

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير  
قسم الاقتصاد

المستوى: السنة الاولى ماستر اكايمي  
التخصص: نقدي وبنكي

محاضرات لمقياس:

## الاسواق المالية الدولية

للأستاذ: محمد الامين مصباحي

الموسم الجامعي 2021-2022

## محتوى مقياس: الاسواق المالية الدولية

المحاضرة 1 و2: ماهية الاسواق المالية الدولية:

1- المفهوم/2- مؤشرات قياسها

المحاضرة 3 و4: انواع الاسواق المالية الدولية

1- سوق الاسهم /2- سوق السندات/3- سوق العملات (الفوركس)

المحاضرة 5: :اسواق حديثة (ابتكارات الهندسة المالية-المشتقات المالية)

1- العقود الآجلة/2- العقود المستقبلية/3- عقود الخيار(البيع-الشراء)/4- عقود المبادلات

المحاضرة 6: الاسواق المالية الناشئة .

1- المفهوم/2- خصائصها/3- الدور التنموي

## المحاضرة 1: ماهية الاسواق المالية الدولية

### تحديد مفهوم الاسواق المالية

" سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيع وشراء, إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها".<sup>1</sup>

من خلال التعريف نستخلص مايلي:

أ-اساس العمليات التبادلية في هذه الأسواق هي الأموال في شكلها السائل، ومنه جاءت التسمية "الأسواق المالية".

ب-السوق المالية جهاز تجمع فيه مدخرات الأفراد، والشركات، والحكومات - ذات الفائض المالي- وتسمح بانتقالها إلى الوحدات الاستثمارية ذات العجز المالي.

ج-لعملية انتقال الأموال داخل السوق المالية وسائل متمثلة بالأدوات المالية ذات مواصفات فنية خاصة تحدد مفهومها وكيفية عملها مثل الأسهم، السندات الربوية، الصكوك الإسلامية، والصناديق الاستثمارية، وعقود المشتقات المالية وما تبعها من فروع لهذه الأدوات، حيث تتم عملية الإصدار الأول بطلب من أصحاب العجز المالي ( أصحاب الاستثمارات)، وتنتهي إلى التداول في السوق الثانوية لمختلف الادوات المالية المصدرة.

وتعتبر هذه الأدوات عن: أصول التزامات مالية لحاملي هذه الأدوات.

د-تتميز الأسواق المالية بـ:

-السوق الأولية: تتم فيها عملية إصدار الأدوات المالية.

-السوق الثانوية: تتم فيها عملية التداول للأدوات المالية المصدرة أولاً.

هـ-تتداخل العمليات المالية داخل السوق المالية من حيث المدى الزمني، ويمكن تحديد ذلك باعتبار:

-المدى الطويل الآجل: تتم عملية الإصدار والتداول في الأدوات المالية طويلة الآجال (أسهم، سندات، صكوك...الخ) وتسمى "بسوق رأس المال".

-المدى القصير الآجل: تتم عملية الإصدار والتداول بالأدوات المالية قصيرة الأجل(كأذونات الخزانة العمومية، وشهادات الإيداع، والكمبيالات) وتسمى بـ "السوق النقدي".

-مؤسسات الوساطة المالية: تعتبر إحدى القنوات الرئيسية لعملية انتقال الاموال، كالبنوك التجارية، المؤسسات الادخارية، صناديق الادخار والاستثمار، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق الأجيال المستقبلية (النرويج، الكويت) وهي مكون وحرك رئيسي لتنشيط الاسوق المالية.

و-يتم إصدار وتداول الأصول المالية:

<sup>1</sup> - سعداوي يوسف, "أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ", دار الخلدونية, الجزائر, 2016, ص12

-اصول مالية للملكية: كالأسهم

-اصول مالية للمديونية: السندات، الصكوك الاسلامية

-أدوات مالية قابلة للتداول التشغيلي: الأوراق التجارية (كميالة)، شهادة الإيداع.

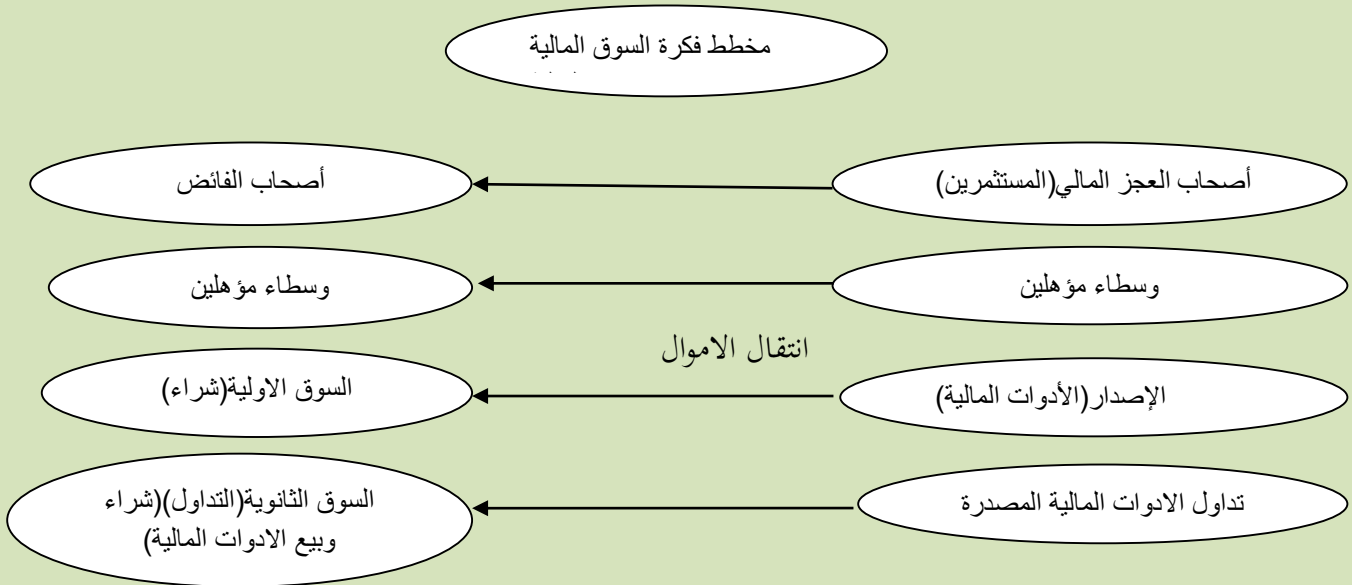
ومن خلال هذا التحليل المعمق لمختلف ميكانزمات عمل السوق المالية يمكن أن نعرف السوق المالية بمفهوم عام يتناسب مع أسس ومبادئ ظهورها وكذلك مراعاة لمختلف مراحل التطورات التي مست هذه الأسواق وخاصة من الجانب الفني والتقني وهي :

(( الفضاء المالي الذي تتم فيه عملية انتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من أفراد، وشركات، وحكومات، عن طريق عملية الإصدار التي تتم بواسطة وسطاء ماليين مؤهلين وذوي خبرة ومرخصين للأدوات المالية القابلة للتداول ومنظمة بقوانين ولوائح تنظيمية، باستخدام مختلف التطبيقات الذكية والوسائط الالكترونية المتاحة ذات البعد الزمني والفضاء المكاني المفتوح ))<sup>1</sup>

أما المفهوم الضيق الخاص للسوق المالية، فيربطها بسوق الأوراق المالية طويلة الأجل (كالأسهم، السندات، الصكوك) ويطلق عليها اسم سوق رأس المال.

والمخطط ادناه يوضح فكرة وآلية الاسواق المالية:

### الشكل رقم (01): فكرة وآلية الاسواق المالية



<sup>1</sup> - تعريف استاذ المحاضرة

## المحاضرة 2- المعايير المستخدمة لقياس أداء وتطور السوق المالية

يتم استخدام معايير عديدة تعتبر كمؤشرات تحدد السمة العامة لتطور أداء سوق رأس المال، ومن أهمها والتي تعتبر الركيزة الأساسية لتطور أداء السوق المالي ونمو، الا وهي حجم السيولة المتداولة، وتجمع أغلب الدراسات العلمية المتخصصة في مجال عمل اسوق رأس المال على وجود ثلاثة مؤشرات أساسية وهي:

1- مؤشر حجم سوق رأس المال.

2- مؤشر سيولة سوق رأس المال.

3- مؤشر تمركز سوق رأس المال.

1- مؤشر حجم سوق رأس المال:

يقاس حجم السوق من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

أ- معدل الرسكلة السوقية (البورصية): وهو يقيس مدى قدرة الادخار على تعبئة رأس المال المطلوب للعملية الاستثمارية، وتقاس بقيمة الاسهم المدرجة (المسجلة) في السوق المالية نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي للدولة ويمكن كتابتها كالتالي:

الرسكلة السوقية = قيمة الاسهم المدرجة في السوق المالي

الناتج المحلي الاجمالي

ب- عدد الشركات المدرجة: وهي تدل على عمق السوق وتنوعه، فارتفاع عدد الشركات في البورصة يدل على حجم اتساع السوق وارتفاع عدد الاستثمارات وتنوعها في الاقتصاد الوطني، ويقاس نموه نسبة الى الفترات السابقة.

2- مؤشر سيولة سوق رأس المال:

وهي القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة تامة أي القدرة على الدخول والخروج من سوق التداول بدون صعوبة وتغير كبير في قيمتها السوقية، ويمكن ان تقاس سيولة السوق المالية بالمؤشرين التاليين<sup>2</sup>:

أ- نسبة حجم التداول: وتشير هذه النسبة الى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة الى حجم الاقتصاد الوطني، وهي تعبر بشكل كبير على مستوى السيولة المتداولة في الاقتصاد الوطني، ويمكن كتابتها على النحو التالي:

نسبة حجم التداول = قيمة الأوراق المتداولة في السوق

الناتج المحلي الاجمالي

<sup>1</sup> -انظر الى المرجعين:

-عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، " أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق الناشئة"، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2015، ص:78.

-يوسف مسعداوي، "أساسيات في الاسواق المالية وادارة المحافظ"، مرجع سبق ذكره، ص:143.

<sup>2</sup> - نفس المرجعين السابقين: الأول، ص: 78-79 والثاني، ص:143.

**ب-معدل الدوران :** وهي تقيس حجم المعاملات نسبة لحجم السوق ، فالسوق الصغيرة التي تتميز بإرتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة حجم التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران، ويمكن كتابتها بالصيغة التالية:

**معدل الدوران = قيمة الأوراق المتداولة الاجمالية**

### قيمة الرسمة السوقية

**3- مؤشر تركز السوق (درجة التركز):** وتؤشر على مدى سيطرت عدد قليل من الشركات الكبرى على السوق المالية ، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما أثرت بشكل سلبي على السوق ، وتقاس درجة تركز السوق بمدى مساهمة أكبر عشر (10) شركات في السوق المالية بالرسمة السوقية ، نسبة الى اجمالي القيمة السوقية.

**4- تقلبات العوائد:** وتقاس باستخدام معامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة ، كما قد يقاس باستخدام الانحراف المعياري.

ويتفق أغلب الكتاب الماليين على أنه: إذا سمينا سوق المال بدون تحديد لخصوصية ما، فإنه يعني سوق الأوراق المالية أي الأسهم، السندات، الصكوك، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، ويطلق عليه مصطلح البورصات.<sup>1</sup>

### 2-ديناميكية النشاط الاقتصادي:

يقوم النشاط الاقتصادي على نوعين رئيسيين من الأسواق:<sup>2</sup>

**1-أسواق السلع :** وهي أسواق تختص بالتعامل في الأصول المادية الملموسة أو غير الملموسة.

**2-أسواق المال :** وهي الأسواق التي يجري التعامل فيها على الأصول المالية أو النقدية، ولها دور كبير في عملية تحويل الأموال من المقرضين الوحدات ذات الفائض في الطاقات التمويلية الى الوحدات الاستثمارية ذات العجز المالي، وهذا من خلال الأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل .

### 3-وظائف السوق المالية:

للسوق المالية مجموعة من الوظائف تتجاوب مع طبيعتها ووجودها وتعد عملية توفير المناخ المالي المناسب لنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي من الوظائف الأساسية والجوهرية لهذه الاسوق.

**-الوظيفة الأساسية لسوق المال:** (تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين).<sup>3</sup>

تقوم السوق المالية بوظيفتها هذه بطريقتين من طرق التمويل:<sup>4</sup>

1 - رسمة قرياقص، "أسواق المال"، الجار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص11

2 - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص27-28

3 - فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص91

4 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص42-43

## 1-التمويل المباشر :

حصول الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية من الوحدات ذات الفائض المالي بواسطة الاقتراض المباشر, وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة كالأسهم, والسندات, وأذونات الخزانة. ويتم هذا النوع من التمويل بدون وساطة أي من المؤسسات المالية, وإما يستعان بخدمات بعض المؤسسات المالية ذات الخبرة التسويقية مثل:

## 2-التمويل غير المباشر:

ويتم هذا من خلال المؤسسات المالية الوسيطة مثل: البنوك التجارية, وشركات التأمين, وصناديق المعاشات,.... الخ, حيث تقوم هذه المؤسسات بجمع الأموال من الوحدات (الادخارية) ذات الفائض من خلال, الودائع الجارية, والودائع لأجل, وودائع التوفير أو من خلال إصدار أوراق مالية خاصة, مثل: وثائق التأمين على الحياة, شهادات الإيداع, شهادات الاستثمار, ثم تقوم بعملية استخدام هذه الأموال في تقديم القروض لطالبيها, أو شراء الأوراق المالية الجديدة المصدرة من الوحدات ذات الاحتياج المالي.

## 4-المتعاملون في السوق المالية:

يصنف المتعاملون في السوق المالية إلى ثلاثة فئات<sup>1</sup>:

**الفئة الأولى: العارضون للمال,** عن طريق الإقراض المباشر, أو شراء السندات, أو عن طريق المشاركة في شركات المساهمة عن طريق شراء الأسهم, ويشمل ذلك الفئات ذات الفائض المالي من الأفراد, والمؤسسات التي يزيد دخلها النقدي عن احتياجاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية.

**الفئة الثانية: الطالبون للمال:** عن طريق الاقتراض المباشر, أو إصدار السندات, أو عن طريق طلب المشاركة وذلك بإصدار الأسهم ويشمل ذلك الفئات ذات الاحتياج المالي من الأفراد, والمؤسسات, والهيئات الحكومية.

## الفئة الثالثة: المؤسسات المالية

ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين:

## المجموعة الأولى: المؤسسات المالية الوسيطة:<sup>2</sup>

وهي المؤسسات التي تتوسط بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز وفقا لآليات لعقود معينة يتم عقدها مع كل طرف. وللعقود ثلاثة أنواع:

**النوع الاول: عقود مع أصحاب الفوائض لتحصل المؤسسة المالية على الاموال:**

<sup>1</sup> . مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان, مرجع سابق , ص44

<sup>2</sup> . عبد الرحمن عبد الله الحميدي, عبد الرحمن عبد المحسن, دار الخريجي, الرياض, المملكة العربية السعودية, ص74

\* - عقود الاقتراض: تعقدتها مع أصحاب الفوائض- وتحصل بموجبها على المال.

أ- عقود الاقتراض\*: وهي عقود اقتراض مباشر أو بواسطة الودائع (الجارية, الادخارية, الآجلة) أو بواسطة إصدار أنواع الأوراق المالية, القابلة للتداول (الأوراق الثانوية أو الوسيطة), مثل شهادات الإيداع, والأوراق التجارية.

ب- عقود التأمين على الحياة, أو على الممتلكات أو صناديق معاشات التعاقد.

ج- عقود الاشتراك: بواسطة فتح باب المساهمة في الأنواع المختلفة للصناديق الاستثمارية.

النوع الثاني: عقود مع أصحاب العجز: ويحصلون بموجبها على المال نجد هناك نوعين:

أ- عقد القرض: بواسطة شراء سندات الدين المصدرة من طرف الجهات المحتاجة إلى المال, أو عن طريق تقديم القروض المباشرة لـخ الأفراد أو منشآت الأعمال.

ب- عقد الشركة: وهذا عن طريق شراء الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة .

يمكن تصنيف المؤسسات المالية الوسيطة بصورة عامة إلى ثلاثة أنواع:

1- مؤسسات الإيداع

2- مؤسسات الادخار التعاقدية

3- مؤسسات الاستثمار

1- مؤسسات الإيداع:

1-1- البنك التجارية:

((البنك التجاري المعاصر للمؤسسة تتعامل في الدين والائتمان من خلال الحصول على ديون من الغير تمثل التزامات عليه تظهر في جانب الخصوم من الميزانية العمومية للبنك التجاري, ويقدم مقابلها وعودا بالدفع عند الطلب أو بعد أجل قصير في شكل ائتمان وإقراض للغير يمثل حقوقا له تدخل في جانب الأصول من الميزانية العمومية))<sup>1</sup>  
تتشكل الموارد المالية للمصارف التجارية من:

أ- الودائع الجارية: وهي أموال سائلة توضع من طرف المتعاملين مع البنك

ب- الودائع الادخارية: وهي أموال سائلة توضع من طرف المتعاملين مع البنك لأجل

ج- الودائع لأجل

و- رأس المال البنك المدفوع من مؤسسي البنك

د- الأرباح المحتجزة التي يضعها البنك لزيادة رأسماله ولا يوزعها للمساهمين

هـ- الاحتياطات: أموال يضعها البنك في حسابات خاصة لمواجهة الطوارئ الظرفية

1-2- بنوك الادخار:

<sup>1</sup> - محمد عزت غزلان, "اقتصاديات النقود والمصارف", دار النهضة العربية, بيروت, لبنان, الطبعة الأولى, 2002, ص 109



**بنوك الادخار:** تتكون أموالها من الودائع الادخارية, وشهادات الإيداع وتعمل على توظيف الأموال عن طريق تقديم القروض, والاستثمار في الأسهم ومختلف الأوراق المالية.

## 2- مؤسسات الادخار التعاقدية :<sup>1</sup>

### 2-1- شركات التأمين على الحياة:

تعمل شركات التأمين على الحياة, بتجميع أقساط التأمين من الأفراد المؤمن عليهم مقابل دفع مبلغ معين لورثتهم حال الوفاة, وتعمل على توظيف هذه الأموال في شراء الأسهم والسندات التي تصدرها مختلف الجهات, مع منح القروض لأصحاب وثائق التأمين....

### 2-2- شركات التأمين ضد المخاطر:

مشابهة لشركات التأمين على الحياة, إلا أنها تتعرض لخطر الاستنزاف لمواردها عند حدوث الكوارث, ولهذا تعمل على تركيز استثماراتها في الأصول الأكثر سيولة, كسندات الحكومية, وأذونات الخزانة, إضافة إلى الأسهم والسندات المصدرة من طرف الشركات.

## 2-3- مؤسسات الاستثمار:

### 2-3-1- شركات الاستثمار: (شركات صناديق الاستثمار المشترك):

شركات تتلقى أموالها من المستثمرين من مختلف الفئات, وفي المقابل تصدر أسهما أو شهادات إثبات, ثم تقوم بعملية استثمارها هذه الأموال في محفظة مالية متنوعة من الأسهم والسندات المصدرة من قبل أصحاب العجز, وتستفيد من الأرباح المحققة بالشراكة بينها وبين المستثمرين.

### 2-3-2- صناديق الاستثمار في النقود:

وهي شبيهة بصناديق الاستثمار المشترك, تكون المساهمة فيها عن طريق الودائع التي يضعها المستثمرون في صناديق تسييرها مؤسسات مختصة في عملية تداول الأوراق المالية, ثم تستعمل الأموال المودعة في شراء أدوات مالية من سوق النقود, وتدفع عوائد هذه الأدوات المالية على المساهمين في الصندوق بحسب نسبة المشاركة.

### 2-3-3- شركات التمويل:

تنشأ هذه الشركات من قبل المؤسسات الإنتاجية الكبرى, لتمويل مبيعاتها, وتحصل هذه المؤسسات على الأموال من خلال إصدار الأوراق التجارية, والسندات والأسهم, إضافة إلى القروض المتحصل عليها من البنوك. وتقوم هذه الشركات بتقديم القروض الاستهلاكية القصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد, وهذا بشراء السلع المعمرة, كالسيارات, والآلات, والثلاجات(كما تقدم لمنشآت الأعمال).

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان مرجع سبق ذكره, ص48-51

## المجموعة الثانية: الوسطاء:<sup>1</sup>

والمقصود بالوسطاء هم الأفراد، أو الشركات التي تقوم بعملية الوساطة بالمعنى المتعارف عليه، وهي عملية الجمع بين طرفين أو أكثر، لإبرام عقد وتضم هذه المجموعة نوعين من الوسطاء:

### 1- السماسرة:

يقومون بشراء/ بيع الأوراق المالية نيابة عن غيرهم (كما سنفصل ذلك في الفصل الثالث) وهم لا يعملون لحسابهم الخاص، وإنما يقومون بعملية تنفيذ أوامر الشراء والبيع الصادرة إليهم من موكلهم الراغبين في البيع/ الشراء ويحصلون مقابل عملهم على أجر.

### 2- بنوك الاستثمار:

وهي مؤسسات مالية، متخصصة في عملية تسويق الإصدار المالية، إما:

أ- تسويق مقابل أجر محدد

ب- تسويق مع ضمان التصريف لتلك الإصدارات بسعر متفق عليه

### 5- أنواع الأسواق المالية:

تتكون الأسواق المالية بصورة رئيسية من قسمين أساسيين:

**القسم الأول:** إصدار الأدوات المالية التي تمثل عملية الطلب على الأموال مع مقابقتها بالعرض من طرف الوحدات ذات الفائض المالي وتسمى بالسوق الإصدار، أو **السوق الأولية**.

**القسم الثاني:** تتم فيه عملية تداول هذه الأدوات المالية المصدرتها بيعة و شراء ويطلق على هذا القسم **بالسوق الثانوية**.  
تحدد نوعية الأدوات المالية ونوعية السوق المتداولة فيه والمصدرتها منه آجالاً زمنية محددة فمنها الآجل القصيرة المدى التي لا تتعدى السنة عادة (أذونات الخزينة، شهادات الاستثمار مثلاً) والتي تداولها وإصدارها في سوق يسمى السوق النقدي.  
أما الأدوات المالية ذات الآجال المتوسطة والطويلة إصداراً وتداولاً (كالأسهم، السندات، الصكوك...)، يطلق على اسم السوق بسوق رأس المال ويكون للوساطة المالية من مكاتب سماسرة، ووسطاء ماليين ومندوبي فروعهم دور كبير في عملية التكفل بالإصدار الأولى، والتداول.

ويتم ذلك في أماكن متخصصة (التداول) تعرف بالسوق المنظمة أو بورصة الأوراق المالية، أما تداول الذي يتم خارج البورصة فسمى السوق غير المنظمة (لا تخضع للوائح وقوانين هيئة رقابة البورصة).


ويلاحظ أن هذا التقسيم تقليدي، ونظراً للتداخل الكبير بين السوقيين (المنظم وغير المنظم)، وتطور مختلف وسائل التكنولوجيا الحديثة أصبحت الكثير من القرارات المالية للوسطاء تبنى على معلومات من داخل السوق وخارجه.

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان، بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 51-52

## محاضرة-سوق صرف العملات

كلمة "فوركس" تشير إلى سوق العملات الأجنبية أو البورصة العالمية للعملات الأجنبية، وهي اختصار للمصطلح الاقتصادي من اللغة الأجنبية " **Foreign Exchange Market** " أي "سوق تداول العملات الأجنبية"، وهو سوق يمتد في جميع أنحاء العالم حيث تصرف العملات من قبل عدة مشاركين ، مثل البنوك العالمية والمؤسسات الدولية والأسواق المالية والمتداولون الأفراد .

### العملات الأساسية في سوق الفوركس

| المرتبة | العملة  | الرمز | الكود |
|---------|---|-------|-------|
| 1       | <u>الدولار الأمريكي</u>    | USD   | \$    |
| 2       | <u>اليورو</u>              | EUR   | €     |
| 3       | <u>الين</u>                | JPY   | ¥     |
| 4       | <u>الجنيه الاسترليني</u>  | GBP   | £     |
| 5/6     | <u>فرنك سويسري</u>       | CHF   | -     |
|         | <u>دولار أسترالي</u>     | AUD   | \$    |

### مميزات سوق تداول العملات

ويقدر المحللون الماليون الحجم اليومي لتداول العملات في سوق الفوركس بحوالي 5 تريليون دولار (5 آلاف مليار دولار يوميا) حيث إن الاف الملايين من الدولارات تباع وتشتري كل ثانية.

ويتم التداول عن طريق شراء وبيع العملات الأساسية التي تحوز على الحصة الأساسية من العمليات في سوق الفوركس وهي الدولار الأمريكي (USD) العملة الأساسية واليورو الأوروبي (EUR) و الجنيه الإسترليني (GBP) و الفرنك السويسري (CHF) و الين الياباني (JPY) و الدولار الأسترالي (AUD) و الدولار الكندي (CAD) و عملات أخرى عربية وأجنبية .

ويعتبر الخبراء الاقتصاديون أن أسواق العملات هي أسواق اعتيادية خلقتها التقنية وسهلت انتشارها في الآونة الأخيرة، ولتأثر سوق الفوركس بالتقنية، استطاع هذا السوق استقطاب مجموعات كبيرة من المستثمرين خلال السنوات الماضية بفضل انتشار التقنية ووسائل الاتصالات.

وبعكس عدة أسواق منتشرة في السوق فإن سوق العملات لا يعد سوق نحوي يجيد التعامل معه إلا القلة من الناس، ولكن عدم اهتمام الإعلام الاقتصادي بتغطية نشاطات تجارة العملات جعل هذا السوق بعيداً عن العامة. فحتى الأشخاص الذين ليس لديهم خبرات في التعامل مع الإنترنت والحاسوب، يمكنهم التداول عبر مكالمات هاتفية لشركات الوساطة.

فبالإضافة الى سوق العملات يوجد أنواعاً أخرى من البورصات مثل: بورصات المعادن "**كومكس**" و بورصات الطاقة "**نيمكس**" ، أسواق رؤوس الاموال او الاسهم أسواق الديون او السندات، أسواق السلع (الحبوب والسكر والبن) .

وهناك نوعان من البورصات :بورصات التبادل المباشر Exchange بورصات التبادل عبر شبكات الاتصال .  
الفوركس تتبع لبورصات التبادل عبر شبكات الاتصال **Over the counter (OTC)** فهي أسواق يتم فيها بيع وشراء العملات دون أن يكون لها مكان مركزي محدد بل تتم عمليات البيع والشراء بين الشركات والبنوك والأفراد عن طريق شبكات الاتصال والكمبيوتر (عن طريق الاتصال التلفوني والإنترنت بالحاسوب في وقت واحد بين مئات البنوك حول العالم). وهذا هو السبب لضخامة سوق العملات، فهناك مئات الملايين من الدولارات تباع وتشتري كل بضع ثوان. وبورصات العملات تتميز أيضاً بالمؤشرات المختلفة والتحليل الفني والتحليل الإخباري وسرعة الحصول على الأرباح . وبالرغم من أن بعض المحللين منقسمين، فالبعض ينظر فقط إلى مخاطرها والبعض الآخر ينظر إلى فوائدها، لكن سرعان ما وجد سوق تداول العملات طريقه إلى جانب القنوات الاستثمارية الأخرى من أسواق مال ومعادن وعقارات و سلع آجلة وغيرها .

### التداول والمتاجرة في سوق العملات

يتم شراء وبيع العملات المختلفة بالدولار الأمريكي أو العملات الأخرى فيما بينها مما يعرف بإزدواج العملات وذلك في مقابل الدولار الأمريكي أو أي عملة مقابل عملة أخرى في القيمة. ويعتبر التداول في العملات أرباح من التجارة في البورصات .

وتقوم أسعار العملات بالتغيرات الكبيرة المتعددة مما يساعد للقيام ببعض العمليات التجارية خلال يوم واحد. من المعروف انه تقوم الانخفاضات بالتأثير الكبير على الأسواق المالية مما قد يؤدي إلى انهيار الأسهم أو السندات . أما سوق الفوركس فانخفاض الدولار الأمريكي (على سبيل المثال) يعني صعود سعر العملة الثانية ولا يوجد إي انهيار مثل أسواق الأسهم أو السندات .

يجمع سوق الفوركس أربع أسواق إقليمية: الأسترالية والآسيوية والأوروبية والأمريكية. وتستمر عمليات المتاجرة فيه كل أيام العمل ويغلق السوق يومي السبت والأحد، ويعمل السوق على مدار الساعة أي 24 ساعة في اليوم. ويلاحظ هدوء نسبي من الساعة 20:00 وحتى 01:00 بتوقيت غرينتش، ويعزي ذلك لإغلاق بورصة نيويورك في الثامنة مساءً وبدء بورصة

طوكيو العمل في الواحدة صباحاً. ومع دخول التكنولوجيا وشبكة الإنترنت أصبح ممكناً استخدام فتح الحسابات والمتاجرة في الأسواق الدولية مع شركات وبنوك لم تذهب إليها حتى في كل بلدان العالم منها لندن وهون كونج والإمارات ودبي .

من أهم مميزات المتاجرة في سوق الفوركس بالإضافة لتقلباته السريعة هو **المتاجرة بالهامش** أو ما يعرف **-Margin-trade** ان هذه التجارة تتعامل بما يسمى (التجارة بالهامش) أي أنك تحجز مبلغاً ضئيلاً من حسابك (1000 دولار) مقابل شراء (100000) دولار وتسمى وحدة الشراء (لوت) وتربح أو تخسر حسب حركة العملة أو السلعة أو المعدن الذي اشتريته أو بعته وهذا النوع من المتاجرة (ولو يبدو بسيطاً) هو من أرباح أنواع المتاجرة حيث يمكنك كسب ربح كبير خلال ثواني معدودة نتيجة خبر اقتصادي أو رفع وتنزيل سعر فائدة أو كارثة طبيعية أو مسببات أخرى اقتصادية وغيرها .

ومن **الخصائص** المهمة لسوق العملات هي خاصية **التوازن** بالرغم من أن هذا يبدو غريباً. فالكل يعلم أن الخاصية الأساسية للسوق المالية هي الهبوط المفاجئ.

لكن سوق الفوركس يختلف عن سوق الأسهم في أنه لا يهبط عندما تفقد الأسهم قيمتها يكون هذا انخياراً. أما إذا انهار الدولار مثلاً فإن ذلك يعني فقط أن عملة أخرى صارت أقوى.

— مثلاً لذلك الين الياباني الذي صار في بضعة أشهر من عام 1998 أقوى بالربع تقريباً بالنسبة للدولار، هذا وقد وصل هبوط الدولار لبعض الأيام في تلك الفترة 10%، بالرغم من ذلك لم يحدث انخيار للسوق واستمرت المعاملات كالعادة، في هذا ينحصر ثبات سوق العملات وما يرتبط به من عمل، وذلك لأن العملة تعتبر بضاعة كاملة السيولة يمكن شراؤها أو بيعها في كل الأوقات .

### **العزوف عن المخاطرة**

العزوف عن المخاطرة هو سلوك في التداول يظهر في سوق تداول العملات عند حدوث حدث سلبي قد يؤثر على ظرف السوق الحالية. و ذلك يحدث عندما يقوم التجار أصحاب قرار العزوف عن المخاطرة ووقف صفقاتهم و الخروج من السوق و تحويل أموالهم إلى الأصول ذات المخاطر الأقل بسبب حالة عدم اليقين

## المحاضرة 5: سوق المشتقات المالية

### تمهيد:

خلافًا لما هو متعارف عليه في الأسواق المالية التقليدية التي تتعامل في الأصول المالية (كأسهم، السندات، صناديق الاستثمار....)، فإن أسواق المشتقات تتعامل في أدوات تعاقدية **Contractual Instruments**، يعتمد في أدائها على أداء أصول أو أدوات أخرى.

وعليه نستنتج أن المشتقات ليست أصولاً مالية، وليست أصولاً عينية وإنما هي عبارة عن عقود تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، أحدهما يترتب عليه حقاً، والتزاماً على الطرف الآخر، أي عبارة عن اتفاقيات تجارية يتم التفاوض عليها مباشرة بين رفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق وفق لما هو متفق عليه.

وعليه سنتجد في هذا المبحث اختلاف جوهري بين المشتقات المالية بمفهومها التقليدي والإسلامي، وهذا ما سنركز عليه في المطالب التالية:

### 1- تعريف المشتقات المالية

#### 1-1- التعريف الاصطلاحي:

يمكن أن يأخذ التعريف الأول للمشتقات، كونها أداة مالية عقدية تستمد قيمتها من أسعار الأصول المتداولة مثل:

01- الأسهم

02- مؤشرات الأسهم

03- مؤشرات أسعار الفائدة

04- السلع

05- السندات<sup>1</sup>

كما عرفتها المجموعة الاستشارية ( لنظام الحسابات القومية) \* على:

« المشتقات المالية هي صكوك مالية ترتبط بصك مالي معين أو بمؤشرات أو بسلعة ويمكن من خلالها تبادل مخاطر مالية معينة في الأسواق المالية بصفتها تلك. وتأتي قيمة المشتق المالي من سعر البند المتصل به \*\* أي السعر المرجعي \* وتختلف المشتقات المالية عن أدوات الديون في أنها لا تنطوي على سلف تمثل رأس المال الذي يجب سداه كما أنها لا ترتب دخلاً استثمارياً وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض منها إدارة المخاطر والضمانات والتحكيم بين الأسواق والمضاربة»<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Deloitte, Introduction to Derivative, part 1. Pdf, 12 May 2016, P:6

\* السعر المرجعي، يشير هذا المصطلح إلى سلعة أو أصل مالي أو سعر فائدة أو سعر صرف أو إلى مشتق مالي آخر أو إلى المدى القائم بين سعرين أو إلى رقم قياسي أو سلة من الأسعار.

<sup>2</sup> - تحديثات وتعديلات على نظام الحسابات القومية 1993، الجزء الأول: نصوص مستكملة لنظام الحسابات القومية 1993 تضم المعايير الدولية الجديدة الخاصة بالمشتقات المالية، منشورات الأمم المتحدة، المسجلة للأمم المتحدة، لجنة الجماعات الأوروبية، صندوق النقد الدولي، منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، البنك الدولي، 2005، ص 4،

المطلع عليها بتاريخ 2020/1/18 على الموقع: <https://unstats.un.org/unsd/publication>

كما عرفها بنك التسوية الدولية التابعة لصندوق النقد الدولي (( المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على اسعار الاصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول, وكتعد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد, فإن أي انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري))<sup>1</sup>.

كما يمكن استنتاج تعريف شامل للمشتقات المالية كالآتي:

(( المشتقات المالية هي أداة مالية ذات طابع تعاقدية, تبرم بين جهتين تستمد قيمتها من أسعار الأصول المالية المتداولة كالأسهم, مؤشرات الأسهم, مؤشرات أسعار الفائدة, السندات, السلع, أداة للتحوط من المخاطر, والمراجعة بين الأسواق, والمضاربة, لا ينتج عنها انتقال ملكية الأصول محل التعاقد كما قد تتسم بقدر كبير من المخاطر))<sup>2</sup>

## 2- خصائص المشتقات المالية:

يمكن من خلال التعاريف السابقة والمتعددة أن نستخلص جملة من الخصائص والمميزات نذكر منها:

### 1- التعقيد:

وهو وجود غموض في الكيفية التي تستخدم بها الأداة المصممة من أجل الوفاء لأغراض خاصة محددة, والطريقة التي تقيم وتحاسب بها<sup>3</sup>, وقد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط وآثار مشتقات خاصة مما يعرضها إلى خسائر كبيرة.<sup>4</sup>

### 2- عمليات المشتقات خارج الميزانية:

جرت العادة في التطبيقات العملية على إثبات وتقييم الأدوات المالية التقليدية (كالأسهم, والسندات) داخل الميزانية كأصول أو خصوم يمكن التعرف على أرصدها الحسابية وتغييراتها, على عكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل معها هو تداولها بقيم نقدية صغيرة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كبيرة كامنه, مما يفتح المجال للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم, إضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.<sup>5</sup>

### 3- عدم وضوح القواعد المحاسبية:

لقد كان لمختلف عمليات المشتقات تقدما سريعا ونمو كبيرا في ميدان ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة, والذي تواقبه استجابة مقابلة وسريعة محاسبية تبين تأثيرات تلك الأنشطة, هذا ما يخلق فجوة كبيرة بين الواقع الاقتصادي الذي تتم فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.<sup>6</sup>

1- Issues of Measurement Related to Market size and Macro Prudential Risk in Derivatives Markets' Report prepared by a working group established by the central banks of the group of ten countries, basle, Committee on the Global Financial System(CGFS) Papers, N° 5, 1 february 1995, pp:6-7

2- تعريف الاستاذ المحاضر.

3 - منير إبراهيم هندي, " سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات, الجزء الأول: التوريق, مرجع سبق ذكره, ص 22

4 - شقيري نوري موسى, " إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية", مرجع سبق ذكره, ص 167

5 - نفس المرجع, ص 167

6 - نفس المرجع, ص ص 167-168



#### 4- السيولة:

تتسم بعض عقود المشتقات بدرجة سيولة عالية، إذ يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في التاريخ المحدد للاستحقاق، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، كما أنه من جهة أخرى يصعب في بعض الأحيان تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات، مما يؤدي إلى حدوث مشاكل وتعقيدات في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.<sup>1</sup>

#### 3- استخدامات عقود المشتقات المالية:

إن لعقود المشتقات المالية دور ومزايا متعددة عندما يتحقق الاستخدام الأمثل المبني على الدراية العميقة بميكانيكيات عمل هذه المشتقات، ويمكن ذكر بعض الاستخدامات باختصار:

#### 1- استخدام عقود المشتقات في إدارة (تغطية) المخاطر:

يجري استخدام هذه الأدوات الاشتقاقية بهدف تقليل مخاطر الاستثمار على مختلف أنواع الأدوات المالية التقليدية أو زيادتها. وبغرض التقليل من حجم المخاطر يقوم المستثمرون بشراء عاجلا في السوق الحاضر Spot Market، وبيع آجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات (Futures Markets)، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المالية المشتراة في السوق الحاضر، فعلى الجهة الثانية سينخفض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حيث يمكن للمستثمر من إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق له كسبا يعوضه ولو بقدر أقل من خسارته في السوق الحاضر.<sup>2</sup>

إن جميع المستثمرين لهم الرغبة في المحافظة على استثماراتهم عند مستويات وأوضاع تكون مقبولة من درجة المخاطرة. وهذا الحل لا يجده هؤلاء المستثمرين إلا في أسواق المشتقات المالية التي تمكنهم من إمكانية تقليل المخاطر وتحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

#### 2- استكشاف السعر: Price Discovery

تزداد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد المشتق في السوق الحاضر عند تاريخ التسليم، أي القدرة على اكتشاف المستوى الذي يتوقع أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر عند تاريخ التسليم.<sup>3</sup> كما تعد أسواق العقود الآجلة والمستقبلية من أهم الوسائل لخلق القدرة للحصول على المعلومات المتعلقة بتوقعات المستثمرين للأسعار المستقبلية التي تنطوي على بيانات قيمة عن التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر التي تقدمها هذه الأسواق مجانا للجمهور أو جهات متخصصة تتقاضى ثمنها، وكلما ارتفع مستوى دقة المعلومة كلما أصبح السوق المشتق أكثر كفاءة.<sup>4</sup>

#### 3- إعطاء فرصة جيدة لتخطيط التدفقات النقدية:

1 - شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية- الهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 167

2 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص 68

3 - منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 16

4 - سمير عبد الحميد رضوان حسين، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص 69-70



إذا كان للعقد المشتق تكلفة في الظروف المواتية, أي في حالة انخفاض السعر, فإنه من جهة أخرى يحقق الحماية للمشتري إذا ما ارتفعت الأسعار لغير صالحه<sup>1</sup>, وبالتالي إمكانية التخطيط الجيد للحجم الذي ستكون عليه التدفقات المالية.

#### ٥4- إعطاء فرص استثمارين للمضاربين:

يدخل المضارب (Speculator) طرفا في العقد بهدف تحقيق الربح, كما لا يدخل المضارب طرفا في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يحقق له حصة محددة, مهما سعر الأصل في السوق الحاضر, لأن المضارب لا يدخل طرفا في لعقد بغرض تأمين تملك الأصل لأن ذلك مهمة من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام, أي السعي لتغطية مركز (Hedger) سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا بمعنى تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار.<sup>2</sup>

#### ٥5- تسيير وتنشيط التعامل على الأصل محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات المالية, بانخفاض تكلفة المعاملات, وهذه الأخيرة لها تأثير على سيولة السوق, إذ تجعل السوق أكثر كفاءة, بما يتيح فرص أفضل لإبرام الصفقات بسعر قريب من السعر العادل (الأمثل), كما يسهم التعامل بالعقود المشتقة على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه, وهذا بزيادة التداول عليه.<sup>3</sup>

#### ٥6- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:

للعقود المشتقة مرونة كبيرة وسيولة متميزة, تعطى سرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.<sup>4</sup>

#### ٥7- إمكانية تحقيق ميزة الكمال للسوق:

تتحقق ميزة الكمال للسوق المشتق, عندما توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية المناسبة لأهدافهم, من حيث العائد أو المخاطرة, إذ بفضل عقود المشتقات أمكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر, ومن خلالها يحقق المستثمر مستويات جيدة من العائد والمخاطر لا يمكن تحقيقها من أية ورقة مالية متداولة فعلا في السوق الحاضر.<sup>5</sup>

#### 4-أنواع المشتقات المالية التقليدية:

للمشتقات المالية التقليدية عدد كبير من الأنواع, إلا أنه يوجد أشكال أكثر استخداما وتداولاً في الأسواق المالية نذكر منها:

#### 4-1-العقود الآجلة (العقود الأمامية) : Forward Contract

#### 4-1- تعريف العقود الآجلة: Forward Contract

1 - منير إبراهيم هندي, " إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات ", الجزء الثاني, مرجع سبق ذكره, ص 19

2 - منير إبراهيم هندي, نفس المرجع, ص 20

3 - نفس المرجع, ص 22

4 - نفس المرجع, ص 22

5 - نفس المرجع, ص ص 23-24

**التعريف الأول:** (( بأنه إتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع لشرء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه إنشاء العقد))<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** يعرفها بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي بـ:

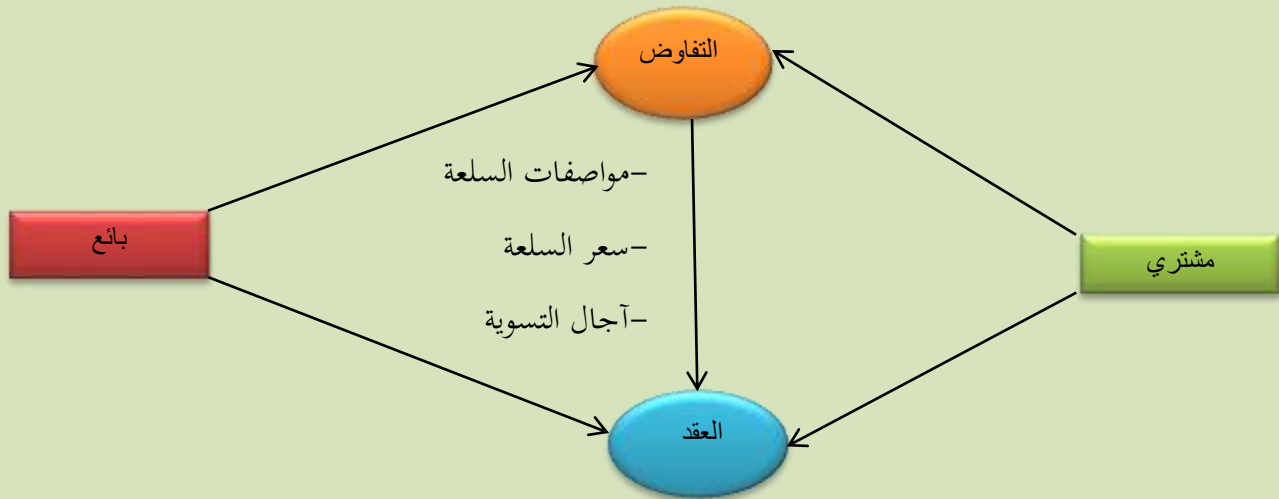
(( فبموجب العقود الآجلة يتفق الطرفان على تبادل كمية معينة من بند من بنود المرتبطة (الحقيقية أو المالية) بسعر متفق عليه في العقد - سعر الاتفاق - في تاريخ محدد))<sup>2</sup>

#### 4-2- خصائص العقود الآجلة:

من خلال التعاريف السابقة نجد بأن العقود الآجلة لها مميزات متعددة يمكن سردها كالتالي:

- 01- إتفاقية تتوج بين طرفين الاول مشتري وثاني بائع.
- 02- إمكانية توقع أي من الأطراف المتعاقدة على حصول على أرباح أو خسائر.
- 03- يحدد العقد السعر المستقبلي\* المتفق عليه.
- 04- يحدد تاريخ التسليم بأخذ البائع ثمن السلعة والمشتري السلعة (حقيقية أو مالية).
- 05- إمكانية تعرض الأطراف المتعاقدة لمخاطر الائتمان المتمثلة في عدم استطاعة أحد الأطراف المتعاقدة بالوفاء بالإلتزامات المتفق عليها. يمكن أن نوضح الفكرة الرئيسية للعقود الآجلة كالتالي:

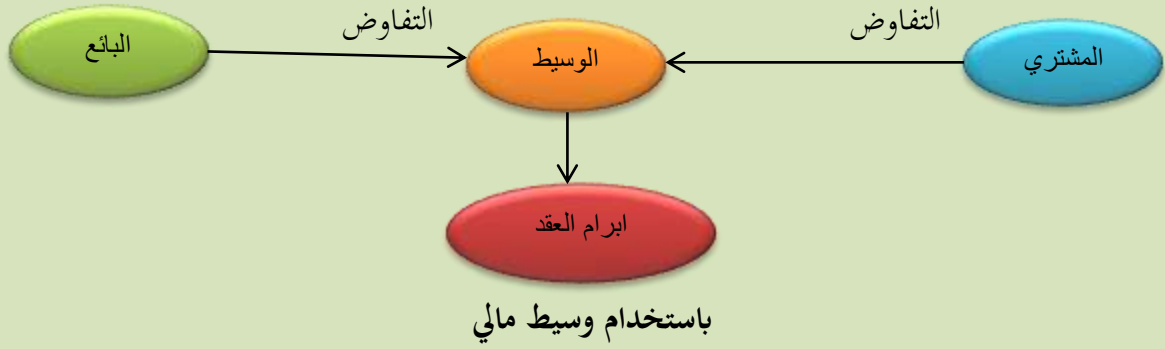
#### مراحل: العقود الآجلة



#### بدون استخدام الوسيط المالي

1 - سمير عبد الحميد رضوان حسن, " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها", مرجع سبق ذكره, ص 207

2 - تحديثات وتعديلات على نظام الحسابات القومية 1993, مرجع سبق ذكره, ص 9



#### 4-3- تصنيف العقود الآجلة:

يمكن أن تصنف العقود الآجلة إلى: <sup>1</sup>

#### 3-4-1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة:

يستخدم وهذا النوع من العقود للتحوط من تقلبات أسعار الفائدة, إذ يتم عقد الاتفاق على سعر الفائدة لقرض معين يتم الحصول عليه مستقبلا يثبت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق إلى تاريخ التنفيذ.

#### 3-4-2- العقود الآجلة لأسعار الصرف:

وهو عبارة عن اتفاق بين طرفين لشراء وبيع كمية محددة من عملة أجنبية وهذا عند تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد وبشئيته حتى تاريخ التنفيذ, وتستخدم للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار سوق صرف العملات الأجنبية, وعند تنفيذ العقد مستقبلا يجب الالتزام بسعر الصرف المحدد سابقا.

#### 5- العقود المستقبلية: Futures Contracts

#### 5-1- مفهوم العقد المستقبلي:

سنذكر بعض التعاريف التي توضح لنا ماهية العقد المستقبلي الذي جاء كأحد أنواع عقود المشتقات التي كانت تطورا طبيعيا للعقود الآجلة.

**التعريف الأول:** ((العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين: الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير Short Position, والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل Long Position. ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي ( سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الاسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم, وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد))<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن رجم محمد خميسي, "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها", الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية, يومي 20-21, أكتوبر 2009, كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, بالتعاون مع: محور الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي, جامعة فرحات عباس, سطيف, الجزائر, العدد 81 ص ص 5-6

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي, "إدارة المخاطر الهندسية باستخدام التوريق والمشتقات", الجزء الثاني, مرجع سبق ذكره, ص 92

**التعريف الثاني:** (( عقد المستقبلي تجري الترتيب له من خلال سوق منظمة وهو إتفاقية بين مشتري وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق))<sup>1</sup>

## 5-2- خصائص العقود المستقبلية:

من خلال التعريفات السابقة يمكن ابراز أهم خصائص العقود المستقبلية وهي:

(1) نمطية شروط التعاقد من حيث تحديد حجم الكمية، وصفاتها من حيث الجودة والنوعية، ويوجد طلب نشط للسلعة يحقق السيولة لسوقها.

(2) يتعامل بالعقود المستقبلية في أسواق رسمية منظمة منضبطة قابلة للتداول.

(3) يودع المتعاملون بهذه العقود تأمينا هامشيا مبدئيا **Initial Margin** يتراوح من 5% - 15% من القيمة الكلية للعقد<sup>2</sup>.

(4) لا يقبل المتعاقدون على العقود المستقبلية بهدف الحصول على الأصل الحقيقي محل التعاقد، إذ يجري استخدامها لفرض المضاربة أو نقل الأخطار السعرية.

(5) امكانية تداول العقود المستقبلية ( بيع / شراء)، تمكن المتعاملين في السوق المنظمة من تجنب الاستلام الفعلي للسلعة أو الأصل الحقيقي.

(6) تخضع العقود المستقبلية للتسوية ( المقاصة) اليومية من طرف مركز المقاصة لتعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصول الحقيقية محل التعاقد.

(7) عند عقد صفقة، يتم تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد.

(8) يتعامل في الأسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح ( **open outcry**) بواسطة وسطاء أو بيوت مقاصة ( **clearing houses**) تقوم بتنظيم التسويات اليومية لفوارق الأسعار بين طرفي العقد ( البائع/ المشتري)<sup>3</sup>.

(9) تتعامل أسواق العقود المستقبلية مع سلع حقيقية من المنتجات الزراعية خاصة الشاي، البن، الذرى... ومنتجات باطنية كالبترول والحديد والفوسفات والزنك والأورانيوم وكذلك العملات الأجنبية للدول والأوراق المالية كالأسهم والسندات.

(10) لضمان وجود سوق منظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات هذه العقود إلى ضبط شروط التعاقد في خمسة أساسيات هي:<sup>4</sup>

1 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها"، مرجع سبق ذكره، ص 213

2 - محمد مطر، " ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر، ط 4، عمان، الأردن، 2006م، ص: 307.

3 - محمد مطر، " ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العملية"، مرجع سبق ذكره، ص: 307.

4 - باقر كرجي حبيب الجبوري، " الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية على الرابط: ( جامعة الكوفة)، العراق: كلية الادارة والاقتصاد،

http:// www. uokufa. edu. iq/ joutnals/index. php/ ghjec/ article/ view/ 1812، المجلد 5، العدد 15، عام 2010، ص: 14.

- أ- **وحدة التعامل:** ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، مثلا تضمن العقد الواحد للتعامل على القمح 500 بوشل، وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار أمريكي.
- ب- **شروط التسليم:** وتتضمن الشهور التي تحدد التعامل فيها على العقد، والفترة الزمنية المحددة ويتم فيها التسليم، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل الحقيقي وجودته.
- ج- **تختلف الفترة الزمنية:** التي يغطيها العقد حسب نوعية الأصول المتعاقد عليها، ففي السلع الزراعية يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور، وفي الأوراق المالية نجد عقود أذونات الخزانة يكون التسليم واجبا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم، كما يمكن للورقة المالية محل التعاقد أن تحل محلها ورقة مالية أخرى.
- د- **حدود تقلب الأسعار:** تفرض أسواق العقود المستقبلية حدا أدنى للتغيرات السعرية بتفاوت حسب الأصل محل التعاقد، وحدا أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد، إلا أنه نجد العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.
- هـ- **حدود المعاملات، ( المراكز):** يمكن إن تكون للمستثمر الواحد حدا أقصى لعدد عقود المضاربة لا يتجاوزها.

### 5-3- أنواع العقود المستقبلية:

تطورات أنواع العقود المستقبلية مع تطور الأسواق المنظمة لعملها وكذلك التطورات الحاصلة في الأسواق المالية، وعليه سنذكر أهم أشكال العقود المستقبلية:

#### 1-العقود المستقبلية على السلع:

يمثل هذا النوع أقدم العقود المستقبلية إذ يلتزم فيها البائع بتسليم المشتري كمية محددة ( من السلعة) بالمواصفات والجودة والسعر المتفق عليه عند إبرام العقد، ويلتزم المشتري بتسليم السلعة ( زراعية أو معدنية) ودفع الثمن.

#### 2-العقود المستقبلية على أسعار الصرف ( العملات الأجنبية):

في بداية السبعينات دخل الدول الغربية المتقدمة في تقويم عملاتها أي هناك تغير دائم لأسعار صرف العملات بين الصعود والنزول أي لا يوجد توازن يحقق بين جهتي العرض والطلب، ومنه يعطي الفرصة للمضاربين أو ( المراجحين) امكانية الحصول على أرباح دون التعرض للمخاطر، وعليه تكون سوق للتبادل العملات الدولية يتمثل في البنوك والسماسة، تربطهم شبكات اتصال سريعة وفي جميع أنحاء المعمورة، كما لا تتم التسويات السعرية يوميا، وليس لهم سوق ثانوي للتبادل منظم، والعقود ليست نمطية، ويطلق عليها تسمية أسواق التبادل الآجل، أما في الولايات المتحدة الأمريكية هناك سوق عقود مستقبلية نمطية محددة وواحدة وهو السوق النقدي العالمي التابع لبورصة شيكاغو التجارية.

#### 3-العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

لهذه النوع من العقود عدة أشكال مرتبطة بأسعار الفائدة نذكر منها:

#### أ- عقود الفائدة قصيرة الأجل: Short term Interest Reiter contract

و يتاجر بها في جل الأسواق الدولية الكبرى كشيكاغو، لندن، سنغافورة، وتعطي هذه العقود القدرة للبنوك لتثبيت أسعار استثماراتها، إضافة إلى تمكنها من تقديمها لعملائها كوسائل حماية وتحوط عند ارتفاع سعر الفائدة للمقترضين وضد انخفاض الفائدة للمستثمرين<sup>1</sup>.

### ب- أذونات الخزينة المستقبلية: Trea Sury Bill futures

هي عقود لبيع وشراء أذونات الخزينة ويجري تداولها بصورة رئيسية بالسوق العالمي للنقد (IMM).

### ج- سندات الخزينة المستقبلية (CBOT):

يتم المتاجرة بهذا النوع من العقود في بورصة (CBOT) وتستحق خلال 20 سنة، وقيمتها (السند) مائة الف دولار، وتحدد نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند كفائدة سنوية.

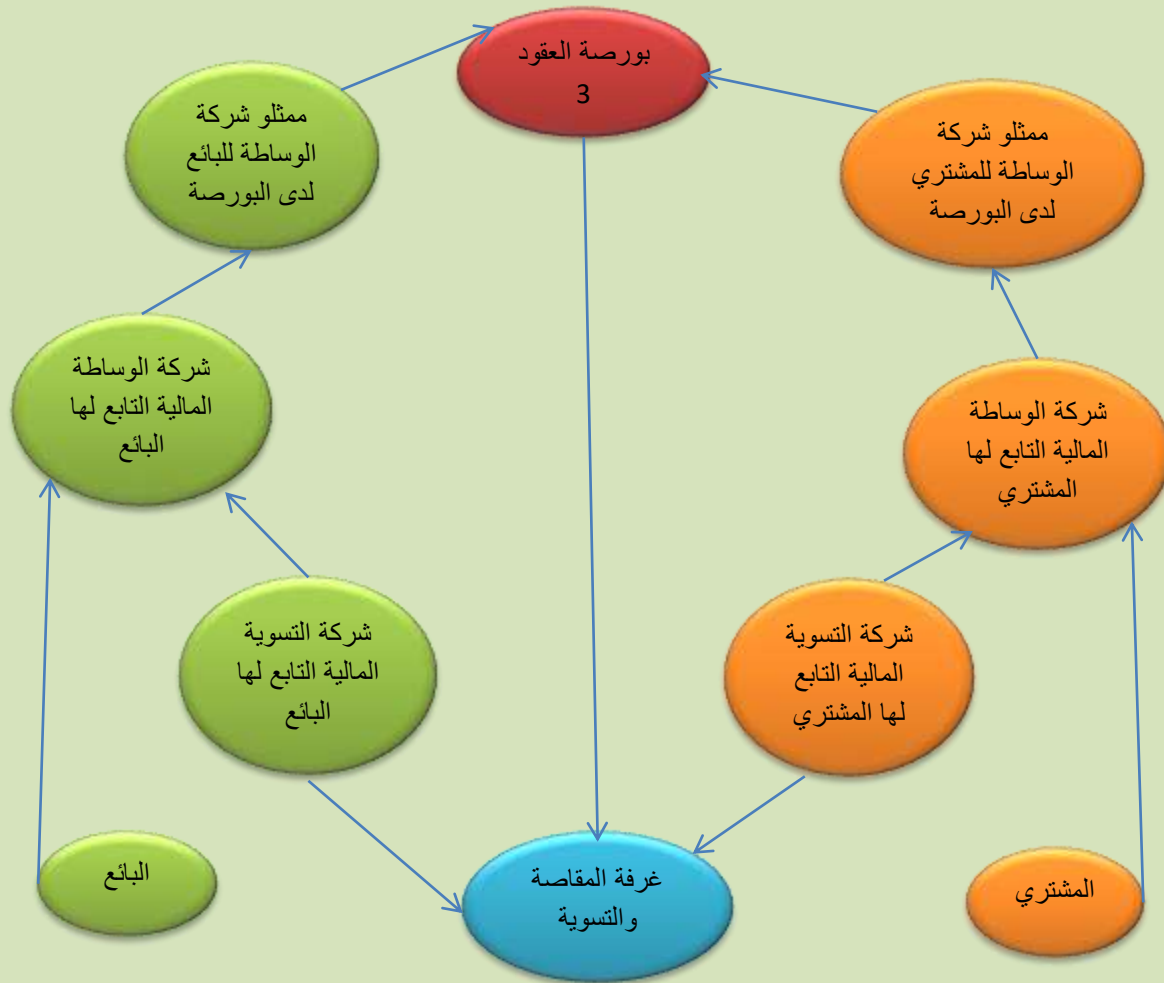
### 4-5-ميكانزمات عمل العقود المستقبلية:

يتم عمل العقود المستقبلية وفق ميكانزمات يتحدد إطارها من مفهوم، وخصائص هذه العقود من جهة، ومن جهة أخرى من القوانين والتشريعات التي تنظم عمل سوق العقود المستقبلية المنظم والمحدد بنمطية وكيفية تحددتها طبيعة السوق ( سلعية أو الأوراق المالية).

و تتم هذه الميكانزمات محددة دور كافة الأطراف المشاركة في صناعة هذه العقود بدءا من لحظة الإنشاء إلى نهاية تسويتها وفقا للمراحل التالية:<sup>2</sup>

- أ- يعطي كل من المشتري والبائع لشركة الوساطة المالية التابع لها كل منها تعليماته لتنفيذ الأمر.
- ب- تطلب شركة الوساطة المالية التابع لها المشتري، والأخرى البائع، من ممثليها بالبورصة تنفيذ الأوامر الصادرة إليهما.
- ج- يلتقي الوسيطان المنفذ للمشتري والبائع بالمقاصة المخصصة ببورصة العقود.
- د- يتم إرسال تقرير بعملية التعاقد من بورصة العقود لغرفة المقاصة والتسوية المخصصة لذلك.
- هـ- يقوم الوسيطان اللذان قاما بإجراء عملية التعاقد بإبلاغ شركة الوساطة التابع لها كل وسيط بالسعر الذي تم به التعاقد.
- و- تقوم شركتي الوساطة التابع لكل منهما إحداها للشاري والأخرى للبائع إبلاغهما بسعر الذي تم به التعاقد.
- ز- يودع كل من الشاري والبائع تأمينا هامشيا لدى شركة الوساطة التي يتبعها يتراوح بين 5% إلى 18% من القيمة الاجمالية للعقد.
- ح- تودع كل من شركتي الوساطة ( البائع / المشتري)، التأمين الهامشي المودع لديها في شركة التسوية التي تتبع كل منهما.
- ط- تعمل شركتنا التسوية بإعادة إيداع التأمين الهامشي المودع لديها لدى غرفة المقاصة والتسوية ( CLearnin ghouse).

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء 2، مرجع سبق ذكره، ص: 381.  
<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 220 - 221.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 221.

## 6- عقود الخيارات:

ظهرت العقود الآجلة من الناحية التاريخية كبادرة أولى لعقود المشتقات تبعتها العقود المستقبلية، ثم عقود الخيارات فعقود المبادلة<sup>1</sup>.

و يعود تاريخ ظهور عقود الخيارات إلى أربعينات القرن التاسع عشر، حيث كان يتم التداول بها في الاسواق غير المنظمة **over-the-counter market (OTC)** أو ما يطلق عليه بالأسواق الموازية، ففي مدينة نيويورك كانت تتداول عقود الخيارات على مختلف السلع الزراعية وهذا من خلال شركات السمسرة، إلا أنه في بداية القرن العشرين قامت مجموعة من شركات الاستثمار بتأسيس اتحاد سمسرة عقود الخيار، **Put and Call Brokers Association**، ليكون الهيئة

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في الهندسة المالية- ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 5.



المنظمة لشؤون الأعضاء وكيفيات طرق التداول في الأسواق غير المنظمة، ويلعب أعضاء الاتحاد من تجار وسماسة دور الوسيط بين مستثمري العقد ومحركه<sup>1</sup>.

## 6-1- مفهوم عقود الخيارات:

### التعريف الأول:

(( عقد الخيار هو عقد بين طرفين، مشتري ومحرك ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو ان يبيع إلى المحرك عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد ( **Price Exercise or Strike** ) على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية ( **Expiration data** )، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرك يطلق عليه مكافأة ( **Premium** )، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد)<sup>2</sup>.

كما يطلق على مشتري عقد الخيار **Buyer** بصاحب المركز الطويل ( **Long Position** ) كما يطلق على محرك عقد الخيار **Writer** بصاحب المركز القصير ( **short position** )<sup>3</sup>.

## 6-2- أنواع عقود الخيارات

تقسيم عقود الخيارات إلى أنواع متعددة، ونركز في بحثنا على النوعين الرئيسيين الذين كانا أساس هذا النوع من العقود، وهما عقد خيار البيع وعقد خيار الشراء.

### 6-2-1- عقد خيار الشراء

(( يكون للمشتري الحق في أن يشتري من المحرك عدد معين من وحدات أصل ما))<sup>4</sup>.

و هذا الأصل الحقيقي يمكن أن يكون سلعة ( زراعية أو منتج صناعي) أو أدوات مالية متداولة في السوق الثانوية بالأسواق المالية.

كما يعرف عقد خيار الشراء بتعريف ثاني:

(( بأنه عقد قابل للتداول يعطي للمشتري الحق في شراء عدد معين من الأسهم أو السندات لفترة معينة وبسعر معين))<sup>5</sup>.  
و يتم استخدام عقود خيار الشراء من المضاربين الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأصول الحقيقية في الأسواق (أسواق السلع بالنسبة للبضائع)، ( أسواق المال) بالنسبة للأدوات المالية).

1 - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 55-56.

2 - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سبق ذكره، ص: 5-6.

3 - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 6.

4 - نفس المرجع، الصفحة نفسها.

5 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 156.



كما تهدف عقود خيار الشراء كأداة للتحوط أو للتغطية أو التأمين من مختلف المخاطر السوقية ( السعر / المواصفات / الكمية / الوفاء والالتزام ).

### 6-2-2- عقد خيار البيع : Put Option

تعرف على ان:

(( يكون من حق المشتري بيع أوراق مالية لطرف آخر هو المحرر ))<sup>1</sup>.

كما عرفت بأنها:

(( بأنه عقد على دفع مبلغ من المال مقابل أن يكون لمن دفع ثمن الخيار حقا في أن يبيع لمن حرر له العقد ورقه مالية معينة في تاريخ معين بالسعر المسمى في العقد))<sup>2</sup>.

و يلاحظ على التعريفين السابقين أنهم يتحدثون عن الأسهم العادية على أنها الأصول محل التعاقد، ولكن الأمر يتسع سواء في عقود خيار الشراء أو البيع إلى الأصول موضوع التعاقد إلى مختلف أنواع السندات، وأسعار الفائدة والمؤشرات المتعلقة بالأسواق لأسعار أسهم الشركات أو تقلبات أسعار العملات الدولية... الخ.

كما يتم استخدام هذا النوع من عقود خيار البيع من المضاربين الذين يتوقعون انخفاض أسعار الأصول محل التعاقد.

كما تستخدم كبديل لعمليات البيع على المكشوف\* (Short Sale) ويكون باستطاعة المضارب (عقد اختيار البيع) أن يشتري الأصول بسعر التعاقد محققا ربحا يمثل الفرق بين السعرين.

كما يستخدم أيضا ضد مختلف المخاطر السوقية.

### 6-2-3- خصائص (مميزات) عقود الخيار:

من خلال تحديد مفهوم عقود الخيار وأنواعها يمكن من تحديد أهم مميزات عقود الخيار ملخصة في الجدول أدناه:

| البيان            | الخاصية   |
|-------------------|---|
| طبيعة عقد الخيار  | هو عقد مشتق (يصبح ورقة مالية) يستمد قيمته من الأصل الحقيقي (كالسلع، الأسهم، السندات...)   |
| توقعات طرفي العقد | يبني العقد على توقعات طرفي العقد على التنبؤات المستقبلية لأسعار السوق فهناك طرف يضارب على ارتفاع الأصول محل العقد خلال فترة العقد فيقدم على شراء حق الشراء، والطرف الثاني يتوقع عدم ارتفاع الأسعار السائدة عند التعاقد، فيقدم على بيع حق الشراء ليربح ثمن المكافأة. |
| ثمن عقد الخيار    | عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، ويعطيه الحق في الاختيار بين التنفيذ وعدم تنفيذ الخيار مقابل دفع   |

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، " الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات"، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سبق ذكره، ص: 165.

\* البيع على المكشوف (short selling): عملية يقوم بها المضاربون عندما يتوقعون انخفاض متوقع في سعر السلعة أو أداة مالية أو ورقة مالية (سهم) في بورصتي السلع والأموال عن طريق اقتراضها وبيعها أو عن طريق بيع عقد ثابت أو أجل من طرف وسيط بالسعر الجاري المرتفع مع إعادة شرائها ودورها للوسيط عند انخفاض سعرها، وعندئذ يحصل المضاربون على ربح مساوي للفرق بين سعري البيع والشراء، مطروحا منه عمولة الوسيط.

|   |                                 |
|---|---------------------------------|
| مكافأة تسمى ثمن الشراء.   |                                 |
| يدفع ثمن الخيار لمحرر العقد ( البائع ) ويلتزم بتنفيذه في حالة ما إذا رغب مشتري العقد في ممارسة حق الشراء.   | المستفيد من ثمن الخيار          |
| صاحب عقد الخيار له حق بيع عقده لجهة ثانية بثمن متفق عليه بينهما، ويعني هذا أن عقود الخيار لها قابلية التداول.                                       | تداول عقود الخيار               |
| لمشتري الخيار خسائر تتضمن ( ثمن العقد)، أما أرباحه فهي غير محدودة.  | مقدار أرباح وخسائر العقد الخيار |
| تعطي عقود الخيارات لأصحابها فرصة الدخول في صفقات كبيرة في المستقبل (كمضارب)، ولا يدفع من قيمة الصفقة إلا ثمن الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل. | روح المضاربة في عقد الخيار      |

#### 6-2-4- مقارنة عقود الخيار والعقود المستقبلية:

يلخص الجدول ادناه مقارنة عقود الخيار بالعقود المستقبلية

| عقود مستقبلية  | عقود الخيارات  |
|--|--|
| تبنى العقود المستقبلية على أساس ابرام صفقات شراء أو بيع فعلية بين طرفي العقد، إلا أنها تكون مؤجلة لوقت لاحق في المستقبل.   | يبنى عقد الخيار على حق الشراء أو بيع أصل وفق شروط يتفق عليها من طرفي العقد.  |
| يدفع طرفي عقد المستقبليات للوسيط بينهما (ليقوم بعملية التسوية) هامشا ماليا يقدر بنسبة محددة من القيمة الاجمالية للعقد، وهذا من أجل تأمين الالتزام من طرفي العقد والدخول في التسوية النهائية عند استفاء العقد أجله. | يدفع مشتري حق الخيار للمحرر ( البائع ) مكافأة ( ثمن الخيار) عند ابرام العقد وهي بمثابة الثمن الذي يقابل عقد الخيار ولا يمكن استردادها. |
| قد تصل الخسائر إلى دفع القيمة الكلية للعقد.  | تقتصر خسائر المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة عند ابرام العقد.  |

المصدر: من الاعداد تم بناء على التعريفات والخصائص السابقة لكل منها.

#### 7- عقود المبادلات: SWAPS ( عقود المقايضات)

تعد عقود المبادلات من العقود المهمة المصنفة من المشتقات المالية المتداولة في الأسواق، وللتعرف عليها سنتطرق إلى تحديد مفهومها من خلال أهم التعريفات، وخصائصها الرئيسية، وأنواعها والفرق بينهما وبين العقود المذكورة في هذا الفصل.

#### 7-1- تحديد مفهوم عقود المبادلات وأهدافها:

رغم أن عقود المبادلات تعتبر من العقود الآجلة غير أنها صنف من المشتقات المالية لما لها من خصوصية تتميز بها عن بقية العقود، وهذا ما سنتطرق إليه من خلال التعريفات والخصائص المميزة لها.

#### التعريف الأول:

(( أنها في الحقيقة عقد آجل، ولكنها أصبحت ذو أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ مستقبلي لاحق))<sup>1</sup>.

كما تعرف المبادلات في تعريف ثاني بأنها:

(( عقود بين طرفين، لتبادل تدفق نقدي، مقابل تدفق نقدي آخر، ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق وطريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يعلى كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الأسواق غير منظمة فقط))<sup>2</sup>.

### 7-2- أهداف عقود المبادلات:

لعقود المبادلات مجموعة من الخصائص يمكن إجمالها في الآتي:

#### 7-2-1- خصائص عقود المبادلات:

يمكن استخراج أهم مميزات المبادلات من الفلسفة التي تستند عليها إذ تعتبر كأداة لتخفيض كلفة تمويل المشاريع الاستثمارية، وتعطي للمقترض فرص الدخول إلى مصادر تمويل جديدة أو أسعار الصرف المعتبرين كأهم أنواع المبادلات.

1- تكون عقود المبادلات مبرمة بين الطرفين على أساس تحقيق حاجات الأطراف المتعاقدة.

2- عقود المبادلات تكون أقل تكلفة من الناحية الإدارية.

3- لا تشمل دفعة نقدية أولية.

4- تتداول في الأسواق غير الرسمية.

5- تغطية تمويل العمليات الاستثمارية عن طريق الاقتراض من المخاطر السعرية للفائدة أو تقلبات أسعار الصرف.

6- إمكانية تخفيض تكلفة تحويل الاستثمارات بواسطة التوليد المستمر للقروض بتكلفة إقراض أقل تكلفة.

7- تعطي إمكانية التحوط من المخاطر المرتبطة بدورة النشاط الاستغلال العادية للمؤسسة.

### 7-2-3- أهداف استعمال عقود المبادلات:

يهدف استعمال عقود المبادلات بأنواعها إلى تحقيق ما يلي:

#### أ- التحوط من المخاطر وإدارتها:

تعطي عقود المبادلات إلى ابتكار طرق ووسائل مالية تقنية جديدة لإدارة مختلف المخاطر، وذلك بواسطة تقسيم المخاطر المتجمعة مرة واحدة في الأدوات المالية التقليدية المستعملة (كمخاطر تقلب الأسعار للأوراق المالية، والسلع، ومخاطر أسعار فائدة الاقتراض، وكذلك أسعار صرف العملات الدولية وتقلباتها)، وتسيير كل نوع من هذه المخاطر بصفة منفصلة بعمليات التحوط المناسبة لكل نوع، وعليه يعطي استخدام عقوداً للمبادلات في إمكانية تسيير مختلف تقلبات أسعار الفائدة.

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

<sup>2</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2010، ص: 261.

## ب- زيادة الفرص الاستثمارية:

تحقق عقود المبادلات إيرادات إضافية عن طريق زيادة خلق الفرص الاستثمارية والقدرة على تنويع المحافظ الاستثمارية ( المالية) للمؤسسات المالية الوسيطة، واعطاء القدرة لصناع السوق ( المتعاملين الماليين) في تكوين المراكز المالية، والعمل على تقديم خدمات مالية متنوعة للمتعاملين بما تخدم مصالحهم وفي القدرة على بناء المحافظ الاستثمارية المستهدفة مما يزيد عدد المتعاملين الذين تقدم لهم هذه الخدمات.

## ج- تقليل تكلفة المعاملات المالية التقليدية:

في بداية إبرام العقد يدفع هامش ائتماني صغير ( بدلا من دفع المبلغ كاملا للعقد)، كما يمكن تحديد الحد الأعلى لكلفة الاقتراض أو تحديد الحد الأدنى للعوائد المنخفضة من عملية الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما تستخدم هذه العقود في عمليات إعادة التقييم للوصول إلى هيكل تكاليف يناسب المتعاملين، وكذلك خلق فرص إيجاد مصادر تمويل جديدة عن طريق عمليات المبادلة والقدرة على دخول في أسواق جديدة من خلال هذه العقود ( الأدوات المالية).

## د- السيولة العالية لهذه العقود:

من أهم مميزات هذه العقود هو سيولتها العالية، مما يعطي القدرة للمتعاملين الماليين من تحسين سيولتهم، وامكانية بيع مراكزهم المالية بسهولة أو إلغائها عن طريق الدخول في مراكز مالية مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وذلك تبعا لحاجات المتعاملين.

## هـ- فوائد الاقتصاد:

عمل هذا النوع من العقود على إيجاد أسواق منظمة وموازية أدت إلى التوسع الكبير للتعامل بها، مما خلق فرص عمل كبيرة، وزيادة فرص تحقيق إيرادات تغذي الاقتصاد من حيث الرسوم والعمولات الأجنبية.

## المحاضرة 6- الاسواق المالية الناشئة

### الإطار العام للأسواق المالية الناشئة

الأسواق المالية هي الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية التي عملت بشكل مستمر على تعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية واستحداث طرق جديدة لتعبئة المدخرات من خلال سوق الأوراق المالية، حيث ساهم هذا الأخير في رفع معدلات النمو الاقتصادية في تلك الدول بنسب عالية، لذا كان لزاما على الدول النامية إنشاء وتطوير أسواقها المالية والتي أطلق عليها الأسواق المالية الناشئة . وانطلاقا من وتيرة النمو الاقتصادي السريع التي عرفتها الاسواق والعالم ككل في المدخرات للاستثمار في الاسواق المالية و بالرغم من ان تصاعد نمو الاسواق الناشئة اساسه عوائدها المرتفعة التي اساسها الاستثمار الا انه يشكل خطر كبير عليها مما أدى الى حدوث بعض الازمات كالتى اصابت دول جنوب شرق اسيا و غيرها، كل هذه الاخطار ادت الى ضرورة البحث عن الحلول الملائمة للدفاع عن النظام المالي و التوصل الى سبل الحد من تحملها .

ومن خلال ما سبق تم تقسيم هذه المحاضرة الى قسمين:

**الاول: مفاهيم اساسية حول الاسواق المالية الناشئة**

**الثاني: واقع الاستثمار في الأسواق الناشئة وأهم أزماتها المعاصرة**

**1-1: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة**

**تمهيد:**

لقد كان تطور الأسواق المالية الناشئة مقيدا بعدة عوامل هي:

- لم تجتمع شروط خلق سوق مالية نظرا لضعف الدخل الوطني وما تبعه من تدني لمستويات الادخار .
- هيمنة الدولة على الاقتصاد .
- ضعف الجهاز المصرفي والمالي .
- قلة الشركات المساهمة المفتوحة ( اغلبها شركات عائلية مغلقة خاصة).

مع منتصف الثمانينات كانت الأمور أكثر ملائمة لقيام أسواق مالية حديثة تتميز بنوع من الانتعاش النسبي.

**1-1- مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها:**

إن لفظ **الأسواق المالية الناشئة** ظهر حديثا وكان أول استخدام للفظ الأسواق الناشئة آنذاك من قبل خبراء **مؤسسة التمويل الدولية (IFC)** ، في دراستهم لنمو الأسواق المالية في المناطق الأقل تقدما في العالم حيث كان خبراء مؤسسة التمويل الدولية ،يعتمدون في تصنيفهم للأسواق المالية الناشئة على عدة معايير كمية وكيفية وجغرافية واقتصادية، واستنادا لهذه المعايير فإن كل سوق بمرحلة "السوق الناشئ" في بداية تطوره. وبذلك أطلقت مؤسسة التمويل الدولية IFC على

سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ " سوق ناشئ " إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين \* :إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام .

\*إذا كان السوق بذاته بصدد نمو .

### 1-2- تعريف الأسواق المالية الناشئة:

في الحقيقة لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة ، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية النمو بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين ، ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس الأسواق الضعيفة ، التي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق ، ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها .  
وفيما يلي نذكر بعض التعاريف :

1-**الأسواق المالية الناشئة:** هي أسواق في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعقيد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم .

2-**مصطلح السوق الناشئ:** ينطبق سواء على الأسواق المنشأة حديثا أو على البورصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام في اقتصاداتها.  
مما سبق نجد ان الاسواق المالية الناشئة هي اسواق قائمة في الدول النامية شهدت حالة من التطور والنمو في الحجم بعدما كانت في حالة ركود ولها قدرات على مواصلة نموها وتطورها والتحسين في درجة كفاءتها وفعالية ادائها كونها قطب لجذب رؤوس الاموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفعة التي حققتها .

### 1-3- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

يمكن التمييز عادة بين أربعة مراحل أساسية لتطور السوق المالي الناشئ تختلف حسب البلد ومدى تطور السوق في حد ذاته، كما يلي :

**المرحلة الأولى:** تتصف فيها الأسواق المالية الناشئة بقلة عدد الشركات المدرجة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز، وانخفاض السيولة وضعف إطارها المؤسسي، وتبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولا، كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية وكثيرا ما تكون بديلا للسندات الحكومية .  
**المرحلة الثانية:** في هذه المرحلة يرتفع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم يبدأ المستثمرين الدوليين يدركون مميزات لتنويع الناشئة عن الاستثمار في هذه الأسواق، مع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة.

**المرحلة الثالثة:** في هذه المرحلة تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وزيادة حجم الأسهم المصدرة وتزداد حركة التداول، فتبدأ شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى القطاع خاص بطرح أولى إصداراتها للجمهور الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة المالية الناجحة وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية .

**المرحلة الرابعة:** في هذه المرحلة تصبح الأسواق أكثر نضجا والتي ترتفع فيها بدرجة كبيرة السيولة وأنشطة المتاجرة وكذلك يزداد اتساع السوق المالي كما تنخفض علاوة المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية. وتعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.

## 2- خصائص الأسواق المالية الناشئة وشروط قيامها

### 2-1- خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتسم غالبية الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من المميزات لعل أهمها ما يلي :

\***الحجم الصغير:** يعكسه كل من مؤشر **رسملة السوق** وعدد الشركات المسجلة في السوق، وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق معدلات جيدة وارتفاع مؤشراتهما إلى أكثر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع .

\***درجة تركيز عالية:** تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة مما يسمح بعزل البورصات الناشئة عالية التركيز.

\***تذبذب كبير للأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة:** تقاس درجة التذبذب هنا بواسطة الانحراف و هو حاصل قسمة سعر السهم على عائده و يكون (per) المعياري لعوائد السوق المعنية و أيضا بمعدل هذا المعدل مرتفع جدا في الاسواق الناشئة .

\***التطور السريع:** حيث حققت العديد من الأسواق الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في اندونيسيا، تركيا، البرتغال، فنزويلا، اليونان، الأرجنتين، ماليزيا، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصصة إلى هذه الأسواق .

### \***قلة الكفاءة في التنظيم و ضعف المنظومة القانونية :**

اذ تحتاج الاسواق الناشئة الى اطرار مسيرة كفوة من اجل السير الحسن للعمليات المالية بالإضافة الى نظام معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة.



كما لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين والمستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الاموال واعادتها الى الوطن او تحويل الأرباح.

## 2-2-2- شروط قيام الأسواق المالية الناشئة

تنشأ السوق المالية الناشئة أساسا من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) توفر شروط الجاذبية المطلوبة التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل.

### 2-2-2-1- الطلب الدولي على رؤوس الأموال

أدت أزمة المديونية في بداية الثمانينات إلى التقليل من اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل هذه الاقتصاديات المدينة، ومن ثم كان لا بد من إيجاد مصادر تمويل مباشرة دون اللجوء إلى الوساطة وقد تمت في البداية عمليات التخفيض من المديونية، والتي وضعت في إطار "مخطط برادي" في مارس 1989، والذي جاء بفكرة توريق ديون البلدان النامية، حيث ساهمت هذه العمليات في إمكانية الاستجابة

في الأسواق الدولية لرؤوس الأموال لعشرات المليارات من الدولارات من سندات "برادي" المصدرة من بلدان أمريكا اللاتينية بشكل خاص، كما قدمت البنوك الامتيازات بكثافة لاختيارات تحويل مستحقاتها على البلدان النامية إلى سندات مقابل تخفيض المبلغ الرئيسي أو الفائدة، وضمن هذه الشروط قادت عملية توريق الدين مع التطور الكبير للأسواق الناشئة إلى تحول جزء من قروض هذه البلدان إلى محافظ جميع المستثمرين الدوليين .

### 2-2-2-2- العرض الدولي لرؤوس الأموال

مع الركود الاقتصادي الذي ضرب البلدان المتقدمة في بداية التسعينيات إضافة إلى انخفاض معدلات الفائدة في عدد منها ومن بنها الولايات المتحدة الأمريكية، سارع المستثمرون الأجانب و المحليون سعيا وراء العوائد المرتفعة إلى استثمار أموالهم في البلدان النامية، سواء في الأسواق المالية (أسهم وسندات) أو باستثمارات طويلة الأجل في شكل مساهمات القطاع الإنتاجي المحلي، ولقد تطورت التدفقات المالية المتوجهة للأسواق الناشئة في شكل استثمارات المحفظة المالية.

## 3- تصنيفات ومحددات نمو الأسواق المالية الناشئة

### 3-1- تصنيفات الأسواق المالية الناشئة

هي مجموعة من المقاييس يمكن من خلالها الحكم على طبيعة الأسواق الناشئة ومستويات تطورها :

#### 1- الأسواق الناشئة والتي في حالة ركود

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور والتي تتصف بقلة عدد الشركات المدرجة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز، وانخفاض السيولة وضعف اطارها المؤسسي.



وتبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولا كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية. وتشمل هذه المجموعة عددا من الأسواق في أفريقيا (كوت ديفوار، زيمبابوي) وفي أوروبا الوسطى والشرقية وفي أوكرانيا، وبعض الدول الاشتراكية في آسيا، وتتميز أغلبية هذه الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد، وتدفق ضعيف لرؤوس الأموال الدولية .

## 2- الأسواق الناشئة بالمعنى الاحترافي

تتميز هذه الأسواق بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ونظرا لأن أسواق الأسهم الآن اكتسبت قدرا من المصدقية فإن الضغط الخارجي من أجل زيادة فرصة الوصول إلى تلك السوق والضغط في الداخل من أجل الحصول على التمويل بسعر منخفض، أدى إلى تخفيض حدة الضوابط المفروضة على سوق المال فيها .

وقد دخلت أسواق الأسهم في الصين وكولومبيا والهند وباكستان وبيرو والفلبين كلها في هذه المرحلة .

## 3- الأسواق الناشئة الأكثر تقدما :

تتميز اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات كما تكون العائدات السوقية أقل تقلبا وتحدث زيادة سريعة في نشاط التداول وفي حجم الأسهم المصدرة ويزداد معه حجم التعامل بصورة ملموسة، وتنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية ، وتعتبر أسواقها المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة ، كما هو حال هونغ كونغ ، كوريا ، المكسيك وسنغافورة.

## 2-3- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

ترجع أسباب النمو في الأسواق المالية في الدول النامية وزيادة قدرتها على جذب المستثمرين بمعدلات مرتفعة إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية :

### 1-العوامل الداخلية :

\***برامج الإصلاح الاقتصادي** التي انتهجتها كثير من الدول النامية، وأهمها برامج الخصخصة التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة رسيمة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم وتعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية .

\***إصلاح القطاع المالي** حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة والمتمثل في قيام بعض الدول النامية بالتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات .

\*تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق ورفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية .

\*تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة في كثير من الدول النامية، مما أدى إلى استقرار أسعار الصرف الذي يعد عنصرا مهما من عناصر جذب الاستثمار .

\*خفض العجز في الموازنة العامة للدولة، وخفض معدلات التضخم، الأمر الذي كان له كثير من الآثار الإيجابية على الاقتصاد الكلي .

\*إتباع الدول النامية لعمليات المقايضة وهي تعني (مقايضة الدين بأسهم) بمعنى تحويل ديونها إلى أسهم وبيعها في أسواق الأسهم فلقد تم تحويل المليارات من الدولارات من الديون في الدول النامية إلى أسهم هذه الدول، مما يسمح بالمزيد من تدفقات الاستثمارات المالية لأسواقها.

\*ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض من الدول النامية مثل كوريا وتايلاند والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول.

## 2-العوامل الخارجية:

\*انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة من 9,8% في أبريل 1989 إلى 2,9% في نوفمبر 1992 وقد كان هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد.

\*ارتفاع معدلات السيولة النقدية عالميا نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة وزيادة حجم الأموال المتوافرة لدى الدول المصدرة للبتروول مما أدى إلى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية.

\*تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة مما أدى إلى المساهمة في تحسين كفاءتها وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة وقد ساعد ذلك على نقل التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق.

## 3- بعض مؤشرات الأداء في الأسواق المالية الناشئة

إن المؤشرات المعتمدة في قياس درجات أداء الأسواق المالية سواء الناشئة أو المتقدمة ترتبط عادة بمقاييس نشاط ونضج السوق المالية في حد ذاتها .

### 3-1- مؤشر حجم السوق

تشير الدراسات الاقتصادية الحديثة إلى الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق المالية، فهو يدل على مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي من جهة، كما يعطي فكرة على مدى جاذبية السوق من جهة أخرى، سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الدوليين. ويندرج تحت هذا المؤشر مؤشران فرعيان هما :

**3-1-1- رسملة السوق**: وهو مؤشر يبرز النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول في السوق المالية إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

أما من حيث المعنى الاقتصادي لهذا المؤشر فإن هذا المؤشر يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال، حيث بلغت في الأسواق المتقدمة 99.28% سنة 1997 مقابل 35% في الأسواق الناشئة .

**3-1-2- عدد الشركات المسجلة**: تدل الزيادة في عدد الشركات المسجلة في السوق على انتعاش الثقافة المالية في هذا السوق مما يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق وهذا بدوره يشجع الشركات على تسجيل أكبر هذه السوق.

**3-2- مؤشر درجة السيولة ودرجة التركيز**

**3-2-1- مؤشر درجة السيولة**: يستخدم الباحثون تعبير السيولة للإشارة إلى القدرة على سهولة شراء وبيع الأوراق المالية، وسيولة أصل مالي تتيح للمستثمر إمكانية تبادل مجموعات كبيرة من هذا الأصل بدون تأثير كبير على السعر، ومن مؤشرات التعبير عن سيولة التداول نجد كل من معدل التداول والدوران :

**\*معدل التداول**: ويساوي مجموع الأسهم المتداولة في البورصة مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي.

**\*معدل الدوران**: يساوي قيمة إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق ، وتتميز غالبية الأسواق الناشئة باختلاف معدلات الدوران وبالتالي باختلاف درجة النشاط .

**3-2-2- مؤشر درجة التركيز**: تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في قيمة التداول.

والمعنى الاقتصادي أو المالي لهذه العلاقة هو ملاحظة مدى التقارب أو التباعد بين حصص كل الشركات المسجلة من حيث مساهمتها في رسملة السوق أو في سيولته، بمعنى آخر فهذا المقياس يدرس مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق ودرجة تأثيرها على سيولته، وبالتالي فإن ظهوره بنسب عالية يدل على تباين الشركات المسجلة من حيث حجمها وقيمة أسهمها المسجلة وكذا من حيث رواج أسهمها وتداولها، ويمكن القول بأن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والو.م.أ 20% يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% وأكثر.