

دور المنتجات المالية المركبة في تنشيط الأسواق المالية- حالة السوق المالية التركية-

The Role Of Structured Financial Products In The Activation Of The Financial Market - Turkish Financial Market Case Study

سارة بكوش*

مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة فرحات عباس 1 سطيف

تاريخ النشر: 2019/12/31

ملخص:

شهدت صناعة المنتجات المالية منذ ظهورها نموا كبيرا ومتسارعا أدى إلى تغذية السوق المالية بسيولة كبيرة. والتغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية أدى إلى ضرورة البحث عن منتجات مالية جديدة أدنى مخاطر وأعلى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكّنت من ابتكار مجموعة من المنتجات منها المنتجات المالية المركبة، وتأتي هذه الورقة البحثية لتوضيح مختلف جوانب المنتجات المالية المركبة ودورها في تنشيط الأسواق المالية ، مع دراسة حالة السوق المالية التركية

الكلمات المفتاحية: المنتجات المالية المركبة، تنشيط الأسواق المالية ، السوق المالية التركية

Abstract:

The industry of financial products has seen since its appearance significant growth and rapidly led to the feeding financial market liquidity is very large. The constant change in economic and financial environment led to an inevitable search for new products with high revenues and less risks. In facts ; this was successfully full filled throught the financial engineering which was able to create new products such as structured financial products. The present paper aims to reveal the different aspects of structured financial products and significant role in stimulating the financial markets, With a case study of the Turkish financial market.

Keywords: structured financial products, stimulating the financial markets, Turkish financial market .

تاريخ الارسال: 2019/12/26 تاريخ القبول: 2019/12/29 *Sarhsamara2@gmail.com

مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية، وتعاضمت أهميتها نظرا للدور الذي تؤديه هذه الأسواق بتحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي. ويُعتبر وجود سوق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، لذا تسعى معظم الدول إلى تنشيط أسواقها المالية بالاستجابة للمتغيرات المتلاحقة التي تمر بها الصناعة المالية بتحديث وتطوير المنتجات المالية.

و في السنوات الأخيرة إضافة للمنتجات التقليدية والمشتقات ظهرت العديد من المنتجات المالية إلى حد قد يصعب معه حصرها جميعا، حيث أسفرت عملية الابتكار في الأسواق المالية إدخال منتجات جديدة استجابة لاحتياجات المستثمرين المختلفة، ومن هذه المنتجات نجد المنتجات المالية المركبة (وتسمى أيضا بالمنتجات المهيكلة)، والتي يعتبرها العديد من الاقتصاديين من أهم المنتجات المالية التي سيكون لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية. و من هنا تبرز إشكالية الدراسة فيما يلي:

إلى أي مدى يمكن أن تساهم المنتجات المالية المركبة في تنشيط الأسواق المالية؟

ومن الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهي عوامل تنشيط الأسواق المالية؟
 - ما مفهوم المنتجات المالية المركبة؟
 - كيف تساهم المنتجات المالية المركبة في تنشيط الأسواق المالية؟
- وللإجابة على إشكالية الدراسة تم طرح الفرضية التالية:
- للمنتجات المالية المركبة أهمية كبيرة في تنشيط الأسواق المالية.
- منهجية الدراسة: من أجل الوصول إلى إجابات واضحة على الأسئلة المطروحة ارتأينا استخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بكل جوانب الموضوع.

1. تنشيط الأسواق المالية

قبل التطرق إلى عوامل تنشيط الأسواق المالية ، سنقوم أولا بتعريف السوق المالية فيما يلي:

1.1 تعريف السوق المالية:

- لقد تعددت تعريفات السوق المالية من قبل الباحثين والخبراء الماليين، حيث عرفها البعض بأنها:
- السوق المالية هي المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كألسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي؛ (Madura, 2006, p. 02)
 - السوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة. (التميمي و سلام، 2004، صفحة 106)

2.1 عوامل تنشيط السوق المالية

هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفاءة، وقاعدة العرض والطلب هي التي تلعب الدور الرئيسي في تنشيط السوق المالية (محفوظ، 2011، صفحة 638)، ويتم تنشيط السوق المالية إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وفي الدول المتقدمة يكفي التنشيط من أحد الجانبين حيث أنّ النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الاستجابة التلقائية (قرياقص، 2002، صفحة 265). أما في الدول المتخلفة فيجب أن يكون التنشيط من الجانبين معا، فلا جدوى من تنشيط جانب العرض دون أن يكون هناك طلب كافي على المنتجات المالية.

1.2.1 تنشيط السوق المالية من جانب العرض

يمكن تنشيط السوق المالية في جانب العرض بإنشاء أو توسيع شركات أموال وكذا خلق أدوات جديدة لجذب أكبر شريحة من المستثمرين في المنتجات المالية. وستتناول هاته العناصر فيما يلي:

1.1.2.1 إنشاء وتوسيع شركات أموال

إن إنشاء و توسيع شركات الأموال يكون من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد القومي، و بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها - بعد الاطمئنان إلى قيامها ونجاحها- على عدد أكبر من المدخرين الأفراد ، ووضع حدود قصوى للملكية وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة (أوصاف و عاشور، 2010، صفحة 12).

كما يُمكن للحكومة أن تفرض على الشركات زيادة المعروض من المنتجات المالية، ويكون ذلك بأسلوبين هما:

- **أسلوب إلزامي:** وهو من خلال الأحكام التشريعية في مطالبة بعض الشركات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العام، أو الإدراج التلقائي في البورصة، عندما يصل رأسمال هذه الشركات إلى حد معين.

- **أسلوب تشجيعي:** والمتمثل في السياسات الضريبية، التي تحفز على التوسع في الإصدارات الجديدة لتخفيف اتجاه الأفراد إلى الاستهلاك، كما تلجأ بعض الشركات إلى إعادة استثمار بعض أرباحها ليس بتحويلها إلى احتياطات، إنما بتوزيع جزء من الأرباح في شكل أسهم إضافية.

يجب أيضا على الدولة لتنشيط السوق المالية توفير ودعم المؤسسات المالية الوسيطة لأنها تؤدي دورا هاما في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية، حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، كما يمكنها أيضا طرح منتجاته المالية للتداول في السوق المالية، ومن هذه المؤسسات نجد البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وشركات التأمين صناديق الاستثمار وغيرها.

ولابد أيضا من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها؛ وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيي؛ ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.

2.1.2.1 خلق أدوات جديدة

يستدعي تنشيط السوق المالية من جانب العرض استحداث وتطوير مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تلبى المتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين؛ ولقد أثبتت الكثير من الدراسات دور الهندسة المالية في توسيع قاعد المعروض من المنتجات المالية مما يؤدي إلى جذب فئات جديدة من المستثمرين.

كما يُساهم إدراج المنتجات المالية التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها ستمثل زخما كبيرا يسهم في تنشيط الأسواق المالية، إذ ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدارتها.

2.2.1 تنشيط السوق المالية من جانب الطلب

يمكن تنشيط السوق المالية في جانب الطلب بنشر الوعي المالي وكذا توفير كل المعلومات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وستناول هاته العناصر فيما يلي:

1.2.2.1 نشر الوعي المالي

الوعي المالي هو أحد المستلزمات المهمة لتهيئة مناخ استثماري وادخاري سليم ومناسب، حيث أنّ توفر درجة عالية من الوعي المالي لدى الشركات والأفراد بالفرص والمزايا الاستثمارية التي توفرها السوق المالية يُشكل عاملا مهما في تعزيز دور السوق ودفعه نحو الاتجاه الصحيح للقيام بالدور المنشود منه كقناة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية. هذا ويُمكن قياس تطور الوعي المالي بقياس كلا من الوعي الاستثماري والوعي الادخاري كما يلي:

- **الوعي الاستثماري:** يُقاس عن طريق قياس معدل النمو في تأسيس الشركات ومقدار رؤوس الأموال، والأسهم المصدرة وحجم التعامل فيها ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **الوعي الادخاري:** يُقاس بحجم ودائع القطاع الخاص والقطاع العائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الاجمالي.

2.2.2.1 توفير المعلومات الكافية عن الشركات المسجلة بالبورصة

تُعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لتنشيط السوق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية. كما تُمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، ودرجة ثقة المستثمرين تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة عن واقع

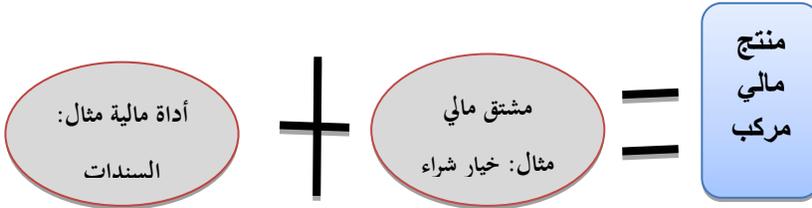
الجهات المصدرة للمنتجات المالية إضافة للوضع الاقتصادي العام للبلد المعني، لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أنّ قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين، ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية. (الداغر، 2005، صفحة 277).

2. المنتجات المالية المركبة

ظهرت في السنوات الأخيرة إضافة إلى المنتجات التقليدية والمشتقات العديد من المنتجات المالية إلى حد قد يصعب معه حصرها جميعاً، حيث أسفرت عملية الابتكار في الأسواق المالية عن إدخال منتجات جديدة استجابة لاحتياجات المستثمرين المختلفة، ومن هذه المنتجات نجد المنتجات المركبة (وتسمى أيضاً بالمنتجات المهيكلة). وستعرف عليها في هذا العنصر.

1.2 تعريف المنتجات المالية المركبة

- المنتجات المالية المركبة هي: الأدوات المالية التي تتوقف تدفقاتها المالية على مؤشر أو أكثر ويحتوي على عقود آجلة أو خيارات أو أوراق مالية حيث يحصل المستثمرون على عائد من قبل المصدرين والذي يتأثر بالتغيرات الحاصلة في قيمة الأصول المعنية أو المؤشرات أو أسعار الفائدة أو التدفقات النقدية (christl, 2004, p. 7).
- المنتج المالي المركب يجمع عنصرين ورقة مالية ذات دخل ثابت (سندات ذات الكوبون الصفري) تضمن كامل أو جزء من رأس المال ومنتج من المشتقات المالية (jamil, 2011, p. 8).



مثال عن المنتجات المركبة: (التعليم، 2012)

أنت مقتنع بأن سوق الأسهم مقبلة على الارتفاع في السنتين القادمتين فتقرر توظيف 100.000 دولار أمريكي في مؤشر داو جونز، لكنك لاتريد المجازفة بأي شكل من الأشكال برأس مالك. فيمكنك

شراء المنتج التالي: 2 years principal protected note linked to the Dow Jones index (إذن مالي ذو رأس مال مضمون صالح لمدة سنتين ويعائد مرتبط بأداء مؤشر داو جونز).

بعد سنتين ماذا ستجني؟ هناك سيناريوهان ممكنان:

- السيناريو الأول: مؤشر داو جونز هو أدنى من المستوى الأولي وقت شرائك للمنتج، ونظراً إلى الأداء السلي للمؤشر لا تخفي أي عائد لكنك تستعيد قيمة استثمارك الأولى البالغة 100.000 دولار.
- السيناريو الثاني: مؤشر داو جونز أعلى بنحو 10% من المستوى الأولي وقت شرائك للمنتج، تستعيد قيمة استثمارك الأولى البالغة 100.000 دولار إضافة إلى قيمة تمثل المكسب من مشاركتك في الأداء السعودي لمؤشر داو جونز، وتعتمد هذه المشاركة على سعر الفائدة السائد وكلفة شراء خيار الشراء، وقد أتاح لك هذا المنتج المراهنة على الاتجاه السعودي للسوق إلى جانب حماية رأسمالك في حال انقلاب السوق.

2.2 خصائص المنتجات المالية المركبة

تتميز المنتجات المالية المركبة بمجموعة من الخصائص والتي يمكن إدراجها في النقاط التالية (فندوز، 2008، الصفحات 86-87):

- التوفيق بين العائد والمخاطرة: بما أن المنتج المركب مزيج بين منتجين أو أكثر فإنه يتميز بخلط بين العائد والمخاطرة، وبالتالي يؤدي إلى تحميل جزء قليل من الخسارة إذا وقعت، والحصول على الجزء الأكبر من الأرباح إذا تحققت، وهذا إذا توافقت توقعات المستثمر مع الواقع؛
- قابلية التسييل: حيث تُتيح بعض المنتجات المركبة إمكانية تسييلها خاصة التي تقوم على أسعار الأسهم أو العملات، وهذا باعتبار أنّ لها أسعاراً يومية وحتى آنية؛
- الحاجة إلى الوساطة: يتم بيع هذه المنتجات للمؤسسات الاستثمارية والمدراء ووسطاء الأصول والشركات الراغبة بالاستثمار، ونادراً ما يتعامل بها المستثمرون الأفراد.

3.2 محاسن ومساوئ المنتجات المالية المركبة

- المنتجات المالية المركبة وكغيرها من المنتجات تتميز بمجموعة من المحاسن كما لا تتجرد من مجموعة من العيوب، وستتناول هذه المحاسن والعيوب في هذا العنصر:
- محاسن المنتجات المالية المركبة: هناك العديد من ميزات المنتجات المالية المركبة، أهمها:

- **عائد مرتفع:** للمنتجات المركبة عائد أعلى من السندات التقليدية أو الودائع وبالتالي فهي منتجات جذابة للمستثمرين (المنتجات المركبة بمستوى مخاطر أعلى تحقق عائد أكبر)؛
- **حماية رأس المال:** توفر المنتجات المركبة عنصر الحماية لرأس المال، وقد تكون هذه الحماية كاملة أو جزئية، وهذه الميزة تجذب الكثير من المستثمرين؛
- **المرونة:** تتوافر مجموعة واسعة من المنتجات المركبة التي تقوم على مؤشرات مختلفة والتي تتيح العائدات بطرق مختلفة وفي فترات زمنية مختلفة، ويعني ذلك أنه بإمكان المستثمر تفصيل محافظته من المنتجات المركبة لتعكس انجذابه إلى المخاطر والآفاق الزمنية.

- مساوئ المنتجات المالية المركبة

- المنتجات المالية المركبة مثل غيرها من المنتجات المالية لها مساوئ مثلما لها محاسن، نذكر منها:
- **قلة السيولة:** تُتاح المنتجات المركبة بصورة عامة لأجال محددة، في المقابل تتوافر الأسواق الثانوية لبعض المنتجات المركبة وليس كلها؛
- **التكاليف:** قد لا تكون تكاليف المنتجات المركبة واضحة دوماً وقد تكون مكلفة؛
- **المخاطر:** كلما زاد المنتج تعقيداً، زادت المخاطر، فالمنتج المرتبط بعدد من مؤشرات الأسهم على سبيل المثال ينطوي على مخاطر أعلى من مؤشر واحد فقط؛
- على الرغم من حقيقة أنّ المنتجات المركبة تُوفر حماية لرأس المال وعائد متوقع من الجزء الخاص بالخيار، إلا أنّ المستثمر لا يزال يفقد العائد المرتبط بالسندات الخالية من المخاطر، فعند تاريخ الاستحقاق وفي حالة عدم الحصول على عوائد من الجزء المتعلق بالخيار يحصل المستثمر على رأس المال الأولي فقط، أما في حالة السندات التقليدية فإنّ المستثمر وفي تاريخ الاستحقاق يتحصل على رأسماله الأولي إضافة إلى العائد الأكيد للسندات التقليدية، وفقدان هذه العوائد أو الأرباح الخالية من المخاطر تسمى بتكلفة الفرصة البديلة (jamil, 2011، صفحة 10).

4.2 أنواع المنتجات المالية المركبة

- للمنتجات المالية المركبة ثلاث أنواع رئيسية هي: منتجات مالية مركبة لأسعار الفائدة، منتجات مالية مركبة لمشتقات الملكية، ومنتجات مالية مركبة للعملات الأجنبية (christl, 2004, p. 2).

1.4.2 المنتجات المالية المركبة لأسعار الفائدة

هناك العديد من المنتجات المالية المركبة لأسعار الفائدة، نذكر منها:

-**السندات ذات الكوبون الصفري:** هي نوع من سندات الخصم، لا يحصل حاملها على فوائد دورية، لكن تتضمن دفعة وحيدة (تدفق نقدي وحيد) في نهاية الفترة (تاريخ الاستحقاق)، حيث أن تراكم الفوائد من فترة إلى أخرى دون تسديدها يجعل سعر السند يزداد في السوق المالي إلى أن يصل إلى أعلى حد له في تاريخ الاستحقاق، فإذا كان سعر الفائدة ثابتا على طول فترة السند فإن قيمة هذا الأخير تزداد بنفس ذلك السعر سنويا.

- **السندات بكوبونات عادية:** إن مشتري السندات بكوبونات عادية (على عكس السندات بكوبونات صفرية) يتلقى أو يستلم فائدة ثابتة وفي تاريخ معين (سنويا أو كل ستة أشهر) (christl, 2004, p. 13)، ما يميز هذه السندات أنه يمكن تفتيتها إلى عدد من السندات ذات الكوبونات الصفرية (محفوظ، 2011، صفحة 794).

-**قسيمات بأسعار فائدة متغيرة:** على خلاف السندات بكوبونات عادية فإن القسيمات بأسعار فائدة متغيرة لا تحمل أو لا تمنح فائدة ثابتة كنسبة محددة من قيمتها الاسمية، حيث أن إيرادات هذه القسيمات متعلقة بحركة سعر فائدة مرجعي (السعر السائد في السوق النقدية)، وتعديل هذه الإيرادات خلال فترات معينة (christl, 2004, p. 14). تمتاز هذه القسيمات بقلة التذبذب بسبب التعديلات الدورية التي تجري على أسعار فائدتها المتغيرة (محفوظ، 2011، صفحة 795).

2.4.2 المنتجات المالية المركبة لمشتقات الملكية

هناك العديد من المنتجات المالية المركبة لمشتقات المالية، نذكر منها:

- **السندات القابلة للتحويل:** هي سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أي تبادل السندات مقابل عدد معين من الأسهم، ويكون التحويل بشروط ومواعيد محددة سلفا. في كثير من الحالات يمكن استدعاء السندات القابلة للتحويل من طرف المصدر في تواريخ معينة بسعر إعادة شراء محدد مسبقا والذي يعتمد عادة على تاريخ الاستحقاق. وإذا قام المصدر بامتياز شرائها قد يقبل المستثمر سعر إعادة الشراء أو يقوم بتحويل السندات.

- **المنتجات ذات العوائد المرتفعة:** سندات الشركات التي تنطوي على درجة عالية من مخاطر عدم التسديد تصدر عادة مع عوائد مرتفعة وذلك لتعويض المستثمرين عن زيادة خطر عدم التسديد. هذا هو الحال أيضا مع المنتجات المركبة ذات العوائد المرتفعة التي تدفع استثنائيا كوبونات مرتفعة بالمقارنة مع السندات التقليدية (christl, 2004, p. 54).

3.4.2 المنتجات المالية المركبة للعملات الأجنبية

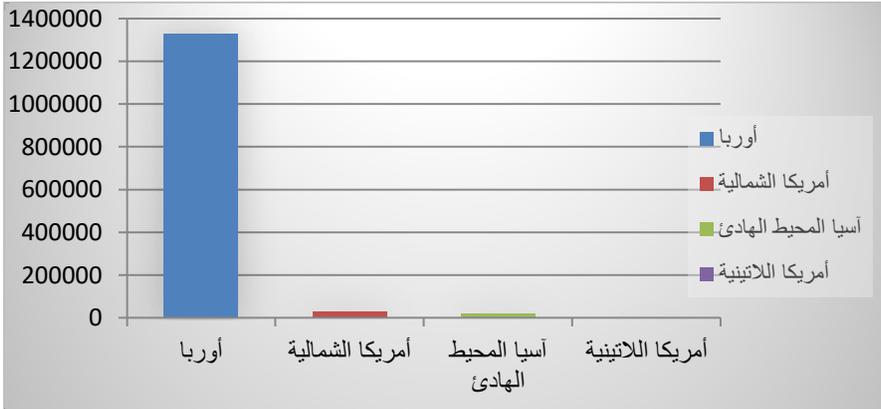
المنتجات المالية المركبة للعملات الأجنبية هي الأخرى كثيرة، لكن نذكر منها:

- **سندات العملات الأجنبية foreign currency bonds:** هي سندات تقليدية بكوبونات صادرة بعملة أخرى غير العملة المحلية، وتُسدّد الكوبونات ومبلغ التعويض بالعملة المصدر بها في تاريخ الاستحقاق، وبالتالي فإنّ الكوبونات وكذا الأصل يخضعون لتقلبات معدلات الصرف، والمستثمر في هذه السندات يتحمل المخاطر الناجمة عن هذه التقلبات (christl, 2004, p. 110).

5.2 نظرة عامة على سوق المنتجات المالية المركبة

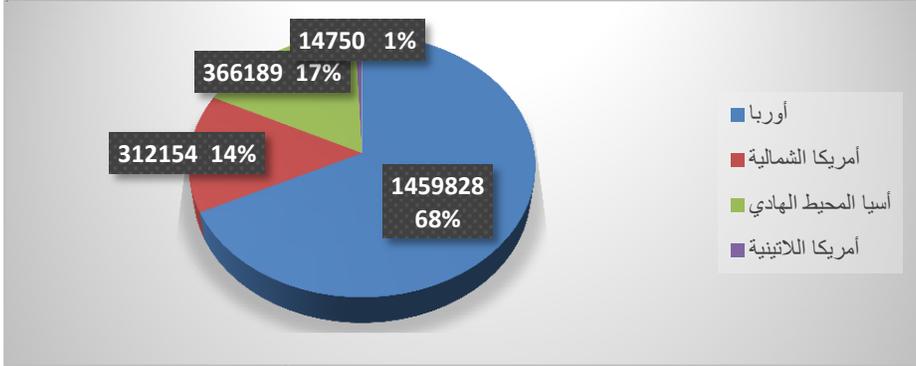
إنّ المنتجات المالية المركبة حديثة نسبيًا مقارنة بباقي المنتجات المالية، إلا أنّها جذبت انتباه العديد من المتعاملين في الأسواق المالية لما لها من ميزات تفضلها عن باقي المنتجات المالية، وكما تطرقنا سابقًا في المفهوم فإنّ أهم ميزة هي أنّ المنتج المالي المركب يحافظ على رأس المال من جهة، ويعمل على تنمية رأس المال من جهة أخرى. ويوضح الشكلين المواليين المنتجات المالية المركبة المصدرّة والمباعة عالميًا من 1995 إلى 2010:

شكل رقم (01): عدد المنتجات المالية المركبة المصدرّة من 1995 حتى 2010



Source: Z.EREN KOÇYİĞİT, the use of retail structured products and their application in Turkey, ISTANBUL University, 2010, p 75.

شكل رقم(02): إجمالي المنتجات المالية المركبة المباعة حول العالم من 1995 حتى 2010

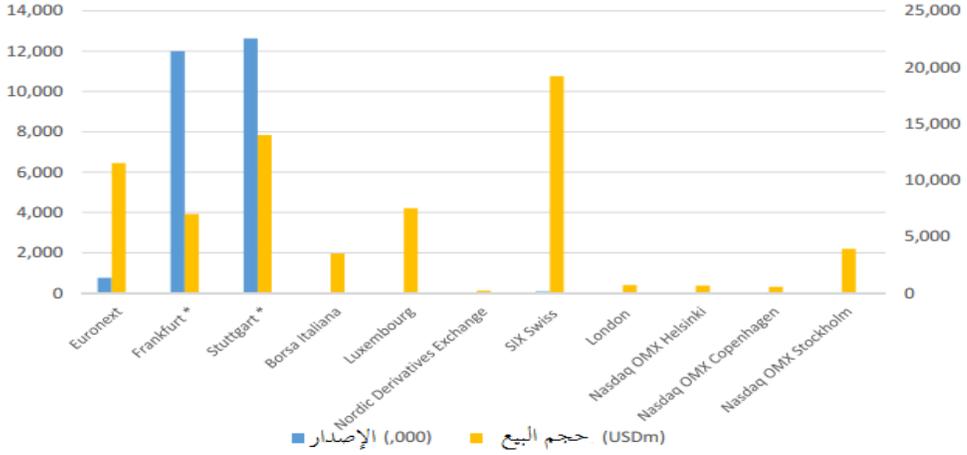


Source: Z.EREN KOÇYİĞİT, op.cit, p 76

من الشكلين السابقين نجد أنّ السوق الأوروبية تغطي الجزء الأكبر من حيث عدد المنتجات المالية المركبة المصدر ومن حيث حجم المنتجات المالية المركبة المباعة في الفترة الممتدة من 1995 إلى 2010، فنجد أنّها أصدرت 1327538 منتج مركب من مجموع 1380832 (المنتجات المصدر عبر العالم)، وهذا يعني أنّ حصتها في السوق هي 96%، أيضا في حجم المنتجات المباعة نجد أنّ 68% من المنتجات المالية المركبة يبعث في السوق الأوروبية (1459828 مليون أورو). أما بالنسبة لباقي الأسواق وبالنظر إلى المنتجات المصدر نجد أنّ كلا من سوق آسيا المحيط الهادي وسوق أمريكا الشمالية تحصلوا على حصة 2%، وسوق أمريكا اللاتينية تحصلت على أقل من 1%. أما إذا نظرنا إلى حجم المنتجات المباعة فنجد حصة سوق آسيا المحيط الهادي قدّرت بـ 17%، سوق أمريكا الشمالية تحصلت على 14%، وسوق أمريكا اللاتينية تحصلت على 1%. وفي الأخير نقول أنّ السوق الأوروبية هي السوق الأكثر نشاطا في المنتجات المالية المركبة المصدر والمباعة.

ولازالت السوق الأوروبية نشطة في مجال إصدار وبيع المنتجات المالية المركبة، والشكل الموالي يوضح لنا نشاط كبرى البورصات الأوروبية في المنتجات المالية المركبة لسنة 2015.

شكل رقم (03): إصدار وبيع المنتجات المالية المركبة المسجلة في كبريات البورصات الأوروبية لسنة 2015



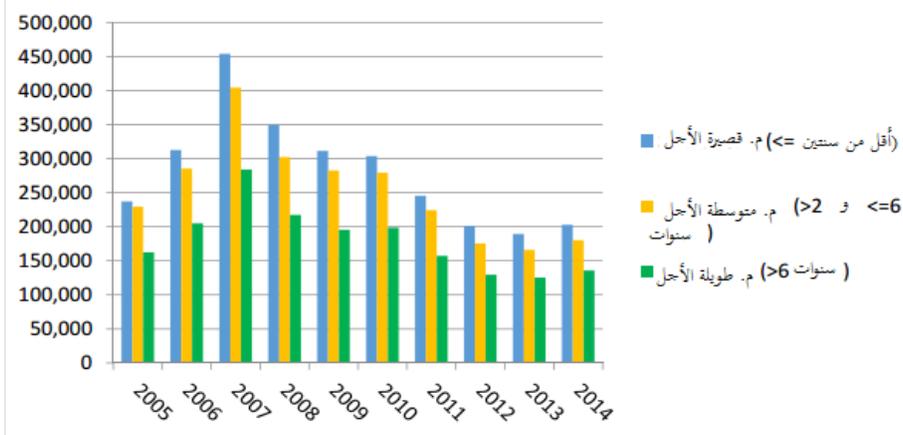
Source: Research Report For OIC, op.cit, p 09.

من الشكل السابق نلاحظ أنّ من جهة إصدار المنتجات المالية المركبة فإنّ بورصة Stuttgart تحتل المرتبة الأولى بـ 1263421 منتج مالي مركب مسجل بالبورصة، تليها بورصة Frankfurt بـ 1200249 منتج مالي مركب، تليها بورصة Euronext بـ 76115 منتج مالي مركب. أما من جهة المنتجات المالية المركبة المباعة فنجد أنّ بورصة Six swiss تحتل المرتبة الأولى بمبلغ 19212 مليون دولار، تليها بورصة Stuttgart بمبلغ 13999 مليون دولار، ثمّ بورصة Euronext بمبلغ 11516 مليون دولار. وما نلاحظه أنّ بورصة Euronext تحتل المراتب الأولى سواء من جهة إصدار المنتجات المالية المركبة أو من جهة بيعها فهي أحد أكبر وأكفأ البورصات العالمية ولها حصة كبيرة في السوق الأوروبية، فهي تقوم بتنفيذ المعاملات الخاصة بالمنتجات المالية في كل من بلجيكا وفرنسا والمملكة المتحدة وهولندا والبرتغال.

أما إذا تساءلنا عن أكثر المنتجات المالية المركبة جذبا للمتعاملين في السوق الأوروبية فالشكل الموالي يبيّننا عن هذا التساؤل:

شكل رقم (04): إجمالي حجم المنتجات المالية المركبة المباعة في السوق الأوروبية في الفترة 2005-2014

2014



Source: Research Report For OIC, op.cit, p 16

من الشكل السابق نلاحظ أنّ المنتجات المالية المركبة قصيرة الأجل (مدة استحقاقها أقل أو تساوي سنتين) هي الأكثر مبيعا في السوق الأوروبية في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2014، تليها المنتجات المالية المركبة متوسطة الأجل (مدة استحقاقها أكبر من سنتين وأقل أو تساوي 6 سنوات)، تليها المنتجات المالية المركبة طويلة الأجل (مدة استحقاقها أكبر من 6 سنوات). وبالتالي فإنّ المنتجات المالية المركبة قصيرة الأجل هي الأكثر جاذبية للمتعاملين في السوق الأوروبية.

3. دور المنتجات المالية المركبة في تنشيط السوق المالية التركية

تعود أصول أسواق الأوراق المالية المنظمة في تركيا إلى النصف الثاني من القرن 19، حيث تم إنشاء أول سوق للأوراق المالية خلال الفترة العثمانية في 1866 تحت اسم «Deraadet Tahvilat» «Borsasi أي بورصة إسطنبول للسندات، والتي اعتبرت كفرصة من قبل العديد من المستثمرين الأوروبيين الذين توقعوا عوائد مرتفعة من هذه الأوراق المالية. وبعد تأسيس الجمهورية أتاح قانون الأوراق المالية والصراف الأجنبي رقم 1447 الذي صدر سنة 1929 إنشاء سوق منظم لتداول الأوراق المالية تحت اسم " بورصة إسطنبول للأوراق المالية والصراف الأجنبي "، ويعتبر سوق إسطنبول للأوراق المالية (ISE) هو المؤسسة الوحيدة في تركيا لتداول الأوراق المالية، والتي تم تأسيسها سنة

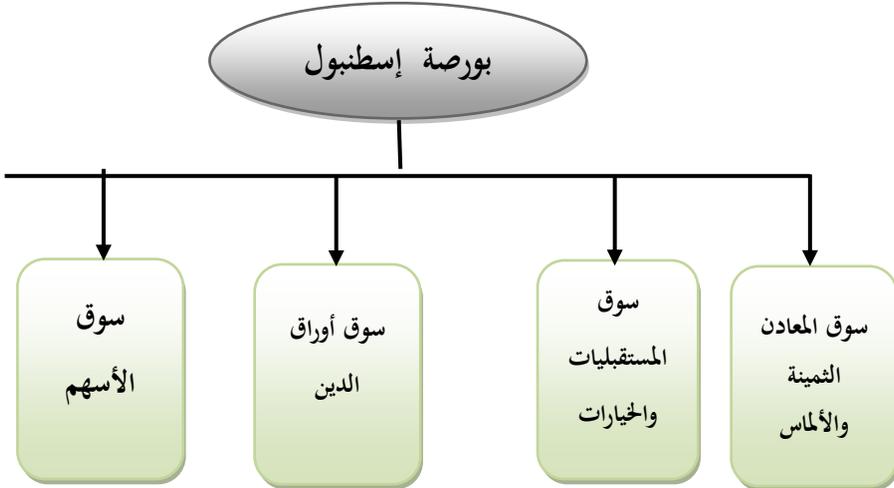
1985 (Borsa istanbul, 2013). وتعتبر السوق المالية التركية من الأسواق الناشئة القادرة على المنافسة على الصعيد الدولي، وهذا ما يجعلها تجربة ناجحة يمكن الاستفادة منها.

ولقد شهدت السوق المالية التركية تغييرا كبيرا من الناحية القانونية، حيث نجد قانون أسواق رأس المال رقم 2499، وقانون-المرسوم رقم 91 فيما يتعلق بتبادل الأوراق المالية (الأول هو القانون الذي ينظم تقريبا كل جانب من جوانب أسواق رأس المال التركية كقانون تشريعي، ويشكل الثاني الأساس القانوني للأسواق المنظمة في تركيا، بما في ذلك بورصة إسطنبول)، تم إلغاؤه بموجب قانون أسواق رأس المال رقم 6362 الذي تم سنه مؤخرا. حيث أصدر القانون رقم 6362 كقانون للإصلاح، وفي محاولة لتحقيق الانسجام بين تنظيم أسواق رأس المال التركية واتفاقات الاتحاد الأوروبي، وتحسين اندماج أسواق رأس المال التركية مع الأسواق العالمية، وتعزيز قدرتها على المنافسة (Borsa istanbul, 2013).

1.3 أسواق بورصة إسطنبول

توفر بورصة إسطنبول الفرصة للاستثمار في مختلف المنتجات، في بيئة تجارية منظمة وشفافة وموثوق بها للمستثمرين المحليين والدوليين، مع قدراتها التكنولوجية الحديثة، حيث تتم كل المعاملات إلكترونيا. وتضم بورصة إسطنبول أربعة أسواق، كما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (05): أسواق بورصة إسطنبول



المصدر: من موقع بورصة إسطنبول، تاريخ الاطلاع: 2019-12-26

يتضح من الشكل السابق، أنّ بورصة إسطنبول تضم أربعة أسواق وهي: سوق الأسهم، سوق أوراق الدين، سوق المستقبلات والخيارات، وسوق للمعادن الثمينة.

2.3 أداء السوق المالية التركية

تُعتبر السوق المالية التركية من الأسواق الناشئة التي أوجدت لها مكانة بين الأسواق الجاذبة للمستثمرين الأجانب لما حققته من نتائج وأداءات إيجابية، والجدول الموالي يوضح أهم المؤشرات التي تعكس نشاطها:

جدول رقم (01): مؤشرات نشاط السوق المالية التركية لسنة 2018

المؤشر	القيمة
إجمالي التداول في سوق الأسهم	425 مليار دولار
معدل دوران الأسهم	242%
إجمالي التداول في سوق أوراق الدين	831 مليار دولار
إجمالي التداول في سوق المشتقات	277 مليار دولار
إجمالي التداول في سوق المعادن الثمينة والألماس	11.2 مليار دولار
الرسملة السوقية	164.5 مليار دولار
معدل الرسملة=الرسملة السوقية/GDP	21.5%
عدد الشركات المدرجة	402

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة إسطنبول متوفر على الموقع :

<https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-2018-annual-report.pdf?sfvrsn=6>

يلاحظ من الجدول السابق الأداء الإيجابي الذي حققته السوق المالية التركية سنة 2018، فنجد أنّ قيمة إجمالي حجم التداول في سوق الأسهم قدّرت بـ 425 مليار دولار واحتلت بهذه القيمة المرتبة 21 عالمياً، كما سجلت معدل دوران أسهم قدر بـ 242% واحتلت بهذه النسبة المرتبة الأولى أوروبا والثانية عالمياً، ويعكس هذا المعدل السيولة الكبيرة للسوق المالية التركية، كما أنه يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات. أما فيما يخص إجمالي التداول في سوق أوراق الدين فحققت

831 مليار دولار واحتلت بهذه القيمة المرتبة الثامنة عالميا. كما حققت معدل رسملة قدر بـ 21.5% ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. وتبين نسبة رسملة السوق مدى تواجد الثقافة البورصية أو المالية في اقتصاد بلد معين، فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فهذا يدل على أنّ الأفراد يتعاملون بالمنتجات المالية لتمويل النشاط الحقيقي، وكذلك يدل على أنّ حجم السوق المالية معتبر. كما نجد أنّها سجلت 402 شركة مدرجة ببورصتها، والمعروف أنه كلما كان عدد الشركات المدرجة في البورصة كبيرا، فهذا يدل على سوق مالية واسعة.

3.3 المنتجات المالية المركبة بالسوق المالية التركية

كما ذكر سابقا تعتبر المنتجات المالية المركبة من المنتجات الحديثة المتداولة في الأسواق المالية، ولكي تحافظ السوق المالية التركية على نشاطها وقدرتها التنافسية على الصعيد العالمي، قامت بإدراج هاته المنتجات حتى تلي احتياجات المتعاملين بها. و فيما يلي محاولة لتوضيح أهمية إدراج المنتجات المالية المركبة في تنشيط السوق المالية التركية.

جدول رقم (02): تطور عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة في السوق المالية التركية

خلال الفترة 2013-2018

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة	3306	3997	2898	2571	4842	5234

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لمجلس أسواق المال التركية وبيانات بورصة اسطنبول. على الموقعين:

www.borsaistanbul.com و www.cmb.gov.tr، تاريخ الاطلاع: 8-8-2019

يتضح من الجدول السابق أنّ عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة في تزايد خلال الفترة 2013-2018، ماعدا سنتي 2015 و 2016 حيث سُجل انخفاض، وهذا راجع لتخوف المستثمرين خاصة الأجانب من الأزمات السياسية الداخلية نتيجة المسألة الدستورية. ونجد أنّ عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة كان 3306 حساب سنة 2013 ليرتفع إلى 5234 حساب سنة 2018، وهذا دليل على أنّ إدراج المنتجات المالية المركبة كان له دور في جذب عدد

أكبر من المستثمرين والذي يعود بالإيجاب على تنشيط السوق المالية التركية، الذي انعكس على الأداء الإيجابي لها ومكناها من المنافسة على الصعيد العالمي.

الخلاصة:

من خلال ما جاء في هذه الدراسة، تبين أنّ المنتجات المالية المركبة سيكون لها أهمية كبيرة في تنشيط الأسواق المالية، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية، وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية. ويمكن توضيح أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- المنتجات المالية المركبة هي مزيج من السندات الخالية من المخاطر وخيار أو عقد آجل، حيث أنّ الجزء المتعلق بالسندات يضمن حماية رأس المال في حين أنّ الجزء المتعلق بالخيار أو الأجل يوفر إمكانية الحصول على عائد، وهذه المنتجات مناسبة لأولئك المستثمرين الذين يريدون حماية جزء أو كل استثماراتهم؛
- المنتج المالي المركب من حيث المخاطر هو منتج نموذجي يقع بين السندات والخيارات، وبعبارة أخرى المنتجات المركبة هي أكثر مخاطرة من السندات الحكومية وأقل مخاطرة من الخيارات. فمستوى مخاطر المنتجات المركبة يتحرك بين مستوى مخاطر السندات الحكومية ومستوى مخاطر الخيارات؛
- المنتجات المالية المركبة جذبت اهتمام العديد من المتعاملين في الأسواق المالية، وبهذا كانت لها مساهمة في تطوير الأسواق المالية العالمية، حيث كان لها دور في توسيع قاعدة الأسواق الأولية وتنشيط الأسواق الثانوية؛
- الأسواق المالية الأوروبية هي الأكثر تعاملًا بالمنتجات المالية المركبة مقارنة بالأسواق العالمية الأخرى؛
- المنتجات المالية المركبة قصيرة الأجل التي مدة استحقاقها أقل أو تساوي سنتين هي الأكثر جاذبية للمستثمرين في الأسواق المالية الأوروبية.
- للمنتجات المالية المركبة دور في زيادة جذب مستثمرين جدد للسوق المالية التركية وبالتالي زيادة نشاطها.

