

Markets of Derivatives And Its Role In Financial Globalization

Dr. Shaban Saddam ALemarah
Dr. Mehdi Salih Hantoosh
Assist. Lecturer Iliham Khaz'el Nashoor
College of Administration & Economics

Abstract

The sudden turnovers that the financial markets witnessed recently, including the fluctuations in the rate of exchange, rate of interest, prices of commodities, and other assets have become one of the sailent phenomena in the world economy . These turnovers have resulted from the structural changes that the economy was exposed to those changes cover the assessment of rates of exchange and the collapse of the Briton woods system, and also the abolishment of limitations and obstacles in the flow of capital across borders .

These turnovers formed a serious danger threatening the world financial and bank organizations. The threat extended to their existence . For these reasons financial derivatives markets have come into being to form a new world based on the Financial Engineering .

The increasing significance of the new financial tools and their role in the movement of capital and comedies too, they have the major role in the globalization of financial activity worldwide so that they become an important pillar in the financial globalization.

أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية بحث (مستل) مقدم من قبل

د. شعبان صدام الإمارة/ د.مهدي صالح حنوش / م.م. الهام خزعل ناشور
كلية الإدارة واقتصاد / جامعة البصرة

الملخص :

شهد الاقتصاد العالمي ابتداءً من تسعينات القرن الماضي تقلبات متسارعة طرأت على الاسواق المالية توفي مقدمتها تغير اسعار الصرف واسعار الفائدة وأسعار الأصول الأخرى . نتيجة للتغيرات الهيكلية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي ، وقد شكلت هذه التقلبات خطراً على ال مؤسسات المالية والمصرفية حتى وصلت نتائجها الأخيرة على انهيار الاسواق المالية الامريكية في العام ٢٠٠٩ .

لذا شرعت الاسواق المالية في ابتكار أدوات جديدة تضمن لها الحماية من مخاطر كل التقلبات . ومنها اسواق المشتقات المالية التي ظهرت في بورصة شيكاغو في العام ١٩٧٣ كبداية حقيقية . ومنها (الخيارات والمستقبليات والنقود الاجلة والمبادلات) وظهر مفهوم الهندسة المالية (Financial Engineering) .

لقد قدر البنك المركزي البريطاني حجم التعامل بهذه المشتقات بثاني حجم تجارة العالم بالسلع والادوات المالية المتنوعة مما يعكس الاهمية المتزايدة للمشتقات في الاسواق العالمية بسبب تقلبها لعامل المخاطرة التي تواجه المتعاملين في الاسواق المالية . من هنا تأتي اهمية هذا البحث في الوقت الحاضر الذي يعتمد المزيد من التقلبات في النظام المالي العالمي ، ونعتقد ان هذه الدراسة ته م الباحثين المختصين بالشأن المالي وكذلك نافعة لغير المختصين.

المقدمة:

باتت التقلبات الفجائية التي طرأت على الأسواق المالية مؤخراً ومنها تغير أسعار الصرف وأسعار الفائدة وأسعار الأصول الأخرى إحدى الظواهر التي شهدتها الاقتصاد العالمي ، وقد جاءت هذه التقلبات جراء التغيرات الهيكلية التي تعرض لها هذا الاقتصاد والتي منها تعويم أسعار الصرف وانهيار نظام بريتون وودز وإزالة الحواجز والقيود أمام حركة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود . وقد شكلت تلك التقلبات خطراً جسيماً على المؤسسات المالية والمصرفية العالمية ، إذ هددت وجودها وعرضتها للإفلاس لذلك نشطت تلك المؤسسات في ابتداع أدوات جديدة تضمن لها الحماية من مخاطر هذه التقلبات . لذا ظهرت أسواق المشتقات المالية بأنواعها المختلفة (الخيارات والمستقبليات والنقود الآجلة والمبادلات) ، مما أدى إلى ولادة عالم جديد يركز إلى مفهوم الهندسة المالية (Financial Engineering) الذي يعتمد على مجموعة من المنتجات والأدوات والخدمات المالية والمحاسبية المستحدثة الذي تشكل المشتقات المالية جوهره . وقد بدأ التعامل بالمشتقات المالية لأول مرة في بورصة شيكاغو في عام ١٩٧٣ وكان التعامل بها مقتصرًا على أسهم (١٧) شركة فقط من أسهم الشركات التي تتداول في بورصة نيويورك ، أما اليوم فقد تطور التعامل بها بشكل كبير ، إذ قدرت الإحصائيات الصادرة عن البنك المركزي البريطاني حجم التعامل بالمشتقات بأنه يشكل حوالي ثلثي حجم تجارة العالم بالسلع والأدوات المالية المتنوعة، مما يعكس الأهمية المتزايدة للمشتقات في الأسواق العالمية ، إذ بدأت هذه الأدوات تحل محل الأدوات المالية الرئيسية في عقد الصفقات لغرض تقليل هامش الخطورة الذي يواجهه المتعاملون في الأسواق المالية ، وقد تطورت طبيعة العمل فيها ، إذ اختلفت طبيعة التعامل الحالية عن تلك التي كانت سائدة في البدايات ، فقد أصبحت هناك أسواق لمشتقات المشتقات (Derivatives on Derivatives) مما جعل التعامل في هذه الأسواق معقداً ويحتاج إلى المزيد من الخبرة والمعرفة في فنون هذه الأسواق وإلا تعرض المتعاملون فيها إلى خسائر ربما تكون جسيمة ، أو قد تؤدي إلى انهيار وتصفية المؤسسات المالية أو الاقتصادية وخروجها من السوق .

ونظراً للأهمية المتزايدة لهذه الأدوات المالية ودورها في حركة رؤوس الأموال وحركة السلع أيضاً ، فقد كان لها الدور الأكبر في عولمة النشاط المالي على المستوى العالمي إذ أصبحت ركيزة مهمة من ركائز العولمة المالية .

(ب)

مشكلة البحث :

نظراً للاعتماد المتزايد على اسواق المشتقات في العقود المالية التي اصبحت تفوق التعاملات في الأدوات المالية الاصلية ، لذا فان المشكلة الاساسية التي تواجهها الاسواق المالية هي التصدي لهذه الظاهرة من خلال دراسة اسواقها وانواعها وحجمها كونها ظاهرة جديدة في الاسواق المالية ، ووضع ضوابط وقواعد للحد من مخاطرها والاستفادة من مزاياها .

هدف البحث :

يهدف البحث الى رصد وتحليل اسواق المشتقات على المستوى العالمي ودورها في التعاملات المالية وبيان تطوره ا ومقدار مساهمتها في حركة رؤوس الاموال العالمية والتعرف على المزايا والمخاطر الناجمة عن التعامل فيها .
فرضية البحث : "ادى نشوء وتطور اسواق المشتقات دوراً ه اماً في حركة رؤوس الاموال عبر الحدود ولهذا اصبحت عنصراً اساسياً في العولمة المالية" .

خطة البحث :

لغرض اثبات صحة الفرضية او نفيها فقد قسمت الدراسة الى ثلاثة مباحث تتضمن الاول اسواق المشتقات والعولمة المالية .
في حين تناول المبحث الثاني جوانب العولمة المالية والمتمثلة بالاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار الاجنبي غير المباشر وحركة القروض الخارجية .
ذهب المبحث الثالث الى دراسة واقع واسواق المشتقات وتطورها ودورها في العولمة المالية .
ثم اختتمت الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات والمقترحات .

المبحث الاول

اسواق المشتقات والعولمة المالية

اولاً : اسواق المشتقات

١- مفهوم اسواق المشتقات

ان النظام المالي في أي اقتصاد يقوم على اساس وجود وحدات فائض نقدي ووحدات عجز، تتفاعل معاً من اجل حل مشكلة كلا الطرفين من خلال تسهيل انتقال الاموال من وحدات الفائض الى وحدات العجز ، الامر الذي يعطي لوحدات الفائض الفرصة لاستثمار الاموال المتوفرة لديها . ويعطي لوحدات العجز الفرصة للحصول على الاموال التي تحتاجها مقابل كلفة معينة تتحملها . علماً ان عملية انتقال الاموال تتم بأسلوبين ، من خلال المؤسسات المالية المختلفة (كالمصارف التجارية والاسلامية ، شركات التأمين ، وصناديق الاستثمار) او من خلال اصدار الاوراق المالية المتنوعة وما يتبع ذلك من وجود اسواق الاوراق المالية باجزائها المختلفة .

ويقوم النظام المالي بدور هام في الاقتصاد سواءً بالنسبة للأفراد او قطاع الاعمال او القطاع الحكومي من خلال الوظائف التي يقوم بها وهي (١) :-

(١) حشد المدخرات .

(٢) تمويل قطاع الاعمال والوحدات الحكومية .

(٣) توفير السيولة .

(٤) الحماية من المخاطر .

(٥) تسهيل المدفوعات .

(٦) اداة لتنفيذ السياسة النقدية للدولة .

ولتنفيذ ما سبق لابد من وجود السوق المالي وهو السوق الذي تباع وتشترى فيه الادوات المالية بكافة انواعها ، ومع ان نشأة الاسواق المالية حديثة نسبياً مقارنة مع اسواق السلع الاخرى الا ان تنظيمها ومدى توفر خصائص السوق الجيد فيها قد فاق غيرها من الاسواق ، وربما يعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه السوق ، واهتمام مختلف الاطراف ذات العلاقة بتطويرها وتنظيمها لتؤدي وظيفتها على اكمل وجه . علماً

ان هذه الاسواق تمارس فاعلية كبيرة في النمو الاقتصادي ولاسيما عند ما تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة والفعالية .

ونظراً للتطورات السريعة التي شهدتها الاسواق المالية وتطور البنى الاساسية والتشريعات لمواكبة هذا التطور قامت فئة متخصصة اطلق عليهم "المهندسون الماليون"، بابتكار العديد من الادوات المالية لمواكبة هذا التطور . اذ نتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الادوات المالية الجديدة تساعد العاملين في الاسواق المالية على التكيف مع ظروف فائقة التعقيد وسرعة التغير التي تتميز بها هذه الاسواق في الوقت الحاضر ، وتؤدي هذه الظروف الى فقدان الدقة والموضوعية في امكانية التنبؤ باتجاه ومقدار وتحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت . وترتكز هذه الفلسفة على مبادئ اساسية اهمها^(٢) :

- ١) ايجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الادوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض المرغوبة للمخاطرة وادارة هذه المخاطرة بأفضل صورة ممكنة .
 - ٢) تقليل تكاليف المعاملات من خلال امكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً ، اذ ان كلف التعامل من خلال ادوات الهندسة المالية (وتسمى ايضاً المشتقات المالية) تكون غالباً اقل من كلف التعامل بالطرق التقليدية .
 - ٣) تعزيز فرص تحقيق الارباح من خلال ايجاد الادوات الجديدة التي يمكن استخدامها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط بصيغ مختلفة تعد بامكانيات كثيرة لتحقيق الارباح التي قد تصل الى ١٠٠% من المبالغ المستثمرة فيها .
 - ٤) تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والعاملين بادوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال افساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الادوات الجديدة التي تتمتع بالسيولة العالية نسبياً سواء أكانت في الاسواق المنظمة ام الموازية . وتُعرف المشتقات المالية بأنها "عقود مالية مشتقة من عقود الاوراق المالية و العملات الاجنبية للتعامل مع المستقبل"^(٣) .
- كما يمكن تعريفها بأنها عقود مالية تعطي لحاملها الحق في شراء او بيع موجود معين (حقيقي او مالي او نقدي) بسعر محدد بكميات محددة وخلال فترة زمنية معينة^(٤) .

وقد اكتسبت المشتقات أهميتها بعد انفتاح الاسواق المالية وازالة الحواجز والقيود التي كانت تحد من انتقال رؤوس الاموال فضلاً عن المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لابتكار احدث الادوات المالية وطرحها في الاسواق وتشجيع المستثمرين للتعامل بها . وتتخذ هذه الادوات اشكالاً مختلفة ومنها الخيارات والمستقبليات والمبادلات وال عقود الاجلة والتي سيتم توضيحها لاحقاً .

تأسيساً على ما سبق يمكن ان نعرف المشتقات بأنها (عبارة عن عقود مالية معقدة تتيح لمستخدميها قدراً كبيراً من التحوط ضد مخاطر تقلبات الاسعار ويجري التعامل بها فيها مستقبلاً) .

ويمكن الاشارة الى اهم العناصر التي تضمنها التعريف .

(١) عقود مالية (تكون في صورة اوراق مالية او سلع او معادن ثمينة او اية موجودات اخرى) .

(٢) معقدة (حيث يتطلب من المتعاملين في المشتقات ان يكونوا على دراية باساليب التعامل بها والا فان ذلك سيؤدي الى خسائر مالية كبيرة) .

(٣) مستخدموها (حيث تستخدم من قبل المؤسسات المالية على اختلاف انواعها) .

(٤) التحوط ضد المخاطر (حيث تعتبر اسلوب جديد مناسب لادارة المخاطر المالية والتشغيلية في العمل) .

(٥) التعامل مستقبلاً (وهذا يعني ان مكونات التداول بعقود المشتقات يتم الاتفاق عليه في وقت ابرام العقد ولكن لا يحصل التنفيذ الفعلي لها الا في المستقبل) .

وعموماً يمكن ان نقول ان المشتقات تعد انواعاً حديثة من ادوات التعامل في الاسواق المالية المتقدمة ذات الكفاءة العالية حيث تكثر الاوراق الجديدة ويسهل التنبؤ نسبياً بمستقبل الاسعار وغير ذلك من العوامل المشجعة على تنويع المعاملات .

٢- انواع اسواق المشتقات

ان عملية تداول الاوراق المالية بشكل عام تمر بمرحلتين الاولى مرحلة الاصدار من قبل الشركة للمستثمرين ويطلق على هذه العملية (السوق الاولى) ، والثانية هي مرحلة التداول فيما بين المستثمرين انفسهم من خلال ما يسمى (بالسوق الثانوي) . وهنا فان الجهة المصدرة للورقة ليس لها علاقة مباشرة بهذه العملية ولا تحصل على أي دخل

مقابلها ، كما لا تضيف عمليات السوق الثانوي أيق طاقة انتاجية جديدة للمجتمع ، حيث لا تعدو هذه العمليات عن كونها نقل لملكية طاقة انتاجية قائمة من شخص لآخر . وما يتعلق بالمشتقات فأنها لا تختلف عن غيرها من اوجه النشاط الاقتصادي من حيث السوق ، اذ تحدد قوى السوق حجم هذه المشتقات واسعارها والتعامل بها ، ولكن اسواق المشتقات تختلف عن غيرها من الاسواق بأنها تجري في نوعين من الاسواق هما^(٥) :

(أ) الاسواق المنظمة **Organized Markets** :-

هي اسواق نمطية تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع والمشتري ، وتعرف الاسواق النمطية بأنها "الاسواق التي تكون العقود المتداولة فيها محددة حسب نمط معين بالنسبة لاجالها واحجامها وشروط تسليمها، أي بمعنى ان هذه الشروط ليست محلاً للتفاوض عليها"^(٦) .

يتم تنفيذ الصفقات في هذه الاسواق من خلال دار المقاصة او ما يسمى دار التسوية (clearing house) التي تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين ، حيث ان الهدف من وجوده هو لضم ان احترام والتزام المتعاملين بتنفيذ الصفقات .

تتميز هذه الاسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم ويشترط التعامل فيها ان تكون الاوراق المالية مدرجة * (مسجلة) في تلك الاسواق ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الاسواق هي عقود الخيارات والمستقبليات .

(ب) الاسواق غير المنتظمة او ما يسمى اسواق فوق الحاجز (Over – the Counter) **OTC**

وهي اسواق غير نمطية (تكون العقود المتداولة فيها مفصلة حسب رغبة المتعاملين) اذ ليس لها هيكل تنظيمي او اطار مؤسسي محدد وتتمثل ببيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية ، ويجري التعامل فيها دون التقيد بمكان او زمان محدد اذ تتم عمليات البيع والشراء من خلال وسائل الكترونية متطورة .

ظهرت هذه الاسواق نتيجة امتناع بعض الشركات عن الافصاح عن البيانات والمعلومات الخاصة بها خوفاً من المنافسة او لعدم توفر الشروط التي تمكنها من الدخول الى الاسواق المنظمة .

ويمكن ان نلخص الفرق بين السوقيين في الجدول التالي :

جدول رقم (١)

الاختلافات بين الاسواق المنظمة والاسواق غير المنظمة

الاسواق غير المنظمة	الاسواق المنظمة
١ - العقود غير مسجلة في السوق .	١ - العقود تكون مسجلة في السوق .
٢ - عدم وجود مكان محدد لتنفيذ الصفقات اذ يتم عقد الصفقات من خلال وسائل الاتصال الحديثة .	٢ - وجود مكان محدد لتنفيذ الصفقات .
٣ - العقود تكون غير نمطية .	٣ - العقود تكون نمطية .
٤ - ساعات العمل غير محددة .	٤ - محدودية ساعات العمل .
٥ - العقود التي يتم تداولها هي العقود الاجلة والمبادلات والخيارات .	٥ - العقود التي يتم تداولها هي عقود الخيارات وعقود المستقبلات .

المصدر : من عمل الباحثين اعتماداً على :-

- Sanjir Shah "The market mcurrency options : Al masaref Al arabiya . Fol .
Io. No. 110 , Fab 1900, P70 .

ويمكن ان تقسم المشتقات المالية الى عدة انواع حسب نوع العقود المستخدمة في التعامل ومن هذه العقود :

١ الخيارات Options

بدأ التعامل بالخيارات في عام ١٩٧٣ في بورصة شيكاغو في الولايات المتحدة وكان التعامل بها مقتصرأ على خيارات الاسهم اما اليوم فقد حققت الخيارات نجاحاً واسعاً وامتدت لتشمل التعامل بمؤشرات الاسهم واسعار الفائدة والمعادن الثمينة والسلع وغيرها من الموجودات .

يُعرف عقد الخيار بأنه "عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يمنح بموجبه الطرف للاخر الحق وليس الالتزام بشراء او بيع اصل معين او اداة مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة زمنية معينة"^(٧) ويطلق على ذلك السعر بسعر الممارسة او سعر التنفيذ (Strike or Exercies – Price) ويوجد نوعين من الخيار هما :

الخيار الأمريكي (الذي يتيح للمستثمر حق شراء او بيع عدد محدد من الاوراق المالية بسعر محدد على ان يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال المدة بين ابرام العقد وانتهائه) . وهناك الخيار الاوربي وهو مشابه لما سبق غير ان تنفيذ العقد (بيع او شراء) لا يتم الا في تاريخ انتهائه^(٨) .

تنطوي فلسفة هذه العقود على استفادة المتعاملين من صحة توقعاتهم بارتفاع او انخفاض الاسعار وذلك بامتلاك حق خيار الشراء او حق خيار البيع ، حسب توقعاتهم باتجاه الاسعار . ويمكن تقسيم الخيارات الى قسمين :

(أ) حسب طبيعة العقد ويوجد^(٩) :

- خيارات الشراء Call Options :

تعطي لحاملها الحق في شراء اصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد في المستقبل وفي المقابل يحصل بائع الخيار على ثمن مناسب للأنشاء والالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء ، ويتم تحقيق الصفقة بين البائع والمشتري عندما تكون توقعات المشتري م مختلفة عن توقعات البائع .

- خيارات البيع Put Options :

وتعطي لحاملها الحق في بيع اصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد مستقبلاً ويقوم المستثمر (مشتري خيار البيع) باستخدام هذا الخيار عندما يتوقع انخفاض في اسعار الاصول .

(ب) حسب نوع الادوات المالية المستخدمة

تقسم الخيارات حسب نوع الادوات المالية الى^(١٠) :

- خيارات اسعار الفائدة (Interest Rates Option)

وهي خيارات تعطي لحاملها الحق في افتراض او اقراض مبلغ معين بسعر فائدة معين وبتاريخ لاحق في المستقبل . وبهذا فان حامل الخيار يكون قد حصل على ضمان بعدم تغير اسعار الفائدة في المستقبل من خلال دفعه مقابل ذلك .

- خيار مؤشرات الاسهم (Index stock options)

هي عقود تبرم على بيع او شراء مؤشرات الاسهم^(١١) ، اذ يوجد في كل بورصة او سوق مالية في جميع الدول مؤشرات اسهم تعطي دلائل على اتجاهات اسعار الاسهم المتداولة فيها وهذه الخيارات حولت مؤشرات الاسهم الى اصل استثماري له قيمة وسعر

محدد يمكن تداوله في السوق المالية وينطبق عليه جميع اجراءات التعامل والتداول المطبقة على أي أصل آخر ، ولا يترتب على تنفيذ عقد خيار مؤشرات الاسهم تسليم فعلي للاسهم وانما يتم تسوية العقود على اساس نقدي بمعنى ان المستثمر يحقق ربحاً او خسارة بالاعتماد على الفرق بين القيمة السوقية السائدة للمؤشر وسعر التنفيذ المنفق عليه علماً ان المستثمر الذي يتعامل مع عقد خيار مؤشرات الاسهم يجب ان يحدد المؤشر الذي يرغب التعاقد عليه .

- خيارات العملات (Currencies Options)

ظهر هذا النوع من الخيارات لأول مرة في بورصة فلاديفيا ، اذ كان الهدف من وجودها هو تفادي التغيرات التي تطرأ على اسعار صرف العملات وهذه الخيارات مقتصرة على عملات اجنبية محددة هي (الين الياباني ، المارك الالمانى ، الجنيه الاسترليني ، وحدة النقد الاوربية)^(١٢) .

ويقصد بها ((عقود تعطي لحائزها الحق في اتمام عملية شراء أو بيع مبلغ معين من عملة معينة مقابل الدولار بسعر صرف معين وفي تاريخ محدد في المستقبل))^(١٣) وتكون خيارات العملات مقابل الدولار الأمريكي ، أي أن المراهنة على ارتفاع أو انخفاض عملة معينة تكون مقابل الدولار الأمريكي فقط ، إذ ليس هناك خيارات على الأسعار التقاطعية.

٢- المستقبليات (Futures) .

وتعد من أهم أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة ، وتعرف بأنها ((إلتزام تعاقدي نمطي أما لبيع أو شراء موجود معين بسعر محدد متفق عليه يسمى السعر المستقبلي (سعر التنفيذ) على أن يتم الاستلام أو التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل))^(١٤) .

إن التعامل بهذه العقود لا يتم فيها الدفع الفوري لقيمة العقد بين المشتري والبائع وإنما يلتزم كلا الطرفين بدفع نسبة من قيمة العقد لدى دار المقاصة تتراوح ما بين (٥ - ١٠%) من قيمة العقد وهذا ما يسمى بالهامش الأولي^(١٥) . وأن الهدف من ذلك هو ضمان حماية الطرفين من المشاكل التي تترتب على عدم قدرة أي من الطرفين على الوفاء بالتزاماته . فضلاً عن أن التعامل بالعقود المستقبلية بمعنى أن إلتزاماً قد حصل بين المشتري والبائع ، فهذه العقود تكتسب الصفة القانونية .

وتقسم المستقبلات الى انواع عدة منها :

أ - **مستقبلات أسعار الفائدة**. وتعرف بأنها ((عقود ملزمة بإقراض أو إقتراض مبلغ معين من المال بسعر فائدة معين وبتاريخ لاحق في المستقبل))^(١٦) .

وتعد من أهم العقود وأكثرها تداولاً في الأسواق المنظمة بشكل عام والأسواق المستقبلية بشكل خاص. وهذا يعود إلى التغيرات الكبيرة التي تطرأ على أسعار الفائدة بوصفها من أكثر المخاطر التي يتعرض لها المقترضون والمقرضون .

ب - **مستقبلات مؤشرات الأسهم** هي عبارة عن ((اتفاق بين البائع والمشتري على تسليم أو تسلم مبالغ تساوي الفرق بين قيمة المؤشر عند إستحقاق العقد (السعر الذي بلغ إليه المؤشر عند التسوية) وسعر شراء العقد المستقبلي للمؤشر مضروباً في مضاعف المؤشر الذي يمثل حجم الصفقة))^(١٧) .

ج - **مستقبلات العملات** : هي ((عقود شراء أو بيع كمية محددة من العملات الأجنبية بسعر محدد وفي موعد محدد في المستقبل))^(١٨) . ومن العملات الرئيسية المتداولة فيها هي الدولار الأمريكي والمارك الالمانى والفرنك الفرنسي والين الياباني والباوند الاسترليني .

٣- المبادلات Swaps

تعرف بأنها ((التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط ينفق عليها عند التعاقد))^(١٩) . وتعد المبادلات من أقدم العمليات التجارية ، إذ كانت منذ القدم تستخدم لمبادلة سلعة معينة بسلعة أخرى . أما اليوم فقد تطور التعامل بها وأصبحت لا تقتصر على مبادلة السلع وإنما شملت مبادلة العملات ومبادلة أسعار الفائدة كما في ادناه :

أ- مبادلة العملات (Currencies swap):

وهي (عملية مبادلة (بيع أو شراء) عملة معينة على أساس التسليم الفوري (الآنى) وبالسعر الفوري وفي السوق الآنية وإعادة بيعها أو شرائها في الوقت نفسه على أساس التسليم الآجل في السوق الآجلة وبالسعر الآجل الذي يتم تحديده على أساس الفروق في أسعار الفائدة على القروض أو الودائع بين العملتين)^(٢٠) .

ب - مبادلة أسعار الفائدة (Interest Rate swap) :

- وتعرف بأنها ((مبادلة أسعار فائدة محددة مع طرف آخر يلتزم بسداد مدفوعات بأسعار فائدة مختلفة))^(٢١) . وتقسم مبادلات أسعار الفائدة إلى ثلاثة أقسام: (٢٢)
- مبادلات القسائم : هي مبادلة أسعار فائدة ثابتة بأسعار فائدة متغيرة من العملة نفسها .
 - مبادلة الأساس : هي مبادلة أسعار فائدة متغيرة بأسعار فائدة متغيرة من العملة نفسها .
 - مبادلة فائدة مختلفة العملات : هي مبادلة أسعار فائدة ثابتة من عملة معينة بأسعار فائدة متغيرة من عملة أخرى .

علماً أن عملية المبادلات تتم في الأسواق غير المنظمة ولا تنظمها دار المقاصة لذلك تكون مخاطرها الإئتمانية كبيرة .

٤- العقود الآجلة (Forward Contracts)

نشأت أسواق العقود الآجلة بعد الانتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقييم بهدف التحوط من مخاطر تغير أسعار العملات الأجنبية . إذ أن التعامل بالعملات ينطوي عليه عدد من المخاطر، فمثلاً شراء عملة معينة والإحتفاظ بها لفترة زمنية معينة قد يترتب عليه إنخفاض في قيمتها مما يضع المشتري في موقف حرج ، وعليه فإن الإحتفاظ بأرصدة محدودة من العملات لإستعمالها في عملية البيع يترتب عليها مخاطر تذبذب الأسعار بالنسبة إلى هذه الأرصدة . ولتفادي تلك المخاطر تلجأ البنوك إلى إستخدام العقود الآجلة التي تعرف بأنها ((عقود ملزمة بشراء أو بيع أصول معينة بسعر يتفق عليه وقت التعاقد على أن يتم الاستلام والتسليم في تاريخ لاحق في المستقبل))^(٢٣) . ومن أنواع العقود الآجلة عقود أسعار الفائدة الآجلة (FRA) وتعرف بأنها ((إنفاق بين طرفين البائع والمشتري أو المقرض والمقترض لقيام هذين الطرفين بتاريخ محدد في المستقبل بتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه عند العقد وسعر الفائدة السائد عند التسوية))^(٢٤) .

وقد وجد هذا النوع من العقود لحماية المتعاملين من مخاطر تغير أسعار الفائدة . فهي تعمل على تثبيت أسعار الفائدة وبالتالي يستطيع المقترض أن يحتمي نفسه من مخاطر إرتفاع أسعار الفائدة وفي الوقت نفسه تحمي المقرض من مخاطر إنخفاض تلك الأسعار .

ومع نمو التعامل بالمشتقات وزيادة وعي المستثمرين بأهميتها وكيفية التعامل معها لم تعد المشتقات المالية السابقة قادرة على تلبية حاجات المستثمرين ، الأمر الذي أدى إلى تطوير المشتقات وإدخال أدوات أكثر نفعاً وأكثر تعقيداً أطلق عليها مشتقات المشتقات التي هي عبارة عن عملية مزج بين أداتين أو أكثر من الأدوات المشتقة لتعطي أداة هجينة (Hybrid) تحمل كل أو بعض مواصفات الأداتين. وذلك للتغلب على بعض المخاطر والإستفادة من بعض المزايا التي تتصف بها كل أداة.

ثانياً : العولمة المالية

١- مفهوم العولمة المالية : تعد العولمة المالية من الظواهر الاقتصادية الدولية المعاصرة، وهي كأي ظاهرة أخرى اختلفت فيها الآراء والمفاهيم المطروحة حولها . إذ ذهب الدكتور عمرو محي الدين الى ان العولمة "زيادة درجة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الانسانية من خلال عملية انتقال السلع ورؤوس الاموال وتقنيات الانتاج والاشخاص والمعلومات"^(٢٥).

بينما ذهب انتوني ماكفرر الى عدّ العولمة "عبارة عن علاقات وترابطات وصلات متداخلة بين الدول والمجتمعات التي صاغت النظام العالمي الحالي" ^(٢٦) .
ووردت كذلك العديد من التعاريف التي تصور العولمة كونها ظاهرة شمولية متعددة الواجه لها ابعاد سياسية واقتصادية واجتماعية وثقافية وتقنية .. وواحد من هذه الابعاد هو الجانب المالي حيث شهد عقد التسعينات من القرن الماضي بروز ما يمكن ان نسميه بالعولمة المالية والتي تعد ابرز تجليات ظاهرة العولمة . اذ نمت حركة رؤوس الاموال الدولية بمعدلات تفوق بكثير معـدلات نمو التجارة والنتاج العالمي ، حيث نما الاستثمار الاجنبي المباشر الداخل بمعدل (٣٠.٦%) والاستثمار الاجنبي المباشر الخارج بمعدل (٢٦.١%) . اما الناتج العالمي فقد نما بمعدل (٣٤%) خلال فترة التسعينات^(٢٧) . ونمت التجارة الخارجية بمعدل (١٦.٢%) للمدة (٨٩ - ١٩٩٩) .
ان البعد المالي للعولمة لم ينل اهتماماً كافياً الا بعد الاحداث التي شهدتها الاقتصاد العالمي مؤخراً ومنها الازمات التي حلت بالمكسيك و دول النمر الاسيوية والبرازيل وروسيا وميلاد العملة الاوربية الموحدة (اليورو) ولكن لو نظرنا اليها باعتبارها حركة لرؤوس الاموال لوجدناها ظاهرة قديمة ملازمة للنظام الرأسمالي منذ نشأته ابتداءً من

مرحلة الرأسمالية التجارية مروراً بالثورة الصناعية وامتداداً لما بعد الحرب العالمية الثانية ولحد الان . وعليه فان العولمة المالية هي نتاج الرأسمالية العالمية النابعة من مرحلتين هما : مرحلة التحررية التجارية وسقوط الحواجز امام حركة السلع والخدمات ، ومرحلة التحررية الاقتصادية وازالة الحواجز امام حركة رؤوس الاموال عبر الحدود^(٢٨) .

يمكن للعولمة المالية ان تستند الى مجموعة من الاجراءات منها :

١ تحرير الحساب الجاري ويتمثل برفع القيود المعرقله لحركة السلع والخدمات بموجب مباديء منظمة التجارة العالمية .

٢ تحرير حساب رأس المال من خلال الغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الاموال .

وتأسيساً على ما سبق يمكن القول ان العولمة المالية عملية اجرائية طبقتها العديد من الدول المتقدمة والدول النامية مستندة في ذلك الى مجموعة من الاجراءات التي تهدف الى توسيع تدفقات رؤوس الاموال والسلع والخدمات عبر الحدود وبالتالي توحيد هذه التدفقات في سوق عالمية موحدة ضمن اطار من رأسمالية حرية الاسواق .

٢- اسباب ظهور العولمة المالية

لم تنشأ العولمة كظاهرة بصورة مفاجئة ، فقد بدأت جذورها في بداية الستينات واتضحت توجهاتها في السبعينات وتسارعت وتائرهما في الثمانينات واخذت مظاهرها الرئيسية تبرز في التسعينات والتي من اهمها انهيار بريتون وودز وتنامي دور الشركات متعددة الجنسية وظهور الثورة التكنولوجية واندماج الاسواق المالية ، وهناك بعض العوامل التي ساعدت على ظهور وتسارع العولمة المالية منها .

١- التحرر المالي وزيادة تدفقات رؤوس الاموال .

اذ ازدادت حركة رؤوس الاموال وخاصة قصيرة الاجل نتيجة كثير من الاجراءات التي طبقتها العديد من الدول المتقدمة والنامية في مجال التحرر المالي .

٢- سوق الدولار الاوربي .

يُعد سوق الدولار الاوربي او ما يسمى سوق اليورو دولار من العوامل الرئيسية التي ساهمت في تبلور وبروز ظاهرة العولمة المالية ، اذ ساهم هذا السوق في زيادة عرض العملات الاجنبية مما سهل عملية التمويل فيه ، وازالة القوارض في اسعار الفائدة الامر الذي جعل من حركة الاموال اكثر حرية وهذا ساعد في ظهور هذه العولمة .

٣- تطور سوق السندات الاوربية

ان تطور هذا السوق جعل اسواق راس المال الاوربية تتصف بالعالمية لان هذا السوق يكفل بيع الاوراق المالية للمستثمرين من مختلف الدول الاوربية ، كما انه يؤدي دوراً بارزاً في عمليات التسويات المالية من خلال تشجيعه للتدفق الخارجي للاموال^(٢٩) .

٤- التطور التكنولوجي :

ويُعد هذا العامل من العوامل المهمة التي اسهمت في تبلور ظاهرة العولمة المالية، وتأتي اهميته بوصفها القناة الرئيسية المسؤولة عن اندماج الاسواق المالية وتسهيل حركة رؤوس الاموال والسلع والافراد ، وتنويع وسائل العمل المصرفي وكذلك فانه من خلاله اصبح العالم وكأنه سوق واحدة .

٥- الابتكارات المالية الحديثة

ان انفتاح الاسواق المالية وتطورها بشكل عام ادى الى ضرورة الحاجة الى استخدام ادوات جديدة الى جانب الادوات المالية المتعارف عليها ومن هذه الادوات المشتقات وكذلك الاتجاه العالمي المتزايد نحو تحويل القروض المصرفية والموجودات العينية غير قابلة للتداول الى ادوات او اوراق مالية قابلة للتداول في الاسواق المالية كالسندات وتعرف هذه العملية بعملية التوريق او التنسيق اذ بلغ حجم التوريق في الولايات المتحدة (٦) ترليون دولار عام ٢٠٠٤ أي بنسبة ٧٠% من حجم رأس المال السوقي^(٣٠) . وعليه فقد ساهمت هذه الادوات وتزايدها بشكل كبير في اتساع ظاهرة العولمة المالية .

٣- مزايا العولمة المالية

يرى انصار العولمة المالية انها تحقق مزايا عديدة للدول المتقدمة والنامية يمكن ايجازها بالاتي :

(أ) تسهم في معالجة مشكلة التمويل التي تعاني منها الكثير من الدول وبشكل خاص الدول النامية من خلال تسهيل تدفقات رؤوس الاموال في اطار اندماج اسواق المال وتحرير الخدمات المالية^(٣١) .

(ب) يمكن للدول النامية ذات الموارد المالية المحدودة ان تستفيد من العولمة المالية وبشكل خاص من تحرير الاستثمار نظراً لما توفره لها من سد حاجتها لرؤوس الاموال وزيادة رصيدها من العملات الاجنبية وتوفيرها فرص العمل للعاطلين .

(ج) ان العولمة المالية وما ادت اليه من سرعة اندماج العديد من الدول النامية في الاسواق العالمية سوف يعزز من قدرة تلك الدول على تصحيح الاختلالات في موازين مدفوعاتها كما يعزز من قدرتها على جذب الاستثمارات الاجنبية ومن ثم تقليل حاجتها للاقتراض الخارجي .

مخاطر العولمة المالية :

تتطوي العولمة المالية على مخاطر عديدة منها :

(أ) اثبتت تجارب عقد التسعينات ان الدول النامية لم تستفد من العولمة المالية وبدلاً من هذا فان تحرير حساب رأس المال كان مصحوباً بأزمات وصددمات مالية متكررة مثل الازمة المكسيكية عام ١٩٩٤ والاسيوية ١٩٩٧ والروسية ١٩٩٨ والازمة البرازيلية عام ١٩٩٩ .

(ب) تؤدي العولمة المالية الى تقلبات فجائية للاستثمارات الاجنبية خصوصاً الاستثمارات قصيرة الاجل او ماتسمى بالاموال الساخنة (Hot money) ومثل هذه الاموال تترك اثاراً ضارة بالاستقرار الاقتصادي للدول النامية نتيجة التقلبات الفجائية التي تحدث في حركة دخول وخروج هذه الاموال .

(ج) تتيح العولمة المالية انواعاً مختلفة من الانشطة الاقتصادية غير المشروعة التي تمارس تحت غطاء ما يسمى بالاقتصاد الخفي ، ومن هذه الانشطة غير المشروعة ما تسمى بعمليات غسل الاموال .

(د) كان دعاة العولمة المالية والتحرر المالي يزعمون ان الدول النامية سوف تستفيد من التدفقات الاستثمارية الاجنبية اذا ما قامت بفتح اسواقها المالية وخلقت المناخ المناسب لتشجيع تدفق تلك الاستثمارات ، الا ان ذلك لم يحدث ، فقد تبين ان النسبة الاكبر من

الاستثمارات الاجنبية المباشرة اتجهت نحو الدول المتقدمة اذ قدرت في عام ٢٠٠٢ حوالي ٧٠% وان نسبة قليلة من تلك الاستثمارات اتجهت نحو الدول النامية اذ بلغت ٢٤% في نفس العام. احتسبت النسب اعتماداً على بيانات الجدول رقم (٢).

المبحث الثاني

جوانب العولمة المالية

أولاً : مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر

يمثل الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) (Foreign Direct Investment) أحد جوانب ظاهرة العولمة المالية والذي يعد من الاستثمارات طويلة الأجل التي غالباً ما تنفذها الشركات متعددة الجنسيات (The multinational corporation) ، بوصفها القنوات الرئيسية التي تمر من خلالها الاستثمارات الأجنبية المباشرة من الدولة المانحة للاستثمار (الدولة الام) إلى الدولة المتلقية للاستثمار (الدولة المضيفة) . وقد ازداد الاهتمام بالاستثمار الاجنبي المباشر بشكل كبير في الاونة الاخيرة وذلك لأمرين (٣٢) : أولهما النمو المتزايد في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الثمانينات من القرن الماضي ولحد الآن ، أما الأمر الثاني فيتعلق بالفوائد التي وفرها للدول النامية وخاصة في نقل الموارد المالية والتكنولوجية . ويعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه ((تلك العملية التي تقوم من خلالها منشأة ما بالاستثمار في مشروعات تقع خارج موطنها الأصلي بقصد المشاركة الفعلية وممارسة قدر من التأثير على عمليات تلك المشروعات)) (٣٣) . ويعد الاستثمار المباشر استثماراً أجنبياً من وجهة نظر صندوق النقد الدولي عندما يمتلك المستثمر الأجنبي أكثر من ١٠% من أسهم رأس مال إحدى مؤسسات الأعمال على أن ترتبط هذه الملكية بالقدرة على التأثير في إدارة المؤسسة (٣٤) . وتتحدد قدرة كل دولة على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إستناداً إلى المحددات التالية (٣٥) .

- ١- حجم السوق المحلي : يعد السوق من المحفزات الجاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر، ويتحدد حجم السوق ليس بمساحته ، وإنما بالنواتج المحلي الإجمالي ومتوسط دخل الفرد وعدد السكان (القوة الشرائية للسكان) .
- ٢- العائد على الاستثمار : يعد من العوامل الرئيسية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر ، لأن المستثمر الأجنبي لا يقوم بالاستثمار في الخارج إلا إذ توقع تحقيق عائداً أعلى من العائد الذي يمكن أن يحققه لو أنه استثمر أمواله في الداخل .
- ٣- الإستقرار السياسي والاقتصادي : إن الإستقرار السياسي في أي دولة يؤثر تأثيراً كبيراً في قرارات الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي يتخذها أصحاب رؤوس الأموال لما له من أثر مباشر في الإستقرار الاقتصادي ، فالمستثمر الأجنبي يتخذ قراراً بقبول أو رفض المشروع ليس فقط على أساس حجم السوق أو العائد على الاستثمار وإنما على درجة الإستقرار السياسي والاقتصادي .
- ٤- الموارد الطبيعية والبشرية والتكنولوجية : إن وفرة الموارد الأولية وموارد الطاقة التي تتطلبها العملية الإنتاجية إلى جانب وفرة الأيدي العاملة الرخيصة التي تتمتع بالخبرة والمهارة، فضلاً عن توفر التكنولوجيا والإبتكارات والتقنيات الحديثة، قد شكلت قوة محفزة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة .
- ٥- البنية التحتية: توجد علاقة وثيقة بين البنية التحتية وحجم الاستثمار الأجنبي المباشر ، فالدولة التي تتوفر فيها بنية تحتية من طرق وجسور وماء وكهرباء وغيرها من الخدمات الأخرى تعد دولة جاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر .
- ٦- الطلب والعرض : تتوقف التحركات الدولية للاستثمارات الأجنبية المباشرة المتجهة إلى الدول النامية على تفاعل ظروف العرض والطلب على تلك الاستثمارات . فبالنسبة لظروف العرض فهي تتوقف على الأحوال الاقتصادية للدول المانحة للاستثمار مثل ظروف الكساد والرخاء ومعدلات النمو الاقتصادي وأسعار الفائدة وغيرها من العوامل ، أما ظروف الطلب فإنها تتمثل في معدلات الربح التي يمكن ان يحققه تلك الاستثمارات في الدول المتلقية، فضلاً عن عوامل أخرى كالمناخ الاستثماري والقدرة التنافسية للاقتصاد القومي المعتمدة على حجم السوق المحلي ودرجة تطوره ومدى نموه .

ثانياً : الآثار الإيجابية والسلبية للاستثمار الأجنبي المباشر

أ- الآثار الإيجابية للاستثمار الأجنبي المباشر

- أثبتت التجارب والدراسات أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر والدور الذي يمكن أن يؤديه في تحقيق فوائد مهمة للدول المتلقية له . ومن بين هذه الفوائد ما يلي^(٣٦) :
- ١- رأس المال : يساعد الاستثمار الأجنبي المباشر على توفير الموارد المالية التي من خلالها تستطيع الدول المتلقية لتلك الاستثمارات تمويل عملية التنمية فيها ، فضلاً عن ذلك يعطي الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل إستقراراً أكثر للدول المتلقية له على عكس التدفقات الاستثمارية الداخلة الأخرى مثل التدفقات القصيرة الأجل .
 - ٢- التكنولوجيا أو المهارات الإدارية : يجلب الاستثمار الأجنبي المباشر التكنولوجيا الحديثة مما يساعد على رفع كفاءة الإنتاج ، هذا فضلاً عن أن الشركات متعددة الجنسيات تقوم بنقل المهارات والكفاءات الإدارية إلى فروعها في الدول المتلقية ، مما يساعد على تعزيز المنافسة بين الشركات المحلية وتحفيز تلك الشركات على تحسين نوعية منتجاتها .
 - ٣- النفاذ الى الاسواق : يعمل الاستثمار الاجنبي المباشر على فتح اسواق جديدة للتصدير ولاسيما ان الشركات متعددة الجنسيات لديها افضل الامكانات للنفاذ الى الاسواق العالمية .

ب - الآثار السلبية للاستثمار الأجنبي المباشر

- على الرغم من المزايا العديدة التي يوفرها الاستثمار الأجنبي المباشر للدول المتلقية له إلا أنه لا يخلو من الآثار السلبية التي يحدثها على اقتصادات تلك الدول نذكر منها : يعمل الاستثمار الأجنبي المباشر على استنزاف الموارد المالية ، إذ تذهب معظم الأرباح إلى الشركة الأم بدلاً من إعادة استثمارها في الدول المتلقية ، مما يتسبب في النقص من احتياطي تلك الدول من النقد الأجنبي ، فضلاً عن ذلك أن الاستثمار الأجنبي المباشر يؤدي إلى خلق تبعية اقتصادية وسياسية للدول المتقدمة من خلال إعتقاد التقدم التكنولوجي في الدول المتلقية على الدول المتقدمة^(٣٧) .

التطورات والتغيرات التي شهدها الاستثمار الأجنبي المباشر عالمياً:

لدراسة التطورات والتغيرات التي شهدتها تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عالمياً يمكن الاستعانة بالملحقين رقم (٢) ورقم (٣) ، إذ نلاحظ من البيانات المدرجة في الملحقين أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر أخذت صيغتين هما : التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة ، فالتدفقات الداخلة يقصد بها ما يدخل إلى دولة مع ينة من استثمارات تكون متلقية له ، أما التدفقات الخارجة فيعني بها ما يخرج من دولة معينة من استثمارات تكون مصدرة له . وقد شهدت تلك التدفقات تزايداً كبيراً ومستمراً في حجمها خلال المدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٢) ، إذ إزدادت تدفقات الاستثمار الأجنبي الم مباشر العالمي الداخل من (١٥٩١) مليار دولار عام ١٩٨٨ إلى (٦٥١٢) مليار دولار عام ٢٠٠٢ ، أي أنها تضاعفت بمقدار (٤) مرات للمدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٢) . أما تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي الخارج فقد إزدادت من (١٦٨١) مليار دولار عام ١٩٨٨ إلى (٦٤٧٤) مليار دولار عام ٢٠٠٢ ، وبذلك تضاعفت بحوالي (٤) مرات تقريباً خلال المدة المذكورة . وتعود هـذـه الزيـادة في التدفقـات الداخلة والخارجة على المستوى العالمي إلى ما حققته تلك التدفقات من زيادة في الدول المتقدمة، إذ إزدادت التدفقات الداخلة والخارجة من (١٣١٣) (١٦٢٢) مليار دولار على التوالي في عام ١٩٨٨ إلى (٤٦٠٣) (٦٠٠١) مليار دولار على التوالي في عام ٢٠٠٢ . وترجع الزيادة الحاصلة في التدفقات الاستثمارية في الدول المتقدمة إلى تعاضد دور الشركات متعددة الجنسيات ، فضلاً عن زيادة عمليات الدمج والشراء ما بين تلك الشركات ، إذ بلغت عمليات الدمج والشراء حوالي (٦٩٤٩) مليار دولار عام ٢٠٠٢ بعد أن كانت (١٥١) مليار دولار عام ١٩٩٠ ، أي أنها تضاعفت بمقدار (٤٦) مرات خلال المدة (١٩٩٠ - ٢٠٠٢)^(٣٨) . كما ترجع تلك الزيادة إلى الإجراءات (التغيرات) التنظيمية التي إتبعها تلك الدول في تخفيف القيود على حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة مما سهل كثيراً من حركة تدفق رؤوس الاموال ويمكن وصفها بأنها كانت السبب الرئيس في نشوء ظاهرة العولمة المالية . وعليه فإن العولمة المالية لم تكن وليدة الصدفة وإنما كانت في جانب منها محصلة لتلك التطورات والتغيرات الحاصلة في حركة الاستثمار الأجنبي المباشر .

أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية

القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة	القيمة
٤٦.٣٣٤	٥٨٩٣٧٩	١١٢.٥٢٨	٨٢٤٦٤٢	٤٧٢٢٦٥	٢٦٩٦٥٤	٢١٩٧٨٩	٢.٥٦٩٣	١٤٥١٥٣	١٣٨٨٨٧	١.٢٤٠١	١٢.٦١٦	١٧٦٣٤٦	١٦٨٤٨٨	١٣١٣١٣	الدول المتقدمة
٣٨٤٣٩١	٤٠.٨١٣	٧.٩٨٧٧	٤٩٦٢.٥	٢٦٣.٢٥	١٣٩٢٧٤	١١٤٩٤.٠	١١٩٥١٢	٨٢٦٩٧	٨٣٨٧٧	٨٢٤١٢	٨.٠٧٠٧	١.٩١٠.٨	٨٧٩٨١	٦.٣١٣	أوروبا الغربية
٥١٥.٥	٥٥١٩.٠	٤٣٢٥.٠	٤٦٥٤٥	٣.٩٨٤	٢٣١٧٤	٢١٩٦.٠	٢٣٦٨١	١٥٥٨.٠	٢.٧٥٤	٢١٨٤٣	١٥١٤٩	١٣١٨٣	١.٣١٣	٨٤٨٧	فرنسا
٢٤٩٤٥	٦١٩٥٨	١٣.٤٢٢	٨٤٢٣٨	٧٤٣٢٤	٣٣٢٢٩	٢٤٤٣٥	١٩٩٦٩	٩٢٥٣	١٥٥٤.٠	١٨١٨٢	١٦١٥٨	٣٢٤٣٦	٣.٥٥٣	٢١٤١٤	المملكة المتحدة
٢٨.٣٣	٢٣٩١٨	٢.٣.٠٨.٠	٥٥٧٩٧	٢٤٥٩٣	١٢٢٤٤	٦٥٧٢	١٢.٢٥	٧١٣٥	١٩.٠	٦٨.٠	٧٣٩.٠	٨٩٥.٠	١.٠٧٦.٠	٨٧.٠	ألمانيا
٩٣٢٦	٦٢٤٣	٨٣٢٢٣	١٢٧٤٢	٣١٩٢	٣٢٢٥	٢.٠	٣٩	٩١٢	٢١.٠	٢٧٢.٠	١٣٧.٠	١٧٦.٠	(١.٦٠)	(٥٢.٠)	اليابان
٥.٦٢٥	١٧٢٧٨٧	٣٨.٧٦٤	٣.٨١١٨	١٩٧٢٤٣	١١٤٩٢٥	٩٤.٩١	٦٨.٢٩	٥٣٣.٢	٤٨٣.٢	١١١٤٥	٣٢.٣٨	٥٦.٦.٠	٧١٦٣٦	٦٢٣٦٦	أمريكا الشمالية
٣.٠٣.٠	١٤٣٩٧٨	٣١٤.٠.٧	٢٨٣٣٧٦	١٧٤٤٣٤	١.٣٣٩٨	٨٤٤٥٥	٥٨٧٢٢	٤٥.٩٥	٤٣٥٣٤	٣٣٨٨	٢٥٤٤٦	٤٨٤٢٢	٦٩.١.٠	٥٨٥٧١	الولايات المتحدة الأمريكية
١٦٢١٤٥	٢.٩٤٣١	٢٤٦.٥٧	٢٢٩٢٩٥	١٩١٢٨٤	١٩٣٢٢٤	١٤٥.٣.٠	١١١٨٨٤	١.٤٩٢.٠	٧٢٥٢٨	٥١٤٨٥	٣٩.٦.٠	٣١٢٦٦	٢٧٣٧٦	٢٧٧٧٢	الدول النامية
١.٩٩٨	١٨٧٦٩	٨٤٨٩	١٢٢٣١	٨٩٢٨	١.٦٦٧	٥٥٢٢	٤٦٩٩	٥٦٣٢	٣٦٤٧	٣.٠٤٢	٢٧١٣	٢١٦.٠	٤٨٩١	٢٧٧٦	أفريقيا
٥٦.١٩	٨٣٧٢٥	٩٥٣٥٨	١.٨٢٥٥	٨٢.٥.٠	٧٣٢٧٥	٤٥٨٩.٠	٣٢٨١٦	٣.٠.٩١	١٧٢٤٧	١٧٧١١	١٥.٣٢	٨٦٤٧	٦٢٤٨	٩.٤.٠	أمريكا اللاتينية والكاريبي
١.٠.٣	٣٢.٦	١١٦٥٧	٢٣٩٨٨	٧٢٩١	٩١٦.٠	٦٥٢٢	٥٣١٥	٣٤٩.٠	٢٥٥٥	٤١٧٩	٢٤٣٩	١٨٣٦	١.٠٢٨	١١٤٧	الأرجنتين
١٦٥٦٦	٢٢٤٥٧	٣٢٧٧٩	٢٨٥٧٨	٢٨٨٥٦	١٨٩٩٣	١.٤٩٦	٥٤٧٥	٢٥٩.٠	١٢٩١	٣٢٥٦	٣٤٨٩	٨١٩	(١.٠.٧)	١.٠٢٢	البرازيل
٩٤٩٨٦	١.٦٧٧٨	١٤٢.٠.٩١	١.٨٥٢٩	٩٩٩٨٣	١.٩.٩٢	٩٢٤٣٤	٧٣٣٢٤	٦٨٦.٦	٥١٢١٨	٣.١٥١	٢.٧٥.٠	١٩٨٩٧	١٥٨٧١	١٥٦٧١	آسيا
٥٢٧.٠	٤٦٨٤٦	٤.٧٧٢	٤.٣١٩	٤٣٧٥١	٤٤٢٣٧	٤.٠١٨.٠	٣٥٨٤٩	٣٣٧٨٧	٢٧٥١٥	١١١٥٦	٤٣٦٦	٣٤٨٧	٣٣٩٣	٣١٩٤	الصين
١٣٧١٨	٢٣٧٧٥	٦١٩٣٩	٢٤٥٨.٠	١٤٧٦٦	١١٣٦٨	١.٤٦.٠	٦٢١٣	٧٨٢٨	١٦٦٧	١٩١٨	٥٣٨	١٧٢٨	١.٠٧٧	٢٦٢٧	هونك كونغ
١٤.٠	١٥٩	١١٨	٢٨.٠	٣٣٣	١٩.٠	١٥٨	٥٦٣	١٧٢	١٥٢	٢١١٦	٢.٠١٤	٢٤٤٤	١٧٧٥	١١.٥	دول الباسفيك
-	-	-	٢٣١٥	١٤٥٩	١.٢.٠	١.٢.٦	٤٨٣	٤٢.٠	٢٦٤	٧٩	١٨٤	١٤٩	١٢٨	٩٣	دول أوروبا النامية
٢٨٧.٩	٢٥.١٥	٢٦٣٧٣	٢٥١٤٥	٢٢٤٧٩	١٩.٣٣	١٢٦٩٧	١٤٢٦٧	٥٩٣٢	٦١٤٣	٤٥٢٦	٢٤٤٨	٣.٠	٢٦٨	١٥	دول وسط وشرق أوروبا
٦٥١١٨٨	٨٢٣٨٢٥	١٣٩٢٩٥٧	١.٧٩٠.٨٣	٦٨٦.٢٨	٤٨١٩١١	٣٧٧٥١٦	٣٣١٨٤٤	٢٥٥٩٨٨	٢١٧٥٥٩	١٥٨٤١٣	١٦٢١٢٤	٢.٠٧٩١٢	١٩٦١٣٢	١٥٩١.٠١	العالم

جدول رقم (٣)

تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر (FDI) الداخلة حسب الاقاليم والدول المضيفة في اقاليم ودول مختارة (١٩٨٨ - ٢٠٠٢) (مليون دولار)

ثانياً : الاستثمار الأجنبي غير المباشر (Foreign Indirect Investment)

أولاً : مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يشكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يسمى بالاستثمار المحفظي (Portfolio Investment) الجانب الثاني من جوانب العولمة المالية والذي يعرف بأنه ((شراء الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى بقصد إعادة بيعها عندما ترتفع أسعارها وتحقيق أرباح إضافية))^(٣٩) ويمكن التمييز بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر في نقطتين جوهريتين هما^(٤٠) :

- إن الاستثمار الأجنبي غير المباشر ينفذ من قبل الأفراد وليس الشركات متعددة الجنسيات.

- تفوض الإدارة في الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى المديرين في الدولة المضيفة نفسها وبالتالي فليس للمستثمر الحق في إدارة المشروع. أما في الاستثمار الأجنبي المباشر فيكون للمستثمر الحق في اتخاذ القرار والرقابة على المشروع .

أما الهدف الأساسي من الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو زيادة العوائد وتقليل درجة المخاطر وهذه المخاطر يمكن إيجازها بما يلي^(٤١) :-

(١) المخاطر المنظمة (Systematic Risks) : وهي المخاطر المرتبطة أساساً بظروف السوق المالية كحالات (الكساد والتضخم أو تغيرات أسعار الفائدة) أو ظروف سياسية وإجتماعية كالحروب والاضطرابات السياسية والإضطرابات العامة ، مما تنعكس آثارها على أسعار جميع الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية ، وهذا يتسبب في عدم التأكد من عائد الاستثمار وبالتالي يصعب على المستثمر التحكم في هذه المخاطر أو التخلص منها من خلال التنويع (Diversification) ، لذا سميت هذه المخاطر بالمخاطر غير قابلة للتنويع (Non Diversifiable) ، ولكن يمكن التقليل من هذه المخاطر من خلال استخدام المشتقات المالية .

المخاطر غير المنظمة (Non Systematic Risks) : هي المخاطر الناجمة عن عوامل خارجة عن ظروف السوق المالية لذا يصعب التنبؤ بحدوثها ، وفي حالة حدوثها تكون آثارها جسيمة على أسعار الأدوات المالية^(٤٢) ومن هذه العوامل الإضرابات العمالية في الشركة أو سوء الإدارة في استخدام الموارد أو ظهور اختراعات جديدة أو تغير أذواق المستهلكين مما يعرض أرباح الشركة إلى الإنخفاض

وبالتالي يؤدي إلى انخفاض أسهمها في السوق . ويمكن للمستثمر أن يحمي نفسه من المخاطر غير المنظمة عن طريق استخدام المشتقات أو عن طريق التنويع ، لذا عرفت هذه المخاطر بالمخاطر القابلة للتنويع .

٢- أشكال الاستثمار الأجنبي غير المباشر

ويمكن أن يتخذ الاستثمار الأجنبي غير المباشر أشكالاً مختلفة ، فقد يكون على

شكل أسهم وقد يكون على شكل سندات ، ويمكن توضيحها كما يلي:-

١) الأسهم (Stocks) : هو عبارة عن ((صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة))^(٤٣) . وهناك انواع من الاسهم نذكر منها ما يأتي^(٤٤) :

أ- الأسهم العادية (Common Stocks) : تمثل أموال ملكية ويتمتع حاملها

بحقوق حددتها الأعراف وقانون الشركات وهذه الحقوق تتضمن : حق حصول مالك السهم على نصيبه من الأرباح عند توزيعها ، وحق الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها وحق التصويت .

ب - الأسهم الممتازة (preferred stocks) : تمثل الملكية في الشركة التي

تصدرها ويحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات نقدية ثابتة بصورة

دورية ،

أي أن حقه في الربح يكون مضموناً سواءً حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق ، وهذه الميزة لا تتوفر لحامل السهم العادي .

٢- السندات (Bonds) : تعرف السندات بأنها ((أدوات مديونية ذات صفة مالية قابلة

للتداول يحق لحاملها الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ

المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الإستحقاق))^(٤٥) وهناك انواعاً من

السندات منها^(٤٦) :

أ- سندات ذات أسعار فائدة متغيرة (Floating Rate Bonds) : تكون الفائدة

على السندات ثابتة عادة ولكن بسبب الموجات التضخمية التي اجتاحت الاقتصاد الدولي في نهاية عقد السبعينات أدت إلى إرتفاع أسعار الفائدة بشكل كبير، مما تسببت في انخفاض القيمة السوقية للسندات * مما يلحق الضرر بحاملها ، ولكي يتجنبوا تلك المخاطر تم إصدار هذا النوع من السندات .

ب - **السندات الرديئة (Junk Bonds)** : استخدمت هذه السندات في عملية اعادة الهيكلة المالية في الشركات وفي تمويل عمليات شراء الشركات بواسطة مديريها ومجموعة من المتخصصين في هذه العمليات .

ج - **سندات الدخل (Income Bonds)** : تختلف هذه السندات عن غيرها من السندات الأخرى في أنها تلزم الشركة المصدرة لهذه السندات بدفع فوائد فقط عندما تحقق الشركة أرباحاً.

٣- التطورات والتغيرات التي شهدتها الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يمكن بيان التطور الذي حققه الاسـتثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق العالمية من خلال معرفة تطور حجم هذا الاسـتثمار عالمياً . اذ حقـق الاستثمار الاجنبي غير المباشر تزايداً كبيراً على المستوى العالمي وخصوصاً خلال المدة (١٩٨٨ - ١٩٩٦)،ويمكن ان نلاحظه في بيانات (الجدول رقم ٤) فبعد ان كان الاستثمار الاجنبي غير المباشر يبلغ (٢٢٦٣) مليار دولار عام ١٩٨٨ وصل الى (٧٢٧) مليار دولار عام ١٩٩٣ وقد تأثر بالازمة المالية المكسيكية فانخفض الى (٤١٧) مليار دولار عام ١٩٩٤ . الا انه عاد في السنوات اللاحقة وحقق ارتفاعاً وصل الى (٨٨١) مليار دولار عام ١٩٩٦ .

جدول رقم (٤)

حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر عالمياً للمدة (١٩٨٨ - ١٩٩٦)

(مليار دولار)

المتغير	السنوات	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦
غير المباشر الاستثمار الأجنبي		٢٢٦٣	٣٥٦٧	٢٣٦١	٤٤٢٢	٤٣٤١	٧٢٧	٤١٧	٥٨٣٧	٨٨١٠

المصدر :

- (١) د . سرمد كوكب الجميل ، "الإتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية - مدخل في تحليل الخيارات المالية للشركة متعددة القومية وتحدياتها في عصر العولمة" ، الطبعة الأولى ، (عمان ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠١) ، ص ١٥٣ .
- (٢) د. أحمد عبد الرحمن أحمد ، "مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية" ، الطبعة الثانية ، (الرياض ، دار المريخ للنشر ، ٢٠٠١) ، ص ٣١ .

ثالثا : حركة القروض الخارجية

أولاً : مفهوم القروض وأنواعها

تعد القروض إحدى تدفقات رؤوس الأموال التي تعتمد عليها الدول المتقدمة والنامية والمؤسسات الدولية والشركات متعددة الجنسية لتمويل حاجاتها المختلفة ، وتعرف القروض بأنها ((عقد تبرمه الدولة أو أحد هيئاتها العامة مع الجمهور أو مع دولة أخرى تتعهد بموجبه على سداد أصل القرض وفوائده عند حلول موعد السداد))^(٤٧) . وقد إزداد الالتجاء إلى القروض وبخاصة في الدول النامية حتى وصل الأمر إلى أن الكثير من هذه الدول أصبحت عاجزة عن تسديد القروض وعن تسديد فوائدها أو ما يسمى بخدمة الدين الذي هو عبارة عن ((مدفوعات دورية يتم الإتفاق عليها عند عقد القروض وهذه المدفوعات تتمثل بأصل القرض والفوائد المترتبة عليه))^(٤٨) . وتتألف القروض بشكل عام من نوعين هما^(٤٩) :

أ) **القروض الداخلية** : ويقصد بها ((القروض التي تحصل عليها الدولة من السوق المحلية الداخلية أي عن طريق عقود تعقدها مع رعاياها أو مؤسساتهم من شركات وبنوك ومصارف وغيرها)) .

ب) **القروض الخارجية** : وتعرف بلقبها ((القروض التي تحصل عليها الدولة من الحكومات الأجنبية أو من أشخاص طبيعيين أو معنويين مقيمين في الخارج أو من الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير وصندوق النقد الدولي))^(٥٠) . ويمكن تقسيم القروض الخارجية إلى قسمين^(٥١) :

١ - **القروض الخارجية القصيرة الأجل (Short Term External Loans)** : هي

القروض التي تسدد بعد مدة قصيرة لا تزيد عن سنة وتستخدمها الدولة لمواجهة بعض الإحتياجات المالية المؤقتة خلال السنة المالية .

٢ - **القروض الخارجية الطويلة الأجل (Long Term External Loans)** : وهي

القروض التي لا يقل أجل الوفاء بـها عن خم — س — س — نوات ، وتختلف القروض الخارجية القصيرة الأجل عن القروض الخارجية الطويلة الأجل بمجموعة من النقاط أهمها^(٥٢) :-

— يكون سعر الفائدة منخفضاً على القروض القصيرة الأجل ومرتفعاً على القروض الطويلة الأجل .

ب – يحدد تاريخ واحد للوفاء بالقروض القصيرة الأجل في حين قد يحدد تاريخان للوفاء بالقروض الطويلة الأجل يمكن للدول المقترضة التسديد في أي تاريخ منهما ، وينبغي على الدول النامية قبل الالتجاء إلى القروض الخارجية أن تأخذ بنظر الإعتبار ظروفها المالية والاقتصادية نظراً لما تتركه تلك القروض من أعباء مالية تؤثر في بنيتها المالي ومن هذه الأعباء ما يأتي^(٥٣) :

- ١- تؤثر القروض الخارجية في سعر الصرف بالنسبة لعملة الدولة المقترضة ، إذ تنخفض قيمة هذه العملة بالنسبة للعملات الأجنبية عند حلول موعد تسديد القرض الخارجي .
- ٢- تكلف القروض الخارجية ثمناً عالياً تتقاضاه الدول المقرضة لقاء سماحها بطرح سندات القرض في أسواقها .
- ٣- تعد القروض الخارجية وفوائدها عبئاً اقتصادياً لأنها تنقص من الثروة القومية عند حلول أجل الوفاء بها .
- ٤- تعد القروض الخارجية سلاحاً بيد الدول المقرضة تتخذ منها ذريعة للتدخل في شؤون الدول المقترضة ووسيلة للحد من سلطاتها .
- ٥- يؤدي إستخدام القروض الخارجية في استيراد السلع الاستهلاكية إلى عدم زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة المقترضة ونتيجة لتلك الاعباء فعلى الدول النامية أن لا تقدم على الإقتراض الخارجي إلا إذا ضمنت قدرة اقتصادها على دفع القرض وخدمته في الموعد المحدد ، وإلا ستواجه العديد من المشاكل الاقتصادية والإجتماعية والسياسية كما حدث في أزمة المديونية الخارجية عام ١٩٨٢ ، حيث توقف عدد كبير من الدول النامية مثل المكسيك والبرازيل والارجنتين والدول الافريقية والعربية والآسيوية عن دفع التزاماتها الخارجية بالعملات الأجنبية .

ب) تطور حجم القروض الخارجية :

شهد عقد التسعينات زيادة في القروض الخارجية للدول المتقدمة والدول النامية ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال التقسيمات التالية :

- ١- تطور حجم القروض الخارجية في الدول المتقدمة يتضح من البيانات المعروضة في (الجدول رقم (٥)) أن حجم قروض الدول المتقدمة الممنوحة إليها من المؤسسة الدولية للتسهيلات الإئتمانية إزداد بشكل كبير

خلال المدة (١٩٩٣ - ٢٠٠٠) ، إذ بلغ (١٤٦٥٧) مليار دولار عام ٢٠٠٠ بعد أن كان يبلغ (٢٩٢٧) مليار دولار عام ١٩٩٣ ، وكانت معظم هذه القروض مقدمة إلى الدول المتقدمة صناعياً إذ بلغت قروضها الخارجية (٢٥٢٧) و (١٣٣٢) مليار دولار في عامي ١٩٩٣ و ٢٠٠٠ على التوالي ، أي أنها تشكل مساهمة قدرها (٨٨٤%) كمتوسط من إجمالي القروض الممنوحة إلى الدول المتقدمة خلال المدة (١٩٩٣ - ٢٠٠٠). وقد جاءت الولايات المتحدة الأمريكية على رأس الدول الصناعية من حيث حجم القروض المقدمة إلى الدول الصناعية ، إذ شكلت مساهمتها النسبية كمتوسط (٦٩٢%) . واحتلت المملكة المتحدة المرتبة الثانية ، إذ بلغت أهميتها النسبية (٨٦%) كمتوسط من إجمالي القروض المقدمة إلى الدول الصناعية . أما بقية الدول الصناعية (اليابان ، ألمانيا ، فرنسا ، إيطاليا ، كندا) فقد كانت مساهمتها النسبية في القروض المقدمة إلى الدول الصناعية محدودة ، إذ بلغت الأهمية النسبية لهذه الدول الخمس حوالي (١١٢%) تقريباً كمتوسط للسنوات (١٩٩٣ - ٢٠٠٠) .

جدول رقم (٥)

حجم ونسبة القروض المقدمة من المؤسسة الدولية للتسهيلات الائتمانية إلى الدول المتقدمة للمدة (١٩٩٣ - ٢٠٠٠) (مليار دولار/ نسبة مئوية*)

٢٠٠٠		١٩٩٩		١٩٩٨		١٩٩٧		١٩٩٦		١٩٩٥		١٩٩٤		١٩٩٣		السنوات الدول
النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	
-	١٤٦٥٧	-	١٠٢٥٩	-	٩٠٥٣	-	١٠٨٠٦	-	٨٣٩٣	-	٧٠٣٠	-	٥٠١٩	-	٢٩٢٧	الدول المتقدمة
٩٠٩	١٣٣٢١	٩٣٦	٩٦٠٠	٩٠٧	٨٢١١	٨٤٠	٩٠٧٦	٨٦٩	٧٢٩٥	٨٦٧	٦٠٩٣	٨٨١	٤٤٢٥	٨٦٣	٢٥٢٧	الدول الصناعية
٦٠٤	٨٠٤٨	٦٥١	٦٢٥٤	٧١٢	٥٨٥١	٦٨٦	٦٢٣١	٦٨٠	٤٩٥٩	٦٥٦	٣٩٩٨	٧٤٠	٣٢٧٦	٨٠٥	٢٠٣٣	الولايات المتحدة الأمريكية
١٣	١٧٣	١٦	١٥٣	١٤	١١٤	٠٧	٦٠	٠٩	٦٨	٠٦	٣٥	٠٦	٢٦	٠٣	٠٧	اليابان
٣٣	٤٣٧	٥١	٤٩٣	١٦	١٣١	١٢	١٠٩	١٠	٧٧	٢١	١٣٠	٠٣	١٣	٠٤	١٠	ألمانيا
٥٤	٧٢١	٣٤	٣٢٩	٢٠	١٦٩	٤٥	٤٠٦	٣١	٢٢٦	٣١	١٩٢	١٤	٦٢	٢٣	٥٩	فرنسا
٢٧	٣٦٣	١٦	١٥٥	٠٨	٦٣	١٠	٩٣	٠٦	٤٧	٢٥	١٥٤	١٢	٥٤	٠٨	٢١	إيطاليا
١٠٢	١٣٥٤	٩٤	٩٠٥	٩٢	٧٥٩	١١٢	١٠١٣	٨٨	٦٤٣	٨٩	٥٤٢	٦١	٢٦٨	٥٣	١٣٥	المملكة المتحدة
٣٠	٣٩٨	٢٧	٢٥٩	٥٠	٤١٤	٤٥	٤١٢	٣٧	٢٧٠	٤٠	٢٤٢	٣٦	١٦٠	٣٠	٧٥	كندا

Source: International Monetary Fund, International Capital Markets , Developments, prospects, and key policy Issues, August 2001, (Washington, I. M. F, 2001), p21 .

*تم احتساب النسب من قبل الباحثين .

٢- تطور حجم القروض الخارجية في الدول النامية

تبين لنا البيانات المعروضة في الجدول رقم (٦) أن الدول النامية إزداد التجاؤها إلى القروض الخارجية خلال المدة (١٩٩٥ - ٢٠٠٤) ، إذ وصل حجم قروضها الخارجية إلى (٢٢٨٦ر٠) مليار دولار عام ٢٠٠٤ بعد أن كان يبلغ (١٨٦٧ر٠) مليار دولار عام ١٩٩٥. وقد قسمت القروض إلى مجموعتين هي :

- المجموعة الأولى من ناحية مدة الإستحقاق .

- المجموعة الثانية من ناحية الجهة المقترضة .

فلو أخذنا القروض من ناحية مدة الإستحقاق نجدها تتوزع في نوعين من القروض هي القروض الطويلة الأجل والقروض القصيرة الأجل ، غير أن القروض الطويلة الأجل تشكل الغالبية العظمى من القروض الخارجية الممنوحة للدول النامية ، إذ بلغت (١٥٩٠ر٧) مليار دولار عام ١٩٩٥ إزدادت إلى (٢٠٢٣ر٩) مليار دولار عام ٢٠٠٤ ويعود سبب الالتجاء إلى هذه القروض إلى طول أجل الوفاء بها ، إذ تتمتع الدول النامية بحرية في تسديد أصل القرض وفوائده في أي مدة زمنية ممكنة . أما فيما يخص الجهة المقترضة فنجد أن المؤسسات المالية حظيت بالأفضلية من حجم القروض الخارجية الممنوحة للدول النامية ، إذ بلغت (٨٣٩ر٣) و (٩١٣ر١) مليار دولار خلال عامي ١٩٩٥ و ٢٠٠٤ على التوالي . بينما جاءت القطاعات الأخرى بالمرتبة الثانية بقيمة (٥٨٥ر٠) مليار دولار عام ١٩٩٥ و (٨٠٨ر٣) مليار دولار عام ٢٠٠٤ . أما المصارف فقد إحتلت المرتبة الثالثة وهي الأقل نصيباً من حيث حجم القروض الخارجية المقدمة إلى الدول النامية ، إذ وصلت في أفضل حالاتها إلى (٦٠١ر٢) مليار دولار وكان ذلك في عام ١٩٩٨ .

ويمكن النظر الى تطور حجم القروض في الدول المتقدمة من زاوية سندات الدين الدولية ويعطينا الجدول رقم (٧) بيانات مفصلة عن حجم تلك السندات وحسب عملات الاصدار التي تقوّم بها هذه السندات ، اذ نلاحظ تزايد اعتماد الدول المتقدمة على سندات الدين الدولية للمدة (١٩٩٣ - ٢٠٠٠) ، اذ بلغ حجم تلك السندات (١٩١٥ر٧) مليار دولار عام ١٩٩٣ وتزايد ليصل الى (٦٠٥٠ر٩) مليار دولار عام ٢٠٠٠ أي انه تضاعف بمقدار (٣) ثلاث مرات خلال المدة المذكورة انفاً ، وقد تربع الدولار على

جدول رقم (٦)
حجم القروض الخارجية في الدول النامية

(مليار دولار)

السنوات	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
مدة الاستحقاق	الاقتراض القصير الأجل	٢٧٦ر٣	٢٩٦ر١	٣٠٥ر٢	٢٧٨ر٢	٢٦٦ر٧	٢٢٠ر٧	٢٣٠ر٠	٢٣٤ر٥	٢٦٢ر٠
	الاقتراض الطويل الأجل	١٥٩٠ر٧	١٦٥٤ر١	١٧٣٠ر١	١٩٢٢ر٨	١٩٧٤ر١	١٩٦٢ر٣	١٩٥٤ر٦	٢٠١٥ر٣	٢٠٢٣ر٩
الجهة المقرضة	المؤسسات المالية	٨٣٩ر٣	٨٣٨ر٣	٨١٨ر٤	٨٦٧ر٠	٨٧٦ر١	٨٦٥ر٣	٩٠١ر٥	٩١٥ر٤	٩١٣ر١
	المصارف	٤٤٢ر٧	٤٨٥ر٩	٥٥٠ر٢	٦٠١ر٢	٦٠٠ر٥	٥٦٥ر٠	٥٤٥ر٧	٥٥٦ر٢	٥٦٤ر٦
	القطاعات الخاصة الأخرى	٥٨٥ر٠	٦٢٦ر٠	٦٦٦ر٧	٧٣٢ر٨	٧٦٤ر٢	٧٧١ر١	٧٤٤ر٩	٧٧٨ر٢	٨٠٨ر٣
القروض الخارجية الكلية	١٨٦٧ر٠	١٩٥٠ر٢	٢٠٣٥ر٣	٢٢٠٠ر٩	٢٢٤٠ر٨	٢٢٠٧ر٠	٢١٧٥ر٢	٢١٨٩ر٠	٢٢٤٩ر٨	٢٢٨٦ر٠

Source : International Monetary Fund, world Economic out look, April 2003 , (Washington, I. M. F, 2003)

جدول رقم (٧)

حجم سندات الدين الدولية حسب عملة الإصدار للفترة (١٩٩٣ - ٢٠٠٠)

(مليار دولار)

السنوات	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠
العملة								
الدولار الأمريكي	٧٤٥٨	٨١٥٦	٨٨١٩	١١٢٤	١٤٤٨	١٨٥٨	٢٤٠١	٢٩٧١
الين الياباني	٢٦٧٦	٣٨٣٧	٤٤٤٠	٤٧٢١	٤٥٤٩	٤٧٩٩	٥٢٧٩	٥٠٢٢
اليورو	٩٢٦	٩٠٩	٩٠٤	٧٤٣	٦٥٢	١٥٨٨	١٤٨٩	١٨٢٦
عملات دول اليورو								
- المارك الألماني	١٩٢٠	٢٤٢٥	٣١١٥	٣٣٨١	٣٣٧٩	٤٣٦٨	-	-
- الفرنك الفرنسي	٩١٦	١٢٩٧	١٤٦٢	١٦٥٢	١٧٧٧	٢١٩٣	-	-
- الليرة الإيطالية	٣٧٤	٥٥٨	٦٦٠	٩٢٣	١١٢١	١٣٧٢	-	-
- الجدر الهولندي	٤٤٩	٦٥٤	٨٣١	٩٣٢	٩٣٣	١٢٠٦	-	-
- البيزو الإسباني	١٠٦	١٠٧	١٣٢	١٨٤	٢١٣	٢٣٦	-	-
- الفرنك البلجيكي	٢٢	٢٣	٤٢	١٣١	١٢٩	٩٩	-	-
الباوند الاسترليني	١٤٩١	١٧١٥	١٧٧٤	٢٢٥٨	٢٦٧١	٣٢٣٩	٣٩٣٨	٤٥٨٢
الدولار الكندي	٨٠٩	٨٣٢	٨٣٣	٧٦٢	٦٧٠	٥٥١	٥٦٠	٥١٠
الكورنه السويدي	٣٣	٤٦	٥١	٥١	٤٣	٧٦	٧٤	٨٠
الفرنك السويسري	١٤٦٧	١٥٦٧	١٧٩٨	١٥٢٣	١٣٩٠	١٥٤٢	١٣٦٨	١٣٣٠
عملات أخرى	٥١٠	٦٥٦	٨٦٤	١٠٣٦	١٠٨١	١٢٠٧	٩٨٧	١٠٠٥
المجموع الكلي	١٩١٥٧	٢٢٧٨٢	٢٥٧٢٥	٢٩٥٤٥	٣٣٠٩٣	٤١٠٦١	٥١١١٧	٦٠٥٠٩

Source : International Monetary Fund, International Capital Markets, Developments, prospects, and key policy Issues, August 2001, (Washington, I. M. F, 2001) , p 20.

رأس عملات الاصدار اذ بلغ حجم سندات الدين المقدمة بالدولار الامريكي (٢٩٧١ ٨) مليار دولار . ويعود هذا الى ما يتمتع به الدولار الامريكي من ثقة عالية لدى المتعاملين نظرا للثبات النسبي لقيمته وقوة الاقتصاد الامريكي . واحتل المرتبة الثانية بين الياباني بالرغم من التذبذبات التي شهدتها احجام تلك السندات وخصوصاً في عام ١٩٩٧ اذ تراجعت الى (٤٥٤ر٩) مليار دولار بعد ان كان مستواها في عام ١٩٩٦ (٤٧٢ر١) مليار دولار وذلك نتيجة للاحتمال المالية التي حلت بدول جنوب شرق اسيا . وقد احتل المارك الالمانى المرتبة الثالثة في الترتيب الا ان اهم ما يلاحظ في الجدول المذكور تزايد حجم سندات الدين بعملة اليورو بشكل كبير في عامي ١٩٩٩ و٢٠٠٠ اذ بلغت ١٤٨٩ر٣ و١٨٢٦ر٢ مليار دولار على التوالي بعد ان كانت تبلغ ٩٢ر٦ مليار دولار عام ١٩٩٣ وهذا يعود الى توحيد عملات عدد من الدول الاوربية بعملة اليورو . واحتل الباون الاسترليني المرتبة الرابعة يليه الفرنك السويسري بالمرتبة الخامسة ثم الدولار الكندي والكرونة السويدي بالمرتبتين السادسة والسابعة على التوالي.

ويلاحظ مما تقدم بان حركة القروض على المستوى العالمي كان لها دوراً مهماً في عولمة النشاط الاقتصادي وذلك من خلال تحركات رؤوس الاموال سواءً بين الدول المتقدمة فيما بينها او ما بين الدول المتقدمة والدول النامية .

المبحث الثالث

واقع اسواق المشتقات وتطورها

اولاً : التطورات التي شهدتها اسواق المشتقات :

لقد تطور التعامل في المشتقات في الاسواق المالية العالمية تطوراً كبيراً واخذت تحتل الحيز الاكبر من حجم المعاملات المالية التي تتم في تلك الاسواق ، نظراً لما تتسم به هذه الادوات من صفات خصوصاً في تقليل المخاطر وزيادة الارباح ، ويمكن تتبع التطورات التي حققتها المشتقات على المستوى العالمي من خلال بيان حجمها في الاسواق المنظمة وغير المنظمة ، اذ يتضح لنا من البيانات التي يعكسها الجدول رقم (٨) مدى التطور السريع الذي طرأ على التعامل بالمشتقات في الاسواق المالية العالمية.

ففي عام ١٩٨٨ كان حجم المشتقات المتداولة في الاسواق المالية العالمية يبلغ (٢٦٠٠٠) مليار دولار ازداد الى (١٠٩٥٠١٣) مليار دولار عام ٢٠٠٠ وهذه الارقام عالية جداً في مجال التعامل الدولي أي انه ازداد بحدود (١٠٦٩٠١٣) مليار دولار خلال المدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٠) وهذا التزايد موزع على نوعين من الاسواق هي الاسواق المنظمة والاسواق غير المنظمة الا ان القدر الاكبر منه كان من نصيب الاسواق غير المنظمة اذ ازداد حجم التعامل فيها من (١٢٩٥٩٢) مليار دولار عام ١٩٨٨ الى (٩٥١٩٩) مليار دولار عام ٢٠٠٠ ، ويكمن سبب الاتساع في حجم التعامل في الاسواق غير المنظمة الى الاقبال المتزايد من قبل المتعاملين في المشتقات على التعامل في هذه الاسواق نظراً لقلّة القيود المفروضة فيها مقارنة بالاسواق المنظمة التي تفرض على المتعاملين شروطاً للدخول اليها .

ثانياً : التركيب الهيكلي لاسواق المشتقات المالية :- يشير التركيب الهيكلي لسوق معينة او قطاع معين الى الاهمية النسبية لمكونات ذلك السوق او القطاع . وسنتطرق هنا الى دراسة التركيب الهيكلي لاسواق المشتقات وحسب طبيعة السوق اذ يمكن تقسيمها الى قسمين :-

جدول رقم (٨)
حجم المشتقات المالية عالمياً في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة للمدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٠)

(مليار دولار)

السنوات المتغير	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠
المشتقات المالية في الأسواق المنظمة	١٣٠٤ر٨	١٧٦٧ر١	٢٢٩٠ر٧	٣٥٢٠ر١	٤٦٣٤ر٥	٧٧٧٥ر٧	٨٨٩٧ر٧	٩٢٨٢ر٨	١٠٠١٨ر١	١٢٤٠ر٢	١٣٩٣ر١	١٣٥٢ر١	١٤٣٠ر٢
المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة*	١٢٩٥ر٢	٢٤٣٢ر٩	٣٤٠٩ر٣	٤٠٧٩ر٩	٧٣٦٥ر٥	٨٢٢٤ر٣	٣٦١٠ر٢	**	—	—	—	٨٨٢٠ر٢	٩٥١٩ر٩
المجموع الكلي للمشتقات	٢٦٠٠ر٠	٤٢٠٠ر٠	٥٧٠٠ر٠	٧٦٠٠ر٠	١٢٠٠٠ر٠	١٦٠٠٠ر٠	٤٥٠٠٠ر٠	—	—	—	—	١٠١٧٢٣ر٦	١٠٩٥٠١ر٣

المصدر :

- بيانات المشتقات المالية في الأسواق المنظمة اعتماداً على بيانات الملحق رقم (١) .

- بيانات المجموع الكلي للمشتقات مأخوذة عن :

- Bank for International settlements, fosters, swap monitor .

نقلاً عن :

- I mad shehab, The Banking & Financial Implications of Financial Engineering in the Arab Region, (Beirut, union of Arab Banks, 1996) , P. 51 .

باستثناء عامي (١٩٩٩ و ٢٠٠٠) اللذين احتسبت بياناتهما من الملحق رقم (١) والملحق رقم (٢) .

* بيانات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة تم احتسابها بطرح المجموع الكلي للمشتقات من مجموع المشتقات في الأسواق المنظمة باستثناء عامي (١٩٩٩ و ٢٠٠٠) اللذين

احتسبت بياناتهما من الملحق رقم (٢) .

** يشير إلى عدم توفر بيانات .

١- الاسواق المنظمة

تمثل الاسواق المنظمة جانباً مهماً من جوانب اسواق المشتقات ، وسنركز هنا على التغيير النسبي لقيمة المشتقات في الاسواق المنظمة حيث توضح البيانات في الجدول رقم (٩) الالهية النسبية للمشتقات في الاسواق المنظمة وذلك من ناحية قيمتها ، اذ نلاحظ بان مستقبلات اسعار الفائدة كانت افضل العقود المشتقة كونها تساهم بأكثر من نصف قيمة المشتقات على المستوى العالمي في الاسواق المنظمة خلال المدة (١٩٨٧ - ٢٠٠٠) ن بالرغم من تغير مساهمتها بين بدايئة المدة ونهايت ها ، اذ بلغت مساهمتها حوالي (٦٦٨%) عام ١٩٨٧ انخفضت الى (٥٥٢%) عام ٢٠٠٠ ، كما بلغ متوسط اهميتها النسبية اعلى المستويات اذ بلغ (٦٢٦%) خلال المدة ذاتها . والسبب في زيادة التعامل بها هو الخصائص التي اتصفت بها ومنها ادائها الجيد ، اذ توصف بأنها اداة كفوءة وفعالة لادارة مخاطر تقلبات الاسعار خصوصاً اسعار الفائدة . اما خيارات اسعار الفائدة فقد شكلت مساهمتها (١٦٨%) عام ١٩٨٧ ازدادت الى (٣٣١%) من اجمالي نسبة المشتقات المتداولة في الاسواق المنظمة عام ٢٠٠٠ في حين بلغ متوسط اهميتها النسبية (٢٨%) ، اما بالنسبة الى مستقبلات العملات وخيارات العملات فلم تحقق أي تطور يذكر على مساهمتها خلال المدة (١٩٨٧ - ٢٠٠٠) بدليل التراجع الذي شهده مؤشر الالهية النسبية لكل منهما ، اذ بلغت حصتهما (٢٠%) (٨٢%) على التوالي عام ١٩٨٧ انخفضت الى (٠٥%) (٠٢%) على التوالي عام ٢٠٠٠ . كما سجل متوسط اهميتها النسبية معدلات منخفضة بلغت (٠٦%) (١٩%) على التوالي للمدة اعلاه ، وهذا دليل على قلة الاقبال على هذه المشتقات نظراً لكثرة المخاطر المصاحبة لها .

اما فيما يخص خيارات مؤشرات الاسهم فقد شهدت تطوراً واضحاً ، اذ بلغت حصتها (٨٣%) عام ٢٠٠٠ بعد ان كانت تشكل (٣٨%) عام ١٩٨٧ وبمتوسط للسنوات المذكورة بلغ (٤٨%) ، اما مستقبلات مؤشرات الاسهم فقد ظلت تتراوح في مكانها فلم يزد اعلى مستوى لها عن (٣٠%) وهو في عام ١٩٩٠ .

جدول رقم (٩)
الأهمية النسبية لحجم التعامل بالمشتقات العالمية في الأسواق المنظمة من ناحية نوع العقود للمدة (١٩٨٧ - ٢٠٠٠)

(نسبة مئوية)

المتوسط السنوي للسنوات (٢٠٠٠-١٩٨٧) %	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	السنوات نوع العقود
٦٢ر٦	٥٥ر٢	٥٨ر٥	٥٧ر٦	٦١ر١	٥٩ر٧	٦٣ر٣	٦٥ر٣	٦٣ر٨	٦٢ر٩	٦١ر٣	٦٣ر٥	٦٨ر٠	٦٨ر٦	٦٦ر٨	مستقبليات أسعار الفائدة
٢٨ر٠	٣٣ر١	٢٧ر٨	٣٣ر٢	٢٩ر٤	٣٢ر٧	٢٩ر٥	٢٩ر٥	٣٠ر٤	٢٩ر٩	٣٠ر٥	٢٦ر٢	٢٢ر٠	٢١ر٤	١٦ر٨	خيارات أسعار الفائدة
٠ر٦	٠ر٥	٠ر٣	٠ر٢	٠ر٣	٠ر٤	٠ر٤	٠ر٥	٠ر٤	٠ر٦	٠ر٥	٠ر٧	٠ر٩	٠ر٩	٢ر٠	مستقبليات العملات
١ر٩	٠ر٢	٠ر١	٠ر٣	١ر٠	١ر٣	١ر٣	٠ر٦	١ر٠	١ر٥	١ر٨	٢ر٥	٢ر٨	٣ر٧	٨ر٢	خيارات العملات
٢ر١	٢ر٧	٢ر٥	٢ر١	١ر٧	٢ر٠	١ر٩	١ر٤	١ر٤	١ر٧	٢ر١	٣ر٠	٢ر٣	٢ر١	٢ر٤	مستقبليات مؤشرات الأسهم
٤ر٨	٨ر٣	١٠ر٨	٦ر٦	٦ر٥	٣ر٩	٣ر٦	٢ر٧	٣ر٠	٣ر٤	٣ر٨	٤ر١	٤ر٠	٣ر٣	٣ر٨	خيارات مؤشرات الأسهم
١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	المجموع الكلي

المصدر : احتسبت النسب اعتماداً على بيانات الملحق رقم (١) .

٢- اسواق غير المنظمة

يمكن ان نصور الجانب الثاني من التركيب الهيكلي لاسواق المشتقات من خلال متابعة التطورات التي حققتها المشتقات في الاسواق غير المنظمة وذلك من خلال بيانات الجدول رقم (١٠) التي تبين درجات الاهميات النسبية للمشتقات في الاسواق العالمية غير المنظمة خلال عامي (١٩٩٩ ، ٢٠٠٠) وذلك من ناحية حجم التداول حيث تناول الجدول خمس مجموعات من المشتقات كالآتي :-

المجموعة الاولى : وتمثل بمشتقات سوق الصرف الاجنبي المتكون من العقود الاجلة ومبادلة العملات والخيارات .

المجموعة الثانية : وتشمل المشتقات الخاصة باسعار الفائدة والتي تتكون من المبادلات واتفاقيات اسعار الفائدة الاجلة والخيارات .

المجموعة الثالثة : هي مشتقات الاسهم المشتركة والتي تضم الخيارات والمبادلات والعقود الاجلة .

المجموعة الرابعة : وتشمل مشتقات السلع المتكونة من الذهب والسلع الاخرى .
المجموعة الخامسة : هي مجموعة المشتقات الاخرى .

وتوضح بيانات الجدول تفوقاً واضحاً لمشتقات المجموعة الثانية المتعلقة باسعار الفائدة اذ تجاوزت احجام التداول لهذه المشتقات ثلثي النسبة الاجمالية لحجم التداول العالمي في العامين (١٩٩٩ و ٢٠٠٠) وقد استحوذت مبادلات اسعار الفائدة على اعلى نسبة من حجم تداول هذه المجموعة ، اذ بلغت اهميتها النسبية (٤٩٫٨%) و (٥١٫٢%) من اجمالي نسبة حجم تداول مشتقات اسعار الفائدة للعامين المذكورين على التوالي . فيما بلغت خيارات اسعار الفائدة من تلك الاهمية نحو (١٠٫٦%) و (١٠٫٠%) خلال العامين اعلاه على التوالي ، اما اتفاقيات اسعار الفائدة الاجلة فكانت الاقل نصيباً من نسبة حجم تداول مشتقات اسعار الفائدة ، اذ بلغت (٧٫٧%) و (٦٫٧%) للعامين اما بالنسبة لمشتقات المجموعة الاولى الخاصة بسوق الصرف الاجنبي فنجد بأنها احتلت مكانة في الاسواق العالمية غير المنظمة ، اذ بلغت نسبة حجم التداول فيه حوالي (١٦٫٣%) عام ١٩٩٩ و (١٦٫٥%) عام ٢٠٠٠ ، وكان للعقود الاجلة النصيب الاكبر منها ، اذ بلغت مساهمتها حوالي (١٠٫٩%) (١٠٫٦%) للعامين (١٩٩٩ ، ٢٠٠٠) على التوالي . اما النسبة المتبقية فقد توزعت ما بين مبادلات العملات والخيارات .

جدول رقم (١٠)
الأهمية النسبية لحجم التداول والقيمة السوقية الإجمالية للمشتقات في الأسواق غير المنظمة للمدة (١٩٩٩ - ٢٠٠٠)

(نسبة مئوية)

القيمة السوقية الإجمالية		حجم التداول		
٢٠٠٠	١٩٩٩	٢٠٠٠	١٩٩٩	
٢٦٧	٢٣١	١٦٥	١٦٣	(١) سوق الصرف الاجنبي ويشتمل على
١٤٨	١٢٣	١٠٦	١٠٩	بيع وشراء العقود الآجلة
٩٨	٨٧	٣٤	٢٨	مبادلات العملات
٢١	٢١	٢٥	٢٦	الخيارات
٤٤٨	٤٥٦	٦٧٩	٦٨١	(٢) أسعار الفائدة وتشتمل على
٣٩٦	٤٠٢	٥١٢	٤٩٨	المبادلات
٠٤	٠٤	٦٧	٧٧	إتفاقيات أسعار الفائدة
٤٨	٥٠	١٠٠	١٠٦	الخيارات
٩١	١٤٠	٢٠	٢٠	(٣) مشتقات الاسهم المشتركة وتشتمل على
٧٢	١١٢	١٦	١٧	الخيارات
١٩	٢٨	٠٤	٠٣	المبادلات والعقود الآجلة
٤٢	٢١	٠٧	٠٧	(٤) السلع وتشتمل على
٠٥	٠٨	٠٢	٠٢	الذهب
٣٧	١٣	٠٥	٠٣	سلع أخرى وتشتمل على
—	—	٠٣	٠١	المبادلات والعقود الآجلة
—	—	٠٢	٠١	الخيارات
١٥٢	١٥٢	١٢٩	١٢٩	(٥) مشتقات أخرى
١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	المجموع الكلي

المصدر : احتسبت النسب اعتماداً على بيانات الملحق رقم (٢) .

٣- التغيير النسبي للمشتقات المالية في الاسواق المنظمة وغير المنظمة

يبين لنا الجدول رقم (١١) الاهميات النسبية للمشتقات في الاسواق المنظمة وغير المنظمة للمدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٠) . وتعطينا تلك النسب تصوراً واضحاً من ان التعامل في المشتقات يتركز في الاسواق غير المنظمة ، اذ بلغت مساهمتها (٤٩٨%) من اجمالي التعامل بالمشتقات في عام ١٩٨٨ وازدادت هذه المساهمة الى ٨٦٩% في

أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية

عام ٢٠٠٠ ، اما المشتقات في الاسواق المنظمة فقد حققت انخفاصاً في مساهمتها ، اذ بلغت (١٣ر١%) في عام ٢٠٠٠ بعد ان كانت تبلغ (٥٠ر٢%) في عام ١٩٨٨ . ويعود الانخفاض النسبي في مساهمتها الى زيادة مساهمة المشتقات في الاسواق غير المنظمة .

جدول رقم (١١)

الاهمية النسبية للمشتقات المالية في الاسواق المنظمة وغير المنظمة للمدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٠)

السنوات المتغير	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٩	٢٠٠٠
المشتقات في الاسواق المنظمة	٥٠ر٢	٤٢ر١	٤٠ر٢	٤٦ر٣	٣٨ر٦	٤٨ر٦	١٩ر٨	١٣ر٣	١٣ر١
المشتقات في الاسواق غير المنظمة	٤٩ر٨	٥٧ر٩	٥٩ر٨	٥٣ر٧	٦١ر٤	٥١ر٤	٨٠ر٢	٨٦ر٨	٨٦ر٩
المجموع الكلي	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠

المصدر : احتسبت النسب بالاعتماد على جدول رقم (٨)

ثالثاً : اسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية :-

يمكن اعطاء صورة واضحة عن مكانة المشتقات في الاسواق المالية العالمية والدور الذي ادته في العولمة المالية من خلال مقارنتها مع التدفقات المالية الاخرى المتمثلة بالاستثمارات الاجنبية المباشرة وغير المباشرة والقروض اذ انها تعد احد جوانب هذه التدفقات كما موضح في الجدول رقم (١٢) اذ نلاحظ ان التدفقات المالية العالمية حققت تزايداً كبيراً خلال المدة (٩٨ - ٢٠٠٠) فقد تزايدت من (٣١٥٣ر٥) مليار دولار عام ١٩٨٨ الى (١٢١٨١٨ر٦) مليار دولار عام ٢٠٠٠ . أي انها تضاعفت بمقدار (٣٨ر٦) مرة خلال المدة . وقد توزعت التدفقات المالية في اربعة انواع هي : الاستثمارات الاجنبية المباشرة وغير المباشرة (الاستثمارات المحفظية) والقروض والمشتقات المالية الا ان القدر الكبير من هذه التدفقات كان من نصيب المشتقات المالية ، اذ ازداد حجم التعامل فيها من (-٢٦٠٠ر٠) مليار دولار عام ١٩٨٨

الى (١٠٩٥٠١٣) مليار دولار عام ٢٠٠٠ ، أي انه تضاعف بحدود (٤٢) مرة خلال المدة وهذا التزايد الكبير في حجم التعامل في المشتقات يدل على جدارة هذه الادوات في تقليل المخاطر وزيادة فرص تحقيق الربح . وقد شهدت الانواع الاخرى من التدفقات زيادة واضحة ولكن ليس بمستوى الزيادة التي حققتها المشتقات المالية ، اذ ازدادت القروض من (٥١٤٢٥) مليار دولار عام ١٩٩٥ الى (٩٧٢٣٦) مليار دولار عام ٢٠٠٠ ، أي تضاعفت بحدود (٢) مرة خلال المدة (٩٥ - ٢٠٠٠) وازدادت الاستثمارات الاجنبية المباشرة من (٣٢٧٢) مليار دولار عام ١٩٨٨ الى (٢٥٩٣٧) مليار دولار عام ٢٠٠٠ وبذلك تضاعفت حوالي ٨ مرات خلال المدة ١٩٨٨ - ٢٠٠٠ .

اما الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة فقد تضاعفت بمقدار (٤) مرات تقريباً خلال المدة (١٩٨٨ - ١٩٩٦) محققة تزايداً من (٢٢٦٣) مليار دولار في عام ١٩٨٨ الى (٨٨١٠) مليار دولار في ١٩٩٦ ، وتعود الزيادات التي حصلت في جميع التدفقات المالية العالمية الى التطورات التي شهدتها الاقتصاد العال — مي ، ومنها انفتاح الاسواق المالية ، وتطورها وازالة الح—واجز والقيود التي كانت تعرقل من حركة رؤوس الاموال ، فضلاً عن الزيادة الكبيرة في عمليات الدمج والشراء ما بين الشركات متعددة الجنسية .

أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية

جدول رقم (١٢)
حجم التدفقات المالية العالمية للمدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٠)
(مليار دولار / نسبة مئوية*)

ت	السنوات												نوع التدفق	
	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	١٩٨٨		
١	٢٥٩٣ر٧	٢١٧٥ر٦	١٣٦٩ر٢	٩٥٨ر٨	٧٦٨ر٣	٦٨٩ر٤	٥٣٨ر٩	٤٥٨ر٥	٣٢٩ر٥	٣٥٤ر٠	٤٣٩ر٤	٤١٨ر٥	٣٢٧ر٢	الاستثمار الأجنبي المباشر (الداخل والخارج)
	٢ر١	١ر٩	١٦ر٠	١٣ر٠	١٠ر٤	١٠ر٧	١ر٢	٢ر٧	٢ر٦	٤ر٢	٦ر٩	٨ر٤	١٠ر٤	نسبة مئوية من مجموع التدفقات العالمية
٢	-	-	-	** -	٨٨١ر٠	٥٨٣ر٧	٤١٧ر٤	٧٢٧ر٥	٤٣٤ر١	٤٤٢ر٢	٢٣٦ر١	٣٥٦ر٧	٢٢٦ر٣	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
	-	-	-	-	١١ر٩	٩ر١	٠ر٩	٤ر٢	٣ر٤	٥ر٣	٣ر٧	٧ر٢	٧ر٢	نسبة مئوية من مجموع التدفقات العالمية
٣	٩٧٢٣ر٦	٨٣٧٨ر٤	٧٢١٢ر٣	٦٤٢٥ر٢	٥٧٤٤ر٠	٥١٤٢ر٥	-	-	-	-	-	-	-	القروض
	٨ر٠	٧ر٥	٨٤ر٠	٨٧ر٠	٧٧ر٧	٨٠ر٢	-	-	-	-	-	-	-	نسبة مئوية من مجموع التدفقات العالمية
٤	١٠٩٥٠١ر٣	١٠١٧٢٣ر٦	-	-	-	-	٤٥٠٠٠ر٠	١٦٠٠٠ر٠	١٢٠٠٠ر٠	٧٦٠٠ر٠	٥٧٠٠ر٠	٤٢٠٠ر٠	٢٦٠٠ر٠	المشتقات المالية
	٨٩ر٩	٩٠ر٦	-	-	-	-	٩٧ر٩	٩٣ر١	٩٤ر٠	٩٠ر٥	٨٩ر٤	٨٤ر٤	٨٢ر٤	نسبة مئوية من مجموع التدفقات العالمية
٥	١٢١٨١٨ر٦	١١٢٢٧٧ر٦	٨٥٨١ر٥	٧٣٨٤ر٠	٧٣٩٣ر٣	٦٤١٥ر٦	٤٥٩٥٦ر٣	١٧١٨٦	١٢٧٦٣ر٦	٨٣٩٦ر٢	٦٣٧٥ر٥	٤٩٧٥ر٢	٣١٥٣ر٥	المجموع الكلي
	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	١٠٠ر٠	النسبة المئوية للمجموع الكلي

المصدر : الجدول من عمل الباحثين اعتماداً :
 - بيانات الاستثمار الأجنبي المباشر من الجدول رقم (٢) والجدول رقم (٣) .
 - بيانات الاستثمار الأجنبي غير المباشر من الجدول رقم (٤) .
 - بيانات القروض من الجداول رقم (٥) ورقم (٦) ورقم (٧) .
 - بيانات المشتقات المالية من الجدول رقم (٨) .
 * احتسبت النسب اعتماداً على بيانات الجداول اعلاه .

اما لو نظرنا الى التدفقات المالية العالمية من زاوية اخرى وهي الاهمية النسبية فنجد بأن المشتقات المالية قد حازت ايضاً على النسبة العظمى من اجمالي التدفقات المالية العالمية للمدة (١٩٨٨ - ٢٠٠٠) ن اذ بلغت مساهمتها (٨٢ر٤%) في عام ١٩٨٨ ، ازدادت الى (٨٩ر٩%) في ٢٠٠٠ وان اعلى مستو وصلت اليه كان في عام ١٩٩٤ ن اذ بلغت (٩٧ر٩%) . اما بقية التدفقات فلم تشكل الا نسبة قليلة من حجم التدفقات المالية العالمية مقارنة بمساهمة المشتقات المالية اذ بلغت مساهمة الاستثمارات الاجنبية المباشرة (١٠ر٤%) في ١٩٨٨ وغير المباشرة (٧ر٢%) في نفس العام والقروض (٨%) في عام ٢٠٠٠ ، وعلى الرغم من الانخفاض النسبي في التدفقات (الاستثمارات الاجنبية المباشرة وغير المباشرة والقروض) فقد شهدت هذه النسبة انخفاض اكبر خصوصاً في عام ١٩٩٩ باستثناء الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة التي حققت انخفاضاً في ١٩٩٤ حيث بلغت (١٩%) و (٠ر٩%) و (٧ر٥%) على التوالي ويعود الانخفاض النسبي الكبير في هذه التدفقات الى زيادة مساهمة المشتقات في حجم التدفقات المالية العالمية .

نستدل من خلال النسب اعلاه ومن البيانات التي تخص اسواق المشتقات التي درسناها آنفاً ان اسواق المشتقات المالية مثلت تحركاً مالياً ضخماً في مجال التعاملات الدولية في الاسواق المالية العالمية وبذلك فقد ساهمت بصورة فعالة في تنامي ظاهرة العولمة المالية من جهة واحتلت المكانة الاكبر بين التدفقات المالية الاخرى من جهة ثانية . نظراً لما تتصف به المشتقات من صفات متميزة تمثلت بـكبر حجم الارباح التي حققتها وانخفاض درجة المخاطر عند اقتنائها الامر الذي يبرر الرغبة الشديدة لدى المتعاملين في استخدامها . وقد ساعدت عوامل عديدة على توسع هذه الاسواق اهمها رفع القيود والحواجز بين الاسواق المالية في اغلب دول العالم ، كذلك تنامي حجم الصفقات المالية التي تعقد بين المؤسسات العالمية وخصوصاً الشركات المتعدية الجنسية وخاصة في مجال عمليات الدمج والشراء التي تحصل فيما بينها ، وتزايد حجم التجارة الخارجية وخاصة في مجال السلع المهمة مثل النفط الخام والذهب والقمح التي اصبحت من اهم السلع التي يتم التعامل بها في اسواق المشتقات المالية ن وعليه فان اسواق المشتقات غدت الجانب الاهم في العولمة المالية من حيث دورها الفاعل في حركة رؤوس الاموال والسلع .

الاستنتاجات والمقترحات

توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات والمقترحات نوجز بعضها وكما يلي :
اولا : الاستنتاجات

(١) ان العولمة المالية ليست ظاهرة وليدة الصدفة وانما كانت عملية متعددة الجوانب حدثت وتسارعت بفعل الاجراءات التنظيمية والتسهيلات التي منحتها الدول المتقدمة والنامية لحركة رؤوس الاموال عبر الحدود فضلاً عن انفتاح الاسواق المالية وظهور ادوات مالية جديدة .

(٢) لم تعد العولمة المالية ضرراً تاماً او فائدة تامة وانما تعتمد على طبيعة سياسات الدول المتلقية لرؤوس الاموال وكيفية التعامل معها .

(٣) ان المشتقات من الادوات المالية الحديثة التي طرأت على عالم المال والاستثمار والتي اصبحت تعد جزءاً مهماً في الاسواق المالية العالمية .

(٤) ادت الادوات المالية (مشتقات المشتقات) دوراً كبيراً في التغلب على معظم المخاطر التي يواجهها المستثمرون . فدمج عقد خيار مع أي عقد اخر سيؤدي الى تحويل ذلك العقد من التزام الى حق ، أي ان حامل العقد سيكون له الحق في تنفيذ العقد او عدم تنفيذه حسب مايراه مناسباً له ، ولكن سيتحمل تكاليف تتمثل بالعلوة المدفوعة لبائع الخيار من اجل الحصول على حق ذلك الخيار .

(٥) ان التطورات المهمة التي طرأت في مجال التعامل الدولي باسواق المشتقات والعناية الفائقة المقدمة من قبل المصارف والمؤسسات المالية لهذه الاسواق وخصوصاً بعد التقلبات الشديدة في اسعار الصرف واسعار الفائدة ، الا ان هذه الادوات لم تحصل على القدر الكافي من الاهتمام في الدول النامية بحيث ان المشتقات لم تشكل جزءاً كبيراً من معاملاتها المالية مما يعني ان اقتصادات تلك الدول لا تمثل بيئة ملائمة لحركة المشتقات بسبب تخلف اسواقها المالية .

(٦) تمثل المشتقات تحركاً مالياً ضخماً يفوق بمعدلاته تحركات رؤوس الاموال الاخرى ، وخاصة بعد ازالة الحواجز والقيود التي كانت تعرقل حركة رؤوس الاموال عبر الحدود وتسيطر الدول المتقدمة على الحجم الاكبر من التعامل بالمشتقات نظراً لتطور اسواقها وخبرتها العالية باساليب التعامل في هذه الادوات . مما جعل هذه الاسواق العمود الفقري للاسواق المالية .

ثانياً : المقترحات

- (١) ان التحرر المالي الذي تقوم عليه العولمة المالية يعني الغاء القيود على المعاملات المالية ، لذا يتوجب الاستعاضة عن تلك القيود بمجموعة من الاجراءات وفي مقدمتها ، تقوية الاجهزة المالية والمصرفية ووضع ضوابط وقواعد رقابية مناسبة لضمان ادارة المؤسسات لعملياتها بطريقة سليمة تبعتها عن المخاطر خصوصاً في مجال منح الائتمانات وتشجيع الاستثمارات الاجنبية .
- (٢) ضرورة العمل على ادخال الادوات المالية المشتقة في اسواق الدول النامية من اجل مواكبة التطورات التي شهدتها الاسواق المالية العالمية من جهة وتخفيف درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار بالاوراق المالية او السلع او اية موجودات اخرى من جهة اخرى .
- (٣) نشر الوعي لدى المتعاملين باهمية المشتقات واساليب استخدامها و درجة مخاطرها لكي يتسنى لهم تطبيقها بصورة صحيحة وتبعدهم عن مخاطرها .
- (٤) ان التعامل في اسواق المشتقات تنطوي عليه مخاطر عديدة لذا يتوجب وضع ضوابط تقي المتعاملين من هذه المخاطر ، ومنها وضع سلطات رقابية كفوءة لمراقبة اداء المتعاملين بالمشتقات وتحديد حجم تعاملات ال مؤسسات المالية في مجال المشتقات وادخال برامج تكنولوجية متطورة لتسيير اتمام عملية تسوية المشتقات بصورة صحيحة .

أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية

ملحق رقم (١) حجم التداول في الأسواق المنظمة (الرسمية) بحسب نوع العقود للمدة (١٩٨٧ - ٢٠٠٠)

(مليار دولار)

معدل النمو للمدة *(٢٠٠٠-١٩٨٧) %	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	السنوات
															نوع العقود
١٧ر٦	٧٨٩١ر٩	٧٩١٣ر٩	٨٠١٩ر٩	٧٥٨٠ر٨	٥٩٧٩ر٠	٥٨٧٦ر٢	٥٨٠٧ر٦	٤٩٦٠ر٤	٢٩١٣ر٠	٢١٥٦ر٧	١٤٥٤ر٥	١٢٠٠ر٨	٨٩٥ر٤	٤٨٧ر٧	مستقبلات أسعار الفائدة
٢٦ر١	٤٧٣٤ر٢	٣٧٥٥ر٥	٤٦٢٣ر٥	٣٦٣٩ر٨	٣٢٧٧ر٨	٢٧٤١ر٨	٢٦٢٣ر٦	٢٣٦٢ر٤	١٣٨٥ر٤	١٠٧٢ر٦	٥٩٩ر٥	٣٨٧ر٩	٢٧٩ر٢	١٢٢ر٦	خيارات أسعار الفائدة
١١ر١	٧٤ر٤	٣٦ر٧	٣١ر٧	٤٢ر٣	٣٧ر٧	٣٣ر٨	٤٠ر٤	٣٤ر٧	٢٦ر٥	١٨ر٣	١٧ر٠	١٦ر٠	١٢ر١	١٤ر٦	مستقبلات العملات
(٢ر٥)	٢١ر٤	٢٢ر٤	٤٩ر٢	١١٨ر٦	١٣٣ر١	١٢٠ر٤	٥٥ر٦	٧٥ر٦	٧١ر١	٦٢ر٩	٥٦ر٥	٥٠ر٢	٤٨ر٠	٥٩ر٥	خيارات العملات
٢٢ر١	٣٩٣ر٢	٣٣٤ر٣	٢٩٠ر٧	٢١١ر٤	١٩٥ر٨	١٧٢ر٤	١٢٧ر٧	١١٠ر٠	٧٩ر٨	٧٦ر٠	٦٩ر١	٤١ر٣	٢٧ر١	١٧ر٨	مستقبلات مؤشرات الأسهم
٢٩ر٤	١١٨٧ر١	١٤٥٨ر٩	٩١٦ر٨	٨١٠ر٠	٣٩٤ر٩	٣٣٨ر٣	٢٤٢ر٨	٢٣٢ر٥	١٥٨ر٦	١٣٢ر٨	٩٣ر٧	٧٠ر٧	٤٢ر٩	٢٧ر٧	خيارات مؤشرات الأسهم
٢٢ر٥	١٤٣٠ر٢٣	١٣٥٢ر٦	١٣٩٣ر٧	١٢٤٠ر٢٩	١٠٠١ر٨	٩٢٨٢ر٨	٨٨٩٧ر٧	٧٧٧٥ر٧	٤٦٣٤ر٥	٣٥٢٠ر١	٢٢٩٠ر٧	١٧٦٧ر١	١٣٠٤ر٨	٧٢٩ر٩	المجموع الكلي

Source : International Monetary Fund, International Capital Markets , Developments, prospects, and key policy Issues, August 2001, (Washington, I . M . F , 2001), p. p 22-23 .

* احتسب معدل النمو بالطريقة نفسها التي احتسب فيها معدل النمو للاستثمار الأجنبي المباشر الداخل والخارج .

ملحق رقم (٢)

حجم التداول العالمي والقيمة السوقية الإجمالية للعقود القائمة في أسواق المشتقات

غير المنظمة للمدة (١٩٩٩ - ٢٠٠٠)

(مليار دولار)

القيمة السوقية الإجمالية		حجم التداول		
٢٠٠٠	١٩٩٩	٢٠٠٠	١٩٩٩	
٣١٨٢	٢٨٦٢	٩٥١٩٩	٨٨٢٠٢	المجموع الكلي
٨٤٩	٦٦٢	١٥٦٦٦	١٤٣٤٤	(١) سوق الصرف الأجنبي ويشتمل على
٤٦٩	٣٥٢	١٠١٣٤	٩٥٩٣	- بيع وشراء العقود الآجلة
٣١٣	٢٥٠	٣١٩٤	٢٤٤٤	- مبادلات العملات
٦٧	٦٠	٢٣٣٨	٢٣٠٧	- الخيارات
١٤٢٦	١٣٠٤	٦٤٦٦٨	٦٠٠٩١	(٢) أسعار الفائدة وتشتمل على
١٢٦٠	١١٥٠	٤٨٧٦٨	٤٣٩٣٦	- المبادلات
١٢	١٢	٦٤٢٣	٧٧٥٦	- إتفاقيات أسعار الفائدة الآجلة
١٥٤	١٤١	٩٤٧٦	٩٣٨٠	- الخيارات
٢٨٩	٤٠٠	١٨٩٠	١٨١٠	(٣) مشتقات الأسهم المشتركة وتشتمل على
٢٢٩	٣٢٠	١٥٥٥	١٥٢٧	- الخيارات
٦٠	٨٠	٣٣٥	٢٨٣	- المبادلات والعقود الآجلة
١٣٣	٦٠	٦٦٢	٥٤٩	(٤) السلع وتشتمل على
١٧	٢٣	٢١٨	٢٤٣	- الذهب
١١٦	٣٧	٤٤٤	٣٠٦	- سلع أخرى وتشتمل
--	--	٢٤٨	١٦٣	- المبادلات والعقود الآجلة
--	--	١٩٦	١٤٣	- الخيارات
٤٨٥	٤٣٦	١٢٣١٣	١١٤٠٨	(٥) المشتقات الأخرى

Source : International Monetary Fund, International Capital Markets, Developments, prospects, and key policy Issues , August 2001, (Washington, I . M . F, 2001), p 24 .

الهوامش:

(1) Peter Howells & Keith Bain "The Economics of Money , banking and Finance" , Pearson Education limifed , England , first Published 1998 P.157-156,

(٢) حيدر نعمه غالي ، "استخدام ادوات الهندسة المالية في ادارة فجوة الميزانية العمومية لعينة من المصارف العراقية" ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية ، (بغداد ، الجامعة المستنصرية ، ٢٠٠١) ، ص ١ - ٣ .

(٣) د . ناظم محمد ود . طاهر فاضل ، "اساسيات الاستثمار العيني والمالي " ، الطبعة الاولى ، (عمان ، عدم توفر دار النشر ، ١٩٩٩) ص ٢٥٢ .

(٤) د . عماد محمد علي عبد اللطيف العاني ، اندماج الاسواق المالية الدولية اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ، الطبعة الاولى (بغداد ، بيت الحكمة ، ٢٠٠٢) ، ص ٢٠٩ .

(٥) د . عدنان الهندي ، "المشتقات المالية وماهيتها وانواعها وطرق ادارة مخاطرها ، في : الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية ، (بيروت ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٩) ، ص ١٥ .

(٦) د . عدنان الهندي ، مصدر مذكور سابقاً .

(*) الادراج : هو تسجيل الاوراق المالية الخاصة بالشركة في السوق المرظم بهدف التداول واجراء عمليات تسوية عقود البيع والشراء ونقل الملكية من خلال السوق .

(٧) رشاد العصار وعليان شريف ، "المالية الدولية" ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، ٢٠٠٠) ، ص ١١٨ .

(٨) د . زياد رمضان ، "مباديء الاستثمار المالي والحقيقي" ، الطبعة الثانية ، (عمان ، دار وائل للطباعة والنشر / ٢٠٠٢) ص ١٢٦ - ١٢٧ .

(٩) د . منير ابراهيم الهندي ، "الاسواق الحاضرة والمستقبلية - اسواق الاوراق المالية واسواق الاختيار واسواق العقود المستقبلية" ، الطبعة الثانية ، (عمان ، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ١٩٩٤) ، ص ٣٧٠ .

(١٠) رياض اسعد "الخيارات" ، في : الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية ، (بيروت ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٦) ، ص ٢٠٦ .

(١١) وجدي مخامرة ، "دليلك لقراءة المعلومات المالية المنشورة بالصحف المالية - الوبول ستريت جورنال" ، الطبعة الثالثة ، (عمان ، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية ١٩٩٥) ، ص ٧١ .

(١٢) د . خالد وهيب الراوي ، "العمليات المصرفية الخارجية" ، الطبعة الثالثة ، (عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٥) ، ص ٤٤١ .

(١٣) روبرت أ . فيلدمان ، "عقود الخيار في العملة الأجنبية" ، مجلة التمويل والتنمية ، المجلد ٢٢ ، العدد ٤ ، ديسمبر ١٩٨٥ ، ص ٣٨ .

- (١٤) د. عدنان الهندي ، "مصدر مذكور سابقاً" ، ص ١٧ .
- (١٥) د . رغد محمد نجم الجبوري و د . محمد علي إبراهيم العامري ، "دراسة الأسواق المستقبلية في التحوط لمخاطرة الأسعار- دراسة تطبيقية على مستقبلات النفط الخام " ، المجلة العراقية للعلوم الإدارية ، المجلد ٢، العدد ٦ ، ايلول ٢٠٠٤ ، ص ٦٤ - ٦٥ .
- (١٦) رغد محمد نجم الجبوري ، "إستخدام مستقبلات السلع في التحوط والمضاربة - دراسة تطبيقية على مستقبلات النفط الخام" ، اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، (بغداد ، جامعة بغداد ، ٢٠٠٢) ، ص ١٧ .
- (١٧) رغد محمد نجم الجبوري ، استخدام مستقبلات السلع في التحوط والمضاربة - دراسة تطبيقية على مستقبلات النفط الخام ، مصدر مذكور سابقاً ، ص ١٩ .
- (١٨) د . زياد رمضان ، مصدر سابق ، ص ٩٩ .
- (١٩) د . عدنان الهندي ، مصدر سابق ، ص ١٧ .
- (٢٠) رشاد العصار وعليان شريف ، مصدر سابق ، ص ١٤٠ .
- (٢١) د . عدنان الهندي ، المصدر اعلاه ، ص ١٧ .
- (٢٢) غسان العياش ، "الادوات الجديدة في الاسواق المالية ومدى استيعاب التشريعات العربية لها ، في : دور المصارف العربية في التخصصية وتطوير الاسواق المالية ، (عمان ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٣) ، ص ٢٦ .
- (٢٣) د . منير إبراهيم الهندي ، "الأسواق الحاضرة والمستقبلية - أسواق الأوراق المالية وأسواق الإختيار وأسواق العقود المستقبلية" ، الطبعة الثانية ، (عمان ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ١٩٩٤) ، ص ٣٧٠ .
- (٢٤) توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، "الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملة الأجنبية" ، الطبعة الأولى (عمان ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٤) ، ص ١٦٥ .
- (٢٥) د . عمرو محي الدين ، "العرب والعولمة" الطبعة الثانية ، (بيروت ، مركز دراسات الوحدة العربية ، ١٩٩٨) ، ص ٣٥ .
- (٢٦) د . عبد الكريم كامل ابوهات ، "الشركات المتعدية الجنسيات والعولمة - دراسة في التحولات الاساسية في : العولمة والمستقبل العربي ، (بغداد ، بيت الحكمة ، ١٩٩٨) ، ص ٧٩ .
- (٢٧) احتسبت بالاعتماد على :
- United Nations world Investment report 2003 – FDI policies for development national and International perspective, (New yourk 2003) P.3 .
- (٢٨) د . حميد الجميلي "الاتجاهات العالمية لتدفقات الاستثمارات الاجنبية المباشرة" ، مجلة الادارة والاقتصاد ، العدد ٣٢ ، ٢٠٠٠ ، ص ٦٧ .
- (٢٩) د . محمد علي ابراهيم ، "العولمة في المنظور المالي" ، المجلة العراقية للعلوم الادارية المجلد الاول ، العدد ٢ ، كانون الاول ٢٠٠١ ، ص ٢٥ .

- (٣٠) فتح الرحمن علي محمد صالح ، "صناعة التوريق" ، مجلة اتحاد المصارف العربية ، ايار ٢٠٠٤ ، ص ٣٩ .
- (٣١) د . مصطفى مهدي حسين ، "العولمة بين مؤيديها ومعارضها" ، مجلة انصار النفط والصناعة ، العدد ٣٥٩ ن السنة ٣١ ، اغسطس ٢٠٠٠ ، ص ٢٩ .
- (٣٢) د. علي. عباس ، "إدارة الأعمال الدولية - الإطار العام" ، الطبعة الأولى ، (عمان ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٣) ، ص ١٣٣ .
- (٣٣) د . صفوت عبد السلام عوض الله ، "منظمة التجارة العالمية والاستثمار الأجنبي المباشر " ، في : مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لإتفاقيات منظمة التجارة العالمية ، الطبعة الأولى ، المجلد الخامس ، (دبي ، غرفة التجارة والصناعة دبي ، ٢٠٠٤) ، ص ١٧٦٨ .
- (٣٤) حسان خضر، "الاستثمار الأجنبي المباشر - تعاريف وقضايا" ، إصدارات سلسلة جسر التنمية ، العدد ٣٢ ، السنة الثالثة ، ٢٠٠٤ ، ص ٣ .
- (٣٥) د. هناء عبد الغفار السامرائي ، "الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية - الصين إنموذجاً" ، الطبعة الأولى ، (بغداد ، بيت الحكمة ، ٢٠٠٢) ، ص ١٤ .
- (٣٦) united Nations , world Investment Report 1999 : Foreign Direct Investment and the challenge of Development , overview, (Newyork and Geneva , U . N , 1999) , p . p 37 - 41.
- (٣٧) حسين سعيد الملحسي ، "الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في الحد من البطالة في الجمهورية اليمنية" ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، السنة ١١ ، العدد ٢٩ ، خريف ٢٠٠٢ ، ص ٩ - ١٠ .
- (38) United nations, World Investment Report 2003 .
- (٣٩) د . علي عباس ، "مصدر مذكور سابقاً" ، ص ٣٦ .
- (٤٠) شعبان صدام منشد الإمارة ، "العولمة المالية وانعكاساتها على التنمية العربية ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد جامعة البصرة ، (البصرة ، جامعة البصرة ، ٢٠٠٢) ، ص ٦١ .
- (٤١) د . زياد رمضان ، "مصدر مذكور سابقاً" ، ص ٣٣٣ - ٣٣٤ .
- (٤٢) د . زياد رمضان ، مصدر مذكور سابقاً ، ص ٣٦٢ .
- (٤٣) د . عبدالله مهنا غانم و د . محمد عطية مطر ، "مبادئ الاستثمار" ، الطبعة الثانية ، (عدم توفر جهة الإصدار ودار النشر ، ١٩٩٠) ، ص ١٢٧ .
- (٤٤) د . زياد رمضان ، مصدر مذكور سابقاً ، ص ٣٦٢ .
- (٤٥) د . زياد رمضان ، "مصدر مذكور سابقاً" ، ص ٥٦ - ٥٩ .
- (٤٦) د . ماهر كنج ومروان عوض ، المالية الدولية - العملات الاجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار حامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٤) ، ص ٩٩ .
- لمزيد من التفاصيل إنظر :

- د . منير إبراهيم الهندي ، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الاستثمار" الطبعة الأولى ، (عمان ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ١٩٩٣) ، ص ٣٦ - ٣٨ .
- د . صلاح السيد جودة ، "بورصة الأوراق المالية علمياً - عملياً " ، (القاهرة ، دار الاش عاع للطباعة والنشر ، ٢٠٠٠) ، ص٢٣٩ - ٢٤٣ .
- * القيمة السوقية للسندات : هي القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر في لحظة زمنية معينة وتتغير هذه القيمة في أثناء تداول السند في السوق المالي إرتفاعاً أو إنخفاضاً بحسب تغير أسعار الفائدة المصرفية .
- (٤٧) د . عادل فليح العلي ، "المالية العامة والتشريع المالي" ، (الموصل ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، ٢٠٠٢) ، ص ١٥٣ .
- (٤٨) د . محمد خالد الحريري ، "قضايا اقتصادية معاصرة" ، (عدم توفرجهة الإصدار ودار للنشر ، ١٩٩٤) ، ص ٧١ .
- (٤٩) إنظر في ذلك :
- د . غازي عناية، "المالية العامة والتشريع الضريبي" ، الطبعة الأولى ، (عمان ، دار البيارق ، ١٩٩٨) ، ص ٦٢ .
- د . عبد الكريم صادق بركات و د . حامد عبد المجيد دراز ، "علم المالية العامة" ، (الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر ، ١٩٧٢) ، ص ٤٨٧ - ٤٨٩ .
- (٥٠) د . عبد الكريم صادق بركات و د . حامد عبد المجيد دراز ، "مصدر مذكور سابقاً" ، ص٤٨٧ .
- (٥١) د . رفعت محجوب "المالية العامة - الايرادات العامة " ، الكتاب الثاني ، (القاهرة ، دار النهضة العربية ، ١٩٧١) ، ص ٣١٤ - ٣١٥ .
- (٥٢) د . عادل فليح العلي ن "مصدر مذكور سابقاً" ، ص ١٦١ .
- (٥٣) د . عبد العال الصكبان ، "علم المالية العامة" ، (الموصل ، دار الكتب ، ١٩٧٧) ، ص ٤٣٢ .

قائمة المصادر:

اولاً : المصادر العربية:

- ١- د . احمد عبد الرحمن احمد ، مدخل الى ادارة الاعمال الدولية ، الطبعة الثانية ، (الرياض ، دار المريخ للنشر ، ٢٠٠١) .
- ٢- توفيق عبد الوحيم يوسف حسن ، الادارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الاجنبية ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٤) .
- ٣- حسان خضر ، الاستثمار الاجنبي المباشر - تعاريف وقضايا ، اصدارات سلسلة جسر التنمية ، العدد ٣٢ ، السنة الثالثة ٢٠٠٤ ، www.arab.api.org

- ٤- حسين سعيد الملعي "الاستثمار الاجنبي المباشر ودوره في الحد من البطالة في الجمهورية اليمنية ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، السنة ١١ ، العدد ٢٩ خريف ٢٠٠٢ .
- ٥- د . حميد جاسم الجميلي ، الاتجاهات العالمية لتدفقات الاستثمارات الاجنبية المباشرة مجلة الادارة والاقتصاد ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، العدد ٣٢ ، تشرين الاول ٢٠٠٠ .
- ٦- حيدر نعمه غالي "استخدام ادوات الهندسة المالية في ادارة فجوة الميزانية العمومية لعينة من المصارف العراقية" دراسة تطبيقية ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، الجامعة المستنصرية (بغداد ، الجامعة المستنصرية ، ٢٠٠١) .
- ٧- د . خالد وهيب الراوي ، ادارة المخاطر المالية ، الطبعة الاولى (عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، ١٩٩٩) .
- ٨- رشاد العصار وعليان شريف ، المالية الدولية ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، ٢٠٠٠) .
- ٩- رياض اسعد ، الخيارات ؛ في الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية ، (بيروت ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٦) .
- ١٠- رعد محمد نجم الجبوري ، استخدام مستقبليات السلع في التحوط والمضاربة - دراسة تطبيقية عن مستقبليات النفط الخام ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، (بغداد . جامعة بغداد ، ٢٠٠٢) .
- ١١- د . رعد محمد نجم الجبوري و د . محمد علي ابراهيم العامري ، دراسة الاسواق المستقبلية في التحوط لمخاطرة الاسعار ، دراسة تطبيقية على مستقبليات النفط الخام ، المجلة العراقية للعلوم الادارية ، المجلد ٢ ، العدد ٦ ، ايلول ٢٠٠٤ .
- ١٢- د . رفعت محجوب ، المالية العامة - الايرادات العامة ، الكتاب الثاني ، (القاهرة ، دار النهضة العربية ، ١٩٧١) .
- ١٣- روبرت أ . فيلدمان ، عقود الخيارات في العملة الاجنبية ، مجلة التمويل والتنمية المجلد ٢٢ ، العدد ٤ ، ديسمبر ١٩٨٥ .
- ١٤- د . زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، الطبعة الثانية ، (عمان ، دار وائل للطباعة والنشر ، ٢٠٠٢) .
- ١٥- د . سرمد كوكب الجميل ، الاتجاهات الحديثة في مالية الاعمال الدولية - مدخل في تحليل الخيارات المالية للشركة المتعددة القومية وتحدياتها في عصر العولمة ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠١) .
- ١٦- شعبان صدام منشد الإمارة ، "العولمة وانعكاساتها على التنمية العربية ، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد جامعة البصرة ، (البصرة ، جامعة البصرة ، ٢٠٠٢) .

- ١٧- د . صفوت عبد السلام عوض الله ، منظمة التجارة العالمية والاستثمار الاجنبي المباشر في : مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لاتفاقيات منظمة التجارة العالمية ، الطبعة الاولى ، المجلد الخامس ، (دبي ، غرفة التجارة والصناعة دبي ، ٢٠٠٤) .
- ١٨- د . صلاح السيد جودة بورصة الاوراق المالية عملياً .(القاهرة ، دار الاشعاع للطباعة والنشر ، ٢٠٠٠) .
- ١٩- د.عادل فليح العلي ، المالية العامة والتشريع المالي ، (الموصل ،دار الجامعية للطباعة والنشر ، ٢٠٠٢)
- ٢٠- د. عبد العال الصكبان ، علم المالية العامة ، (الموصل ، دار الكتب ، ١٩٧٧) .
- ٢١- د. عبد الكريم صادق بركان و د . حامد عبد المجيد دراز ، علم المالية العامة ، الاسكندرية مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر ، ١٩٧٢) .
- ٢٢- د. عبدالكريم كامل ابو هات ، الشركات المتعدية الجنسيات والعمولة -دراسة في المنحولات الاساسية في العمولة والمستقبل العربي ،(بغداد ، بيت الحكمة ١٩٩٨).
- ٢٣- د . عبدالله مهنا غانم ود. محمد عطية مطر ، مبادئ الاستثمار ، الطبعة الثانية (عدم توفر جهة الاصدار ودار النشر ، ١٩٩٠) .
- ٢٤ - د عدنان الهندي ، المشتقات المالية ماهيتها وانواعها وطرق ادارة مخاطرها في . الهندسة المالية واهميتها بالسنة للصناعة المصرفية العربية ، (بيروت اتحاد المصارف ، ١٩٩٦) .
- ٢٥ - د. علي عباس ، ادارة الاعمال الدولية - الاطار العام - الطبعة الاولى ، عمان ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٣) .
- ٢٦- د . عماد محمد علي عبد اللطيف العاني ، اندماج الاسواق المالية الدولية اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ، الطبعة الاولى ، (بغداد ، بيت الحكمة ، ٢٠٠٢) .
- ٢٧- د . عمرو محي الدين ، العرب والعمولة ، الطبعة الثانية ، (بيروت ، مركز دراسات الوحدة العربية ، ١٩٩٨) .
- ٢٨- د . غازي عناية ، المالية العامة والتشريع الضريبي ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار البيارق ، ١٩٩٨) .
- ٢٩ - غسان العياش ، "الادوات الجديدة في الاسواق المالية ومدى استيعاب التشريعات العربية لها ، في : دور المصارف العربية في التخصصية وتطوير الاسواق المالية ، (عمان ، اتحاد المصارف العربية ، ١٩٩٣) .
- ٣٠- فتح الرحمن علي محمد صالح ، صناعة التوريق ، مجلة اتحاد المصارف العربية ، ايار / مايو ٢٠٠٤ .
- ٣١- د . ماهر كنج شكري ومروان عوض ، المالية الدولية - العملات الاجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار حامد للنشر والتوزيع ، ٢٠٠٤) .

- ٣٢- د . محمد خالد الحريري ، قضايا اقتصادية معاصرة ، (عدم توفر جهة الاصدار ودار النشر ، ١٩٩٤) .
- ٣٣- د . محمد علي ابراهيم العامري ، العولمة في المنظور المالي ، الم جلة العراقية للعلوم الادارية المجلد الاول ، العدد ٢ ، كانون الاول ، ٢٠٠١ .
- ٣٤- د . مصطفى مهدي حسين ، "العولمة بين مؤيديها ومعارضها" مجلة اخبار النفط والصناعة ، العدد ٣٥٩ ، السنة ٣١ آب ، اغسطس ، ٢٠٠٠ .
- ٣٥- د . منير ابراهيم "الاسواق الحاضرة والمستقبلية - اسواق الاوراق المالية واسواق الاختيار واسواق العقود المستقبلية" ن الطبعة الثانية (عمان ، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية) ١٩٩٤ .
- ٣٦- د . منير ابراهيم الهندي ، ادوات الاستثمار في اسواق رأس المال - الاوراق المالية وصناديق الاستثمار الطبعة الاولى ، (عمان ، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، ١٩٩٣) .
- ٣٧- د.ناظم محمد نوري الشمري و د . طاهر فاضل البياتي ، اساسيات الاستثمار العيني والمالي ، الطبعة الاولى ، (عمان ، عدم توفر دار النشر ، ١٩٩٩) .
- ٣٨- د . هناء عبد الغفار السامرائي ، الاستثمار الاجنبي المباشر والتجارة الدولية - الصين انموذجاً الطبعة الاولى ، بغداد ، بيت الحكمة ، ٢٠٠٢) .
- ٣٩- وجدي مخامرة ، دليلك لقراءة المعلومات المالية المنشورة في الصحف المالية الـوول ستريت جورنال ، الطبعة الثالثة ، (عمان ، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية ١٩٩٥) .

ثانياً : المصادر باللغة الانكليزية

- 1- Imad shehab, The Banking & financial Implications of Financial Engineerih in the Arab Region, (Beirut, union of Arab Banks 1996) .
- 2- Internatronal Monetary fund, Inter national capital Markets, Developrnents, Pros pects, and key policy Issues, August 2001, (Washington, I.M.F, 2001) .
- 3- _____ , World Economic out look April 2003, (washington, I.M.F, 2003) .
- 4- Joniston. J, Economic Methods, Third Edition, (New York, McGraw – Hill, 1984) .
- 5- Peter Howells & Keith Bain "The Economics of Money Banking and Finace" . Pearson Eduedetion limited first Pulolished England 1998 .
- 6- Sanjiv shah, The Market in currency options in : Al masaref Alarabiya foI, 10, No.110, Fab 1990 .
- 7- United Nations, World Investment Report 1994 (New york and Geneva U.N, 1994) .
- 8- _____ , World Investment Report 1998 : Trends and Deter minants, (New york and Geneva, U. N, 1998) .
- 9- _____ , World Investment Report 2003, : FDI Policies for Development, National and International Perspectives (New york and Geneva, U.N. 2003) .