

السنة: أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي

المادة: الأسواق المالية الدولية

المحور الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية

إن موقع الأسواق المالية يعتبر واضحاً ضمن تركيبة أسواق الاقتصاديات المعاصرة، والتي تشمل أسواق النقد، أسواق رأس المال، أسواق العملات الأجنبية، وأسواق السلع، هذا الموقع زادت أهميته في ظل الانفتاح الاقتصادي والتحرر المالي، و من خلال هذا المحور سنتطرق لماهية الأسواق المالية الدولية في العناصر التالية:

أولاً: تعريف الأسواق المالية الدولية:

قبل التطرق لتعريف الأسواق المالية الدولية، سنتطرق لتعريف كلا من السوق، والأسواق المالية بصفة عامة:

**1- تعريف السوق:** في اللغة يقصد بالسوق المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.

**2- تعريف السوق المالي:** هناك خلط بين مفهومي السوق المالية وسوق رأس المال، حيث أن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة النقدية (ك: النقود، أدونات الخزينة...)، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة. أما سوق رأس المال فيشمل السيولة المؤجلة فقط.

وعليه يمكننا تعريف السوق المالية الدولية بأنها:

**التعريف الأول:** هي السوق العالمية التي يتاجر فيها المستثمرون والبائعون بالأصول المالية مثل: الأسهم والسندات والعملات والسلع والمشتقات المالية عبر الحدود الوطنية، وتشمل المدن الرئيسية في السوق المالية الدولية: نيويورك، لندن، طوكيو، سيدني، هونغ كونغ... الخ.

وعلى الرغم من وجود الأسواق المالية الدولية قبل التطور التكنولوجي الكبير، فإن ظهور واتساع استخدام خدمات الأرقام الصناعية والحواسيب وشبكة الانترنت وغيرها من تكنولوجيات الاتصال قد غذت نموها، ومكنت التجار والمتعاملين في جميع أنحاء العالم من شراء وبيع الأصول المالية على مدار الساعة، بغض النظر عن الموقع. وتهيمن على السوق بنوك تجارية واستثمارية كبيرة ومتعددة الجنسيات: **Citi**,

**Bank of America, Goldman Sacks, Deutsche Bank, Credit Suisse, Barclays.**

**التعريف الثاني:** هي الإطار الذي يتم فيه تداول الأصول المالية والنقدية بين الأفراد، المؤسسات والدول، ويمكن أن ينظر إليها على أنها: مجموعة واسعة من القواعد والمؤسسات التي يجري فيها تداول الأصول بين الوحدات ذات الفوائض المالية والوحدات أصحاب العجز، حيث تخضع المؤسسات لقواعد التداول وتبادل الأصول المالية. ويتكون السوق المالي الدولي من أسواق مهمة هي: سوق الأسهم، سوق السندات، سوق العملات، سوق المشتقات، وسوق السلع الأساسية.

والمؤسسات العاملة في السوق تختلف أهدافها ووظائفها وتتكون من: البنوك المركزية، وزارات المالية والاقتصاد، وتعمل عبر سياسات مباشرة وغير مباشرة لجعل السوق مكان (ليس بالضرورة مكان مادي أو محكوم بقواعد وأحكام، ولكن قانوني) حيث يتم التبادل بين وحدات الفائض والعجز بأكبر قدر من الكفاءة.

وفيما يتعلق بالسياسات يجب النظر في تلك المتعلقة بالسياسات النقدية والهيكلية فضلا عن تلك المرتبطة مباشرة بإدارة الأسواق نفسها.

### ثانياً: أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

هناك عوامل عديدة دفعت الى قيام الأسواق المالية الدولية من أهمها:

- دفعت الحاجة للتمويل إلى ظهور شركات المساهمة الضخمة والتي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية.
- هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانيات الأفراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم.
- نشؤ الأسواق المالية المحلية في كافة دول العالم النامية تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دوليا.
- توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي من أجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية، مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول.
- زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية.
- تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنويع مصادر الإقراض لديها، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.
- تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين، وقد توج هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية، والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وفي توفير السهوليات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية في شكل أكثر امانا وضمانا.

### ثالثاً: أهداف الأسواق المالية الدولية

تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية:

- إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين.
- إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية.
- تنسيق أسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بين المتعاملين الدوليين.
- تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة بمهام المراقبة والإشراف والتوجيه.
- تبنى الإجراءات العملية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة (الأزمات المالية)

- تنظيم الأسواق المالية والنقدية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية دولية فعالة.

#### رابعاً: وظائف الأسواق المالية الدولية

- للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف، يمكن إيجازها فيما يلي:
- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي والاقتصاد الدولي، حيث تشجع السوق المالية الدولية على تنمية الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة للاقتصاديات التي تتمتع بفوائض مالية كبيرة لا تقابلها فرص استثمارية محلية ( ك: قطر، الامارات، الكويت ... ) بحيث يمكنها توجيه مدخراتها للدول التي تتوفر على فرص استثمارية واعدة وتعاني من نقص مصادر التمويل (ك: الاتحاد الأوروبي، جنوب شرق آسيا ... )
- المساعدة في تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية من الوحدات التي لديها فائض الى الفئات التي تعاني عجز.
- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات الشراء والبيع الاصول المالية في السوق المالية تعد مظهر من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الاصول المالية المتداولة في الاسواق المالية الدولية اصبح من الممكن قبول هذه الأصول كغطاء لعقد القروض الاجنبية.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية.
- تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق.
- تطوير الأساليب والإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية.
- تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية.
- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الامر يتطلب توفر عدة سمات في السوق المالية الدولية، ويمكن ايجازها في: أ- كفاءة التسعير: بمعنى ان تعكس الاسعار كافة المعلومات المتاحة.
- ب- كفاءة التشغيل: بمعنى ان تتضاءل تكلفة المعاملات الى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن ان تسفر عنه تلك المعاملات.
- ج- عدالة السوق: بمعنى ان تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- د- الأمان: ويقصد به ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن التعاملات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل: مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللااخلاقية التي تعمد اليها بعض الأطراف.

- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

#### خامساً: المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

- هناك أطراف عديدة تتعامل في سوق النقد الدولية، أهمها:
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الأشرف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملات الأجنبية

- البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة.
- شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى.
- الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية.
- شركات التأمين وصناديق التقاعد.
- المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية.
- الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
- البورصات العالمية، كبورصة لندن ونيويورك للأوراق المالية.
- الشركات الضخمة والشركات المتعددة الجنسيات، وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية.
- الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية.
- كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

#### سادسا: شروط قيام الأسواق المالية الدولية

- لقيام الأسواق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح الأسواق المالية الدولية، والمتمثلة بما يلي:
- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية.
  - تبنى سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزيهة وتشجع القطاع الخاص.
  - تبنى منظومة مالية مرنة ومنتزنة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال.
  - تبنى منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية.
  - وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفؤة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتمييتها.
  - وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض مما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها.
  - ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية ببعضها البعض لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية.
  - وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة.
  - توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية. واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها.
  - ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض.

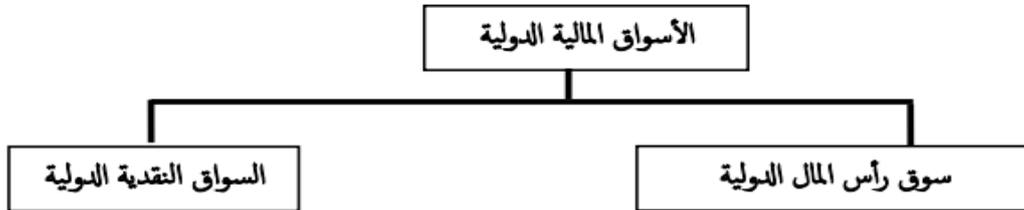
● إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية.

● ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

#### سابعاً: أقسام الأسواق المال الدولية

إن أقسام الأسواق المال الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي لكنها تخالف من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملة التقييم، وعلى هذا الأساس سيتم التركيز على التقسيم الأساسي المختصر للسوق المالية الدولية، والذي يبرز الفروع الرئيسية للسوق المالية الدولية، كما يوضح ذلك الشكل رقم (1) التالي:

شكل رقم (1): التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية.



#### 1. السوق النقدية الدولية: (Internationale Money Market)

ينصرف معنى سوق النقد الدولي إلى قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو اليورو لدى بنوك تجارية في الخارج، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو دولار، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية، وإنما تقوم البنوك المركزية أيضاً بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو يورو في حسابات بالدولارات أو باليورو أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية ويكون التعامل في هذه السوق بتلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح من يوم إلى سنة، وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف، وهذا يعود إلى أن التعامل يجري بالعملات الأجنبية، وتقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية.

وكان من أهم العوامل المساعدة على ظهور الأسواق المالية الدولية تراكم الفوائض البترولية للدول المصدرة للنفط في عشرينيات القرن المنصرم والتي تم إيداعها في بنوك دولية، واستغلالها في مجال الإقراض والاقتراض للدول والشركات والحكومات.

#### 2. سوق رأس المال الدولية (Internationale Capital Market) :

يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما ينجر عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك

البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا ... الخ.

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية، أشهرها الأوروبية والأجنبية، ومن أهم العوامل الاعتيادية باستثناء الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة المؤثرة في سوق رأس المال الدولية هي التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية خاصة منها العملات القيادية.

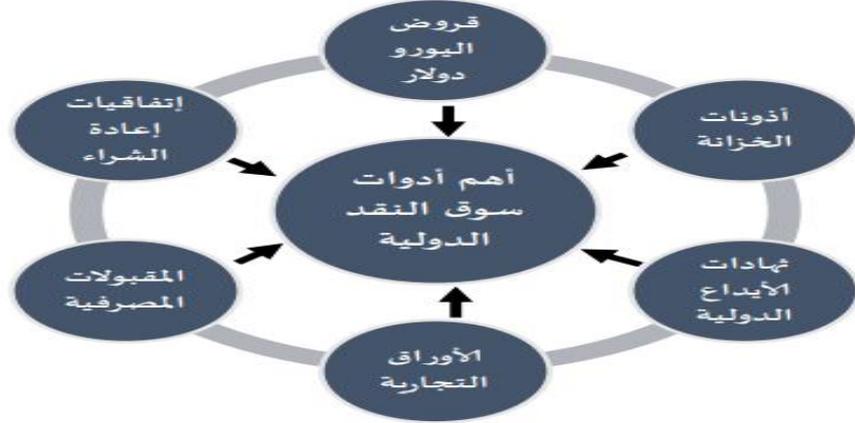
### المطلب الثاني: أدوات الأسواق المالية الدولية

تختلف أدوات الأسواق المالية الدولية عن تلك الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية من حيث نطاق تداولها الجغرافي لكونها عابرة للحدود، وكذلك من حيث قيمتها المالية والتي تكون عادة بمبالغ أكبر، وأيضا من حيث نوع العملات المستخدمة في تقييمها والمتعاملين الأجانب الذين يتداولونها.

أولا: أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.

تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال، والشكل رقم (2) الموالي يوضح أهم الأدوات النقدية المتداولة في أسواق النقد هي:

الشكل رقم (2): أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.



### 1. أذونات الخزينة (Treasury Bills)

هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثني عشرة شهرا، وتباع بخصم عن طريق المزاد العلني، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنها لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، وعادة ما تكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوما بالنسبة للأذونات التي تصدر أسبوعيا و 52 أسبوعا بالنسبة للأذونات التي تصدر شهريا.

### 2. شهادات الإيداع على المستوى الدولي:

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما:  
-شهادات الإيداع المصرفية وشهادات الإيداع الدولية.

-**شهادات الإيداع المصرفية:** فتعرف على أنها شهادة تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها، وهي قابلة للتداول بالتظهير، وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961.

-**شهادات الإيداع الدولية:** شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك (Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ولحامل الشهادة الحق في الحصول على التوزيعات النقدية والعينة ومن بيع الأسهم، وهناك نوعان من شهادات الإيداع الدولية هما شهادات الإيداع الأمريكية (American depositary receipts) ADRs (وشهادات الإيداع الدولية (Global depositary receipts) GDRs ، ويتم تداولها في الأسواق المال الدولية مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك.

### 3. المقبولات المصرفية Banker's Acceptances :

تعد المقبولات المصرفية من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول

### 4. اتفاقية إعادة الشراء Repurchase Agreements :

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، ويعنى الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول، يتعهد بموجبه البائع بإعادة بيع نفس الأوراق المالية بعد فترة قصيرة جداً غالباً ما تكون لية واحدة ( Overnight ) وبمدة أقصاها 76 ساعة عمل، وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه

### 5. الأوراق التجارية الدولية Commercial Paper :

الورقة التجارية هي ورقة دين أو محرر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص آخر، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى آخر عن طريق التظهير أو المناولة، على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أدونات الخزائنة، وتتخذ الأوراق التجارية ثلاثة أشكال هي:  
-الشيك: هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغاً من النقود لمصلحة من يحدده الأمر.

-**الكمبيالة أو السفتجة:** هي مكتوب غير مقيد بشرط، تتضمن أمراً من شخص، يسمى الساحب، لشخص آخر، يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع مبلغاً معيناً، بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، لشخص ثالث، يسمى المستفيد، أو الحامل.

- **السند لأمر أو السند الاذني:** هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين الأثبات ذمة مالية واحدة، يسدد بموجبها ما المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق، وهو قابل للخصم.

### 6. قروض اليورو دولار Eurodollars :

هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية.

### ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعريضها لمخاطر الإفلاس، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل، وفيما سيتم التطرق للأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية، كما يلي:

#### 1. أدوات السوق المستقبلية:

ترتكز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها الأسهم والسندات، ليشتق منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات، والهدف من وجود المشتقات المالية وفق نظر مؤيديها هو استخدام المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر لتلبية احتياجات لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

أ- عقود الخيارات: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد وتتنوع عقود الاختيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي خيار الشراء وخيار البيع والخيارات المركبة.

#### أ-1 خيار الشراء Call Option :

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو مؤشرات، أو غيرها من الطرف الآخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم، والهدف منه هو المضاربة في السوق وكذا الاحتياط من المخاطر.

#### أ-2 خيار البيع Put Option:

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو غيرها للطرف الآخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم.

#### أ-3 الخيارات المركبة

وهي العقود المركبة من اختياريين أو أكثر من نوعين الاختيار السابقين، اختيار البيع واختيار الشراء، وهي أنواع كثيرة، نذكر منها: الخيار المزدوج؛ الخيار المسمى سترادل Straddle الخيار المسمى سبريد

Spread عقد الخيار المسمى ستراب strap عقد الخيار المسمى ستريب Strip

ب-العقود الآجلة: هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً أيضاً، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتر وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لا حق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر

التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين.

ج- عقود المبادلات عمليات (SWAP) : عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر، وهو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد"، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين كمبادلة أسعار الفائدة أو بقيمة عملات أجنبية كمبادلة العملة الأجنبية.

2. أدوات السوق الحاضرة: تتشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم والسندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية.

أ- الأسهم Stocks : يعرف السهم بأنه أداة ملكية، وهو وثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)، مما يخول الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة، وتدون على السهم قيمة اسمية ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير والتسليم وللتسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية ويتم تداول الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا أيضاً وفق اللوائح التنفيذية للسوق المحلية للأسهم في تلك البلدان.

ب- السندات Bonds : يعرف السند بأنه أداة دين، وهو يمثل جزء من قرض متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات وشركات الأموال قابل للتداول، وهو عقد في شكل شهادات بقيمة اسمية موحدة يصبح بموجبها حامل السند مقرضاً دائناً ومصدر السند مقرضاً مديناً، ويتكفل الأخير بالوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائن بدفع فائدة دورية عادة كل سنة محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسند طيلة مدة حياته، ورد أصل الدين كاملاً (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق، السندات الدولية يتم تداولها مثل الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا، إلا أن السندات تتسم بنسبة منخفضة من المخاطر المالية.

ج. الصكوك المالية الإسلامية Sokook : يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضارياً وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلًا بجعل مقابل أجر معين محدد مسبقاً، ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أوراق مالية، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل.

المطلب الثالث: مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية

تتحكم وتدير وتنظم أسواق المال الدولية عبر العالم مؤسسات وهيئات دولية، تسهر على ضمانات نجاحها وعملها، ومحاولة التخفيف من حدة الأزمات المالية التي تعصف بها، ومن أهم هذه المؤسسات نجد المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية، وكذلك بنك التسويات الدولية.

أولاً: المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية: (IOSCO)

1. تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية:

هي أرفع هيئة مهنية عالمية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال الدولية وقد تأسست في عام 1983، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقراً لها، وتضم المنظمة 124 عضواً من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية وهي هيئات الأوراق المالية الوطنية أو الهيئات الحكومية المماثلة مع أسواق المشتقات أي أكثر من 95% من أسواق الأوراق المالية في العالم، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخراً، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير وأسس المنظمة للأسواق المالية.

## 2. أهداف المنظمة: وتسعى المنظمة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

-التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية.  
-تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية.  
-توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية.  
-تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة للأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب التعاملات بالأسواق المالية.

## 3. مبادئ المنظمة:

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ وعددها 31 مقسمة إلى تسع مجموعات مختلفة تتناول كفاءة أطراف السوق وتعد مرشداً جيداً لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، وهي:

- المبادئ الخاصة بوضع القواعد التنظيمية لسوق المال؛
- المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم؛
- المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية؛
- المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية؛
- المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات؛
- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي؛
- المبادئ الخاصة بالوسطاء الماليين في السوق المالي؛
- المبادئ الخاصة بالأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول)؛

➤ وتهدف هذه المبادئ التسع إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي:

- أ- توفير الحماية للمستثمرين؛
- ب- ضمان تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات التي تتم بالأسواق المالية؛
- ج- التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

## ثانياً : بنك التسويات الدولية (BIS) Bank for International Settlements

### 1. تعريف بنك التسويات الدولية:

بنك التسويات الدولية (BIS) هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم، تأسس في 17 ماي 1930، وهو بنك لتسوية المدفوعات الدولية للمصارف المركزية، ويضم حالياً 60 بنك مركزياً كأعضاء، يمثلون 60 دولة من مختلف أنحاء العالم والتي تشكل معاً حوالي 95% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مكتبها الرئيسي في بازل بسويسرا، كما أن لديه فروع في هونغ كونغ الخاصة لجمهورية الصين الشعبية ومكسيكو سيتي

ومعاملاته غير خاضعة للمساءلة المركزية أو القانونية في العالم، ولديه حصانة كاملة من الضرائب ومن جميع القوانين الدولية والوطنية.

ولا يتعامل مع الأفراد أو الشركات سواء لقبول الودائع أو تقديم الخدمات المالية لهم ويساهم في وضع الخطط الرئيسية للنظام المالي العالمي.

## 2. مهام بنك التسويات الدولية:

تكمن مهام بنك التسويات الدولية فيما يلي:

- رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية.
- خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية.
- تعزيز المناقشة وتيسير التعاون بين البنوك المركزية.
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي.
- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- وكيلا أو وصيا في اتصال مع العمليات المالية الدولية.
- وضع التحليلات والإحصاءات المالية والمصرفية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاصة بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين.
- تحقيق الاستقرار النقدي والمالي لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام والازدهار العالمي.

## 3. تاريخ بنك التسويات الدولية:

فمنذ نشأة بنك التسويات الدولية في 17 ماي 1930 وتاريخه يحفل بالمنعطفات الحادة، فقد كان بنك التسويات الدولية يحظى دائما بمكانة خاصة في عالم المؤسسات المالية الرفيعة الذي تكتنفه التعقيدات، وقد تأسس بنك التسويات الدولية بعد الحرب العالمية الأولى بصلاحيات محدودة، تمثلت في تسوية مدفوعات تعويضات الحرب المفروضة بموجب معاهدة فرساي على ألمانيا المهزومة، واقتضت معالجة المسائل الفنية مثل تحصيل وإدارة وتوزيع الأموال المستحقة الدفع، إنشاء مؤسسة مالية ومن ثم إنشاء بنك التسويات الدولية (BIS) أو "BIZ" وفق مسماه باللغة الألمانية، وتقتصر قائمة مؤسسيها المالكين على البنوك المركزية في الدول المنتصرة في الحرب العالمية الأولى بلجيكا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة، لكنها ضمت أيضا ألمانيا واليابان، بالإضافة إلى اتحاد من ثلاثة بنوك أمريكية بالنيابة عن البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي— وهو ما يدعو للاستغراب —، ولم يمض وقت طويل حتى انضمت البنوك المركزية في كل من النمسا وتشيكوسلوفاكيا وهنغاريا وغيرها من البلدان الأوروبية الصغيرة إلى هذا البنك الذي كان من المقرر أن يمارس دورا في سياق المعاملات المالية بين البنوك المركزية وفي إطار جهات الاتصال المختصة، لكن التاريخ سرعان ما دخل في منعطف حاد وتم تعليق التعويضات التي تؤديها ألمانيا، لكن بنك التسويات الدولية استأنف نشاطه ولم يمنعه هذا المزيج الغريب من حملة الأسهم من مزاولة نشاطه حتى أثناء سنوات الحرب العالمية الثانية.

وقد حافظ بنك التسويات الدولية (BIS) على صورته في ظل السنوات عديدة، حيث ظل يقوم بأعماله متخذاً فندقاَ معزولاً مقرأً. وفي ذلك المكان تم اتخاذ قرارات لتخفيض قيمة عملات أو الدفاع عن عملات، واتخاذ قرارات لتثبيت سعر الذهب، وتنظيم الأنشطة المصرفية فيما وراء البحار (offshore banking)، ورفع

أو خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وفي عام 1977، تخلى بنك التسويات الدولية عن أسلوب التستر في ممارسة أنشطته ليتحول إلى إدارة هذه الأنشطة من خلال مراكز أكثر كفاءة. ويشغل بنك التسويات الدولية حالياً مبنى يتكون من 18 طابقاً على شكل ناطحة سحاب دائرية، تشبه مفاعلاً نووياً أقيم في غير موضعه، في تلك المدينة التاريخية (بازل) التي تنتمي إلى العصور الوسطى. ويُعرف هذا المبنى الآن باسم برج بازل (Tower of Basel). ويتمتع بنك التسويات الدولية بحصانة حكومية، ولا يدفع ضرائب، وقوة بوليس خاصة به.

## كفاءة السوق الدولية

إن من بين أهم المخاطر التي تحدق بالسوق المالية الدولية، تكمن في عدم استقرار السوق والاضطرابات التي تعصف بها من حين لآخر، وهذا راجع للتقلبات التي تصيب أسعار الأوراق المالية المقيدة بها والأدوات الأخرى محل التعامل على المستوى الدولي، والتي يكون من ضمن أس بابها الرئيسية عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تخص الشركات المصدرة لهذه الأوراق، مما ينعكس سلباً على أسعارها، وهذا ما يعرف بكفاءة السوق المالي.

### أولاً: تعريف السوق المالي الكفؤ.

السوق المالية الكفؤة هي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية المقيدة والمتداولة فيها والتي تصدرها إحدى المؤسسات كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها سواء في شكل القوائم المالية أو المعلومات المثبتة في السجل التاريخي لحركة سعر الورقة المالية أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وينعكس أثرها على القيمة الحقيقية للاستثمارات المالية في السوق في شكل تغيرات إما موجبة أو إما سالبة للمكاسب المستقبلية للمستثمرين ومستويات المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

#### ملاحظات :

✓ في ظل السوق المالي الكفؤ ووفقاً للمعلومات المتوفرة حول المنشأة المصدرة لأصول المالية المتداولة، فإن القيمة السوقية للورقة المالية تقترب من قيمتها الحقيقية.

✓ تتيح السوق المالية الكفؤة توفير المعلومات لكافة المتعاملين فيها بأدنى تكلفة وفي نفس الوقت ودون فاصل زمني كبير لأحداث مبدأ تكافؤ الفرص في اتخاذ القرار.

**1. متطلبات كفاءة سوق المال الدولية:** يطلق مصطلح الكفاءة على سوق رأس المال، إذا توفرت السوق على شرطين رئيسيين، هما: كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير

أ- **كفاءة التشغيل:** وتسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وهي تعنى بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبّد المتعاملون فيه تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها.

ب- **كفاءة التسعير:** وتسمى أيضاً بالكفاءة الخارجية، لأنها مرتبطة بعوامل متأتية من خارج السوق المالي وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق رأس المال، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.

### 2. مستويات كفاءة السوق المالية الدولية:

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق :

-الشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال Weak Form؛

-الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق رأس المال Semi-Strong Form؛

-الشكل القوي لكفاءة سوق رأس المال Strong Form .

**1. الصيغة ضعيفة الكفاءة :** وتسمى أيضا بـ"نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية بشأن التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

**2.الصيغة متوسطة الكفاءة :** يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين .

**3. الصيغة قوية الكفاءة :** وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة أختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية .

ينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس

صحيح

## المحور الثاني: سوق السندات الدولية

### 1. تقديم سوق السندات الدولية:

تم تداول شهادات الدين دوليا لعدة قرون ، فقد استدان الملوك والأباطرة بشدة لتمويل حروبهم في القرن الرابع عشر، على سبيل المثال، قام إدوارد الأول بتمويل حروبه من خلال إصدارات السندات التي أطلقتها في إيطاليا للأسر المصرفية الكبيرة آنذاك. بعد قرون، تم تمويل التحالف الكبير ضد لويس الرابع عشر بقيادة ويليام أورنج من قبل مجموعة من العائلات الهولندية العاملة من لاهاي، وفي وقت لاحق، اشتهر روتشيلدز بدعم الجهود الحربية البريطاني ضد نابليون الأول من خلال شبكة العائلة الأوروبية.

وعلى الرغم من أن تمويل الديون كان دائما ذا طابع دولي، فلا يوجد حتى الآن سوق موحدة للسندات الدولية . وينقسم سوق السندات الدولية إلى ثلاث مجموعات سوق السندات:

- 1- السندات المحلية: وهي تصدر محليا من قبل المقرض المحلي وعادة ما تكون بالعملة المحلية.
- 2- السندات الأجنبية: ويتم إصدارها في السوق المحلية من قبل مقرض أجنبي وعادة ما تكون مقومة بالعملة المحلية .وتخضع إصدارات السندات الأجنبية وتداولها لإشراف سلطات السوق المحلية.
- 3- سندات الاوروبية (الاورو): وهي تصدر من قبل مجموعة من البنوك متعددة الجنسيات وتطرح أساسا في بلدان أخرى غير بلد العملة التي يتم تداول السندات فيها.

### أمثلة للتمييز بين أسواق السندات:

(أ) السندات المحلية: في فبراير 2015، أصدرت شركة أبل، العملاقة في مجال التكنولوجيا الأمريكية، سندات بقيمة 6.5 مليار دولار أمريكي في الولايات المتحدة لتوظيفها في السوق المحلية الأمريكية. وقد تم تغطية هذا الإصدار من قبل مجموعة من البنوك الاستثمارية: بنك أوف أميركا ميريل لينش، دويتشه بنك، جولدمان ساكس، وجيه بي مورغان. ( Bank of America Merrill Lynch, Deutsche Bank, Goldman Sachs, and JP Morgan ). وتحدد اصدار السندات بعملة المستثمرين المقصودين، أي الدولار الأمريكي.

(ب) السندات الأجنبية: في اوت 2015، أصدرت شركة أبل سندات بقيمة 2.25 مليار دولار أسترالي لوضعها في السوق الأسترالية وحدها .وقد تم تغطية هذه العملية من قبل مجموعة من بيوت الأوراق المالية، مع جولدمان ساكس، بنك الكومنولث ودويتشه بنك ( syndicate of securities houses, with Goldman Sachs, Commonwealth Bank and Deutsche Bank ) كمديرين رئيسيين .

(ج) السندات الاوروبية (الاورو): في سبتمبر 2015، أصدرت أبل سندات بقيمة 2.8 مليار يورو، في لندن. وقد تم الاكتتاب في هذا الاصدار من قبل مجموعة دولية من بيوت الأوراق المالية، بقيادة جولدمان ساكس ودويتشه بنك ( international syndicate of securities houses, led by Goldman Sachs and Deutsche Bank ) وقد تم الاصدار بالاورو ليتم تداوله أساسا في لندن، و في أسواق أخرى كذلك.

## ملاحظة:

السندات الأجنبية الصادرة في الأسواق الوطنية لها تاريخ طويل، وغالبا ما يكون لديهم أسماء مميزة: سندات يانكي **Yankee Bonds** (في الولايات المتحدة)، سندات الساموراي **samurai bonds** (في اليابان)، سندات رمبرانت **Rembrandt bonds** (في هولندا) والسندات بلدغ **bulldog bonds** (المملكة المتحدة)، أجبرت اللوائح الحكومية العديد من المقترضين الدوليين على مغادرة أسواق السندات الأجنبية والاقتراض بدلا من ذلك في سوق السندات الأوروبية.

وسجل سوق السندات الأوروبية نموا هائلا خلال العقود الخمس الماضية. ففي بداية الستينيات، كان سوق السندات الأوروبية أساسا سوق سندات بالايورو، أي سوق لسندات الدولار الأمريكي الصادرة خارج الولايات المتحدة. اليوم، يتضمن سوق السندات الأوروبية سندات مقومة بجميع العملات الرئيسية وعدة عملات بسيطة. وتشكل أسواق السندات الأجنبية وسندات الأوروبية سوق السندات الدولية وكما سنرى أدناه، فإن السندات الأوروبية لا تختلف عن السندات المحلية أو الأجنبية، ويستند التمييز بين هذه الأسواق إلى أسباب تقنية وتاريخية.

## II. السندات الأوروبية:

سوق السندات الأوروبية هو سوق اوفشور offshore حيث يلتقي المقترضين والمقرضين بسبب انخفاض التكاليف وعدم وجود تنظيم، كما ان سوق السندات الأوروبية هو جزء واحد فقط من ما يسمى يورو-عملات، والذي يشمل أيضا العملات الأوروبية، والايورو الأوراق التجارية، وأسواق الأسهم. أسواق الاورو هي أسواق رأس المال في الخارج، بمعنى أن عملة التعامل ليست العملة الرسمية للبلد الذي تجري فيه الصفقة، على سبيل المثال: شركة هليبرتون تودع الدولار الأمريكي مع بنك خارج الولايات المتحدة، على سبيل المثال في سنغافورة أو في سويسرا فتسمى هذه الودائع بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة ب: وديعة الاورو، واليوم أسواق الاورو متطورة جدا حيث تكون الإصدارات المتداولة مقومة بعملات كثيرة، وليس فقط بالعملات الرئيسية- وان بقية هي المسيطرة- على سبيل المثال: في عام 1996 وشملت سوق السندات الأوروبية الإصدارات المدرجة بالجنيه المصري، زلوتي البولندي والكونا الكرواتي، ومع ذلك في البداية أسواق الاورو كانت فقط أسواق الاورو دولار، على سبيل المثال، كانت سوق العملات الأوروبية -ايورو عملات- الأولى هي سوق الودائع قصيرة الأجل بالدولار الأمريكي والقروض بالدولار الأمريكي، حيث عملت البنوك الأوروبية كوسطاء بين المستثمرين والمقرضين.

### 1- سندات الاورو: بعض الإحصاءات الوصفية:

شهد سوق السندات الأوروبية تطورا كبيرا وسريعا، تميز بسيطرة الدول الصناعية على إصدارات هذا السوق حيث بلغت 93% من مجموع المبالغ المقرضة، وكانت حصة الولايات المتحدة ومنطقة الاورو 39% و40% على التوالي لتكون المستفيد الأكبر من هذا السوق من ناحية الاقتراض، وكانت اكبر المؤسسات المقرضة هي المؤسسات المالية الكبيرة اذ بلغت حصتها 51% بالإضافة الى إصدارات أخرى من قطاع الشركات والحكومات والهيئات الحكومية والتي شكلت نسبة 30%، 17% من ديون السندات الأوروبية على التوالي.

ويعرض الجدول التالي أهم إصدارات السندات حسب عملة الإصدار والقطاع:

الجدول رقم (01): الأسواق الدولية للسندات

(القيمة الاسمية للعروض الجديدة (صافي) الوحدة: مليار دولار امريكي، 2015)

المجموع	الأسهم ذات الصلة Equity-Related	المتغيرة Floating	الثابتة Straight	سوق السندات Bond Market
468.7	10.2	67.2	391.3	الولايات المتحدة
387.7	24.7	99.8	284.1	منطقة الاورو
20.2	5	4.4	13.9	اليابان
70.4	0.2	28.0	42.2	بريطانيا
4.0	-	1.1	6.8	سويسرا
1010.0	31.1	208.6	784.4	المجموع

المصدر:

ووفقا لبيانات بنك التسويات الدولية، فإن الحكومات والهيئات الحكومية تقترض بشكل رئيسي في السوق الثابتة (الثابتة) (92%) وتميل الشركات أيضا إلى الاقتراض في السوق ذات المعدل الثابت (74%) من ناحية أخرى، تمتلك المؤسسات المالية محفظة اقتراض أكثر توازنا: 54% في قطاع الأسعار الثابتة، و 44% في قطاع الأسعار المتغيرة.

2- أنواع السندات:

هناك مجموعة متنوعة من السندات المعروضة للمستثمر الدولي أو حتى المحلي بسبب التطور الأخير للسندات مع أسعار الفائدة المتغيرة والبنود الاختيارية المعقدة. ومع ذلك، فإن معظم الإصدارات المتعلقة بسوق السندات الدولية هي سندات فائدة ثابتة، والأدوات الأكثر استعمالا في أسواق السندات الدولية هي:

أ- **سندات الدخل الثابت:** سندات الدخل الثابت هي أداة مالية ذات مدفوعات فائدة محددة في تواريخ محددة على مدى سنوات حتى تاريخ الاستحقاق، وتشمل الدفعات سداد الفائدة وقيمة الأصل عند نهاية صلاحية السند، ويتم التعبير عن سعر الفائدة أو الكوبون كنسبة مئوية من مبلغ الإصدار ويتم تثبيته في البداية، بالنسبة للمصدر جاذبية هذه السندات تكمن في معرفة المدفوعات على مستوى الفائدة وجدول السداد المحدد، بالنسبة للمستثمرين فإن جاذبية السندات ذات الفائدة الثابتة يكمن في وجود دخل معروف ومحدد مسبقا.

مثال على السندات ذات الفائدة الثابتة:

في جانفي 2004، أصدرت Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) (كومبانها فيل دو ريو دوس) سندات اوروبية على التوالي، مع الشروط التالية:

المبلغ:	500 مليون دولار أمريكي.
الاستحقاق:	جانفي 2034 (30 سنة).
سعر الإصدار:	100%
القسيمة:	8.25% تدفع سنويا
يتم:	8.35% (سندات الحكومة البرازيلية المتداولة في يتم 9.02% في ذلك الوقت)

**ملاحظة: CVRD** هي أكبر عامل في قطاع مناجم الحديد في العالم، كانت تخطط في البداية لبيع سندات بقيمة 300 مليون دولار أمريكي، ولكنها انتهت في نهاية المطاف بوضع 500 مليون دولار أمريكي بفضل الطلب القوي الذي تجاوز مليار دولار أمريكي.

ب- **السندات ذات الدفع الجزئي:** هذه سندات ذات اسعار فائدة ثابتة قياسا من جميع النواحي ولكن دفع المبلغ الأصلي من قبل المستثمرين في تاريخ إقفال الاصدار يقتصر على 0-33 في المئة من المبلغ الأصلي، مع باقي الرصيد مستحق بعد شهور عديدة. هذه السندات هي شعبية مع المصدرين الذين يمكن أن تستجيب الدفعة الثانية لمتطلبات التدفق النقدي.

#### مثال عن السندات المدفوعة جزئيا:

في أبريل 1998، أصدر بنك الاستثمار الأوروبي السندات جنيهه إسترليني التي يدفعها جزئيا والتي لا يسلم المستثمرون سوى 25% من رأس المال، وسيتم دفع 75% المتبقية في 12 شهرا.

(ح) **السندات ذات الكوبون الصفري:** والمعروفة ب: السندات صفرية العائد كونها ليست لها فائدة تدفع دورياً وبدلاً من ذلك فإنه يتم بيعها في البداية بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها وبالتالي يكون المستثمر قد حصل على سعر الشراء بالإضافة الى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات، وبالنسبة للمصدر، فإن سندات الكوبون صفري هي أداة تمويل مثالية للمشروع، الذي لا يولد أي دخل لبعض السنوات. ومن ناحية أخرى: فإن تحمل خدمة الدين للسندات في دفعة واحدة بعد سنوات قليلة يخلق مخاطر ائتمانية أعلى، ولهذا السبب يقتصر السوق على المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية عالية. يجذب المستثمرون إلى سندات صفر القسيمة للوفاء بالالتزامات المستقبلية.

**مثال على السندات ذات الكوبون الصفري:** في جوان 1981، أصدرت شركة بيبسي ما وراء البحار سندات اوروبية صفرية القسيمة، مع الشروط التالية:

المبلغ: 100 مليون دولار أمريكي.

الاستحقاق: جوان/ اوت 1984 (3 سنوات).

سعر الإصدار: 67.255 دولار أمريكي.

سعر الاسترداد: 100%

وبما أن السندات سوف تسدد في ثلاث سنوات بنسبة 100% من القيمة الاسمية، كان العائد السنوي للفائدة المركبة:

$$(100/67.25)^{1/3} - 1 = 14.14\%$$

-على النقيض من ذلك، في عام 1985، أصدر دويتشه بنك سندات صفر القسيمة مع الشروط التالية:

المبلغ: 200 مليون دولار أمريكي

الاستحقاق: بعد 10 سنوات

سعر الإصدار: 100 دولار أمريكي.

سعر الاسترداد: 287%

وكان العائد على الفائدة من قبل دويتشه بنك:  $(100/287)^{10/1} - 1 = 11.12\%$ .

**سندات ذات سعر الفائدة المتغير (FRNs):** هي عبارة عن أداة متوسطة الأجل متشابهة في الهيكل السندات العادية ولكن تختلف في حسابات معدل الفائدة، بحيث يتم إعادة تحديد معدل الكوبون (القسيمة) على فترات منتظمة محددة، عادة 3 أشهر، 6 أشهر، أو سنة واحدة، ويتضمن الكوبون سعر سوق المال (مثل سعر الفائدة بين البنوك في لندن للودائع لمدة 6 أشهر، أو ليبور LIBOR) بالإضافة إلى هامش، وهو ما يعكس الجدارة الائتمانية للمصدر، عادة ما تحمل FRNs خيار الدفع المسبق للمصدر، والمصدرون يفضلون هذا النوع من السندات لأنها تجمع بين التسعير أقل من القروض المصرفية واستحقاقات أكبر من سوق السندات على التوالي، يجذب المستثمرون لسندات ذات سعر الفائدة المتغير لأن العائد الدوري من الكوبون يوفر أقوى حماية لرأس المال.

**مثال عن سندات ذات سعر الفائدة المتغير:**

في جانفي 2004، أصدرت الولايات المتحدة المكسيكية سندات اورو دولار، مع الشروط التالية:

المبلغ: 1,000 مليون دولار أمريكي.

الاستحقاق: جانفي 2009 (5 سنوات).

سعر الإصدار: 99.965 دولار امريكي

الكوبون: ليبور + 70 نقطة أساس مستحقة الدفع كل ثلاثة أشهر.

في الوقت الذي عرضت فيه السندات، بلغ سعر ليبور 6 أشهر 3.64%. إذا في الأشهر الثلاثة الأولى دفع كريستيانيا-بنك فائدة بمعدل سنوي:

$$4.64\% = 3.64\% + 70\%$$

بعد ذلك، في نهاية كل ستة أشهر يتم تحديث أسعار الفائدة على السندات لتعكس اسعار ليبور الحالية للدولار.

**السندات المعمومة الدائمة:** هي سندات ذات فائدة عائمة ولكن ليس لديها تاريخ استحقاق، ولدى المصدرين خيار اتصال للدفع المسبق للمستثمرين. وعادة ما يكون المستثمرون الدائمون قد وضعوا خيارات أو خيارات لتبادل السندات غير المؤرخة للسندات ذات اجال الاستحقاق المحددة، في الواقع يكون لهذه السندات وضعية ثانوية، وفي بعض الحالات وضع ثانوي ثانوي، وباعتبارها أداة شبيهة بالأسهم، فإنها تعتبر مؤهلة لضمها لرأس المال، واستعمالها لأغراض كفاية رأس المال يتم معاملتها كحقوق ملكية.

**السندات القابلة للتحويل:** السندات القابلة للتحويل هي السندات التي يمكن عادة استبدالها أو تحويلها وفقا لخيار المالك إلى أصول أخرى بمعدل تحويل ثابت محدد في وقت الإطلاق، وعادة ما تطلق السندات القابلة للتحويل في ظروف أسواق السندات الفقيرة ذات المعدل الثابت وارتفاع أسعار الفائدة وتوقع انخفاض المعدلات، يستفيد المصدرون في هذه الحالة من: - انخفاض تكاليف التمويل بالنسبة لأسواق المال قصيرة الأجل.

- إمكانية عدم السداد إذا كان حق التحويل يمارس .

يستفيد المستثمرون بحصولهم على فائدة من مدفوعات الكوبونات العادية بالإضافة إلى خيار تأمين الوصول إلى عائد أفضل في وقت لاحق.

**مثال عن السندات القابلة للتحويل لأسهم:**

في مارس 2000، أصدرت الشركة السويسرية روش القابضة سندات قابلة للتحويل ("السومو السندات") مع الشروط التالية:

المبلغ: 104,600,000,000 ين ياباني.

الاستحقاق: مارس 2005 (5 سنوات)

الكوبون: 0.25% تدفع سنويا.

سعر الإصدار: 96.4%

هيكل التحويل: كل سندات بقيمة 1,410,000 ين ياباني قابلة للتبادل لأحد حقوق الملكية غير المصوتة لشركة روش القابضة المحدودة بسعر صرف 1.03292.

فترة التحويل: في أي وقت بعد دفع الفائدة الأولى، وهذا إذا تم ممارسة حق التحويل كل 10,000 دولار أمريكي السندات شراء 597.13 أسهم.

**مثال عن سندات قابلة للتحويل إلى سندات أخرى:**

في ماي 1983، أصدر CEPME سندات أوروبية بالشروط التالية:

المبلغ: 35 مليون جنيه إسترليني.

الاستحقاق: ماي 1995 (12 سنة).

السعر: 1,000 جنيه إسترليني

الكوبون: 11.25% تدفع سنويا.

هيكل التحويل: كل سند قابل للتحويل بخيار حاملي السند إلى مبلغ 12 دولارا أمريكيا (أو ما يعادله بالعملة المحلية) يدفع فائدة سنوية نصف سنوية تساوي سعر ليبور لمدة ستة أشهر .

سعر صرف التحويل: 1.55 دولار امريكي / جنيه إسترليني

فترة التحويل: في أي وقت بعد دفع الفائدة الأولى.

وهذا يعني أنه إذا تم ممارسة حق التحويل، فإن كل سند سيشتري مبلغ 1550 دولارا أمريكيا لمدة 12 عاما **السندات المزدوجة العملة:** السندات المزدوجة العملة هي السندات التي يتم شراؤها بعملة معينة ولكنها تدفع الكوبونات أو تسدد أصلا عند الاستحقاق من بعملة الثانية، وكثيرا ما أصدرت الشركات اليابانية سندات مقومة بالفرنك السويسري قابلة للتحويل إلى أسهم عادية لشركة يابانية.

يمكن للمستثمر الأجنبي أن يستفيد من شراء هذه السندات في أي من الحالات الثلاث:

(1) انخفاض في سعر الفائدة على السندات على الفرنك السويسري (كما هو الحال في أي سند عادي للفرنك السويسري).

- (2) ارتفاع سعر سهم الشركة (لأن السندات قابلة للتحويل إلى أسهم).
- (3) ارتفاع في الين الياباني مقابل الفرنك السويسري (لأن السندات قابلة للتحويل إلى أصول الين الياباني).

تمثل سندات العملات المزدوجة مجموعة من السند عادي جنباً إلى جنب مع واحد أو أكثر من العقود الآجلة.

#### مثال عن السندات ثنائية العملات

في جويلية 1985، قاد البنك السويسري سوديتيك Swiss Bank Soditic عملية اصدار سندات العملة المزدوجة للمدينة الأولى المالية، ويمكن شراء كل سند بقيمة اسمية كاملة قدرها 5000 فرنك سويسري. تدفع الفائدة على هذه السندات على الفرنك السويسري. وعند الاستحقاق، في نهاية عشر سنوات، سيتم تسديد أصل السند بمبلغ 2,800 دولار أمريكي.

في وقت هذا الاصدار ، يمكن أن ينظر إلى هذه السندات على أنها مزيج من:

(أ) سندات فرنك سويسري عادية لعشر سنوات من شأنها أن تسدد أصلاً بمبلغ 5000 فرنك سويسري، بالإضافة إلى

(ب) عقد أجل مدته عشر سنوات لشراء 2800 دولار أمريكي بسعر 1.7857 فرنك سويسري / دولار أمريكي (= 50000 فرنك سويسري / 2800 فرنك سويسري).

#### II. أسواق السندات الأوروبية:

##### 1- نشأة سوق السندات الأوروبية

كان نمو سوق الاورودولار غير عادي، فبعد فترة وجيزة من إدخال ضريبة معادلة الفائدة، في جوان 1963، تم إطلاق أول إصدار لسندات الاوفشور بالدولار الأمريكي. وفي نفس العام، تم طرح ما مجموعه 145 مليون دولار أمريكي في اصدارات السندات الأوروبية الجديدة، وبحلول عام 1968 ارتفع حجم التداول إلى 3 مليارات دولار أمريكي.

على أساس نجاحها المبكر، وسرعان ما أسس سوق السندات الأوروبية نفسه:

- فكان لها سوق في لندن اول سوق سندات اوروبية.
- سمحت سلطات المملكة المتحدة للسوق بالتطوير دون لوائح أو قيود، وأصبحت لندن ولا تزال اليوم، المركز الرئيسي للاصدارات الجديدة وتداول السندات الأوروبية المقومة بالدولار الأمريكي.
- وسرعة وبساطة إصدار في سوق السندات الأوروبية مقارنة مع سوق السندات الأجنبية الرئيسية، وسوق يانكي الولايات المتحدة.
- ادى تأسيس رابطة تجار السندات الدولية - the Association of International Bond Dealers (AIBD) في عام 1969، الى توفير منتدى لتحسين تصميم السوق.
- إن الإنشاء المبكر لنظام المقاصة، يوروكلار Euroclear وسيديل Cedel في 1969 و 1970، على التوالي حل مشكلة التسليم و التعهدات.

##### 2- خصائص سوق السندات الأوروبية:

- الخصائص الفريدة لسوق السندات الأوروبية :

- غياب التدخل التنظيمي: حيث تفرض الحكومات الوطنية في كثير من الأحيان ضوابط على مصدري الأوراق المالية الأجنبية، إلا أن السندات الأوروبية تقع خارج نطاق سيطرة الحكومات.

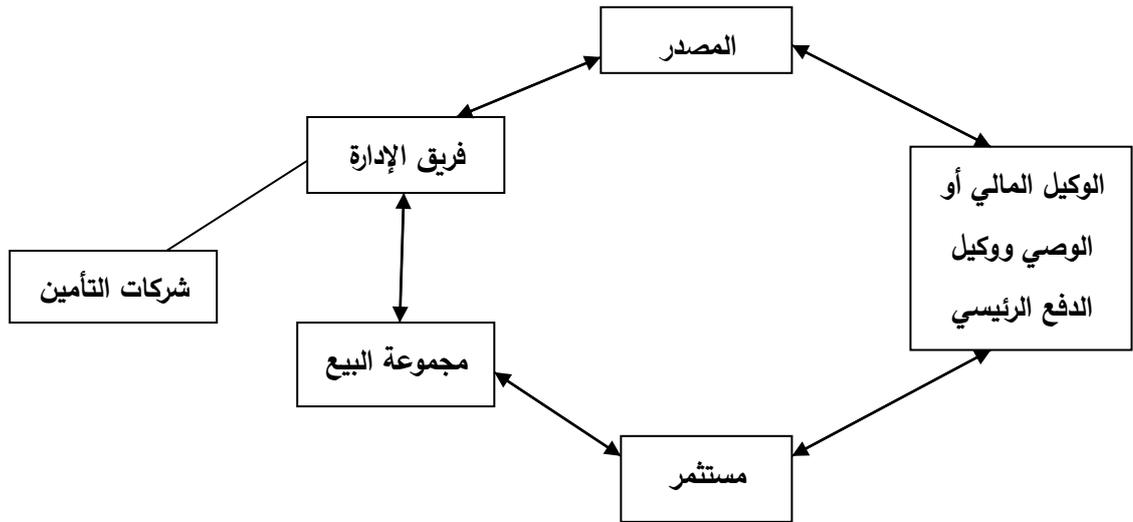
- إفصاحات أقل صرامة

- وضع ضريبي مفضل: تقدم سوق السندات الأوروبية امكانية عدم الكشف عن هويتها ومرونتها الضريبية

### 3- اصدار السندات الأوروبية:

تنظم "مجموعة الإدارة" بقيادة المدير القائد معظم الأنشطة المتعلقة بعرض السندات الأولي، حيث تجتمع المجموعة مع المصدر لتصميم إصدار السندات - حجم الاصدار، والعملية، واجال الاستحقاق، والكوبون، وهكذا دواليك - وتجميع شركات أخرى (المسمى "شركات التأمين") للمشاركة في مخاطر الاكتتاب لهذه العملية، وأخيرا، تنظم مجموعة الإدارة "مجموعة بيع" للشركات التي تضع السندات في حوزة المستثمرين النهائيين في هذا الإصدار.

#### الآلية اصدار سندات الأوروبية



ومن الناحية العملية، يمكن أن تؤدي شركة واحدة أكثر من دور واحد، على سبيل المثال، تتحمل المؤسسة قائدة الإصدار (فريق إدارة) عادة بعض مخاطر التأمين وغالبا ما تشارك في مجموعة البيع أيضا.

#### 1 تحديد مدير قائد الإصدار:

لقد ساهمت الضغوط التنافسية وضعف الربحية في درجات متفاوتة جدا عن الاحتراف في إعداد إصدارات جديدة والمحافظة على سوق ثانوية، في حين أن المقترحات تظهر جيدة، والتفكير إبداعي، وعليه فإن الإصدارات الفعلية عادة ما تعاني من التسعير غير صحيحة، والتوقيت الخطأ، وعدم كفاية الدعم ما بعد البيع، لذلك فإن اختيار هيئة (دار أو مؤسسة) إصدار مهنية لقيادة الإصدار هو قرار حاسم للمقترض، ويترتب على هذا القرار آثار هامة (تساوي الأمور الأخرى) لوضع الإصدار.

بالنسبة للمصدرين الرئيسيين فإن الخيار مقيد بالاختيار المسبق للوسطاء الذين يحتفظون بعلاقات معهم، ويوضح المقترضون الآخرون استعدادهم للاستماع إلى مقترحات من أي هيئات اصدار، ويختار بعض المصدرين المتكررين مدير قائد على أساس معيار واحد فقط: أقل تكلفة للأموال.

ومع ذلك، لا يتم منح التفويض عادة على أساس التكلفة وحدها، اذا يبحث المصدرون على ضمانات فيما يتعلق بمعايير أخرى، بما في ذلك:

(1)تنسيق هيئة الإصدار: مناقشة المديرين الرئيسيين للترتيبات المتعلقة بالتسوية السليمة والمنسقة للإصدار وبشأن الشروط المقترحة.

(2)الالتزام الرأسمالي للمدير الرئيسي: القدرة على تقديم عرض اكتتاب كامل والتأكد من ضمان دعم الإصدار في حالة تحركات العائد السلبية.

(3)فعالية صنع السوق: قدرة المدير الرئيسي على تعزيز السيولة لهذا الاصدار .

(4)القدرة على تقديم مجموعة واسعة من المنتجات المشتقة التي قد تدخل في هيكل الاصدار .

(5)وضع السوق: قدرة مدير القيادة على إظهار علاقات جيدة مع المشاركين الآخرين في السوق.

والجدول التالي يعرض كبار مدرء الإصدارات الدولية (جميع العملات) لسنة 2015.

الجدول رقم (02): كبار مدرء الإصدارات الدولية (جميع العملات) لسنة 2015.

النسبة	المبلغ (مليار دولار)	الإصدارات	المؤسسة
8.69	343.19	1368	JP Morgan
7.96	314.44	1183	Citi
7.80	308.20	1098	BofA Merrill Lynch
7.20	284.57	1002	Barclays
5.82	229.95	973	Deutsche Bank

Source : INTERNATIONAL BOND MARKETS; IFR New Issue League Tables.

وقد تغيرت هذه القائمة بشكل ملحوظ خلال العشر سنوات الماضية، فقد كانت البنوك الاستثمارية اليابانية، مثل:

Nomura Securities, Daiwa Securities, Yamaichi, and Nikko Securities

في قمة هذه القائمة، وأدى الركود الشديد الذي عانى منه اليابانيون خلال التسعينات إلى تقليص دور تلك البنوك.

#### 4- تسعير السندات الأوروبية:

باعتبارها سوقا موازية أو خارجية-أوف-شور، يجب أن يقدم سوق السندات الأوروبية أسعارا وشروطا مناسبة لكل من المصدرين والمستثمرين لجذبهم من الأسواق الوطنية التقليدية.

ففي سوق العملات الأوروبية، يلاحظ أن الفروقات الواسعة بين أسعار الفائدة على الودائع والإقراض أعطى البنوك الأوروبية فرصة للتنافس، حيث تقدم معدلات فائدة أعلى للمودعين وأسعار فائدة أقل للمقترضين، ومع ذلك فهي ما زالت تكسب هامشا من الوساطة، ويمكن تطبيق نفس المبدأ في سوق السندات الأوروبية.

## 5- تجزئة السوق وتسعير السندات الأوروبية:

كيف يمكن أن يستفيد كل من المصدرين والمستثمرين من السوق الخارجية التي عادة ما تفرض رسوما أعلى من الاكتتاب مما هو عليه في السوق الوطنية؟

من جهة المصدر، الجواب هو أن رسوم الاكتتاب هي تكلفة لمرة واحدة وجزء فقط من التكلفة الإجمالية. قد تكون هناك وفورات معينة في التكاليف حيث أن سوق السندات الأوروبية غالبا ما يسمح للشركات بإصدار السندات بسرعة أكبر وبتكلفة ودرجة إفصاح أقل.

الإفصاح: تقديم الحقائق والتفاصيل المتعلقة بمجال أو عملية تجارية.

بشكل عام، تتطلب التبادلات الأمنية ومجلس الأوراق المالية الأمريكية من الشركات أن تكشف للمجتمع الاستثماري الحقائق المتعلقة بالقضايا التي ستؤثر على أسعار أسهم الشركات. كما أن الإفصاح مطلوب أيضا عندما تقدم الشركات طلبات عامة.

والأهم من ذلك هو الوفورات الجارية التي تأتي من انخفاض تكلفة الفائدة السنوية في سوق السندات الأوروبية مما هو عليه في السوق الوطنية، ويبدو أن سوق السندات الأوروبية يعمل كسوق رأس مال مجزأ، حيث يتم تحديد أسعار السندات في المقام الأول من قبل المشاركين في السوق الأوروبية الذين يعطون أقل من الاعتبار الكامل لكيفية تسعير هذه السندات في السوق الوطنية.

## 6- السوق الثانوية لسندات الاورو:

يتم إدراج إصدارات السندات الأوروبية عامة في واحد أو أكثر من البورصات فالتبادلات الرئيسية للإصدارات بالدولار الأمريكي، الدولار الكندي، وحدات نقدية أوروبية، هي بورصة لوكسمبورغ وبورصة لندن، وتميل الإصدارات المقومة بالعملات الأوروبية إلى إدراجها في البورصة المحلية؛ على سبيل المثال، يتم إدراج الإصدارات في الغيلدر الهولندية-قبل اليورو- في بورصة أمستردام على الرغم من أن إصدارات سندات الاورو مدرجة، ليس هناك التزام قانوني على التجار للتعامل على التبادلات.

وفي اوقات مبكرة، كان التعامل في سندات الاورو يتم مباشرة، ففي عام 1969، أنشأ تجار سندات الاورو سوقا على مدار الساعة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم التي شكلت الرابطة الدولية لتجار السندات (AIBD)، وكان الغرض الأصلي للهيئة هو وضع إطار من القواعد التي يمكن أن تعمل بموجبها إصدارات السندات الأوروبية التي تعمل مباشرة، وتوفير التوجيه والاستقرار لهذه السوق المتغيرة بسرعة، وفي عام 1991، أعيد تنظيم AIBD في جمعية سوق الأوراق المالية الدولية (ISMA) والحقيقة أن العديد من أعضاء AIBD توسعت إلى الأوراق المالية الأخرى، ISMA مقرها في زيورخ، هي هيئة صناعة التنظيم الذاتي وربطة التجارة لسوق الأوراق المالية الدولية لديه بعض التشابه مع الرابطة الوطنية الأمريكية لتجار الأوراق المالية (NASD) جميع صناعات السوق والتجار في سندات الاورو هم جزء من ISMA وتطلب هيئة ISMA للمواصفات والمقاييس من أعضائها الإبلاغ عن شروط صفقاتهم من خلال نظام إلكتروني لتنسيق المطابقة والتأكيد يدعى تراكس TRAX

ويتم ذلك لضمان شفافية الأسعار في السوق، ويتعامل تراكس مع 40,000 إلى 50,000 معاملة في اليوم، ويوفر أسعار تداول موثوقة على أكثر من 3500 ورقة يوميا. ولذلك، فإن ISMA في الواقع بمثابة بورصة بديلة ليس لديها أي مقر تجاري، كما أنها لا تحدد متطلبات الإدراج الرسمية أو متطلبات الإبلاغ عن المصدر.

## جدول: يبين الموقع الجغرافي لأعضاء ISMA

المنطقة	عدد الأعضاء
الولايات المتحدة	48
بلجيكا	33
الشرق الأقصى	33
فرنسا/اسبانيا	52
ألمانيا/النمسا	57
ايطاليا	26
لوكسمبورغ	63
الشرق الأوسط	33
هولندا	47
اسكندنافيا	55
سويسرا	141
المملكة المتحدة	219

وتجدر الإشارة إلى أن البنوك السويسرية هي أكبر المستثمرين، ولكن بسبب ضريبة الطوابع المحلية على جميع المعاملات السويسرية، فإنها غالبا ما تستكمل صفقاتها في أماكن أخرى، وتعتبر لندن هي المركز الرئيسي لتجارة السندات الأوروبية.

### الأسواق السندات الأجنبية:

قبل تسعين عاما، كانت أسواق السندات الدولية تتألف فقط من السندات الأجنبية، أي السندات المصدرة والمودعة والمتداولة في سوق السندات التي كانت خارجية عن بلد تأسيس المصدر. هذه الأسواق لديها معظم الميزات التي هي المعيار في أسواق السندات اليوم:

- (أ) كان المصدرون عادة حكومات أجنبية أو مؤسسات القطاع الخاص مثل شركات السكك الحديدية.
  - (ب) تم الاكتتاب في قضايا من قبل المستثمرين الأفراد والمؤسسات.
  - (ت) تم ربط المصدرين والمستثمرين من قبل المصارف الخاصة القارية والمنازل التجارية القديمة في لندن.
  - (ث) تم تأسيس الاكتتاب وتغطية مخاطر الاكتتاب، وكان هيكل السندات مماثل لتلك السائدة اليوم.
- بعد الحرب العالمية الأولى، شهد العالم اقتصادا أمريكيا قويا ودولار أمريكي قوي، وخلال هذه الفترة عملت أسواق رأس المال العالمية في المقام الأول على توجيه المدخرات الأوروبية إلى الاقتصاد الأمريكي، وظل نشاط الإصدار في أماكن أخرى من الأسواق الدولية صغيرا، وهيمنة سوق السندات الأجنبية الأمريكية، التي يطلق عليها سوق سندات يانكي، أقوى بعد الحرب العالمية الثانية.
- ولسنوات كان سوق السندات يانكي أكبر وأهم سوق السندات الأجنبية، إلا أن نمو سوق سندات يانكي أعاقته ضريبة معادلة الفائدة الأمريكية التي كانت سارية بين 1963-1974، وتملك أسواق السندات الأجنبية الأخرى حصة كبيرة من السوق الدولية الآن.