السوق وأخيراً سعر الصرف.

ب- التدخل غير المباشر : تعتبر ضوابط رأس المال (فرض الضرائب على المعاملات الدولية) وضوابط الصرف (تقييد التجارة في العملات) تدخلات غير مباشرة والتي تؤثر على سعر الصرف.

<sup>10</sup>-نادية سحاب، دراسة العلاقة بين سعر الصرف و المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة دكتوراه تخصص تحليل اقتصادي، جامعة بانه ، 2014، ص:78.

## ثانياً- سوق الأسهم الدولية (رأس المال)

يعتبر سوق الأوراق المالية الدولية من أشهر أجزاء الأسواق المالية الدولية والذي يحظى بمتابعة يومية من ملايين الفاعلين. فهي منصة مهمة للتمويل العالمي، لا تضمن مشاركة مجموعة واسعة من المشاركين فحسب ، بل تعتبر من مؤشرات الازدهار الاقتصادي.

يمكن هذا السوق المصدرون من تمويل مشاريعهم برأس المال ويمنح للمنافسين الفرصة للسيطرة على الشركات من خلال مختلف العمليات الصناعية والتجارية والمالية . فطبيعة نشاط هذه السوق تجعله السوق الأساسي لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل للشركات من خلال رأس المال التساهمي، حيث يعمل على توفير رأس مال جديد للشركة. ثم يعرضها في السوق الثانوي مما يساعد على توفير السيولة للأوراق المالية المصدرة، فهو يسمح للمساهمين ببيع وشراء الأسهم الأوراق المالية.

ويتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما يتمخض عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا... الخ. ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسواق المحلية

لفهم أهمية أسواق الأسهم الدولية ، سنحاول في هذه المحاضرة التعرف على تقييمات السوق وحركة تداول أهم أدواته، بالإضافة إلى مكونات هذه الأسواق والعناصر التي تحكمها . حيث يعتبر الإدراج المتقاطع لأسهم Yankee و ADRs و GRS أهم العناصر التي تميز هذه الأسواق عن الأسواق الأوراق المالية المحلية.

1- أهداف الدخول لسوق الأسهم الدولية: أصبح التكامل العالمي لأسواق رأس المال واضحاً في معالم الاقتصاد العالمي الحديث لأسباب مختلفة منها:

- أولاً ، فهم المستثمرون الآثار الجيدة للتجارة الدولية وتزايد الاعتماد المتبادل؛
- ثانياً، أصبحت أسواق رأس المال البارزة أكثر تحراً من خلال إلغاء عمولات التداول الثابتة؛

- ثالثاً، سهلت تكنولوجيا الإنترنت والمعلومات والاتصالات التجارة الفعالة والعادلة في الأسهم الدولية؛
- رابعاً، أدركت الشركات متعددة الجنسيات مزايا الحصول على رأس مال جديد دولياً؛
- التنوع، ونقصد به تنوع الاستثمارات والتنوع الجغرافي، الضريبي، والاستفادة من التمويل الاجنبي.

## 2- هيكل السوق وممارسات التداول والتكاليف:

### 2-1- أوامر التداول في سوق الأسهم الدولية:<sup>11</sup>

توفر أسواق الأسهم الثانوية إمكانية التسويق وتقييم الأسهم، قد لا يرغب المستثمرون أو التجار الذين يشترون الأسهم من الشركة المصدرة في السوق الأولية في امتلاكها إلى الأبد فيسمح السوق الثانوي للمساهمين بتقليل ملكية الأسهم غير المرغوب فيها ويسمح للمشتريين بشراء الأسهم. ويتم التداول في هذه السوق بنفس الأوامر التي تطرقنا لها في سوق العملات الاجنبية لذا لا داعي لتكرارها هنا.

اما فيما يخص الوسطاء فيتوفر في سوق الأسهم الدولية العديد من الوسطاء الدوليين الذين يوفر خدمات التداول في عدة أسواق دولية عبر منصات تداول متطورة وعلية الكفاءة بتكاليف جد منخفضة عما كانت عليه قبل سنوات، فمثلا اقتناء الأسهم كان بعمول 2.5 دولار للسهم سنة 2010 وحاليا 0.35 دولار لمجموعة من الأسهم التي لا يفوق عددها 100 سهم.

اما في ما يخص هيكل السوق، فهناك العديد من التصاميم المختلفة للأسواق الثانوية، حيث يتم تنظيم السوق الثانوية كسوق تاجر أو سوق وكالة:

- في سوق التاجر، يأخذ الوسيط التجارة من خلال التاجر، ولا يتداول التجار العموميون مباشرة مع بعضهم البعض في سوق تاجر السوق خارج البورصة (OTC) هو سوق تاجر.
- في سوق الوكالة، يتلقى الوسيط أوامر العميل عبر وكيل. كتاب الاستثمار والمال

<sup>11</sup>- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المال، منشأة المعارف، مصر، 1992، ص: 125.

## 2-2-اهداف التداول في الأسهم الدولية

أصبح التكامل العالمي لأسواق رأس المال واضحاً لأسباب مختلفة-

- أولاً ، فهم المستثمرون الآثار الجيدة للتجارة الدولية.
- ثانياً ، أصبحت أسواق رأس المال البارزة أكثر تحرراً من خلال إلغاء عمولات التداول الثابتة.
- ثالثاً ، سهلت تكنولوجيا الإنترنت والمعلومات والاتصالات التجارة الفعالة والعادلة في الأسهم الدولية.
- رابعاً ، أدركت الشركات متعددة الجنسيات مزايا الحصول على رأس مال جديد دولياً.

3-اهم خصائص السوق المالية الدولية:<sup>12</sup>

## \* الادراج المتقاطع:

يشير الإدراج المتقاطع إلى إدراج الأسهم في بورصة أجنبية واحدة أو أكثر تختلف عن البورصة الأصلية وعلى وجه الخصوص ، تقوم الشركات متعددة الجنسيات بهذا بشكل عام ، لكن الشركات غير المتعددة الجنسيات التي لا تنتمي إلى الشركات متعددة الجنسيات أيضاً تدخل في القائمة المتقاطعة، ويشترط للقبول في الادراج المتقاطع أن تفي الشركة المعنية بنفس المتطلبات مثل أي عضو آخر مدرج في البورصة فيما يتعلق بالسياسات المحاسبية . وتتضمن هذه المتطلبات الإيداع الأولي والإيداع المستمر مع المنظمين ، والحد الأدنى لعدد المساهمين ، والحد الأدنى من الرسملة.

- قد تقرر الشركة إدراجها متقاطعا لأسهمها للأسباب التالية:

- يوفر الإدراج المتقاطع طريقة لتوسيع قاعدة المستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب في السوق الجديدة.
- يوفر الإدراج المتقاطع اعترافاً بالشركة في سوق رأس مال جديد ، مما يتيح للشركة الحصول على رأس مال جديد أو رأس مال ديون من المستثمرين المحليين.

<sup>12</sup>-مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور اسلامي، جدة السعودية، 2010، ص: 45.

- يوفر الإدراج المتقاطع المزيد من المستثمرين. يمكن للمستثمرين تنويع المحفظة الدولية عندما يتداولون في البورصة الخاصة بهم.
- قد يُنظر إلى الإدراج المتقاطع على أنه إشارة للمستثمرين على أن تحسين حوكمة الشركات بات وشيكًا.
- يقلل الإدراج المتقاطع من احتمالية الاستحواذ العدائي على الشركة عبر قاعدة المستثمرين الأوسع التي تشكلت لأسهم الشركة.

#### 4- الأوراق المالية الخاصة بسوق الأسهم الدولية:

يتم تداول الأسهم العادية واتجاهاتها الحديثة من الأسهم القطاعية وأسهم التمتع والأسهم المخصومة ضريبياً.. وغيرها من الأسهم المعروفة في السوق المحلية في الأسواق المالية الدولية غير أن هذه الآخرة تتميز ببعض المنتجات المختلفة التي ترتبط بالتعامل مع الأجانب أو الشركات الأجنبية، وبالعملات الأجنبية، ومن أهم هذه المنتجات نجد ما يلي:

#### \* عروض الأسهم يانكي (Yankee):

"سوق يانكي" هو مصطلح عام لسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة، عادة ما يتم استخدام سوق يانكي من قبل غير المقيمين في الولايات المتحدة ويشير إلى المصطلح العامي للأمريكي، وهو يانكي (أو يانك) ، حيث في التسعينات، قامت العديد من الشركات الدولية، بما في ذلك أمريكا اللاتينية، بإدراج أسهمها في البورصات الأمريكية في السوق الرئيسي لعروض أسهم المستقبلية Yankee، أي البيع المباشر لرأس مال جديد للأسهم لمستثمري الولايات المتحدة.

#### \* شهادات الإيداع الأمريكية (ADR)

يشير مصطلح إيصال أو شهادة الإيداع الأمريكي (ADR) إلى شهادة قابلة للتداول صادرة عن بنك وديع أمريكي تمثل عددًا محددًا من الأسهم - عادةً سهم واحد - من أسهم شركة أجنبية. يتم تداول ADR في أسواق الأسهم الأمريكية مثل أي سهم محلي، وتقدم ADRs للمستثمرين الأمريكيين

طريقة لشراء الأسهم في الشركات الأجنبية التي لم تكن متاحة لولا ذلك. تستفيد الشركات الأجنبية أيضاً حيث تمكّنها ADR من جذب المستثمرين ورؤوس الأموال الأمريكية دون متاعب وتكاليف الإدراج في البورصات الأمريكية أو في سوق OTC .

تقدم ADRs مزايا استثمارية متنوعة، تشمل هذه المزايا في:

- ADRs مقومة بالدولار، ويتم تداولها في بورصة أمريكية، ويمكن شراؤها من خلال وسيط المستثمر العادي، هذا أسهل من الشراء والتداول في الأسهم الأمريكية عن طريق الدخول إلى البورصات الأمريكية؛
- يتم إصدار توزيعات الأرباح المستلمة على الأسهم بالدولار من قبل أمين الحفظ ويتم دفعها إلى المستثمر في حل تسوية المنازعات، ولا يلزم تحويل العملة؛
- يتم تداول ADR في خمسة أيام عمل كما هو الحال مع الأسهم الأمريكية، في حين تختلف تسوية الأسهم الأساسية في البلدان الأخرى؛
- ADRs هي أوراق مالية مسجلة وتوفر حماية حقوق الملكية، معظم الأسهم الأساسية الأخرى هي أوراق مالية لحاملها؛
- يمكن بيع ADR عن طريق تداول ADR إلى مستثمر آخر في سوق الأسهم الأمريكية، ويمكن أيضاً بيع الأسهم في سوق الأسهم المحلية؛
- تمثل ADRs بشكل متكرر مجموعة من الأسهم الأساسية مما يسمح هذا لـ ADR بالتداول في نطاق سعري مخصص للمستثمرين الأمريكية؛
- يمكن لمالكي ADR تقديم تعليمات إلى بنك الإيداع للتصويت على الحقوق.

➤ إيصالات الإيداع الأمريكية تنقسم إلى فئتين أساسيتين:

- ADR برعاية نيابة عن الشركة الأجنبية: يقوم البنك بإصدار يدخل البنك والأعمال في ترتيب قانوني عادة ما تدفع الشركة الأجنبية تكاليف إصدار ADR وتحفظ بالسيطرة عليه،

بينما يتعامل البنك مع المعاملات مع المستثمرين. حيث يتم تصنيف ADRs المدعومة حسب درجة امتثال الشركة الأجنبية للوائح لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) وإجراءات المحاسبة الأمريكية.

- **ADR غير الخاضع للرعاية:** يقوم البنك أيضاً بإصداره، ومع ذلك فإن هذه الشهادة ليس لها علاقة مباشرة أو مشاركة أو حتى إذن من الشركة الأجنبية. من الناحية النظرية، يمكن أن يكون هناك العديد من ADRs غير المدعومة لنفس الشركة الأجنبية، الصادرة عن بنوك أمريكية مختلفة قد تقدم هذه العروض المختلفة أيضاً أرباحاً متفاوتة. في حين في البرامج المدعومة يوجد ADR واحد فقط، صادر عن البنك الذي يعمل مع الشركة الأجنبية.

#### \* الأسهم العالمية المسجلة (GRS):

GRS هي حصة يتم تداولها عالمياً، على عكس ADRs التي هي إيصالات الودائع المصرفية لأسهم السوق المحلية ويتم تداولها في الأسواق الخارجية GRS قابلة للتحويل بالكامل، كما يمكن بيع GRS المشتريات من بورصة على أخرى وعادة ما يتم تداولهم بالدولار الأمريكي واليورو. الميزة الرئيسية لـ GRS على ADRs هي أن جميع المساهمين يتمتعون بوضع متساو وحقوق التصويت المباشر، والعيب الرئيسي هو تكلفة إنشاء المسجل العالمي وتسهيل المقاصة.

#### 5-العوامل التي تؤثر على عوائد حقوق الملكية الدولية<sup>13</sup>

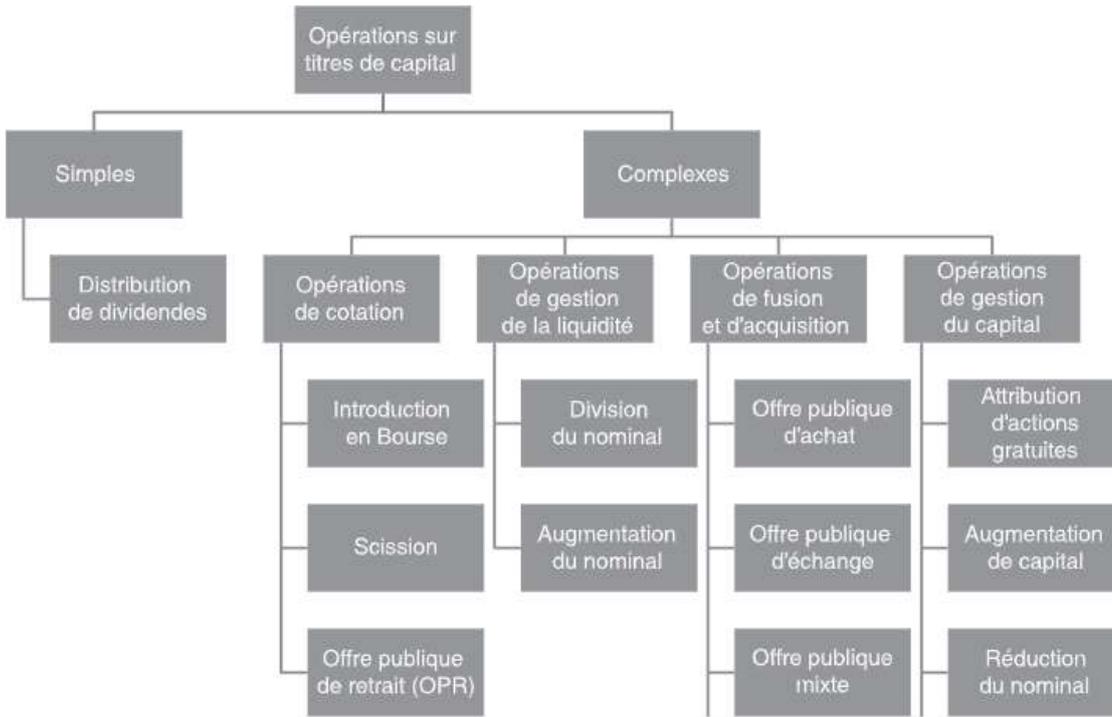
- تؤثر عوامل الاقتصاد الكلي وأسعار الصرف والهياكل الصناعية على عوائد حقوق الملكية الدولية؛
- تؤثر تقلبات سعر الصرف، وفروق أسعار الفائدة، وسعر الفائدة المحلي، بالإضافة إلى توقعات التضخم المحلي؛ حيث أن المتغيرات النقدية الدولية يمكن ان تؤثر بشكل مباشر في أسعار وعوائد الأسهم الدولية
- تؤثر تغيرات أسعار الصرف بشكل عام في مؤشرات السندات الأجنبية مقارنة بمؤشرات الأسهم الأجنبية. ومع ذلك، كانت بعض أسواق الأسهم الأجنبية أكثر عرضة لتغيرات أسعار الصرف من أسواق السندات الأجنبية.

<sup>13</sup>-منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 399.

- يؤثر الهيكل الصناعي لبلد ما كان مهمًا في جزء كبير من هيكل الارتباط لعائدات مؤشر الأسهم الدولية.

#### 6- المعاملات على الأسهم (ادوات الملكية):<sup>14</sup>

تستعمل الأسهم في عدة المعاملات في سوق الأوراق المالية، غير أن بعض الحالات تتطلب تعديل خصائصها المالية. مما يستدعي أن تخضع لترخيص مسبق من المساهمين وتحتفظ الأسهم بنفس خصائصها في السوق المالية الدولية. ومن العمليات الرئيسية نجد ما يلي:



Source: jérémy MORVAN , Marché Et Instruments Financiers, Edition Dunod ,paris, 2017 , p 93.

#### ثالثا- اهم أسواق الأسهم الدولية:

ذكرنا أعلاه أن بعض البورصات العالمية على غرار: بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا... الخ، تعتبر أسواقا مالية دولية ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسواق المحلية ، في هذا الجزء اخترت سوق الأسهم الأمريكية كمثال للتعريف به مع امكانية الاطلاع على الأسواق الأخرى

<sup>14</sup> -jérémy MORVAN , march é et instruments financiers, edition DUNOD ,paris , 2017 , p 93.

التوجه إلى المراجع التي اهتمت بما نظرا لعدة عوامل منها: حجم وقوة السوق الأمريكية ، تنوع مؤشرات وأدواتها والمؤسسات فيها، توفرها على أحدث تقنيات تداول الأسهم مما جعلها مثال شامل.

### 7-1- سوق نيويورك للأسهم:

يعتبر عام 1796 بداية الحقيقية لسوق نيويورك للتداول الأسهم والذي فيه بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشرائها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية واستمر هذا السوق بالتطور الى أن سجل رسميا في عام 1934، ومن ثم أصبح منظمة غير ربحية في عام 1971 حيث بلغت إيراداته عام 1999 735 مليون دولار وتجاوزت أرباحه 75 مليون دولار أي أن صافي الربح لديه يساوي 10 % من إجمالي الإيرادات ويعد ذلك جيدا. استنادًا إلى إجمالي القيمة السوقية لأوراقها المالية المدرجة تعتبر أكبر بورصة قائمة على الأسهم في العالم. كانت بورصة نيويورك، التي كانت تُدار سابقًا كمنظمة خاصة، كيانًا عامًا في 8 مارس 2006، بعد الاستحواذ على بورصة Euronext في عام 2007، أكبر بورصة في أوروبا - إلى إنشاء NYSE Euronext، والتي استحوت عليها فيما بعد Intercontinental Exchange Inc ، ( ice ) ، الشركة الأم الحالية لبورصة نيويورك. وتعد بورصة نيويورك أكبر بورصة في العالم من حيث القيمة السوقية المقدرة بـ 26.64 تريليون دولار أمريكي اعتبارًا من أغسطس 2021

يحتوي سوق نيويورك على 1366 مقعد بواقع مقعد واحد لكل عضو مسجل في السوق وهذا الرقم الثابت ونادرا ما يتغير، ويختلف سعر المقعد من عام لعام حسب العرض والطلب إلا أنه يبلغ حوالي 2.5 مليون دولار في سنة 2002 وحوالي واحد مليون دولار سنة 2004 وعدم مؤخر الياس سعره إلى 3.5 مليون دولار وسعر المقعد له دلالة على حركة الأسهم واقبال الوسطاء عليها والمتعاملين عليها فكل ما زاد سعر دل على اقبال كبير قائم أو قادم .

يتم التداول عن طريق سماسرة تابعون لأعضاء السوق ولكل سهم يتم تداوله في سوق نيويورك شخص واحد يطلق عليه الاختصاصي مسؤول عليه، ويتواجد هذا الشخص في مكان يطلق عليه خانة التداول فيه يقوم الاختصاصي بمتابعة الأسهم لعدة شركات في وقت واحد. حيث ويوجد حوالي 600 اختصاصي يعملون لصالح 22 شركة متخصصة في مجال معين ومسجلة رسميا في سوق نيويورك ويتمثل في تسهيل عملية البيع والشراء واطفاء الاستقرار والاستمرارية لعملية التداول حيث يقومون بمد السيولة السوق بالسيولة اللازمة لإنجاح عملية تداول الأسهم الواقعة تحت اختصاصهم فتجد الاختصاصي احيانا

يتدخل بنفسه يبيع ويشترى لضمان ثبات السعر ومدى السيولة اللازمة حتى ان كانت الأسعار ولكن غالباً لا يتدخل بشكل كبير في عملية الشراء حيث تقدر مشاركته بحوالي 10% من تداول يومي ويعود ذلك لحجم السوق الكبير حيث يوجد عدد كبير بالآلاف البائعين والمشتريين الأمر الذي يجعل من قوى السوق الطبيعية المحدد الرئيسي لأسعار وضمان استمراريته السوق.

كملاحظة فإن معظم الأسواق العربية لا يوجد فيها اخصائيون يعملون بهذا الشكل ولا حتى صناع السوق كما حيث ان صانع السوق أو الاخصائي هو شخص مرخص له العمل ويلتزم بشروط وضوابط عديده الهدف منها مد السوق بالسيولة اللازمة في اي وقت من الأوقات، فنجد ان صانع السوق ملزم نظامي لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها<sup>15</sup>

### 7-2- سوق نازداك للأسهم:

بدأ السوق في عام 1971 كوسيلة تداول أسهم الشركات الكثيرة التي لم تحظى بفرصة التسجيل في سوق نيويورك الشهير، حيث كانت أسهم هذه الشركات تباع وتشتري عن طريق صانع السوق فيما يعرف بسوق over the counter للتداول الالكتروني والذي تتولاه الجمعية الوطنية NASD لبائعي الأسهم، حيث هذا السوق عبارة عن عدد كبير من صناع السوق الذين هم سمسره ووكلاء بنوك الاستثمار وغيرهم من المهنيين العاملين في الأسواق المالية والمتواجدين في أماكن مختلفة حول الولايات المتحدة الأمريكية يستخدمون أجهزة الحاسب الآلي للارتباط بشبكة تداول الأسهم الخاصة بالجمعيات nasd حيث يتجاوز عدد صانع السوق في سوق نازداك 500 والتي من خلالها يتم عرض أسعار الأسهم و اتمام البيع والشراء، وتوجد هذه الحاسبات الرئيسية في ولاية كوناتيكا وتوجد لها أجهزة رديفة في ولاية ميريلاند.

### 7-2-1- شروط التسجيل في نازداك ودور صانع السوق:

يضم هذا السوق أسهم نحو 5000 شركة وهو بذلك أكبر من سوق نيويورك من حيث عدد الشركات وأقل منه في القيمة السوقية، ولكل سهم يوجد العديد من صانع السوق قد يصل إلى أكثر من 200 صانع سوق لبعض الشركات الكبيرة كشركة intel و شركه cisco، ويزداد وينقص هذا العدد

<sup>15</sup>-فهد الحويمانى، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار الهلال للاوفيسيت، الطبعة الثانية، الرياض، 2006، ص63-64.

حسب الإقبال على الشركة من عدمه، فقد يكون العدد كبيراً في الأيام القليلة التي تعقب طرح الأوراق لأسهم بعض الشركات ويتناقص في حالة هبوط السعر الشركة وابتعاد المستثمرين عنه وحسب قانون نازداك يجب أن يكون هناك على الأقل اثنان من صناع السوق لكل سهم وتشير بعض الدراسات إلى أن عدد صناع السوق متوسط صناع السوق يتراوح ما بين 02 إلى 10.

ويتمثل دور صناع السوق في كونهم يحتفظون بمخزون معين من أسهم الشركات التي يتعاملون معها ويقومون بالشراء والبيع مباشرة إما لصالح حسابهم الخاص أو لصالح عملائهم من الوسطاء أو يبيعون ويشتررون بين بعضهم البعض حسب شروط وضوابط معينة، ويشترط على صناع السوق ادخال الأوامر البيع بشكل مستمر بكمية لا تقل عن 100 سهم أو 500 سهم حسب طبيعة السهم حيث النظام الحالي فيما يخص الأسهم الصغيرة ألا تقل الكمية المعروضة أو الكمية المطلوبة التي يلتزم بإظهارها صانع السوق عن 100 سهم إذا كانت كمية التداول اليومية في متوسطة أقل من 1000 سهم وسعر سهم أكثر من 10 دولار، وما عدا ذلك من الأسهم يجب أن لا تقل الكمية عن 500 سهم وفي الأسهم الكبيرة يجب ألا تقل الكمية عن 1000 سهم.

ولا يسمح لصناع السوق بمنافسة بعضهم البعض في الشراء والبيع لأن الهدف من وجود صناع السوق مد السوق بالسيولة في كل الأوقات لا التنافس بين بعضهم البعض. هذا يعني من غير المسموح بكل أن يدخل أمراً للشراء لصالح حسابه الخاص بسعر البيع المدخل من قبل صانع سوق آخر والعكس في حالة الشراء، لكن يحق له أن يبيع بسعر أقل منه أو يبيع بسعر أكبر منه. وهذه الضوابط لا تطبق على الأوامر مع العملاء، كما يمنع هذا النظام من استخدام الطرق المبرمجة لتعديل أوامر البيع والشراء ما يسمى Autoquote.

### 7-3- أسواق أخرى:

يجب عدم الخلط بين سوق نازداك وسوق OTC وسوق OTC Bulletin Board حيث أن هذين السوقين مستقلان عن نازداك وتعتبر الأسهم المسجلة فيها أقل جودة من أسهم نازداك الذي بدوره ينقسم إلى قسمين: الأول يعرف بسوق الأسهم الصغيرة والثاني سوق الأسهم الوطني والذي يضم أكبر الشركات في نازداك، فإن شروط تعتبر بحد إلى حد ما صارمة فمن ناحية تسجيل الشركات في سوق وطني نجد بشكل عام ان الاسم المتداولة في سوق نازداك الوطني متميزة.

ترتب الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية حسب جودتها كما يلي:

بورصة نيويورك وبقية الأسواق الإقليمية NYSE: The New York Stock Exchange

سوق نازداك الوطني NASDAQ

سوق نازداك الصغير NASDAQ Small cap Market

سوق لوحة الملصقات NASDAQ Bulletin cap Market

سوق الأوراق الوردية Pink Sheets Market

أسواق تداول اليكترونية مثل أي نت وغيرها: INET , Archipelago, Knight

#### 7-4- شروط التسجيل الشركات في سوق NASDAQ

من أهم شروط التسجيل في سوق نازداك الوطني ألا يقل راس مال الشركة عن 30 مليون دولار ولا تقل القيمة السوقية عن 18 مليون دولار وعدد السهم الأسهم عن مليون سهم ولا يقل سعر سهم عند التسجيل عن 5 دولارات ولا يقل عن دولار واحد فيما بعد. أما بالنسبة لعدد المستثمرين يجب ان لا يقل عن 400 شخص كل شخص يملك على الاقل 100 سهم، وتقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع 125,000 دولار عند التسجيل وحوالي 50,000 دولار سنوية

أما بالنسبة لسوق NASDAQ الصغير فشروطه أقل صرامة، نذكر على سبيل المثال: ألا يقل راس مال الشركة عن 5 مليون دولار والقيمة السوقية أكثر من مليون دولار وعدد الأسهم لا يقل عن 500,000 دولار ولا يكون سعر السهم عند التسجيل أقل من أربعة دولار وأن لا يقل فيما بعد عن واحد دولار، وبالنسبة لعدد المستثمرين يجب أن لا يقل عن 300 شخص كل شخص يملك على الاقل 100 سهم، وتقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع حوالي 30,000 دولار عند التسجيل و15,000 دولار سنويا

#### 7-5- التسجيل في الأسواق الاخرى:

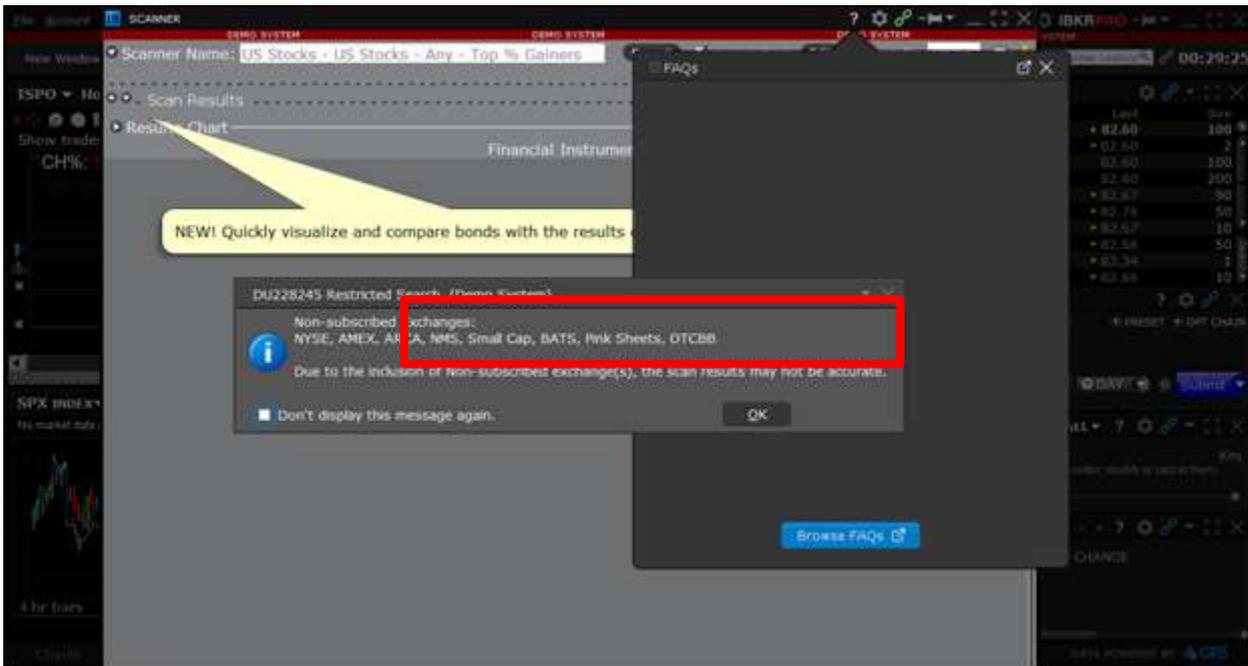
لا تخضع الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية الوردية لأي شروط عدا ايداعها طلب تسجيل واحضار الأوراق الرسمية للشركة، فهذه الشركات غير ملزمة بنشر تقارير دوريه للمستثمرين ولا حتى تسليمها هيئة الأوراق المالية.

أما بالنسبة لأسواق الاللكترونية الاخرى [أي نت] وغيرها، فهي مجرد وسيلة لتداول الأسهم ولا يمكن تسجيل الشركات فيها. والفائدة منها تكمن في منح المتداولين أماكن خارج نطاق البورصة والأسواق الرسمية وحتى الأوقات الرسمية، ويستفيد منها كبار المستثمرين ومديري المحافظ الكبيرة لإجراء صفقات دون تدخل الوسيط بالإضافة إلى ذلك تستخدم هذه الأسواق الاللكترونية من قبل كافة المستثمرين في التداول خارج الأوقات الرسمية من اجل البحث عن افضل الاسعار في الأسواق الرسمية.

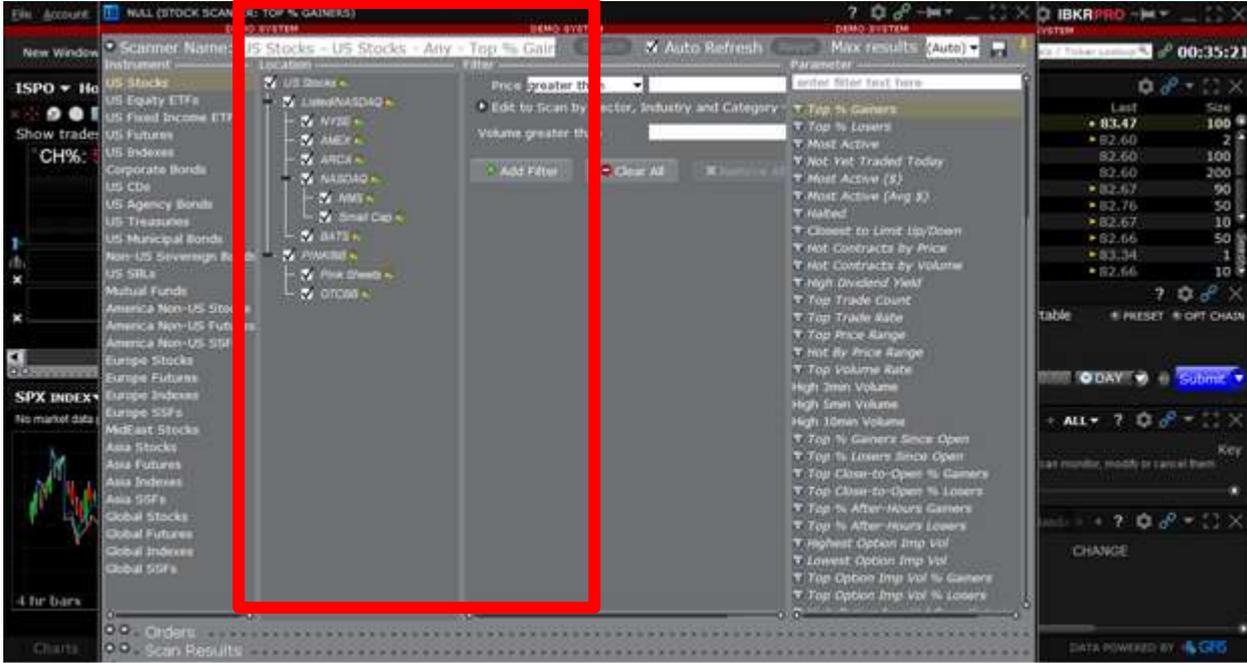
### 8- الدخول إلى بورصات الولايات المتحدة الامريكية عن طريق منصة اليكترونية:

عند تسجيل الدخول للمنصة تعرض أمام المستثمر عدة بورصات ومنتجات، وعليه يقوم باختيار المجال والبورصة والمنتج الذي يرغب بالتداول فيه، وهذا دون أي قيد بسبب الحدود وهذا ما تتميز به أسواق الأوراق المالية الدولية كما يظهر في الصورة ادناه:

### شكل 3-1: يوضح صورة لمنصة تداول اليكترونية أمريكية والأسواق المتاحة فيها



يظهر في الاطار في متوسط الصورة البورصات المتاحة على المنصة والتي يمكن للتداول والمستثمر الدخول لها لإجراء عملياته واتخاذ وضعيات في السوق المالية الأمريكية.



في الاطار على يسار الصورة تظهر مختلف البورصات المتوفرة والمنتجات المالية المتنوعة بين اسهم وسندات ومشتقات مالية (خيارات عقود آجلة ، مستقبلات، مبادلات...الخ) فبعد اختيارنا للاسم التي هي موضوع محاضراتنا تعرض علينا المنصة البورصات الممكن الدخول اليها، والتي تضم آلاف الأسهم موزعة بين المنظمة غير المنظمة والاليكترونية والحقيقية غير انه كما اشرنا سابقا فإن التداول اصبح اليكترونيا تقريبا من خلال المواقع والمنصات والتطبيقات ومتاح لجميع من هو متصل بشبكة الانترنت .

## 9- احصائيات عن سوق الأسهم الامريكية سنة 2021:

أسواق الأسهم الأمريكية هي الأكبر في العالم ولا تزال من بين الأسواق الأكثر عمقا وسيولة وكفاءة، حيث تمثل 42.0% من القيمة السوقية للأسهم العالمية البالغة 125 تريليون دولار ، أي ما يقابل 52 تريليون دولار. في الصين بلغ متوسط حصة سوق الأسهم 37.4% على مدى السنوات العشر الماضية، ووصلت إلى 32.9% في عام 2012 وبلغت ذروتها عند 42% الآن.

## شكل يبين رسملة سوق الأسهم الدولية لسنة 2021



وقد بلغ إجمالي إصدارات حقوق الملكية 15.7 مليار دولار ، -65.8٪ على أساس سنوي مقارنة بالعام الماضي، وبلغ الإصدار الأولي للاكتتاب العام 1.8 مليار دولار ، بنسبة -88.4٪ على أساس سنوي بالإضافة إلى 12.4 مليار سهم ADV بنسبة انخفاض -20.6٪ على أساس سنوي و أما فيما يخص مؤشر بورصة نيويورك S&P 500 ارتفع 515.55 دولار بنسبة + 21.6٪ على أساس سنوي وبلغ مؤشر تقلب السوق: VIX = 24.83٪



ثالثا- سوق السندات الدولية<sup>16</sup>

## 1-عموميات حول أسواق السندات

ويطلق عليها أيضا سوق الدين أو سوق الدخل الثابت أو سوق الائتمان و هو الاسم الجماعي الذي يطلق على جميع التداولات وإصدارات سندات الدين. وعلى عكس أسواق الأسهم والأوراق المالية، لا يوجد سوق محدد لتداول السندات، أي لا يوجد مكان واقعي يطلق عليه سوق السندات، ومع ذلك، هناك مشاركين محليين وأجانب يبيعون ويشتررون السندات في أسواق السندات المختلفة، حيث يشتري المستثمرون سندات الدين التي يتم إحضارها إلى السوق من قبل الكيانات الحكومية أو الشركات. والتي يتم إصدارها إما في السوق الأولية، التي تطرح ديوناً جديدة، أو في السوق الثانوية، فيمكن للمستثمرين شراء الديون القائمة عبر وسطاء أو أطراف ثالثة أخرى.

يعتبر سوق السندات أكبر بكثير من أسواق الأسهم، والاستثمارات فيه ضخمة غير أن طبيعة السندات تجعلها لا تتداول كثيرا كونها تدفع عند الاستحقاق، ويتم تداولها لفترة قصيرة قبل استحقاقها في الأسواق. وتحتوي السندات أيضًا على مخاطر وعوائد ومؤشرات وعوامل تقلب مثل أسواق الأسهم.

وينقسم سوق السندات على نطاق واسع إلى قسمين مختلفتين: السوق الأولية والسوق الثانوية . كثيرا ما يشار إلى السوق الأولية بسوق "الإصدارات الجديدة" حيث تحدث المعاملات بشكل صارم بين مصدري السندات ومشتري السندات. في الأساس، ينتج عن السوق الأولية إنشاء سندات دين جديدة تمامًا لم يتم طرحها من قبل للجمهور. في السوق الثانوية، يتم شراء وبيع الأوراق المالية التي تم بيعها بالفعل في السوق الأولية في تواريخ سابقة. يمكن للمستثمرين شراء هذه السندات من وسيط يعمل كوسيط بين طرفي البيع والشراء. قد يتم تجميع إصدارات السوق الأولي في السوق الثانوية على شكل سندات صناديق معاشات، وصناديق مشتركة، وبواليص تأمين على الحياة - من بين العديد من هياكل المنتجات الأخرى .

## 2- تاريخ أسواق السندات:

عرفت السندات قبل الأسهم وتم تداولها قبلها بفترة طويلة، حتى أن كينز كان يرى أن السندات أو النقود هي أشكال الثروة واستثنى الأسهم. غير انه في الواقع، ظهرت القروض التي كانت قابلة للتنازل عنها أو قابلة للتحويل للآخرين. في وقت مبكر من بلاد ما بين النهرين حيث يمكن تبادل

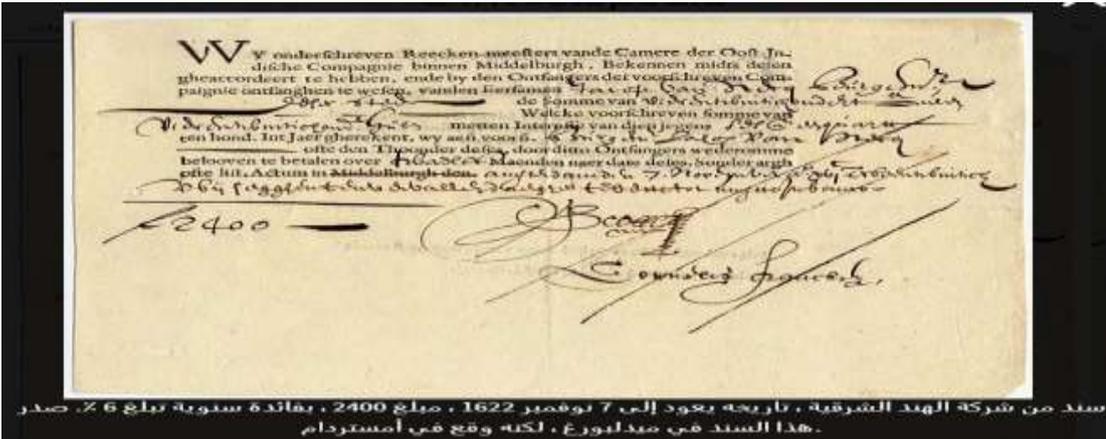
<sup>16</sup>-سليمان موصللي، عدنان سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

الديون المقومة بوحدات من وزن الحبوب بين المدينين ويعود تاريخ أدوات الدين المسجلة إلى 2400 قبل الميلاد ؛ على سبيل المثال، عبر لوح طيني اكتشف في نيور، العراق حالياً. تسجل هذه الأداة ضماناً لدفع الحبوب والعواقب المدرجة في حالة عدم سداد الدين.

في العصور الوسطى، بدأت الحكومات في إصدار ديون سيادية لتمويل الحروب. في الواقع، تم إنشاء بنك إنجلترا أقدم بنك مركزي في العالم لا يزال قائماً، لجمع الأموال لإعادة بناء البحرية البريطانية في القرن السابع عشر من خلال إصدار السندات. وتم أيضا إصدار سندات الخزانة الأمريكية الأولى للمساعدة في تمويل الجيش، أولاً في حرب الاستقلال عن التاج البريطاني، ومرة أخرى في شكل "سندات الحرية" للمساعدة في جمع الأموال لمحاربة الحرب العالمية الأولى.

وخلاف للسندات الحكومية تعتبر سوق سندات الشركات قديمة جداً، فقد أصدرت الشركات المستأجرة في وقت مبكر مثل شركة الهند الشرقية الهولندية (VOC) وشركة ميسيسيبي أدوات دين قبل إصدار الأسهم تم إصدار هذه السندات، مثل تلك الموجودة في الصورة أدناه، على أنها "ضمانات" أو "ضمانات" وتم كتابتها يدوياً إلى حامل السند.

شكل 1-4 : صورة لسند تصدره شركة الهند الشرقية الهولندية (VOC)

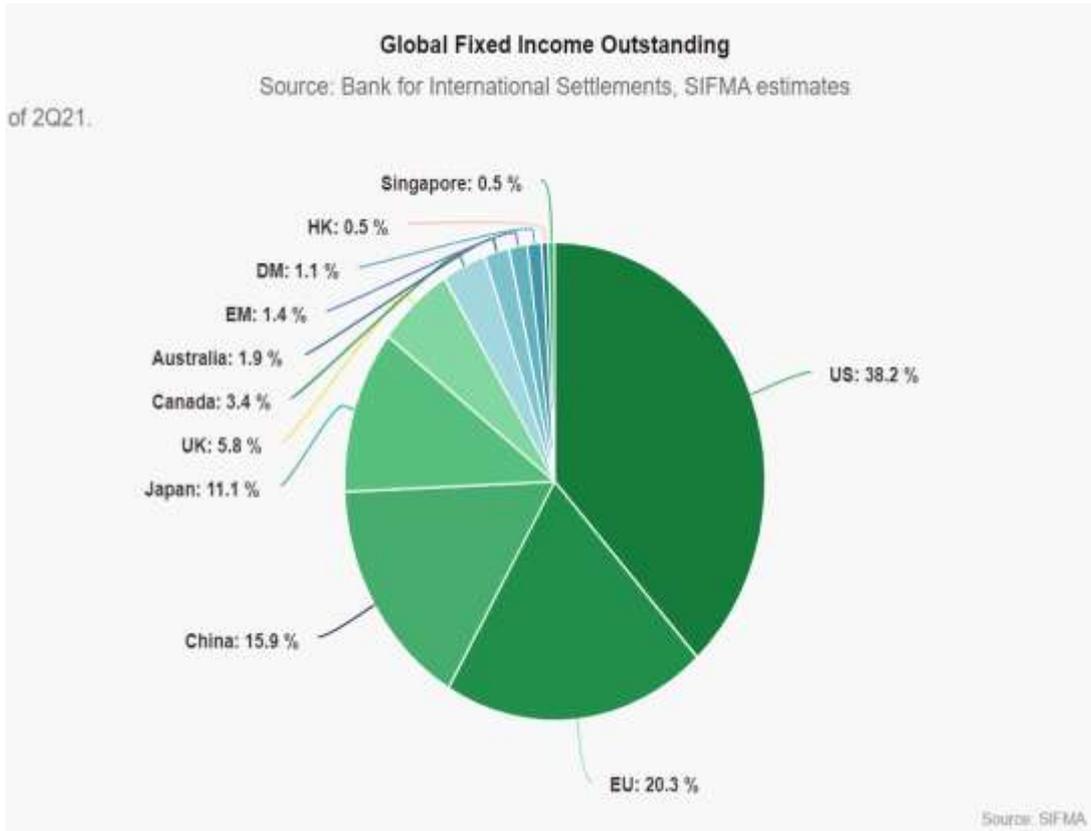


سند من شركة الهند الشرقية ، تاريخه يعود إلى 7 نوفمبر 1622 ، مبلغ 2400 ، بفائدة سنوية تبلغ 6 ٪. صدر هذا السند في ميديلبرغ ، لكنه وقع في أمستردام.

ويتم تداول هذه السندات من خلال اتحاد تجار السندات الدوليين (AIBD) سابقا وهو عبارة عن مجموعة صناعية تتألف من الشركات الرئيسية النشطة في أسواق السندات الدولية في أواخر الستينيات. والذي يعرف اليوم باسم الرابطة الدولية لسوق رأس المال (ICMA) ، واعتباراً من عام 2021، يتألف أعضاء ICMA من أكثر من 600 تكتل ومؤسسة مالية في 60 دولة تتداول

السندات بنشاط. حيث تقدم الجمعية اقتراحات تتعلق بقواعد تداول السندات للمنظمين في مختلف البلدان الأوروبية والآسيوية وأمريكا اللاتينية. وقد تم تشكيل اتحاد تجار السندات الدوليين (AIBD) في زيورخ بسويسرا عام 1969 حيث تنشر الجمعية أسعار السندات الموحدة والعوائد لسوق السندات الدولية و يهدف تم تشكيل الجمعية لتعزيز أسعار وشروط تداول أفضل لسوق السندات الدولية. من جهة أخرى، يتم إصدار سندات اليوروبوند حاليًا من خلال مجموعة من تجار السندات الدوليين المعروفين باسم النقابة syndicate ، ويجوز لعضو واحد في هذه النقابة أن يكتب السندات، مما يضمن شراء الإصدار بأكمله.

شكل يوضح تقسيم الديون في سوق الديون العالمي بين الدول الاعلى استدانة:



**3-تعريف سوق السندات الدولية وانواعها:** هو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول السندات بين مختلف المتعاملين، وتعتبر السندات بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية حيث تشكل أداة مالية فاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة البلد أو بعملة أجنبية وبآجال استحقاق مختلفة بين بضعة أشهر الى آجال طويلة تتراوح بين 10 و 35 سنة، وتشكل الدول والمؤسسات العمومية أكبر

وأهم متدخل فيه اضافة إلى الشركات الخاصة (المتعددة الجنسيات)، والهدف الرئيسي لسوق سندات الدولية هو تمويل متعاملها بالاحتياجات المالية اللازمة خارج الأسواق المحلية<sup>17</sup>

يتكون سوق السندات الدولي من ثلاثة أنواع منفصلة من أسواق السندات: **السندات المحلية، والسندات الأجنبية، وسندات اليوروبوندز (السندات الأوروبية).**

**السندات المحلية:** تجارة السندات المحلية هي جزء من سوق السندات الدولية، يتم التعامل مع السندات المحلية على أساس محلي ويصدر المقترضون المحليون السندات المحلية و يتم شراء السندات المحلية وبيعها بالعملة المحلية.

**السندات الأجنبية:** في سوق السندات الأجنبية، يتم إصدار السندات من قبل المقترضين الأجانب، عادة ما تستخدم السندات الأجنبية العملة المحلية، أي بنفس عملة بلد الاصدار وعملة مغايرة لعملة المصدر، تشرف هيئات السوق المحلية المختصة على إصدار وبيع السندات الأجنبية ويتم تداول السندات الأجنبية في أسواق السندات الأجنبية، وفيما يلي: بعض الخصائص المميزة لأسواق السندات الأجنبية:

- عادة ما يكون مصدر السندات حكومات ومرافقهم من القطاع الخاص؛
- تتضمن ممارسة قياسية للاكتتاب وتنظيم مخاطر الاكتتاب؛
- يتم التعهد بالإصدارات بشكل عام من قبل المستثمرين الأفراد والمؤسسات، حيث في الماضي، كانت البنوك الخاصة القارية وبيوت التجار القديمة في لندن تربط المستثمرين بالمصدرين.

**سندات اليورو:** سندات اليوروبوندز هي التزامات دين دولية صادرة عن المقترضين (المنظمات الدولية والحكومات والسلطات المحلية والشركات الكبيرة المهتمة بتلقي الأموال على المدى الطويل - من 1 إلى 40 عامًا) بشكل أساسي من 3 إلى 30 عامًا) عند استلام قرض طويل الأجل في السوق المالية الأوروبية بأي عملة يورو.

حيث تمنح سندات اليوروبوندز الحق في الحصول على الفائدة في الوقت المتفق عليه، و يمكن أن يكون لها فئة مزدوجة، عندما يكون تحويل الفائدة بعملة أخرى غير عملة القرض. يمكن إصدار سندات اليورو بأسعار فائدة عائمة وثابتة، مع قسيمة صفرية، مع الحق في التحويل إلى سندات أخرى، بفئة

<sup>17</sup>-بن ابراهيم غالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

العملة المزدوجة (يتم التعبير عن القيمة الاسمية بعملة واحدة، ودفعات الفائدة هي صنع في آخر). كما أنه من المطلوب الحصول على تصنيف لدخول السوق، فيسمح التصنيف الأعلى بتقليل تكلفة القرض عن طريق تحديد سعر فائدة أقل. ويتم دفع الضريبة وفقاً لقوانين البلد المقترض. كما يشير تاريخ استحقاق سندات اليوروبوند إلى الفترة التي يحتاج فيها المصدر إلى سداد معظم الديون، عادة ما يفترض الالتزام طويل الأجل أنه لن يتم استرداد السند قبل 10 سنوات بعد الإصدار، بينما يفترض الالتزام متوسط الأجل تاريخ استحقاق من 1 إلى 10 سنوات، وتعتبر الالتزامات الصادرة لمدة لا تتجاوز سنة واحدة قصيرة الأجل.

ويتم إصدار سندات اليوروبوند من:

• تاريخ استحقاق واحد

• عدة تواريخ

• إمكانية السداد المبكر.

تتمتع سندات اليوروبوندز بالمميزات التالية:

• هذه هي الأوراق المالية لحاملها ؛

• يتم إصدارها بشكل أساسي لمدة تتراوح من عام إلى 40 عامًا

• يُسمح بالطرح المتزامن لسندات اليوروبوند في أسواق العديد من البلدان ؛

• عملة القرض أجنبية للمصدر والمستثمرين أي مغايرة لعملة البلد الذي تصدر فيه؛

• عادة ما يتم وضع الضمانات من قبل النقابة، حيث تمثل البنوك وشركات الاستثمار وبيوت السمسرة

في العديد من البلدان؛

• يتم التعبير عن القيمة الاسمية بالدولار الأمريكي؛

• يتم دفع الفائدة على القسائم إلى المالك بالكامل دون اقتطاع الضريبة من مصدر الدخل، على

عكس السندات العادية.

• يتم إصدار سندات اليوروبونديز من قبل البنوك الاستثمارية، والمشتريين الرئيسيين هم المستثمرين المؤسسيين - صناديق التأمين والمعاشات التقاعدية، وشركات الاستثمار. ولا تُباع سندات اليوروبونديز في أي سوق سندات وطنية محدد حيث تقوم مجموعة من البنوك متعددة الجنسيات بإصدار سندات اليوروبونديز ويتم بيعها كسندات دولية أي بعملة خارج الدولة. حيث يعتبر يورو ماركت مكان تداول سندات اليورو والعملات الأوروبية، ويورونوتيس، والأوراق التجارية الأوروبية، ويوروكويتي، هو عادة سوق خارجي.

وتنقسم سندات اليوروبونديز إلى نوعين رئيسيين: **سندات اليوروبونديز ويورونوتيس:**

**سندات اليورو Eurobonds:** هي أوراق مالية لحاملها يتم إيداعها لدى جهات الإيداع بموجب أنظمة التداول، يتم وضعها في الأسواق بشكل رئيسي في البلدان النامية وهي تتميز أنها لا تتطلب ضمانات مما يسهل على المصدرين إصدارها.

**ويورونوتيس Euronotes:** هي أوراق مالية مسجلة تصدرها دول ذات اقتصادات متطورة، على عكس سندات اليوروبونديز، فإن إصدار Euronotes ينص على إنشاء ضمانات.

\* **حجم سوق السندات الدولية:**

بلغت المبالغ المستحقة في سوق السندات العالمية في مارس 2012 حوالي 100 تريليون دولار. وهذا يعني أنه في مارس 2012، كانت سوق السندات أكبر بكثير من سوق الأسهم العالمية التي بلغت قيمتها السوقية حوالي 53 تريليون دولار. وبلغت القيمة القائمة للسندات الدولية في عام 2011 حوالي 30 تريليون دولار. وبعد 10 سنوات، قدر حجم هذه السوق عام 2021 (إجمالي الديون المستحقة) بنحو 119 تريليون دولار في جميع أنحاء العالم و 46 تريليون دولار للسوق الأمريكية، وفقًا لجمعية صناعة الأوراق المالية والأسواق المالية (SIFMA)

4-معلومات اخرى حول سوق السندات الدولية:

1-4-المتعاملين في سوق السندات الدولية

ويتم التعامل في سوق السندات الدولية من خلال البنوك والسماسة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية، وتتحكم في عمليات الإصدار والتسويق العالميين في سوق السندات الدولية والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تباع في السوق، هيئة دولية تسمى بـ: Syndicat حتى توفر لها السيولة اللازمة.

ويتم الاكتتاب وتداول السندات الدولية في الغالب في أسواق رأس المال الأوروبية، منها لندن والتي تعد واحدة من مراكز سوق السندات الدولية في العالم، و لوكسمبورغ كونها مركز الإدراج الرئيسية لهذه السندات، وأسواق رأس المال الأمريكية منها نيويورك.

#### 4-2- المشاركون في سوق السندات الدولية

المشاركون في سوق السندات هم إما مشترين (مصدرون للديون) أو بائعون (مؤسسة) للصناديق وغالبًا ما يكون كلاهما. يشمل المشاركون:

- المستثمرين المؤسسيين
- الحكومات
- التجار
- فرادى

نظرًا لوجود خصوصية لإصدارات السندات الفردية، ووجود حالة نقص السيولة في حالة العديد من الإصدارات الأصغر، فغالبًا ما تحتفظ المؤسسات، مثل صناديق التقاعد والبنوك والصناديق المشتركة، بجزء أكبر بكثير من السندات المعلقة، في الولايات المتحدة، يمتلك الأفراد حوالي 10% من السوق.

#### 4-3- تقلبات سوق السندات الدولية:

بالنسبة للمشاركين في السوق الذين يمتلكون السندات ويجمعون القسائم ويحتفظون بها حتى تاريخ الاستحقاق، فإن تقلبات السوق ليست مسألة يجب التفكير فيها حيث يتم تحديد أصل وأسعار الفائدة لهم مسبقًا. ومع ذلك، فإن المشاركين الذين يتداولون السندات قبل الاستحقاق يواجهون

العديد من المخاطر، أهمها التغيرات في أسعار الفائدة فعندما ترتفع أسعار الفائدة، تنخفض قيمة السند حسب العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة السوقية وأسعار السندات.

وعليه عادة ما تكون نشرات المؤشرات الاقتصادية الكلية، المسؤولة عن التقلبات السوق فعندما لا يتطابق الإصدار الاقتصادي مع وجهة النظر المتفق عليها، تظهر حركة سعرية سريعة في السوق إلى جانب عدم اليقين هو المسؤول عن المزيد من التقلبات خاصة في الأوقات العصيبة مثل الأزمات.

#### 4-4- استثمارات السندات: <sup>18</sup>

السندات (بشكل عام) لها قيمة معيارية قدرها 1000 دولار، ويتم تسعير السندات كنسبة مئوية من القيمة الاسمية كما تتميز العديد من السندات بمحدود دنيا مفروضة عليها. حيث تدفع السندات فوائد على فترات معينة، وعادةً ما تقسم السندات ذات الفوائد الثابتة وتكون وفقاً لجدول الدفع خاص بها والسندات ذات فائدة عائم ويكون لديها جداول حساب محددة. ويتم احتساب السعر قبل الدفعة التالية مباشرة أما بالنسبة لإصدار سندات الكوبون الصفري فيكون بالخصم، ولا تدفع عليها فوائد.

تخضع فوائد السندات للضريبة، ولكن على عكس دخل توزيعات الأرباح الذي يتلقى معدلات ضريبية مواتية، يتم فرض ضرائب عليها على أنها عادية. ومع ذلك، فإن العديد من السندات الحكومية معفاة من الضرائب.

يمكن للمستثمرين الأفراد المشاركة من خلال صناديق السندات والصناديق المغلقة وصناديق استثمار الوحدات التي تقدمها شركات الاستثمار.

#### 4-5- مؤشرات السندات: يوجد عدد من مؤشرات السندات، تشمل المعايير الأمريكية الشائعة

مؤشر Barclays Capital Aggregate Bond ، و Citigroup BIG ، و Merrill Lynch Local Master

<sup>18</sup>- ابراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية، منشورات جامعة حماه، اليمن، 2012، ص:20.

### خامساً- السوق النقدي الدولي

يعد سوق النقد أحد أكثر الأسواق المالية أماناً المتاحة لمعاملات العملات. غالباً ما تستخدم من قبل المؤسسات المالية الكبرى والشركات الكبيرة والحكومات الوطنية. عادة ما تكون الاستثمارات التي تتم في أسواق المال لفترة قصيرة جداً من الوقت ، وبالتالي تُعرف باسم الاستثمارات النقدية.

#### 1-تعرف سوق النقد الدولي:

يعرف سوق النقدي عموماً على أنه: "السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل سنه أو أقل مثل أذونات الخزينة وشهادات الايداع الأوراق التجارية وودائع ما بين البنوك والقروض اليورو دولار وغيرها"<sup>19</sup>

وتبرز أهمية هذه السوق في كون التدفقات النقدية للمؤسسات مختلفة الآجال، حيث لا تتم مقبوضاتها ومدفوعاتها في نفس تواريخ الاستحقاق، مما يخلق فجوات في التدفقات النقدية، فتسعى المؤسسة إما إلى استثمار الفائض من الأموال المتجمعة لديها في أدوات استثمار وتتمتع بدرجة عالية من السيولة أو تأمين أموال تحتاج لفترات تحتاجها لفترات زمنية قصيرة وهذا ما توفره السوق النقدية.

وبنفس المفهوم السابق يمكن تعريف السوق النقد الدولي أنه "سوق يتم فيه إجراء معاملات العملات الدولية بين العديد من البنوك المركزية في شكل معاملات دولية يستخدم فيها بشكل أساسي الذهب أو الدولار الأمريكي وتشمل العمليات الأساسية لسوق النقد الدولي بالإضافة إلى عمليات السوق النقدي العابرة للحدود، عمليات اقتراض واقراض الأموال من قبل الحكومات أو المؤسسات المالية الكبيرة قصيرة الأجل".

على عكس أسواق الأسهم ، يشهد سوق النقد الدولي تحويلات كبيرة جداً للأموال فالمتعاملين في هذه السوق ليسوا أفراداً إنما مؤسسات مالية كبيرة جداً، و تعتبر استثمارات أسواق النقد الدولية أقل خطورة، وبالتالي، فإن العوائد التي يتم الحصول عليها من الاستثمارات أقل أيضاً، وأفضل وأشهر طرق الاستثمار في سوق النقد الدولي هي عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة، صندوق السوق النقدي أو أذون الخزانة.

<sup>19</sup>-سليمان موصللي، عدنان سليمان، مرجع سبق ذكره، ص85.

-ملاحظة : يتعامل سوق المال الدولي مع مبالغ ضخمة من تداول العملات الدولية على أساس يومي. فقد كشف بنك التسويات الدولية أن حجم التداول اليومي لسوق **الصرف التقليدي** يبلغ حوالي 1880 مليار دولار.

## 2-نشأة سوق النقد الدولي:<sup>20</sup>

تم تشكيل سوق النقد الدولي (IMM) في ديسمبر 1971 وتم تأسيسه في مايو 1972. يمكن ربط جذور IMM بنهاية بريتون وودز من خلال اتفاقية سميتسونيان لعام 1971 ثم إلغاء نيكسون إمكانية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب. وقد تم تشكيل IMM ككيان منفصل لبورصة شيكاغو التجارية (CME) ، بحلول نهاية عام 2009، كانت IMM ثاني أكبر بورصة للعقود الآجلة من حيث حجم العملات في العالم . والغرض الرئيسي من IMM هو تداول العملات الآجلة.

تتضمن معاملات العقود الآجلة الأولى عمليات تداول العملات مقابل الدولار الأمريكي، مثل الجنيه البريطاني ، والفرنك السويسري ، والمارك الألماني ، والدولار الكندي ، والين الياباني، والفرنك الفرنسي . كما تم تقديم الدولار الأسترالي واليورو وعملات الأسواق الناشئة مثل الروبل الروسي والريال البرازيلي والليرة التركية والفورنت المجري والزلوتي البولندي والبيزو المكسيكي والرانند الجنوب أفريقي. بالإضافة إلى السندات اليابانية لمدة سنوات، ومؤشر أسعار المستهلك الأمريكي (CPI).

### \* بورصة شيكاغو:

في عام 2007، اندمجت CME مع مجلس شيكاغو التجاري لإنشاء مجموعة CME، واحدة من أكبر البورصات المالية في العالم. استحوذت CME على NYMEX Holdings Inc، الشركة الأم لبورصة نيويورك التجارية (NYMEX) و Commodity Exchange (COMEX) Inc

<sup>20</sup> - Brian Twomey, The International Money Market, [en line]:

<https://www.investopedia.com/articles/forex/10/international-money-market.asp>;

consulté 14 /02/2022, p:01.

كل ذلك في عام 2008. وفي عام 2010، توسعت CME أكثر، حيث اشترت 90٪ من الفائدة في مؤشرات دأو جونز للسهم والمؤشرات المالية. في عام 2012، واصلت نموها المستمر في شراء CME من خلال شراء Kansas City Board of Trade ، التي كانت اللاعب المهيمن في القمح الشتوي الأحمر الشاق. في عام 2017 ، بدأت CME التداول في العقود الآجلة Bitcoin بالإضافة إلى ذلك ، تعمل CME Group على تشغيل CME Clearing ، وهي شركة رائدة في توفير المقاصة المركزية للطرف المضاد. وفقاً لتقريرها السنوي لعام 2017 ، يتعامل CME اليوم في المتوسط مع حجم يومي يبلغ 16.3 مليون عقد ، بزيادة 4٪ عن عام 2016. وتبلغ قيمتها حوالي 1 كوادريليون دولار سنوياً. على الرغم من استمرار بعض عمليات التداول بالطريقة التقليدية المفتوحة ، فإن 80٪ من التداول يتم إلكترونياً من خلال منصة التداول الإلكترونية CME Globex .

**3- خصائص السوق النقدي:** كما ذكرنا اعلاه، السوق النقدي كأى سوق له خصائص جوهرية تميزه عن غيره

أ - يتميز السوق النقدي بالمرونة العالية حيث تتم معظم الصفقات في السوق الثانوي وبإجراءات بسيطة وتكاليف منخفضة؛

ب - انخفاض درجة المخاطرة:

- تدني درجة المخاطرة السعرية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل. لذلك إن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل. (لا تخلو منها وترتبط أساساً بمعدلات الفائدة والتضخم)

- تدني درجة مخاطر الائتمان التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، على اعتبار أن الأوراق المالية المتداولة فيها تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية وذات تصنيف ائتماني.

ج - سيولتها النسبية، والسيولة تعني القدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال مدة قصيرة وبأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر، لذا يقبل الأفراد و المؤسسات و الحكومات على توظيف فوائدها النقدية قصيرة الأجل في أدوات السوق النقدية.

هـ - يعتبر سعر الفائدة المؤشر القوي في السوق النقدية ويعتبر ثمن التوازن فيها.

#### 4- الادوات و المتعاملين في السوق النقدي الدولي:

##### 4-1- الأدوات المتداولة في السوق النقدي الدولي:<sup>21</sup>

• **شهاده الايداع الدولية depositary receipts:** بدأ اصدار شهادة الايداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1971 ثم اصدرت بعد ذلك في لندن عام 1977 وانتشار التعامل بهذه الأدوات في الكثير من الأسواق العالمية وبعمولات مختلفة وصل عدد التعامل بها إلى 250 مكتبا دوليا، وتعرف شهادة الايداع أو إيصال الإيداع (DR) على أنها "شهادة قابلة للتداول صادرة عن بنك تمثل أسهمًا في شركة أجنبية يتم تداولها في بورصة أوراق مالية محلية" ويعطي إيصال الإيداع للمستثمرين الفرصة للاحتفاظ بأسهم في حقوق ملكية بمؤسسات من دول أجنبية وبمنحهم بديلاً للتداول في السوق الدولية. فهي أدوات مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، تصدرها البنوك والمؤسسات المالية بالدولار الأمريكي والعملات الأجنبية المتداولة، وتحمل شهادات الايداع سعر فائدة ثابتة لذلك يترتب على البنك مصدر الشهادة التزاما ماليا مباشرا يتمثل في القيمة الاسمية للشهادة والقيمة المستحقة عليها.

وهناك نوعين من شهادات الايداع الدولية:

- شهادات الايداع الامريكية (American depositary receipts) ADRs ويتم تداولها في بورصة نيويورك؛

- شهادات الايداع الدولية (global depositary receipts) GDRs ويتم تداولها بشكل عام في بورصة لندن.

أما فيما يخص الاصدار، فتصدر شهادات الايداع بطريقتين، الأولى: عن طريق الاصدار الذي يعلن البنك المصدر لشهادة الايداع عن اصدارها ويعلن الجمهور الاكتتاب فيها خلال فتره تسبق موعد اصدار وفي هذه الحالة تصدر شهادات ايداع لأمر المكتتب بها ويتم تداولها بالتظهير، أما الطريق الثانية يتم اصدار شهادات بناء على طلب شهادات بالمبلغ والمدة وسعر الفائدة، والتي تتفق عليها الجهة

<sup>21</sup>حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، دمشق القاهرة، 2006، ص 20 - 17.

المصدرة هذه الشهادة لحاملها ويتم تداولها بمجرد التسليم أو بالتظهير طبقاً لحكام القوانين السارية على الأوراق التجارية ومن مميزات السيولة العالية والضمان والسرية.

• **القبول المصرفي Banker's Acceptances:** هو إصدار قصير الأجل من قبل البنك يضمن الدفع في وقت لاحق، يستفيد منها المستوردون في حاله عدم القدرة على دفع قيمة البضاعة نقداً، حيث يضمن بنك المستورد الدفع للمصدر. ويتم إصدار القبول من طرف شركة معينة اعتماداً على علاقتها الطويلة والمميزة مع البنك والمصدر، تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدد من المال في تاريخ محدد آجل، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول Accepted.

وما يميز القبولات المصرفية من التاجر حامل القبول المصرفي يمكنه الاحتفاظ بالقبول لتاريخ الاستحقاق كما يمكنه خصمه أو بيعه مثل الأوراق التجارية ويستفيد مشتري القبول من الفرق بين المبلغ المخصوم الذي دفعه لشراء القبول والمبلغ الذي حصل عليه في موعد استحقاق القبول تماماً مثل ما أذونات الخزينة.

ويعمل الوسطاء في السوق الثانوية على الجمع بين الشركات الراغبة في بيع القبولات المصرفية وتلك التي ترغب في شرائها عن طريق عرض سعري شراء وبيع يمثل الفرق بينهما هامش ربح الوسطاء ويتراوح هذا الهامش بين 1 و 7 بالمئة. وتصدر القبولات المصرفية عادة بقيمة \$ 1000 ومضاعفاتها ويرتبط حجم القبولات المتداولة بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية. عند انخفاض أسعار الفائدة يقل الطلب عليها نظراً لأنه من القروض المصرفية لأنه من الأنسب في هذه الحالة للمستورد أن يحصل على قرض مباشرة ويزيد الإقبال عليها في الحالة المعاكسة لأن الزيادة في معدلات الفائدة ستكون على القبولات أقل من الزيادة على القروض بسبب الأجل القصير للقبولات.<sup>22</sup>

• **أذونات الخزينة Treasury Bills:** هي عبارة عن أوراق تصدرها الخزينة العمومية أو وزارة المالية لتمويل العجز في خزينة الحكومة، وتباع هذه الأوراق بخخص نقدي وتعتبر هذه الأذونات من أدوات الدين قصيرة الأجل تتمتع بمراكز ائتمانية عالية. مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية تصدر أسبوعياً لعدة آجال تتراوح بين 4 أسابيع، 13 أسبوعاً، و 26 أسبوعاً. كما تصدر شهرياً لأجل سنة واحدة.

<sup>22</sup>-نفس المرجع السابق، ص:102.

عادة يتم اصدار اذونات الخزينة بشكل ورقي أما الآن فتصدر بشكل الكتروني، كما أن القيمة الاسمية المعتادة لأذونات الخزينة انخفضت من \$ 10000 إلى \$ 1000 لتسهيل تداولها. ومن الجدير بالذكر أن أذونات الخزينة لا تدفع فوائد بل تباع بخصم من قيمتها الاسمية وبالتالي فإن العائد الذي يحققه المستثمر من الاحتفاظ بأذونات الخزينة حتى تاريخ الاستحقاق يتمثل بالفرق بين القيمة الاسمية و المبلغ المدفوع عند الشراء. و تتمتع أذونات الخزينة بالمزايا الآتية:

- |   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- تكاد تكون خالية من المخاطرة كونها مضمونة من قبل الحكومة.</li> <li>- إعفاء جزء من عائد الاستثمارات من الضريبة.</li> <li>- قصر مدة استحقاقها.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- انتظام الإصدارات واستمراريتها.</li> <li>- تصدر بمبالغ كبيرة حسب احتياجات خزينة الدولة</li> <li>- تصدر بخصم و تباع بالمزاد.</li> <li>- تتمتع بسيولة عالية نظراً لأجلها القصير و توفر سوقاً ثانوياً نشطاً لها</li> </ul> |
|---|---|

• الأوراق التجارية Commercial Paper: تعرف الأوراق التجارية على أنها أدوات دين قصيرة الاجل يتعهد بمقتضاها شخص بأداء مبلغ من النقود في لشخص معين في تاريخ وماكن محدد، مع امكانية نقل الحق من شخص إلى آخر بالتظهير. تصد الأوراق التجارية من شركات معروفة، شركات التأمين وبعض الشركات الغير مصرفية والبنوك بهدف الحصول على التمويل، غير ان طبيعة هذه الأوراق تغيرت مؤخراً حيث اصبحت الشركات تقوم بإصدار وبيع الأوراق التجارية للوسطاء الماليين في السوق المالية مباشرة، مما ساعدها في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها بصورة مباشرة بدلا من اعتماد على المصارف. وتتنوع هذه الأوراق التجارية في السوق النقدي الدولي بين الشيكات، والكمبيالات، والسند لأمر أو السند الآني، وتتميز هذه الأوراق التجارية في كونها قليلة التداول لأن المستثمرين في يفضلون الاحتفاظ بها إلى تاريخ الاستحقاق من ثم يؤدي هذا إلى تقلبات كبيرة في اسعارها عند تداولها. عادة ما تكون هذه الأوراق التجارية لأجل يتراوح بين 20 و 45 يوم وتصدر لأجل يوم واحد حتى 270 يوم كحد أقصى وقيمته اسميه 100000 دولار، وعادة ما تكون بمضاعفات المليون، وبسبب هذه القيم المرتفعة نادرا ما يستثمر فيها الافراد، ما يجعلهم يلجؤون إلى الاستثمار الغير مباشر،

عبر صناديق السوق النقدية التي تجمع الاموال من عدد من المستثمرين وبذلك تعتبر من المستثمرين الرئيسيين في الأوراق التجارية.<sup>23</sup>

### • اتفاقية اعاده الشراء (REPO) Repurchase Agreements

هي شكل من أشكال الاقتراض قصير الأجل للمتعاملين في الأوراق المالية الحكومية ، هذه الاتفاقية غالباً تتم بين جهة تحتاج إلى الاموال وبجوزتها أوراق مالية حكومية وجهة أخرى لديها أموال ترغب في استثمارها، فيتم بيع الأوراق المالية للمستثمرين لفترة محددة، عادةً على أساس ليلة واحدة، ثم يتم شراؤها في اليوم التالي بسعر أعلى قليلاً، هذا الاختلاف الصغير في السعر هو سعر الفائدة الضمني بين عشية وضحاها وهو العائد الذي يحققه المستثمر. وتستخدم اتفاقيات إعادة الشراء عادةً لزيادة رأس المال قصير الأجل، كما أنها أداة شائعة لعمليات السوق المفتوحة للبنك المركزي.

تبلغ قيمة هذه الصفقات عشرة ملايين دولار فأكثر، كما تتراوح آجالها بين يوم و 15 يوم وشهر وثلاثة أشهر وستة أشهر. لكن لا يوجد سوق ثانوية لاتفاقيات إعادة الشراء، لذا فإن المؤسسات التي تحتاج إلى اتفاقية إعادة الشراء تقوم بالتفاوض من خلال شبكة اتصالات حيث يعمل سمسارة اتفاقيات إعادة الشراء و المتعاملون في السوق الثانوية كوسطاء ماليين لإبرام اتفاقيات إعادة شراء للشركات ذات الفائض و العجز، مقابل تحصيل عمولة من المقترض. وقد دفع ذلك عددا من الشركات التي تستخدم اتفاقيات إعادة الشراء بكثرة إلى إنشاء قسم متخصص لديهم لتأمين مقرضين محتملين.

وفي حالة عجز المقترض عن تسديد القرض يستطيع المقرض وضع يده على تلك الأوراق المالية والتصرف فيها لاسترداد أمواله. وعادة ما تتم اتفاقيات إعادة الشراء على أوراق مالية حكومية إلا أن بعضها ينفذ على أوراق تجارية أو شهادات ايداع.

وهناك ايضا ما يسمى اتفاقية إعادة شراء معاكسة (Reverse Repo) عندما يشتري طرف من آخر أوراقا مالية مع الاتفاق على إعادة بيعها له في المستقبل. لذا فإن كلتا العمليتين تشيران إلى نفس الصفقة لكن كل من جهة: الأولى البائع و الأخرى المشتري.

<sup>23</sup> نفس المرجع السابق، ص: 97.

خ. قروض اليورو دولار Eurodollars : نعرف الودائع ثم القروض حتي تتضح العلاقة بينهما؛

تعرف وودائع اليورو دولار بأنها ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية ، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية. اما قروض اليورو دولار فتعرف بأنها: هي قروض قصيرة الاجل بين البنوك العالمية الرائدة تقدم بالعملات الاجنبية من ودائع اليورو دولار الموجودة في البلد الذي تنتمي اليه، وهي تحمل فوائد مقيمة بالليور، و يتم تحديد ليور من خلال التوازن بين العرض والطلب في سوق النقدي الدولي وبالضبط في لندن من طرف نقابة المؤسسات المالية (بيوت الاستثمار )، ويتم احتسابه لخمس عملات ولفترات مختلفة تتراوح من يوم واحد إلى عام واحد.

وتزايد التعامل في ودائع وقروض اليورو دولار كون ودائع اليورو لا تخضع لأية حكومة اللوائح المتعلقة بمتطلبات الاحتياطي أو الإيداع تأمين، لذلك فإن تكلفة العمليات أقل. كما ان سوق العملات الأوروبية في ما بين البنوك و / أو مستوى البيع بالجملة وعليه فهو يوفر أموال ضخمة ما يجعله عالي السيولة، يوفر مجالاً للبنوك للقيام بإقراض الأموال الزائدة لبعضها البعض الحاجة إليها. يشار إلى المعدل المحمل على هذه القروض كمعدل عرض بين البنوك بسعر LIBOR وهو الأكثر شهرة في معدلات الاقراض ما بين البنوك وهو ما سنفصل فيه فيما يلي.

#### د-سعر للفائدة بين البنوك بسوق لندن LIBOR :

هو معدل مهم تستخدمه المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم لتحديد سعر الفائدة الذي سيتم فرضه على مختلف القروض، يتم تعيين ليور من قبل نقابة من بيوت الاستثمار في لندن كل يوم بدون آلية السوق. ومع ذلك، فقد بدأ الانتقال بعيداً عن سعر ليور إلى معايير أخرى، مثل سعر التمويل لليلة واحدة (SOFR) ، في عام 2020. يعتمد ليور على خمس عملات: الدولار الأمريكي واليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني والفرنك السويسري وعادةً ما تكون هناك سبعة آجال استحقاق

يتم تحديد سعر ليبور لها: ليلة واحدة ، وأسبوع واحد ، وشهر واحد ، واثنين، وثلاثة، وستة، و12 شهراً. أكثر أسعار LIBOR شيوعاً هي معدل ثلاثة أشهر على أساس الدولار الأمريكي.

#### 4-2- المتعاملين في السوق النقدي الدولي:<sup>24</sup>

##### أولاً: البنوك التجارية:

تتدخل البنوك التجارية في السوق النقدية الدولية لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها: استثمار جزء من ودائع العملاء بأدوات السوق النقدية القصيرة الأجل. وبالتالي تحقق لها درجة عالية من السيولة وتحقق عائداً على هذه الاستثمارات بدلاً من الاحتفاظ بالأموال بشكل صورة نقدية مجمدة، وذلك كونها تعمل على تحقيق 3 أهداف تقليدية متعارضة في إدارة لمطلوبات وهي: 1- السيولة -2- الامان -3- الربحية، وعليه فإن لجوئها إلى هذه السوق يساعدها على إيجاد التوليفة المناسبة لتحقيق أكبر عدد من الأهداف وهذا حسب ظروف السوق في حد ذاتها. و من العمليات التي تقوم بها البنوك التجارية في السوق النقدي الدولي بإصدار بعض أدوات السوق النقدي لتأمين السيولة التي تحتاجها، مثل شهادات الإيداع وتنظم اتفاقيات إعادة شراء لحسابها، كما أنها تحصل على التمويل عبر قروض فائض الاحتياطي الإلزامي. ويلاحظ أن البنوك التجارية توظف نسبة أكبر من محافظها في أدوات السوق النقدي بالمقارنة مع صناديق التقاعد نظراً لأن تدفقات النقدية المستقبلية أكثر تقلباً من صناديق التقاعد.

##### ثانياً : البنوك المركزية

يهدف البنك المركزي إلى الحفاظ على الاستقرار النقدي والمصرفي وضمان قابلية العملة المحلية للتحويل وتشجيع النمو الاقتصادي. ولتحقيق هذه الأهداف فإنه يعتمد على أدوات السياسة النقدية بمختلف أنواعها المباشرة وغير المباشرة وذلك من خلال تنظيم كميات الائتمان ونوعيته وكلفته ليتجاوب أهدافه. فيلجأ إلى السوق النقدي الدولي بائعاً أو مشترياً لأدوات السوق النقدي، ويتم ذلك عبر تنظيم مزادات بيع أذونات الخزنة في حال رغب البنك المركزي بسحب السيولة من السوق و خفض التضخم، أو عبر إعادة شراء أذونات الخزنة مما يزيد السيولة في السوق... الخ.

<sup>24</sup>-سليمان موصللي، عدنان سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 86.

## ثالثاً : مؤسسات التقاعد والضمان والتأمين والادخار:

هي مؤسسات تتميز بتجميع أموال كبيرة نتيجة الاشتراكات والأقساط الشهرية التي تدفع لها، فترغب في استثمار جزءاً من موجوداتها على شكل ودائع في البنوك التجارية، وبشراء أدوات السوق النقدية كشهادات الإيداع وأذون الخزانة وغيرها من أدوات السوق النقدي، بحيث يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وسهولة في حال رغب مدراء محافظهم الاستثمارية نقل استثمارات إلى الأسهم أو السندات. كما توظف صناديق الاستثمار بالسوق النقدي المتحصلات من بيع حصص فيها في أدوات السوق النقدي من أذونات خزانة، أوراق تجارية، شهادات إيداع، إتفاقيات إعادة شراء، و قبولات مصرفية بهدف الحصول على عائد مناسب مع الحفاظ على المستوى المطلوب من السيولة.

## رابعاً : الأفراد:

يبحث الأفراد الراغبون في الاستثمار في أدوات السوق النقدي عن وسائل الاستثمار التي تعطيهـم درجة مرتفعة من السيولة بأقل قدر من المخاطر و بأفضل عائد ممكن. وهم بذلك يستثمرون أموالهم إما بودائع لدى البنوك، أو بأدوات السوق النقدية مثل شهادات الإيداع أو أذونات الخزينة. إلا أن ارتفاع أسعار أدوات السوق النقدي يحد من قدرة الأفراد على الاستثمار المباشر في السوق النقدي ويدفعهم إلى توظيفها في صناديق الاستثمار بالسوق النقدي بما يؤمن لهم ميزة التنويع في حدود إمكاناتهم المادية. كما قد تفرض قيود قانونية تمنع الأفراد من شراء بعض أدوات السوق النقدي كتنقيدها قيمها مثلاً شهادات الإيداع تكون قيمتها 100000 دولار مما يصعب اقتناءها.

وفيما يلي بعض المشاركين الرئيسيين في سوق النقد الدولي هم:

- سيتي جروب
- بنك امريكي
- البنك الألماني
- جولدمان ساكس
- HSBC
- ميريل لينش
- باركليز كابيتال
- ب. مورجان تشيس
- يو بي إس إيه جي
- المصرف الملكي الاسكوتلندي.

يتتبع سوق النقد الدولي أسعار الصرف بين أزواج العملات على أساس منتظم في إطار نظام الصرف الثابت أو نظام الصرف العائم، أو المرتبط بعملة أو سلة من العملات، وهي المؤشرات الشائعة التي تحكم سوق المال الدولي بطريقة خفية.

### 5-التحديات المطروحة في السوق النقدي الدولي:

كان التحدي الذي يواجه سوق النقد الدولي في ربط قيم عقود الصرف الأجنبي الخاصة بـ IMM بسوق ما بين البنوك، وهو الوسيلة البارزة لتداول العملات في السبعينيات. كان الجانب الآخر هو كيفية السماح لـ IMM بأن تصبح أفضل بورصة حرة عائمة. لاحتواء هذه الجوانب، تم السماح للشركات الأعضاء المقاصة بالعمل كمراجعة بين البنوك المركزية و IMM للسماح للأسواق المنتظمة بين فروق العرض والطلب.

في وقت لاحق، تم تأسيس كونتيننتال بنك أوف شيكاغو كوكيل توصيل للعقود. أدت هذه النجاحات الأولية إلى منافسة شرسة لمنتجات مستقبلية جديدة. وكانت بورصة خيارات مجلس شيكاغو من المنافسين. كونها حصلت على الحق في تداول العقود الآجلة للسندات الأمريكية لمدة 30 عامًا بينما حصلت IMM على الحق الرسمي لتداول عقود اليورو دولار. كانت Eurodollars عبارة عن عقد معدل فائدة لمدة 90 يومًا تمت تسويته نقدًا وليس فيه أي تسليم مادي.

أصبحت Eurodollars فيما بعد "سوق العملات الأوروبية"، والتي كانت تستخدم بشكل أساسي من قبل منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك) بعد أن طلبت أوبك دفع ثمن النفط بالدولار الأمريكي).

قدم جانب التسوية النقدية هذا لاحقًا العقود الآجلة للمؤشر المعروفة باسم مؤشر IMM، كما سمحت التسويات النقدية لـ IMM بأن تُعرف فيما بعد باسم "السوق النقدية" لأن التداولات كانت أدوات حساسة لسعر الفائدة قصيرة الأجل.

رغم كل التنظيم الذي نلمسه في السوق النقدي الدولي، إلا أنه لا يخلو من مخاطر التداول

المعروفة، حيث يتأثر بـ:

-ظروف السوق الاقتصادية والسياسية والجيوسياسية والتغيرات التشريعية والتنظيمية أو التغيرات السريعة في الصناعة والأسواق المالية؛

-التغيرات في مستويات الأسعار وأحجام العقود و / أو التقلب في أسواق المشتقات، إلى جانب الأسواق الأساسية في الأسهم والعملات الأجنبية وأسعار الفائدة والسلع والتغيرات في العالم أو الطلب الإقليمي أو العرض على السلع.

### 6-نظام المعاملات:

مع تزايد المنافسة، كان من الضروري وجود نظام معاملات للتعامل مع المعاملات في IMM قدمت CME و Reuters Holdings نظام Post Market Trade (PMT) للمعاملات الإلكترونية المؤتمتة في جميع أنحاء العالم، فأصبح النظام كيان المقاصة الوحيد الذي يربط بين المراكز المالية الكبرى مثل طوكيو ولندن. الآن، تسمى **PMT Globex**، والتي لا تتعامل فقط في المقاصة ولكن أيضاً في التجارة الإلكترونية للمتداولين في جميع أنحاء العالم. في عام 1976، بدأت أذون الخزانة الأمريكية التداول على IMM تم تقديم العقود الآجلة لفواتير T في أبريل 1986 والتي تمت الموافقة عليها من قبل لجنة تداول السلع الآجلة.

### 7-الأزمات المالية والسيولة

في الأزمات المالية، تحتاج البنوك المركزية إلى توفير السيولة لتحقيق الاستقرار في الأسواق، مما يجعل هذه المخاطر تتحول إلى علاوات يتم التفاوض عليها أي تحمل المزيد من المخاطرة مقابل فوائد أو عوائد مرتفعة، عن المعدلات المستهدفة من البنك، مما يجعل محافظو البنوك المركزية بعد ذلك يضطرون إلى ضخ السيولة في البنوك التي تتداول وتتحكم في الأسعار، بما تُعرف هذه أسعار إعادة الشراء ، ويتم تداولها عبر IMM

تسمح أسواق الريبو للبنوك المشاركة بتقديم إعادة تمويل سريعة في سوق ما بين البنوك بشكل مستقل عن أي حدود ائتمانية لتيسير السوق. ويجب على المقترض أن يتعهد بالأصول المورقة ، مثل حقوق الملكية ، مقابل النقد للسماح باستمرار عملياته.

**8- أسعار الفائدة على قروض اليورو دولار:**

ان أسعار الفائدة على قروض اليورو دولار يمكن أن تكون ثابتة على مدى فترة القرض، وكما يمكن أن تكون متغيرة، وهي تحدد وفق أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها و المعروف ب الاليبور London Inter Bank Offer Rate (Libor) وعادة ما يتم اضافة هامش محدد حسب القرض على هذا المعدل، وذلك تبعاً لمستوى المخاطر التي يمتاز بها البلد: المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر كما يلي:

✓ بالنسبة للدول الصناعية: تدفع  $\frac{1}{2}\%$  اقل من Libor

✓ بالنسبة للدول الافريقية: تدفع أسعار فائدة أعلى تتراوح ما بين 1% و 2% أعلى من Libor

بجدة ارتفاع نسبة المخاطر وامكانية عدم السداد مما ، أعلى من يعيق المسار التنموي في هذه الدول. عملياً، يتم اختيار مجموعه من البنوك على اساس سري في كل ربع سنة حسب حجم النشاط في السوق وتصنيفها الائتماني، لتقييم عملة معينه لا تنتمي لها. وتتكون مجموعة البنوك من 8 إلى 16 بنك. تقوم هذه البنوك بتقديم تقييم يومي لأسعار الفائدة حسب لمثل الجمعية في عملية حساب ليبور وهو شركة رويترز، حيث تقدم اسعار الفائدة لرويتز على الساعه 11، ويحدد كل بنك معدلاته بالاستقلالية عن البنوك والعملات الاخرى. وعليه بعد استلام التقييم من جميع البنوك تقوم بعرضها من الاعلى إلى الادنى، ثم يتم استبعاد اعلى وادنى قيمة لتحديد التأثيرات الطريفه وتحديد معدل الليبور، لذلك بحساب المتوسط الحسابي للعروض المتبقية،. وعادة ما يعلن في السوق على حدود 11:45 .

**8-1- تسوية قرض أورو دولار بمعدل ليبور Libor :**

نحاول شرح عملية التسوية بالاستعانة بمثال تطبيقي، ويتضمن المثال ما يلي:

تستطيع Teltrex International اقتراض \$3000,000 بسعر ليبور بالإضافة إلى

هامش إقراض بنسبة 0.75 في المائة سنويًا على أساس تمديد لثلاثة أشهر من باركليز في لندن. افترض أن معدل ليبور لثلاثة أشهر هو حاليًا 5 (32/17) بالمائة. افترض أيضًا أنه خلال فترة الثلاثة أشهر الثانية انخفض سعر الليبور إلى 5 (8/1) بالمائة. كم ستدفع Teltrex فائدة إلى Barclays خلال فترة الستة أشهر لقرض Eurodollar؟

الحل:

القيمة المدفوعة =

$$[3,000,000 * (0.0553125 + 0.0075) / 4] + [3,000,000 * (0.05125 + 0.0075) / 4]$$

$$= \$91,171.88$$

## 8-2- اتفاقيات الأسعار الآجلة (FRA):

هي عقود خارج البورصة بين أطراف تحدد معدل الفائدة التي يتعين دفعها في تاريخ متفق عليه في المستقبل، وبعبارة أخرى، هو اتفاق لتبادل التزام سعر الفائدة على مبلغ نظري. (أي نوع من المبادلات)

من المخاطر الرئيسية التي تواجهها البنوك الأوروبية في قبول الودائع باليورو وفي تقييم القروض الأوروبية مخاطر أسعار الفائدة الناتجة عن عدم التوافق في آجال استحقاق الودائع والقروض. فإذا كانت آجال استحقاق الودائع أطول من آجال استحقاق الائتمان، وانخفضت أسعار الفائدة، فسيتم تعديل معدلات الفائدة على القروض نزولاً، بينما لا يزال البنك يدفع سعرًا أعلى على الودائع. (ليس جيدًا بالنسبة للإقراض المصرفي). وعلى العكس، إذا كانت آجال استحقاق الودائع أقصر من آجال استحقاق القروض، وارتفعت أسعار الفائدة، فسيتم تعديل أسعار على الودائع بالزيادة بينما لا يزال البنك يتلقى معدلًا أقل على القروض. (ليس جيدًا بالنسبة للإقراض المصرفي أيضا)

ويحدد FRA الأسعار التي يجب استخدامها جنبًا إلى جنب مع تاريخ الإنهاء والقيمة الاسمية. تتم تسوية المقارنات المالية الموحدة نقدًا. يعتمد الدفع على صافي الفرق بين سعر الفائدة للعقد والسعر المتغير في السوق - السعر المرجعي، وعملياً لا يتم تبادل المبلغ النظري فهو مبلغ نقدي يعتمد لحساب فروق الأسعار والقيمة الاسمية للعقد.

مثال اتفاقيات الأسعار الآجلة (FRA):<sup>25</sup>

نعتبر نفس معلومات المثال السابق الخاص بقرض أورو دولار بمعدل ليبور Libor :

فنترض أن البنك قدم قرض قيمته 3.000.000 (3مليون) دولار، لمؤسسة Teltrex International بسعر ليبور بالإضافة إلى هامش إقراض بنسبة 0.75 في المائة سنويًا على أساس تمديد لثلاثة أشهر من باركليز في لندن. افترض أن معدل ليبور لثلاثة أشهر هو حاليًا 5 (32/17) بالمائة. افترض أيضًا أنه خلال فترة الثلاثة أشهر الثانية انخفض سعر الليبور إلى 5 (8/1) بالمائة. كم ستدفع Teltrex فائدة إلى Barclays خلال فترة الستة أشهر لقرض Eurodollar؟

الحل:

كما جاء أعلاه فإن، FRA هو عقد بين البنوك يسمح للبنك الأوروبي بالتحوط من مخاطر أسعار الفائدة في الودائع والائتمانات.

• يشمل تقييم الأصول الأجنبية طرفين ، المشتري والبائع ، حيث:

- يوافق المشتري على أن يدفع للبائع تكلفة الفائدة المتزايدة على مبلغ افتراضي إذا انخفضت أسعار الفائدة عن معدل الاتفاق ، أو

- يوافق البائع على أن يدفع للمشتري تكلفة الفائدة المتزايدة إذا زادت أسعار الفائدة عن معدل الاتفاق.

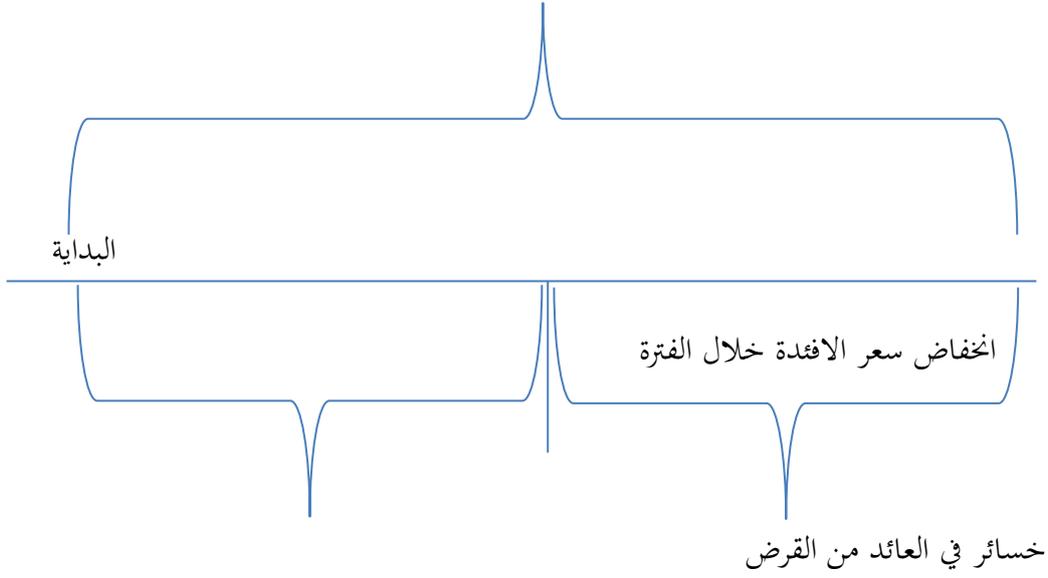
وعليه سنطبق هذا النوع من العقود في هذا المثال، حيث لتفادي المخاطر يقوم البنك ببيع عقد

آجل حيث من خلاله يقبل البنك بدفع وثابتة مقابل الحصول على فوائد متغيرة من الطرف الثاني، أي مبادلة سعر فائدة بثابت بسعر فائدة متغير باستعمال FRA .

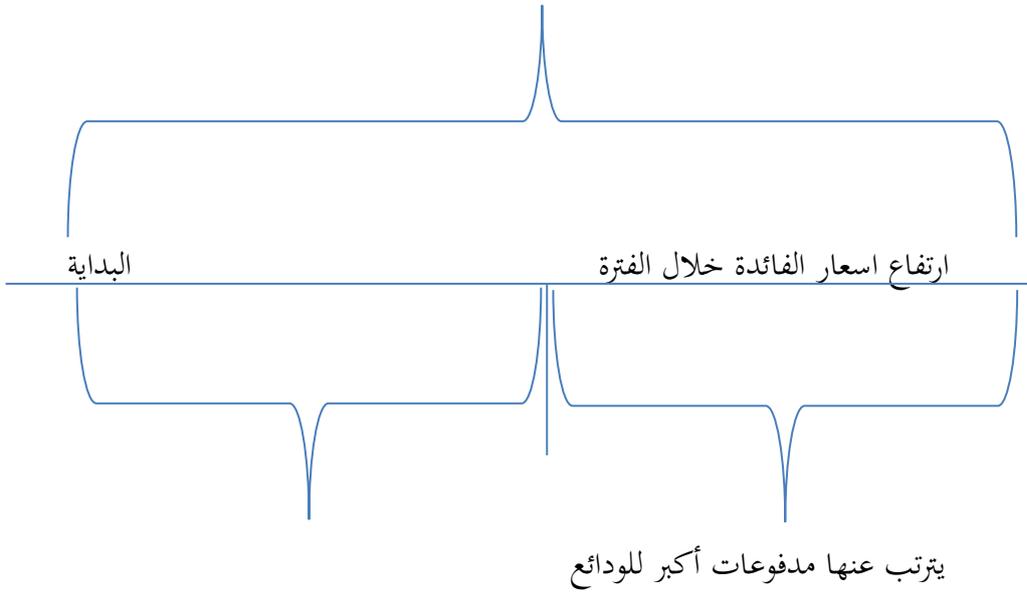
<sup>25</sup> [deepak gupta, international money market; sur le lein:](https://pt.slideshare.net/deepakgupta214/international-money-market-73300069)

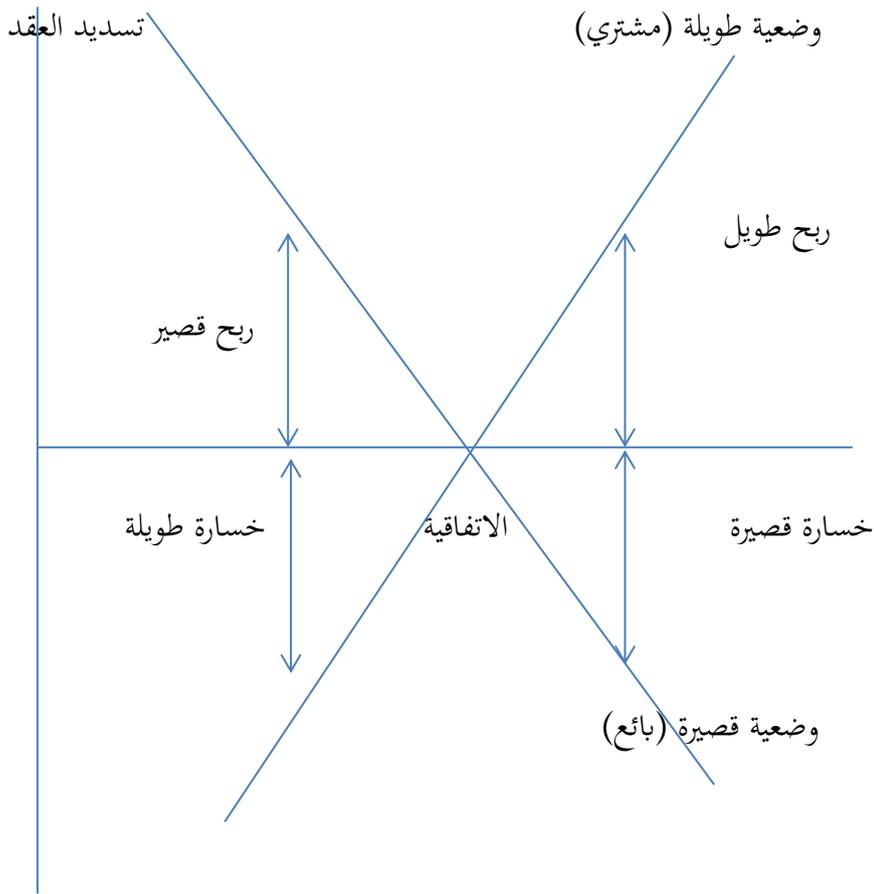
[https://pt.slideshare.net/deepakgupta214/international-money-market-73300069;](https://pt.slideshare.net/deepakgupta214/international-money-market-73300069)  
p-p :12-19

فترة الايداع فرضا لبيور سيسدد بعد 6 أشهر

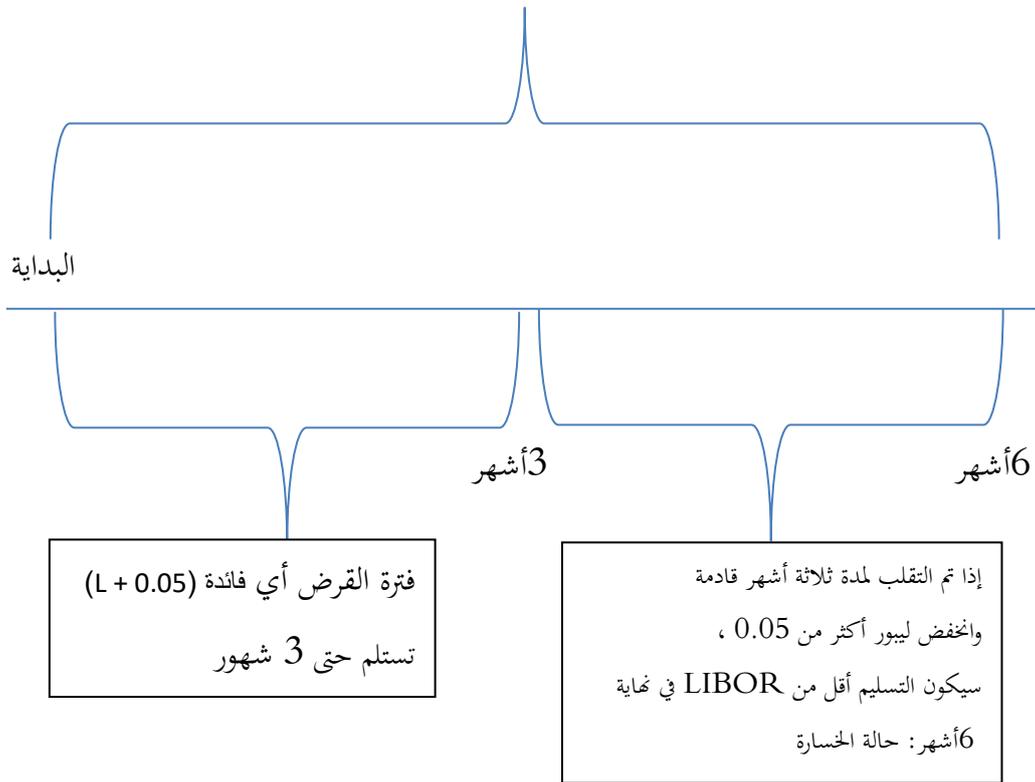


فترة الايداع فرضا لبيور سيسدد بعد 3 أشهر



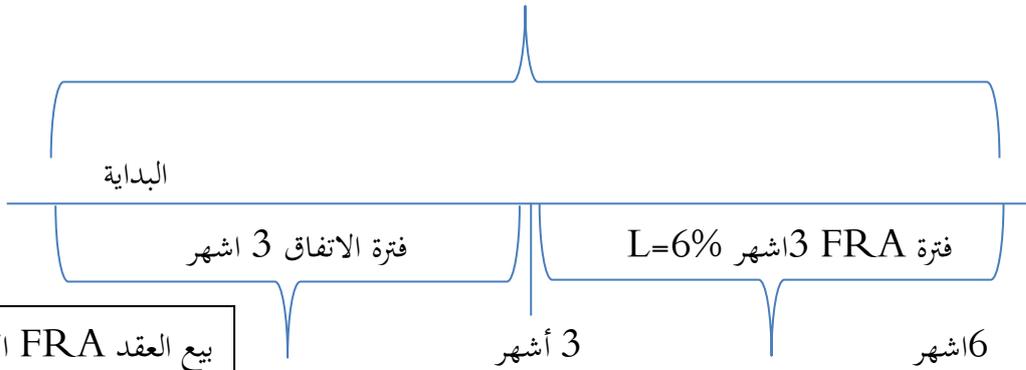
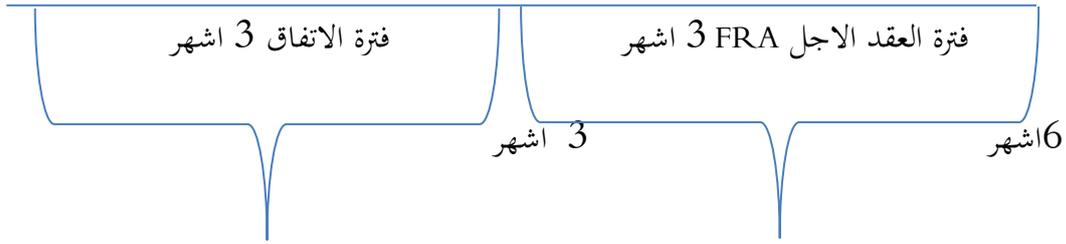


فترة الإيداع ، أي LIBOR ، تُدفع حتى 6 أشهر



إذا أراد البنك الحصول على المزيد من الأموال في المستقبل عند انخفاض الليبور. ماذا يمكنه أن يفعل؟ يمكن للبنك اتخاذ موقف قصير الأجل مقابل مبلغ القرض بسعر Libor المتوقع المحدد مسبقاً. إذا انخفض سعر الليبور، فسوف يحصل على أموال أقل من القرض، ولكن في نفس الوقت سيتم تعويضه من خلال مركز السوق الآجل.

البداية

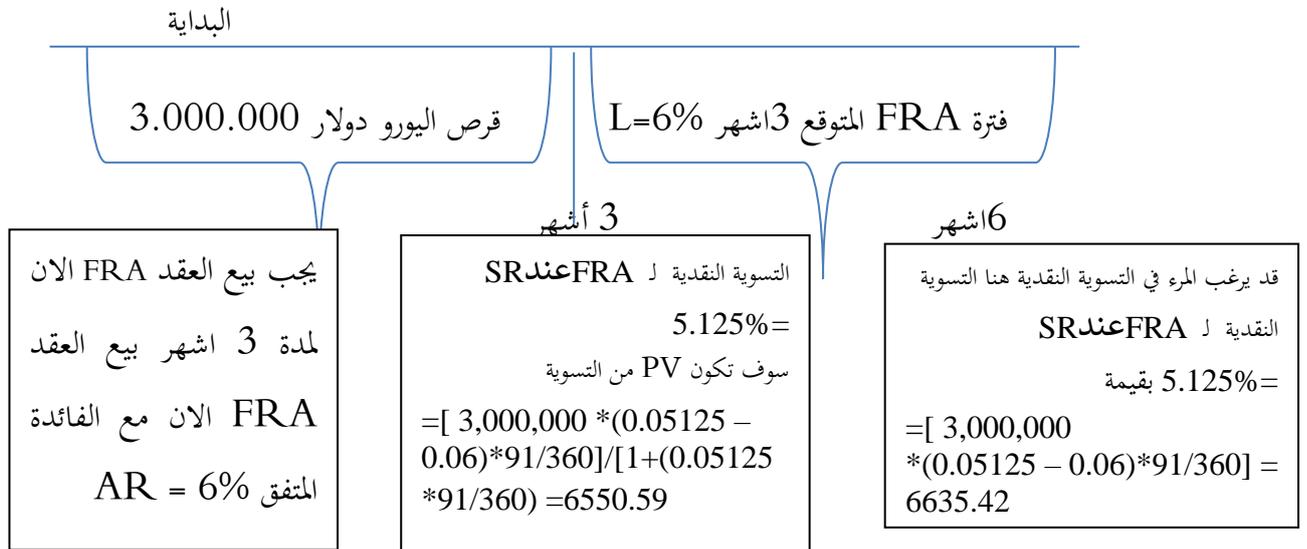
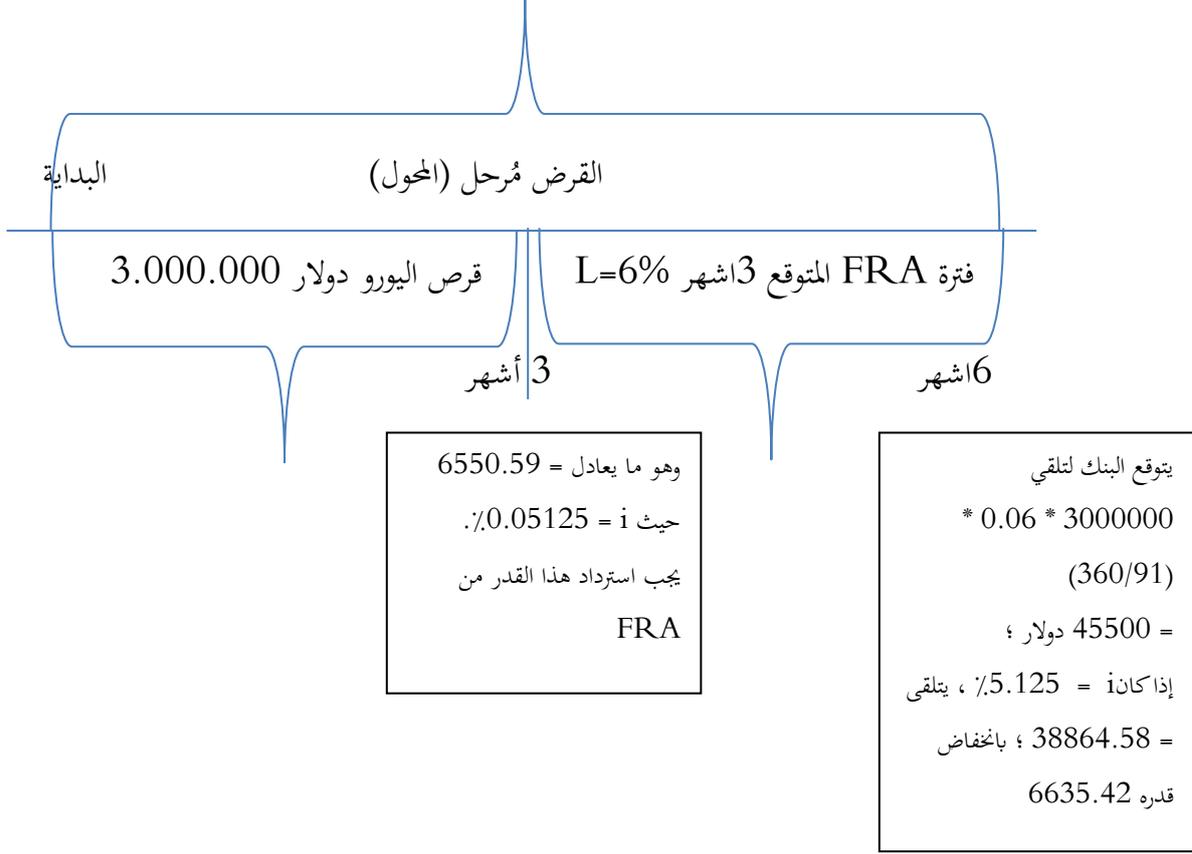


بيع العقد FRA الان لمدة  
3 اشهر مع الفائدة المتفق  
 $AR = 6\%$

هذا يعني أن التسوية النقدية لـ FRA  
ستحدث بعد 3 أشهر، فما مقدار  
الأموال التي يجب عليك تسويتها  
بموجب FRA في نهاية 3 أشهر؟

الآن، سيتم استلام الأموال من القرض  
في نهاية الأشهر الستة. الخسارة المتوقعة =  
بالضبط، القيمة الحالية للخسارة المتوقعة  
في نهاية 6 أشهر

فترة الإيداع ، أي LIBOR ، تُدفع حتى 6 أشهر



ومنه يعطى القانون التالي لحساب مبلغ الدفع من الطرف مركز قصير يتم حساب FRA على النحو التالي

$$PV = \frac{\text{Notional Amount} * (SR - AR) * \text{days of FRA period} / 360}{1 + (SR * \text{days of FRA period} / 360)}$$

$$= \frac{3000000 * (0.05125 - 0.06) * 91 / 360}{1 + (0.05125 * 91 / 360)} = -6550.59$$

في هذه الحالة يكون الدفع سلبياً. هذا يعني، سيتسلم البنك (بائع FRA) الدفعة

ماذا لو كان SR ارتفع إلى 6.875 %، بنفس القانون السابق نحسب:

$$PV = \frac{\text{Notional Amount} * (SR - AR) * \text{days of FRA period} / 360}{1 + (SR * \text{days of FRA period} / 360)}$$

$$= \frac{3000000 * (0.06875 - 0.06) * 91 / 360}{1 + (0.06875 * 91 / 360)} = 6522.07$$

• في هذه الحالة بائع FRA سيدفع 6522.07 للمشتري.

**سندات يورونوتيس:**

- يورونوتز هي سندات قصيرة الأجل يتم اكتتابها من قبل مجموعة من الاستثمارات الدولية أو البنوك التجارية تسمى "منشأة".
- يعقد العميل - المقترض اتفاقية مع إحدى المنشآت لإصدار Euronotes باسمه الخاص لفترة من الوقت. تباع Euronotes بخصم من القيمة الاسمية وتسديد القيمة الاسمية الكاملة عند الاستحقاق.
- Euronotes لها آجال استحقاق من 3-6 أشهر.

**الأوراق التجارية الأوروبية Eurocommercial:**

- الأوراق التجارية الأوروبية هي سند إذني قصير الأجل غير مضمون صادر عن شركة أو بنك ويتم وضعه مباشرة مع جمهور الاستثمار من خلال تاجر. (غير مكتتب من قبل البنك)
- يباع ورق Eurocommercial بسعر مخفض.
- آجال الاستحقاق عادة من 1-6 أشهر.

### سادسا- أسواق المشتقات المالية

انتشرت المشتقات المالية بشكل كبير في السنوات الأخيرة وكان الهدف منها في البداية حماية المستثمرين من تغيرات التي تحدث في أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف، حيث بدأت هذه المشتقات الأسواق المشتقات المالية في الولايات المتحدة وبريطانيا وأوروبا في سبعينات القرن الماضي، فقد تأسست أول سوق منظمه لهذه المشتقات في افريل 1973 في شيكاغو ثم انتشرت في البورصات الأمريكية الأخرى. فقد شهد الربع الأخير من القرن العشرين نمو كبيرا في حجم التجارة والتنوع في المشتقات المالية، وسميت المشتقات المالية بهذا الاسم لأن قيمتها تشتق من قيمة ورقة مالية اساسية وتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الادوات أو المؤشرات الأساسية على مرتبطة به.

أما المنشأ الاصيلي لهذه المشتقات المالية فهي من علوم الرياضيات وهي تشير إلى متغير يشتق من متغير، وتوظيف الهندسة المالية لأغراض التحوط أو المضاربة والاستثمار اصبحت لدينا منتجات مالية حديثة تمكن مستعمليها من التحوط، ثم تطورت استعمالاتها إلى المضاربة والاستثمار وبذلك تحولت من منتجات تحوط إلى منتجات عالية المخاطرة، تتطلب مهارات عالية.

وقبل الخوض في تفاصيل المشتقات المالية، فإننا نود أن ننبه إلى ان المشتقات المالية لا تتداول خارج السوق المنظمة أو OTC بل يتم تداولها في السوق الثانوي المنظمة اي البورصة بالنسبة للخيارات والمستقبليات والمبادلات، اما بخصوص العقود الآجلة فيتم تداولها في السوق الغير منظم. سنحاول وضع امثلة تطبيقية لتبيين طيف يتم تسوية هذا المشتقات ودور كل جهة في عملية التسوية.

#### 1- مفهوم المشتقات

\* تعريف المشتقات المالية:

وتعرف هذه المشتقات المالية على أنها تعهد بتسليم منتجات حقيقيه أو اساسيه أو اعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل وبالتالي فهي ادوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن عدة أنواع منها المستقبليات الخيارات العقود الآجلة والمبادلات.<sup>26</sup>

و يتم تعيين المشتق بين طرفين أو أكثر يمكنهم التداول في البورصة أو خارج البورصة (OTC) حيث تعد بورصة شيكاغو التجارية (CME) من بين أكبر بورصات المشتقات في العالم. يمكن استخدام هذه العقود لتداول أي عدد من الأصول ويمكن أيضا ان يتم اصدار عقود متعددة على نفس الاصل في حالة عدم الزامية التنفيذ، مع تحمل مخاطرها الخاصة، وتشتق أسعار المشتقات من التقلبات في الأصل الأساسي.

وفي تعريف لصندوق النقد الدولي IMF وتعريف بنك التسويات الدولية BIS أن المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول أي يمكن انشاء عقود بدفع عمولات على أصول لا تتوفر عليها أو بدون امتلاكها. وهي عقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري مما يجعل التسوية الحقيقية أي استلام وتسليم الاصل موضوع العقد في نهاية العقد قليلة مقارنة بعدد العقود المبرمة حيث يتم تسديد العوائد فقط.

و تستخدم المشتقات للتحوط من مركز، أو المضاربة على الحركة الاتجاهية للأصل الأساسي سواء كان عملة أو ورقة مالية أو مواد اساسية...، أو إعطاء الرافعة المالية للممتلكات.

## 2- خصائص المشتقات: مما سبق نستنتج ما يلي

- المشتقات هي عقود مالية، يتم وضعها بين طرفين أو أكثر، وتستمد قيمتها من أصل أساسي أو مجموعة أصول أو معيار يتم تسويقها في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود؛
- يمكن للمشتق أن يتداول في البورصة أو خارج البورصة؛

<sup>26</sup>-حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، الطبعة الاولى، الاردن، 2011، ص:15.

- أسعار المشتقات مشتقة من التقلبات في الأصل الأساسي موضوع العقد؛
- عادة ما تكون المشتقات أدوات ذات رافعة مالية، مما يزيد من مخاطرها ومكاسبها المحتملة؛
- تشمل المشتقات الشائعة العقود الآجلة والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات.

### 3- المشتقات وآليات تداولها:

عرف سوق المشتقات المالية نموا متسارعا، فعلى سبيل المثال كان عدد عقود المستقبلات سنة 1980 يقدر بـ: 12 مليون عقد، وبلغت 318 مليون عقد سنة 1993. أكثر أنواع المشتقات شيوعاً هي العقود الآجلة والعقود الآجلة والمقايضات والخيارات. وتتميز بين العديد من أنواع المشتقات التي يمكن استخدامها لإدارة المخاطرة والمضاربة أهمها: العقود الآجلة، المستقبلات، المبادلات والخيارات، وفيما يلي سنتطرق لكل منها بالتفصيل، موضحين مفهومها وكيفية استعمالها وتسويتها.

### 3-1- العقود الآجلة وتداولها:

العقد الآجل، أو العقود الآجلة ببساطة، هو اتفاق بين طرفين لشراء وتسليم أصل بسعر متفق عليه في تاريخ مستقبلي. العقود الآجلة هي عقود موحدة يتم تداولها في البورصة، يستخدم المتداولون العقود الآجلة للتحوط من المخاطر أو المضاربة على سعر الأصل الأساسي. يشترط فيه أن تلتزم الأطراف المعنية بالوفاء بالالتزام شراء أو بيع الأصل الأساسي حيث ينص في على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق، وقد ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم.<sup>27</sup> كما يعرف أيضا أنه "عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل".

وعليه فإن العقد الآجل هو عقد مخصص بين طرفين لشراء أو بيع أصل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي. يمكن استخدام العقد الآجل للتحوط أو المضاربة، على الرغم من طبيعته غير المعيارية تجعله

<sup>27</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 343.

مناسبًا بشكل خاص للتحوط. فعلى سبيل المثال، يمكن للعقود الآجلة أن تساعد منتجي ومستهلكي المنتجات الزراعية في التحوط ضد التغير في سعر الأصل أو السلعة الأساسية فمنتج القمح في حالة تخوفه من انخفاض اسعار منتوجه بسبب المنافسة أو الوفرة، يقوم بإبرام عقد آجل ببيع محصوله في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد سلفا، اما مشتري العقد ممكن أن يكون منتج مواد غذائية يحتاج إلى القمح متخوف من ارتفاع اسعاره أو تذبذب التوزيع وتجنبًا لانقطاع الانتاج يقوم بشراء القمح من المنتج ويتم التسليم والاستلام في تاريخ لاحق. يمكن أن تكون السلع المتداولة عبارة عن حبوب أو معادن ثمينة أو غاز طبيعي أو زيت أو حتى دواجن، و يمكن أن تحدث تسوية العقد الآجلة على أساس النقد أو التسليم.

### 3-1-2 خصائص العقود الآجلة:

- العقد الآجل هو عقد مشتق قابل للتخصيص بين طرفين لشراء أو بيع أصل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي؛
- يمكن تصميم العقود الآجلة لتناسب سلعة معينة، بتحديد المبلغ، وتاريخ التسليم؛
- لا يتم تداول العقود الآجلة في بورصة مركزية وتعتبر أدوات خارج البورصة (OTC)؛
- تتعرض المؤسسات المالية التي تشرع في العقود الآجلة إلى درجة أكبر من التسوية ومخاطر التخلف عن السداد مقارنة بالعقود التي يتم تحديدها في السوق بانتظام.
- لا يتم تداول العقود الآجلة في بورصة مركزية، وبالتالي فهي تعتبر أدوات خارج البورصة (OTC)، في حين أن طبيعة OTC الخاصة بهم تجعل من السهل تخصيص الشروط ، فإن الافتقار إلى غرفة مقاصة مركزية يؤدي أيضًا إلى ارتفاع درجة مخاطر التخلف عن السداد<sup>28</sup>.
- نظرًا لاحتمال تعرضها لمخاطر التخلف عن السداد وعدم وجود غرفة مقاصة مركزية، فإن العقود الآجلة ليست متاحة بسهولة لمستثمري التجزئة مثل العقود المستقبلية.

<sup>28</sup>بتصرف من : <https://www.investopedia.com/terms/f/forwardcontract.asp>

## 3-2-2 الفرق بين العقود الآجلة والمستقبليات:

- تتضمن كل من العقود الآجلة والمستقبليات اتفاقية شراء أو بيع سلعة بسعر محدد في المستقبل. لكن هناك اختلاف طفيف بين الاثنين، حيث أن العقد الآجل لا يتداول في البورصة، فإن المستقبليات تتداول فيها؛

- تتم تسوية العقد الآجل في نهاية العقد، بينما يتم تسوية المستقبليات، على أساس يومي. والأهم من ذلك، توجد العقود الآجلة كعقود موحدة لا يتم تخصيصها بين الأطراف المقابلة؛

- يتعامل بالمستقبليات كل من الافراد والبنوك والمؤسسات، غير ان العقود الآجلة خاصة بالمؤسسات فقط(يستثنى الافراد)؛

- تنتقل المستقبليات من مالك للآخر بفارق الهامش، بينما لا يمكن انتقال العقود الآجلة من مالك لآخر؛

- يتم تداول بين التجار في بيئة تنافسية تحكمها قوانين العرض والطلب وهي البورصة، اما العقود الآجلة تتم المتاجرة فيها عن طريق الهاتف أو الفاكس؛

- سعر التسليم في المستقبليات هو السعر الحالي، اما في العقود الآجلة فإن سعر التسليم هو السعر الآجل، كما ان العقود المستقبلية هي عقود نمطية اما الآجلة تكون حسب طلب الزبون؛

## 3-1-3 مثال توضيحي على عقد آجل:

- المثال الأول:

تتم تسوية العقد الآجل forward contract في تاريخ الاستحقاق ولكن صيغة حساب صافي المردود هي نفسها في الواقع. لنفترض أن الشخص "أ" يتوقع أن يرتفع سعر أسهم Apple بينما يعتقد الشخص "ب" أن السعر سينخفض (دائما في المشتقات لا يمكن ان يتم انشاء العقد إلا اذا كانت التوقعات متعارضة). يمكن لكل منهما الدخول في عقد آجل (forward contract) بسعر تنفيذ يعادل 385 دولارًا. يمكن للطرفين اتخاذ قرار بشأن عدد الأسهم التي سيمثلها العقد. إذا ارتفع

سعر السهم عند تاريخ الاستحقاق إلى 400 دولار، فإن العائد على مركز الشراء) long والذي هو للمتداول توم في هذه الحالة) سيكون:

$$\text{العائد} = (400 \text{ دولار} - 385 \text{ دولارًا}) = 15 \text{ دولارًا لكل سهم}$$

في حين أن الشخص "أ" يتخذ مركز بيع على العقد الآجل، سيخسر 15 دولارًا وسيتعين عليه دفع هذا المبلغ للشخص "ب" في التاريخ المتفق عليه

### -المثال الثاني:

لنفترض أن منتجًا زراعيًا لديه مليوني بوشل من الذرة لبيعها بعد ستة أشهر من الآن ، وأنه قلق من احتمال حدوث انخفاض في سعر الذرة .وهكذا تدخل في عقد آجل مع مؤسستها المالية لبيع مليوني بوشل من الذرة بسعر 5.30 دولار للبوشل في ستة أشهر ، مع التسوية على أساس نقدي.

في غضون ستة أشهر، يكون للسعر الفوري للذرة ثلاثة احتمالات:

1. السعر في تاريخ انتهاء العقد 5.30 دولار للبوشل بالضبط: في هذه الحالة ، لا توجد أموال مستحقة على المنتج أو المؤسسة المالية لبعضهما البعض ويتم إغلاق العقد.
2. السعر في تاريخ انتهاء العقد 6.3 دولارات للبوشل أي أعلى من سعر العقد: يدين المنتج للمؤسسة بمبلغ 2 مليون دولار ، أو الفرق بين السعر الفوري الحالي والسعر المتعاقد عليه 5.30 دولار.
3. السعر في تاريخ انتهاء العقد أقل من سعر العقد، لنقل 4.50 دولار للبوشل .ستدفع المؤسسة المالية للمنتج 1.6 مليون دولار ، أو الفرق بين السعر المتعاقد عليه 5.30 دولار والسعر الفوري الحالي.

نلاحظ ان المنتج في هذه الحالة تحوط من تقلب الاسعار حيث سبيع المنتج بالسعر الفوري 4.5 دولار للبوشل اي اقل من 5.30 دولار لكن سيتحصل على الفرق  $(4.5-5.3) \times 2 = 1.6$  مليون

دولار من المؤسسة المالية وعليه كأنه باع المنتج بسعر العقد 5.3 دولار اي لم يتحمل اية خسارة انخفاض في الاسعار.

### -المثال الثاني:

على سبيل المثال، لنفترض أنه في 6 نوفمبر 2021، اشترت الشركة "أ" عقداً آجلاً للنفط بسعر 62.22 دولاراً للبرميل تنتهي صلاحيته في 19 ديسمبر 2021. وتقوم الشركة بذلك لأنها تحتاج إلى النفط في ديسمبر وتشعر بالقلق من أن سيرتفع السعر قبل أن تحتاج الشركة للشراء. يؤدي شراء عقد آجل للنفط إلى التحوط من مخاطر الشركة لأن البائع ملزم بتسليم النفط إلى الشركة "أ" مقابل 62.22 دولاراً للبرميل بمجرد انتهاء العقد.

لنفترض ارتفاع أسعار النفط إلى 80 دولاراً للبرميل بحلول 19 ديسمبر 2021. يمكن للشركة "أ" قبول تسليم النفط من بائع العقد الآجل، ولكن إذا لم تعد بحاجة إلى النفط، فيمكنها أيضاً بيع العقد قبل انتهاء صلاحيته والاحتفاظ به الأرباح.

في هذا المثال، يقوم كل من المشتري والبائع الآجل بالتحوط من مخاطرها، إذا احتاجت الشركة "أ" إلى النفط في المستقبل وأرادت تعويض مخاطر ارتفاع السعر في ديسمبر بمركز طويل في عقد آجل للنفط، قد يكون البائع شركة نفط قلقة بشأن انخفاض أسعار النفط وأراد القضاء على هذا الخطر عن طريق بيع عقد آجل واتخاذ مركز قصير يحدد السعر الذي سيحصل عليه في ديسمبر.

ومن المحتمل أيضاً أن يكون أحد الطرفين أو كلاهما مضارباً مع الرأي المعاكس لاتجاه نفط ديسمبر، في هذه الحالة، قد يستفيد المرء من العقد، وقد لا يستفيد منه. على سبيل المثال، العقد الآجل لنفط غرب تكساس الوسيط (WTI) الذي يتم تداوله في بورصة شيكاغو التجارية ويمثل 1000 برميل من النفط، إذا ارتفع سعر النفط من 62.22 دولاراً أمريكياً إلى 80 دولاراً أمريكياً للبرميل، فسيكون المتداول صاحب المركز الطويل - المشتري - في العقد الآجل قد ربح 17,780

دولارًا أمريكيًا [80 دولارًا - 62.22 دولارًا]  $\times 1,000 = 17,780$  دولارًا أمريكيًا [المتداول صاحب المركز القصير - البائع - في العقد سيتكبد خسارة قدرها 17.780 دولار<sup>29</sup>].

#### 1-4 مخاطر العقود الآجلة

مع أن العقود الآجلة تتشابه إلى درجة كبيرة مع العقود المستقبلية إلا أن هذه العقود تتميز بدرجة عالية من المخاطرة مقارنة بالعقود المستقبلية، حيث يعتبر سيناريو التخلف عن السداد من أسوأ الحالات التي يمكن أن تحدث في العقود الآجلة، ولعل أزمة عقود البترول التي حدثت في أبريل سنة 2020 بسبب جائحة كورونا وانخفاض أسعار العقود الآجلة إلى أن وصلت قيمتها بالسالب أحسن مثال حول هذه المخاطر العالية التي يمكن أن تكثف في هذه النوع من العقود.

فالحجم الكبير للعقود الآجلة بالإضافة إلى تداولها في سوق غير منظمة لا تخضع لا للهامش المبدئي ولا لهامش صيانة ولا لرقابة غرفة المقاصة ولا لأي جهة من الجهات، يجعلها أكثر عرضة للتخلف عن السداد، وهذا ما يجعل المؤسسات التي تتداولها وخاصة المؤسسات المالية والبنوك تخفف من هذه المخاطر من خلال توخي الحذر الشديد في اختيار الطرف المقابل ودراسة احتمال تخلفه عن السداد. وهو الاحتمال الذي يبقى دائما واردا في جميع المعاملات المالية وخاصة في العقود الآجلة، في المقابل فإن الأطراف الذين يدخلون في هذه العقود الآجلة عن طريق الوسطاء الماليين، هم أكثر عرضة لهذه المخاطر كونهم لا يتوفرون على المعلومات الكافية لاختيار والتعرف على طبيعة مخاطر الطرف المقابل مما يجعلهم في الكثير من الحالات أمام تخلف عن السداد.

من جهة أخرى يمكن لهذه العقود الآجلة أن تعرف تغيرات كبيرة وتباين بين السعر الفوري وقت التسوية والسعر الآجل المحدد في العقد، هذه الطبيعة الغير قياسية للعقود الآجلة والتي تجعلها تسوى في تاريخ الاستحقاق دون تتبع قبلي، يجعلها من العقود العالية المخاطرة التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات المالية، وينتج عنها أيضا حالة عدم السداد أو التخلف عن السداد، ويرجع هذا كما أشرنا سابقا إلى كون هذه العقود الآجلة لا تخضع للتنظيم مما يجعل الخسائر تتراكم فترة العقد ورغم علم المستثمرين بهذه الخسائر غير أن عدم وجود تنظيم يجبرهم على وقف الخسارة الخروج بأقل خسارة ممكنة، وعدم التزام المستثمرين بوضع وقف للخسارة، وترك المجال المفتوح لهذه العقود على أمل يغير

<sup>29</sup> -Jason Ferndando; Derivative, **OPTIONS & DERIVATIVES TRADING**; sur le line: <https://www.investopedia.com/terms/d/derivative.asp>; octobre 2021; visité le : 10/11/2021, p-p :1-9

السعر اتجاهه وينعكس السعر، وإلى جانب العوامل النفسية التي يعيشها المستثمر وهي عدم تقبله للخسارة أو للوضع القائم يجعله يضاعف خسارته في كل مرة إلى أن يبلغ نقطة اللارجعة، مما يتسبب في خسارة كل أمواله وعدم قدرته على تنفيذ العقد.

مخاطر الطرف المقابل هي نوع من مخاطر الائتمان حيث أن الأطراف قد لا تكون قادرة على الوفاء بالالتزامات المنصوص عليها في العقد، إذا أصبح أحد الطرفين معسراً، فقد لا يكون للطرف الآخر حق الرجوع وقد يفقد قيمة مركزه. بمجرد إنشاء العقد، يمكن للأطراف في العقد الآجل تعويض موقفهم مع الأطراف المقابلة الأخرى، مما قد يزيد من احتمالية مخاطر الطرف المقابل حيث يشارك المزيد من المتداولين في نفس العقد.

### 1-5 التسويات النقدية للعقود الآجلة

لا يتم تسوية جميع العقود الآجلة عند انتهاء الصلاحية من خلال تسليم الأصل الأساسي. إذا كان كلا الطرفين في العقود الآجلة متداولين أو مضاربين، فمن غير المرجح أن يرغب أي منهما في اتخاذ ترتيبات لتسليم عدة براميل من النفط الخام. يمكن للمضاربين إنهاء التزامهم بشراء أو تسليم السلعة الأساسية عن طريق إغلاق (فك) عقدهم قبل انتهاء صلاحيته بعقد مقاصة. وتختلف العقود الآجلة التي تتم تسويتها نقدًا بين العقود الآجلة لمعدلات الفائدة، العقود الآجلة لمؤشر الأسهم... الخ

### 3-2-المستقبلات:

#### أ- تعريف العقود المستقبلية:

بدأت هذه العقود في أكتوبر من عام 1975 في هيئة شيكاغو للتجارة (CBT) بإفتتاح نشاط التجاري في العقود المستقبلية المالية وذلك بسنة جمعيه الرهون الوطنية الحكومية (GNMA) وتوسعت في الاشهر اللاحقة إلى عقود المستقبلية على سندات الخزينة الأمريكية وكذلك شملت أدوات مالية أخرى مشهورة.

وكان الهدف من استعمال هذه الأدوات المالية هو الحد من تحركات أسعار الفائدة المتصاعدة بشكل متطايير، والتي كانت السمة الغالبة في الأسواق المالية خلال عقدين من القرن الماضي واستمر ارتفاع أسعار الفائدة لتسجيل مستويات عالية، بالإضافة إلى ضغط التضخم والسياسات النقدية

الضيقة، وهذا الارتفاع والانخفاض الذي يحدث بصورة متطابقة في الأوراق المالية يهدد بإخفاق المؤسسات المالية التي تملكها كما يعرضها للالتزامات المالية. وبسبب ذلك ادخلت العقود المستقبلية كطريقه لمحاولة تخفيض المخاطرة المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية.

ان العقد المستقبلي هو عقد معياري لبيع أو شراء سلعه معينه بوقت محدد في المستقبل، وتتم المتاجرة بالعقود المستقبلية من خلال الأسواق المنظمة وهي عقود قانونيه تتم بوجود طرفين يمثل الأول صاحب المركز القصير وهو البائع أو الذي يقوم بتسليم السلعة عند استحقاق اجلها، والثاني يمثل المركز الطويل وهو المشتري الذي يقوم باستلام السلعة عند تاريخ استحقاقها. يمكن للبائع ان تسويه التزامه الخاص بالمركز من خلال التسليم الموجود الاساسي أو الرجوع إلى السوق أو شراء عقد عقود عكسية من خلال البورصة، اما المشتري في يمكنه تسويه مركزه من خلال الاستلام الموجود الاساسي أو بواسطه عقود عكسيه

وفي الواقع فان اكثر من 95% من العقود القائمة يتم تسويتها من خلال العقود العكسية، إلا أن المشتري يقوم ببيع عقد مستقبلي لغرض اغلاق مركزه بينما يقوم البائع بشراء العقود المستقبلية لغرض اغلاقه مركزه. وتقدم البورصة ضمان العملية لكل من الجانبين في الصفقة ولتغطية المخاطرة فإنها تقوم بفرض متطلبات الهامش الأولي والتسوية بحسب السوق بالإضافة إلى هامش التباين أو هامش الصيانة.

وتعطى العقود المستقبلية التزاما متبادلا لطرفي العقد تنشأ يوم انشاء العقد، ويعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه، وبواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة، أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشمل أيضاً على مؤشرات السوق المالي. فهي تشبه في جوهرها العقود الآجلة، فهما يشيران إلى اتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد الان.

## 1.1 العناصر الرئيسية للعقود المستقبلية:

يجب أن يشتمل العقد على:

-أطرافه (البائع والمشتري)

-تاريخ التعاقد.

-محل التعاقد (نوع الأصل محل العقد).

-تاريخ التسليم

-الكمية.

-سعر التنفيذ أو سعر التسوية.

-مكان وطريقة التسليم.

-المهام الاساسي وهامش الامان أو الصيانة.

## 2.1 - أنواع العقود المستقبلية<sup>30</sup>:

يتم تداول العديد من السلع والمعادن و الأوراق المالية في أسواق العقود المستقبلية، ومن أهمها:

الحبوب والزيوت: القمح، الذرة، فول وزيت الصويا، الشعير، الكتان، الماشية واللحوم: الأبقار والخنازير

1- السلع الغذائية: الكاكاو، القهوة، السكر

2- المعادن: النحاس، الذهب، البلاتين، الفضة.

3- الزيوت: البنزين، النفط الخام، الغاز الطبيعي.

4- القطن

5- الأخشاب

بالإضافة إلى ذلك يوجد العديد من العقود المستقبلية المالية وأهمها:

1- أسعار الفائدة: سندات الخزينة، اليورو، الدولار

2- مؤشرات الأسهم S&P500 :

3- العملات: الين الياباني، الدولار الكندي، الجنيه الاسترليني، الدولار الاسترالي، الفرنك

السويسري ، اليورو

## 3.1 - خصائص العقود المستقبلية:<sup>31</sup> تتميز العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص منها ما يلي:

<sup>30</sup>-ابراهيم نافع قوشجي، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

<sup>31</sup>- سليمان الموصللي، عدنان سليمان، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 209-221

1- يتم الشراء فيها بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ، *Prise Risk* وتغيرها والذي قد يكون مرتفعاً.

2 - يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح *OPEN OUTCRY* عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة *Clearing Houses* تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد .

3 - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (البائع والمشتري) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ إبرام العقد هامشاً يسمى *Margin*.

4- يشترط على السلع موضوع العقود المستقبلية ان تكون: -قابلة للتخزين إلى غاية التاريخ المحدد في العقد، - قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة، - وأن يكون الطلب عليها نشيط. وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل: المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة ... وكذلك العملات والأوراق المالية.

ولضمان توفير سوق منتظمة للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد

في خمسة شروط أساسية هي:

أ- وحدة التعامل:

أي عدد الوحدات التي يتضمنها ( *contract size* ) ويقصد بها حجم العقد والتي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد فمثلا في بورصة شيكاغو للتجارة *CBOT* يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على ( 5000 ) رطل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا.

ب- شروط التسليم ( *Delivery Terms* ) :

وتتضمن التاريخ أو التواريخ التي سيتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد ومكان التسليم وكيفية التسليم وبالنسبة لتواريخ التسليم فقد تتحدد بشهور معينة، أو في دورات ربع سنوية منتظمة مثل العقود على أذون الخزانة وقد تكون غير منتظمة مثل السلع الزراعية بسبب موسمية المنتج هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في

العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً.

#### ت- حدود تقلب الأسعار:

حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل : العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.

#### ث- حدود المعاملات Trading Limit : أو المراكز Position Limits

ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد، وذلك على نفس النهج المتبع في أسواق الخيارات. والهدف من ذلك هو تحقيق التوازن بين ميزة توفير السيولة وميزة توفير الأمان.

#### ج- ساعات التداول:

ومن صور التنميط أيضاً أن تحدد إدارة البورصة ساعات التداول لكل عقد. فمثلا العقود على السلع الزراعية في بورصة شيكاغو يتم التعامل بها لمدة أربع ساعات يوميا. أما بالنسبة لمعظم العقود على الأصول المالية فيمتد التداول إلى ست ساعات.

#### ح- الهامش:

هو المبلغ الذي يجب على المستثمر في السوق المستقبلية إيداعه في حساب مصرفي ولا يجوز له التصرف في الرصيد إلا بعد انتهاء سريان مفعول العقد. وتقوم غرفة مقاصة العقود المستقبلية Clearinghouse Futures - عادة بتحديد قيمة الهامش، والذي يتراوح بين 5-10 % من القيمة الإجمالية للعقد.

والغرض الأساسي للهامش هو تحقيق مبدأ الإلزام في العقود المستقبلية، حيث إن إيداع المبلغ يعبر عن حسن نية المستثمر، ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد، سواء أكان المستثمر مشترياً أم بائعاً. يوجد نوعان من الهامش:

1- الهامش المبدئي Initial Margin : وهو مبلغ منخفض نسبياً مقارنة بحجم العقد، حيث إنه وكما ذكرنا سابقاً "يتراوح بين 5-10 % من قيمة العقد.

2- هامش الوقاية أو الصيانة Maintenance Margin : وهو الحد الأدنى الذي يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي، بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي.

### خ- تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية: Making-to-Market

يعتبر تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية المهمة الرئيسية التي تقوم بها غرفة مقاصة العقود المستقبلية. ويطلب مكتب المقاصة من العميل فتح حساب وإيداع مبلغ يتحدد طبقاً لقيمة الهامش المبدئي، بالإضافة إلى ذلك تحدد غرفة المقاصة قيمة هامش الوقاية كما أسلفنا أعلاه، وتقوم المقاصة أيضاً بحساب ربحية المستثمر في العقد بشكل يومي، فإذا ارتفع السعر السوقي فإن المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحاً يحسب كما يلي:

$$(\text{السعر السوقي} - \text{السعر المستقبلي}) * \text{حجم العقد.}$$

وإذا انخفض السعر فإنه يتكبد خسارة.

أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحاً إذا انخفض السعر ويحسب كما يلي:

$$(\text{السعر المستقبلي} - \text{السعر السوقي}) * \text{حجم العقد.}$$

وإذا ارتفع السعر فإنه يتكبد خسارة.

وبناء على حركة السعر يتم حساب الربح أو الخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم . ثم تضاف إلى رصيد العميل في حين تخصم الخسارة من رصيده.

وإذا استمر العميل في تحقيق خسائر لعدة أيام متتالية، وانخفض رصيد العميل حتى وصل إلى

هامش الوقاية أو أقل منه، يتم إشعار العميل بذلك فيما يسمى بإشعار الهامش Margin Call، حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة، إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي، ويجوز للمستثمر خلال الفترة التي تسبق انتهاء العقد سحب أي رصيد يزيد عن رصيد الهامش المبدئي، والذي قد يحققه المستثمر نتيجة تحقيق العقد ربحية وإضافة هذه الربحية إلى الرصيد أثناء التعديل

تستمر عملية التعديل حتى تاريخ انتهاء سريان مفعول العقد، حيث تتم تسوية العقد في ذلك اليوم ويقصد بتسوية العقد contract settlement، أن تقوم إدارة السوق بتغيير أوضاع المستثمرين في السوق ليصبح المشتري بائعاً والبائع مشترياً، أي أن المستثمر في عقد الشراء يشتري الأصل الذي تعاقد على شرائه بالسعر المستقبلي ويبيعه بالسعر السوقي السائد في ذلك اليوم، وتحسب ربحية أو خسارة العقد بناء على ذلك. وكذلك المستثمر في عقد البيع حيث يبيع الأصل الذي تعاقد على بيعه بالسعر المستقبلي ويشتريه بالسعر السوقي السائد، وتحسب ربحيته أو خسارته بناء على ذلك، والمثال التالي يوضح عملية التعديل على العقود المستقبلية.

**مثال:** في تاريخ 10 نوفمبر 2021 اتصل مشتري اسهم بوسيطه للدخول كطرف في عقد مستقبلي حيث يتضمن العقد شراء 10000 سهم بسعر مستقبلي 100 ون/ للسهم الواحد، وبهامش مبدئي يقدر بـ 10%، وهامش صيانة يقدر بـ 75% إذا كانت الاسعار في السوق خلال فترة العقد المستقبلي كما يلي:

سعر الاغلاق	التاريخ
100	2021/11/10
101	2021/11/11
99	2021/11/12
97	2021/11/15
98	2021/11/16
96	2021/11/17

عند بلوغ السعر 96 قرر المشتري الخروج من الصفقة لوقف الخسارة

### المطلوب:

- قم بالتسوية اللازمة للعقد
- كم تبلغ خسارة المستثمر وماذا نسمي عملية الانسحاب هذه
- كيف يتم تسوية العقد في هذه الحالة (بعد الانسحاب).

### الحل:

اولا نقوم بحساب الهامش المبدئي وهامش الصيانة، للقيام بالتسوية اليومية اللازمة التي تقوم بها غرفة المقاصة

$$\text{الهامش المبدئي: } 100000 = 10\% \times 1000000$$

$$\text{هامش الصيانة: } 75000 = 75\% \times 100000$$

التاريخ	سعر الاغلاق	الربح/ الخسارة اليومية	الربح/ الخسارة التراكمية	رصيد الهامش	اشعار / تعليية الهامش
2021/11/10	100		0	10000	
2021/11/11	101	1000	1000	11000	
2021/11/12	99	(1000)	0	10000	
2021/11/15	97	(2000)	(2000)	8000	
2021/11/16	98	1000	(1000)	9000	
2021/11/17	96	(2000)	(3000)	6000	اشعار بتعليية الرصيد

الخسارة التي يتحملها المشتري عند الانسحاب من تنفيذ العقد هي 40000، ونسمي هذه العملية بالصفقة العكسية، حيث تقوم بيت المقاصة بإعلام البائع بأن المشتري قد ألغى العقد ويمكن أن يأخذ 40000 التي خسرها المشتري مقابل استرجاع المشتري للمبلغ الباقي 60000. وعليه تعرض عليه أن

يقوم ببيع أوراقه في السوق أو هي التي تتكفل بشرائها بسعر السوق وتحفظ بالهامش المبدئي المتبقي مقابل تسليم مبلغ العملية كامل له أي 1000000 وذلك مقابل عمولة معينة.

#### د- الرافعة المالية:

في السوق المستقبلية الرافعة تشير إلى التحكم بقيمة نقدية كبيرة للسلع مقارنة بمستوى رأس مال صغير. حيث إنه بنسبة قليلة من النقدية تستطيع الدخول في عقد مستقبلي إذا ما تم مقارنتها مع نسبة النقدية التي يجب دفعها في عمليات التمويل بالهامش، لذلك يقال بأن السوق المستقبلية هي أكثر أنواع الاستثمارات التي يكون لتغييرات الأسعار فيها أعلى رافعة مالية وهذا يعني بأن التغيير الصغير في السعر المستقبلي يستطيع أن يترجم إلى خسائر هائلة أو أرباح هائلة. السبب أن الهامش المبدئي صغير جدا بالنسبة للقيمة النقدية للعقد.

#### ب- الخيارات في شروط العقود المستقبلية:

لو كانت شروط العقود المستقبلية جامدة لتسبب ذلك في ضغط على أسعار الاصول price squeezes محل التعاقد، لذا أصبح توفير المرونة أو الخيارات في شروط العقود المستقبلية ضرورة، وتقسم هذه الخيارات إلى:

#### 1.2- خيار التوقيت: Timing option

يسمح للبائع بأن يقوم بالتسليم في أي يوم عمل خلال شهر التسليم. ومن المتوقع بأن البائع للعقود على السلع يهرع بالتسليم مبكراً بهدف تخفيض تكلفة الاحتفاظ. أما بائع العقد على الأصول المالية فيفضل الانتظار حتى آخر لحظة، إذا ما كانت هناك كوبونات تستحق قبل تاريخ التسليم.

#### 2.2- خيار الكمية: Quantity option

يسمح بتسليم كميات أقل أو أكثر بقليل من عدد الوحدات المحددة في العقد. كل هذا رغبة في تجنب رفض المشتري استلام في حالة التباين الطفيف في الكمية، فإذا كانت الكمية المسلمة أقل، فإن المشتري يدفع مبلغاً يقل عن سعر العقد بما يعادل الفرق في الكمية عما هو منصوص عليه في العقد، مضروباً في سعر الأصل في السوق الحاضر، ويحصل البائع على قيمة أكبر من سعر العقد لو أن الكمية المسلمة كانت أكبر.

#### 3.2- خيار مكان التسليم: Location option

إذ يمكن للبائع من أن يختار أماكن مختلفة للتسليم.

3- تصنيف المتعاملين في السوق المستقبلية<sup>32</sup>:

## 1.3 - المضاربون :

مع ان السوق المستقبلية اوجدت بهدف التحوط فإن تطور الوساطة المالية واعتمادها على التعاملات الاليكترونية، سهل من عملياتها وتزايدها، بالإضافة إلى استخدام ما يسمى بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي أدت الى تحول المتعاملين فيها لغرض المضاربة بدل الاستثمار، حيث يكفي أن يدفع المتعامل في العقود، سواء كان مشترياً أم بائعاً قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل السوق كمضارب يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية عالية بسبب التقلبات السوقية، إلا أن إدارة السوق ويهدف الحد من المغالاة في المضاربة، تقوم بوضع مدى مسموح به يحدد الحد الأدنى والحد الأعلى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا تتجاوزها حتى لو اقتضى الأمر وقف التعامل مع العقد. و يتفاوت عادة الحد المسموح به للتقلب بين أنواع العقود وذلك وفقاً لاختلاف وتنوع الأصول المشمولة بها. ومن الضوابط الأخرى المستخدمة أيضاً وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها معا.

**2.3- المتحوطون: Hedgers** : يقوم المتحوطون في سوق العقود المستقبلية عادة بتملك مركز مساوي لما يجوزونه في السوق المادي او الحقيقي، كون اسعار العقود المستقبلية تعكس حركة اسعار المواد والسلع الاصلية، وكما هو معلوم فإن المتحوط يفتح مركزه للتحوط من الحركة العكسية للسعر التي قد تحدث على السلعة التي يملكها في السوق المادي، وعليه فإن المركز المقابل الذي يمتلكه المتحوط يؤدي إلى إغلاق سعر الأصل، ويتم تعويض الخسارة في أحد الأسواق بالمكسب الذي يتم الحصول عليه في السوق الآخر. وعموما يهدف التحوط إلى تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل غالبا فيما يلي:

- 1-مخاطر تقلب أسعار صرف العملات.
- 2-مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.
- 3-مخاطر تقلب أسعار الفائدة.
- 4-مخاطر تقلب أسعار السلع.

<sup>32</sup> -سليمان الموصللي، عدنان سليمان، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 217-222

ويتم التحوط في سوق العقود المستقبلية إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد . فمثلاً لو أن مستثمر يدير محفظة من السندات الدولية و توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة السوقية ونظراً للعلاقة العكسية بين اسعار الفائدة وأسعار السندات، فإنه لتفادي مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة يدخل سوق العقود المستقبلية بائعاً لعقود مستقبلية على السندات. وعلى العكس من ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية تدخل بقصد اتقاء المخاطر المصاحبة لذلك سوق العقود المستقبلية مشترياً لعقود مستقبلية على السندات

الإعلان عن العقود المستقبلية في صحيفة وول ستريت:

شكل 8-1: يوضح نشرة الإعلان عن العقود المستقبلية في صحيفة وول ستريت

# FUTURES PRICES

Thursday, March 15, 2001

Open Interest Reflects Previous Trading Day.

## GRAINS AND OILSEEDS

	OPEN	HIGH	LOW	SETTLE	CHANGE	LIFETIME		OPEN INT.
						HIGH	LOW	
<b>Corn (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.</b>								
May	217 1/2	217 3/4	210 1/2	210 1/4	- 7	282 1/2	206 1/2	186,129
July	225 1/4	225 1/2	218 1/4	218 1/4	- 6 1/4	287 1/2	213 1/4	109,750
Sept	233 1/2	233 1/2	226 1/2	226 1/4	- 7	276 1/2	219 1/4	29,131
Dec	244 1/2	244 1/4	237 1/4	237 3/4	- 7	275	229 1/4	86,793
Mr02	253 1/2	253 3/4	246 1/4	247	- 6 1/4	270	246 1/4	10,285
May	258	259	253 1/2	254	- 6 1/4	266 1/2	253 1/2	2,165
July	263 1/4	263 3/4	257	257 1/4	- 7	279 1/2	242	2,621
Dec	263 1/2	264	257 1/2	258 1/2	- 6	272	245	3,686
Est vol 103,000; vol Wed 60,060; open int 431,377, +1,845.								
<b>Oats (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.</b>								
May	108 1/4	109	105	105	- 3 1/4	140 1/2	104 1/4	9,145
July	112 1/2	113	109 1/4	110 1/2	- 2 1/2	131 3/4	109 1/4	3,936
Sept	113 1/2	115	112 1/2	113 1/4	- 2 1/4	136 1/2	112 1/2	693
Dec	121 1/4	122	118	119 1/4	- 2 1/4	140 1/2	118	1,838
Est vol 1,607; vol Wed 1,000; open int 15,690, +99.								
<b>Soybeans (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.</b>								
May	444	447 1/4	438	445 1/2	+ 1 1/2	604	438	71,060
July	451 1/2	454	444	451 1/4	+ 1 1/2	609	444	42,238
Aug	451	454	444	450	- 1	549	444	5,244
Sept	449 1/2	451	441 1/2	447 1/2	- 1 1/4	549	441 1/2	4,018
Nov	453 3/4	455 3/4	446	451 1/2	- 2 1/4	606	446	22,257
Ja02	463 1/2	464 1/2	455	460	- 2 1/2	537 1/2	455	1,284
Mar	472	473	464 1/2	468 1/2	- 3	546	464 1/2	682
July	486 1/2	487	479	484	- 1	521	479	184
Est vol 52,000; vol Wed 58,491; open int 147,411, -1,855.								
<b>Soybean Meal (CBT) 100 tons; \$ per ton.</b>								
May	149.90	152.00	149.50	151.90	+ 2.00	189.50	149.50	42,273
July	149.50	151.00	148.90	150.30	+ 1.50	190.00	148.90	24,434
Aug	149.40	149.70	148.10	148.60	+ 1.00	190.40	148.10	8,937
Sept	148.00	148.50	147.10	148.30	+ .70	182.80	147.10	6,311
Oct	147.90	148.00	146.30	147.30	+ .40	181.00	146.30	4,829
Dec	148.20	148.50	146.50	147.40	...	180.00	146.50	13,704
Ja02	148.50	149.30	147.00	147.70	+ .20	166.50	147.00	1,305
Mar	149.50	150.00	149.00	149.60	+ .10	166.50	149.00	540
Est vol 16,500; vol Wed 29,151; open int 102,761, +492.								
<b>Soybean Oil (CBT) 60,000 lbs.; cents per lb.</b>								
May	16.20	16.33	15.81	16.08	- .11	20.68	14.72	55,792
July	16.55	16.69	16.15	16.43	- .12	20.95	15.11	34,729
Aug	16.74	16.85	16.34	16.58	- .13	20.98	15.30	8,309
Sept	16.99	16.99	16.50	16.72	- .13	21.15	15.46	4,603
Oct	17.06	17.15	16.70	16.91	- .17	20.35	15.68	5,260
Dec	17.33	17.47	16.95	17.27	- .11	21.25	16.00	11,627
Ja02	17.72	17.72	17.20	17.43	- .12	17.88	15.25	2,151
Mar	18.03	18.03	17.50	17.70	- .15	18.10	15.58	1,109
May	...	...	...	18.00	- .05	17.45	17.30	183
Est vol 21,000; vol Wed 29,106; open int 124,025, -384.								
<b>Wheat (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.</b>								
May	284 1/4	285	271 1/2	273 1/4	- 10	326	268	70,515
July	294 1/4	295 1/4	282 1/2	284 1/4	- 9 1/2	350	279 1/4	47,305
Sept	305	305	292 1/2	295	- 9	325	285	5,420
Dec	318 1/2	318 1/2	307	309 1/2	- 9	343	253	9,840
Mr02	329	329	318 1/2	320	- 9	346	316	1,416
July	334	334	325	327	- 7	355	320	960
Dec	347	347	338	340	- 8	365	331	294
Est vol 37,000; vol Wed 27,019; open int 135,866, +2,686.								
<b>Wheat (KC) 5,000 bu.; cents per bu.</b>								
Mar	...	...	...	314	- 7	349	301	372
May	329 1/4	330 1/4	318 1/2	320 1/4	- 9	352 1/2	310	31,260
July	339 1/2	340 1/4	328 3/4	330 1/4	- 9	359	317	31,275
Sept	349	349	338 1/2	340	- 9	365 1/2	328 1/2	2,798
Dec	360	360	341	351 1/2	- 8 1/2	375	339 1/2	3,154
Mr02	369	369	360	361	- 9	383	353	565
Est vol 8,418; vol Wed 7,364; open int 69,478, -669.								
<b>Wheat (MPLS) 5,000 bu.; cents per bu.</b>								
Mar	...	...	...	330	- 1	375 1/2	299	7
May	335	335 1/2	325	328	- 6 1/2	379	319 1/4	14,278
July	342 1/4	343	332 1/2	335 1/4	- 6 1/2	381	327	10,508
Sept	350 1/2	350 1/4	341	343	- 6 1/4	391	335 1/2	1,720
Dec	361	361	352 1/2	354 1/2	- 6	389	348	560
Mr02	368	368	362 1/2	363 1/2	- 6	387	356	147
Est vol 5,181; vol Wed 5,117; open int 27,259, +278.								

<b>Canola (WPG)-20 metric tons; Can. \$ per ton</b>								
Mar	...	...	...	285.00	+ 2.50	305.50	257.00	1,050
May	282.60	284.00	280.20	283.90	+ 2.30	305.50	259.20	38,896
July	284.00	284.80	281.30	284.70	+ 1.20	290.80	263.20	23,746
Aug	...	...	...	284.00	+ 0.50	292.00	271.00	63
Sept	...	...	...	285.50	+ 0.00	288.00	268.00	1,207
Nov	287.00	287.60	284.30	287.30	+ 1.10	299.00	271.10	22,434
Ja02	...	...	...	289.50	+ 0.90	290.80	277.00	457
Est vol m; vol Wed 20,671; open int 87,853, -47.								
<b>Wheat (WPG)-20 metric tons; Can. \$ per ton</b>								
Mar	...	...	...	145.00	+ 0.00	157.50	134.50	55
May	145.60	145.60	142.50	142.60	- 3.30	159.00	137.50	4,976
July	148.00	148.00	144.50	144.80	- 3.20	155.00	140.50	3,263
Oct	122.30	122.30	119.50	119.80	- 2.80	123.50	118.10	1,524
Dec	...	...	...	122.80	- 2.80	127.00	121.80	1,234
Est vol m; vol Wed 215; open int 11,052, -133.								
<b>Barley-Western (WPG)-20 metric tons; Can. \$ per ton</b>								
Mar	...	...	...	130.00	+ 0.00	136.40	117.80	0
May	129.80	129.80	128.10	128.10	- 1.60	137.50	120.30	7,242
July	130.50	130.60	129.20	129.20	- 1.50	137.90	123.90	5,160
Oct	131.50	131.50	131.10	131.10	- 0.60	137.90	129.00	6,035
Dec	133.50	133.50	133.50	133.50	- 0.20	138.00	131.40	1,023
Est vol m; vol Wed 586; open int 19,460, +76.								

## LIVESTOCK AND MEAT

<b>Cattle-Feeder (CME) 50,000 lbs.; cents per lb.</b>								
Mar	85.75	85.80	85.40	85.45	- .40	91.30	84.80	2,994
Apr	86.35	86.52	85.90	85.95	- .52	90.80	85.00	4,588
May	86.40	86.65	86.05	86.07	- .57	89.90	85.05	5,186
Aug	87.75	87.85	87.50	87.55	- .25	89.90	86.00	4,552
Sept	87.35	87.50	87.15	87.35	- .10	89.47	86.05	480
Oct	87.25	87.50	87.17	87.35	- .10	89.47	86.05	541
Nov	87.90	87.90	87.55	87.85	- .20	89.87	86.40	722
Est vol 1,958; vol Wed 3,932; open int 19,186, -405.								
<b>Cattle-Live (CME) 40,000 lbs.; cents per lb.</b>								
Apr	78.25	78.57	77.85	77.97	- .72	81.82	72.17	55,037
June	72.80	73.07	72.40	72.52	- .40	75.75	69.72	30,131
Aug	72.25	72.35	71.95	72.06	- .32	75.00	69.97	23,313
Oct	74.50	74.60	74.15	74.17	- .37	76.50	72.00	15,508
Dec	75.52	75.55	75.20	75.22	- .36	77.20	73.30	6,268
Est vol 21,158; vol Wed 26,579; open int 131,996, -4,182.								
<b>Hogs-Lean (CME) 40,000 lbs.; cents per lb.</b>								
Apr	65.05	66.15	64.70	65.67	+ .85	66.15	48.65	22,330
June	70.90	71.45	70.35	70.92	+ .27	71.45	55.20	14,556
July	67.00	67.50	66.45	67.22	+ .07	67.50	54.77	3,892
Aug	63.30	63.87	62.65	63.00	- .10	63.87	53.20	3,896
Oct	54.90	55.50	54.90	55.22	+ .17	55.50	46.40	3,407
Dec	52.00	53.05	52.00	52.55	+ .37	53.05	44.80	2,142
Est vol 13,808; vol Wed 9,757; open int 50,573, +436.								
<b>Pork Bellies (CME) 40,000 lbs.; cents per lb.</b>								
Mar	84.70	87.25	84.70	87.25	+ 3.00	87.25	58.00	261
May	86.00	88.52	85.55	88.50	+ 2.97	88.52	60.20	2,222
July	86.40	88.85	86.05	88.85	+ 3.00	88.85	60.10	304
Est vol 1,285; vol Wed 777; open int 2,915, -72.								
<b>FOOD AND FIBER</b>								
<b>Cocoa (NYBOT)-10 metric tons; \$ per ton.</b>								
Mar	1,038	1,040	1,000	998	- .38	1,362	707	22
May	1,021	1,033	1,004	1,015	- .25	1,222	727	30,318
July	1,030	1,036	1,018	1,026	- .24	1,245	753	21,574
Sept	1,043	1,047	1,032	1,040	- .24	1,246	776	12,574
Dec	1,053	1,059	1,048	1,056	- .23	1,237	805	14,910
Mr02	1,068	1,070	1,063	1,074	- .22	1,257	835	8,455
May	...	...	...	1,088	- .22	1,267	850	6,287
July	...	...	...	1,100	- .22	1,242	875	5,515
Sept	...	...	...	1,115	- .22	1,186	907	7,553
Dec	...	...	...	1,135	- .22	1,264	936	7,604
Est vol 9,125; vol Wed 5,515; open int 114,912, -696.								
<b>Coffee (NYBOT)-3</b>								

التسوية أي السعر الذي على أساسه تتم تسوية العقود المستقبلية في ذلك اليوم وعادة ما يكون سعر التسوية هو متوسط أعلى وأدنى سعر في اللحظات الأخيرة، يأتي بعد ذلك العمود السادس الذي يكشف عن التغير في سعر التسوية لليوم مقارنة باليوم السابق، وفي العمودين السابع والثامن أعلى وأدنى سعر جرى عليه التعامل على ذلك العقد منذ تاريخ دخوله السوق.

### 3- المبادلات:

المبادلات أو المقايضات هي نوع آخر شائع من المشتقات تستعمل بكثرة في الأسواق المالية العالمية ولها أهمية بالغة لدى المتاجرين المتحويين والمضاربين، وغالبًا ما تستخدم لتبادل نوع واحد من التدفق النقدي بآخر. حيث تعتبر المبادلات أحد أهم أنواع المشتقات المالية للتحوط من تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة كما سنرى فيما يلي.

#### 3-1- تعريف المبادلات:

تعرف المبادلات على أنها اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه اما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل طرف للآخر دون الاخلال بالتزام الاصيلي لأي منها تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على اصول يمتلكها دون اخلال بحق كل منهما لتلك الاصول.<sup>33</sup> أي ان الاتفاق يكون بين أكثر من طرفين من خلال وسيط ينظم هذا العقد.

تعتبر المبادلات عقودا مشتقة تتداول في أسواق غير منظمة يتفق فيها الطرفين على تبادل دوري للتدفقات النقدية (احدهما مع الاخر) وذلك لمدة محددة وبمبلغ أساس يتخيله الطرفان، وتلعب المؤسسات المالية دورا كبيرا في هذه السوق التي تعتبر من صناعات هذه السوق. ويكون المستهلك النهائي لهذه المبادلات اما شركة أو صندوق تقاعد أو بعض المنظمات ، أو حتى مؤسسة مالية مماثلة.

<sup>33</sup> - حاكم محسن محمد، علي احمد فارس، المشتقات المالية عقود المبادلات، دار اليازوري، الطبعة الأولى عمان الأردن، 2011، ص: 364.

ويتوفر عقد المبادلات على تاريخ استهلاكي أو ابتدائي وتاريخ نهائي فضلا عن تواريخ ثانوية مستقبلية متعددة يتم فيها دفع التدفقات النقدية تكون بين هذين التاريخين. حيث تكون قيمتها في بداية العقد تسأوي الصفر، تماما مثل العقود الآجلة والمستقبلية. ويتوفر عقد المبادلات على عناصر رئيسية هي: - طرفا العقد؛ - الالتزام أو الاصل المشمول بعقد المقايضة؛ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة وهو صوري؛ - العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه؛ - مدة سريان العقد.

بما ان عقود المبادلات تتم في بيئة غير منظمة فإنجازها يتطلب توفر مجموعة من العناصر الضرورية نوجزها فيما يلي:

- إيجاد طرف آخر يرغب باتخاذ جانب معاكس له في نفس الصفقة أي من حيث تاريخ الاستحقاق، والتدفقات النقدية وعملتها؛
- لا يمكن إلغاء العقد إلى بموافقة كلا الطرفين؛
- في المبادلات لا توجد ضمانات لذلك على الاطراف التأكد بأنفسهم من القدرة الائتمانية لنظرائهم في العقد.

### 3-2 أنواع المبادلات:

تعتبر عقود المبادلات لسعر الفائدة: الفانيليا العادي ومقايضات العملات النوعين الأكثر شيوعًا والأساسية من المقايضات. غير انه هناك عدة انواع اخرى من المبادلات نذكرها فيما يلي:

- أ- عقود مبادلات اسعار الفائدة (interest rate swaps) وتتمثل في
  - 1- عقود مبادلة الفائدة الثابتة بالمتغيرة (Fixed for Floating swaps)
  - 2- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد وتشمل هذه حقوق الخيار على عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد (caption)
  - 3- عقود مبادلات الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد (Floor)

4- عقود المبادلات المختلطة (Collars)

ب- عقود مبادلات العملات (currency swaps)

ت- عقود مبادلات البضائع (commodity swaps)

ث- حق الاختيار على عقود المبادلة (swaption)

ج- مقايضات الائتمان الافتراضية (CDS) أو مبادلات العجر عن السداد.

فيما يلي سنحاول شرح اهم واشهر نوعين من المبادلات هي مبادلات سعر الفائدة الفانيليا، ومبادلات العملات

### 3-2-1- مبادلات سعر فائدة الفانيليا

تعتبر الأكثر شيوعاً وأبسطها وهي مقايضة سعر الفائدة العادية. في هذه المقايضة، يوافق الطرف "أ" على أن يدفع للطرف "ب" سعر فائدة ثابت محدد سلفاً على أصل افتراضي في تواريخ محددة لفترة زمنية محددة. في نفس الوقت، يوافق الطرف "ب" على إجراء مدفوعات بناءً على سعر فائدة متغير للطرف "أ" على نفس المبلغ الأصلي الافتراضي في نفس التواريخ المحددة لنفس الفترة الزمنية المحددة. في مقايضة الفانيليا البسيطة، يتم دفع التدفقات النقدية للطرفين الاثنان بنفس العملة. تسمى تواريخ الدفع المحددة تواريخ التسوية، وتسمى الأوقات الواقعة بين فترات التسوية، نظراً لأن المقايضات هي عقود مخصصة، فقد يتم سداد مدفوعات الفائدة سنوياً أو ربع سنوياً أو شهرياً أو في أي فترة زمنية أخرى تحددها الأطراف. وعندما تدفع الفائدة المعومة، فإن النسبة سوف يعاد حسابها للحصول على الدفعة المعومة التالية في سلسلة متعاقبة، والدفعات المعومة توضع على اساس قاعدة مرجعية مثل

LIBOR

يتحدد سعر الليبور في سوق لندن لإقراض العملات بين البنوك، ولفهم كيفية تحديده نفترض ان هناك قرض بسعر فائدة ليبور + 0.5% لكل دفعة، وعندما يقسم عمر القرض إلى فترات مقدارها ستة اشهر، ولكل مدة تحسب نسبة الفائدة من خلال اضافة 0.5% على قيمة الليبور. وتدفع الفوائد في نهاية المدة، وتتم تسوية العقد في نهاية كل مدة من خلال المعادلة التالية:

$$Set = \frac{(r_f - r_c)(NP)\left(\frac{dc}{dy}\right)}{1 + (r_f \frac{de}{dy})}$$

حيث أن:  $Set$  هو مبلغ التسوية؛  $NP$  المبلغ الاساسي الافتراضي؛  $r_f$  نسبة الفائدة الثابتة؛  $r_c$  نسبة الفائدة المتعاقد عليها؛  $dc$  عدد الايام المتفق عليها في العقد؛  $dy$  عدد الأيام في السنة حسب الفرق السائد في السوق.<sup>34</sup>

وتهدف مبادلات أسعار الفائدة إلى تخفيض مخاطر اسعار الفائدة للطرفين، حيث تعمل على تخفيض تكلفة اقتراضهما للأموال من السوق، حيث تتيح هذه العقود للشركات امكانية الحصول على الاموال بسعر فائدة ثابت ولآجال اطول من التي يمنحها لها السوق، كما تستعمل هذه العقود في التحوط من مخاطر سعر الفائدة.

مثال: على سبيل المثال، في 31 ديسمبر 2016، تدخل الشركة "أ" والشركة "ب" في مقايضة لمدة سنة بالشروط التالية:

- تدفع الشركة "أ" للشركة "ب" مبلغًا يساوي 6٪ سنويًا على رأس مال افتراضي قدره 20 مليون دولار أمريكي.
- تدفع الشركة "ب" للشركة "أ" مبلغًا يساوي ليبور لمدة عام واحد + 1٪ سنويًا على أصل افتراضي قدره 20 مليون دولار.

LIBOR، أو سعر الفائدة بين البنوك في لندن، هو سعر الفائدة الذي تقدمه بنوك لندن على الودائع التي تقدمها البنوك الأخرى في أسواق اليورو دولار، حيث يستخدم LIBOR في سوق مبادلات أسعار الفائدة بشكل متكرر (ولكن ليس دائمًا) كأساس للسعر المتغير حتى عام 2020. وقد بدأ الانتقال من سعر ليبور إلى معايير أخرى، مثل معدل التمويل لليلة واحدة (SOFR)، في عام

<sup>34</sup> -حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 374.

2020. للتبسيط، لنفترض أن الطرفين يتبادلان المدفوعات سنويًا في 31 ديسمبر، بدءًا من عام 2017 وينتهي في عام 2018.

في نهاية عام 2017 بافتراض ان سعر الليبور هو 5.33٪، ستدفع الشركة "أ" للشركة B مبلغ 1,200,000 دولار أمريكي (20,000,000 دولار أمريكي \* 6٪)، (في 31 ديسمبر 2006 و ستدفع الشركة "ب" للشركة "أ"  $(5.33\% + 1\%) * 20,000,000 = 1,266,000$  دولار امريكي. في مقايضة سعر فائدة الفانيليا العادية، عادة ما يتم تحديد السعر العائم في بداية فترة التسوية ويتم في العقد صرف المدفوعات ضد بعضها البعض لتجنب المدفوعات غير الضرورية أي بالمقاصة مثلا في هذه الحالة، تدفع الشركة "ب" 66000 دولار ، ولا تدفع الشركة "أ" شيئًا. لا يتم تغيير رأس المال في أي وقت، ولهذا السبب يشار إليه على أنه مبلغ "افتراضي".

## مثال 2:

على سبيل المثال، قد يستخدم المتداول مقايضة أسعار الفائدة للتبديل من قرض بسعر فائدة متغير إلى قرض بسعر فائدة ثابت، أو العكس. تخيل أن الشركة XYZ تقترض مليون دولار وتدفع سعر فائدة متغير على القرض الذي يبلغ حاليًا 6٪. قد تشعر XYZ بالقلق إزاء ارتفاع أسعار الفائدة التي ستزيد من تكاليف هذا القرض أو تواجه مقرضًا مترددًا في تقديم المزيد من الائتمان في حين أن الشركة لديها مخاطر معدل الفائدة المتغيرة.

وعليه فإن XYZ تنشئ مقايضة مع الشركة QRS، التي تكون على استعداد لتبادل المدفوعات المستحقة على القرض ذي السعر المتغير للمدفوعات المستحقة على قرض بسعر فائدة ثابت بنسبة 7٪ هذا يعني أن XYZ ستدفع 7٪ إلى QRS على أصلها البالغ 1.000.000 دولار، وأن QRS ستدفع XYZ فائدة بنسبة 6٪ على نفس المبلغ الأساسي. في بداية المقايضة، وعليه ستدفع XYZ فقط QRS فرق 1٪ بين سعري المبادلة.

إذا انخفضت أسعار الفائدة بحيث أصبح المعدل المتغير للقرض الأصلي الآن 5٪ فسيتمتع على الشركة XYZ أن تدفع للشركة QRS فرق 2٪ على القرض أما إذا ارتفعت أسعار الفائدة إلى

8% ، فسيتعين على QRS دفع XYZ للفرق بنسبة 1% بين سعري المبادلة. بغض النظر عن كيفية تغير أسعار الفائدة ، حققت المقايضة الهدف الأصلي لشركة XYZ المتمثل في تحويل قرض بسعر فائدة متغير إلى قرض بسعر فائدة ثابت.

### 3-2-2 مقايضة العملات الأجنبية العادية بالفانيليا

تتضمن مقايضة عملة الفانيليا العادية تبادل مدفوعات الفائدة الأساسية والثابتة على قرض بعملة محلية مثلا مدفوعات الفائدة الأساسية والثابتة على قرض مماثل بعملة أخرى أجنبية أو مغايرة، على عكس مقايضة أسعار الفائدة، فإن أطراف مقايضة العملات سيتبادلون المبالغ الأساسية في بداية ونهاية المقايضة، ويتم تحديد المبلغين الأساسيين المحددين مقارنة بسعر الصرف في وقت بدء المقايضة. وتشبه وظيفة مبادلات العملات العقود المستقبلية للعملات غير أن هذه الأخيرة تستعمل للتحوط لفترة واحدة أما المبادلات تكون لسلسلة متتالية من الفترات.

وتتم المبادلات على ثلاثة مجموعات مختلفة من التدفقات النقدية، وهي:

- 1- في بداية العقد يقوم طرفي العقد بمبادلة حقيقية للنقد؛
- 2- خلال فترة العقد، يقوم الطرفان بتبادل دفعات فائدة -طيلة مدة العقد حسب فترات التسوية المحددة- خلال عمر العقد؛
- 3- في نهاية عقد المبادلة يقوم الطرفين بمبادلة أخرى للمبالغ الاساسية بسعر العملات الصرف الحالية (الفورية).

مثال:

C و D شركتين أمريكية وأوروبية على التوالي، تحتاج الشركتين لمبالغ للوفاء بالتزامات مستقبلية عليهما الأولى بالأورو و الثانية بالدولار ، حيث تحتاج الشركة الأوروبية D مبلغ 50 مليون دولار لأداء التزام تجاري عليها في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار، ومن جهة أخرى تحتاج الشركة الأمريكية C لمبلغ بالأورو لسداد التزام عليها في أوروبا، وتخوفا من تقلبات أسعار الصرف خلال الفترة التي تسبق اداء الالتزامات، تدخل الشركة C، وهي شركة أمريكية، والشركة D، وهي شركة أوروبية، في مقايضة عملات

لمدة خمس سنوات مقابل 50 مليون دولار. لنفترض أن سعر الصرف في ذلك الوقت هو 1.25 دولار لكل يورو (الدولار يساوي 0.80 يورو)

-أولاً ، ستقوم الشركات بتبادل المبالغ الأساسية لذا ، تدفع الشركة "C" 50 مليون دولار ، والشركة "D" تدفع 40 مليون يورو. وهذا يلبي حاجة كل شركة لأموال مقومة بعملة أخرى (وهذا هو سبب المقايضة).

في هذا المثال، لنفترض أن معدل الفائدة المقوم بالدولار المتفق عليه هو 8.25% ، ومعدل الفائدة باليورو 3.5% . هكذا ، تدفع الشركة "C" كل عام 1,400,000 يورو ( 40.000,000 يورو \* 3.5%) للشركة "D"، وستدفع الشركة "D" للشركة مبلغ 4125000 دولار أمريكي (50000000 دولار أمريكي \* 8.25%).

كما هو الحال مع مقايضات أسعار الفائدة، سيقوم الطرفان بدفع فقط صافي المدفوعات بعضها لبعض بسعر الصرف السائد في ذلك الوقت. إذا كان سعر الصرف بعد عام واحد هو 1.40 دولارًا لكل يورو، فإن مدفوعات الشركة C تساوي تقريبًا 1,970,000 دولارًا أمريكيًا، وستكون مدفوعات الشركة D 4125000 دولار. من الناحية العملية، ستدفع الشركة "D" صافي الفرق البالغ 2.155.000 دولار إلى الشركة "C". يتكرر ذلك، على فترات محددة في اتفاقية المقايضة، يتبادل الطرفان مدفوعات الفائدة على المبالغ الأساسية لكل منهما.

لتبسيط الأمور، دعنا نقول إنهم يسددون هذه المدفوعات سنويًا، بدءًا من عام واحد من تبادل رأس المال. نظرًا لأن الشركة "C" اقترضت اليورو، فيجب عليها دفع فائدة باليورو أي على أساس سعر الفائدة باليورو. وبالمثل، فإن الشركة "D"، التي اقترضت الدولارات، ستدفع الفائدة بالدولار على أساس معدل الفائدة بالدولار.

3-3- التسوية النهائية للمبادلات:<sup>35</sup>

في بعض الأحيان، يحتاج أحد أطراف المقايضة إلى الخروج من عملية المقايضة قبل تاريخ الإنهاء المتفق عليه. كما يحدث في الخيارات أو المستقبلات وعليه فإن لديه 4 طرق معروفة لذلك: إما أن يشتري خروج الطرف المقابل، أو الدخول في مقاصة لعقد المبادلة، أو بيع المبادلة لشخص آخر، أو استخدام السواتوبشن **Swaption**.

أ- **شراء الطرف المقابل:** تمامًا مثل الخيار أو العقد الآجل، فإن المقايضة لها قيمة سوقية يمكن حسابها، لذلك يجوز لأحد الطرفين إنهاء العقد عن طريق دفع هذه القيمة السوقية للطرف الآخر. ومع ذلك، هذه ليست ميزة تلقائية، لذلك إما يجب تحديدها في عقد المقايضات مقدمًا، أو يجب على الطرف الذي يريد الخروج الحصول على موافقة الطرف المقابل.

ب- **الدخول في مقاصة لعقد المبادلة:** على سبيل المثال، يمكن للشركة "أ" التي هي طرف في مبادلة تتلقى فوائد متغيرة مقابل دفعها لفوائد ثابتة، أن تدخل في مقايضة ثانية، وهذه المرة تتلقى سعرًا ثابتًا وتدفع سعرًا عائلاً. مما يسمح لها تحميل المخاطر للطرف الجديد وتكون طرفًا حيادياً بين المقايضتين أو المبادلتين.

ت- **بيع المبادلة لشخص آخر:** نظرًا لأن المبالاة لها قيمة قابلة للحساب، يجوز لطرف واحد بيع العقد إلى طرف ثالث. كما هو الحال في الحالة أ، لكن ذلك يتطلب إذنًا من الطرف المقابل.

4. **استخدام سوابتيون:** هو خيار مبادلة، حيث يعرف أنه "أداة مالية تجمع الخيارات مع المبادلات فمشتري هذه الاداة له الحق (وليس الالتزام) للدخول في عقد مبادلة جديد أو لإلغاء شراكة في عقد مبادلة قائم بتاريخ مستقبلي". حيث يسمح شراء **Swaption** للطرف بإعداد مقايضة معادلة محتملة، لكن دون الدخول فيها، فيها في الوقت الذي يقومون فيه بتنفيذ المقايضة الأصلية. هذا من شأنه أن يقلل من بعض مخاطر السوق المرتبطة الخيار "ب" اعلاه.

<sup>35</sup> Michael Mccffry ; an introduction to swaps; Investopedia academy ; 2021; p:01.

## 3-4- مستخدمو المبادلات:

تنقسم دوافع استخدام عقود المبادلات إلى فئتين أساسيتين: الاحتياجات التجارية والميزة النسبية. تؤدي العمليات التجارية العادية لبعض الشركات إلى أنواع معينة من مخاطر معدلات الفائدة أو التعرض لمخاطر تقلب اسعار العملات، فتجد من المبادلات الوسيلة التي يمكن ان تحميها من هذه المخاطر. على سبيل المثال، ضع في اعتبارك أحد البنوك، الذي يدفع سعر فائدة متغير على الودائع (على سبيل المثال، الخصوم) ويكسب معدل فائدة ثابتًا على القروض (مثل الأصول). كما يمكن أن يتسبب عدم التوافق بين الأصول والخصوم في صعوبات للبنك ويمكنه باستخدام المبادلات تحويل المداخيل من الفوائد الثابتة (دفع سعر ثابت والحصول على سعر عائِم) لأصوله ذات الدخل الثابت إلى أصول ذات معدل عائِد متغير، والتي من شأنها أن تتطابق بشكل جيد مع التزاماته ذات التكاليف المتغيرة.

تتمتع بعض الشركات بميزة نسبية في الحصول على أنواع معينة من التمويل. ومع ذلك، قد لا تكون هذه الميزة النسبية والتي تتمثل في التصنيف الائتماني المطلوب لنوع من التمويل. في هذه الحالة، قد تحصل الشركة على التمويل الذي ترغب فيه باستخدام المبادلات حيث يمكن لها الاقتراض بسعر فائدة ثابت وتحويله إلى متغير ان رغبة بذلك بدخولها طرفا في عقد مبادلات، أو تحوط من مخاطر صرف ... كما رأينا سابقا.

4- الخيارات:<sup>36</sup>

يعود تاريخ ظهور سوق عقود الخيارات في شكلها الحديث إلى الاربعينات من القرن الماضي، وكان يتم تداولها في السوق الموازية، في بداية القرن العشرين تم تأسيس جمعية سماسرة عقود الخيارات Put and call Brokers and dealers Association وتعتبر سنه 1973 سنة أول انشاء لسوق منظم للتعامل في الخيارات تم تسميتها بسوق شيكاغو لتداول الخيارات Chicago Board Options Exchange (CBOE)، ومنذ ذلك التاريخ وحتى منتصف 1977 كان التعامل مقتصرًا

<sup>36</sup> -Jason Ferndando , op-cite, p :9.

على عقود خيار الشراء، ثم تم بعد 1977 السماح بالتعامل بعقود خيارات البيع، فقد بينت هذه الحياه العملية ان حجم عقود خيارات الشراء أكبر بكثير من حجم عقود خيارات البيع.

تحتل العقود الخيارات موقع مميزا في أسواق المال العالمية مثل بورصة الخيارات لهيئة شيكاغو CBOE والتي تعد البورصة الأولى في العالم التي ظهرت فيها عقود الخيارات. حيث تعتبر الخيارات الأداة المالية الافضل في اعطاء تحوط كامل ضد المخاطر التي يتعرض لها اي استثمار، وذلك ما يسمح باستخدامها من قبل المستثمرين والمضربين على حد سواء.

وعلى الرغم الخيارات أوجدت للتحوط من المخاطر وحماية مشتريها إلى أنها تطورت بسرعة، مما جعلها تتحول من اداة للتحوط من المخاطرة إلى اداة عالية المخاطرة، ولذلك ينصح الخبراء بالتحوط من جميع المخاطر التي ترافق الموجود الاساسي موضوع العقد، وكذلك الفهم الكامل لكيفية عمل هذه الخيارات.

#### 4-1- التعريف بالخيارات

يعرف الخيار بانه "اتفاق بين البائع والمشتري الذي يعطي الحق الكامل لحامله في بيع شراء أو شراء وثيقة مالية أو عقد مستقبلي بسعر متفق عليه من الطرفين في تاريخ محدد أو قبل انتهاء صلاحية العقد. وهو غير ملزم التنفيذ لحامله أي مالك الخيار (الذي طلب بفتح أو شراء الخيار) فله الحق بالامتناع عن تنفيذ أما الطرف الاخر فيصبح ملزما بتنفيذ الخيار عندما يطلب حامل العقد بالقيام بالتنفيذ. وتتم هذه العملية مقابل العالوة أو مكافئة مالية غير قابلة للرد ولا تتضمن في سعر التنفيذ أي هي اضافية فوق سعر التنفيذ. ويقوم كاتب الخيار أي محرر الخيار بتسجيل الصفقة بأسواق الخيارات أو الأسواق المالية التي تتعامل بالخيارات، ويطلق على محرر الخيار اسم صاحب المركز القصير Short Position، بينما مشتري العقد فيسمى بصاحب المركز الطويل Long Position وتطبق عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات وكذلك على مؤشرات الأسواق المالية كميًا تطبيق أيضا على العملات الأجنبية.

وفيما يلي سنعرض صوره عن مجموعه من الخيارات، للشركة العالمية آبل، والتي تتضمن اسعار الخيارات وتغيرات في اسعار الخيارات البيع والشراء على اسهم هذه الشركة آبل.

#### الشكل 4-1: سعر سهم آبل بتاريخ 3 مارس 2022

## Apple Inc. (AAPL)

NasdaqGS · NasdaqGS Real Time Price · Currency in USD

Add to watchlist

Quote Lookup

**163.17** -3.06 (-1.84%) **162.98** -0.19 (-0.12%)

At close: March 4 04:00PM EST

After hours: 07:59PM EST

Summary **Chart** Conversations Statistics Historical Data Profile Financials Analysis Options Holders Sustainability

Full screen

Indicators Comparison Date Range 1D 5D 1M 3M 6M YTD 1Y 2Y 5Y Max Interval 1D Candle Draw



الشكل 4-2: خيارات شراء لشركة آبل وتغيراتها بتاريخ مستقبلي 11 مارس 2022

## Calls for March 11, 2022

Contract Name	Last Trade Date	Strike ^	Last Price	Bid	Ask	Change	% Change	Volume	Open Interest	Implied Volatility
AAPL220311C00105000	2022-03-02 3:41PM EST	105.00	62.10	57.65	58.70	0.00	-	1	51	103.13%
AAPL220311C00115000	2022-03-04 2:46PM EST	115.00	48.10	47.45	48.70	-11.39	-19.15%	1	10	149.51%
AAPL220311C00120000	2022-03-02 3:57PM EST	120.00	46.80	42.90	43.70	0.00	-	1	13	105.47%
AAPL220311C00125000	2022-02-28 11:26AM EST	125.00	40.13	37.70	38.70	0.00	-	2	6	76.56%
AAPL220311C00130000	2022-03-04 2:22PM EST	130.00	33.38	32.90	33.75	-1.47	-4.22%	72	13	83.40%
AAPL220311C00135000	2022-03-04 11:17AM EST	135.00	27.73	27.85	28.75	-0.40	-1.42%	21	18	69.34%
AAPL220311C00138000	2022-03-03 2:10PM EST	138.00	29.35	24.75	25.75	0.00	-	32	22	57.81%
AAPL220311C00139000	2022-03-01 10:05AM EST	139.00	26.95	22.20	24.80	0.00	-	-	2	82.62%
AAPL220311C00140000	2022-03-04 3:44PM EST	140.00	22.75	22.90	23.70	-3.75	-14.15%	81	253	57.81%
AAPL220311C00141000	2022-03-04 3:32PM EST	141.00	21.60	21.80	22.80	-1.97	-8.36%	1	2	55.57%
AAPL220311C00142000	2022-03-03 9:58AM EST	142.00	26.00	19.30	21.85	0.00	-	1	2	75.49%
AAPL220311C00143000	2022-03-03 9:58AM EST	143.00	25.02	18.25	20.80	0.00	-	1	2	71.14%
AAPL220311C00144000	2022-03-04 2:58PM EST	144.00	19.00	19.10	19.75	-4.00	-17.39%	16	3	55.37%
AAPL220311C00145000	2022-03-04 1:55PM EST	145.00	19.00	18.15	18.85	-3.81	-16.70%	99	331	55.91%
for geo.moatads.com...			16.97	16.90	17.80	-4.73	-21.80%	70	73	62.55%

## الشكل 4-3: خيارات بيع لشركة آبل وتغيراتها بتاريخ مستقبلي 11 مارس 2022

Puts for March 11, 2022

Contract Name	Last Trade Date	Strike ^	Last Price	Bid	Ask	Change	% Change	Volume	Open Interest	Implied Volatility
AAPL220311P00105000	2022-03-04 3:35PM EST	105.00	0.01	0.00	0.02	0.00	-	68	951	109.38%
AAPL220311P00110000	2022-03-04 3:52PM EST	110.00	0.01	0.01	0.02	0.00	-	155	3,487	101.56%
AAPL220311P00115000	2022-03-04 3:55PM EST	115.00	0.01	0.01	0.03	0.00	-	164	1,710	93.75%
AAPL220311P00120000	2022-03-04 3:57PM EST	120.00	0.03	0.02	0.03	+0.01	+50.00%	197	989	85.94%
AAPL220311P00125000	2022-03-04 3:58PM EST	125.00	0.03	0.01	0.05	0.00	-	480	2,536	76.56%
AAPL220311P00130000	2022-03-04 3:40PM EST	130.00	0.06	0.01	0.06	+0.03	+100.00%	731	2,988	67.97%
AAPL220311P00134000	2022-03-04 3:44PM EST	134.00	0.07	0.03	0.08	+0.02	+40.00%	215	298	63.28%
AAPL220311P00135000	2022-03-04 3:59PM EST	135.00	0.08	0.04	0.08	+0.02	+33.33%	2,377	2,144	61.91%
AAPL220311P00136000	2022-03-04 3:53PM EST	136.00	0.10	0.05	0.09	+0.05	+100.00%	95	24	60.94%
AAPL220311P00137000	2022-03-04 3:51PM EST	137.00	0.10	0.05	0.10	+0.03	+42.86%	167	22	59.57%
AAPL220311P00138000	2022-03-04 3:29PM EST	138.00	0.09	0.06	0.11	+0.03	+50.00%	186	17	58.40%
AAPL220311P00139000	2022-03-04 3:54PM EST	139.00	0.11	0.06	0.12	+0.02	+22.22%	96	103	56.64%
AAPL220311P00140000	2022-03-04 3:59PM EST	140.00	0.12	0.10	0.13	+0.05	+71.43%	1,293	7,811	56.64%
AAPL220311P00141000	2022-03-04 3:57PM EST	141.00	0.13	0.10	0.14	+0.05	+62.50%	289	58	54.88%
AAPL220311P00142000	2022-03-04 3:58PM EST	142.00	0.14	0.11	0.16	+0.04	+40.00%	326	192	53.71%
AAPL220311P00143000	2022-03-04 3:56PM EST	143.00	0.17	0.11	0.18	+0.04	+30.77%	300	1,680	52.05%
AAPL220311P00144000	2022-03-04 3:56PM EST	144.00	0.19	0.16	0.20	+0.07	+58.33%	480	698	51.76%
AAPL220311P00145000	2022-03-04 3:59PM EST	145.00	0.19	0.19	0.22	+0.05	+35.71%	3,276	6,448	50.59%
AAPL220311P00146000	2022-03-04 3:58PM EST	146.00	0.23	0.21	0.26	+0.05	+27.78%	473	821	50.64%
		147.00	0.26	0.25	0.29	+0.08	+44.44%	528	923	49.32%

نلاحظ من الشكلين اعلاه ان اسعار خيارات الشراء والبيع تختلف وكذلك نسب تغيرها تختلف

يوضح الشكل الأول ان سعر شراء سهم شركة آبل يساوي: 163.17 اما سعر البيع 162.98، وعليه

في الشكل الموالي نلاحظ أن اسعار خيارات البيع لسهم آبل التي تم فيها الاتفاق على سعر تنفيذ أقل من السعر الحالي كلها تتحمل خسارة وخاصة بالنسبة لتاريخ 11 مارس 2022 لانه قريب لو نغير في التاريخ تتغير النسب كما هو مبين في الشكل 4-4 : خيارات آبل بتاريخ 18 مارس 2022

March 18, 2022 In The Money Show: List Straddle Option Lookup

Calls for March 18, 2022

Contract Name	Last Trade Date	Strike	Last Price	Bid	Ask	Change	% Change	Volume	Open Interest	Implied Volatility
AAPL220318C00070000	2022-02-24 3:56PM EST	70.00	92.55	92.90	93.65	0.00	-	3	2	180.86%
AAPL220318C00075000	2022-03-02 9:37AM EST	75.00	88.30	87.85	88.65	0.00	-	2	26	161.72%
AAPL220318C00080000	2022-03-04 10:00AM EST	80.00	85.09	82.85	83.65	+2.01	+2.42%	2	28	149.22%
AAPL220318C00085000	2022-02-15 12:03PM EST	85.00	86.57	76.10	78.65	0.00	-	3	4	177.73%
AAPL220318C00090000	2022-03-04 2:24PM EST	90.00	73.50	72.80	73.65	-5.20	-6.61%	6	62	120.70%
AAPL220318C00095000	2022-03-01 11:53AM EST	95.00	68.65	67.70	68.70	0.00	-	4	20	103.52%
AAPL220318C00100000	2022-03-03 12:52PM EST	100.00	67.20	62.75	63.75	0.00	-	1	763	105.86%
AAPL220318C00105000	2022-03-03 9:32AM EST	105.00	63.50	57.80	58.70	0.00	-	1	313	96.09%
AAPL220318C00110000	2022-03-04 9:30AM EST	110.00	54.39	52.55	53.70	-2.86	-5.00%	1	320	116.94%
AAPL220318C00115000	2022-03-04 3:42PM EST	115.00	47.70	47.85	48.75	-4.25	-8.18%	34	5,289	83.59%
AAPL220318C00120000	2022-03-04 3:57PM EST	120.00	43.39	43.00	43.75	-2.78	-6.02%	9	1,873	79.88%
AAPL220318C00125000	2022-03-04 2:35PM EST	125.00	38.71	37.75	38.80	-3.95	-9.26%	8	1,716	63.67%
AAPL220318C00130000	2022-03-04 3:29PM EST	130.00	33.05	32.90	33.85	-3.30	-9.08%	41	3,691	61.72%
AAPL220318C00135000	2022-03-04 11:48AM EST	135.00	28.41	28.05	28.90	-2.89	-9.23%	1	2,735	57.03%
AAPL220318C00140000	2022-03-04 3:28PM EST	140.00	23.70	23.25	24.05	-2.62	-9.95%	92	5,300	52.83%
AAPL220318C00145000	2022-03-04 3:50PM EST	145.00	18.79	18.60	19.35	-2.71	-12.60%	70	9,192	55.52%
AAPL220318C00150000	2022-03-04 3:59PM EST	150.00	14.55	14.25	14.75	-2.28	-13.55%	973	19,258	49.10%
AAPL220318C00152500	2022-03-04 3:47PM EST	152.50	11.80	11.70	12.55	-2.60	-18.06%	208	801	46.19%

نلاحظ بمجرد اضافة اسبوع فقط على تاريخ التنفيذ تتغير نسب الخسارة (التغير) ويظهر تغير ايجابي الرقم 3 في القائمة وهذا يدل على ان كلما يقترب تاريخ التنفيذ ترتفع مخاطرة العقد. هكذا بالنسبة لعقد البيع لكن العملية تكون معكوسة حيث العقود التي تمت بالاتفاق على البيع بسعر أعلى من السعر الحالي هي عقود رابحة والتي تم فيها الاتفاق على البيع بأسعار اقل من السعر الحالي هي عقود خاسرة، غير أن تاريخ تنفيذ العقد اذا كان قريبا (اقل من أسبوع) يكون العقد علي المخاطرة والخسارة أو الربح شبه مؤكد، ومنه تداوله أو الدخول طرف فيه صعب جدا.

## الشكل 4-5: خيارات سترادل لشركة آبل وتغيراتها بتاريخ مستقبلي 11 مارس 2022

Calls					Puts					
Last Price	Change	% Change	Volume	Open Interest	Strike ^	Last Price	Change	% Change	Volume	Open Interest
62.10	0.00	-	1	51	105.00	0.01	0.00	-	68	951
-	-	-	-	-	110.00	0.01	0.00	-	155	3,487
48.10	-11.39	-19.15%	1	10	115.00	0.01	0.00	-	164	1,710
46.80	0.00	-	1	13	120.00	0.03	+0.01	+50.00%	197	989
40.13	0.00	-	2	6	125.00	0.03	0.00	-	480	2,536
33.38	-1.47	-4.22%	72	13	130.00	0.06	+0.03	+100.00%	731	2,988
-	-	-	-	-	134.00	0.07	+0.02	+40.00%	215	298
27.73	-0.40	-1.42%	21	18	135.00	0.08	+0.02	+33.33%	2,377	2,144
-	-	-	-	-	136.00	0.10	+0.05	+100.00%	95	24
-	-	-	-	-	137.00	0.10	+0.03	+42.86%	167	22
29.35	0.00	-	32	22	138.00	0.09	+0.03	+50.00%	186	17
26.95	0.00	-	-	2	139.00	0.11	+0.02	+22.22%	96	103
22.75	-3.75	-14.15%	81	253	140.00	0.12	+0.05	+71.43%	1,293	7,811
21.60	-1.97	-8.36%	1	2	141.00	0.13	+0.05	+62.50%	289	58
26.00	0.00	-	1	2	142.00	0.14	+0.04	+40.00%	326	192
25.02	0.00	-	1	2	143.00	0.17	+0.04	+30.77%	300	1,680
19.00	-4.00	-17.39%	16	3	144.00	0.19	+0.07	+58.33%	480	698
19.00	-3.81	-16.70%	99	331	145.00	0.19	+0.05	+35.71%	3,276	6,448

## 4-2-عناصر وانواع الخيارات

4-2-1-عناصر الخيارات: يتضمن الخيار مجموعة من العناصر الأساسية هي:

- طرفي العقد اذ ان لكل عقد خيار طرفين هم البائع والمشتري
- تاريخ العقد

- نوع الأصل محل التعاقد
- كميته العقود وكمية الأصول في كل عقد
- سعر التنفيذ وهو سعر المثبت على الموجود الذي يمكن بواسطته شراء الموجود أو بيعه عند تنفيذ الخيار
- تنفيذ الخيار يقصد به الاتفاق إما ببيع الموجود أو شرائه
- علاوة الخيار أو مكافأته، يقوم المحرر بدفع مبلغ العلاوة، وهو مبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لكاتب الخيار سواء كان الخيار خيار بيع أو خيار شراء، حيث مشتري الخيار سوف يخسر على العلاوة إذا امتنع عن تنفيذه.
- تاريخ صلاحيته وهو آخر تاريخ يستطيع بواسطته حامل الخيار تنفيذ هذا الخيار.<sup>37</sup>
- وعند الوصول إلى تاريخ انتهاء العقد فإن حامل الخيار سوف ينفذ الخيار حتى إذا كان هناك زيادة قليلة في السعر بالنسبة لخيار أو انخفاض في السعر بالنسبة لخيار وذلك لتقليل الخسائر إلى أدنى مستوى ممكن ، ويستطيع مشتري الخيار أيضا ان يبيع الخيار لمشتري آخر.

#### 4-2-2-أنواع الخيارات:

هذه الخيارات التي تصنيفات وفقا لكل تصنيف يمكن تحديد عدة أنواع وذلك على النحو التالي:

##### أولا الأنواع الرئيسية:

- خيار الشراء Call Option: خيارات الشراء هي عقود مالية تمنح مشتري الخيار الحق ولكن ليس الالتزام بشراء سهم أو سند أو سلعة أو أصل أو أداة أخرى بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة وعليه بموجب هذه العقد يمنح المحرر المشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد من أصل معين أو لا يشتري ويربح مشتري الخيار عندما يرتفع سعر الأصل الأساسي.
- خيار البيع Put Option: خيار البيع هو عقد يمنح مشتري الخيار الحق ، ولكن ليس الالتزام ، للبيع - أو البيع على المكشوف - مبلغ محدد من الأصل الأساسي بسعر محدد مسبقاً خلال إطار زمني محدد . ويصبح خيار البيع أكثر قيمة مع انخفاض سعر السهم الأساسي أو الورقة المالية .على العكس، يفقد خيار البيع قيمته مع زيادة سعر الأصل الأساسي .نتيجة لذلك ، يتم استخدامها عادةً لأغراض التحوط أو للمضاربة على حركة السعر الهبوطية.

<sup>37</sup>-حاكم الربيعي، مرجع سبق ذكره، ص: 183-184.

- الضمانات: هو عبارة عن عقد خيار شراء تصدر بواسطته الشركة على أسهمها وعادة ما تكون في فترات طويلة بمقارنة مع عقود خيار الشراء.

ثانيا- حسب تاريخ تنفيذ العقد: <sup>38</sup>

العقود الخيار الأمريكية: وهي عبارة عن عقود يجوز للمشتري تنفيذ العقد في أي وقت خلال سريان العقد.

عقود الخيار الأوروبية: هي عبارة عن عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا يوم الاستحقاق أي تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

بالرغم من أن الخيار الأمريكي قابل للتنفيذ في وقت في أي وقت، فقد تبين من خلال الواقع العملي أن مشتري الخيار نادرا ما يقوم بتنفيذ الخيار قبل تاريخ المحدد على اعتبار أنه بإمكانه بيعه في السوق لطرف ثالث ومن هنا غالبا ما تكون قيمة الخيار الأمريكي أعلى من قيمة الخيار الأوروبي.

ثالثا- حسب التغطية: في هذه الحالة لا بد أيضا التمييز بين عقد خيار الشراء وعقد خيار البيع نحو التالي:

-عقد خيار الشراء المغطى: هو عبارة عن عقد يكون فيه محرر العقد مالك للسهم موضوع العقد

-العقد خيار الشراء غير المغطى: في هذا النوع من العقود لا يمتلك المحرر السهم موضوع العقد أو الأصل، وفي حال التنفيذ سوف يضطر إلى شراء الأسهم من السوق لتسليمها للمشتري تنفيذا للمتطلبات العقد

- عقد البيع المغطى يكون عقد خيار البيع مغطاه عندما يكون بائع قد باع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف

- عقد خيار البيع غير المغطى يكون العقد خيار البيع غير مغطى اذا عندما يدخل اعترفا في عقد خيار بيع دون ان يقوم بتغطية مركزه من خلال المكشوف

3-4- استخدامات الخيارات:

1-3-4- استخدام خيارات لتوليد الدخل:

<sup>38</sup>-ابراهيم نافع قوشجي، مرجع سبق ذكره،ص:55.

يستخدم بعض المستثمرين خيارات الاتصال لتوليد الدخل من خلال استراتيجية الخيارات المغطاة تتضمن هذه الاستراتيجية امتلاك سهم أساسي في نفس الوقت تحرير خيار شراء، أو إعطاء شخص آخر الحق في شراء الأسهم الخاصة بك، فيحصل المستثمر على علاوة الخيار ويأمل أن تنتهي صلاحية الخيار بلا قيمة (أقل من سعر التنفيذ) تولد هذه الاستراتيجية دخلاً إضافياً للمستثمر ولكن يمكنها أيضاً الحد من إمكانية الربح إذا ارتفع سعر السهم الأساسي بشكل حاد). تعتبر استراتيجية خيارات التغطية ناجحة لأنه إذا ارتفع السهم فوق سعر التنفيذ، فإن مشتري الخيار سيمارس حقه في شراء السهم بسعر التنفيذ المنخفض في هذه الحالة .

#### 4-3-2- استخدام خيارات المضاربة:

تمنح عقود الخيارات المشترين فرصة الحصول على تعرض كبير للسهم بسعر صغير نسبياً. عند استخدامها في عزلة، يمكن أن توفر مكاسب كبيرة إذا ارتفع السهم. ولكن يمكن أن تؤدي أيضاً إلى خسارة بنسبة 100٪ في العلاوة إذا انتهت صلاحية خيار الشراء بلا قيمة بسبب فشل سعر السهم الأساسي في التحرك فوق سعر التنفيذ. تكمن فائدة شراء خيارات الشراء في أن المخاطرة يتم تحديدها دائماً بالعلاوة المدفوعة للخيار.

قد يقوم المستثمرون أيضاً بشراء وبيع خيارات اتصال مختلفة في وقت واحد، مما يؤدي إلى انشاء سربيد الخيار، وتتبع هذه الطريقة عند عدم التأكد من الاتجاه وعليه فإن انتهاجها سيقضي على كل من الربح والخسارة المحتملين، لأن العلاوة المحصلة من بيع أحد الخيارات تعوض القسط المدفوع للآخر.

#### 4-3-3- استخدام خيارات لإدارة الضرائب:

يستخدم المستثمرون أحياناً خيارات لتغيير تخصيصات المحفظة دون شراء أو بيع الأوراق المالية الأساسية فعلياً. على سبيل المثال، قد يمتلك المستثمر 100 سهم من أسهم XYZ وقد يكون مسؤولاً عن مكاسب رأسمالية كبيرة غير محققة. ولعدم الرغبة في تحقيق دخل خاضع للضريبة، قد يستخدم المساهمون خيارات لعرضها للبيع دون بيعها فعلياً. في الحالة المذكورة أعلاه، فإن التكلفة الوحيدة التي يتحملها المساهم للمشاركة في هذه الاستراتيجية هي تكلفة عقد الخيارات نفسه.

مثال عن استعمال الخيارات:

من المعروف ان عمليات بيع وشراء الأسهم تنطوي على مخاطر كبيرة حيث يتم اتخاذ قرار الشراء أو البيع بناء على دراسة معمقة غير انه بالإضافة لذلك يرغب المضارب أو المستثمر في تأمين موقفه وذلك من خلال الدخول في عقد خيار في الاتجاه المعاكس للوضعية المتخذة: فإذا كان بائعا يدخل بعقد خيار شراء اما اذا كان مشتريا يدخل بعقد خيار البيع.

**مثلا**

قام احد المتعاملين ببيع على المكشوف ل: 1000 سهم أحد الشركات بسعر 100 دولار للسهم الواحد وذلك لتوقع منه بانخفاض الأسهم إلى مستوى اقل من 100 دولار و لتأمين عملية البيع على المكشوف هذه، دخل طرفا في عقد خيار الشراء من السوق لـ 1000 سهم بسعر 100 دولار للسهم الواحد وبلغت تكلفه هذه العقد 2000 دولار حيث بلغت المكافأة 2 دولار / سهم (العمولة) وعليه يمكن ان يعرف هذا البائع حالتين التاليتين:

**4-3-1 الحالة الأولى ارتفاع سعر السهم:**

يكون في هذه الحالة قرار الدخول في عقد خيار شراء مربحا لأن السعر انعكس عكس توقع المضارب مما يجعله يخسر من عملية البيع على المكشوف لـ 1000 سهم، غير أن الدخول في عقد خيار الشراء يؤمن هذه العملية ويحد من خسائره، حيث بافتراض ارتفاع سعر 112 دولار فان البائع يستخدم عقد خيار لتغطيه عملية البيع على المكشوف التي قام بها بسعر \$100 وهنا سوف تنحصر خسارته بتكلفة الشراء خيار الشراء وبفرض أن هذه العملية كلفته ضرائب ب 500 دولار وعمولة سمسة 500 دولار فان خساره البائع = 2000+500+500= 3000 دولار

وعليه فإن البائع يكون قد خسر 3000 دولار في العملية وهي اقصى خسارة لأنه لو يشتري اسهم لتغطية مركزه المكشوف سيكلفه أو يحمله خسارة بقدر 12000 دولار  $(1000 * (112 - 100))$ ، وهنا نقول ان الخيار قد امن وحوط البائع من الخسائر، في خسارة قصوى 3000 دولار

**4-3-2 الحالة الثانية انخفاض سعر السهم:**

بفرض انخفاض السعر السوقي إلى المستوى اقل من 100 دولار مثلا إلى 90 دولار للسهم الواحد، فإن البائع يحقق ربح من عملية البيع على المكشوف قدره 10 دولار للسهم أي يساوي 10000 دولار غير أنها صافي ربح البائع من هذه العملية =  $10000 - (500+500+2000) = 7000$  وهنا نلاحظ أن الربح المحقق انخفض بسبب عقد الخيار كون توقع البائع كان صائب واصبحت مصاريف الخيار لا جدوى منها أي اضافية وعليه تطرح من الربح المحقق، وهذا ليس شيئا سلبيا لأن اتجاه السهم والعوامل التي تتحكم فيه غير قابلة للتنبؤ، ويمكن انعكاس سعره ارتفاعا قد يعصف بالبائع إذا كان مركزه غير مغطى بوقف خسارة أو عقد خيار، والعديد من البائعين على المكشوف يفضلون الخيارات لأن وقف الخسارة يكون مرتفع التكلفة (بين 10 و 20 بالمئة).

#### 4-4- تقييم الخيارات:<sup>39</sup>

للتعبير عن قيمة خيار ما فإننا نقول ان الخيار رابح أو خاسر أو متكافئ ، أولا دعنا نشرح معنى القيمة الذاتية والقيمة الزمنية للخيار

القيمة الذاتية: أو القيمة الحقيقية للخيار وتعرف أنها الفرق بين القيمة السوقية لأصل موضوع الخيار وقيمه سعر التنفيذ ويتم التعبير عن هذه رياضيا :

$$\text{القيمة الذاتية لخيار الشراء} = \text{السعر السوقي} - \text{سعر التنفيذ}$$

اذا كان سعر أحد الأسهم في السوق 100 دولار وكان سعر التنفيذ الخيار المتعلق بهذه الأصل هو 90 دولار ففي حالة خيار شراء يكون هذا الخيار هذا من النوع الرابح وقيمه 10 دولار وهو الفرق بين السعرين السابقين على التوالي. أما فيما يخص خيار البيع فإن الوضع يكون معاكسا تماما لكي يكون الخيار البيع ولكي يكون الخيار من نوع الرابح فانه يجب ان يتحقق الشرط التالي: سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق اي ان قيمة خيار البيع الذاتية هي الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي

$$\text{القيمة الذاتية لخيار البيع} = \text{سعر التنفيذ} - \text{السعر السوقي}$$

القيمة الزمنية للخيار: تتمثل قيمة خيار (المكافأة) في مجموع القيمة الذاتية لهذا الخيار وقيمه الزمنية، ومنه يمكننا تعريف القيمة الزمنية على أنها الفرق بين قيمة الخيار الكلية وقيمه الذاتية.

<sup>39</sup> نفس المرجع السابق، ص: 59.

فمثلا لو كان سعر السوقي لسهم 100 دولار وكان سعر التنفيذ لخيار الشراء 90 وكانت قيمه العالوة المدفوعة عند تحرير العقد 3 دولار، فهذا يعني أن القيمة الزمنية للعقد هي  $7=3-10$  دولار، ولا بد من الاشارة إلى أن القيمة الزمنية للخيار تناقص مع مرور الزمن إلى أن تصبح صفرا (0) بتاريخ الاستحقاق.

ان المصدر الأساسي للقيمة الذاتية هو التقلب في سعر الأصل محل العقد ويتم هذا التقلب بواسطة الانحراف المعياري فكلما زاد هذا الأخير كلما ارتفع سعر الخيار على اعتبار أن سعر الخيار يعطى من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Option Price} = \text{Intrinsic Value} + (\text{Time Value} + (\text{Volatility}))$$

مثال:

قام احد المستثمرين في تاريخ 2020/1/2 بالاتفاق مع مستثمر آخر على أن يشتري منه أسهم احدى الشركات على أن يكون تاريخ التنفيذ 2020/1/9 وذلك بمقابل أن يدفع المستثمر المشتري مبلغا قدره 3 دولار لكل سهم كعلاوة و بسعر تنفيذ 50 دولار.

المطلوب:

- حساب ارباح وخسائر كل من المشتري ومحرر العقد الخيار في ظل الاسعار السوقية التالية :

30،41،44،47،50،53،55،60،70

- حدد من خلال الرسم ارباح وخسائر كل مشتري ومحرر لحق الخيار

- حدد نقطه التعادل لكل من مشتري ومحرر حق الخيار

الحل

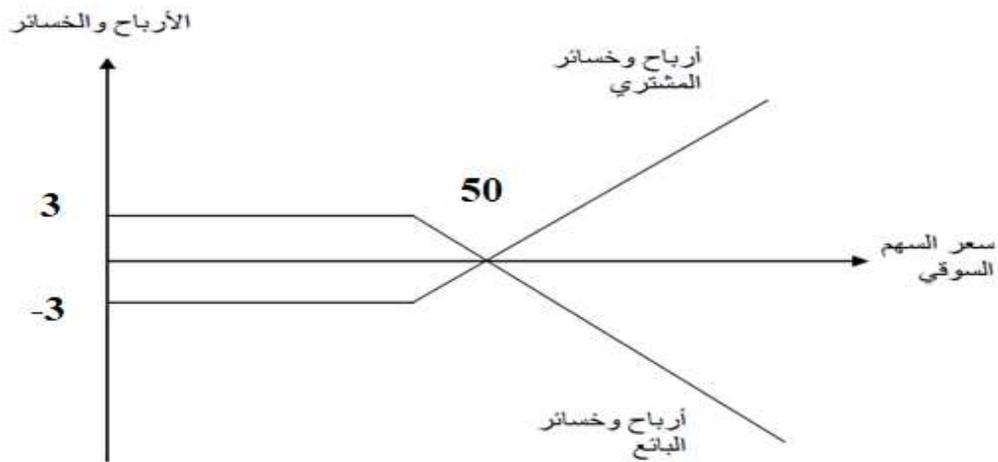
- حساب ارباح وخسائر كل من المشتري ومحرر العقد الخيار في ظل الاسعار السوقية:

نقوم بالاعتماد على هذا الجدول لتسهيل و توضيح الحل كما يلي:

الحالات	السعر السوقي	سعر التنفيذ	المكافأة	قيمة الخيار الشراء	سلوك المستثمر	ربح أو خسارة الخيار للمشتري القيمة الزمنية	ربح أو خسارة الخيار للبائع

17-	17	ينفذ	20	3	50	70	1
7-	7	ينفذ	10	3	50	60	2
2-	2	ينفذ	5	3	50	55	3
0	0	ينفذ	3	3	50	53	4
3	3-	سواء	0	3	50	50	5
3	3-	لا ينفذ	3-	3	50	47	6
3	3-	لا ينفذ	6-	3	50	44	7
3	3-	لا ينفذ	9-	3	50	41	8
3	3-	لا ينفذ	20-	3	50	30	9

الرسم البياني:



تحديد نقطة التعادل:

ان سعر التعادل Break-even Price هي النقطة التي لا تحقق عندها لا أرباح ولا خسائر ويكون فيها تحرير العقد أو عدمه سواء اي متعادلين، حيث يكون في هذه النقطة السعر السوقي مساويا لسعر التنفيذ، وتكون الخسارة ثابتة بقيمة المكافأة، وهو القيمة الزمنية للعقد عند تساوي سعر التنفيذ مع السعر السوقي سواء بالنسبة لخيار الشراء او لخيار البيع

وبالتطبيق على معطيات المثال، يتبين أن سعر التعادل هو: 53

$$\text{سعر التعادل: } 53 = 50 + 3$$

#### 4-5- العوامل المؤثرة على أسعار الخيارات:

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على أسعار خيارات الشراء والبيع، من أهمها ما يلي: سعر السهم السوقي، سيعر التنفيذ، الوقت المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق، تقلبات أسعار الأسهم، أسعار الفائدة، توزيعات أرباح الأسهم النقدية. ويمكننا بيان تأثير هذه العوامل في صورة<sup>40</sup> جدول مختصر كالآتي:

#### جدول 4-5 جدول مختصر يبين اتجاه العلاقة بين العوامل المؤثرة على اسعار عقود الخيارات

العلاقة مع سعر التنفيذ		العوامل المحددة
خيار البيع	خيار الشراء	
عكسية	طردية	سعر السهم السوقي
طردية	عكسية	سعر التنفيذ
طردية	طردية	الوقت المتبقي حتى الاستحقاق
طردية	طردية	تقلبات أسعار الاسهم
عكسية	طردية	أسعار الفائدة
طردية	عكسية	التوزيعات النقدية

#### 5. الفروق الجوهرية بين العقود المستقبلية والخيارات والعقود الآجلة:

##### أ. الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية:

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيار في أن كلاهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية توفر درجة عالية من مزايا الرفع المالي التي تتيح له استخدامها بشكل أوسع في أغراض المضاربة والتحوط، ولكن مع ذلك

<sup>40</sup> نفس المرجع السابق، ص: 65.

توجد بينهما بعض أوجه الاختلاف، وذلك سواء من حيث طبيعة الالتزامات التي تنشأ عن كل منهما أو من زاوية المخاطر المحيطة بالتعامل فيهما، ويمكن حصر أوجه الاختلاف الرئيسية بينها فيما يلي:

1- العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم الاتفاق عليه عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليها في العقد بينما يترك عقد الخيار لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد من عدمه.

2- يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع فعلية ( لكنها مؤجلة ) تتم بين طرفيه، وتنصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد، أما عقد الخيار فلا يترتب عليه في الغالب عملية بيع أو شراء فعلية وإنما

ينصب العقد على شراء ( حق شراء أو حق بيع ) أصل بشروط معينة.

3- يدفع كل من طرفي العقد المستقبلي للوسيط ( بيت التسوية ) هامشاً معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالالتزامات كل منهما للآخر . ولكن هذا التأمين هو بمثابة دفعة مقدمة تسترد عند إنجاز

التسوية لدى انتهاء أجل العقد . أما في عقد الخيار فمشتري الخيار هو وحده فقط من يدفع العلاوة أو المكافأة وتعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن عقد الخيار لذا لا يتم استردادها . لكن كما هي الحال بالنسبة للعقد المستقبلي يدفع محرر الخيار في كثير من الأحيان هامشاً يسلم للوسيط كضمانة للوفاء بالتزاماته تجاه مشتري الخيار.

4- يتعرض المستثمر خصوصاً المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية جداً من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار. وذلك لأنه، في حين لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها مشتري الخيار قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار، فإن خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن ان تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

**ب . الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:**

العقود الآجلة هي عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يسمى سعر التنفيذ EXERCISE PRICE .

وفي مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء ويؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم، كما يتم الاتفاق على النوعية ( تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة في حالة القروض

والجودة أو الرتبة في حالة السلع)، وعلى الكمية وطريقة ومكان التسليم وكيفية تسوية العقد، وهكذا يبدو في العقود الآجلة الطابع الشخصي حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية ومن ثم:

لا يتوقع أن تكون للعقود الآجلة سوق ثانوية، وهذا يعني أنه بمجرد إبرام العقد قد لا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه وما ينطوي عليه ذلك من مخاطر تتمثل في: عدم القدرة على التسليم وحدوث تغير جوهري في سعر السلعة في المستقبل. وعلى هذا النحو فإن المضاربين لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود إذ لا غرض لهم في السلعة محل التعاقد بل همهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء وتحقيق أرباح طائلة.

أما في العقود المستقبلية فالعلاقة بين الطرفين غير مباشرة إذ تتم من خلال بيت التسوية **CLEARING HOUSE** الذي يضمن التزامات الطرفين. هذا فضلاً عن أنها عقود نمطية فجميع شروطها عدا السعر والكمية ليست محلاً للتفاوض ومن ثم فليست عقوداً شخصية وهذا يتيح وجود سوق ثانوية لها ويجد المضاربون فيها فرصاً لتحقيق الأرباح.

### خاتمة:

حاولنا من خلال هذه المطبوعة التطرق إلى جميع المحاور المتضمنة في محتوى مقياس الاسواق المالية الدولية، وحاولنا قدر المستطاع مرافقة الطالب من المفاهيم الاساسية وصولا الى الامور الدقيقة. يعتبر هذا المقياس ذو أهمية بالغة لكونه يدرس انفتاح السوق المالية المحلية على الدولية، ومن خلاله يتبين للقارئ ان السوق المالية الدولية هي امتداد للسوق المحلية والتي أصبحتنا مندجتان خاصة في الاقتصاديات المتقدمة. من خلال المطبوعة والمكتسبات السابقة يظهر لنا أن الاختلاف يكمن في الأدوات المتداولة سواء في السوق النقدي او الفوركس، وحتى سوق السندات غير ان الادوات المستعملة في التداول ونقصد هنا الأوامر والوسطاء وآليات الحساب تبقى متشابهة ان لم نقل نفسها، وعليه فإن الاسواق المالية الدولية سمحت بتوسعة الاستثمارات واستقطاب الاموال من خارج الحدود الاقليمية، كما خلقت فرص مختلفة للمستثمرين والمضاربين والمتحوظين، من خلال اتساعها وتنوعها

بالنسبة للجزائر فتبقى بعيدة في مجال الاسواق المالية واستغلالها محليا نظرا لضعف جهازها الانتاجي واعتمادها على الربيع، غير انه في الآونة الاخيرة مع انتشار الانترنت وزيادة تدفقها وانخفاض تكلفتها، سمحت للبعض المستثمرين الشباب الولوج إلى عالم التداول اصبحت عمليات السوق المالية الدولية معروفة لدى الجمهور وحتى ادواتها لم تعد تقتصر على عمليات البنك المركزي، ومع كل هذا فمازال الوضع يراوح مكانه ولا تطور يذكر، وهذا ما يفتح الباب امام الطلبة الجامعيين المتخصصين بأن يقتحموا هذا المجال فيما يجيزه القانون الجزائري، للتطبيق المكتسبات الاكاديمية التي اكتسبوها

غير أن فهم السوق المالية الدولية وادواتها ومعاملاتها، وممارستها... يتطلب العديد والعديد من الكتب والمراجع بالإضافة الى ضرورة المزج بين التطبيقي والنظري، حاولنا في هذا العمل المتواضع الاشارة لبعضها غير انه يتطلب المزيد من التعمق والذي نأمل ان يكون في أعمال أخرى في المستقبل، ومنه فإن المجال مفتوح امام طلبتنا الاعزاء ان يستفيدوا من كل ما هو متاح من وسائل تعليمية وحسابات مجانية للتداول لتعزيز معارفهم وخوض تجارب تطبيقية حقيقية بحسابات تدريبية، ودورات ومسابقات منظمة من المنصات العالمية.

## قائمة المراجع:

- 1- ازهري الطيب افكري احمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الاردن ، 2016،
  - 2- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة الجزائر، الطبعة الأولى 2019
  - 3- عصام عبد الغني علي، أحمد عبد المنعم شفيق، ادارة الأسواق المالية الاستراتيجية والدوافع وثقافات اتمام الصفقات وادارة المخاطر واتخاذ القرارات، بدون دار نشر، [على الرابط]: <https://dr-taha.com/2019/3001> ، 2010 ، تاريخ التصفح : 2021/11/25،
  - 4- سليمان موصللي، عدنان سليمان، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق، 2012،
  - 5 - منال محمد تيسير سرور، العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية -دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا ، 2014،
- 6 -Shobihit seth**, Forex Trading Career: Pros and Cons; sur le lien: <https://www.investopedia.com/articles/forex/050115/pros-cons-forex-trading-career.asp>, 17/01/2021, consulté le: 02/02/2021 .
- 7 -نادية سحاب، دراسة العلاقة بين سعر الصرف و المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة دكتوراه تخصص تحليل اقتصادي، جامعة بانه ، 2014،
  - 8 - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المالي ، منشأة المعارف، مصر ، 1992
  - 9- مبارك بن سليمان أل فواز، الأسواق المالية من منظور اسلامي، جدة السعودية، 2010.
- 11-jérémy MORVAN , march é et instruments financiers, edition DUNOD ,paris , 2017 .
- 12 -فهد الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار الهلال للأوفسيت، الطبعة الثانية، الرياض، 2006.

13 - Brian Twomey, The International Money Market, [en line]:

<https://www.investopedia.com/articles/forex/10/international-money-market.asp>; consulté 14 /02/2022, p:01.

14- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، دمشق القاهرة، 2006، ص. 20 – 17.

15 - Brian Twomey, The International Money Market, [en line]:

<https://www.investopedia.com/articles/forex/10/international-money-market.asp>; consulté 14 /02/2022, p:01.

16- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، دمشق القاهرة، 2006.

17 deepak gupta, international money market; sur le lein:

<https://pt.slideshare.net/deepakgupta214/international-money-market-73300069>; p-p :12-19

18 -Jason Ferndando; Derivative, **OPTIONS & DERIVATIVES TRADING**; sur le line:

<https://www.investopedia.com/terms/d/derivative.asp>; octobre 2021; visité le : 10/11/2021, p-p :1-9