

الفصل الرابع عناصر و أدوات النظام المالي الدولي

أولاً : النظام المالي :

ينظر إلى النظام المالي كأى منظومة متفاعلة على أنه مجموعة من المدخلات المتجاوبة في ما بينها من خلال العمليات لتحقيق أهداف معينة، وقياس مدى تحقيق هذه الأهداف، ويعد النظام المالي تجمعاً لأسواقٍ مختلفةٍ ، أو مجموعة من المؤسسات المالية وظيفتها الموازنة بين المدّخرات ، والاستثمارات ، ويعد النظام المالي من أهمّ معايير الدولة، حيث يوضّح القدرة المالية والاقتصادية لها.

1- مفهوم النظام المالي:

يقصد بالنظام المالي المؤسسات والأسواق والأفراد والقوانين والإجراءات التنظيمية والتقنيات التي يتم من خلالها تداول الأصول النقدية والمالية كأذون الخزانة والسندات والأسهم وغيرها ، ويكون دور النظام المالي محورياً في المجتمعات المعاصرة ، فهو يؤمن انتقال الموارد المالية الفائضة من المدخرين إلى المقترضين من أجل الاستثمار أو الاستهلاك ، وبمعنى آخر يجعل الأموال المعدة للاقراض والاقتراض متاحة ، ويقدم الوسائل والأدوات المالية التي تسهم في تعزيز التنمية الاقتصادية للبلد ، وبالتالي يرتفع مستوى المعيشة التي يتمتع بها مواطنيه.

2- مفهوم السوق المالي ووظائفه:

يتمثل السوق المالي في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي ، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال ، أو ما يطلق عليهم الوسطاء الماليون ويتمثلون في البنوك وشركات التأمين وصناديق المعاشات وغيرها من المؤسسات المالية ذات الاختصاص .

و يؤدي السوق المالي وظيفة هامة في النشاط الاقتصادي في أي مجتمع من المجتمعات ، تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي بما يؤدي إلى زيادة مستوى النشاط الاقتصادي وزيادة كفاءته. وعادة ما يتم نقل مدخرات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي من خلال سوق المال بطريقتين:

- التمويل المباشر : حيث تحصل الوحدات ذات العجز المالي على التمويل اللازم لها مباشرة من الوحدات ذات الفائض المالي ، وذلك من خلال قيام الوحدات ذات العجز المالي بإصدار حقوقاً مالية على نفسها في شكل أسهم وسندات وبيعها للوحدات ذات الفائض المالي ، وتمثل هذه الأصول المالية ديناً على الوحدات التي أصدرتها ومستحقة الدفع من دخلها في المستقبل

، كما تمثل هذه الأصول بالنسبة للوحدات التي اشترتها ، المقرضون حقوقاً على أصول ودخل المقترضين .

• التمويل غير المباشر : حيث تقوم المؤسسات المالية بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها ، وبيعها للوحدات ذات الفائض ، وتسمى أصولاً مالية غير مباشرة مثل شهادات الادخار وشهادات الاستثمار ، ثم تقوم بأقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والتي تقوم بإصدار وبيع أصولاً مالية مباشرة للمؤسسات المالية .

ثانياً : عناصر النظام المالي الدولي :

أن العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام المالي الدولي تتكون من المتعاملين والأسواق والأدوات (كما موضح في الشكل 1) ، وهي كالآتي :

1- المتعاملون :

وهم يشكلون اهم عناصر النظام المالي الدولي ، ويقسمون إلى ؛ المستثمرين و المقترضين و المشاركين .

أ-المستثمرون:

ويمكن إطلاق تسميتهم ب(وحدات الفائض المالي) ، وقد يكونون أفراداً أو مؤسسات أو حكومات او منظمات أقليلية أو دولية ، والمستثمر هو من يملك أرصدة فائضة من الأموال ويرغب في توظيفها والاستفادة منها، وهنا يجدر الإشارة إلى الفرق بين (التوظيف المالي) وبين (التوظيف الحقيقي للأموال).

التوظيف المالي : وهو يشير إلى الاستثمار في إحدى الأصول المالية كالأسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والتي تدر عائداً مالياً لصاحب هذا المال .

التوظيف الحقيقي للأموال (الإستثمار) : ويشير إلى شراء معدات وآلات جديدة (أصول) بغرض دفع الانتاج للزيادة أو المحافظة على الطاقة الانتاجية من خلال الاستثمار الاحلالي ، أما إيداع الأموال في أحد الأوعية الادخارية (كالبانوك) لا يغير من الصفة الاستثمارية لهذا الشخص ويصبح في هذه الحالة بمثابة مدخر وليس مستثمر مالي .

ب- المقترضون:

ويطلق عليهم أيضاً (وحدات العجز المالي) ، وقد يكونون أفراداً أو مؤسسات أو حكومات او منظمات أقليمية أو دولية ممن يعانون من عجز في موازناتهم وضعف في تمويلهم ، مما يدفعهم للتفكير في الحصول على قروض من الأسواق المالية الدولية أو يقومون بطرح (بيع) سندات في هذه الأسواق ، أو بالاقتراض المباشر من المؤسسات المالية أو المنظمات الدولية أو من الحكومات.

وغالباً ما يرغب المقترض في الحصول على الأموال من مصادر مختلفة بهدف توظيفها باستثمارات حقيقية ك شراء المعدات والآلات وتأسيس مؤسسات وإنشاء مصانع ومشروعات جديدة ، وفي هذه الحالة فإن المقترض يتقصد دور المستثمر ، وهنا تأخذ الأموال المُقترضة في إطار النظام المالي الدولي أحد اتجاهين:

الأول: انتقال الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المقترضين الذين يستخدمون هذه الأموال في الاستثمارات (أصحاب العجز المالي).

الثاني : تدفق عوائد وأرباح هذه الأموال من المقترضين إلى المدخرين.

ج- المشاركون:

يشار للمشاركين بالنظام المالي الدولي إلى السماسرة والوسطاء الذين يتعاملون في الأسواق لحسابهم أو لحساب الغير من الأفراد والمؤسسات والبنوك وشركات الاستثمار المالي وشركات التأمين وبنوك وصناديق الادخار ... إلخ ، ويقوم المشاركون بالتعامل في الأسواق المالية الدولية باستثمار الأموال الفائضة لديهم لتحقيق عوائد وأرباح على هذه الأموال ، كما يقومون بالحصول على قروض من الأسواق المالية أو يقومون بطرح سندات دولية في هذه الأسواق.

2- الأسواق المالية :

تمثل الأسواق المالية المحلية والدولية الشبكة الأساسية التي تنتقل من خلالها رؤوس الأموال وتنقسم الأسواق المالية من وجهة نظر الأجل الزمنية والأدوات المستخدمة إلى أسواق نقد Money Market وأسواق رأس المال Capital Market.

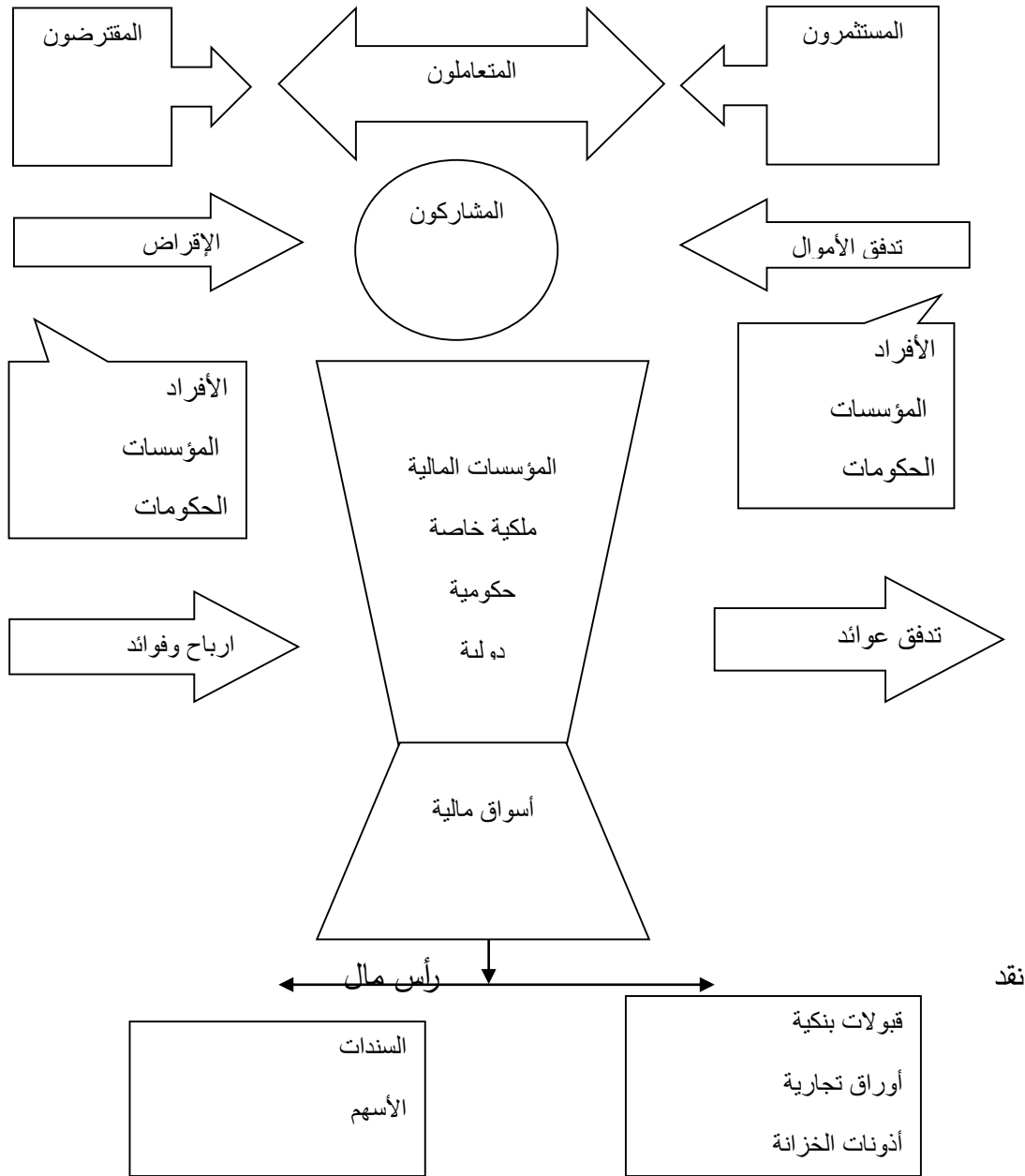
أ . أسواق النقد: وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بأدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها بين يوم وأقل من سنة ، وتتأثر أسواق النقد بالتغيرات التي تطرأ على أسعار

صرف العملات المختلفة ، كما تعكس الأدوات دينا محددًا.
ب. أسواق رأس المال: وهي الأسواق التي تتعامل غالبًا بحقوق الملكية مثل الأسهم والسندات ، وهي تعكس ديونا طويلة الأجل مثل السندات ، وتؤثر أسعار الفائدة بدرجة كبيرة في حركة الأموال في هذه الأسواق وبدرجة أقل تغيرات أسعار الصرف.

3- الأدوات :

- تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق.
- ففي أسواق النقد تكون أدوات التعامل في معظمها قصيرة الأجل مثل:
- أذونات الخزينة.
 - القبولات المصرفية.
 - الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
 - شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.
- أما الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال وهي الأدوات طويلة الأجل مثل:
- الأسهم التي تصدرها الشركات الصناعية.
 - السندات الدولية التي تقوم بطرحها هذه الشركات وتلك التي تطرحها حكومات الدول المختلفة في أسواق المال الدولية.

شكل (1) عناصر النظام المالي الدولي



المصدر: (بتصرف) عادل المهدي، التمويل الدولي، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر 1993.

ثالثاً: القروض الدولية :

القرض أو الدين وهو عبارة عن حق مالي أو مادي واجب يدين به أحد طرفي المعاملة (المدين أو المقترض) إلى الطرف الآخر الذي يُسمى (الدائن أو المقرض)؛ وعادةً ما يشير ذلك إلى الأصول التي كان الدائن قد قدمها على سبيل الإعارة والدين للمقترض، وفي نفس الوقت يمكن

أن يستخدم هذا المصطلح على سبيل الاستعارة ليشمل الالتزامات المعنوية أو الأخلاقية وغيرها من المعاملات غير القائمة على القيمة الاقتصادية ، ويتحقق القرض عندما يوافق الدائن على إقراض المدين مبلغاً من المال ، وفي معظم الحالات يتم منح القرض مع توقع سداد المبلغ الأصلي خلال فترة زمنية محددة ؛ مع إضافة نسبة مئوية أو مبلغ مقطوع يطلق عليه (الفائدة) ، في مجال التمويل، ينظر إلى القرض كوسيلة لاستخدام القوة الشرائية المستقبلية المتوقعة في الوقت الحاضر قبل أن يتم اكتسابها بالفعل، فتستخدم بعض الدول والشركات والمؤسسات التجارية القروض كجزء من إستراتيجية تمويلية مستقبلية .

أنواع القروض :

- تختلف تقسيمات القروض باختلاف المعيار الذي تستند إليه ، ومن أهم انماطها :
1. قروض استنادا على مكان القرض ومن ناحية مصدر القرض المكاني (القروض الداخلية والقروض الخارجية).
 2. قروض من ناحية حرية الاككتاب فيها (القروض الاختيارية والقروض الإلجبارية) .
 3. من ناحية توقيتات القرض (القروض الدائمة والقروض المؤقتة) .

1- القروض الداخلية والقروض الخارجية

يتم التمييز بين القرض الداخلي والقرض الخارجي على أساس مصدر القرض ، فإن كان من داخل حدود الدولة عُدَّ قرصا داخليا ، وإن كان من خارج حدود الدولة عُدَّ قرصا خارجيا ، كما أن القرض الداخلي يحقق للدولة الحصول على جزء من مدخرات الأفراد (من القوة الشرائية للأفراد) بالعملة المحلية، وهو لا يتسبب في أي زيادة للقوة الشرائية في التداول بل ينقل جزء من هذه القوة من فئة إلى فئة المكتتبين ، أما القرض الخارجي فيحقق للدولة المقترضة قوة شرائية بالعملات الأجنبية ، ويؤدي إلى زيادة القوة الشرائية للدولة المقترضة بما يستفيد منه الاقتصاد القومي من عملات صعبة خارجية تساعد في زيادة النمو الاقتصادي، إذ يقدم أحد الحلول الجوهرية لسد عجز ميزان مدفوعات

أو في حال حصول نقص في احتياط العملات الصعبة اللازمة لتمويل حاجاتها اللازمة لسير عملية التنمية الاقتصادية ، وهو القرض الذي تعتمد عليه أغلب الدول النامية.

2- القروض الاختيارية والقروض الإجبارية :

إن الأصل الغالب في القروض هي أن تكون اختيارية ، لذا يعد عامل الاختيار الفارق الأساسي بين القرض والضريبة ، ومع ذلك قد تلجأ الدولة أحياناً وفي حالات معينة إلى القروض الإجبارية التي تختلف عن القروض الاختيارية بكونها لا تترك للجمهور حرية اختيار شروط الاككتاب، إذ تستخدم الدولة سلطتها في اجبار الجمهور على إقراضها سواء كان ذلك بصورة مباشرة عن طريق اجبار الجمهور على الاقتراض المباشر بشروط تضعها الدولة على أساس ضمانات حكومية برد تلك القروض ، أو عن طريق غير مباشر وذلك عن طريق فرض رقابة صارمة على الائتمان الخاص بغرض تقييده وإجبار الجمهور على توجيه مدخراته الفائضة نحو القروض العامة ، وغالباً ما تتجح هذه الطريقة حينما يكون النظام الاقتصادي للبلد مسيطر عليه بصورة مركزية من قبل الدولة ، إذ تكون أغلب المصارف وصناديق التوفير وغيرها من المؤسسات المالية حكومية أو شبه حكومية خاضعة لسلطة الدولة ، وفي هذه الحالة لا يكون هناك خيار أمام الجمهور سوى التوجه نحو الاككتاب أو استغلال المدخرات الفائضة بالطرق التي تختارها الدولة .

وغالباً ما تلجأ الدولة إلى القروض الإجبارية في الحالات الآتية :

- توجه الدولة نحو امتصاص القوة الشرائية وقت التضخم المالي ، إذ تعتمد إلى سحب المبالغ الفائضة على أمل إعادتها بعد انتهاء الظرف الذي تسبب بالتضخم.
- قد تلجأ بعض الحكومات عند تأمين بعض المشروعات أو السلع الخاصة أو الأراضي إلى تعويض مالكيها بسندات مستحقة خلال فترات زمنية محددة .
- يعرض الجمهور عن إقراض الدولة حينما تضعف أو تنعدم الثقة بالحكومة بسبب عوامل اقتصادية أو سياسية ، فتضطر الحكومة إلى اجباره على اقراضها.
- في حالات معينة مثل الحروب أو الكوارث الطبيعية والحالات الطارئة.
- في حالات تأجيل موعد السداد المستحق من قبل الدولة يعد ذلك قرصاً إجبارياً ، فعند حلول موعد السداد تعتمد الدولة على تأجيل ذلك الموعد مما يعني نشوء قرض اجباري جديد تحت إرادة وسلطة الدولة المنفردة.

3- القروض المستمرة والقروض المؤقتة

القروض المستمرة هي القروض التي لا تلتزم الدولة بسدادها في آجالها المحددة ، تحت ضغط

العديد من الاسباب ، منها أسباب سياسية أو اقتصادية أو غيرها ، مما يؤدي إلى تراكم الفوائد حتى تتحول إلى عبء ثقيل يصعب تحريكه حتى عند تعاقب الحكومات والنظم السياسية ، كما حصل مع العراق قبل وبعد 2003.

أما بالنسبة للقروض المؤقتة فأنها تنقسم إلى ثلاثة أقسام:

- قروض طويلة الأجل (فترة سداد تتجاوز الخمس سنوات)
- قروض متوسطة الأجل (فترة سداد بين سنة وخمسة سنوات)
- القروض قصيرة الأجل (فترة سداد لا تتجاوز سنة واحدة).

الفارق بين القروض في اعلاه :

- ❖ يكون سعر الفائدة متدني للقروض قصيرة الأمد ومتوسط في القروض المتوسطة وعالي في القروض طويلة الأجل .
- ❖ غالباً ما تكون الفئة المكتتبة بالقروض القصيرة هي البنوك المركزية والمؤسسات المالية والمصارف التجارية ، أما القروض المتوسطة والطويلة الأجل فتكون غالبية المكتتبين بها هم من الجمهور بالاضافة إلى الجهات المشار إليها آنفاً
- ❖ للقروض قصيرة الأمد موعد واحد للسداد ، في حين قد يكون هناك خياران لموعد السداد في القروض المتوسطة وطويلة الأجل يمكن التسديد في أقربهما ويجب التسديد في أقصاها.

رابعاً: السندات الدولية :

تستخدم السندات بشكل عام كأداة دين محورية تلجأ إليها الحكومات والشركات لتمويل مشاريعها، إذ أنها توفر عائداً ملائماً للمستثمرين مقابل نسبة مخاطر غير عالية ، ويختلف معدل العائد المقدم من منظمة إلى اخرى وذلك بحسب تاريخ وسمعة ونشاط وطبيعة تلك المنظمة وملائتها المالية حيث أن العائد المقدم للمستثمرين من قبل منظمة مصدرة كبيرة سيكون أقل العائد المقدم من قبل منظمة أصغر وذلك أن المخاطرة في المنظمات الكبيرة أقل.

والسندات؛ هي أوراق مالية ذات قيمة متباينة تحدد وفقاً لعوامل معينة ، وهي أحد أوعية الاستثمار، والسند عادة ورقة مالية تثبت أن حائزها دائن إلى الجهة المصدرة للسند بمقدار القيمة المثبتة بالسند ، بغض النظر عن طبيعة الجهة المصدرة للسند سواء كانت حكومة أو شركة أو منظمة أو مشروع ، وغالباً ما تطرح السندات للبيع في الأسواق المالية لتحصيل مبلغ محدد

مطلوب لتنفيذ مشروع معين أو هدف ما ، فمثلاً قد تحتاج دولة ما لإنشاء مشروع سكك حديد أو خط مترو أو إنشاء محطة كهرباء ، أو تحتاج شركة ما لشراء معدات وآلات ، ولكنها ستصطدم بغياب موارد التمويل أو ضعفها ، مما لا يمكن توفيرها على المدى القصير أو لضخامة الهدف المبتغى تحقيقه ، وفي نفس الوقت لا يرغب صاحب المشروع بإدخال شركاء بسبب صعوبة ذلك في حال المشاريع الحكومية كأثناء الجامعات أو المشاريع الخدمية الضخمة .

كذلك لا يرغب بالاقتراض تحت ضغط الرهن أو التدخل بتفاصيل المشروع، فإن صاحب الحاجة لا يرغب في أن يكون هناك شريك له فيما يعمل سواء لعدم إمكانية المشاركة، كالأعمال الحكومية والبلدية أو المدارس، وحتى الشركات هناك منها من لا ترغب في التوسع عن طريق إيجاد شركات جديدة. لذا سيبقى الحل الأمثل في البحث عن موارد تمويل بديلة منها طلب قرض لتغطية المبلغ الذي تحتاجه عن طريق بنك أو مجموعة بنوك، ويمكن أن تطرح سندات بمبالغ غير كبيرة نسبياً ليتمكن شراؤها من قبل الجمهور العادي، وتكون تلك السندات بمثابة ورقة دين على الجهة المصدرة ، وتباع السندات للناس كوسيلة مضمونة للاستثمار .

وتعرض السندات للبيع بطرحها في الأسواق المالية على أساس أن قيمتها بالمبلغ المحدد، وغالباً ما يكون مبلغ السندات الحكومية أعلى بكثير من مبلغ السندات غير الحكومية ، إذ تبدأ أسعار السندات الحكومية من خمسة آلاف دولار صعوداً ، وتبدأ في الشركات الكبرى من 1000 دولار وصعوداً ، وأقل من ذلك بالنسبة للشركات المتوسطة والصغيرة .

ومن أهم مزايا السندات هي قابليتها على التداول في الأسواق ، إذ يستطيع حائزها بيعها متى احتاج لذلك ، وفقاً للمدة المتبقية لاستحقاق السند مع سعر الفائدة المتفق عليه .

1- تعريف السندات الدولية : السندات الدولية هي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض من خارج البلد سواء كان شخصاً أو مؤسسة أو حكومة بلد آخر ، وقد باتت السندات الدولية حالياً من أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل، إذ أصبحت تمثل جانبا مهما في محفظة الاستثمارات المالية لأي مؤسسة، و تعد أسواق السندات الدولية حديثة نسبياً، إذ أنها بدأت تحتل مركزها المهم في مجال الاستثمارات المالية الدولية مطلع ستينات القرن المنصرم .

2- أهمية السندات الدولية:

ترجع أهمية السندات الدولية إلى عدة مزايا وعوامل منها :
أ . يمكن من خلالها توظيف الأموال في مجالات مضمونة وقليلة المخاطر .

ب تعد السندات الدولية أداة ذات سيولة مرتفعة، على الرغم من طول استحقاقها، ومن هنا يمكن التنازل عنها في البيع في السوق الثانوية.

3. ينظر إليها كاستثمارات طويلة الأجل مما يجعلها تساهم في إعادة توزيع المدخرات على المقرضين على المستوى الدولي.

3- مزايا السندات الدولية :

أ. تنوع عملات الإصدار؛ إذ تصدر السندات الدولية بعملات متنوعة ومختلفة، يتصدرها الدولار ثم اليورو والين الياباني والجنيه الاسترليني واليوان الصيني وهكذا .

ب. تساهم السندات الدولية في عمليات تجميع المدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي، بحيث يقوم سوق السندات الدولية بتجميع المدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي واسع بين مختلف فئات المقرضين الذين يفضلون هذا النوع من الاقتراض، فسوق السندات الدولية بذلك يعتبر حلقة الوصل بين وحدات الفائض المالي المتوافرة عالمياً ووحدات العجز المالي.

ج. تمتاز السندات الدولية بأنها ذات سيولة عالية ، إذ يمكن تحويلها إلى نقد سائل عن طريق بيعها في سوق السندات الدولية في أي وقت ، لأنها تتمتع بكفالة الجهات المصدرة لها (الحكومات والمصارف) .

خامساً : أنواع السندات الدولية :

تنقسم أسواق السندات الدولية إلى ثلاثة أنواع رئيسة هي:⁽¹⁾

(السندات الأوروبية - السندات الأجنبية - سندات اليورو).

1- السندات الأوروبية :

هي تلك السندات التي يتم إصدارها من قبل مقرضين خارج حدود دولتهم، ويتم تداولها في سوق السندات الأجنبية التابع بلد واحد أو أكثر وبعملة تختلف عن عملة الدولة، التي يتم طرح السندات فيها، فعلى سبيل المثال لو أصدرت شركة أمريكية سندات وبيعت هذه السندات في لندن مقيمة بالفرنك السويسري، فإن هذه السندات تعتبر سندات أوروبية ، أو أن تقوم مؤسسة عراقية بإصدار سندات مقيمة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب بها في سوق رأس المال في زيورخ، فإن

هذه السندات يطلق عليها أورو سندات (Euro-bond) وعادة ما تتولى تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار.

خصائص السندات الأوروبية:(1)

أ- تصدر هذه السندات الأوروبية في إطار خال من القيود والرقابة أو الأجراءات التنظيمية ، التي تسود الأسواق المحلية، ويضعها عادة البنك المركزي أو السلطات النقدية والمالية في هذه الأسواق.

ب- لا تكون هذه السندات متاحة للاشتراك الجمهور في إصدارها وإدارتها، ولكن عليه إدارة وتنظيم الإصدار الذي يتم عن طريق بنوك الاستثمارات أو التجمعات المصرفية التي يخول إليها إصدار وترويج السندات نيابة عن المقترض مقابل عمولة، تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار، ويتم بعد ذلك تشكيل مجموعة البيع التي تتمثل في مجموعة واسعة الانتشار من البنوك والوسطاء الذين يملكون حسابات غير مقيمة بالعملات الأجنبية، وتتولى مجموعة البيع سلفة الذكر تسويق الإصدار بين المستثمرين النهائيين، من الأفراد والمؤسسات.

ج - تكون عادة الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الضرائب.

د- تتأثر معدلات الفائدة المستحقة الدفع على السندات الأورو بظروف السوق وتفضيلات المستثمرين، وفي معظم الحالات فإن عائد السندات الأوروي يرتبط بعائد السند المحلي الذي يتم إصداره بنفس العملة التي أصدر بها السند الأوروي.

2- السندات الأجنبية :

هي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أجنبية (Foreign bond).

ويتم طرح هذه السندات وبيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد في دولة معينة إصدار هذه السندات وترويجها داخل حدود هذه الدولة، وبعملة نفس

الدولة، ويتم توزيع الإصدار بين المكتبتين بنفس أسس توزيع الإصدارات المحلية.

والجدير بالذكر أن عمليات تنظيم الإصدارات بواسطة التجمعات المصرفية الدولية تقع في نطاق التعامل في السوق الأولية للسندات أو ما تعرف بـ "سوق الإصدار Primary Market" أما السوق الثانوية أو ما تعرف بـ "سوق التداول Secondary Market" فإنه يتم فيها تداول السندات الدولية وانتقالها من مشتريها الأصليين إلى مستثمرين جدد. وكلما تطورت السوق الثانوية لبيع وشراء السندات الدولية وارتفع حجم التعامل بها كلما ارتفعت جاذبية هذه السندات أمام المستثمرين.

و تتميز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت هذه التكاليف بتكاليف إصدار سندات الأورو. فتكلفة السندات المصدرة بالدولار في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار، ولكن في مراكز مالية أخرى غير الولايات المتحدة، ولتكن لندن أو زيورخ، وعلى الرغم من ذلك فإن سندات اليورو، تزيد عن 3 أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في كافة الأسواق الدولية. ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نظراً للقيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات.

3- سندات اليورو:

وهي أيضا السندات التي يتم إصدارها في عملة مختلفة عن عملة البلد التي يتم إصدار السندات بها، فعلى سبيل المثال نجد أن سندات اليورو دولار مقومة بالدولار الأمريكي، بينما سندات اليورو مقومة بالين الياباني، وجميع هذه السندات المرتبطة باليورو تجمع بين عدة مميزات أبرزها أنها مكتتبة من قبل نقابة أو هيئة دولية، وتعرض على مستثمرين من كل مكان في العالم.

3- الأشكال المختلفة للسندات الدولية :

يمكن إيجازها فيما يلي:

أ- سندات بفائدة ثابتة:

وهو الشكل التقليدي لعملية الإصدار لسندات دولية، ومثل هذه السندات تحتل فائدة محددة وأجل استحقاق محدد وتدفع الفائدة المستحقة عليها دوريا كل عام. وتتحدد معدلات الفائدة الثابتة لهذه السندات لحظة إصدارها (بالاستناد إلى أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية على

نفس العملة التي أصدرت بها هذه السندات، وتوفر هذه النوعية من السندات تشكيلة واسعة من العملات وأجال الاستحقاق والعوائد الثابتة بالنسبة للمستثمرين، أما بالنسبة للمقترضين فإنها توفر حالة من التأكيد بشأن تكلفة الإقراض الممثلة في معدلات الفائدة الثابتة فضلا عن تحديد أجل محدد ومعروف مقدما لاستحقاق السندات.

ب- سندات بفائدة معومة:

هي أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة، إذ يتم تغيير معدلات الفائدة على هذه السندات دوريا كل 6 أشهر وربما لفترات أقل من ذلك وتتغير أسعار الفائدة وفقا لما يطرأ من تغيرات على أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية، على سبيل المثال قد تنص شروط الإصدار الأصلية على جعل سعر الفائدة ممثلا بسعر الفائدة السائد بين البنوك في لندن ليبور ($1/4\%$ ، أو $1/2\%$). و يجري تغيير السعر كل 6 أشهر أو أقل من ذلك، حسب شروط الإصدار وتوفر السندات مقومة الفائدة ضمانات بالنسبة للمستثمر من حيث الاستقرار النسبي لأسعار السندات نفسها في سوق التداول، ومن ثم تقليل مخاطر انخفاض قيمة السند وتحقيق خسائر رأسمالية للمستثمر.

وقد تشمل السندات سعر الفائدة على تاريخ محدد لإعادة السداد وبعضها يخول الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة، وذلك إذا انخفض سعر الليبور من حد معين، وهذا الحق يضمن حدا من العائد للمستثمر، ويضمن إمكانية لتحقيق مكاسب رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية للسند عن القيمة الاسمية التي أصدر بها.

ج- سندات بحق تحويل إلى أسهم:

هذا النوع من السندات يعطي الحق لحاملها أن يحولها إلى أسهم في أي فترة سابقة على تاريخ استحقاقها، بحيث يصبح حامل السند مالكا لأسهم الشركة التي أصدرت السندات، ويتم تحديد سعر التحويل من سند إلى سهم مسبقا في شروط الإصدار الأصلية، ويصبح المستثمر شريكا في الأرباح المحققة في المستقبل. و يستهدف هذا النوع من السندات تشجيع المستثمرين على شراء هذه السندات وذلك في حالة كون الشركة المصدرة شركة صغيرة وفي حاجة ملحة إلى أموال إضافية للتوسع .

د- سندات أخرى بشروط أخرى:

هناك العديد من السندات الدولية الأخرى، منها ما يصدر بخليط من العملات الأجنبية، وهذا يوفر ضمانا جديدا بالنسبة للمستثمر ضد أية تقلبات عنيفة على أسعار صرف العملات، ومنها السندات متعددة الشرائح والتي يتم إصدارها على شرائح، بحيث يمكن طرح شريحة منها للاكتتاب كل فترة زمنية معينة، وذلك عندما تحتاج المؤسسة صاحبة الإصدار (المقترضة) إلى أموال إضافية وبشروط قريبة من شروط الشريحة السابقة مع تخفيض تكاليف إصدار وترويج السندات التي تحصل عليها التجمعات المصرفية التي تدير الإصدار.

4- عناصر النظام المالي لإصدار السندات :

تمثل عملية إصدار السندات الدولية في أسواق رأس المال أحد العناصر الأساسية لمكونات النظام المالي الدولي وسنقوم بتحليل العناصر المختلفة لنظام إصدار السندات الدولية وهي: **المشاركون في الإصدار، مكونات عملية الإصدار.**

أ- المشاركون في عملية الإصدار:

يشارك بصفة أساسية في إصدار السندات الدولية (الأورو والأجنبية) كل من التجمعات المصرفية الدولية (Consortium) والمؤسسات أو الحكومات أو الوكالات الدولية المقترضة، والمستثمرون بمختلف أنواعهم.

وتأخذ التجمعات المصرفية الدولية عادة ثلاثة أشكال:

- التجمع المصرفي القائد: وهو الذي يتولى إدارة السندات وترويجها والحصول على عمولة من المؤسسات أو الجهات المقترضة.
- وأما الشكل الثاني: من هذه التجمعات المصرفية فإنها تتكون من مجموعة من البنوك التي تتولى توزيع السندات المطروحة للبيع عن طريق الشكل الثالث وهم مجموعات البيع التي تنتشر عبر مناطق جغرافية واسعة الانتشار

على مستوى العالم.

ويقوم الشكل الثاني هذا بالاككتاب بنفسه في هذه السندات في حالة عدم تمكنه من بيعها عن طريق المجموعات البيعية، ويضمن هذا الأمر توافر تفاصيل عملية الإصدار ونشرة الاككتاب الخاصة بهذه السندات، وتحصل على عمولة مقابل قيامها بالبيع.

- أما المتعاملين في سوق السندات الدولية فهم الهيئات الحكومية والمؤسسات المالية وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، وصندوق الأمانات وشركات التأمين ... إلخ.

ب- مكونات عملية الإصدار:

هناك مجموعة من العناصر التي يأخذها المستثمر والمقترض بعين الإعتبار عند اتخاذ قرار شراء السندات أو قرار إصدارها، وتتمثل هذه العناصر في:

- نوعية العملة التي يتم بها إصدار السندات.
- آجال الاستحقاق.
- مقدار العائد ونوعيته.
- المخاطر المختلفة التي تتعلق بقرار الشراء بالنسبة للمستثمر.

أما بالنسبة لآجال الاستحقاق فإن المستثمر يفضل عادة تلك السندات التي تتميز بانخفاض آجال استحقاقها وارتفاع عائدها، ويعتمد ذلك بطبيعة الحال على الاتجاهات التي تأخذها أسعار الفائدة في المستقبل. حيث تؤثر التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة على العائد المحقق من

الاستثمار في هذه السندات وهذا العائد يتكون من جزئين هما:

- مقدار الفائدة المستحقة على السندات.
- مقدار الكسب أو الخسارة الرأسمالية التي تحدث بسبب التغيرات التي تطرأ على قيمة السندات في السوق.

لقد توسعت نشاطات هذه الأسواق بحيث أصبحت تشكل جزءا مهما في النظام النقدي الدولي، وأصبحت أنشطتها من أكبر الأسواق للقروض قصيرة الأجل في العالم، وخاصة بالنسبة للدولار الأمريكي، واعتمدت عملية التوسع هذه في شمولها عملات دولية رئيسية قابلة للتحويل مثل المارك الألماني، الفرنك السويسري، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، كما امتد نشاطها جغرافيا إلى خارج أوروبا، حيث توجد أهم مراكز الأسواق النقدية في العالم اليوم في كل من نيويورك وتورنتو، كما وصلت إلى جزر الكريبي، وفي البحرين توجد مراكز لتجميع الودائع الخارجية بالودائع أو العملات الدولية من غير العملات المحلية للمتعاملين.

كما توجد أسواق نقدية دولية في كل من طوكيو، سنغافورة، هونكونك، والتي يطلق عليها أسواق الدولار الآسيوية، وهكذا أصبحت عنصر دعم بالغ الأهمية في نمو القطاع المصرفي الدولي.

فقد شهد عام 1970 وحده تأسيس 25 فرعا للمصارف الأمريكية في لندن وحدها، وستة فروع في سويسرا وبلغ عدد المصارف الأمريكية في أوروبا الغربية عام 1975 أكثر من 220 مصرفا، بالإضافة إلى المصارف المشتركة، وبيوت المال والشركات المتعددة الجنسيات التي يمولها ويدير شؤونها رأس المال الأمريكي.⁽²⁾

وفي نهاية عام 1981 كان نحو 600 مصرفا تابعا لـ 85 دولة تعمل خارج الموطن الأصلي لمقراتها الرئيسية، وكانت هذه المصارف تسيطر على نحو 450 مصرفا تابعا وتمتلك شبكة تبلغ 5000 فرعا أجنبيا ولديها ما يزيد عن 1000 شركة منتسبة، والدليل على توسع وانتشار هذه الأسواق ندرجه في الجدول الموالي الذي يؤكد تعاظم حجم المعاملات من 50 مليار دولار عام

1970 إلى 240 مليار دولار عام 1975، ثم 1000 مليار دولار عام 1982 ثم إلى 3000 مليار دولار عام 1990 وبلغ حجم التعامل باليورو دولار عام 1992 قرابة 14،5 ألف مليار دولار في حين بلغت إصدارات السوق الأولية 400 مليار دولار في نفس السنة.

والجدير بالذكر أن أهمية الدولار في المعاملات في الأسواق الدولية تقلصت من 95% عام 1970 إلى 60% عام 1975، ويرجع السبب في ذلك إلى انخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي بصورة متواصلة عدا النصف الأول من عقد الثمانينات، حيث شهد الدولار ارتفاعا كبيرا بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على ودائع الدولار في المصارف الأمريكية وازدادت أهمية الدولار في بداية عقد التسعينات حيث بلغت 75% من إجمالي المعاملات في الأسواق المالية.

وتتدفق الأموال إلى أسواق العملات الأوروبية من حوالي 50 دولة عن طريق مؤسساتها النقدية الحكومية (الرسمية) والخاصة، إضافة إلى المصارف التجارية وشركات الاستثمار ومدخولات الأفراد، وتستقطب لندن معظم هذه الأموال نظرا لتعدد فروع المصارف الأمريكية فيها، تليها بقية العواصم الأوروبية.

جدول (1) : تطور سوق اليورو دولار من 1970 إلى 1992

السنة	مجموع المعاملات	الرقم القياسي	نسبة الدولار في المعاملات
-------	-----------------	---------------	---------------------------

95 %	100	50 مليار دولار	بداية 1970
80 %	180	90 مليار دولار	بداية 1972
70 %	360	180 مليار دولار	بداية 1974
60 %	480	240 مليار دولار	بداية 1975
—	2000	1000 مليار دولار	بداية 1982
75 %	6000	14.5 ألف مليار دولار	بداية 1992

المصدر: هيثم صاحب عجام، ، ص: 107.

سادساً: الاستثمار الأجنبي المباشر (Foreign Direct Investment) FDI:

وهو تحركات رؤوس الأموال الدولية التي تسعى لإنشاء أو تطوير أو الحفاظ على شركات أخرى تابعة أجنبية وممارسة السيطرة أو التأثير على إدارتها . ويقصد بالاستثمار الأجنبي قيام شخص طبيعي أو معنوي في بلد غير بلده باستخدام خبراته أو جهوده أو أمواله في القيام بمشروعات اقتصادية سواء كان بمفرده أو بالمشاركة مع شخص طبيعي أو معنوي محلي أو أجنبي أو مع الدولة أو مع مواطنيها في إنشاء مشروع أو مشروعات مشتركة¹.

وعرفه صندوق النقد الدولي على أنه قيام شركة بالاستثمار في مشروعات تقع خارج حدود الوطن الأم ، وذلك بهدف ممارسة قدر من التأثير على عمليات تلك المشروعات ، ويكون الاستثمار الأجنبي مباشراً حين يمتلك المستثمر (10%) أو أكثر من أسهم رأس مال إحدى مؤسسات الأعمال ، على أن ترتبط هذه الملكية بالقدرة على التأثير في إدارة المؤسسة² .

كما عرفت منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية³ (UNCTAD) الاستثمار المباشر، على أنه الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة الأجل تعكس نوعاً من المصالح الدائمة ، والقدرة على التحكم الإداري بين شركة البلد الأم (الذي تنتمي إليه الشركة) وشركة أو وحدة إنتاجية في بلد آخر (القطر المستقبلي للاستثمار) سواء كان المستثمر فرداً أم شركة أم مؤسسة ، وتكون الملكية على شكل حصة تساوي أو تفوق (10%) من الأسهم العادية أو القوة التصويتية (في مجلس الإدارة) للشركات المحلية أو ما يعادلها للشركات الأخرى كحدٍ فاصلٍ لأغراض تعريف الاستثمار الأجنبي⁴ .

وبحسب منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية أن هناك ثلاث مكونات أساسية للاستثمار الاجنبي ، وهي⁵ :

رأس مال الأسهم (Equity Capital) : وهو شراء المستثمر الأجنبي لأسهم مشروع معين في بلد آخر (بلد المضيف) غير بلده الأصلي (البلد الأم) ، على أن لا تقل هذه الحصة عن (10%) حسب تعريف صندوق النقد الدولي (IMF) من أسهم رأس مال الشركة المساهمة وهذه الحصة تمنح المالك حق السيطرة الفعلية على المشروع وحق إدارته .

الأرباح المُعاد استثمارها (Reinvested Earnings) : وتتألف من أسهم المستثمر الأجنبي (نسبة إلى أسهم المشاركة) من الأرباح غير الموزعة ، مثل أرباح الأسهم والأرباح غير المعادة للمستثمر الأجنبي ، والتي يتم إحتجازها من قبل الفروع بهدف إعادة استثمارها في البلد المضيف سواء في توسيع المشروع الحالي أو لفتح مشاريع جديدة .

القروض داخل الشركة (Intra-Company loans) : وهي معاملات الاقتراض القصير والطويل الأجل سواء من الدول أو الشركات الأخرى من غير البلد المضيف ، أو معاملات الاقتراض بين الفروع والشركة الأم ، وذلك بهدف التوسع أو التحسين أو التجديد .

وغالباً ما تصنف الاستثمارات الأجنبية المباشرة على انها أفقية أو رأسية أو تكتلات بطبيعتها. إذ يشير الاستثمار المباشر الأجنبي الأفقي إلى المستثمر الذي يصدر نفس النوع من الأعمال التجارية إلى بلد أجنبي بينما يعمل في بلده الأصلي، على سبيل المثال مورد الهاتف النقال الموجود في الولايات المتحدة (Apple) يعمل على فتح متاجر في الصين مثلاً .

أما الاستثمار الرأسي فهو يشير إلى الاستثمار الذي يتم فيه تأسيس أنشطة تجارية مختلفة ولكن متعلقة جزئياً بنشاط عام من الأعمال الرئيسية للمستثمر في بلد أجنبي ، على سبيل المثال عندما تقوم شركة عالمية صناعية في البلد الأم بالحصول على اجزاء من منتجها كأن تكون قطع غيار أو مواد خام مصنعة جزئياً مثل شركة (Nissan) اليابانية لصناعة السيارات تحصل على أجزاء وقطع غيار من بلدان متعددة (الهند ، الصين ، أسبانيا ، امريكا ، ...) تكون فيها مصانع ومصالح تجهز الشركة الأم جزئياً.

أما التكتلات في الاستثمار الأجنبي المباشر فتشير إلى قيام شركة أو شخص ما باستثمار أجنبي في أعمال لا علاقة لها بأعمالها القائمة في بلدها الأصلي ، وبما أن هذا النوع من الاستثمار يشمل الدخول في مجال صناعي ليس للمستثمر خبرة سابقة به، فإنه غالباً ما يأخذ شكل مشروع مشترك مع شركة أجنبية تعمل بالفعل في هذه الصناعة.

سابعاً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI- Investment Portfolio Foreign):

هو ثاني أهم الأشكال الرئيسية لتدفقات رؤوس الاموال عبر العالم بعد الاستثمار الأجنبي المباشر، ويطلق عليه أيضاً بالاستثمار الاجنبي المحفظي، لأنه يتعامل مع المحافظ الاستثمارية، إذ أن الاستثمار الاجنبي في محفظة الاوراق المالية يتعلق بتحركات رؤوس الأموال متوسطة الأجل وطويلة الأجل بين دول العالم المختلفة، ويعني شراء بعض الأوراق المالية من أسهم وسندات لمؤسسات وطنية في دولة ما عن طريق مقيمي دولة أخرى ويعطي هذا التوظيف المالي للمستثمر الحق في نصيب من أرباح الشركات التي قامت باصدار الأسهم، الا انه لا يترتب للمستثمرين وخلافا للاستثمار المباشر حقوقا للرقابة أو المشاركة في ادارة هذه الشركات. ⁶، وقد عرف الاستثمار الاجنبي غير المباشر بأنه الاستثمار الذي يتخذ أحد شكلين، شراء الاجانب لأسهم الشركة، أو اعطاء القروض للشركة أو الحكومة على شكل سندات أو أدونات الخزينة التي يقوم المستثمر الاجنبي بشرائها ⁷.

وينطوي مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل خاص في الأوراق المالية على الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون للأجانب حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها، ويكون لهم الحق في الحصول على عائد نظير مشاركتهم وقد ركزت أغلب المفاهيم الخاصة للاستثمار الاجنبي غير المباشر على شراء الاوراق المالية من قبل الاجانب وعلى وجه الخصوص الأسهم والسندات،، رغم شموله شراء ادوات مالية اخرى مثل شهادات الابداع الدولية أو أدونات الخزينة ذلك لان الاوراق المالية (الاسهم والسندات) تشكل السواد الاعظم في الاستثمارات المحفظية (غير المباشرة)، فخلاصة القول أن الغالبية العظمى من التعاريف ركزت على تملك الاجانب للاسهم والسندات ⁸.

وعلى ذلك فهو يختلف عن الاستثمار الأجنبي المباشر في أنه يقتصر على انتقال عنصر راس المال فقط، ويعد استثماراً قصير الأجل بالمقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر، ويصنف الاستثمار المالي الاجنبي ضمن الاستثمار الاجنبي غير مباشر حينما يكون توظيف الاموال التي تعود لمستثمرين اجانب في اسواق الاوراق المالية الموجودة في الدول التي تسمح تشريعاتها القانونية للمستثمرين الاجانب في توظيف أموالهم في الاوراق المالية المتداولة في الاسواق المالية التي يسمح للمستثمر بأقتناءها مالكاً لاصول ثابتة ومتداولة للشركات التي تعود لها هذه الاسهم، وبالتالي

يصبح له حق البيع كلما أصبحت اسعار الاسهم التي اقتناها مرتفعة قياساً بسعر الشراء ، وغالباً ما يكون هذا المستثمر من النوع الذي لا يحتفظ طويلاً بملكية الاسهم، إذ أن الهدف الأساسي من هذا الاستثمار هو البحث عن العائد السريع من خلال استثمار الفرق بين سعري الشراء والبيع . وقد أطلق عليه مصطلح (غير مباشر) وذلك بسبب أن المستثمر لا يملك الحق في إدارة موجودات وأصول الشركة التي اقتنى أسهمها ، وكذلك بسبب كونه استثماراً قصير الأجل لأن المستثمر لا يحتفظ طويلاً بتلك الأسهم ولا يلبث قليلاً حتى يبيعها عند أول حركة ايجابية لأسعار تلك الأسهم ربما خلال ساعات أو ايام او اسابيع .

ويتميز الاستثمار الاجنبي المباشر عن غير المباشر من حيث المبدأ من خلال ثلاثة محاور هما :

- المحور الاداري : عن طريق درجة استحواذ المستثمر الأجنبي على ادارة الشركة .
- المحور الزمني : المتمثل بالمدى الزمني للاستثمار القصير او الطويل المدى .
- محور الدافعية : المتمثل بدوافع المستثمر لكلا النوعين ، فان الدافع الاساسي للاستثمار من جانب المستثمرين في الاستثمار الاجنبي غير المباشر هو مشاركتهم في ايرادات المشاريع المحلية من خلال مكاسب راس المال وارباح الاسهم السريعة ، وبالتالي فان الاكثر اهمية بالنسبة لهم هو ان يكون راس المال سهل التداول .

2- خصائص الاستثمار الاجنبي غير المباشر.

من أهم خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

1. تداول مالي سريع وانسيابي ، يتميز بسهولة تحويله من دولة لأخرى بحسب الحاجة.
2. ضعف سيطرة الأسواق المضيفة على تلك الأموال ، لأنه يصعب ضبطها والتحكم فيها لأسباب فنية .
3. يحقق أرباح سريعة ومخاطر مالية منخفضة .
4. يستفيد من التنوع الموجود في أسواق الأوراق المالية من خلال تنوع الأوراق المعروضة للتداول.