



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خلدون - تيارت-



كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: ادارة مالية

الموسومة بـ:

المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية

- دراسة حالة ماليزيا لفترة 2005-2017 -

الأستاذ المشرف :

د: ضالع دليلة

إعداد الطالبين:

بغداد سعدية

سقسي فطيمة

لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة العلمية	اعضاء اللجنة
رئيسا	أستاذ محاضر	د. بن صوشة ثامر
مشرفا	أستاذة محاضرة	د. ضالع دليلة
مناقشا	أستاذ محاضر	أ.عتيق الشيخ

السنة الدراسية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و تقدير

"الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم و المعرفة وأعاننا و وفقنا على إنجاز

هذا العمل"

إن واجب الإعتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن نتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى الأستاذة المشرفة "خالع دليلة" على كل توجيهاتها، ملاحظاتها، وعلى وقتها الثمين، وعلى كل الدعم و التسهيلات التي قدمتها لنا لإتمام هذا البحث

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف

يقدمونه من توجيهات و توصيات

"عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"

الإهداء

" اللهم أخرجنا من ظلمات الجهل و الرمن إلى نور العلم و الفهم و أكنهف لنا

عن كل سر مكنوم يا حي يا قيوم "

إلى أول الأوطان و آخرها حبيبتي "أمي"

حفظها الله بعين رعايته و أمدها بوافر الصحة و أطال عمرها بالطاعة و العافية

إلى الفلج النابض بأسرار الحياة..... "أبي"

حفظه الله وبارك فيه و أطال عمره بالطاعة و العافية

إلى سندي في الحياة و من وقف إلى جانبي "زوجي"

حفظه الله و أدامه و وفقه في حياته

إلى شقائق قلبي "إخوتي" و نام، سعيد، غلام الله

أنار الله لكم درجكم و وعالمكم

إلى سندي في البحث..... "سعدية"

إلى زميلاتي اللواتي تقاسمت معهن حلوة اللحظات

ومرها..... "جميلة، كريمة، نورالهدى، حليلة، بختة،

رشيدة، ميمونة، صبرينة"

إلى جميع الأساتذة الذين علموني في صغري و كبري من قريب أو

بعيد.

إلى جميع الأصدقاء من دفعة الماستر خاصة قسم علوم التسيير "إدارة

مالية"

أهدي ثمرة جهدي المتواضع.....

فطيمة

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتوى
	شكر وتقدير
	الإهداء
I	فهرس المحتويات
VI	قائمة الأشكال البيانية
VII	قائمة الجداول البيانية
VIII	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
	الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية السوق المالية
03	المطلب الأول: تعريف السوق المالية و نشأتها
03	أولاً: تعريف السوق المالية
04	ثانياً: نشأة السوق المالية
05	المطلب الثاني: أهمية السوق المالية و شروط تكوينها
06	أولاً: أهمية السوق المالية
06	ثانياً: شروط تكوين السوق المالي
08	المطلب الثالث: وظائف السوق المالية و عوامل نجاحها
08	أولاً: وظائف السوق المالية
10	ثانياً: العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق
12	المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالية و الأوراق المتداولة فيها
12	المطلب الأول: عموميات حول سوق النقد
12	أولاً: تعريف سوق النقد و خصائصه
13	ثانياً: المتعاملون في سوق النقد و مكوناته
14	المطلب الثاني: عموميات حول سوق رأس المال

15	أولاً: تعريف سوق رأس المال و خصائصه
15	ثانياً: المتعاملون في سوق رأس المال و مكوناته
24	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق النقد و سوق رأس المال
24	أولاً: الأوراق المتداولة في سوق النقد
25	ثانياً: الأوراق المتداولة في سوق رأس المال
32	المبحث الثالث: الأسواق المالية الأكثر تقدماً و سبل تفعيلها
32	المطلب الأول: الأسواق المالية الأكثر تقدماً
32	أولاً: السوق المالي الأمريكي
34	ثانياً: السوق الأوروبية
36	ثالثاً: السوق اليابانية
37	المطلب الثاني: سبل تفعيل الأسواق المالية
37	أولاً: من الجانب التشريعي و التنظيمي
38	ثانياً: من الجانب الإقتصادي و المالي
39	ثالثاً: من الجانب الاجتماعي و الثقافي
40	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية
42	تمهيد
43	المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية
43	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية و نشأتها
43	أولاً: تعريف المشتقات المالية
44	ثانياً: التطور التاريخي للمشتقات
45	المطلب الثاني: خصائص المشتقات المالية و أسواقها
46	أولاً: خصائص المشتقات المالية
47	ثانياً: أسواق المشتقات المالية
48	المطلب الثالث: فوائد المشتقات المالية و متعاملون فيها

48	أولاً: فوائد المشتقات المالية
49	ثانياً: المتعاملون في المشتقات المالية
51	المبحث الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية
51	المطلب الأول: العقود الآجلة
51	أولاً: مفهوم العقود الآجلة
51	ثانياً: أنواع العقود الآجلة
52	ثالثاً: خصائص العقود الآجلة
53	المطلب الثاني: العقود المستقبلية
53	أولاً: تعريف العقود المستقبلية
53	ثانياً: أركان العقود المستقبلية
54	ثالثاً: أنواع العقود المستقبلية
55	رابعاً: خصائص العقود المستقبلية
56	المطلب الثالث: مزايا و عيوب العقد الآجل و المستقبلي و أوجه الإختلاف بينهما
56	أولاً: مزايا و عيوب العقد الآجل
57	ثانياً: مزايا و عيوب العقد المستقبلي
57	ثالثاً: الإختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية
59	المبحث الثالث: عقود الخيارات و عقود المبادلات
59	المطلب الأول: عقود الخيارات
59	أولاً: تعريف عقد الخيار
60	ثانياً: أركان عقد الخيار
61	ثالثاً: أنواع عقد الخيار
62	رابعاً: خصائص عقد الخيار
63	المطلب الثاني: ماهية عقود المبادلات
63	أولاً: تعريف عقود المبادلات

64	ثانيا: التطور التاريخي لعقود المبادلات
64	ثالثا: أنواع عقود المبادلة
66	رابعا: خصائص عقود المبادلة
67	المطلب الثالث: مزايا و عيوب عقد الخيار و عقد المبادلة و أوجه الاختلاف بينهما
67	أولا: مزايا و عيوب عقد الخيار
68	ثانيا: مزايا و عيوب عقد المبادلات
68	ثالثا: أوجه الاختلاف بين عقود الخيار و عقود المبادلة
70	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير السوق المالية-دراسة حالة ماليزيا-
72	تمهيد
73	المبحث الأول: أهمية و مخاطر التعامل بالمشتقات المالية
73	المطلب الأول: أهمية التعامل بالمشتقات المالية
73	أولا: التغطية ضد المخاطر
73	ثانيا: أداة لإستكشاف السعر المتوقع في السوق
74	ثالثا: إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية
74	رابعا: إتاحة فرصة فرص إستثمارية
75	خامسا: تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد
75	سادسا: سرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية
76	المطلب الثاني: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية
76	أولا: المخاطر السوقية
76	ثانيا: المخاطر الائتمانية
77	ثالثا: مخاطر التسوية
77	رابعا: المخاطر القانونية

77	خامسا: مخاطر السيولة
78	سادسا: المخاطر التشغيلية والإدارية
79	المبحث الثاني: دور المشتقات المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزي
79	المطلب الأول: مفهوم و نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي
79	أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي
80	ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي
80	المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزي
82	المطلب الثالث: البورصة الماليزية للمشتقات و العقود المتداولة فيها
82	أولا: البورصة الماليزية للمشتقات
83	ثانيا: العقود المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات
84	المبحث الثالث: أثر التعامل بالمشتقات المالية في نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا
84	المطلب الأول: معدل رسملة السوق
84	أولا: تعريفه
84	ثانيا: قياس معدل رسملة السوق
86	المطلب الثاني: معدل حجم التداول
86	أولا: تعريفه
86	ثانيا: قياس معدل حجم التداول
88	المطلب الثالث: حجم تداول المشتقات المالية
90	خلاصة الفصل
92	خاتمة
96	قائمة المراجع
106	الملاحق

قائمة الأشكال

والجداول

والوثائق

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	مكونات سوق النقد	الشكل رقم (01-01)
17	دور سوق رأس المال غير المباشر	الشكل رقم (02-01)
23	مكونات سوق رأس المال	الشكل رقم (03-01)
62	أنواع عقود الخيار	الشكل رقم (01-02)
66	أنواع عقود المبادلة	الشكل رقم (02-02)
85	معدل رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا 2005-2017	الشكل رقم (01-03)
87	معدل حجم تداول الأوراق المالية في ماليزيا 2005-2017	الشكل رقم (02-03)
89	حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا 2005-2017	الشكل رقم (03-03)

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
31	الفرق بين الأسهم و السندات	الجدول رقم(01-01)
56	مزايا و عيوب العقد الأجل	الجدول رقم(01-02)
57	مزايا و عيوب العقود المستقبلية	الجدول رقم(02-02)
57	الاختلاف بين العقود الآجلة و المستقبلية	الجدول رقم(03-02)
68	مزايا و عيوب عقود المبادلة	الجدول رقم(04-02)
85	معدل رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا 2017-2005	الجدول رقم(01-03)
87	معدل حجم التداول الأوراق المالية في ماليزيا 2017-2005	الجدول رقم(02-03)
88	حجم تداول المشتقات في سوق الأوراق المالية في ماليزيا 2005-2017	الجدول رقم(03-03)

قائمة الوثائق

الصفحة	عنوان الوثيقة	الوثائق
107	تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليزي من 2005 إلى 2017	الوثيقة رقم 1

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلدان، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة و متطورة حيث تعتبر الوجه الحضري الحديث لاقتصاديات الدول المتطورة، ولهذا السوق دور فعال في تمويل النشاط الإقتصادي، حيث تلعب دور الوسيط بين الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض وترغب في إستثماره و بين الوحدات الاقتصادية التي تعاني العجز في تمويل نشاطها و تبحث عن مصدر لسد هذا العجز.

و يتم التعامل في الأسواق المالية عن طريق أدوات مالية، حيث أن التغير المستمر في البيئة الإقتصادية المالية و الاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة أقل تكلفة و أدنى مخاطر و أعلى عائد، و قد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية، وللتعرف على هذه الأخيرة ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما دور المشتقات المالية في تطوير السوق المالية؟

و لمعالجة هذه الإشكالية تم تفكيكها لتساؤلات فرعية كالآتي:

- ما دور السوق المالية ؟ و كيف يسمح تنوع الأدوات المالية بتطوير هذه السوق؟

- كيف يساعد تنوع المشتقات المالية في زيادة و تطوير حجم الأسواق؟

- هل برز دور المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية؟

فرضيات البحث:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة و عن التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة بعض الفرضيات:

يعتبر السوق المالي الإطار الذي يسمح بتجميع المدخرات وتوجيهها لأصحاب الحاجة إلى التمويل وذلك

عن طريق الأوراق المالية، حيث أن تعدد وتنوع الأدوات المالية يسمح بتنشيط السوق المالي.

-تعد المشتقات المالية بمختلف أنواعها صورة من صور الأدوات المالية المبتكرة و قد ظهرت لإشباع

حاجات لا تقدمها الأدوات المالية التقليدية.

-للمشتقات المالية أهمية كبرى في تطوير أداء سوق الأوراق المالية الماليزي.

3-أسباب اختيار الموضوع:

يمكن تلخيص الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار موضوع البحث في النقاط التالية:

الأسباب الذاتية:

- الرغبة في البحث و الاستطلاع في هذا الموضوع
- الشعور بقيمة و أهمية الموضوع في ظل التحولات العالمية المتسارعة
- الرغبة في مواصلة الدراسة في موضوع له علاقة بالتخصص الذي زاولناه "إدارة مالية"

الأسباب الموضوعية:

- تسليط الضوء على الأسواق المالية باعتبارها من أكثر الوسائل تأثيرا في تحديد اتجاه الاقتصاد
- إبراز مختلف المفاهيم المتعلقة المشتقات المالية.
- إبراز أهمية المشتقات المالية في تطوير الأسواق المالية عامة و سوق الأوراق المالية الماليزي خاصة

4- أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في كونه يعالج موضوع المشتقات المالية و دورها في تفعيل الأسواق المالية و هذه الأخيرة تعتبر مصدرا من مصادر التمويل الذي تعتمد عليه الوحدات الاقتصادية في نشاطها و بالتالي تعتبر حتمية إقتصادية على الدول التي تريد أن تنمي اقتصادياتها.

5- أهداف البحث:

نسعى من خلال قيامنا بهذه الدراسة العلمية إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية و الفنية للأسواق المالية، و كذا إبراز أهميتها في توفير الموارد المالية اللازمة لنشاط المؤسسات.

- تحليل واقع المشتقات المالية و دورها في تطوير سوق الأوراق المالية بماليزيا.
- القيام بدراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية بماليزيا بواسطة استخدام معدل رسملة السوق، حجم التداول، حجم تداول المشتقات المالية.

6- حدود الدراسة:

تناولت الدراسة كل من:

أ- الحدود الموضوعية: لقد تناول هذا الموضوع المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية

ب-الحدود المكانية: إقتصرت دراستنا على دولة ماليزيا لأنها من بين الدول التي إعتمدت على المشتقات المالية في تطوير سوقها المالي.

ج-الحدود الزمنية: 2005-2017 حيث شهدت هذه الفترة عدة تطورات في الأسواق المالية بصفة عامة وسوق الأوراق المالية الماليزي بصفة خاصة.

7-المنهج المستخدم:

إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع انطلاقا من التعرف عليه و وصولا إلى الإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية تطلب منا استعمال منهجين الوصفي و التحليلي كركيزتين أساسيتين في هذه الدراسة حيث تم إتباع المنهج الوصفي من خلال التعرف على مختلف المفاهيم و الأسس النظرية للبحث أما المنهج التحليلي تم إتباعه في تحليل البيانات المجمعة.

8-الدراسات السابقة:

فيما يلي أهم الدراسات السابقة في موضوع هذا البحث أو القريبة منه:

-دراسة "بوكساني رشيد" معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها و هي رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة الجزائر، عام 2006/2005، حيث هدف الباحث من خلال بحثه إلى الوقوف على التشريعات و التنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية من جهة و تطوراتها و أدائها من جهة أخرى من اجل الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية مع تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، و قد توصل الباحث إلى عدة نتائج كان من أهمها، افتقار الكثير من أسواق الأوراق المالية العربية لتشريعات و نصوص واضحة و صريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين بالإضافة إلى أن معظم البلدان العربية لا تزال بدائية و في بعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء .

-"جمال الدين سحنون" شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس و الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، يهدف الباحث إلى إثراء و تعميق المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية و تقديم أهم العوامل التي تسمح بتفعيل سوق الأوراق المالية، وقد توصل الباحث إلى أن للأسواق المالية الناشئة دلالة كثيرة على قدرتها بتعبئة رؤوس الأموال و تحقيق أفضل أداء بين الأسواق المالية العالمية، كما أظهرت

أيضا أن الأسواق المالية الناشئة تساهم مساهمة كبيرة في تحقيق التنمية في بيئة إقتصادية عالمية تتميز بتحريك النشاط الإقتصادي وإعتماد آلية السوق في تخصيص الموارد.

-دراسة: "سرامة مريم" دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية- وهي عبارة عن مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة معالجة المشتقات المالية و التوريق ودورها الكبير في زيادة المخاطر وتفاقمها مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة المالية 2008، وقد استنتجت الباحثة أن التطور الكبير في حجم تطور المشتقات المالية والاستخدام الواسع لتقنية التوريق أدى إلى قطع الصلة بين الإقتصاد المالي و الإقتصاد العيني وتضخيم الإقتصاد الوهمي، مما جعل الإقتصاد العالمي في حالة من اللاتوازن.

-دراسة "نورين بومدين" منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة و الإقتصاد بجامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، الجزائر، 2013، حيث هدف الباحث من خلال بحثه إلى التعرف على الدور الذي تؤديه الهندسة المالية في توفير المنتجات المالية اللازمة لتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية و قد توصل إلى إن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه السوق و ذلك من خلال تنمية رؤوس أموال المستثمرين و بالتالي تتيح لهم تنوع محافظهم المالية و منه تنشيط سوق الأوراق المالية.

أما بخصوص دراستنا فقد اختلفت عن الدراسات السابقة الذكر من حيث أنها تناول موضوع المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية، كما أنها تختلف في كونها تركز على دراسة حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية.

9- صعوبات البحث:

من خلال معالجتنا لهذا البحث و بالأخص عند دراسة حالة سوق الاوراق المالية في ماليزيا واجهنا صعوبات تتمثل في قلة المراجع التي تهتم بدراسة سوق المالي الماليزي.

10-هيكل البحث:

قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، وكل فصل يتضمن ثلاثة مباحث حيث في الفصل الأول يتم من خلاله التعرف على الأسواق المالية و ينقسم إلى ثلاثة مباحث، يتضمن المبحث الأول ماهية الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فيتكلم عن تقسيمات الأسواق المالية و الأوراق المتداولة فيها و المتمثلة في الأدوات قصيرة الأجل و طويلة الأجل منها التقليدية كالأسهم و السندات و الحديثة كالمشتقات المالية، أما المبحث الثالث يتحدث عن الأسواق المالية الأكثر تقدما و سبل تفعيلها

-أما الفصل الثاني تناولنا فيه أساسيات حول المشتقات المالية وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول يتضمن ماهية المشتقات المالية، أما المبحث الثاني فيتناول العقود الآجلة و العقود المستقبلية، و في الأخير المبحث الثالث يتضمن عقود الخيار و عقود المبادلات.

-أما الفصل الثالث تم تخصيصه لدراسة المشتقات المالية و دورها في تفعيل سوق الأوراق المالية بماليزيا و يحتوي على ثلاثة مباحث، يحتوي المبحث الأول على أهمية و مخاطر التعامل بالمشتقات المالية أما المبحث الثاني يتناول دور المشتقات المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية، وفي الأخير المبحث الثالث الذي يتناول أثر التعامل بالمشتقات المالية في نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

الفصل الأول

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

تمهيد:

لقد لعبت الأسواق المالية في العصر الحديث دورًا بالغ الأهمية في النهوض باقتصاديات الدول نظرا للمهام التي تؤديها و المتمثلة أساسا في عملية تعبئة الموارد و تهيئة الاستثمار، و كذا تشجيع رغبات و حاجات المتعاملين، و من ثم أضحت هذه الأخيرة ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الناس و المؤسسات و الشركات و الحكومات.

فالسوق المالية كغيرها من الأسواق تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها و تنشيطها لما تمتاز به من خصائص تسمح لها بأن تكون ملاذا آمنا لحماية مدخرات الأفراد و الشركات، و ما توفره من ميزة اختيار لنوع الورقة المالية المراد الاستثمار فيها.

من أهم الأسواق المالية بالدول المتقدمة، الأسواق المالية الأمريكية، الأوروبية و اليابانية، ويعتبر السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجما و أكثرها نشاطا بالإضافة إلى الأسواق الأوروبية التي لا تقل أهمية عنها كما يتمتع السوق المالي الياباني بأهمية كبيرة فهو الأول أسوييا.

لقد زاد اهتمام بعض الدول بالأسواق المالية نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي ، لذا سعت هذه الدول إلى تطوير و تحديث هذه الأسواق من خلال تفعيلها و إصلاحها وهذا تماشيا مع مسيرة التنمية . و فيما يلي سنتعرف على مختلف الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية السوق المالية

المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالية و الأوراق المتداول فيها

المبحث الثالث: الأسواق المالية أكثر تقدما و سبل تفعيل الأسواق الأخرى

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

تحتل السوق المالية مكانة كبيرة في الاقتصاديات الحديثة، ويرجع ذلك إلى الفعالة المتزايدة بأهميتها في مسيرة التنمية والدور الذي يمكن أن تلعبه في حشد المدخرات المحلية واستقطاب حتى الاستثمارات الأجنبية باعتبارها حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين لذا سوف نتناول في هذا المبحث مختلف المفاهيم المتعلقة بالسوق المالية .

المطلب الأول: تعريف السوق المالية ونشأتها.

تعد الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية فهي تسعى لتجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، إذا أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل دقيق بوجود سوق مالية مزدهرة ومتطورة.

أولاً: تعريف السوق المالية

هناك عدة تعاريف للسوق المالية نذكر منها :

— هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال (Marché financier et le marché des capitaux) حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول التي تتميز بالسيولة المؤجلة، فالسوق المالية تتضمن جميع المؤسسات المالية المختلفة، بإضافة إلى سوق النقد.¹

. سوق المال يتمثل في الطرق والأدوات المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيها من حيث الفترة التي يرغبون التخلي عن أموالهم فيها، والتي قد تختلف من شخص لآخر من حيث الشروط ورغبتهم في المخاطرة أو عدمها.²

— السوق المالي هو المجال الذي يتم فيه الانتقال بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرات) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين) ومن ثم تنشأ وتداول

¹ مختاري كلثوم، دور سوق الأوراق المالية في تنمية اقتصاديات الدول -دراسة حالة الجزائر- 'مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادات الماستر في العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2011-2012، ص: 22 .

² -متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص: 68.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

داخل إطاره التنظيمي "الأصول المالية"¹.

السوق المالية هي الوسيلة (ينبغي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء و المتعاملون الآخرون و الإداريون من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية و النقدية) أو ب(الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية و المادية والنقدية ...) لفترات متباينة(طويلة وقصيرة) اعتمادا على (قوانين وأنظمة وتعليمات) والى حدها (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محليا ودوليا).²

سوق المال هو تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع إيداعات الشركات والحكومات و الأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية والغير إنتاجية.³

من خلال تعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالية على أنها الساحة التي يتم من خلالها تعبئة الفائض الاقتصادي (تجميع المدخرات) وإعادة تحريكه وتوزيعه في مجالات النشاط (توجيه المدخرات إلى الاستثمارات) التي تعطي له عائداً أكبر، فالسوق المالية هي همزة وصل بين الادخار و الاستثمار من خلال عدة أدوات و مؤسسات متخصصة، فهي تهيئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول الباحثين عنها.

ثانيا: نشأة السوق المالية.

لقد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي:⁴

1-المرحلة الأولى:

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة والتي

¹ -محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك و الأسواق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 127.

² -هوشيار معروف كاكنا مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 58.

³ -مروان عطوف، الأسواق النقدية والمالية، ج1، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008، ص: 16.

⁴ -رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 9-11.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

2- المرحلة الثانية:

بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

3- المرحلة الثالثة:

ظهر البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ، أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

4- المرحلة الرابعة:

ظهر الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة لتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدية مع السوق المالي.

5- المرحلة الخامسة:

إندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، وعمليات البيع الأجل والآني... الخ.

المطلب الثاني: أهمية السوق المالية وشروط تكوينها

إن للسوق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد الوطني لما لها من أثر كبير في تجميع المدخرات و توجيهها لتمويل مختلف المشاريع ولا يكون ذلك إلا بتوفير مجموعة من الشروط لتكوين السوق المالي.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

أولاً: أهمية السوق المالية

تكمن أهمية السوق المالية في أمور متعددة نذكر منها:¹

- يلعب دورًا رئيسيًا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغير سعر الفائدة
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل
- يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال
- يساعد على تنمية الادخار وزيادة وتوجيه المدخرات المالية لما له من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار.
- يساعد وجود السوق المالي على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية.
- وجود سوق مالي سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة ومن هنا فإن ذلك يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحًا.
- ترتبط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية و الأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم و السندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبًا هامًا من الأسواق المالية.²

ثانياً: شروط تكوين السوق المالي

يتطلب تكوين سوق مالي توفر عدد من شروط أهمها:³

1-زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة:

ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد و المستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة وتعتبر هذه المشاريع و الشركات جزءًا هامًا

¹-وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع ، عمان، 2010، ص: 23 .

²-هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 85 .

³-رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص: 13-15 .

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

من عملية التنمية الاقتصادية و التي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي لذا فإن تشجيع السوق المالي يقضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا تتم بدون وجود مؤسسات مالية في داخل الدولة.

2-تحويل المدخرات إلى استثمارات:

يعتبر السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

-اقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية المساهمة.

-إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار

3-ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة و القوانين المالية المعمول بها في الدولة وكذلك تنسيق الأنظمة والقوانين المعمول بها بين الدول:

ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى، مما يشجع ذلك على مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب بها، ومن أهم النظم و القوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم و القوانين الضريبية.

4-الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها:

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحمي كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أموالهم وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صيغة جدية ويتطلب حذف البيانات غير الصحيحة.

5-وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة:

وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل كما انه يعتبر عاملاً مهماً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وكذلك توفر التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال المستثمر الأجنبي أيضاً عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

المطلب الثالث: وظائف السوق المالية وعوامل نجاحها

للسوق المالية وظائف كغيرها من الأسواق الأخرى فهي تمثل حلقات نماء القطاع المالي في أي دولة وهذه الأخيرة لا تتحقق إلا بوجود عوامل تساعد على النجاح

أولاً: وظائف السوق المالية

تقوم الأسواق المالية بعدة وظائف في المجال الاقتصادي وهي كما يلي:¹

1- تشجيع الادخار:

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم

2- المحافظة على الثروة وتنميتها:

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، فيتم بيعها ولاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن، بل إنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

3- تسهيل الحصول على السيولة:

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد عند الحاجة إليها.

4- تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

1- صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 20-22.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

5- تسهيل المدفوعات:

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكمبيالات وبطاقات الائتمان والمقبولات acceptance) وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية المختلفة.

6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

أ- التأمين **insurance**: ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات.... الخ

ب- التنوع **dirersificatian**: أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة) وهي أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة، تساعد الأسواق المالية كثيراً على التنوع

ج- التحوط **Hedging**: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو (شراء) مقدار معين من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين وبسعر متفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

7- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة **open marekt operation** والمقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها سحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (أذونات الخزينة) أو بيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية، وإذا أراد الركود (يضخ) في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق مالية أخرى.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

ثانياً: العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق: لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لابد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها ويقضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي وبعضها شكلي.¹

1- الشروط الموضوعية: تتمثل في العناصر التالية:

- تنظيم الأسواق المالية ويكون ذلك بتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات وخاصة فيما يتعلق:
- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالي.
- تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية وذلك بالالتزام بالأنظمة والقوانين.
- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر، إذا أن المدخر قد يرغب الاستغناء عن استثماره أو تنويعه، وبدون سوق مالي فإنه قد يصعب عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول كذلك يكون في قدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت يشاء.
- ولذلك فإنه لنجاح أي سوق مالي لابد من نشر بيانات ومعلومات عن الشركات القائمة والحديثة وبيان أسعار أوراقها المدرجة والتي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها.
- سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات وهذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.
- جعل الادخار اختياريا وليس إجباريا.

- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراته وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضريبة.

2- العوامل الشكلية:

بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة فإنه يمكن أن نضيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تلخص بالآتي:

- الوضع الجغرافي، موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.

¹-حسي علي خربوش، و آخرون، الأسواق المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 22-24.

الفصل الأول:مدخل إلى الأسواق المالية

_الاهتمام بالمرافق العامة وفي مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية واللاسلكية
والمساكن..الخ.

_وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار.

_ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

_عدم وضع رقابة على الأسواق.

_وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالي في أسعاره.

المبحث الثاني: تقسيمات السوق المالية و الأدوات المتداولة فيها

حمل تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة تنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف و الأدوات والمجالات حيث يمكن تقسيم السوق المالية إلى شقين أساسيان هما: أسواق النقد و أسواق رأس المال.

المطلب الأول: عموميات حول سوق النقد

يعتبر سوق النقد الشق الأول للسوق المالية ففيه يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.

أولاً: تعريف سوق النقد وخصائصه

1_تعريف سوق النقد: هناك عدة تعريفات للسوق النقدية نذكر منها:

-سوق النقد هو عبارة عن أسواق استثمار قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها سنة واحدة، أي أنها عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لأجل أقل من سنة، ويرتكز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناءً على الطلب والعرض.¹

_سوق النقد هو الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال القابلة للإقراض loanable funds لفترة تقل عن عام ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته (فوائضه) عن طريق التحلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.²

2-خصائص سوق النقد:

-يكتسب سوق النقد خصائص من أدواته تميزه عن أي سوق من أسواق الأدوات المالية ويمكن تحديد هذه الخصائص كالآتي:³

¹ -رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

² -إسماعيل أحمد الثناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 124 .

³ -أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010 ص: 61 .

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

- ليس للسوق هيكل وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتلعب البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في السوق.

- الأموال التي توفرها السوق قصيرة الأجل في الغالب الأعم، أي ذات استحقاق سنة فأقل ودوريًا، ثلاث شهور، ستة شهور، تسعة شهور، بشكل عام.

- يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدًا وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما أذونات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى.

- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية أي بالإمكان تسيلها بسرعة وبمرونة عالية.

- أغلب أدواتها تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبًا ما تستخدم كضمان للقروض.

- أدواتها توفر عائد مناسب للمستثمر الذي يرغب بتحمل المخاطر.

ثانيا: المتعاملون في سوق النقد و مكوناته:

1- المتعاملون في سوق النقد:

يتعامل في السوق النقدية أطراف متعددة إما بصفتها طالبة للنقد أو بصفتها عارضة للنقد، هذه الأطراف هي:¹

أ- الطرف الأول: يتمثل في المؤسسات الوسيطة مالية كانت أو نقدية مثل البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية وبيوت الخصم والقبول والدفع وسماسرة الأذون والخزينة العامة.

ب- الطرف الثاني: يتمثل في أصحاب الفوائض المالية، أي الفئات التي لديها مدخرات وتبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها سيولة والعائد وتتحمل جزء من المخاطر.

ج- الطرف الثالث: يتمثل في الوحدات الاقتصادية والأفراد والمؤسسات ذات العجز والتي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان (قروض) قصيرة الأجل لسداد التزامات عاجلة أو عجز مؤقت دون تحمل أعباء أو تكاليف عالية من هؤلاء: التجار، المضاربين، السماسرة، المستهلكين الذين لهم قدرة على الدفع - الحكومات - المنشآت المواجهة للالتزامات قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المصرفية بدور فعال في سوق النقد باعتبارها الوسيط بين الطرفين ودفع النشاط الاقتصادي نحو الإنعاش.

2- مكونات سوق النقد:

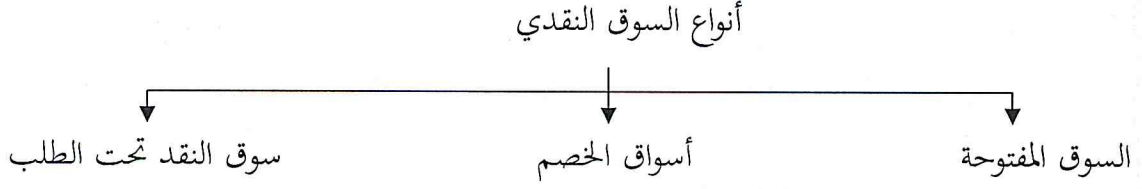
يمكن تقسيم سوق النقد إلى ثلاث أنواع رئيسية وهي كما يلي:²

¹ - محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص: 129-130 .

² - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، مصر، 2008، ص: 51 .

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

الشكل (01-01): مكونات سوق النقد



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، المرجع نفسه، ص: 51.

أ- **الأسواق المفتوحة:** ويقصد بها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية، وغالبًا ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء وبيع النقد الأجنبي، فإذا رغب البنك المركزي من خلال سياسته النقدية في تقليص حجم الائتمان فإنه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي يملكها ليخفض كمية النقد المتاحة في السوق، وعلى العكس من ذلك فإنه إن رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويدفع قيمتها نقدًا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق.

ب- **أسواق الخصم:** وتعتمد أساسًا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات وشهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرًا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق المالية المختلفة، ويضم بيوت الخصم، وبيوت القبول، والبنوك التجارية والبنك المركزي.

ج- **سوق النقد تحت الطلب:** وهي تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء، وحقيقة هذا السوق أنه يجمع جميع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل¹.

المطلب الثاني: عموميات حول سوق رأس المال

يؤدي سوق رأس المال دورًا حيويًا في تطوير ونمو عموم منظمات الأعمال العاملة في الاقتصاد الوطني، كونها الإطار الذي يجمع بين المدخرين والمستثمرين ومن خلاله تتدفق الأموال طويلة الأجل من وحدات الفائض (المدخرين) إلى وحدات العجز (الاستثمارية).

¹ -صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

أولاً: تعريف سوق رأس المال وخصائصه

1-تعريف سوق رأس المال: هناك عدة تعريف نذكر منها:

-هو الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات طويلة الأجل، سواء من خلال الاكتتاب الأولي لأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق¹.

-يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل.²

2-خصائص سوق رأس المال³:

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.
- سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة منه أيضا.
- العوائد مرتفعة نسبيًا في أسواق رأس المال مقارنة بالاستثمار في الأسواق الأخرى.
- يشترط توفير سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.

ثانياً: المتعاملون في سوق رأس المال ومكوناته

1-المتعاملون في سوق رأس المال:

يتمثل المتعاملون في سوق رأس المال فيما يلي⁴:

¹-أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 26 .

²-زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 82 .

³-وليد الصافي أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص: 32 .

⁴-مصطفى رشدي شيخة، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي و البورصات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 400-410.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

أ- الطالبون لرؤوس الأموال: ويتمثل ذلك في البنوك وشركات التأمين، وصناديق الإيداع والادخار والنقابات والجمعيات (التعاونية وغيرها)، وشركات التوظيف والاستثمار، وصناديق الاستثمار وهي شركات من أهم وظائفها، توظيف أموالها وأموال عملائها في البورصة.

ب- العارضون لرؤوس الأموال: أي العارضون للقيم المنقولة وغالبا ما يتمثل ذلك في الشركات الصناعية والشركات التجارية والشركات القابضة التي تصدر السندات والأسهم لتمويل احتياجاتهم، يضاف إلى ذلك الحكومة التي تصدر السندات لتغطية عجز الميزانية أو امتصاص السيولة أو مواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية كما تصدر السندات أيضا الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو الاستثمارات الجديدة.

ج- الوسطاء الماليون: نقص المعرفة والمعلوماتية عائق أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدارات (السوق الأولية) أو في سوق التداول (السوق الثانوية)، وأساس ذلك يعود لنقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العوائد والمخاطر المالية ولذا فمن الضروري تواجد طائفة من الوسطاء الماليين تتمتع بخبرة كبيرة وتحاول أن توفق بين رغبات العارضين والطالبيين وتنفيذ الأوامر (السماسرة)، أو تحقيق التوظيف الأمثل والعائد الكبير والتقليل من المخاطر، ولهذا فإن هذه الطوائف تتمثل في:

- السماسرة أو وكلاء التبادل: السماسر في البورصة هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وينفذ الأوامر ويضمن سلامة العملية ولا يجوز إتمام أي عملية في البورصة إلا عن طريق السماسر، ويتخذ شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وهو يعمل لحساب الغير ولذلك يعتبر وكيل بالعمولة.

- صناديق الاستثمار: ولعب دورًا هامًا على مستوى سوق الإصدارات (السوق الأولية) والسوق الثانوية، وهم عبارة عن وسطاء ماليين من الدرجة الثانية، وهي تهدف إلى تجميع الادخارات الفردية وإعادة استثمارها في الأوراق المالية، بما لها من خبرة ومعرفة، وذات مصلحة مباشرة في المشاركة في التوظيف، وهي تجمع الادخارات وتصدر في مقابلها وثائق استثمارية، ثم تعيد توظيفها في الأوراق المالية سواء في السوق

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

الأولية أو في السوق الثانوية عن طريق السماسرة، وتستفيد من الأرباح المحققة بمشاركة بينها وبين المدخرين طبقاً لنظامها الأساس.

- **المحكمون والمراقبون:** إذ كانت طبيعة المتعاملين الطالبين والعارضين، التوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى السماسرة، إلا أن وظيفة سوق رأس المال بصفة عامة ليست فقط إتمام العمليات، وإنما أيضاً ضمان انتظامية العمليات وشرعيتها، والرقابة على السوق، لمنع أي انحراف، أو الاطمئنان على سلامة العملية، والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، ولذلك يكون لكل بورصة أو سوق رأس المال، مجلس إدارة ومحكمين تكون وظيفتهم التنظيم والتمثيم والمعلومات والرقابة.

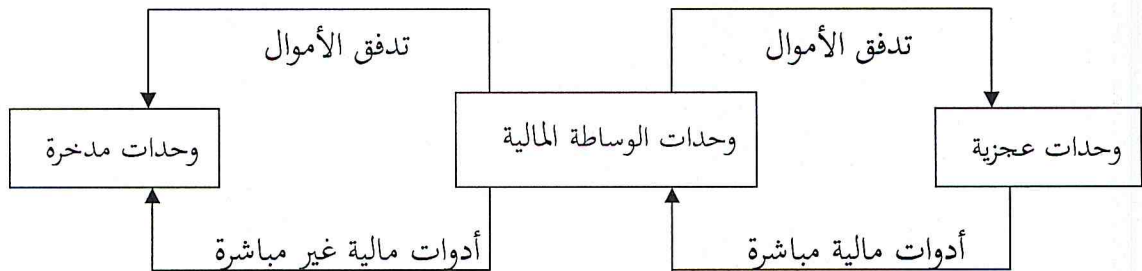
2- مكونات سوق رأس المال:

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين هما:

أ- سوق رأس المال الغير مباشر (التمويل الغير مباشر):

إن الصعوبات التي يواجهها المدخر و المقترض في التمويل المباشر هي التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشرة والتي يتم من خلال انتقال الأموال بطريقة غير مباشرة من الوحدات المدخرة إلى الوحدات العجزية وذلك بتدخل الوسطاء الماليين كالبنوك التجارية وشركات التأمين وجمعيات الادخار و الاقتراض وغيرها من مؤسسات الوساطة و لتوضيح تدفق الأموال في قناة التمويل غير المباشر نستخدم الشكل التالي:

الشكل (01-02): دور سوق رأس المال غير المباشر



المصدر: نزار سعد الدين العيسي، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 92.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

يظهر من الشكل بأن مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات المدخرة إلى وحدات العجز، فهي تقبل أو تشتري أدوات مالية مباشرة و تسمى بالأدوات المالية الأولية من الوحدات العجزية لقاء منحها المبالغ التي تحتاجها، وهي العملية الموضحة في الجزء الأيمن من الشكل. و بنفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة تسمى بالأدوات غير المباشرة أو الثانوية و التي تبيعها إلى الوحدات المدخرة بالمبالغ المتفق عليها في عملية أخرى و التي تظهر في الجزء الأيسر من الشكل، و بطبيعة الحال لا يشترط تزامن العمليتين أو تساوي مبالغها الكلية أو دفعاتهما الجزئية، فمؤسسات الوساطة عادة تمنح قروضا بمبالغ كبيرة تحتاجها المؤسسات المستثمرة و تقبل من المدخرين دفعات أصغر و حسب إمكانياتهم المحدودة و بما أن الأدوات المالية التي يصدرها الوسطاء و تقبلها الوحدات المدخرة لا تمثل حقا مباشر على المقترض الأخير أو الوحدات العجزية فقد سميت هذه القناة التمويلية بالتمويل غير المباشر و الذي تشكل الوساطة المالية الحلقة الأساسية فيها¹.

ب- سوق رأس المال المباشر (سوق الأوراق المالية):

-تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا و شراء، و تمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية

التي تعاني من العجز المالي، و يعكس وجود أسواق الأوراق المالية قواعد عدة تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) و مشتري الأوراق المالية (المستثمرين)².

-يعرف بأنه مكان لتداول الأسهم و السندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العامة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع و تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية.³

سوق الأوراق المالية يتكون من نوعين: السوق الآجلة و السوق الفورية

¹-عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، نفس المرجع السابق، ص: 92-93 .

²-عاطف وليم أندوراس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 21 .

³-محمد الصبري، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 35 .

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

-السوق الآجلة:

يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية Future Contracts وهي تتعامل أيضا في الأسهم و السندات، ولكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة و تسليمها في تاريخ لاحق و الغرض من وجود هذه السوق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر Price risk مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية و خاصة الأسهم¹.

-تعرف السوق الآجلة بسوق المشتقات المالية و ذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار أدوات من (أو تأثيرها ب) أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم و السندات)، وهنا عندما تبدأ أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلا مقارنة بأسعار السائدة للأسهم فإن الأخير تباع لتشتري المشتقات كفرصة استثمارية بديلة².

-السوق الحاضرة:

-وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل الأسهم و السندات وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، و هنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة و ذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها³.

-السوق الحاضرة هي تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم و السندات) و يتم تسليمها و تسليمها فور إتمام الصفقة⁴.

و ينقسم السوق الحاضر إلى:

*السوق الأولية(سوق الإصدار):

-هي عادة سوق منظمة، حيث تنظم السلطات المختصة في الدولة-بقوانين و لوائح- أسلوب إصدار الأوراق المالية و الجهات التي يرخص لها بذلك و شروط الإصدار و المستثمرين و المدخرين الذين يشترون

¹-عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص ، سوق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 11 .

²-هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 65-66 .

³-عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 11 .

⁴-منير إبراهيم الهندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 07.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

تلك الأوراق ويصل تنظيم سوق الإصدار إلى أقصى درجاته عند إتباع أسلوب الاكتتاب العام، حيث تحرص السلطات العامة على حماية الادخار و المحافظة على حقوق المدخرين¹.

- يقصد بسوق الإصدار السوق الذي تخلقه مؤسسة مختصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة الأعمال أو جهة حكومية و عادة ما يطلق على هذه المؤسسة "بنكير" أو بنك الاستثمار².

* السوق الثانوية (سوق التداول):

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق على هذا السوق بالبورصة³.

- هو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية المصدرة مسبقاً، حيث يجري فيه تبادل ملكية الأوراق المالية، ويتم ذلك من خلال إبرام صفقات تبادل في القاعدة أو في شركات الوساطة أو في مكاتب السوق⁴.

- تتخذ السوق الثانوية شكلين هما السوق المنظمة و السوق الغير منظمة:

- السوق المنظمة:

- وهي على عكس الأسواق الغير منظمة، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق⁵.

- وهي السوق المنظمة وهي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية، والبورصة هي المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء، ووفق إجراءات و قوانين و نظم محددة⁶.

¹- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009، ص: 25.

²- علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص: 101.

³- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

⁴- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان، 2013، ص: 43.

⁵- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، سوق المال و تمويل المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

⁶- زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، دار الفانس للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص: 45.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

وتتصف هذه السوق بالآتي¹:

-وجود مكان محدد للتعامل بالأوراق المالية.

-وجود إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية.

-يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق لقواعد معينة.

-السوق الغير منظمة:

-يطلق مصطلح الأسواق الغير منظمة على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين².

-يطلق مصطلح الأسواق الغير منظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة، ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة أي أن هذا السوق يعتبر أسلوبا لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات³.

-هناك أسواق فرعية من الأسواق الغير منظمة وهي السوق الثالث و السوق الرابع.

-السوق الثالثة:

-هي قطاع من السوق الغير منظمة تتكون من بيوت السمسرة من غير اعضاء أسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل من الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، و بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء و البيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أمل جمهور العملاء في هذه السوق فهي مؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات، و الأصول المؤمل عليها التي تديرها البنوك التجارية⁴.

¹- زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، المرجع نفسه، ص: 45.

²- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 100.

³- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

⁴- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

-السوق الرابعة:

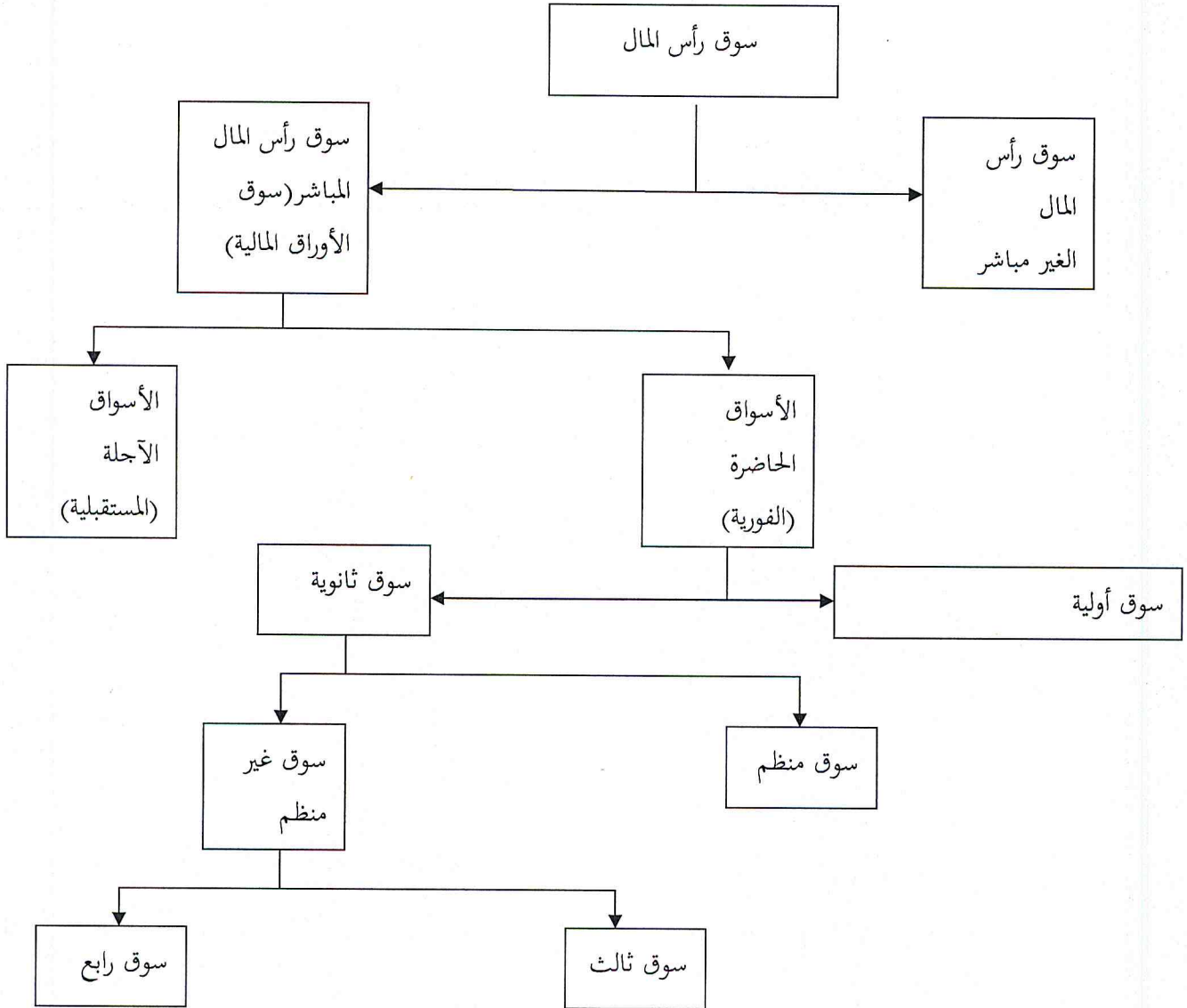
ويقصد بها المؤسسات الكبرى و الأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسة، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التلفونات و الحسابات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وتكلفة أقل¹.

-ومن خلال ما تم ذكره يمكن تلخيص أهم تقسيمات سوق رأس المال في الشكل الموالي:

¹-زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية و المالية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص: 257.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

الشكل (01-03): مكونات سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد علي محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات،

أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2005، ص: 45 .

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق النقد وسوق رأس المال

يتم التعامل في الأسواق المالية عن طريق أدوات مالية أو ما يسمى بالمنتجات المالية و هي تختلف باختلاف الأسواق المالية

أولاً: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

تتوفر في السوق النقدي مجموعة من الأدوات أهمها:

1-أذونات الخزينة: تمثل أكثر أدوات السوق النقدي تداولاً وتشكل بحد ذاتها المعيار الذي تقاس عليه عوائد بقية أدوات السوق النقدي، فالمستثمر يشتري أذونات الخزينة بخصم عن قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق، ويشكل الفرق بين دفعة المستثمر وما قبضه، العائد على الاستثمار ويتولى المصرف المركزي إصدار أذونات لحساب خزينة الدولة (وزارة المالية) فهي أداة دين حكومية وتصدر بصيغة كاملة¹.
-تمتاز أذونات الخزينة بسعر فائدة مميز و سهولة وتنوع في تواريخ الاستحقاق زيادة عن ضمانتها من الدولة².

2-شهادات الإيداع القابلة للتداول: يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق على الشهادة³.

3-الكمبيالات المصرفية: تمثل تعهداً كتابياً بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد المصارف، ويمكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد (الذي يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد) حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، يبيعه بدوره لطرف ثالث، وهكذا، وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقرض الأصلي) وإذا ما فشل في ذلك يمكنه حينئذ الرجوع إلى المصرف الذي قبل التعهد من البداية⁴.

¹-هزاع مفلح، التمويل الدولي، مديرية الكتب و المطبوعات الجامعية، حلب، 2007، ص: 142.

²-بجراز يعدل فريدة، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 122.

³-محمد عوف عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 125.

⁴-محمد عوف عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، المرجع نفسه، ص: 125.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

4- الأوراق التجارية: وهي إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات الغير مصرفية، وحيث أن أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيراً ففي العادة يفضل معظم حائزيها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد على أن يقوموا ببيعها ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفاً نسبياً الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها في العادة لتقلبات كبيرة¹.

5- اتفاقيات إعادة الشراء: هي قروض قصيرة الأجل، عادة باستحقاق لا يتجاوز أسبوعين وتمثل أذونات الخزينة مقابل الوفاء حتى يستلم المقرض هذه الأصول إذا لم يتم المقرض بسداد القرض².

ثانياً: الأوراق المتداولة في سوق رأس المال:

1- الأسهم:

أ- تعريف السهم: هناك عدة تعاريف للسهم نذكر منها:

- يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم حسب الأحوال ويتضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من الأسهم³.

- السهم هو حق المساهم في شركة الأموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتنازل وفقاً لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء⁴.

¹- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 134.

²- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود و البنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 99.

³- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 20.

⁴- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومن للنشر و التوزيع، بوزريعة، الجزائر، 2005، ص: 21.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

ب- خصائص السهم: هناك مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السهم كورقة مالية، يمكن إيجاز أبرزها بالنقاط التالية¹:

- التمثيل: والمقصود به الناحية التمثيلية للسهم، فهو صك يمثل ملكية لحصة شائعة من موجودات الشركة، وله تمثيل نسبي لنفسه.

- التنوع: ما دام أن السهم عبارة عن حصص، فليست كل هذه الحصص واحدة، فهناك الأسهم النقدية والأسهم العينية، والأسهم النقدية تنوع إلى الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

- التماثل: أي أن كل سهم يمثل وحدة واحدة من الحصة الشائعة من الموجودات، ويقصد به أن الأسهم على تنوعها فهي ترد عند تنظيمها وإصدارها إلى قيمة اسمية واحدة، فالمالك للسهم الواحد ليس له حصة أكثر أو أقل من المالك الآخر لنفس السهم، ويترتب على ذلك التماثل في الحقوق والواجبات بين أصحاب العدد المماثل من الأسهم- عدا الأسهم الممتازة-.

- التحول: أي أن الأسهم قابلة للتحويل من نوع إلى آخر، فيمكن أن تتحول الأسهم الممتازة إلى عادية، ويمكن أن تكون هي أيضا متحوّلة من أصول مديونية إلى أصول ملكية.

- التسعير: أي قابليتها لتقييم والتسعير بأكثر من قيمة، فيمكن أ، تسعر بقيمة اسمية أو سوقية أو حقيقية أو تفاوضية، بحسب مكان وأطراف التداول.

- التداول والتسييل والمرونة: فهي ليست أصولا عينية أو حقيقية يصعب تداولها أو تناقلها أو تسيلها، وإنما هي صكوك مالية يمكن تداولها وتسييلها بمرونة كافية سواء في البورصة أو خارجها، بحسب احتياجات الراغبين بالاستثمار.

- التصرف: ويقصد به أنها قابلة لكافة أنواع التصرفات المالية الأخرى، وليست حصرا على التصرف بالبيع والشراء، فيمكن رهنها، أو إقراضها، أو وقفها، أو الوصية بها فضلاً عن إهدائها، وغير ذلك....

¹ - محمد وجيه حني، تحويل بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2010، ص ص: 47-49.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

- التماسك: أي عدم قابليتها للتجزئة، فالسهم لا يقسم إلى أجزاء الرقم الواحد، بمعنى لا يوجد سهم ورع ونصف، وفي حالة الشراكة في السهم الواحد لأسباب معينة فيجب على الشركاء تقديم أحدهم ليمثلهم أمام الشخصية المعنوية والقانونية للشركة.

ج- أنواع الأسهم:

يوجد العديد من أنواع الأسهم في البورصة مثل (أسهم العادية، والمجانية والممتازة، وأسهم الخزينة، والمقيدة وغير المقيدة) ويمكن التمييز بين كل هذه الأنواع في البورصة كما يلي:¹

-**الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، تعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحًا، وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.

-**الأسهم المجانية:** هي توزيعات تقوم بها الشركة تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات في صورة أسهم عادية، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة، والمتولد عنها احتجاز أجزاء من أرباح الشركة، وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.

- **الأسهم الممتازة:** وهي فئة من الأسهم التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

- **أسهم الخزينة:** هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق عملية الشراء من خلال بورصة الأوراق المالية، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعها أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.

¹- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص ص: 100-101.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

- **الأسهم المقيدة:** القيد عبارة عن تسجيل وتصنيف السهم في البورصات سواء المحلية أو العالمية، وذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد، وذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من عملية القيد هذه، والأسهم المقيدة تعني أسهم الشركة المقيدة في البورصة، وجميع البورصات العالمية لديها قواعد وشروط.

- **الأسهم الغير مقيدة:** هي الأسهم التي تتقدم بطلب قيدها بالبورصة أو لا تستوفي معايير وشروط القيد بالبورصة فهي أسهم غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو البورصات العالمية.

- **الأسهم المميزة:** هي أسهم الشركات ذات الجودة والمصدقية والقدرة على تحقيق نتائج جيدة في معظم الأوقات.

2- السندات:

أ- **تعريف السند:** هو التزام مالي تعاقدى مكتوب، يتعهد بموجبه المقرض "Borrower" المصدر للسند تقديم مدفوعات إلى المقرض "Lender" المحتفظ بالسند، والتي هي فائدة "Enterest" تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ.¹

- يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.²

ب- **خصائص السندات:** تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:³

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره.
- إصدار السند يعطي الشركة فرصة الحصول على أموال دون الدفع من رأسمالها.
- للسند قيمة اسمية، معدل فائدة وتاريخ الاستحقاق.
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية وثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة.

¹ - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

² - محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2000، ص: 08.

³ - بورياج محمد أمين، بسوف محمد أمين، مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسير، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2010-2011، ص: 12-13.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها ولا التدخل في الإدارة والرقابة.

- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.

- السند يمكن أن يكون مضمون بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها.

- يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من القيمة الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار.

- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة.

- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند.

- قابلية السند للتداول حيث يحق لمالكه بيعه للغير.

ج- أنواع السندات:

تنقسم السندات إلى الأنواع التالية:¹

- من حيث جهة الإصدار:

* حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

* الغير حكومية: تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

- من حيث مدة الأجل:

* قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيًا

* متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيًا.

* طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيًا.

¹-فصل محمود الشراورة، الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008، ص ص: 77-

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

- من حيث الشكل:

* باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

* باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام و لا يذكر فيها اسم المستثمر.

- من حيث الجنسية:

* محلية: تصدرها المؤسسات الوطنية لصالح مقترضين أجنب و يتم التداول عليها أيضا في الداخل.

* دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين التي يصدرها البنك الدولي.

- من حيث الضمان:

* مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على

الوفاء بالتزاماتها.

* غير مضمونة: لا تعطي لحاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو

حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

- من حيث طبيعة الفائدة:

* فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة.

* فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة.

- من حيث قابلية التحويل:

* قابليتها لتحويل: تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

* غير قابلة لتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

3- الفرق بين الأسهم والسندات:

جدول (1-1): يوضح الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
- السند يمثل جزء في قرض أو دين على الشركة أي حامل السند يعتبر أحد مقرضي أو دائني الشركة	- السهم جزء من رأس مال شركة أي أن حامل السهم يعتبر ضمن ملاك الشركة
- تلتزم الشركة برد قيمة السند في موعد استحقاقه المحدد	- لا تلتزم الشركة برد قيمة السهم إلا في نهاية عمر الشركة أو عند تصفيتها ولا يسمح برده خلال عمرها
- يحصل حامل السند على فوائد بمعدلات ثابتة في مواعيد محددة سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر لأن حامل السند يعتبر ضمن الدائنين	- لا يحصل حامل السهم على عائد إلا في حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع وإعلان الشركة عن هذه التوزيعات
- إذا تعرضت الشركة للتصفية فإنه يتم سداد قيمة السندات قبل الأسهم	- عند التصفية لا تسدد قيمة الأسهم إلا بعد ساد جميع الالتزامات التي تقع على عاتق الشركة
- يمكن للشركة إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخخص إصدار	- يمكن لشركة إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بعلاوة إصدار ولكنها لا تصدر بخخص إصدار
- لا يحق لحامل السند أن يشترك في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعيات	- يحق لحامل السهم أن يشترك في إدارة الشركة عن طريق حضور الجمعيات

المصدر: محمد عبد الحميد عطية، الاستثمارات في البورصة، دار التعليم الجامعي لطباعة والنشر والتوزيع، أسكندرية، مصر، 2011، ص: 51.

- المشتقات المالية: وهي عبارة عن أدوات أو معاملات مالية تشتق قيمتها من قيمة أخرى، ويتم التعامل بقصد تعظيم الربحية أو تخفيض أعباء سوق المال الناجمة عن حدوث تغيرات مفاجئة في الأسعار.¹ وللمشتقات المالية أنواع سنتطرق إلى هذه الأنواع بالتفصيل في الفصل الثاني.

¹ - علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، 2012، ص- 179.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

المبحث الثالث: الأسواق المالية الأكثر تقدماً وسبل تفعيل الأسواق الأخرى

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم و لاسيما الدول الرأسمالية حيث تعتبر الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية الأقوى عالمياً و كذا الأسواق الأوروبية و اليابانية، و في المقابل هناك دول أخرى تسعى لتطوير أسواقها المالية.

المطلب الأول: الأسواق المالية الأكثر تقدماً

من أهم و أشهر الأسواق المالية في العالم هي الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، الأوروبية و اليابانية، و تعتبر السوق المالية الأمريكية الأكبر حجماً و الأكثر نشاطاً على المستوى العالمي، و من أبرز البورصات في هذه السوق بورصة نيويورك للأوراق المالية و في حين تعتبر بورصة لندن أهم المراكز المالية في أوروبا، و تحتل السوق المالية في طوكيو هرم الأسواق المالية و النشطة في آسيا

أولاً: الأسواق المالية الأمريكية

تقدم أمريكا مجموعة من الخدمات المالية من المستثمرين و المقرضين في العالم حيث يوجد فيها أكبر بورصات العالم

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياته و تأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، أيضاً على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، و يشهد على ما هو موجود في وول ستريت، و مجلس شيكاغو للتجارة و تتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات و الخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينات¹.

و تضم الولايات المتحدة الأمريكية 11 بورصة (سوق إقليمية للأوراق المالية) تتفاوت في حجمها و مدى تطورها، إلا أن هناك بورصتين وطنيتين أكثر نشاطاً و تطوراً هما بورصة نيويورك (سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE) و بورصة أمريكا (السوق الأمريكية للأوراق المالية AMEX)، و تعد بورصة نيويورك

¹ - عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 291.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

المركز الرئيسي في السوق المالية العالمية فهي أكبر مركز مالي دولي في العالم تليها كل من بورصة طوكيو و لندن¹.

تعتبر نيويورك المركز الرئيسي في السوق المالي العالمي وذلك بسبب الإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة الأمريكية، أحجام كبيرة لتراكم رأس المال، دور هام في العلاقات الاقتصادية الدولية، الوضع المتميز للدولار في النظام النقدي الدولي...².

ويبلغ عدد أعضائها حاليا (13366) عضوا، و يحكم أنشطتهم مجموعة من القواعد و الإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب (26) عضوا لمجلس المدربين للإشراف على البورصة، و يقوم بالإدارة الفعلية (12) عضوا فقط بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة (الرئيس التنفيذي و نائب الرئيس) أما بقية الأعضاء (12) فهو مديري عموم

-وتتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك:

-أن يكون للشركة مكاتنها في بورصة نيويورك.

-أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة و لها وضع مميز.

-أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع و النمو³.

تأتي البورصة الأمريكية للأوراق المالية في المرتبة الثانية و نجد بورصة نيويورك ويعمل الاثنان على المستوى القومي بالإضافة إليهما هناك عدد من البورصات الإقليمية تتواجد في بوسطن، و الوسط الغربي، و الباسفيك و فيلاديفيا، و تتشابه هذه البورصات في عملياتها و أنشطتها مع بورصة نيويورك و إذا كانت تختلف قليلا فيما يتعلق بأنشطة المتخصصين و درجة الأوتوماتيكية، كما تختلف عن بورصة نيويورك فيما يتعلق بإجراءات تنفيذ عمليات الخيارات و العقود المستقبلية⁴

¹-شاوش لمياء، دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم، دراسة حالة بورصة الجزائر، بحث لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود، مالية و بنوك، الجزائر، 2012-2013، ص:53.

²-مروان عطوف، الأسواق النقدية و المالية، ج1، مرجع سبق ذكره، ص:305.

³-رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سبق ذكره، ص:58.

⁴-صلاح محمد الشاوي، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص:67.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

وتتسم أسواق الأوراق المالية بالخصائص التالية¹:

-الكفاءة المرتفعة

-نظام معلومات مالية متقدم كتقارير البورصة و الربط الإلكتروني.

-القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية

-تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة و هيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية.

-يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.

-يتم تجديد و تطوير البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

ثانيا: السوق المالي الأوربي

تعتبر لندن مركز مالي أوربي و تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم، ولا يختلف مفهوم السوق المالي الأوربي عن مفهوم السوق المالي، و يمكن تعريفه كما يلي:²

-المقصود بالسوق المالي الأوربي سوق السندات الأوربية و تتكون من مجموعة من البورصات المحلية الأوربية أو بعبارة أخرى يتم تسجيل الإصدارات في بورصة أو أكثر من البورصات الأوربية و يتم التعامل في إصدارتها في أكثر من دولة مما يغلب عليها الطابع الدولي على الطابع المحلي.

-وهو ما يميز السوق المالي الأوربي عن البورصات المحلية أو الأسواق المحلية عدد من الأمور نذكر من أهمها ما يلي:

-لا يوجد مركز محدد للسوق المالي الأوربي و إنما يوجد في كل دولة من الدول الأوربية عدة مراكز و تكون هذه المراكز بمثابة مكونات لهذه السوق (السوق المالي الأوربي).

وتعتبر هذه البورصة من أكبر البورصات الأوربية و العالمية و يرجع ذلك لتداول سندات كبرى لشركات الأجنبية فيها حيث نجد أن معظم السندات الصادرة في السوق المالي الدولي مقيدة هناك، حيث بدأت لندن تكتسب أهميتها منذ بداية القرن التاسع عشر حيث خلقت أمستردام، ثم أخذت شهر لها تنتشر مع

¹-فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1998-1999، ص:115.

²-حسني علي خربوش، و آخرون، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، مرجع سبق ذكره، ص:184.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

نهاية القرن التاسع عشر و بداية القرن العشرين، حيث وصلت الإستثمارات الخارجية البريطانية إلى حدودها القصوى، كما أن الإسترليني في ذلك الوقت كان يتمتع بالمراكز الأولى بين العملات الرئيسية¹.
-فقد تركزت في لندن الإحتياطيات النقدية لدولة الإمبراطورية البريطانية و بعد أن تأسس السوق النقدي الدولي أخذت لندن تؤدي العمليات المالية و المصرفية لمختلف أنحاء العالم بعد الحرب العالمية الأولى بدأت تفتقد أهميتها كأشهر مركز دولي بسبب منافسة نيويورك لها، بالإضافة إلى أن الأزمة الإقتصادية الدولية كان لها تأثيرات سلبية على دور لندن².

ومن المراكز الأخرى المهمة التي تتكون منها السوق المالي الأوربي هي سويسرا، حيث يوجد فيها سبعة بورصات للأوراق المالية يأتي في مقدمتها بورصة زيورخ، و من المراكز المهمة الأخرى التي تتكون منها السوق المالي الأوربي فرنسا، إيطاليا، الدنمارك، النرويج، السويد، النمسا، بلجيكا و إسبانيا... الخ.³
توجد أسباب عديدة لنشأة السوق المالي و يمكننا إبرازها كالاتي:⁴

-ساعد قانون الضريبة المتساوية على الفوائد الصادرة في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1963 على إنشاء السوق المالي الأوربي و راجع ذلك لعزوف المواطنين الأمريكيان على شراء سندات الشركات الأجنبية التي تطرح في أسواق الأمريكية بسبب الضرائب المفروضة على فوائد هذه السندات مما يقلل من مكاسب التي يحصل عليها المستثمرين و بالتالي إقتطاع جزء كبير من الفوائد المحققة مما أدى إلى تقليص دور السوق المالي الأمريكي و بالتالي هروب المستثمرين الأجانب إلى السوق المالي الأوربي لإستثمار رؤوس أموالهم فيه
-حاجة السوق الأوربي إلى رؤوس أموال كبيرة و خاصة بعد الحرب العالمية الثانية مما يشجع المستثمرين الأمريكيان على تصدير الملايين من الدولارات لأعمار أوروبا
-فتح فروع لبنوك أمريكية لها في أوروبا نتيجة لقانون الضريبة المتساوية على الفوائد مما شجع قيام السوق المالي الأوربي

¹-حسني علي خربوش، و آخرون، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، مرجع سبق ذكره، ص:184-185.

²-مروان عطوف، الأسواق النقدية و المالية، مرجع سبق ذكره، ص:321.

³-حسني علي خربوش، و آخرون، نفس المرجع السابق، ص:185.

⁴-رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سبق ذكره، ص:50-51.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

ثالثاً: الأسواق المالية اليابانية

تعتبر بورصة اليابان من أهم البورصات العالمية وهي الأولى أسيويا تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم و أسواق السندات و التأمين و أسواق الإستثمار و رأس المال، يتم تداول أسهم شركات اليابانية في ثمانية بورصات محلية هي طوكيو أوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكو، كيوتو و سابورو، وقد شهدت بورصة طوكيو إرتفاعاً مستمراً و سريعاً منذ بداية السبعينات و هو ما صاحب الأداء المرتفع للشركات اليابانية و إنخفاض معدلات التضخم و ظهور الفائض في الميزان التجاري¹

وتتسم البورصات اليابانية بعدة خصائص نذكر منها.²

- إنخفاض المخاطر.

-تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات.

-إتجاه المتزايد نحو التسجيل و تداول الأوراق المالية الأجنبية.

-إتصالات فعالة بين البورصات اليابانية و البورصات الدولية.

-استقرار التداول في البورصات اليابانية.

-زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.

-انتشار الوعي الإستثماري.

-إتساع قاعدة الوعي الإدخاري لدى اليابانيين.

-تجديد و تطوير أدوات البورصات اليابانية.

-الإهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.

-تطوير أدوات السوق الأولي و الثانوي.

-مكثنة العمليات في البورصة.

-بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصة اليابانية.

¹-رسمية أحمد أبو موسى، نفس المرجع السابق، ص:60.

²-فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص:124-125.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

-وضع شروط للوسطاء الماليين للبورصات اليابانية.

-تحسين شروط تسجيل شركات البورصات اليابانية.

-تطوير أسواق السندات.

-إهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

المطلب الثاني: سبل تفعيل الأسواق المالية

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية جزء من عملية تطوير القطاع المالي و يحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة إقتصادية مساندة و تصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع

أولاً: من الجانب التشريعي و التنظيمي

وذلك من خلال:

-استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين و التشريعات و آلية العمل المناسبة و يأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.¹

-مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، يعتبر عاملاً محدد في نجاح أي سوق مالي ينشط في المحيط وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا تم وضع الآليات التشريعية والتنظيمية في قالب يسمح لها من إصدار كل النصوص التي تقتضيها المرحلة التي تم الوصول إليها وعليه فإن الاهتمام الدائم بتحديد دور الدولة على المستوى سوق الأوراق المالية، نوع الوسطاء في عملية البورصة وتحديد مجال عملهم ومنهجية تنفيذ الأوامر، إضافة إلى الرعاية المستمرة والدائمة لادخار الخاص بمستثمرين الصغار ومنحهم الحماية اللازمة وكذا

¹-رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، مقومات بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم 06، 2006، المعهد الوطني للتجارة، الجزائر، ص:38.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

تدقيق دور الرأسمال الأجنبي في السوق وكيفية تحفيزه وتفادي الأوجه التي يكون فيه هذا النوع من رأس المال خطر على البلاد.¹

ثانيا: من الجانب الاقتصادي و المالي:

- تطوير السوق المالي عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية وذلك من خلال:²
* تخفيض سعر الفائدة هذا ما يشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى سيولة أقل أي تحويل الودائع إلى أسهم وسندات)

* إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية

* تحفيز الادخار وذلك من خلال التبرية الادخارية ويقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرسميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها

* ضبط الاستهلاك: ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند المستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة تشجيع قيام شركات وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يقوم الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط السوق الأوراق المالية

¹ -محمد براق، بورصة القيم المتداولة و تمويل التنمية، بحث لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999، ص:41.

² -بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص ص:312-313.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

*عصرنة الجهاز المصرفي الذي يعتبر الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة.

-تطوير السوق المالي من خلال تنوع الأدوات المالية حيث يتغذى السوق المالي أساسا بإدخارات الأفراد والمؤسسات والتي يتم تعبئتها من خلال طرح أدوات مالية، فالأسواق المالية يجب أن تبدأ نشاطها بهذه الأدوات كي يتسنى لها خلق ديناميكية في المعاملات، لذا فالمستثمر تصبح لديه الخيارات اللازمة التي تسمح له بتوظيف أمواله في هذه الأسواق، ومن ثم يمكن إعتبار أن تنوع من هذه الأدوات يعد ميزة أساسية يجب أن تتميز بها الأسواق المالية لجلب الإستثمارات سواء محلية أو أجنبية.¹

-تطوير السوق المالي من خلال الإعلام الإقتصادي حيث نقصد بالإعلام الإقتصادي جميع القنوات و الوسائل التي تسمح بوصول المعلومات و نشرها على المتعاملين الذين يعتمدون عليها في بناء قراراتهم الاستثمارية المستقبلية، حيث تقوم وسائل الإعلام بدور هام يسمح بمراقبة وكشف الانحرافات والتقشير في مختلف النشاطات الإقتصادية، ومن ثم تحذير الجمهور عن أي إنحرافات صادرة من المتلاعبين بالأسعار في السوق المالي، لأن الكثير من المتلاعبين والمضاربين يلجئون إلى استخدام الإعلام بشكل غير مباشر في نشر بياناتهم الخاطئة من خلال تقديم معلومات في شكل مقالات أو تحقيقات صحافية أو تحاليل مالية... الخ.²

ثالثا: من الجانب الاجتماعي والثقافي:

الثقافة البورصية: إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور.³

¹-جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية- دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص: 72.

²-جمال الدين سحنون، المرجع نفسه، ص: 75-76.

³-محمد براق، بورصة القيم المتداولة و تمويل التنمية، مرجع سبق ذكره، ص: 421-422.

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية

خلاصة الفصل:

نستخلص أن الأسواق المالية هي مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد و الهيئات و المؤسسات التي لها فائض مالي إلى مثلتها التي تعاني من العجز المالي، فقد وجدت الأسواق المالية في الأساس لتشبع رغبات و حاجات المتعاملين، هذا و تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض و الطلب، فلكل نظام مالي متطور ثلاث أركان هي السوق و الأدوات و المؤسسات المالية، و لكل هذه الأركان مهام محددة، و من المملكة استقطاب جميع المستثمرين مهما تعددت أذواقهم و مقدار المال الذي يملكونه، و ذلك بوضع خطط متعددة لأنواع الأدوات المالية بعد ملاحظة المخاطر و العائدات المتحصل عليها و التعامل يكون بأقل تكاليف و تنوع الأسواق المالية مع تنوع الأدوات المالية.

إن من أكبر المراكز المالية السوق المالي الأمريكي فهو الأكبر حجما و الأكثر نشاطا كما كانت الو.م.أ دائما السبابة في الإبتكارات المالية و التقنيات المالية الأكثر شهرة و أهمية على المستوى الدولي و إلى جانب السوق الأمريكي نجد الأسواق الأوروبية التي لا تقل أهمية عنه، أين نجد سوق لندن للأوراق المالية الذي يحتل مركز الصدارة على الصعيد الأوروبي حيث عرف تطورا متلاحقا خاصة خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية كما يتمتع السوق المالي الياباني بأهمية كبيرة حيث تحتل بورصة طوكيو الرتبة الثانية على الصعيد العالمي.

و نظرا للدور الذي تلعبه الأسواق المالية كأسلوب حديث للتمويل أدركت بعض الدول ضرورة و أهمية إنشاء و تطوير مثل هذه الأسواق و توسيعها، ويعتبر تنوع الأدوات المالية و التي من بينها المشتقات المالية من بين عوامل تطوير هذه الأسواق فيما يلي سوف نتطرق إلى هذه الأدوات من بينها المشتقات المالية عرفت الأسواق المالية عدة أدوات مالية متطورة تتمثل في المشتقات المالية سنتطرق لهذا في الفصل الثاني

الفصل الثاني

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

تمهيد:

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات. وصاحب ظهور هذه الأدوات تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، مما حتم استعمال هذه الأدوات لغرض تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر كأدوات للمضاربة وتحوط، ومن ثم أولتها الجهات الرسمية عناية فائقة نظرا لما تحويه من منافع سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل أو تحسين معدلات العائد على الأصول، ولتجنب الضرائب والإجراءات الصارمة، ولعل أكثر المنافع التي تقدمها المشتقات هي حماية المستثمرين من مخاطر الأسواق الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة غير المتوقعة.

و فيما يلي سنتطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بالمشتقات المالية وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

المبحث الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية

المبحث الثالث: عقود الخيارات و عقود المبادلات

المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية و المالية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في أسعار السلع والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار صرف العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة، أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، ويطلق على هذه الأدوات المالية الجديدة بالمشتقات المالية.

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية ونشأتها

المشتقات المالية أخذت اسمها من حقيقة أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، تمثل في الحقيقة قيمة الأصول موضوع العقد، وسوف نتناول في هذا المطلب كل من مفهوم المشتقات المالية و نشأتها.

أولاً: تعريف المشتقات المالية

أعطي للمشتقات المالية العديد من تعاريف نذكر منها ما يلي:

1_تعريف صندوق النقد الدولي: المشتقات المالية هي "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول وكتعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري¹

يمكن تعريفها بأنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية خاصة بالنسبة للبنوك وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.²

¹-سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية، الأردن، 2009، ص:141.

²-صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

-تعرف المشتقات المالية بأنها أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة مشتقات مالية أخرى فمثلا خيار السهم هو مشتقة مالية، لأنه يستمد قيمته من قيمة السهم، ومبادلة أسعار الفائدة هي كذلك مشتقة مالية لأنها تستمد قيمتها من مؤشرات أسعار الفائدة.¹

-يمكن تعريفها "هي مجموعة الأدوات أو الأصول المالية التي تقدم عن طريق عقد أجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق"²

-المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادًا على أداء الأصل موضوع العقد.³

- من خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص مفهوم المشتقات بأنها هي أدوات ليست لها قيمة ذاتية بل هي عملية اشتقاق لأدوات مالية تقليدية كالأسهم والسندات، وليست أصولا مالية ولا عينية وإنما هي عقود يترتب عنها التزاما بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري أي يترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الأخر.

ثانيا: التطور التاريخي للمشتقات.

لقد شهدت صناعة المشتقات المالية نموا كبيرا و متسارعا، سواء على مستوى حجم تجارة هذه الأدوات أو على مستوى تنوعها، حيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية و السلع و المؤشرات و غيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على مستوى توسيع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

وقد كان أول استخدام للمشتقات المالية كان من طرف ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان، وذلك في شكل عقود آجلة يتم تداولها في أسواق غير منظمة، إذا أنهم طوروا أسلوبا يسمح بموجبه

¹-حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2012، ص:211.

²Christaindescamps-jacques saichet-Gestion Financier international-litec 1995 P 45.

³-طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، طبع، نشر، توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص:5.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

تداول إيصالات إنتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية¹.

إلا أن القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم و مؤطر في شكل قائمة و كان ذلك في اليابان في عام 1730م وفي عام 1848م أسست هيئة التجارة في شيكاغو Chicago Board Trade أول سوق منظمة للمستقبليات في الغرب، ثم تالت بعد ذلك في الولايات المتحدة، وفي العالم².

ومنذ ذلك الوقت وحتى ستيناتالقرن العشرين شكلت المواد الأولية الزراعية وحدها موضوع الصفقات لأجل على مستوى مختلف البورصات، و مع بداية السبعينات 1970 ظهرت منتجات جديدة عرفت بعمليات الصرف الآجل أو عقود الموافقة بالتراضي، و تم تداولها في أسواق غير منظمة³. بعدها ظهرت منتجات جديدة هي العقود الآجلة على العملات وهي عقود نموذجية يتم تداولها في الأسواق المنظمة تم إدراجها أول مرة في 1972 في سوق شيكاغو، وظهرت فيما بعد منتجات أخرى تتمثل في عقود المبادلة ثم عقود الخيارات عام 1973، وبعدها ظهرت مستقبليات معدل الفائدة في 1975، و في 1981 بداية استخدام مقايضات العملات و في 1982 مستقبليات المؤشرات، مقايضات معدل الفائدة و خيارات العملات، وسنة 1983 كانت بداية التعامل بخيارات المؤشرات و خيارات المستقبليات⁴. وقد شهدت المشتقات المالية تطورات كبيرة في الثمانيات واستمر هذا التطور بصورة كبيرة منذ التسعينيات.

المطلب الثاني: خصائص المشتقات المالية و أسواقها

بعدها قد كنا نعرفنا على مفهوم المشتقات المالية، لا بد لنا أن نتعرف على خصائص المشتقات و أهم الأسواق التي يتم فيها تداول هذه العقود و هذه الأسواق تدعى أسواق المشتقات.

¹ - سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص:16

² - سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية... نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشور للتدريب، الكويت، 2004، ص:33.

³ - سرارمة مريم، نفس المرجع السابق، ص:17 .

⁴ - سامي مباركي، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة LMD، كلية العلوم الاقتصادية و تجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2016، منشورة على الموقع:

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

أولاً: خصائص المشتقات المالية

على الرغم من تعدد واختلاف أدوات الهندسة المالية إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكرها فيما يلي:

- أن أدوات الهندسة المالية هي عبارة عن عقود مالية تصبح شروطها ملزمة للمتعاقدين حال الاتفاق عليها
- إنها تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) كأن يكون ورقة مالية أو مؤشراً مالياً أو أي موجود آخر يكون محلاً للتعاقد ولذلك سميت بالمشتقات، أي أن هذه الأدوات لا تمتلك قيمة فعلية بحد ذاتها وإنما تستمد هذه القيمة أساساً من قيمة الموجود الذي يتم التعاقد عليه ثم تبدأ العوامل الأخرى في التأثير على قيمة هذه الأدوات مثل العرض والطلب وتاريخ الاستحقاق وغيرها من العوامل¹.

- تعمل كغطاء للتأمين من حيث تقليل المخاطر وذلك من خلال توفير الحماية منها
- تقليل كل من تكاليف المعاملات في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية إلى جانب معالجة المعوقات الإدارية ومجالات عدم الكفاءة

- استخدام المشتقات بهدف المضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات وكذا استخدامها بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ استحقاق العقد.²

- استخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية
- استخدامها من خلال إستراتيجية استعمال الخيارات لتوفير الرافعة المالية في محفظة البنك الدولية المتوازنة
- تعتبر عنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات³

¹-هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الورقة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص:104 .

²-قايدخي خميسي، بن خزناني أمينة، دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق دراسة تحليلية 2009-2013، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة برج بوعريش، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014، ص:09.

³-عقبة نصيرة، لحسن دردوري، دور المشتقات المالية في تجميع الموارد المالية للبنوك و الصناعة المصرفية الجزائرية، بحث مقدم إلى ملتقى صفاقس الدولي الرابع للمالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2009، ص:08.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

ثانيا: أسواق المشتقات المالية

يتم التعامل في أدوات المشتقات من خلال أسواق المشتقات، هذه الأخيرة تكون إما منظمة أو غير منظمة.

1- السوق المنظمة¹:

وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كذلك المتعلقة بالتسليم و التسوية و الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل.

إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود و تتضمن تغطية مخاطر الطرفين، و تحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة.

للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف البورصة.

2- السوق غير المنظمة:

تعرف هذه السوق بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، وذلك لأن الصفقات في مثل هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين²، ولا تخضع لأي رقابة و لا تملك غرفة مقاصة، مما يجعل العمليات فيها غير منظمة و غير نمطية، و القرار فيها يتخذ بشكل مشترك بين الطرفين المعنيين و لا تتطلب وضع أي هامش ضمان، أي أنها مهيكلة حسب إدارة الطرفين، وهذا يعتبر أمرا إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر هذا سلبية عامة تتصف بها هذه الأسواق³.

¹ - سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الواجهة القانونية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، 2001، ص: 466.

² - بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 17.

³ - سحنون محمود، محسن سمير، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، مداخلة من الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 4.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

وكون أن الصفقات التي تجري في هذه الأسواق غير منظمة و متروكة للتفاوض فهذا يطرح عدة مشاكل من بينها تركيز المخاطر نتيجة لعدم الشفافية التي تحيط بالصفقات و التي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر و تعريض النظام المالي للانحيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية¹.

المطلب الثالث: فوائد المشتقات المالية ومتعاملون فيها

تتميز المشتقات المالية بفوائد تشجع الكثير من المضاربين على التعامل بها كما لها متاجرين يتعاملون بها و سوف نتطرق إلى فوائد المشتقات و أهم أنواع المتاجرين فيها

أولاً: فوائد المشتقات

للمشتقات المالية عدة فوائد نذكر منها مايلي:²

- ابتداء طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية، بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.
- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة، من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات خدماتها وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات لتحوط المضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.
- قيام مدير المحفظة بشراء خيار في سوق العملات لكي يحميه، ولغاية سقف معين من الأسعار، من احتمال التعرض لتقلبات غير مواتية في أسعار العملات الأجنبية وقد يؤدي شراء هذا الخيار إلى تقليل

¹- بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 17 .

²- عدنان الهندي، وآخرون، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 1996، ص: 19-20 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

تحقيق المكتسبات الناشئة عن شراء أسهم أجنبية، ولكنه يسمح مع ذلك بتحقيق نتائج إيجابية للأموال المطلوب استثمارها.

- قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة والغرض من هذه العملية هو إما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة (وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة) في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبئ مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.

- شراء المستثمرين (ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة) لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم، لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً (وذلك بعد تحسين أوضاع الشركة آنذاك)، ولكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذا ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية أقل من مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار أو الصك.

- تقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

ثانياً: المتعاملون في المشتقات المالية

إن التعامل بالمشتقات المالية في أسواق المشتقات غير متاح للجميع، بل يقتصر على فئات معينة تتمثل في:¹

1- المتحوطون:

المتحوطون في أسواق المشتقات هم المستثمرون في عقود المشتقات وهم إما مشترون أو بائعين لتلك العقود، وهم الذين يتعرضون لمخاطر التغيرات السعرية للأصول محل التعاقد ويرغبون في تغطيتها، فالمستثمر يكون عرضة لمخاطر انخفاض أسعار تلك الأصول إذا كان يمتلك الأصل أو ينتجه لذلك يهتم المتحوطون بتخفيض تلك المخاطر أو تجنبها كلية من خلال استخدام أسواق المشتقات وذلك بإبرام عقد بيع مستقبلي أو عقد أجل أو شراء (خيار البيع).

¹ مؤيد عبد الرحمان الدوري، وآخرون، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار إتراف للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص ص: 34-35.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

ومن ناحية أخرى قد يتعرض مستثمر آخر لمخاطر ارتفاع أسعار تلك الأصول إذا كان مستخدماً لذلك الأصل أو يتوقع حاجته إليه، ويستطيع المتحوط في هذه الحالة أن يخفض تلك المخاطر أو تجنبها كلية باللجوء إلى استخدام أسواق المشتقات وذلك بإبرام عقد شراء مستقبلي أو شراء عقد أجل أو شراء (خيار شراء).

2- المضاربون:

المضاربون هم لا يمتلكون الأصل محل التعاقد ولا يرغبون في امتلاكه، والدافع من تعاملاتهم في أسواق المشتقات فهو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح، ولذلك هم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو يراهنون على أن السعر سينخفض، وبناءً على تنبؤاتهم يدخلون في هذه الأسواق إما مشترين أو بائعين لعقود المشتقات فإذا كانت توقعاتهم تشير إلى ارتفاع أسعار الأصول محل التعاقد فإنهم يشترون عقود أجل، وعقود المستقبلية وعقود الخيارات، أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن أسعار الأصول محل التعاقد سوف تنخفض فإنهم يبيعون عقود أجل وعقود المستقبلية وعقود الخيارات، ويمثل المضاربون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق المشتقات وأن وجودهم في تلك الأسواق يسهم في المحافظة على كفاءتها كما سيكشف عن ذلك لاحقاً.

-المراجحون:

تنشأ المراجعة عندما يباع الأصل بأسعار مختلفة في الأسواق المتعددة، والمراجحون هم الأشخاص الذين يقومون بمعاملات المراجعة، وهم يشترون الأصل بسعر منخفض من سوق (أ) ويبيعونه في نفس الوقت بسعر أعلى في سوق (ب) وبذلك يحققون الأرباح.

المبحث الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

تتعدد أنواع المشتقات التي يتم تداولها، ومن أهم هذه الأنواع العقود الآجلة و المستقبلية تختلف هذه الأخيرة فيما بينها من حيث المفهوم، الأنواع و الخصائص

المطلب الأول: العقود الآجلة

العقود الآجلة تعرف كذلك بالعقود الأمامية وهي نوع من أنواع المشتقات المالية التي يتم من خلالها بيع وشراء الأصول، وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم العقود الآجلة، أنواعها و خصائصها.

أولاً: مفهوم العقود الآجلة

-عبارة عن اتفاق بين طرفين البائع والمشتري لتبادل أصل في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في الوقت الحالي.¹

-هو عقد بين المشتري والبائع يلتزم بموجبه البائع بتسليم كمية من السلع بسعر معين في زمان محدد ومكان محدد ويلتزم المشتري بالاستلام بنفس الشروط، والسلعة من الممكن أن تكون سلعة حقيقية كالذهب أو الفضة أو القطن أو البن أو أوراق مالية كالسندات أو الأسهم المبالغ محددة من العملات الأجنبية.²

-يعرف العقد الآجل بأنه اتفاق بين طرفين احدهما مشتريا للعقد والآخر بائعا له يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من أصل بتاريخ في المستقبل، في مكان محدد وبسعر محدد يتفق عليه مسبقا بتاريخ التعاقد.³

ثانياً: أنواع العقود الآجلة

يمكن تصنيف العقود الآجلة إلى مايلي⁴:

¹-محمد الحناوي، و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص: 235 .

²-غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص: 266 .

³-مؤيد عبد الرحمان الدوري، و آخرون، إدارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 215 .

⁴-بن رجم محمد خميسي،المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، العدد 81، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص ص: 5-6.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة:

وتستخدم هذه العقود أيضا في حماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحق تاريخ التنفيذ.

2- العقود الآجلة لأسعار الصرف:

وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ أجل وسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تلبيته حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا.

ثالثا: خصائص العقود الآجلة

مهما كان نوع العقد الآجل فكلها تتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية:¹

- المرونة: وهذا يعني أن كلا من الطرفين يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة.

- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخص آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.

- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.

- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

¹ - بلعزوز بن علي، إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة شلف، الجزائر، 2009-2010،

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

المطلب الثاني: العقود المستقبلية

تشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة بدرجة كبيرة، و هي تعتبر امتداد و تطورا طبيعيا للعقود الآجلة، ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم العقود المستقبلية، أركانها، أنواعها و خصائصها.

أولا: تعريف العقود المستقبلية

ويمكن تعريفها كما يلي:

-أنها عقود تعطى الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الأخر على الوفاء بالتزاماته¹.

-هي عبارة عن عقود مبنية على أدوات مالية تتغير أسعارها بتغير أسعار الفوائد، وهي بذلك تمثل التزاما قاطعا لشراء أو بيع أداة مالية محددة خلال تاريخ معين بسعر يحدد من خلال مزاد علني مفتوح في سوق مركزي منظم وأن شراء وبيع العقد المستقبلي هذا يكون مرهونا بتغير واحد هو سعره الذي يتغير يوميا على أرضية التعامل².

-عبارة عن اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يقضي بتسليم البائع أصل سواء سلعة أو أصل مالي في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في الوقت الحالي، أي وقت التعاقد³.

ثانيا: أركان العقود المستقبلية

1-السعر في المستقبل: **Future Price**: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

2-تاريخ التسليم أو التسوية: **Settlement or Delivery Date**: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل

¹-متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص:253.

²-وليد الصابي أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره، ص:156 .

³-محمد الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص:236 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

3- محل العقد: **Underlying** يقصد بمحل العقد الشيء المتفق علي بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي

قد يكون بضائع أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ¹

4- مشتري بالعقد: هو الطرف الملزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني

(البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

5- بائع العقد: **Seller** هو الطرف الملزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه

من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.²

ثالثا: أنواع العقود المستقبلية

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:³

1- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق

بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة

2- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشرات المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم

دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثابتة تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس

سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

3- عقود مستقبلية على سلع: هو مثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني

مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

¹ - محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، الطبعة الثانية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2010، ص: 354.

² - محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 418.

³ - بوعافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة العالمية الحالية، مداخلة في المنتدى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العلمية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 11-13.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

رابعاً: خصائص العقود المستقبلية

- تتمتع العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيح أهمها فيما يلي:¹
- يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذا لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ رغم أنه قد يكون مرتفعاً.
 - يتم التعامل بها من خلال المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء بيوت المقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات اليومية التي تتم بين طرفي العقد، وبهذه العقود لا يتم إلا من خلال بيوت السمسرة.
 - يجب أن تتوفر في السلع التي تحرر عليها العقود المستقبلية مجموعة من الشروط لكي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية، ومن أهم هذه الشروط ما يلي:
 - أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد مستقبلاً.
 - أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية الموجودة.
 - أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.
 - أن يكون هناك طلب نشط على السلعة بما يتحقق السيولة لسوقها.
 - تعتبر خاصية الرفع المالي سمة أساسية في العقود المستقبلية، إذا أنه بالمقارنة مع السوق الحاضر نجد أن هذا الأخير يلزم المشتري بالدفع فوراً أو سداد جزء من قيمة العقد مع وجوب دفع فوائد على المبلغ المتبقي الذي يعتبر بمثابة دين عليه، أما في سوق العقود المستقبلية فلا وجود لمثل هذا الالتزام، وذلك على أساس أن العقود المستقبلية يتم فيها التسليم في تاريخ لاحق، ومن ثم تنتفي فكرة وجود دين في ذمة المشتري كما أنه في سوق العقود المستقبلية يتم دفع هامش صغيراً جداً مقارنة بالهامش الذي يدفع في السوق الحاضر.
 - عند تنفيذ العقد المستقبلي تكون هناك ثلاث حالات، يمكن أن تحدث واحدة منها وهي:
 - الحالة الأولى: يكون سعر الأصل محل التعاقد أكبر من سعر التنفيذ، عندما سيحقق مشتري العقد المستقبلي (صاحب المركز الطويل) أرباحاً تساوي الفرق بين السعرين، عندما الأرباح تساوي بالضبط خسارة بائع العقد المستقبلي (صاحب المركز القصير)

¹-هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 76-79.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

-الحالة الثانية: يكون سعر الأصل محل التعاقد أقل من سعر التنفيذ، عندها سيحقق بائع العقد المستقبلي أرباحا تساوي الفرق بين السعرين، وهذه الأرباح تساوي بالضبط خسارة مشتري العقد المستقبلي.

-الحالة الثالثة: يكون سعر الأصل محل التعاقد مساوي لسعر التنفيذ، عندما لن يحقق أي من طرفي العقد أية أرباح أو خسائر.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب العقد الآجل والمستقبلي وأوجه اختلاف بينهما

بعد التعرف على العقود الآجلة والمستقبلية يمكن التوصل إلى أنهما يوفران للمتعاملين فيهما جملة من المزايا ويتضمنان في نفس الوقت مجموعة من المآخذ، وبالرغم من التقارب الكبير بينهما إلا أن هناك اختلافات جوهرية بينهما، ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى مزايا و عيوب كل من عقود الآجلة والمستقبلية و أهم الاختلافات بينهما.

أولا: مزايا وعيوب العقد الآجل

ويمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم(02-01): مزايا وعيوب العقد الآجل.

المزايا	العيوب
1- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية	1- لا تخضع لنظم السوق المنظمة
2- حجم العقد مرن	2- العقد قد يصعب إلغائه
3- موعد التنفيذ مرن	3- قد تتضمن شروط جزائية
4- وقت التعامل غير محدد بوقت معين	4- مخاطر ائتمانية كبيرة
5- لا يتطلب وجود هامش	

المصدر: جليل كاضم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية و أدواتها المشتقة، دار المنهجية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، بدون سنة، ص:50.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

ثانيا: مزايا وعيوب العقد المستقبلي

وتتلخص فيما يلي:

جدول رقم (02-02): مزايا وعيوب العقود المستقبلية

المزايا	العيوب
- العقود المستقبلية هي عقود نمطية مما يسهل تداولها في الأسواق المنظمة.	- وجود متطلبات الهامش.
- أسواق المستقبلية تتمتع بالسيولة العالية مما يمكن بيع العقود بسهولة ودون خسائر كبيرة.	- محدودية ساعات التعامل في السوق النظامية التي يقتصر بيع وشراء المستقبلية فيها، ومن ثم فإن التعامل سيكون محدود بأعضاء السوق فقط.
- إمكانية فتح وغلق المراكز بسهولة .	- فرض حدود دنيا وعليا لأسعار العقود يؤدي إلى صعوبة التسييل والبيع في المدى القصير.
- وجود غرفة المقاصة يقلل من المخاطر الائتمانية.	- لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط من طرف البورصة.

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 68-69.

ثالثا: الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

جدول رقم (03-02): الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- نوع العقد	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة
- ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري البائع في نهاية مدة العقد	تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي للتغيرات الشيء محل العقد ولذلك فإن تسوية نقدية فعلية سوف تحدث بين البائع والمشتري استجابة لملاحظات التحركات السوقية في أسعار العقد.
- تسليم الأصل محل التعاقد	هناك شروط ومواصفات للتسليم ويتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	هناك شروط ومواصفات للتسليم ولا يتم عادة إنهاء العقد بالتسليم للأصل أو

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

<p>الشيء موضوع التعاقد وفي حقيقة الأمر فإن نسبة لا تتجاوز 2 من العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم.</p>		
<p>تم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، وذلك فإن العقود المستقبلية تترتب عليها تدفقات نقدية قصيرة الأجل حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ من المال) أكل من المشتري والبايع وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد فمع كل تغير في السعر يحقق أحد الأطراف مكسب يضاف للهامش ويجوز سحبه ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب</p>	<p>لا تتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي</p>	<p>-تسوية المكاسب و الخسائر لأطراف العقد</p>
<p>*غرفة المقاصة تكون هي الطرف الأخر من أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له وأيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.</p>	<p>*نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. *عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية واحدة وعملائها. *لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهما</p>	<p>-ضمانات التنفيذ الالتزامات الواردة في العقد</p>

المصدر: شفيري نوري موسى، وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص ص: 230-

.231

المبحث الثالث: عقود الخيار وعقود المبادلات

تتعدد أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، حيث تعد عقود الخيار والمبادلات من أكثر الأنواع تداولاً في هذه الأسواق ومن خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على هذا النوعين وأهم خصائصهما وأنواعهما ومزايا وعيوب كل عقد وأوجه الاختلاف بينهما

المطلب الأول: عقود الخيارات

تمثل الخيارات إحدى أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وهي تعتبر بديل عن المتاجرة المباشرة، وفي هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم الخيارات، أنواعها وخصائصها.

أولاً: تعريف عقد الخيار

- "الخيار هو ورقة مالية مشتقة ليست لها قيمة بحد ذاتها، فقيمتها مستمدة من قيمة الورقة المالية الأصلية محل الاختيار"

- الخيار بأنه حق في الشراء أو البيع لورقة مالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مقدماً، أو أن يكون حق الشراء أو البيع في تاريخ محدد وليس خلال الفترة، ويدفع المستثمر نتيجة حصوله على هذا الحق مبلغاً كعلاوة.¹

- الاختيار هو عقد يعطي لحامله حق (وليس التزام) بشراء أو بيع أوراق مالية معينة بسعر معين، محدد مسبقاً يطلق عليه سعر التعاقد أو سعر الممارسة أو التنفيذ. ولفظ اختيار يعني أن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، وهذا الحق يحصل عليه الفرد (المستثمر) مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض، علاوة للطرف الآخر وهذا الطرف الآخر يطلق عليه محرر حق الاختيار.²

- هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها تعطي لحاملها (المستثمر) حق خيار ممارسة أو عدم ممارسة شراء (أو بيع) ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر محدد ومتفق عليه

¹ -غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص: 269 .

² -عبد الفتاح إسماعيل، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و المشتقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011، ص: 281 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

مسبقا يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد¹.

ثانيا: أركان عقد الخيار

يتضمن عقد الخيار الأركان التالية:²

1- **مشتري الحق:** وهو الذي له حق الخيار (خيار البيع أو خيار الشراء) من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني محرر الاتفاقية أو العقد، ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاقية.

2- **محرر حق الخيار:** يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق ذلك.

3- **سعر التنفيذ:** يمثل السعر المحدد للورقة المالية أو الموجود عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار وبين محرره وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الاتفاقية عليه.

4- **السعر في السوق:** وهو سعر الورقة المالية أو الموجود في السوق عند إبرام الاتفاقية بين الطرفين.

5- **تاريخ الانتهاء:** وهو التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ الاتفاقية وهو في الخيار الأوربي آخر يوم للاتفاق بينما في الخيار الأمريكي خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام الاتفاقية حتى تاريخ انتهائه.

6- **المكافأة أو العلاوة:** وهي المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار إلى محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ من قبل مشتري الحق

ثالثا: أنواع عقود الخيار

تتضمن عقود الخيارات عدة أنواع يمكن توضيح أهم أنواعها فيما يلي:

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل، الأردن، 2008، ص: 91.

² - هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 95-96.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

1- من حيث موعد التنفيذ: هناك نوعان هما:¹

أ- عقد الخيار الأمريكي: عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

ب- عقد الخيار الأوربي: فهو تماما مثل الأمريكي ما عدا أن التنفيذ غير مسموح به ولا يتم إلا في تاريخ انتهائه.

2- من حيث نوع الصفقة:²

أ- حقوق خيار الشراء: امتلاك حقوق الخيار تتم من خلال عملية بيع وشراء بين طرفين: طرف مشتري وهو الذي له حق إتمام العملية إذا رغب وطرف بائع والذي عليه إتمام العملية إذا رغب المشتري.

- شراء خيار الشراء: حيث يمتلك المشتري في هذه الحالة حق شراء الكمية المتفق عليها خلال فترة محددة من الزمن أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب ما هو متفق عليه بالعقد.

- بيع حق ممارسة الشراء: الطرف الثاني في العملية هو البائع الذي يعطي وعده في بيع الكمية المتفق عليها و بالسعر المتفق عليه إذا رغب المشتري ذلك خلال فترة محددة من الزمن أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار.

ب- حقوق خيار البيع: يتم فيها البيع و الشراء بين طرفين طرف مشتري وهو له الحق في إتمام العملية إذا رغب وطرف بائع والذي عليه إتمام العملية إذا رغب المشتري.

- شراء حق ممارسة البيع: حيث يمتلك المشتري حق أو خيار بيع الكمية المتفق عليها بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المتفق عليها أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب ما هو متفق عليه.

- بيع ممارسة البيع: حيث يصبح البائع ملزماً بإتمام عملية البيع لصالح المشتري إذا ما رغب المشتري ذلك بالكمية والسعر والتاريخ المتفق عليه (أي أن يشتري إذا رغب في البيع فإن البائع يصبح ملزماً بالشراء).

¹- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص 92 .

²- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص: 154-157 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

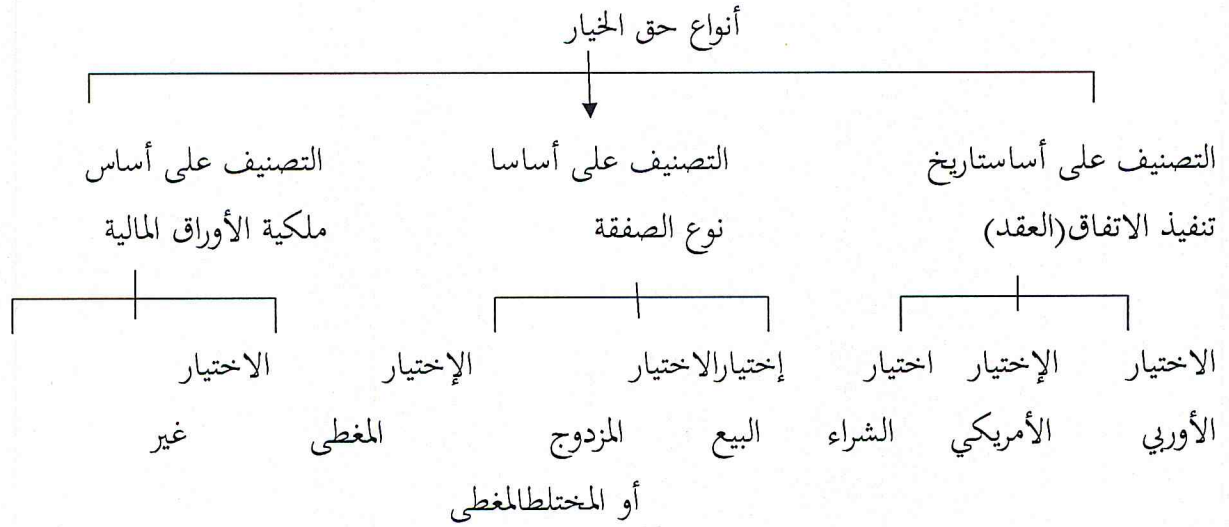
2- من حيث ملكية الأوراق المالية:¹

أ-الاختيار المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب-الاختيار غير مغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ومن خلال ما تم ذكره يمكن تلخيص أنواع عقود الخيار بالشكل التالي:

الشكل(02-01): أنواع عقود الخيار



المصدر: محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 259.

رابعاً: خصائص عقد الخيار

مهما كان نوع العقد، فهو يتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة والمتمثلة فيما يلي:

- أن عقد خيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار.

¹- محمد صالح الحناوي، وآخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2001-2002، ص: 416.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

- أن ثمن الخيار يدفع للجهة التي تحرر عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسة لهذا الحق وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق مهما كانت الظروف السائدة في السوق والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.

- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة عادة ثلاث أشهر وفي حالة ثبات سعر الأصل فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن وتصبح صفراً في نهاية مدة العقد¹.

- عقد الخيار قابل للتداول فيحق لصاحبه عقد الخيار ببيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية لأصل محل العقد ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل (في حالة الشراء) والعكس في حالة البيع.

- تتمتع عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.

- يمكن عقد الخيار صاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل².

المطلب الثاني: ماهية عقود المبادلات

تعتبر عقود المبادلات إحدى أدوات تغطية المخاطر، وهي تعرف كذلك بعقود المقايضة، و من خلال هذا المطلب سوف نحاول التعرف على عقود المبادلات، تطورها التاريخي، أهم أنواعها و خصائصها.

أولاً: تعريف عقود المبادلات

- يعرف عقد المقايضة بأنه شراء وبيع الالتزامات أو الحقوق بالسعر الآني وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الأجل بسعر تسليم آجل³.

- هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يتخيله الطرفان⁴.

¹- عبد الغفار الحنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، طبعة جديدة و معدلة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 409.

²- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 416.

³- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، مرجع سبق ذكره، ص: 199.

⁴- هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 167.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

-هي عقود تشبه العقود لاحقة التنفيذ ومعنى ذلك أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا تتم يوميا كما هو الحال في عقود المستقبل بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة، وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقود المبادلات أنها أرباح أو خسائر ورقية¹.

ثانيا: التطور التاريخي لعقود المبادلات

لقد حققت عقود المبادلات نجاحا عظيما في الأسواق المالية في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي، حيث ظهر أول عقد مبادلة للعملة في أواسط الستينات من القرن الماضي، أما ظهور مبادلات أسعار الفائدة فقد كان بين عامي 1980-1981 حيث بدأت عقود مبادلات أسعار الفائدة في الثمانينات من القرن الماضي بما يقارب 2 مليار دولار سنة 1980 في سوق مبادلات العملات و أسعار الفائدة و قد نمت حتى وصلت إلى 4000 مليار في سنة 1997، وسوق المبادلات كبير جدًا فقد وصل مقدار الأموال الإقتراضية المصدرة من عقود المبادلات إلى حوالي 280 ترليون في عام 2006 فقط. و قد نشأت أسواق المبادلات لأن المبادلات تجنب العديد من المحددات التي تعيق أسواق المستقبلات و الخيارات².

ثالثا: أنواع عقود المبادلات

تتضمن عقود المبادلات عدة أنواع تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، ويمكن توضيح أهم أنواعها فيما يلي:

1-عقود مبادلة أسعار الفائدة:

هي عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه. المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد. و المبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفائدة وليس قيمة العقد³.

¹-محمد الحناوي و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 404 .

²-حاكم ربيعي، و آخرون، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 366-369 .

³-محمد الحناوي، و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص: 281 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

أ- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و غير مقيد¹:

هي عقود مبادلة على تلك الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير، وفي نفس الوقت فإن سعر الفائدة غير مقيد بحدود عليا أو دنيا، وتعرف باسم عقود "كاب".

ب- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد:

هي عقود مبادلة تتم على الأوراق المالية التي يكون لها معدل فائدة متغير، غير أن معدل الفائدة مقيد بمعنى أن سعر الفائدة له حد أدنى عادة ما يكون محدد بين طرفي عقد المبادلة.

ج- عقود المبادلة المختلطة:

تنطوي عقود المبادلة المختلطة على اتخاذ موقف طويل الأجل (أي شراء) عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و غير مقيد، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف مقيد (أي بيع) عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد.

2- عقود مبادلة العملات:

هي مبادلات تقوم على أصول إقتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عمليتين عند سعر الصرف السائد (الحالي) مقابل سعر الصرف الأجل (أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً).
وتهدف المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة، يكسب من استقرار هذه الأسعار، و في المقابل يوافق الطرف الأخر على تغيير الأسعار المعنية.²

3- عقود مبادلة البضائع:³

هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة.

4- حقوق اختيار المبادلات:

هي حقوق اختيار على المبادلة، وقد تكون هذه الحقوق حقوق اختيار بيع أو حقوق اختيار شراء.

¹- محمد صالح الحناوي، و آخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 479 .

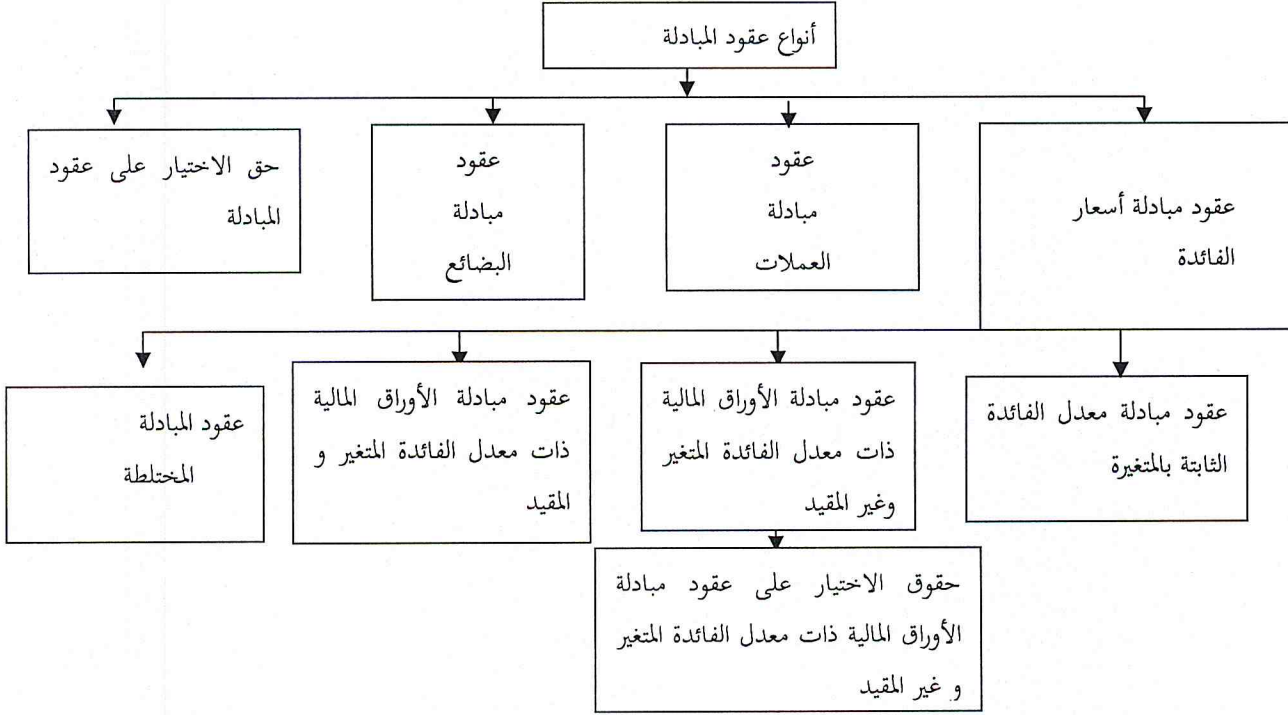
²- هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 171 .

³- محمد صالح الحناوي، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 320-342 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

و من خلال ما سبق ذكره يمكن توضيح أهم أنواع عقود المبادلات من خلال الشكل الموالي:

الشكل (02-02): أنواع عقود المبادلة



المصدر: محمد صالح الخناوي، و آخرون، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:332 .

رابعا: خصائص عقود المبادلات

وهي تتمثل في ¹:

-تعتبر أداة لإدارة المخاطر و التحوط، و لاسيما مخاطر تغير أسعار الفائدة و معدلات صرف العملات الأجنبية.

-تتميز بمرونة عالية، فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فتستطيع أن تصدر سندات سعر فائدة معدوم، وإذا ما شعرت بخطر فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

-عقود ملزمة لطرفين.

-عقود غير نمطية، و إنما تفضل حسب رغبة الزبون، لذا يتم التعامل بها في أسواق الموازية

¹- عيساوي سهام، دور المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة، الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود البنوك و أسواق المالية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2014-2015، ص:164 .

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي العقد.
- كما أنها تركز على تبادل التدفقات في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى
- توفير إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية
- لا تتضمن دفع العلاوات.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب عقد الخيار و عقد المبادلة و أوجه الاختلاف بينهما

أولا: مزايا و عيوب عقد الخيار.

1- مزايا عقد الخيار:

- تتسم عقود الخيارات بمجموعة من المزايا التي تتمثل فيما يلي:¹
- مرونة الخطر، توظف هذه الاستراتيجيات، وتنفذ العقود المضمونة من قبل شركة مقاصة الخيارات.
 - تسمح للمشاركة في تحركات الأسعار من دون خسارة كمية كبيرة من الأموال اللازمة للشراء.
 - التحوط من موقف الأسهم وذلك لبيع الأسهم بسعر الشراء، أو أكثر من سعر السوق الحالي.
 - في حالة البيع تمكن من كسب قسط خيارات في حالة عدم البيع أو الشراء و البقاء في المكان نفسه.
 - الجمع بين عقد الشراء و عقد البيع، أي يصبح عقد المشتري للبائع و عقد البائع للمشتري.

2- عيوب عقد الخيار:

- تتضمن عقود الخيار على مجموعة من المآخذ يمكن توضيح أهمها فيما يلي:²
- مدة الصلاحية محدودة، وهذا يعني أنه بانتهاء مدة صلاحية الخيار (صعودًا) أي المتوقع ارتفاع سعره، من دون أن يتجاوز سعر المضاربة فتصبح قيمته صفرًا.
 - سرعة تدهور سعر الخيارات، ففي حالة شراء الخيار الصاعد، وانخفاض في قيمة السهم، يتسارع انخفاض قيمة الخيار أكثر بكثير من التسارع الحاصل لانخفاض قيمة السهم.
 - مخاطرة عالية، إذ إن مردود الخيارات قد يصل أحيانا إلى 50% و ربما أكثر، إلا إن نسبة المخاطرة هي 100% وهذه سيئة للخيارات، إذ إن السهم قد يستعيد سعره الأول، أما الخيارات فتكون النتيجة صفر

¹- جليل كاضم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية و أدواتها المشتقة، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

²- جليل كاضم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، المرجع نفسه، ص: 101.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

مع خسارة المستثمر، أو حتى إن بعض العلماء يرى إن من الأفضل استعمال الخيارات كأدوات مساعدة في رسم خطة استثمارية محكمة، فهي من أنجح الأدوات في ذلك المجال، ألا أنه ضد استعمالها كوسيلة للاستثمار.

ثانيا: مزايا وعيوب عقود المبادلة

تتمتع عقود المبادلات بمجموعة من المزايا و تتصف بمجموعة من العيوب و يمكن توضيح أهمها في الجدول التالي:

جدول رقم(02-04): مزايا و عيوب عقود المبادلة

المزايا	العيوب
-تمكن الطرف الأول من الاقتراض بالكلف المرغوبة	-لا تخضع لرقابة السوق المنظمة
-تمكن المقترضين من الاستفادة من مصادر تحويل جديدة	-يصعب إلغاء تسيلها في أغلب الأحيان.
-تستعمل للتحوط من مخاطر تغلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية	-تترافق معها مخاطر ائتمانية مرتفعة.
-مرونتها الكبيرة و إمكانية تصميمها حسب رغبة المتعاملين	-صعوبة قياس المخاطر الناجمة عنها.
-لا تتطلب وضع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها	-صعوبة فهمها من قبل المتعاملين بها لأنها تتسم بالتعقيد و الغموض.

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص:92.

ثالثا: أوجه الاختلاف بين عقود الخيارات و عقود المبادلة

يمكن تمييز الحالات الآتية عند مقارنة عقود الخيارات مع عقود المبادلات:¹

- 1- أن عقود الخيارات ملزمة لطرف واحد من أطراف العقد وهو كاتب الخيار أما الطرف الثاني (حامل الخيار) فهو غير ملزم بتنفيذ الخيار بينما عقود المبادلات ملزمة للطرفين إذ يتعهد كل منهما بإجراء المبادلة.
- 2- يجب أن يدفع مشتري الخيار علاوة لمحور الخيار، بينما في عقود المبادلات لا توجد هنا علاوة و لكن قد تتقاضى البنوك التي تجري عملية المبادلة هامشا محددًا لتغطية مخاطرها.

¹ -حاكم الربيعي، وآخرون، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص:248-249.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

- 3- أن عقود الخيارات أقدم من عقود المبادلات إذ تعود إلى منتصف القرن التاسع عشر، في حين عقود المبادلات ظهرت لأول مرة بين الحكومات عام 1920.
- 4- تتم المتاجرة بالخيارات من خلال سوقين هما السوق الموازي و سوق الخيارات المنظمة، أما عقود المبادلات فهي ليست منظمة في بورصات متخصصة و لا تضمنها هيئة تسوية. وهذا يعني أن التعامل بهذه الأدوات المالية يتم في سوق واحد هو السوق الموازي.
- 5- يمكن للمستثمر من الأفراد (التجار) و الشركات و البنوك التعامل بعقود الخيارات، بينما عقود المبادلات تنحصر في البنوك و الشركات الكبرى.
- 6- إن مدة التسديد في عقود المبادلات تمتد من بضعة أسابيع إلى ثلاثين عاما و أن مبلغها الأساسي يحدد غالبا بمليون دولار فأكثر، بينما عقود الخيارات في السوق المنظمة تبطل استحقاقها خلال تسعة أشهر. و أن المبلغ الأساسي في عقود الخيارات يتكون من ضرب سعر السهم في (100) سهم في حالة خيارات الأسهم وهو قد يكون أقل من المليون دولار.
- 7- في سوق الخيارات قد لا يعرف احد طرفي العقد الطرف الآخر لأن كلا الطرفين يتعاملان مع مؤسسة التسوية (OCC)، أما أطراف عقد المبادلة فيعرف كل طرف الطرف الآخر من العقد.

الفصل الثاني: أساسيات حول المشتقات المالية

خلاصة الفصل:

تعتبر المشتقات المالية من أحدث الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية و قد شهدت هذه الأدوات انتشارا سريعا بسبب استخداماتها لحل المشكلات المالية التي تتعرض لها الأسواق المالية بشكل عام و سوق الأوراق المالية على وجه التحديد بسبب ظروف مختلفة خاصة الاقتصادية منها، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية، و هي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، و قيمتها تشتق من قيمة الأصل محل العقد و الذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر معين... الخ.

حيث أن التعامل بالمشتقات المالية و تداولها يتم في أسواق المشتقات المالية، و التي قد تكون أسواق منظمة تتصف بتوحيد شروط التعامل في هذه العقود و تعرف بالسوق الآجل للبورصة، أو أسواق غير منظمة و تعرف بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، و العقود التي يتم تداولها في هذه الأخيرة تكون أكثر خطورة من تلك المتداولة في السوق المنظمة.

و تشمل المشتقات المالية عدة أنواع تتمثل في العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار و عقود المبادلة، ولقد تزايد الإهتمام بهذه الأدوات نظرا للدور الذي تلعبه في تطوير السوق المالية، وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

تمهيد:

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن العشرين، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة حيث تعتبر التجربة الماليزية إحدى أنجح التجارب في الدول النامية بصفة عامة لتطوير نظامها المالي و سوقها للأوراق المالية ، و تتخذ هذه التجربة كنموذج يتم الإسترشاد به في كثير من الدول النامية عند شروعها في تنفيذ برامج لتطوير نظمها المالية و أسواق رأس المال بها إن للمشتقات المالية أثر كبير على أداء سوق الأوراق المالية باعتبارها مصدرا مهما من مصادر تمويل الاقتصاد حيث يعد تعدد و تنوع المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه السوق .

وفيما يلي سنتطرق إلى مختلف الجوانب المتعلقة بالسوق المالي الماليزي من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: أهمية و مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

المبحث الثاني: دور المشتقات المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية

المبحث الثالث: أثر التعامل بالمشتقات المالية في نمو سوق الأوراق المالية الماليزية

المبحث الأول: أهمية و مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

للمشتقات المالية دور فعال في المجتمعات، إذ تساهم في تنويع محافظ المستثمرين، كما تنطوي على مخاطر كبيرة و ينشأ ارتفاع هذه المخاطر من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها للتعامل بها في المستقبل، و سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهمية المشتقات المالية و مخاطر التعامل بها.

المطلب الأول: أهمية المشتقات المالية

إن للمشتقات المالية مجموعة من المزايا تشجع الكثير من المضاربين على التعامل بها، مما يجعلها أكثر أدوات الاستثمار استعمالاً في عصرنا الحاضر.

أولاً: التغطية ضد المخاطر:

تمثل وظيفة التغطية أهم وظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية، ولتوضيح الفكرة افترض حالة مستثمر أخذ مركز طويلاً في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى سهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار مثلاً، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه وقد تحققت توقعات المستثمر إذا انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومني بخسائر قدرها عشرون دولار، لنفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع وذلك فور شرائه السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (50 دولار أي بذات السعر الذي اشترى به السهم) وبتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاث دولارات، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار بيع، يتم تصفية كل منهما في سوق المستقبل، وعليه فإنه في ظل اقتراب انخفاض سعر السهم إلى 30 دولار، سوف تقتصر خسائر المستثمر أي مشتري العقد على قيمة المكافأة التي دفعها المحرر¹.

ثانياً-أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

من أبرز وظائف عقود المشتقات هي أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة لاكتشاف السعر أي اكتشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، ولتوضيح الدور الذي تلعبه

¹ - حاكم ربيعي وآخرون، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص:335.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

المشتقات، تم فرض أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال التعرض لموجة من الكساد يتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية، هنا عليك أن تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف، أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق، ومن المتوقع أنك تفضل السوق الذي يحقق لك عائداً أكبر على الاستثمار، وهو بالطبع سوق المشتقات، طالما أنك تحقق معدل عائد أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم بيه التعامل بهذه العقود، لان ما تدفعه عند التعاقد هو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة¹.

ثالثاً: إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية، حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتها المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضاً على أساس سعر العقد.

رابعاً: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

إن المضارب يحاول تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار، إن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفاً في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن لا يقصدها، وذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى، أي الأطراف التي تملك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلاً (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه، هذا يعني أنه يزيل عدم التأكد لدى الطرف الآخر بما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى².

¹-بزار حليلة، هدى بن محمد، المشتقات المالية و مخاطرها، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص:15.

²-بلعدي خليفة، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق دراسة تحليلية 2012-2014، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، إقتصاديات المالية و البنوك، جامعة العقيد أكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2014-2015، ص:28.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

خامسا: تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أ، تنافسه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد، وتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذا جعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل. كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

سادسا: سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

لعقود المشتقات ميزة أخرى تتمثل في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وذلك نظرا لمرونتها وسيولتها. مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد. ومما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة وسهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى¹.

المطلب الثاني: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد و أسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه وبمكّم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية إلى:

أولا: مخاطر السوق

¹- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 67

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود

ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذا على كفاءة أدواتها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة¹

ثانيا: المخاطر الائتمانية

وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناشئة من قبل أحد طرفي العقد بعدم الوفاء بالتزاماته. أن المتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفضل الطرف المقابل في الإيفاء بالتزاماته، وأصبح مديري المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطر المصاحبة لأدوات الهندسة المالية، لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، إذا لا توجد غرفة المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد، وغني عن البيان في أن المخاطر الائتمانية كانت و مازالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المنشآت المالية و المصرفية و يمكن مواجهة هذه المخاطر من خلال التوثيق الدقيق للمعاملات مما يخفض من المخاطر ويوفر الأثر القانوني لتنفيذ العقود، فضلا عن إمكانية طلب الضمانات اللازمة للتنفيذ قبل التعاقد، كما يجب تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعاقد معها، إذا أن بعض المصارف لن تقوم بالتعاقد إلا من الجهات التي تحوز على تقييم ممتاز لجدارتها الائتمانية كما يمكن تحديد بعض الشروط في العقد مثل أن يتم تنفيذ العقد شهريا بدلا من كل ثلاث أشهر وغيرها من الشروط، لاسيما بالنسبة لعقود المبادلات التي تعد أكثر أدوات الهندسة المالية عرضة للمخاطر الائتمانية².

ثالثا: مخاطر التسوية

¹- مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

²- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص: 105 .

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

أي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها في الأسواق الأمريكية مثلا تمتد مدة تسوية الأسهم إلى خمسة أيام من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية لذا فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا تحرك السعر خلال هذه الأيام الغير الصالحة قبل التسوية النهائية خاصة عندما لا يتوافق زمن تسليم الثمن مع زمن تسليم الأصل المتفق عليه¹.

رابعا: المخاطر القانونية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني تنظيمي يتطلب صلاحية العقد و يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة مثل هذه المخاطر أو إدخال تغييرات مخالفة أو عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تطرأ على المؤسسات الاستثمارية في أنواع معينة من الأدوات المالية².

خامسا: مخاطر السيولة

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة و على الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق أدوات الهندسة المالية، ورغم السيولة التي تتمتع بها هذه الأدوات، ألا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بسرعة ممكنة، و ذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب و غيرها من العوامل مما يؤدي حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة³.

سادسا: المخاطر التشغيلية و الإدارية

¹ -هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجية الخيارات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 120-121 .
² -بوعافية سمير، فريد المصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي، الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص: 12 .
³ -بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة- أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، مرجع سبق ذكره، ص: 12 .

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين ضعف كفاءة الأنظمة الإدارية و الرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات و التعامل بها إذا أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة و قد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة، ويتطلب ذلك التأكد على الإجراءات الواجب توفرها في هذه النظم وهي:

- تفهم الإدارة العليا والمتعمق ومدى المعلومات المتوفرة لديها و الخاصة بمعاملات الهندسة المالية.
- توثيق السياسات و الإجراءات مع إدراج النشاطات المسموح بها و وضع الحدود و الاستثناءات الخاصة بالمعاملات و الرقابة على الائتمان و التقارير الإدارية الدورية.
- الإدارة المستقلة للمخاطر التي تقدم للإدارة النتائج المتحققة من نشاط أدوات الهندسة المالية و مدى استعمال الحدود المتاحة للتصرف.
- التدقيق الداخلي المستقل حول مدى الالتزام بالسياسات و إجراءات المصرف و المؤسسة المتعاملة بهذه العقود¹.

¹-عدنان المهدي و آخرون، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 24-25 .

المبحث الثاني: دور المشتقات المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزي

سوق الأوراق المالية الماليزية كغيرها من الأسواق، تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها و تنشيطها لما تمتاز به من خصائص، تسمح لها بأن تكون ملاذاً آمناً لحماية مدخرات الأفراد و الشركات و زيادة اتساع الاستثمارات و ما توفره من ميزة اختيار لنوع الورقة المالية المراد الاستثمار فيها

المطلب الأول: مفهوم و نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق التي تسعى إلى تعبئة الموارد المالية لرؤوس الأموال بهدف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي

هناك عدة تعاريف منها:

- لا يختلف سوق الأوراق المالية الماليزية عن المفهوم الشائع لسوق الأوراق المالية بأنه "ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة و طويلة الأجل من طرف الطالبين (أصحاب العجز المالي) و المعارضين عليها (أصحاب الفائض المالي) وفق قواعد و نظم تحكم عملية التبادل، و تسهر إدارة السوق على تطبيقها¹.

- و لا يقتصر سوق الأوراق المالية الماليزية على السوق المنظم* بل يشمل أيضا السوق الغير منظم و لاسيما سوق السندات، و يتم في سوق الأوراق المالية الماليزية تداول عدة أدوات مالية تتمثل في السندات بأنواعها (حكومية، خاصة)، وأسهم شركات المساهمة وشهادات صناديق الاستثمار، و عقود المستقبلات للسلع و الخدمات المالية و عقود الخيار و غيرها².

¹-محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013، ص:162.

²-نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة استكمال لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص:84.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي¹.

بدأت صناعة الأوراق المالية بماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية و التعدينية، و يعود تاريخ ظهور سوق أوراق المالية في ماليزيا إلى سنة 1930 عندما أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية وفي 9 ماي 1960 تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة و كوالالمبور، وحينما تم الانفصال بين الدولتين في 1994، أسست بورصة خاصة مستقلة بكل بلد ففي ماليزيا تأسست "بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد" و في سنغافورة "بورصة سنغافورة للأوراق المالية" و لقد تطورت هذه السوق بعد تأسيس هيئة الأوراق المالية سنة 1993 و بورصة كوالالمبور للمشتقات ليصبح هذا السوق ملجأ للقطاع العام و الخاص لطلب التمويل.

و في 14 أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة، و تم تسجيلها في 18 مارس 2005 في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد.

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزي

أصبح سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما و أساسيا من أركان النظام المالي و الاقتصادي الماليزي، و تتبع أهمية من كونه إحدى الأدوات الهامة التي تعمل على تحديد المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، و المشاريع التنموية في ماليزيا و يتحقق ذلك من خلال قيامه بالأعمال و الوظائف التالية²:

-سوق رأس المال الماليزي أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية و التأمينات الماليزية، و الأفراد من جهة أخرى و القطاعات التي تعاني عجزا على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة، الزراعة، السياحة، الخدمات و الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، أي بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال و الطلب

¹-عبد الناصر براني، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية و تنشيط سوق الأوراق المالية "سوق رأس المال الإسلامي نموذجا"، مجلة الشريعة و الاقتصاد، العدد 10، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2012، ص:346.

²-سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد و المصارف الإسلامية، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2006-2007، ص:19.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينها بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في سوق الأوراق المالية الماليزية وهذه من عموم وظائف سوق الأوراق المالية.

-من خلال هذا السوق استطاعت المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية، و الشركات المالية، شركات التأمين و صندوق التوفير للعاملين و الأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الاجتماعية، الاقتصادية و تلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

-تشجيع تطوير الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات و الصناديق للحصول على الموارد المالية و رؤوس الأموال لهدف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، و تطوير الملكية لشركات ذاتها.

-يساعد سوق عمليات التطوير الاقتصادي الماليزي بتجميع الموارد المالية متوسطة و طويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة، واستثمارات الشركات الخاصة، من حيث الحصول على هذه الموارد المالية من القطاعين العام و الخاص.

-تجرى تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين و الأجانب في القطاعين العام و الخاص في سوق رأس المال الماليزي لأنشطتها و تطور الاقتصاد الماليزي إلى جانب أنه يساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على سيولة.

-أصبح سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس و معرفة مستوى النمو و التقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة و تعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و التدفق في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

-يساهم سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة و المتوسطة الأجل في ماليزيا، و يساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية و بعبارة أخرى تجميع المدخرات الماليزية من القطاعات ذات الفائض النقدي و تحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

المطلب الثالث: البورصة الماليزية للمشتقات و العقود المتداولة فيها

عند إدراك ماليزيا بضرورة تطوير نظامها المالي بصفة عامة و سوق الأوراق المالية بصفة خاصة و مع تزايد تدفق الاستثمارات الأجنبية نحو ماليزيا، أصبح من الضروري إدخال المشتقات المالية إلى السوق، لتؤدي دورا هاما في ديناميكية هذه الأخيرة.

أولا: البورصة الماليزية للمشتقات¹.

بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في يوليو 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع KLCE Commodity Exchange Kuala Lumpur (تغير اسمها مع تغير مسمى البورصة الماليزية إلى بورصة ماليزيا للبضائع) و التي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا، و قد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات و المستقبلات المالية في نهاية عام 1995، ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر، و قد أعقب ذلك تأسيس بورصة ماليزيا للنقد في عام 1996 Malaysian Monetary Exchange (MME) و في عام 1998 تم إندماج بورصة KLCE مع بورصة MME لتشكل بورصة ماليزيا للسلع و النقود Exchange Malaysia (Commex Malaysia) Monetary Commodity و في عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة كوالالمبور للخيارات و المستقبلات المالية و بورصة ماليزيا للسلع و النقود تعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية و النقدية و المالية، و تعمل بورصة ماليزيا للمشتقات MDEX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية، و يحكمها قانون المستقبلات الصادرة في عام 1993، و تتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية و النقدية

ثانيا: العقود المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات

هناك نوعان من العقود المتداولة في هذه البورصة هما²:

¹-عاطف وليم أندوراس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص:382-383.

²-نورين بومدين، الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر من كلية الإدارة و الاقتصاد، العدد العاشر، المجلد الخامس، جامعة حسينة بن بوعلوي، شلف، الجزائر، 2013، ص:138.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

أ- عقود المستقبلية: وهي ثلاث أنواع

-عقود المستقبلية للسلع: ويتم فيها تداول العقود التالية:

*عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO)Crude Palm Oil Futures: طرحت في أكتوبر 1980 و هي أول العقود المتداولة

*عقود المستقبلية لزيت نواة النخيل الخام (FPKO)Crude Palm Kernel Futures طرحت في فبراير 2004

-عقود مستقبلية الملكية (Equity Futures): في ديسمبر 1995 تم طرح عقود المستقبلية لمؤشر كوالالمبور المركب (FKLI) Kuala Lumpur Composite Index Futures ويتم تداولها إستنادا إلى مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية.

-عقود المستقبلية المالية (Financial Futuers): وتتكون من:

*عقود المستقبلية لمعدلات الإقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3)Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures تم طرحها في مايو 2004 .

*عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات (Malaysian Futures 3year (FMG3) Government Securities طرحت في سبتمبر 2003.

*عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (Malaysian Government Securities Futures 5year (FMG5) طرحت في مارس 2002.

*عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات (Government Malaysia Securities Futures 10 Year (FMG10) طرحت في سبتمبر 2003.

ب-عقود الخيارات: و تتمثل في عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب (Lumpur Composit Index Options (OKLI) التي طرحت في ديسمبر 2000.

المبحث الثالث: أثر التعامل بالمشتقات المالية في نمو سوق الأوراق المالية في

ماليزيا

إن للمشتقات المالية أثر كبير على أداء سوق الأوراق المالية، من هذا المنطلق عملت الهيئات المشرفة على سوق الأوراق المالية في ماليزيا على اعتمادها كمدخل لتطويره.

المطلب الأول: معدل رسملة السوق

أولاً: تعريفه

- يقصد برسملة سوق الأوراق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة و يشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، أي أنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق¹.

ثانيا: قياس معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية)

يقاس معدل رسملة السوق كما يلي²:

القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية

معدل رسملة السوق =

النتاج المحلي الإجمالي

-و اقتصاديا ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيق مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال و تنويع المخاطر.

-فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم و عدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار نظراً لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً و بالتالي زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية، مما ينعكس على ارتفاع النشاط الاقتصادي.

¹-عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص:177.

²-عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، دار الشباب الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص:95.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

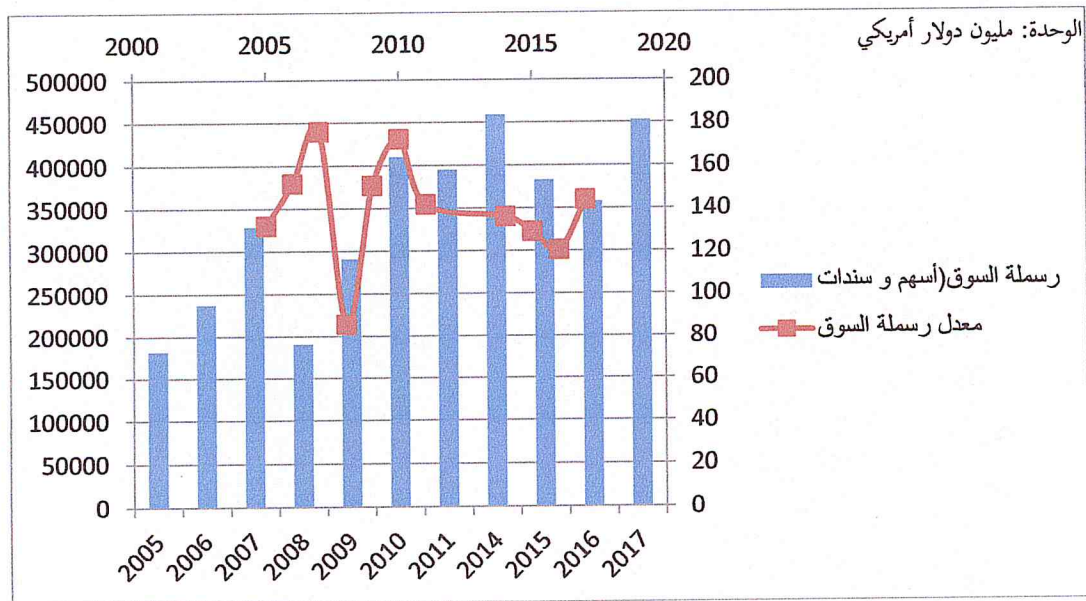
ولغرض إبراز تطور رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول التالي:

الجدول رقم(03-01): معدل رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2005-2017 مليون دولار أمريكي

2017	2016	2015	2014	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
3147	2967	2966	33700	278671	237796	19291	222744	1867	1566	1379	الناتج المحلي الإجمالي
10	50	40	0	.1	.9	1.6	.2	77.3	01.4	52.9	
452	357	382	459	395082	410065	29069	190423	3285	2376	1819	رسملة السوق (سندات وأسهم)
816,9	730,6	976,7	004,4	.6	.8	2	.5	60.8	31.6	09	(
143.9	120.5	129.1	136.2	141.8	172.4	150.7	85.5	175.9	151.7	131.9	معدل رسملة السوق %

المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على الوثيقة رقم 01 ص: 107

بالاستناد إلى بيانات الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:



الشكل رقم(03-01): معدل رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2005 إلى 2017

المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا على بيانات الجدول رقم(03-01).

لقد كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة الأمر الذي يدل على كبر حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا فبعد أن كانت تقدر ب 131.9% في عام 2005 نمت لتصل إلى 143.9% في عام 2017 أي بزيادة قدرها 9.1% . أي أن القيمة السوقية نمت بشكل كبير فبعد أن كانت تقدر بحوالي 181909 مليون دولار

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

أمريكي في عام 2005 ارتفعت لتصل إلى 452816.9 مليون دولار أمريكي في عام 2017 بمعدل نمو قدره 149% . و هذا ما يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد و تمويل الإقتصاد المالي.

بينما في سنة 2008م فكان ذلك الإنخفاض سببه الأزمة المالية العالمية التي مست جميع أنحاء العالم حيث إنخفضت القيمة من 328560.8 مليون دولار أمريكي سنة 2007 إلى 190423.5 مليون دولار أمريكي سنة 2008، لتعود في الإرتفاع من جديد سنة 2009 بما يقارب 290692 مليون دولار أمريكي.

المطلب الثاني: معدل حجم التداول

أولاً: تعريفه

- أن معدل حجم التداول هو عبارة عن نسبة و تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد القومي و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد القومي¹.

ثانياً: قياس معدل حجم التداول

يمكن حساب معدل حجم التداول بالاعتماد على القانون التالي:²

قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق

معدل حجم التداول =

الناتج المحلي الإجمالي

-ولغرض إبراز معدل حجم التداول يمكن بالاستناد على البيانات الواردة في الجدول التالي ملاحظة ما يلي:

¹-عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:96.

²-عاطف وليم أندوراس، المرجع السابق، ص:96.

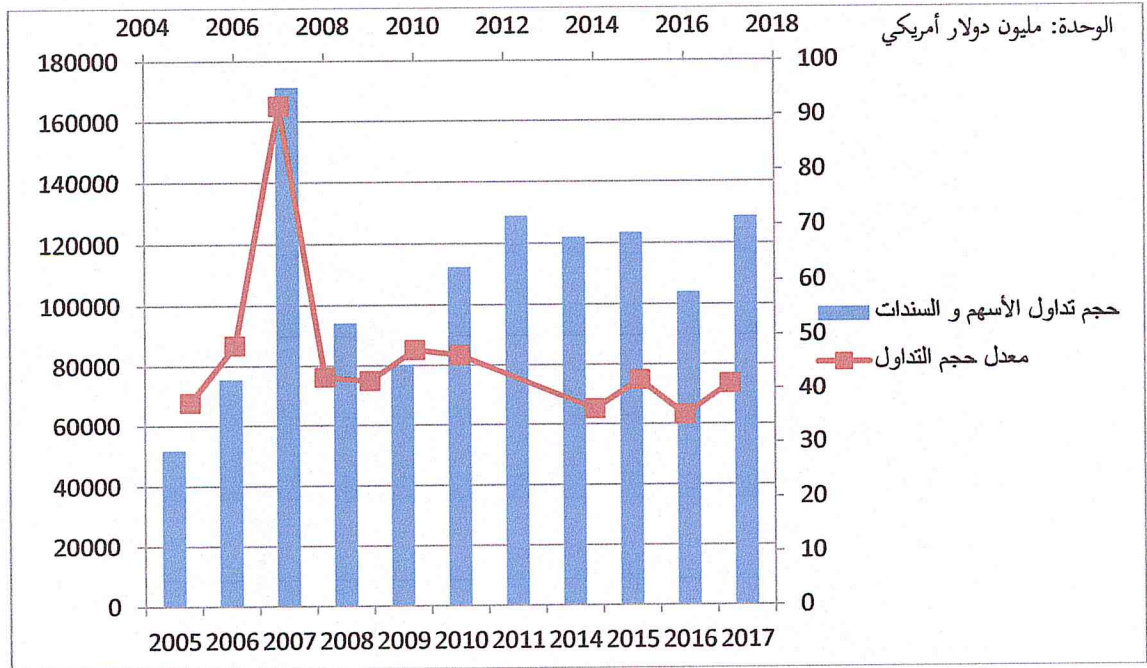
الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

الجدول رقم(03-02): معدل حجم تداول الأوراق المالية في ماليزيا من 2005-2017 الوحدة مليون دولار أمريكي

2017	2016	2015	2014	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
314710	296750	296640	337000	278671.1	237796.9	192911.6	222744.2	186777.3	156601.4	137952.9	الناتج المحلي الإجمالي
128682.2	104007.9	123536	122033	128908.2	112384.1	80265.9	94235.2	171329.1	75556	51866.5	قيمة تداولات السوق (الأسهم و السندات)
40.9	35.05	41.6	36.21	46.3	47.3	41.6	42.3	91.7	48.2	37.6	معدل حجم تداول السوق % (أسهم وسندات)

المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا إلى الوثيقة رقم 01 ص: 107

بالاستناد على بيانات الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:



الشكل رقم(03-02):معدل حجم التداول الأوراق المالية في ماليزيا من 2005 إلى 2017

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم(03-02)

لقد تطور مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية بشكل ملحوظ. فإذا نظرنا إلى معدل حجم التداول كمؤشر على ذلك نجد أنه بعد أن كان 37.6% في عام 2005 تطور ليصل إلى 40.9% في عام 2017 أي بمعدل نمو قدره 8.8%. حيث أن حجم التداول ارتفع بمعدل نمو 180%، إذا بلغت قيمة التداولات نحو 128682.2 مليون دولار أمريكي في عام 2017 مقابل 51866.5 مليون دولار أمريكي في عام 2005.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

وبالتأكيد ظهرت مخلفات الأزمة المالية العالمية أيضا في سوق ماليزيا المالي باستعمال هذا المؤشر المتمثل في معدل حجم التداول الذي يقيس لنا سيولة البورصة المدروسة، ففي سنة 2008 كان إنخفاض معدل حجم التداول إلى 42.3% بعد ما كان 91.7% سنة 2007، هذا راجع لعدم التسيير الجيد و المحكم للنظام المالي العالمي وبالأخص الأمريكي الذي مست أزمته العالم بأكمله.

المطلب الثالث: حجم تداول المشتقات المالية

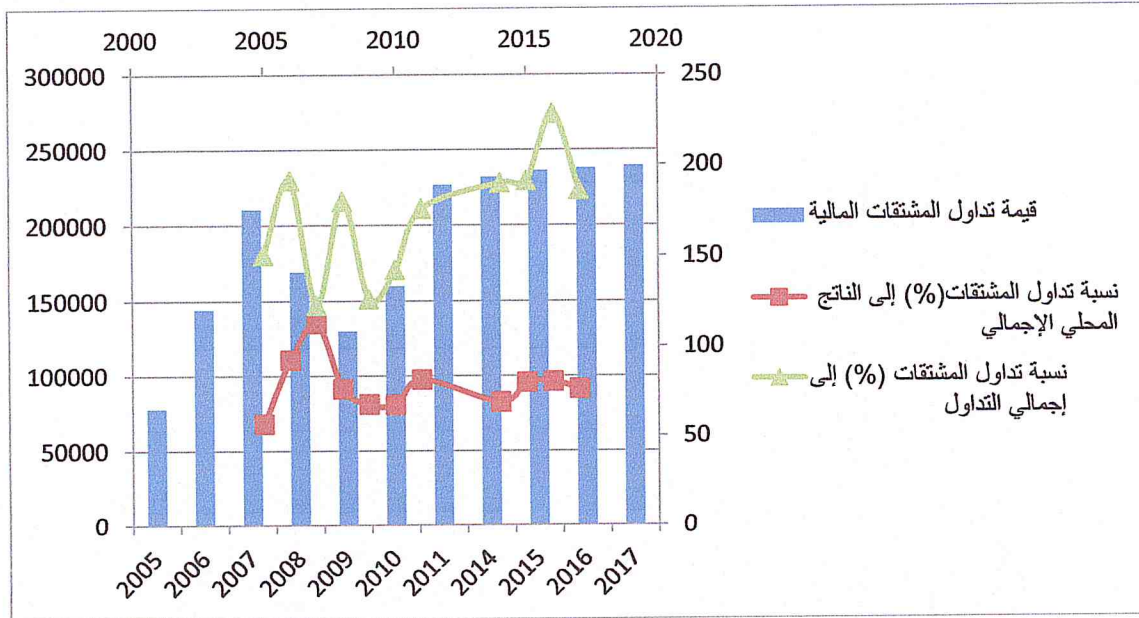
لغرض إبراز أهمية المشتقات المالية في السوق المالي الماليزي يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-03): حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية 2005 إلى 2017 وحدة مليون دولار أمريكي

2017	2016	2015	2014	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
31471	29675	29664	337000	278671.	237796.	192911	222744.	18677	15660	13795	الناتج المحلي الإجمالي
0	0	0		1	9	.6	2	7.3	1.4	2.9	
23937	23775	23615	231806	226408	160093	130200	169444	21058	14452	78202	قيمة تداولات سوق المشتقات المالية
0	7	3						9	4		
36805	34176	35968	353839.	355316.	272477.	210465	263679.	38191	22008	13006	إجمالي التداولات (أسهم وسندات مشتقات)
2.2	4.9	9	2	2	1	.9	2	8.1	0	8.5	
76.06	80.1	79.6	68.8	81.2	67.3	67.5	76.1	112.7	92.3	56.7	نسبة تداولات المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي %
186.0	228.6	191.1	190	175.6	142.5	126.2	179.8	122.9	191.3	150.8	نسبة تداولات المشتقات إلى إجمالي التداولات %
1											

المصدر: من إعداد الطالبين يعتمد على الوثيقة رقم 01، ص: 107

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-



الشكل رقم (03-03): حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا من 2005 إلى 2017

المصدر: من إعداد الطالبتين استنادا إلى بيانات الجدول رقم(03-03)

من خلال الشكل نجد أن التعامل بالمشتقات المالية في ماليزيا تطور بشكل كبير جدا فقد ازداد الطلب من المستثمرين على هذه المنتجات الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تداولات المشتقات المالية في ماليزيا فقد بلغت نحو 239370 مليون دولار أمريكي في عام 2017 مقارنة بعام 2005 أين قدرت ب 78202 مليون دولار أمريكي أي بمعدل نمو إيجابي مرتفع قدره 206.1%

إذ استحوذت تداولات المشتقات في بورصة ماليزيا على نحو 150.8% من إجمالي التداولات في عام 2005 و نمت هذه النسبة إلى أن وصلت ما يعادل 186.01% في عام 2017 أي بمعدل نمو قدره 23.3%.

أما في سنة 2016 فنلاحظ ارتفاع هذه النسبة إلى 228.6% وهي قمة الهرم وذلك راجع لكون نسبة تداول المشتقات أكبر من نسبة مجموع التداولات في الأدوات الأخرى، أي أن نسبة البسط أعلى بكثير من نسبة المقام وهذا ما يؤدي إلى كبر النسبة المئوية في البورصة.

أما إذا حاولنا معرفة نسبة تداول المشتقات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي سنجد أنها كانت جيدة إذا بلغت نحو 76.06% في عام 2017 مقارنة ب 56.7% في عام 2005 أي بزيادة قدرها 34.1%. -في الأخير بقي أن نشير أن المؤشرات السالفة رغم إنخفاضها في عام 2008 متأثرة بالأزمة المالية العالمية إلا أن حجم تداول المشتقات المالية (نسبة تداول المشتقات المالية إلى إجمالي التداولات) لسنة 2008 إرتفع هذا ما يعكس مدى نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

وبالتالي ساهم إدراج المشتقات المالية كمنتج من منتجات الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية بشكل إيجابي في نمو و فاعلية هذه الأخيرة في الإقتصاد الماليزي.

الفصل الثالث: المشتقات المالية ودورها في تطوير الأسواق المالية-دراسة حالة ماليزيا-

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل الدراسة التطبيقية لسوق الأوراق المالية بماليزيا و دور المشتقات المالية في تفعيلها و هذه الأخيرة لا تكون إلا بضح المزيد من الأوراق المالية و المعلومات و دخول عدد كبير من المتعاملين، فأداء البورصة للوظائف المناطة بها و المتمثلة في تجميع المدخرات و توجيهها للإستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد و مدى تطور سوق الأوراق المالية نفسها

و لتوضيح دور المشتقات المالية في تطوير الأسواق المالية قمنا بدراسة حالة بورصة ماليزيا مع الأخذ بحجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية إذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات المالية على اختلاف أنواعها.

خاتمة

أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي تحظى باهتمام كبير من الدول و المؤسسات المالية نظرا لتزايد الدور الذي تؤديه هذه الأسواق فهي تمثل حلقة اتصال بين القطاعات المختلفة للمجتمع أي مابين المدخرين و المنتجين فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا والقطاعات المنتجة بحاجة إلى المصادر المالية التي تمولها لكي تتمكن من تأدية وظيفتها الاقتصادية وذلك من خلال نقل الأموال الفائضة من القطاعات التي تملكها إلى القطاعات التي لها عجز. وتعتبر المشتقات المالية من احدث الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية و قد شهدت هذه الأدوات انتشارا سريعا بسبب استخدامها لحل المشكلات المالية التي تتعرض لها الأسواق المالية بشكل عام و سوق الأوراق المالية على وجه التحديد بسبب ظروف مختلفة خاصة الاقتصادية منها.

إن إدخال عقود المشتقات المالية إلى سوق الأوراق المالية الماليزية ساهم في نمو و تعزيز هذا السوق فمن خلال استقرار نمو التعامل بهذه المشتقات في سوق الأوراق المالية بماليزيا لوحظ أنه قد ازداد الطلب عليها لكونها تتكيف مع رغبات المستثمرين، نظرا للدور الذي تلعبه في الحد من مخاطر الإستثمار الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم تداول المشتقات المالية في هذه السوق. ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى بعض النتائج و التي تعتبر إجابات للمشكل المطروح: " ما دور

المشتقات المالية في تطوير الأسواق المالية؟"

اختبار صحة الفرضيات:

الفرضية الأولى: يعتبر السوق المالي الإطار الذي يسمح بتجميع المدخرات وتوجيهها لأصحاب الحاجة إلى التمويل وذلك عن طريق الأوراق المالية، حيث أن تعدد وتنوع الأدوات المالية يسمح بتنشيط السوق المالي

تمكنا من خلال اختبار الفرضية الأولى إثبات صحتها من خلال دراستنا للفصل الأول حيث يعتبر السوق المالي الوسيلة التي يتم من خلالها تحويل المدخرات إلى طالبيها الذين يعانون من العجز التمويلي لإتمام مشاريعهم فالسوق المالي يتسم بكونه منبع للحصول على الموارد المالية و يتم فيه التعامل بالأدوات المالية، حيث أن تعدد وتنوع هذه الأخيرة يسمح بتنشيط السوق المالي من خلال تقديم خيارات متعددة للمستثمرين لتوظيف مدخراتهم.

الفرضية الثانية: تعد المشتقات المالية بمختلف أنواعها صورة من صور الأدوات المالية المبتكرة وقد ظهرت لإشباع حاجات لا تقدمها الأدوات المالية التقليدية.

تمكنا من خلال اختبار الفرضية الثانية إثبات صحتها من خلال دراستنا للفصل الثاني حيث شهدت صناعة المشتقات المالية منذ ظهورها نموا كبيرا و متسارعا، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية و السلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذا على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات، ويعود السبب الرئيسي في ذلك للخصائص المميزة لهذه الأدوات المالية حيث تعمل كغطاء لتأمين من حيث تقليل المخاطر وذلك من خلال توفير الحماية، وكذلك إستخدامها بهدف المضاربة، حيث تساعد على تحقيق إما أرباح أو خسائر عالية تفوق بمرات الأرباح أو الخسائر الناجمة عن التعامل في الأدوات المالية التقليدية.

الفرضية الثالثة: للمشتقات المالية أهمية كبرى في تطوير أداء سوق الأوراق المالية.

تمكنا من خلال اختبار الفرضية الثالثة إثبات صحتها من خلال دراستنا للفصل الثالث حيث أن التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزي يساهم في تلبية احتياجات ورغبات المستثمرين، فمن خلال إستقرار نمو التعامل بهذه المشتقات لوحظ أنه قد ازداد الطلب عليها نظرا لدورها في الحد من مخاطر الاستثمار، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم التداول في هذه السوق وبالتالي تطوير أدائه.

نتائج الدراسة:

من خلال ما تم إستعراضه وتحليله سابقا تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

نتائج نظرية:

- السوق المالي هو أحد أهم ركائز الاقتصاد إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الاستثمارات والمشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل
- الأسواق المالية لها كيان خاص ينفرد بقدرته على جمع المدخرات وتوظيفها في الاستثمارات تعود بالنفع لجميع المتعاملين.
- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي أداة جد هامة لتحقيق التوازن والتكامل بين كل طلبات المتدخلين سواء كعارضين أو طالبين لها وذلك يتحقق إما باللجوء إلى سوق النقد أو سوق رأس المال.
- من أهم أقسام السوق المالي سوق الأوراق المالية، وهو ذلك السوق المنظم في مكان جغرافي معين، يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية من قبل العارضين و الطالبين في وجود وسطاء رسميين.
- تتداول في سوق الأوراق المالية أدوات حديثة تتمثل في المشتقات المالية، حيث ظهرت هذه الأخيرة نتيجة للتطور و الابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية.

- إن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في السوق المالي يعد خطوة مهمة في تطوير المنتجات المالية المناسبة لتتكيف مع رغبات المستثمرين في السوق المالي.
- المشتقات المالية سلاح ذو حدين فمنهم من يستخدمها للمضاربة فتزيد المخاطر، ومنهم من يستخدمها للتحوط و التزجيج فتزيد من فعالية و تطوير واستقرار السوق المالي.
نتائج تطبيقية:

- لقد تزايدت أهمية المشتقات المالية في السنوات الأخيرة إذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات المالية على اختلاف أنواعها.
- كلما كان السوق المالي متطورا كلما انعكس ذلك بصورة جلية على تطور و تنمية اقتصاد ذلك البلد.
- ارتفاع قيمة معدل رسملة السوق تدل على كبر حجم سوق الأوراق المالية هذا ما يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد و تمويل الاقتصاد.
- ساهم إدراج المشتقات المالية كمنتج من منتجات الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية بشكل إيجابي في نمو و فاعلية هذه الأخيرة في الإقتصاد المليزي.
توصيات:

- توليد الثقة في الأسواق المالية كمصدر تمويلي للتنمية و الاستثمار من خلال نشر ثقافة الأسواق المالية.
- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد وذلك من خلال عمليات التوعية والإعلام لجذب صغار المدخرين وتعريفهم بفرص و إمكانيات الاستثمار بالأوراق المالية.
- تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتعزيز التفاعل بين البورصة و المجتمع المحلي ونشر المعلومات من خلال كافة الوسائل المتاحة.
- وجود سوق أوراق مالية يتمتع ببنية أساسية قوية قائمة على مجموعة من القواعد والإجراءات التنظيمية و الرقابية الواضحة و المحددة.
- ضرورة إدخال عقود المشتقات المالية إلى أسواق الأوراق المالية بهدف تشجيع أكبر عدد من المستثمرين على الدخول للسوق.
- لا بد من تعزيز دور المشتقات المالية في الحفاظ على أداء سوق الأوراق المالية من خلال توفير الأنظمة و السياسات السلمية التي تتضمن الاستخدام الكفء لهذه العقود من قبل المتعاملين.
- ضرورة إهتمام الدول النامية بالتجربة المليزية في تطوير سوق رأس المال بدراستها جيدا والاستفادة من إيجابياتها

أفاق البحث:

في نهاية هذا البحث نرجو أن نكون قد وفقنا في هذه الدراسة ولو بالجزء القليل، وأن نكون قد فتحنا

مجالات ومواضيع أخرى للنقاش والبحث ومنها نقترح ما يلي:

- مساهمة الهندسة المالية في إحداث الأزمات المالية

- دور المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

- الهندسة المالية و علاقتها بإقتصاد الإسلامى

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
2. محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
3. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، مصر، 2008.
4. متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
5. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
6. جليل كاضم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية و أدواتها المشتقة، دار المنهجية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن.
7. حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2012.
8. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل، الأردن، 2008.
8. سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية... نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشور للتدريب، الكويت، 2004.
9. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية، الأردن، 2009.
10. شفيري نوري موسى، وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2012.
11. صلاح محمد الشاوي، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.

12. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، طبع، نشر، توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001.
13. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2012.
14. عاطف وليم أندوراس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 382-383.
15. عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، دار الشباب الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 95.
16. عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص: 177.
17. عبد الغفار الحنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، طبعة جديدة و معدلة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
18. أحمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
19. إسماعيل أحمد الثناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
20. بخراز يعدل فريدة، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
21. حسني علي خربوش، و آخرون، الأسواق المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
22. حمد عوف عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006.
23. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
24. زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية و المالية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان، 2008.

25. زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
26. سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان، 2013.
27. سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، 2001.
28. شعون شعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومن للنشر و التوزيع، بوزريعة، الجزائر، 2005.
29. صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
30. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
31. عاطف وليم أندوراس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
32. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009.
33. عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
34. عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.
35. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
36. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، سوق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2011.
37. عبد الفتاح إسماعيل، و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و المشتقات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011.

38. عدنان الهندي، و آخرون، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 1996.
39. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.
40. علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2012.
41. علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، 2012.
42. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999-1998.
43. فيصل محمود الشراورة، الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008.
44. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود و البنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010.
45. محمد الحناوي، و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
46. محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
47. محمد صالح الحناوي، و آخرون، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، الطبعة الثانية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2010.
48. محمد صالح الحناوي، و آخرون، تحليل و تقييم الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2001.
49. محمد عبد الحميد عطية، الاستثمارات في البورصة، دار التعليم الجامعي لطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011.
50. محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، عمان، 2005.

51. محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2000.
52. محمد وجيه حني، تحويل بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2010.
53. مروان عطوف، الأسواق النقدية والمالية، ج1، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008.
54. مصطفى رشدي شيخة، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي و البورصات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 1998.
55. منير إبراهيم الهندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
56. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007.
57. مؤيد عبد الرحمان الدوري، وآخرون، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء، الأردن، 2012.
58. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراقة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
59. هزاع مفلح، التمويل الدولي، مديرية الكتب و المطبوعات الجامعية، حلب، 2007.
60. هوشيار معروف كاكا مولا، الإستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2003.
61. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر و التوزيع، عمان، 2010.
- أطروحات و مذكرات:
62. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص اقتصاد، جامعة الجزائر، 2005-2006.

63. بلعيد خليدة، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق دراسة تحليلية 2012-2014، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، إقتصاديات المالية و البنوك، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2014-2015.
64. بورياح محمد أمين، بسوف محمد أمين، مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2010-2011.
65. جمال الدين سحنون ، شروط بروز أسواق الأوراق المالية- دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.
66. سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد و المصارف الإسلامية، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2006-2007.
67. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
68. شاوش لمياء، دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم، دراسة حالة بورصة الجزائر، بحث لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود، مالية و بنوك، الجزائر، 2012-2013.
69. عيساوي سهام، دور المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود البنوك و أسواق المالية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2014-2015.
70. محمد براق، بورصة القيم المتداولة و تمويل التنمية، بحث لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999.

71. مختاري كلثوم، دور سوق الأوراق المالية في تنمية اقتصاديات الدول -دراسة حالة الجزائر- ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادات الماستر في العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2011-2012.
72. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013، ص:162.
73. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة استكمال لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص:84
- المجلات:
74. بلعزوز بن علي، إستراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد07، جامعة شلف، الجزائر، 2009-2010،
75. رشيد بوكساني، نسيم أوكيل، مقومات بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، رقم06، 2006، المعهد الوطني للتجارة، الجزائر
76. عبد الناصر براني، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية و تنشيط سوق الأوراق المالية "سوق رأس المال الإسلامي نموذجًا"، مجلة الشريعة و الاقتصاد، العدد 10، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر.
77. نورين بومدين، الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر من كلية الإدارة و الإقتصاد، العدد العاشر، المجلد الخامس، جامعة حسبية بن بوعلي، شلف، الجزائر، 2013.
- المؤتمرات و الملتقيات:
78. بزار حليلة، هدى بن محمد، المشتقات المالية و مخاطرها، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2009.

79. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، العدد 81، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
80. بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
81. بوعافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة العالمية الحالية، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العلمية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
82. سحنون محمود، محسن سمير، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، مداخلة من الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
83. عقبة نصيرة، لحسن دردوري، دور المشتقات المالية في تامين الموارد المالية للبنوك و الصناعة المصرفية الجزائرية، بحث مقدم إلى ملتقى صفاقس الدولي الرابع للمالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2009.
84. قايدي خميسي، بن خزناجي أمينة، دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق دراسة تحليلية 2009-2013، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014.
- مواقع الإنترنت:

85. سامي مباركي، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة LMD، كلية العلوم الاقتصادية و تجارية و علوم التسيير، جامعة باتنة، 2016، منشورة على الموقع:

<http://economie.univ-batna.dz/images/cours/4sami.pdf>

Consulte le 15/05/2019

86)- <http://data.albankaldawli.org/> 20-04-2019

المراجع باللغة الأجنبية:

–الكتب:

87-Christain descamps –jacques saichet- Gestion Financier international-litec 1995.

–الدوريات:

88-World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2006,2008,2010,2015 , 2017

وثيقة رقم (03-01): تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليزي من 2005 إلى 2017

التغير (%) من 2005 - 2017	2017	2016	2015	2014	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
128.1	314710	296750	296640	337000	278671.1	237796.9	192911.6	222744.2	186777.3	156601.4	137952.9	الناتج المحلي الإجمالي
149	452 816,9	357 730,6	382 976,7	459 004,4	395082.6	410065.8	290692	190423.5	328560.8	237631.6	181909	رسملة السوق (سندات وأسهم)
148.1	128 682,2	104 007,9	123 536	122033.2	128908.2	112384.1	80265.9	94235.2	171329.1	75556	51866.5	قيمة تداولات السوق (الأسهم و السندات)
206.1	239370	237757	236153	231806	226408	160093	130200	169444	210589	144524	78202	قيمة تداولات سوق المشتقات المالية
183	368052.2	341764.9	359689	353839.2	355316.2	272477.1	210465.9	263679.2	381918.1	220080	130068.5	إجمالي التداولات (أسهم و سندات مشتقات)
9.1	143.9	120.5	129.1	136.2	141.8	172.4	150.7	85.5	175.9	151.7	131.9	معدل رسملة السوق%
8.8	40.9	35.05	41.6	36.21	46.3	47.3	41.6	42.3	91.7	48.2	37.6	معدل حجم تداول السوق (% أسهم و سندات)
34.1	76.06	80.1	79.6	68.8	81.2	67.3	67.5	76.1	112.7	92.3	56.7	نسبة تداولات المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي%
23.3	186.01	228.6	191.1	190	175.6	142.5	126.2	179.8	122.9	191.3	150.8	نسبة تداولات المشتقات إلى إجمالي التداولات%

المصدر: من إعداد الطالبتين إستناد إلى

نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة السوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص:137.

World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2006,2008,2010,2015 , 2017

<http://data.albankaldawli.org/20-04-2019>

الملخص:

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء، نظرا للدور الهام الذي تؤديه في ميدان الحياة الاقتصادية فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية.

إن تعدد و تنوع المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية يعتبر ركيزة أساسية لتطوره، فتنوع المنتجات المالية يتمكن المستثمر من تقليل المخاطر و زيادة عوائدها، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة حجم الإستثمار في سوق الأوراق المالية، والمشتقات المالية هي أهم الأدوات المبتكرة حديثا التي ساهمت بدرجة كبيرة في تطوير الأسواق المالية عامة و السوق الماليزي خاصة.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، المشتقات المالية، سوق الأوراق المالية الماليزي

Abstract

Interest in stock markets has increased in recent years in both developing and developed countries because of the important role it plays in the field of economic life. Most of the country's resources are directed to these markets as the vessel through which these resources are channeled to economic activities. Derivatives are an important source of financing for the economy. The diversity of financial products traded in the stock market is a key element in its development. The diversification of financial products enables the investor to reduce risks and increase returns, which will lead to increased investment in the stock market.

Keywords: Financial Markets, Derivatives, Malaysian Stock Exchange