

أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات

أ.د. محفوظ جبار

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير

جامعة سطيف، الجزائر

أ. عمر عبده سامية

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير جامعة قالم، الجزائر

الملخص:

تلعب أسواق رؤوس الأموال الدولية دورا هاما في تمويل الأنشطة والعمليات الدولية من صادرات وواردات وخدمات مالية داخلية كالقروض الموجهة للشركات الوطنية ونحوها. ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد، بل هي عبارة عن مجموعة من المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة. فهي تمثل ذلك المجال الذي يتم فيه مبادلة وتداول الأصول النقدية والمالية ذات البعد الدولي، سواء كانت طويلة الأجل كالأسهم والسندات الدولية أو قصيرة الأجل كالأوراق التجارية الأوروبية أو حتى في شكل أصول بنكية كالودائع والقروض بالعملة الأجنبية. ولقد عرفت تلك الأسواق تطورا هائلا منذ ثمانينيات القرن الماضي، حيث أصبح التمويل الدولي في شكل إصدارات مالية أو قروض بنكية ضرورة حتمية بعد تسارع وتيرة العولمة وانتشار ظاهرة التحرير المالي. فتنوعت بذلك تقنيات التمويل الدولية وتعددت المنتجات المالية المناسبة وتزايدت أحجام التعامل عليها.

Abstract:

International capital markets ICMs constitute the main source of funding external transactions, especially imports, exports and financial services. They are not specific to a particular financial center, but they become closer to a kind of market-network spread all over the world and baked by an extremely sophisticated communication means. Thereby, monetary and financial assets, such as stocks, bonds, loans and other short-term instruments are traded. Since 1980's ICMs have seen a great evolution which enhanced financial liberalization and consequently led to securitization and financial globalization.

تمهيد:

لقد ساهمت جملة من العوامل في ظهور وتوسع أسواق رأس المال الدولية وتطورها، كالقيود المفروضة على عملية الإقراض للأجانب في الأسواق المالية المحلية، إضافة إلى الاحتياجات المتزايدة لرؤوس الأموال التي دفعت المؤسسات إلى التوجه مباشرة إلى مالكي رؤوس الأموال بدلا من البنوك لتوفير احتياجاتها التمويلية بحثا عن تكلفة أقل. وبذلك تنافست في تنويع المنتجات المالية رغبة منها في الوصول إلى أكبر عدد ممكن من المستثمرين، مما أدى إلى تراجع دور الوساطة البنكية في التمويل الدولي لصالح الإصدارات المالية. كما فتحت هذه الأسواق مجالا واسعا أمام المضاربين نتيجة للأرباح المحققة من عملية المراجحة مابين هذه الأسواق، خاصة وأنها لا تخضع إلى قيود حكومية كما هو الحال في الأسواق المالية الوطنية. زاد ذلك من حجم التدفقات المالية في هذه الأسواق بشكل هائل، فاق في كثير من الأحيان حجم المعاملات التجارية الدولية.

ولقد كانت الرغبة في تغطية المخاطر (كمخاطر عدم التسديد وتغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف) وراء موجة من الابتكارات والإبداعات المالية في أسواق رأس المال الدولية. هذه الموجة أدت إلى ظهور نظام مالي جديد أكثر اندماجا على المستوى العالمي، وبذلك أصبح من الصعب التمييز ما بين الأسواق المالية المحلية والدولية، كما أصبح من الصعب أيضا وضع حدود فاصلة مابين أقسام أسواق رأس المال الدولية. ومن خلال هذه الدراسة سنحاول التركيز على أسواق رأس المال الدولية دون التعرض للأسواق المحلية في محاولتنا للإجابة على الإشكالية التالية: "ما هي هياكل وأدوات أسواق رأس المال الدولية؟ وما هو دورها في الحياة المالية العالمية؟"

1- أهداف الدراسة

يهدف هذا البحث أساسا إلى التعريف بـ:

- أسواق رأس المال الدولية أي أسواق الأصول المالية المرتبطة بعمليات مالية تتعدى الحدود الوطنية.
- المراكز المالية الدولية.
- بعض الأصول المالية الدولية.

2- مبررات اختيار الموضوع

نتيجة للمستجدات التي عرفتها الأسواق المالية والاتجاه نحو سوق مالي موحد على المستوى العالمي، وتزايد الدعوات المطالبة بتنظيم الأسواق المالية الدولية، خاصة في أعقاب الأزمات المالية المتكررة التي هزت الساحة المالية. حاولنا من خلال هذه الدراسة الوقوف عند هذا الموضوع من خلال التطرق للمحاور التالية:

- أقسام أسواق رأس المال الدولية وتداخلها.
- المراكز المالية الدولية وتنافسها في استقطاب المستثمرين الدوليين.
- الأصول المالية الدولية وتطورها.

I - أسواق رأس المال الدولية

في حين تتكون أسواق رأس المال المحلية من المؤسسات المالية التي تتعامل مع العرض والطلب على رأس المال المحلي وبورصات الأوراق المالية المحلية تحت إشراف البنك المركزي أو وزارة المالية أو غيرها من الهيئات، لضمان التدفق الفعال للأموال لأغراض التنمية وتمويل المشروعات في حدود تكلفة تمويل معقولة بما يحقق عائدا مرتقعا نسبيا على الاستثمارات، نجد أن أسواق رأس المال الدولية تمثل "أسواقا تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة (أحمد بوراس، 2002 / 2003). إذ تلعب هذه الأسواق دورا هاما في تمويل العمليات الدولية كالصادرات من سلع وخدمات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية.

وعليه فهي مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومات لتمويل العجز والمشاريع المختلفة. هذه المصادر قد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، حيث يتم جمعها من طرف البنوك والمؤسسات الدولية المرخصة، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لرؤوس الأموال.

ومن المتعارف عليه أن أسواق رأس المال تنقسم إلى فرعين: أسواق النقد التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل، والأسواق المالية التي يتم فيها تداول المنتجات المالية متوسطة وطويلة الأجل. لكن نظرا لتداخل العمليات والأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية يلجأ معظم الباحثين من الناحية النظرية إلى تخصيص سوق منفصل لكل أداة كسوق السندات الدولية وسوق الأسهم الدولية. ولذلك تضم أسواق رأس المال الدولية العديد من الفروع أهمها:

1- سوق العملات الأجنبية الأوروبية والقروض الأوروبية

Le marché des Euro-devises et des Euro-crédits

في البداية تجدر الإشارة إلى أن صفة «أوربي» هنا هي إلى حد ما اسم على غير مسمى حيث تستخدم لفظة «يورو» الإنجليزية مع العملات لتشير أساسا إلى أنها معاملة تمت بعملة معينة خارج بلد تلك العملة. لذلك فالعملة الأجنبية الأوروبية هي ودائع وقروض بعملة معينة لدى بنوك متواجد خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية. على سبيل المثال الأورو دولار هو دولار أمريكي مودع لدى بنوك خارج أمريكا، قد تكون هذه البنوك بنوكا أوروبية أو غير أوروبية. كما تتواجد أسواق أورو دولار في آسيا يطلق عليها البعض asiadollars بالإضافة إلى ذلك توجد أسواق أورو دولار في مراكز مالية أخرى. ويمكن تقسيم سوق العملة الأجنبية الأوروبية إلى جزئين (Bito, C. et Fontaine, P., 1989):

- سوق الإيداع والإقراض قصير الأجل (18 شهرا على الأكثر) ويعرف بسوق النقد الأوروبي euromonnaie.

- سوق القروض الأوروبية وهي تلك القروض الدولية الممنوحة من المصارف لآجال متوسطة وطويلة باستعمال عملات أجنبية، أي خارج الدولة التي أصدرتها. ونظرا لتمييز هذه القروض بدرجة خطورة عالية نسبيا، فهي تغطي عادة من طرف مجموعات من المصارف لتقسيم وتخفيض المخاطر من جهة، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن تغطيتها من جهة أخرى. وبذلك تشكلت كتلت بنكية ضخمة consortium تمنح قروضا متوسطة وطويلة الأجل بكثير من العملات الأجنبية، خاصة بالدولار الأمريكي. إن أسعار الفائدة على هذه القروض قد تكون ثابتة على مدى فترة القرض كما يمكن أن تكون متغيرة أو متحركة، غير أنها على العموم قريبة من أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها (LIBOR)¹ بالإضافة إلى هامش محدد حسب مدة القرض. كما تتأثر أسعار الفائدة مباشرة بمستوى المخاطر الذي يمتاز به البلد المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر. فبينما تدفع الدول الصناعية أسعار فائدة منخفضة (½ % أقل من LIBOR) تضطر الدول الإفريقية إلى دفع أسعار فائدة أعلى (تتراوح بين 1 إلى 2 % أعلى من LIBOR) بحجة ارتفاع نسبة المخاطر وعدم القدرة على تسديد الديون وفوائدها، مما يعيق المسار التنموي في هذه الدول.

وتعود جذور سوق الإقراض بالعملات الأجنبية والسوق المالية الأوروبية عموماً إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تطورت هذه السوق في البداية من ودائع مملوكة للدول الاشتراكية التي رأت بعد الحرب أن تودعها في أوروبا خوفاً من المطالبات الأمريكية إن هي أودعتها في أمريكا. ونتيجة لأن أول الودائع بعملات خارج بلد إصدارها تمت في أوروبا استعمل مصطلح "أورو" لتمييز هذا النوع من الودائع، كما أن هذه الودائع كانت بالدولار مما يفسر انتشار استعمال مصطلح أورو دولار للإشارة لسوق العملات الأجنبية الأوروبية.

ومما ساعد على تطور هذه السوق قيام البنوك المركزية الغربية بالاحتفاظ بجزء من أرصدها مقومة بالدولار للاستفادة من العوائد العالية على الودائع الدولارية كما قامت البنوك التجارية وشركات التأمين بنفس الشيء. كذلك جاءت دفعة قوية لتطور هذه السوق حينما قامت السلطات البريطانية سنة 1957 بمنع البنوك البريطانية من إقراض الإسترليني لغير المقيمين فلجأت البنوك إلى إقراضهم بالدولار. بذلك عززت السياسة الأمريكية التي انتهجتها الولايات المتحدة في الستينات، حيث كانت تفرض ضرائب إضافية على الفوائد المجنية من الخارج مما حجز الدولارات خارجها كما أغلق السوق الأمريكي أمام المستثمرين الأجانب. ورغم زوال أغلب هذه القيود البريطانية والأمريكية، فقد توسعت السوق أكثر لتشمل قروض وودائع بالعديد من العملات وفي مراكز مالية مختلفة خارج أوروبا.

2- سوق السندات الدولية

تعتبر سوق السندات الدولية فرعاً هاماً من فروع السوق المالية الدولية، إذ يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر، وتصدر بعملة مخالفة لعملة الدول التي تتداول فيها. من الأمثلة على ذلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية. وتتكلف هيئة دولية بإصدار وتسويق تلك السندات عبر أقطار العالم كما تقوم بشراء السندات التي لم تباع في السوق حتى توفر السيولة لها. وتمثل هذه السندات الدولية وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات. إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة وعليه فهي وسيلة تمويل طويل الأجل.

وقد بلغ حجم سوق السندات الدولية سنة 1993 ما يعادل 268.6 بليون دولار أمريكي بعد أن كان 175.8 بليون سنة 1992 أي بزيادة قدرها 52.78% في عام واحد. تمت تلك الإصدارات بالعديد من العملات الأمريكية والأوروبية والآسيوية، التي بدأت تجلب

المصدرين العالميين، إضافة إلى بعض العملات العربية مثل: الدينار الكويتي، الدينار البحريني والريال السعودي. ومع ذلك يبقى الدولار الأمريكي يحتل الريادة كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية. يقوم بطرح هذه الإصدارات في سوق السندات الدولية عملاء مختلفون كحكومات الدول الصناعية وحتى النامية والمؤسسات العامة في هذه الدول والشركات الخاصة. ومن حيث موطن المؤسسات المصدرة للسندات يلاحظ أنه في سنة 1991 كان هناك 105 إصدارا من المؤسسات الرسمية الدولية، وأكثر قليلا من مائة إصدار من كل من الولايات المتحدة وألمانيا، و121 إصدار من بريطانيا و134 من فرنسا بينما طرحت الشركات والمؤسسات اليابانية 416 إصدارا في السوق سنة 1991. وحسب نوعية المصدر فقد كان للشركات أكثر من نصف الإصدارات (552) ثم البنوك (383) بينما أصدرت المؤسسات الرسمية الدولية قرابة 100 إصدار والحكومات 68 إصدارا سنة 1991 (أحمد عبد الرحمن أحمد، 2001).

3- سوق الأسهم الدولية

على عكس السندات الدولية، تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة. لقد انطلق التعامل في هذه السوق في النصف الثاني من عشرية السبعينات، أما إنشائها فقد تم رسميا سنة 1983 وتطور بعد ذلك حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983، 10 سنة 1984، 24 سنة 1985، 120 سنة 1986، كما أن المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات كان حوالي 100 مليون دولار أمريكي. ويمكن للأفراد والمؤسسات المالية المختصة والبنوك توظيف أموالهم في هذه السوق وذلك بغرض تحقيق أرباح في الأمد القصير أو بغرض تنويع حوافظهم المالية والتقليل من المخاطر في مدة أطول (جبار محفوظ، الجزء الأول، 2002).

وبالتالي فإن سوق الأسهم الدولية هي مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة كفؤة. أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على ما تحتاجه من أموال لغرض الإنشاء أو التوسيع بين بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية.

II - المراكز المالية الدولية

عند التطرق إلى أسواق رأس المال على المستوى العالمي لابد من التنكير ببعض المراكز المالية التي أصبحت معالم بارزة على صعيد المال وأهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، وزيورخ، سنغافورة، هونغ كونغ، باناما، البحرين، لوكسمبورغ، وأيضا بعض الدول الصغيرة التي تسمى أحيانا " Exotiques " وأهمها جزر البهاما. ويعرف المركز المالي بأنه: " مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه^[6]". وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية.

ومن الفرضيات الأساسية للمركز المالي أن تكون المعاملات المالية بكافة أنواعها (عقود، تحاويل، عمليات بورصة....) قابلة للتداول وبكافة العملات (إما بعملة البلد أو بعملات أساسية أخرى)، وذلك عبر المؤسسات المالية المختصة التي تعمل ضمن هذه السوق (محلية أو أجنبية)، إضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي.

1- شروط المركز المالي الدولي

من خلال التعريف السابق يمكن تحديد مجموعة من الشروط الواجب توافرها في أي مركز مالي حتى يتحول إلى مركز مالي دولي، ومن هذه الشروط (ناجي جمال، 1998، و

:www.eda.admin.ch)

❖ طبيعة النظم السياسية والاقتصادية التي تلعب دورا مهما في المساعدة على تطوير المراكز المالية لتصبح عالمية. واعتمادا على فرضية أن أي مستثمر عقلاني يبحث عن المردودية الأعلى مع حد أدنى من المخاطرة، فمن الطبيعي يبتعد عن الأماكن التي تحتوي على نسبة عالية من المخاطر المختلفة. وذلك سواء كان خطرا ماليا مرتبطا بخطر السهم أو السند، أو خطر القطاع أو النشاط أو خطرا سياسيا (التغيرات السياسية العديدة مثل: الانقلابات، الثورات... الخ) أو خطرا استثماريا، بغض النظر عن طبيعته. هذا بالإضافة إلى الخطر الاقتصادي: حيث تفرض بعض الدول رقابة صارمة على العمليات المالية بكافة أنواعها، كأن تفرض رقابة مباشرة على عمليات القطع، ومنع تحويل الأموال إلى الخارج إلا في حدود وظروف معينة. كما

تتدخل بعض الدول مباشرة في العمليات التجارية ومنعها على القطاع الخاص، مما يعيق تداول العديد من العملات والأدوات المالية.

لذلك فإن أي مركز مالي دولي يجب أن يكون محاذاً بجو اقتصادي وسياسي وتشريعي يتناسب مع العمليات المصرفية والمالية الدولية، كحرية القطع والتحويل، والتعامل بكافة الأوراق المالية، مما يعني أن تطور المركز المالي يتطلب محيطاً حراً يسمح بتنوع كبير في القروض والمنتجات المالية المعروفة.

❖ توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز المالي وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المساعدة. كما يعتمد نجاح المركز المالي على خلوه من التدخل الحكومي بفرض الضرائب وفرض الاحتياطات على البنوك وتحديد معدلات العائد، مما يحد من هامش ربح تلك المؤسسات.

❖ إن أي مركز مالي يجب أن يوفر للمستثمرين والمؤسسات المالية ولكافة المتعاملين في هذا السوق كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة، وذلك حول وضعية الشركات العاملة، مما يسمح باتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي بناءً على كم معقول من المعلومات. ولتسهيل عمل المتعاملين في الأسواق المالية، يجب أن يحتوي المركز المالي على بنية تحتية لوجستية خاصة فيما يتعلق بوسائل الاتصال، ونظام المكننة الآلية، والتقنية على صعيد الخبراء والكادر المهني المختص.

❖ بالإضافة إلى الشروط السابقة هناك بعض المؤهلات الأخرى المساعدة على تطوير المركز المالي منها:

- أسواق مالية مستقرة ومنفتحة على العالم الخارجي وبلا قيود على جميع أنواع العمليات المصرفية الدولية.

- يد عاملة متخصصة تمتلك تكويناً وكفاءة عالية تمكنها من التجاوب مع متطلبات العمل في هذه الأسواق، ومع كافة الخدمات المطلوبة.

- السرية والكتمان في التعامل مع الزبائن والحفاظ على أسرارهم.

- سياسات نقدية ومالية تركز على مقومات الاستقرار.

- تعدد اللغات.

2- أنواع المراكز المالية الدولية

تتركز الأسواق المالية العالمية في بلدان معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية، أهمها نيويورك، لندن وطوكيو، حيث تختلف هذه المراكز في حجم ونوع عملياتها، خاصة بالنسبة إلى مصادر واستخدامات الأموال. وقد فرق البعض بين أربعة أنواع من المراكز كما يوضح الجدول التالي.

الجدول رقم (01): أنواع المراكز المالية الدولية

النوع	مصادر الأموال	استخدامات الأموال	أمثلة
مركز رئيسي	عالمية	عالمية	لندن ، نيويورك
مركز حجز	من خارج المركز	خارج المركز	ناسو، جزر القيمان
مركز تمويل	من خارج المركز	داخل المركز	سنغافورة، بنما
مركز تجميع	داخلية	خارج المركز	البحرين

المصدر: أحمد عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الطبعة الثانية، 2001، ص. 243.

يخدم المركز الرئيسي جميع أنحاء العالم وهو بذلك مركز عالمي، كون أن المصادر والاستخدامات تكون عالمية. أما مركز الحجز فهو مركز صوري يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة للمركز المتساهلة كالتسهيلات الضريبية، حيث أن كلا من المصادر والاستخدامات خارجية ولذا ليس من الضروري أن تكون البنى الهيكلية في المركز متطورة. بين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذا المصادر الخارجية والاستخدامات الداخلية. وأخيرا هناك مراكز التجميع للمصادر الداخلية والاستخدام الخارجي. وعلى العموم تعرف المراكز التي تكون فيها المصادر والاستخدامات من خارج البلد بمراكز "الأوفشور" off-shore وهي تقدم خدمات لغير المقيمين وتفضل ما بين معاملاتها المحلية والدولية مثل مراكز البهاما. ورغم عدم وجود تعريف محدد لمراكز الأوفشور إلا أنها تبحث دائما عن (www.eda.admin.ch):

- الاستقرار السياسي ووجود مجموعات مالية كفؤة ووسائل اتصال جيدة وخدمات مساعدة سريعة.

- ضرائب منخفضة جدا أو معدومة، ودرجة عالية للسرية في التعاملات.
- مناخ يحمي المستثمرين والمودعين من التدخل الحكومي، بما في ذلك تشريعات وقوانين مرنة، ومراقبة مالية طفيفة، نقص أجهزة محاربة تبييض الأموال، ونقص الشفافية والتعاون الدولي.
- مكان لتقديم الخدمات الموجهة أساسا للزبائن الأجانب.

3- دور المركز المالي الدولي

انطلاقا من تعريف المركز المالي الدولي على أنه مكان النقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية التي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، يمكن تحديد ثلاثة أدوار رئيسية يمكن للمركز المالي أن يقوم بأحدها تبعا للوجهة التي يتخصص بها والمحددة بتوجيهات عامة إستراتيجية للمؤسسات المالية الكبيرة العاملة في هذا المركز. وتتمثل هذه الأدوار في:

أ- **تصدير رؤوس الأموال.** يعني هذا الدور أن المركز المالي يعتمد بشكل أساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم يتم إقراضها للمؤسسات والشركات أو الدول التي تكون بحاجة للتمويل.

ب- **الحلقة الدائرية:** يتمثل هذا الدور من أدوار المركز المالي في تحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنبيين، ولكن العملية تتم عبر مؤسسات مالية متمركزة في المركز المالي لبلد ثالث. لكن من الممكن أيضا أن توظف الأموال الواردة إلى المركز المالي داخل البلد حيث ينشط المركز المالي، الذي قد يلعب دور المصدر فقط لرؤوس الأموال، مثل مراكز سنغافورة وهونغ كونغ، التي تقوم بتصدير أموال آسيا نحو أوروبا وأمريكا الشمالية، وبالمقابل قد تقوم باستيراد لرؤوس الأموال فقط. ويمكن اختصار هذا الدور بأن العمليات المالية تنتج أساسا عن التحويلات ما بين المصارف وغير المصارف لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية.

ج- **الدور التسجيلي:** يتمثل هذا الدور لبعض المراكز المالية تسجيل حركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين، والاقتصاد المحلي حيث يوجد المركز المالي الذي لا يتأثر بحركة الأموال هذه بفعل مجموعة من القوانين التي ترعى ذلك. إلا أنه وعلى صعيد التطبيق العملي يمكن لمراكز الأوفشور أن تقوم بتمويل بعض النشاطات الإنتاجية والتجارية

للبلد الذي يوجد فيه المركز المالي، لكن لا يمكن للمؤسسات العاملة في مراكز الأوفشور أن تستقبل ودائع المقيمين. وبالتالي فإن دور هذه المراكز يقتصر على تسجيل حركة الأموال الداخلة والخارجة.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أن بعض المراكز المالية العالمية أصبحت مقرا لعمليات غسل الأموال. ونظرا لما لحركة هذه الأموال من تأثير في الموارد المحلية والدولية، ومن ثم في الاستقرار الاقتصادي على مستوى العالم، فلقد احتل موضوع غسل الأموال أهمية كبرى على الساحة الاقتصادية العالمية في الأعوام الأخيرة. وعلى الرغم من صعوبة قياس الدخول المتولدة عن هذه الأنشطة غير المشروعة، إلا أنها تقدر بأكثر من 500 مليار دولار سنوياً أو ما يعادل 2% من الناتج المحلي الإجمالي الدولي، كما يقدر الرصيد الإجمالي للأموال المغسولة أحياناً بأكثر من الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول. وتتمر عملية غسل الأموال بثلاث مراحل:

- **مرحلة التوظيف:** أي توظيف الأموال غير المشروعة في صورة إيداعات بالبنوك أو المؤسسات المالية أو شراء أسهم أو شراء مؤسسة مالية أو تجارية أو غيرها.
- **مرحلة التمويه:** بمعنى خلق مجموعة معقدة من العمليات المالية بغرض تضليل أي محاولة للكشف عن المصدر الحقيقي للأموال.
- **مرحلة التكامل أو الدمج:** حيث يتم ضخ الأموال مرة أخرى في الاقتصاد كأموال مشروعة معلومة المصدر.

IV- الأصول المالية الدولية

تمثل الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال الأداة الرئيسية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، إذ تلجأ إليها المؤسسات لتأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها. كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقاً مالية لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز، أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم. ولقد عرفت الأوراق المالية بأنها: " قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء كانوا عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة، وينتج عن ذلك دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة، أو مشاركة في الملكية من قبل المستثمرين في تلك الأوراق (جبار محفوظ،

الجزء الثاني، 2002) ". فالورقة المالية تمثل صكا يعطي حقا في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن استغلال هذا الأصل، أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق وواجبات المستثمر، الذي يحصل على ورقة مالية تثبت هذا الحق، إلا أنه قد يتم تسجيل اسم المستثمر فقط في سجل الشركة أو يفتح له حساب ولا تعطى له الشهادة، وهو ما يعرف باللامادية Dématérialisation.

توجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية، إذ يمكن تصنيفها من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل، وأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل. كما يمكن تصنيفها حسب طبيعتها إلى أوراق مالية تمثل صك ملكية مثل الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها. وهناك تصنيف ثالث للأوراق المالية، وذلك على أساس سوق رأس المال الذي تتداول فيه تلك الأوراق، وعندئذ يمكن التمييز بين الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية والأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية. إلا أننا سوف نتطرق في هذا المقام للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية فقط.

وتتضمن الأصول المالية الدولية أصولا بنكية وأصولا غير بنكية. فالأصول البنكية تعكس التمويل الدولي بوساطة بنكية، أما الأصول غير البنكية فتتميز أساسا بأنها أصول طويلة الأجل وتتكون من أربع مجموعات رئيسية هي: السندات الدولية obligations internationales، القسيمة الأوروبية euro-notes، الأوراق التجارية الأوروبية euro-effets والأسهم الدولية actions internationales.

1- الأصول المالية البنكية: وتتمثل أساسا في العملة الأجنبية الأوروبية euro-devises والقروض الأوروبية المشتركة syndiqués euro-crédits بالإضافة إلى شهادات الإيداع الدولية.

1-1- تطور النشاط البنكي الدولي: تعد التقارير الفصلية والسنوية لبنك التسويات الدولية Banque des Règlements Internationaux (BRI) المصدر الأساسي للمعلومات عن النشاط البنكي الدولي، ويلخص الجدول رقم 2 جزءا من ذلك.

الجدول رقم (02): القروض البنكية الصافية في السوق الدولية

خلال الفترة 2001-2005

الوحدة: بليون دولار أمريكي

ديون بنكية خارجية	ديون داخلية بالعملة الأجنبية	ودائع ما البنوك	القروض البنكية الصافية	
11627.9	1482.5	7315.0	5795.4	نهاية 2001
13374.7	1676.5	8333.3	6717.9	نهاية 2002
16001.0	2343.1	9592.1	8752.0	نهاية 2003
19180.0	2652.0	11294.5	10537.5	نهاية 2004
20701.1	2857.6	12275.9	11282.8	سبتمبر 2005

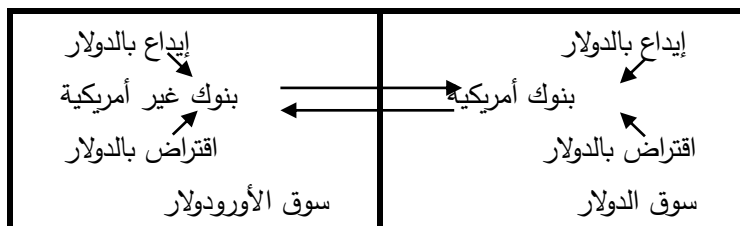
Source: - BRI; BIS Quarterly Review, March 2006, www.bis.org. pp. A7-A13.

يبين الجدول الأخير عمليات طرح الودائع ما بين البنوك من مجموع القروض الخارجية والقروض الداخلية بالعملة الأجنبية، حيث يمثل العمود الخامس من الجدول القروض البنكية الدولية الصافية.

1-2- العملة الأجنبية الأوروبية وتضم الودائع والقروض بعملة معينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة، سواء كانت هذه الودائع والقروض من قبل غير المقيمين، وهو ما يمثل تدويل العملة الوطنية أو المقيمين، وهو ما يمثل لامكانية délocalisation العملة الوطنية (Bryant, R., in : www.oecd.org). فهي ناجمة إذن عن اختلاف بين العملة التي يتم بها الإيداع أو الإقراض والدولة التي يتمركز فيها البنك. وبالتالي فإن سوق العملة الأجنبية الأوروبية هي سوق الإيداع والإقراض بتلك العملات لدى البنوك المتواجدة خارج دولة إصدار تلك العملات. والشكل رقم 1 يلخص هذا المفهوم مع استخدام الدولار كمثال.

الشكل رقم (01): العلاقة بين الدولار والأورو دولار

مستثمرون	مستثمرون
----------	----------



1-3- شهادات الإيداع الدولية هي أدوات مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية

تقوم بإصدارها المؤسسات والبنوك الدولية مثل Bank of New York أو Deutsche Bank بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة، مقابل الاحتفاظ بغطاء يعادلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية. إذ يتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار. ومن ثم يتم تداول شهادات الإيداع الدولية كبديل عن الأوراق المالية الأصلية في الأسواق المالية الدولية. ولأن مالِك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالِك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب نسبة تحويل متفق عليها) فإن له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم... الخ.

1-4- القروض الأوروبية المشتركة. القرض المشترك Crédit syndiqué هو دين

يوضع تحت تصرف مقترض معين من طرف مجموعة بنوك تعرف ب Syndicat² بشروط مدرجة في القانون الأساسي المشترك لهذه البنوك. ومنه القروض الأوروبية المشتركة هي قروض تمنح من مجموعة بنوك بعملة أجنبية حتى وإن اشترك في منح هذه القروض بنوك محلية وتتمتع هذه القروض بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي الأصول المالية البنكية منها:

- مدة الاستحقاق: على خلاف بقية الأدوات تتراوح مدة القرض الأوروبي المشترك من 6

أشهر إلى 25 سنة،

- قيمة القرض: هي عادة أكثر من 500 مليون دولار، لكن رغم ذلك سجلت بعض

القروض ب 15 إلى 20 مليون دولار فقط،

- سعر الفائدة: معظم هذه القروض تمنح بأسعار فائدة متغيرة، حيث يتم إضافة هامش معين إلى سعر فائدة مرجعي (يتمثل عادة في مؤشر LIBOR). وتتم مراجعة سعر الفائدة كل شهر، شهرين، 3 أشهر وفي الغالب 6 أشهر.

- الضمانات: القروض الأوروبية المشتركة تمنح في الغالب بضمانات من مجلس الإدارة، سواء كلية أو جزئية ويمنح القليل منها فقط دون ضمان. والضمان يعني أنه في حالة رفض بنوك التجمع المشاركة في منح القرض، يقوم مجلس إدارة التجمع البنكي بمنحه (أو جزء منه).

أ- أدوات القروض الأوروبية المشتركة. من أهم الأدوات المستعملة في منح القروض الأوروبية المشتركة ما يلي:

♦ **القروض الآجلة** هي قروض بقيمة ومدة محددتين، تسمح للمقترض بالسحب من القرض خلال هذه المدة المبالغ التي سبق تسديدها. وفي نهاية المدة المتفق عليها يفقد المقترض حقوق السحب. وعملية تسديد القرض يمكن أن تتم على دفعات أو في نهاية المدة دفعة واحدة.

♦ **تسهيلات القروض القابلة للتجديد** هي مشابهة كثيرا للنوع الأول، إذ تمنح المقترض حقوق سحب، لكن في هذه الحالة يتم تسديد المبلغ ودفع الفوائد كل فترة، ثم يسحب مبلغ آخر، على أن يكون أقل من المبلغ الأول، وهكذا...

♦ **خط القرض** هو نوع من التسهيلات الممنوحة للمقترضين La ligne de crédit، حيث تتميز هذه القروض بإمكانية عدم استعمالها من قبل المقترض، إلا في حالة عدم الحصول على تمويل من مصدر آخر يقدم مزايا أفضل حيث يستعمل القرض في هذه الحالة.

♦ **القرض مزدوج العملة الأجنبية** ويسمح هذا النوع من القروض Les prêts à double devise للمقترض بتحويل القرض إلى عملة أجنبية أخرى خلال فترة محددة بمعدل محدد مسبقا.

ب- **مزايا وعيوب القروض الأوروبية المشتركة**. تمتاز القروض الأوروبية المشتركة - كأداة مالية - بمجموعة من المزايا والعيوب. وتتيح القروض الأوروبية المشتركة المزايا التالية للمقترضين:

- الحصول على تمويل دولي للمقترضين الذين لا يتمتعون بشهرة كافية تسمح لهم بإصدار أوراق مالية في السوق المالية الدولية.
- توفير قروض بحجم كبير، والتي لا يمكن الحصول عليها من السوق المحلية.
- الحصول على قروض تتميز بالسرعة ودرجة مرونة عالية.
- سوق محفزة تتميز بعدم وجود اقتطاعات بنكية.
- أما المزايا التي يوفرها هذا النوع من القروض للمقترضين فتتمثل في:
- معدلات الفائدة المتغيرة والتي تقلل من درجة الخطر الذي يتعرض له المقرض نتيجة انخفاض أسعار الفائدة في السوق.
- توفر للبنوك إمكانية منح قروض أعلى من تلك الممكن تقديمها من طرف بنك واحد، وبالتالي تحصيل عمولات تتماشى مع القيمة الإجمالية للقرض.
- تمكين البنوك المشاركة من تقديم قروض دولية، مما يسمح لها بتنويع محافظها المالية.

إلا أن القروض الأوروبية المشتركة لا تخلو من بعض العيوب والتي تتمثل أساساً في خطورة معدلات الفائدة المتغيرة بالنسبة للمقترض. أما بالنسبة للمقرض فالمرونة العالية التي تتميز بها هذه القروض قد تمثل عيباً في غياب علاقات قوية بين المقرض والمقترض تسمح بالحصول على المعلومات الكافية والضرورية لتقييم الذمة المالية للمقترض.

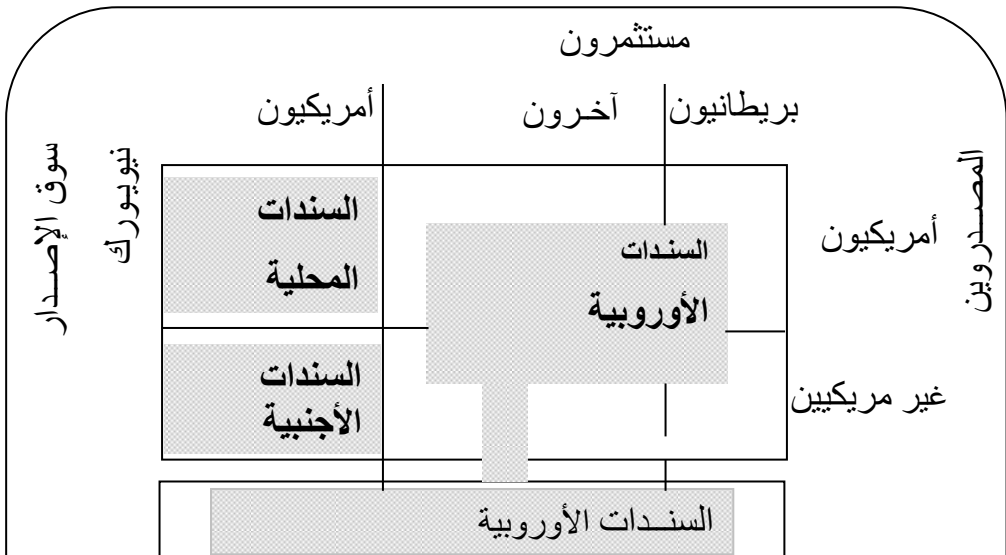
2- السندات الدولية

قد تواجه بعض المؤسسات نقصاً في السيولة لمواجهة التوسع في بعض استثماراتها فتلجأ إلى التمويل الخارجي عبر إصدار سندات يتم طرحها في السوق المالية للجمهور من خلال البنوك والمؤسسات المالية المختلفة الأخرى. والسند هو "ورقة مالية تجسد التزام من قبل طرف مدين اتجاه طرف دائن مقابل أن يضع هذا الأخير أموالاً تحت تصرف الطرف المدين. هذا الالتزام يترتب عليه استحقاق مردود مالي يتمثل في كيفية تسديد رأس المال وأسلوب مكافأة الدائن". وعليه فالسندات تعد بمثابة دين على الوحدات الاقتصادية التي تقوم بإصدارها. ويمكن التمييز بين كل من السندات المحلية Obligation domestique، السندات الأجنبية

Obligation étrangère، والسندات الأوروبية Euro-obligation، وذلك وفقا للعناصر التالية:

- سوق الإصدار: أين تتم عملية إصدار السندات.
 - جنسية المصدر: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
 - جنسية المستثمر الذي يشتري السند: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
 - العملة التي يتم بها الإصدار: محلية أو أجنبية عن سوق الإصدار.
- والشكل رقم 2 يلخص التناسق والتلاحم بين المفاهيم الثلاثة التي تقسم مجموع السندات المصدرة في العالم. حيث اختير الدولار كعملة للإصدار على سبيل المثال والسوق الأمريكي ممثلا بنيويورك وباقي العالم بلندن.

الشكل رقم (02): إصدارات بالدولار في العالم



SOURCE: MATHIS, OP. CIT. P. 59.

من الشكل السابق يتضح أن السند المصدر بالدولار في نيويورك من قبل مصدر أمريكي والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين أمريكيين يمثل سندا محليا. أما السند المصدر بالدولار في نيويورك من قبل مصدر غير أمريكي والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين أمريكيين هو سند أجنبي. وتمثل السندات الأوروبية كل من السندات التي يتم إصدارها بالدولار في نيويورك من قبل مصدر أمريكي أو غير أمريكي ويتم شراؤها من قبل مستثمرين غير أمريكيين، والسندات المصدرة بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية. لهذا يمكن القول (صالح مفتاح، 2002، بتصرف):

- ♦ السند المحلي: هو السند المصدر بالعملة الوطنية من قبل مصدرين مقيمين والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين مقيمين.
- ♦ السند الأجنبي: وهو سند تصدره جهات مقترضة تنتمي لدولة أجنبية، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها. وهنا يتم شراء الإصدار من قبل مستثمرين مقيمين في تلك الدولة.
- ♦ السند الأوروبي: وهو السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للسوق التي تم فيها طرح هذا السند للاكتتاب. كما يضم أيضا السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للمستثمر.

وتشكل كل من السندات الأجنبية والسندات الأوروبية مجتمعة السندات الدولية. وتحليل التشريعات المطبقة على عملية إصدار السندات الدولية يلاحظ أن عملية إصدار السندات الأجنبية تخضع لقوانين الدولة التي يطرح فيها الإصدار، حيث تختلف هذه

التشريعات والقوانين عن تلك المطبقة على السندات المحلية. ويتم التمييز فيما بينها حسب جنسية المصدر، أي هل هو مقيم أو غير مقيم. وعلى العكس بالنسبة للسندات الأوروبية التي تتم عملية إصدارها في الدول التي تخفف من القيود المطبقة على عمليات الإصدار وحياسة هذه الأوراق المالية، لأنها ليست مرتبطة بدولة محددة. كما تستفيد هذه السندات أيضا من غياب قيد آخر متعلق بشكل الإصدار، حيث يتم إصدارها في شكل سندات لحاملها³، مما يعني أن هوية حامل الورقة النهائي غير معروفة، وهذا ما يصعب من مهمة السلطات في مباشرة الرقابة على سوق السندات الأوروبية، فقد يكون المصدر والمستثمر غير مقيمين. فعلى سبيل المثال قد يتم إصدار سندات بالدولار في سوق لندن من طرف مؤسسة ألمانية ويتم شراؤها من قبل مستثمر إيطالي، فلا يمكن إخضاعها لقوانين أي من الدول السابقة.

2-1- الخصائص الأساسية للسندات الدولية

إلى جانب تخفيف القيود التنظيمية المفروضة على السندات الدولية، والتي تعود أساسا إلى صعوبة ضبط المصدر إضافة إلى أن السندات الدولية تأخذ شكل أوراق لحاملها، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، هناك خصائص أخرى تميز الفئات الثلاثة للسندات عن بعضها البعض أهمها:

- يتم تصريف السندات المحلية بقيام الجهة المصدرة بالاتصال مباشرة بالمستثمرين أو باللجوء إلى بنك أو مؤسسة مالية مختصة للقيام بهذه العملية. وفي حين تتطلب عملية إصدار السندات الأجنبية اللجوء إلى بنك أو تجمع بنكي وطني، فإن السندات الأوروبية يتم إصدارها بواسطة تجمع بنكي دولي.

- في معظم الأحيان يتم تسجيل إصدارات السندات الأوروبية في لندن أو لكسمبورغ، كما أن العديد من الصفقات تتم دون المرور بالبورصة، بالرغم من أن التسجيل لدى سلطات هذه الأخيرة ضروري لبعض المستثمرين المؤسسيين. بينما يتم تسجيل كل من السندات المحلية والأجنبية في البورصات المحلية وتتداول عادة في الأسواق المنظمة.

- تخضع تسوية المعاملات على السندات الأوروبية لقوانين بيوت المقاصة الدولية مثل

Euroclear et cedel في حين تخضع السندات المحلية والأجنبية لبيوت مقاصة محلية.

وتجدر الإشارة أن من أهم خصائص السندات الدولية أن تسديد القروض يتم حسب سجل استحقاقات، حيث يتم تسديد عدد محدد مسبقا من الأوراق كل سنة وذلك حسب قائمة أرقام

محددة مسبقاً، أو بإعادة شرائها من السوق، أو عن طريق سحب عشوائي. والملاحظ أنه في العديد من إصدارات السندات الأوروبية، يتمتع المصدر بحق تسديد الأوراق المالية قبل بلوغ موعد التسديد (و هو ما يمثل خيار شراء). ويلجأ المصدر إلى ممارسة هذا الحق في حالة انخفاض معدلات الفائدة، ويدفع مقابل ذلك علاوة تسديد عادة ما تأخذ شكل تسديد الورقة المالية بسعر أعلى من قيمتها الاسمية. فبعض التشريعات تسمح للمصدر بإمكانية اختصار أو تخفيض مدة القرض. وتعرف السندات في هذه الحالة بالسندات المسددة مسبقاً Obligations encaissables par anticipation، وتخضع للتخفيض (وهو ما يمثل خيار بيع). وعلى عكس هذه الأخيرة فإن السندات المؤجلة Obligations prorogables يمكن أن تمتد حسب إرادة المستثمر وبذلك يوضع الخيار تحت تصرف المستثمر.

2-2- أنواع السندات الدولية

لا تختلف أنواع السندات الدولية كثيراً عن السندات المحلية، حيث يمكن التمييز بين:

- ♦ **السندات بمعدل فائدة ثابت:** وهي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على فائدة سنوية محددة منذ الإصدار، إضافة إلى تسديد المبلغ الأصلي عند حلول تاريخ الاستحقاق.

- ♦ **سندات بمعدل فائدة متغير:** وتحمل معدل فائدة يقاس على أساس مرجعي عادة ما يكون معدل السوق النقدية فيما بين البنوك بلندن (LIBOR)، إضافة إلى هامش معين يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله. كما يمكن أن يحدد حداً أعلى لمعدل الفائدة، وذلك لحماية المصدر، أو يحدد حداً أدنى، لحماية المستثمر من تقلبات أسعار الفائدة. أول إصدار من هذا النوع في سوق السندات الدولية كان للشركة الإيطالية للكهرباء (L'Enel). وتتراوح مدة استحقاق هذه الأوراق من 05 إلى 07 سنوات. وفي 1979 ظهرت هذه السندات بقسميات تستحق كل ثلاثة أشهر. والملاحظ أنه يتم شراؤها من قبل المستثمرين المؤسساتيين بصورة واسعة مقارنة بالخواص.

- ♦ **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم. وقد تصدر هذه السندات بمعدل فائدة ثابتة أو متغيرة، وتتم هذه العملية وفقاً لشروط محددة مقدماً، حيث

يتضمن عقد الإصدار عدد الأسهم الممكن الحصول عليها في مقابل كل سند وكذلك طريقة حساب سعر التحويل.

♦ **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات:** يسمح امتلاك هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة خلال فترة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً. إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة المحددة في عقد الإصدار. وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة. وفي سنة 1980 ظهرت إصدارات لسندات أوروبية بحق اكتتاب يسمح بالحصول على سندات إضافية.

♦ **السندات مزدوجة العملة الأجنبية:** حيث يتم التسديد بعملة تختلف عن العملة التي يتم بها الإصدار، ويحدد معدل الصرف في لحظة الإصدار، وتسمح هذه السندات بتجنب خطر الصرف عند التسديد.

♦ **السندات بشراء مؤجل:** حيث يمكن للمصدر اختيار أجل للدفع يتماشى مع احتياجاته لرأس المال، وبذلك يحصل على ما يتطلبه من رؤوس أموال في الوقت الذي يحدده، مع تحمل نفقات إصدار لمرة واحدة فقط.

♦ **السندات بدون تاريخ استحقاق:** هي سندات عادية بدون تاريخ استحقاق تسمح للمستثمر بإمكانية تحويلها إلى سندات بمعدل متغير خلال فترة غير محددة.

♦ **السندات المرتبطة بالمؤشرات:** هي تلك السندات التي يربط معدل الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معاً بتغيرات مؤشر معين، من أجل المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند. ومن بين المؤشرات المستعملة مؤشر مستوى أسعار التجزئة، أو مستوى أسعار الجملة، أو معدل التضخم أو حتى سعر أوقية الذهب.

♦ **السندات بقسيمات معدومة:** أصدرت في 1981 من قبل PepsiCo. ويتم تداولها عن طريق بيعها باستخدام مبدأ الخصم (أي تباع بسعر أقل من القيمة الاسمية التي تصدر بها) وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها حيث تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق.

2-3- تداول السندات الدولية

يمكن تداول السندات الدولية كما هو الحال بالنسبة للسندات المحلية والجدول رقم 3 يوضح تداول السندات الدولية وتوزيعها حسب نوع السند وعملة الإصدار .

الجدول رقم (03): تداول السندات الدولية

حسب نوع السندات				التداول (ببليون دولار)	
المجموع	مرتبطة بالأسهم	معدل ثابت	معدل متغير		
%100	%03.5	%71.5	%25.0	8757.6	نهاية 2002
%100	%03.2	%75.3	%21.5	11111.9	نهاية 2003
%100	%02.8	%69.8	%27.4	13300.0	نهاية 2004
%100	%02.3	%69.3	%28.4	13995.4	نهاية 2005

حسب نوع العملة						
المجموع	عملات أخرى	ين	جنيه إسترليني	أورو	دولار أمريكي	
%100	%4.2	%5.0	%7.1	%37.5	%46.2	نهاية 2002
%100	%4.7	%4.4	%7.0	%43.5	%40.4	نهاية 2003
%100	%4.9	%4.0	%7.4	%46.7	%37.0	نهاية 2004
%100	%5.3	%3.4	%7.6	%45.1	%38.6	نهاية 2005

Source: -BRI; March 2004, op cit. pp. A87.

- BRI; March 2006, op cit. pp. A91.

من الجدول السابق يمكن ملاحظة:

- أنه بمقارنة تداول السندات الدولية بتداول القروض البنكية الصافية في الأسواق الدولية سجل تزايد الاتجاه نحو التمويل بدون وساطة مقارنة بالتمويل بوساطة بنكية تدريجيا.
- تفوق السندات العادية (بمعدل ثابت) على بقية الأنواع الأخرى من السندات.
- تراجع الدولار كعملة مهيمنة على هذا النوع من الأسواق تدريجيا ابتداء من سنة 2003 لصالح الأورو.

3- أدوات مالية دولية أخرى

تعد الأوراق التجارية الأوروبية Euro effets أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الدولية. وهي تمثل الإصدار الدولي لأوراق الدين القابلة للتداول Titre de créance négociables. وتضم فئتين أساسيتين: مضمونة تتمثل في القسيمة الأوروبية وغير مضمونة تتمثل في الأوراق التجارية الأوروبية.

3-1- القسيمة الأوروبية

ويتم إصدار القسيمة الأوروبية les euro notes في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة. وتعود نشأة القسيمة الأوروبية إلى نهاية 1970، حيث اعتبر بعض المقرضين أن الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع انخفاض مستوى الخطر، مما دفعهم إلى البحث عن أداة أخرى تؤمن أفضل تجانس بين السعر والخطر. وفي 1978 استحدث Citibank القسيمة الأوروبية وبذلك استفادت المؤسسة المقرضة من ضمان تمويل متوسط الأجل بتكاليف إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، مع إمكانية تعديل حجم الإصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض أو إنهاء برنامج الإصدار دون تحمل أي تكلفة إضافية.

3-2- القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل

رغم أن ظهور القسيمة متوسطة الأجل يعود إلى بداية السبعينات، حيث تم إصدارها من قبل شركات قروض السيارات في السوق الأمريكي، إلا أن أول إصدار للقسيمة الأوروبية متوسطة الأجل تم في 1986 لحساب First Intersate. وتعد القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل أداة وسط بين السندات الأوروبية والأوراق التجارية الأوروبية، حيث أصبحت تلقى رواجا أكبر من السندات الأوروبية لما تتميز به من مرونة.

3-3- الأوراق التجارية الأوروبية

وتعكس الإصدار الدولي للأوراق التجارية الأمريكية، وتمثل هذه الأخيرة كمبيالات تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع بدون ضمان، وتتراوح مدة استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. ورغم أن هذه الأداة تعود إلى القرن الثامن عشر، إلا أن أول إصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptance Corporation. أما الأوراق التجارية الأوروبية فقد ظهرت في بداية الستينات، لكنها لم تعرف تطوراً حقيقياً إلا منذ 1984. كما أن تطور سوق الأوراق التجارية توقف منذ التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيمات الأوروبية متوسطة الأجل. وتختلف هذه الأوراق عن الأوراق التجارية الأمريكية في مدة استحقاقها التي تتراوح بين 7 و365 يوماً، إضافة إلى أن معظم إصدارات الأوراق التجارية الأمريكية ترفق بخط إحلال⁴ على عكس الأوراق التجارية الأوروبية.

❖ تداول الأوراق التجارية الأوروبية

شأها في ذلك شأن الأوراق المالية العالمية، تتداول الأوراق التجارية الأوروبية في الأسواق الدولية.

الجدول رقم (04): تداول الأوراق التجارية الأوروبية

حسب فئة الأداة			التداول (بليون دولار)	
المجموع	الأوراق الأخرى	الأوراق التجارية الأوروبية		
%100	%33.3	%66.7	437.7	نهاية 2002
%100	%26.6	%73.4	569.5	نهاية 2003
%100	%27.2	%72.8	663.8	نهاية 2004
%100	%27.7	%72.3	648.9	نهاية 2005
حسب نوع العملة				

دولار أمريكي	أورو	جنيه إسترليني	ين	عملات أخرى	المجموع	
%33.2	%40.8	%12.8	%5.3	%7.9	%100	نهاية 2002
%28.9	%47.1	%13.6	%3.0	%7.4	%100	نهاية 2003
%28.7	%47.4	%15.1	%2.1	%6.7	%100	نهاية 2004
%29.5	%43.6	%18.0	%1.7	%7.2	%100	نهاية 2005

Source: -BRI; March 2004, op cit. pp. A86.

- BRI; March 2006, op cit. pp. A90.

من الجدول السابق يمكن تسجيل عدة ملاحظات أهمها تداول الأوراق التجارية الأوروبية أقل بحوالي 20 مرة من تداول السندات الدولية، كما أنها تحتل القسم الأكبر من السوق. وعلى غرار سوق السندات الدولية فإن الأورو هو أكثر العملات استعمالاً في تداول منتجات هذه السوق.

3-4- الأسهم الدولية

السهم عبارة عن شهادة تخول لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة المصدرة للسهم. فهو مستند ملكية ومن ثم ليس له تاريخ استحقاق. ويتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد المؤسسة المصدرة، حيث يتم تسجيل الأسهم الدولية عموماً في أكثر من مركز مالي وتعد وول ستريت wall street من أهم هذه المراكز. وقد يستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال العديد من الشرائح:

- شريحة محلية.
- شريحة أوروبية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق.
- شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.

في حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بالأسهم العالمية "planétaire"، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية. ولا يختلف تنظيم وإصدار الأسهم الدولية كثيرا عن الأسهم المحلية. ويتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي يختار على أساس الدول التي يرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها. وهناك أسلوبان لتوزيع الإصدار: الأسلوب المفتوح أين تترك الحرية لأعضاء التجمع البنكي في اختيار أماكن توزيع الإصدار، والتوزيعات المحاطة، حيث يراقب التوزيع ويمنع من العودة خاصة إلى سوق الإصدار.

وقد عرفت عملية إصدار الأسهم الدولية نموا متسارعا منذ سنة 1993، تماشيا مع تطبيق برامج الخصوصية في العديد من الدول، مما أدى إلى جمع مبالغ ضخمة جدا. فقد استطاعت deutsche telecom الحصول على 13.2 مليار دولار سنة 1996. وقد تجاوزت المبالغ السنوية لإصدارات الأسهم الدولية عتبة 100 مليار دولار سنة 1997، كما بلغت 124.8 مليار دولار سنة 1998.

3-5- المشتقات المالية

تعتبر المشتقات derivatives من الأدوات المالية الحديثة نسبيا حيث تكمن أهميتها في الحياة المالية المعاصرة في وظيفة التحوط من المخاطر hedging. تتكون من الأدوات التالية:

- الخيار أو الاختيار option هو "عقد يعطي الحق (وليس الإلزام) لحامله في شراء أو بيع أصل من الأصول بسعر محدد الآن على أن يتم التسديد والتسليم في وقت لاحق مقابل علاوة غير قابلة للاسترداد (جبار محفوظ، الجزء الثاني، 2002).
- العقود الآجلة forward contracts هي "عقود تتم بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وقت إمضاء العقد على أن تتم التسوية في تاريخ متفق عليه في المستقبل".
- المستقبلات أو العقود المستقبلية futures هي "عقود آجلة منمطة موحدة الشكل والإجراءات، الأمر الذي أتاح لها إمكانية التداول في البورصة".
- عقود المبادلة swaps هي "عقود مبادلة منتج مالي مقابل منتج مالي آخر، كمبادلة عملة بعملة أو قرض بسعر فائدة متغير بقرض بسعر فائدة ثابت بهدف تخفيض التكاليف والاحتماء من المخاطر".

تستعمل هذه الأدوات في الاحتماء من مختلف المخاطر كمخاطر تقلبات أسعار الصرف، أو تغير أسعار الفائدة، أو غيره من أشكال المخاطر.

V- الخاتمة:

لقد اتضح أن تدويل أسواق المال وعولمتها يعتبر تطوراً مذهلاً وفريداً من نوعه لما حققه من تخصيص فعال للموارد، إلا أنه كان أيضاً سبباً في الضعف المتزايد وعدم الاستقرار المزمّن في النظام المالي الدولي. فاستعمال التكنولوجيات الحديثة للاتصال والمعلومات سمح بتسهيل المراجعة المالية الدولية، وتعددت الأدوات المالية الدولية بصورة كبيرة وازدادت التدفقات المالية بين الدول حيث فاقت في كثير من الأحيان المعاملات التجارية. ونتيجة لتعدد الأدوات المالية الدولية أصبح من الصعب إخضاعها للرقابة الفعالة وبذلك أصبحت السلطات المالية للدول المختلفة تحت رحمة سرعة التطورات المالية.

كما أن اندماج الأسواق المالية وتربطها سهل انتقال العدوى فيما بينها بسرعة كبيرة، مما سبب أزمات مالية حادة مست العديد من مناطق العالم. ولوحظ أنه عادة ما تكون الاقتصاديات الضعيفة أكثر عرضة للآثار المدمرة للحركات غير المراقبة لرأس المال. فبدل أن توجه هذه الأموال نحو مشاريع استثمارية طويلة الأجل تسمح بتحقيق تنمية مستدامة، اتضح أنها تتوجه نحو استثمارات قصيرة الأجل وبذلك تكون استفاضة هذه الاقتصاديات منها ضعيفة.

كما أن تحرير الأسواق المالية زاد من انتشار عمليات غسيل الأموال. ففي ظل العولمة ونمو فعالية أسواق المال الدولية أصبح من اليسير انتقال رؤوس أموال ضخمة عبر الحدود، وقد حمل هذا في طياته تنامي حركة الجريمة المنظمة وتزايد حركة تداول أموال المنظمات الإجرامية على المستوى المحلي والدولي. إذ يتم تغيير صفة الأموال التي تم الحصول عليها بطريقة غير مشروعة مثل تجارة المخدرات وغيرها، لتظهر كما لو كانت قد تولدت من مصدر مشروع.

لهذا تزايدت في الآونة الأخيرة الأصوات المطالبة بإعادة النظر في تنظيم أسواق رأس المال الدولية كفرض ضريبة توبن مثلاً، والمقدرة بـ 0.1% على المعاملات المالية الدولية التي تفوق 500 ألف دولار أمريكي. حيث جاءت هذه الضريبة المقترحة من قبل الاقتصادي

الأمريكي جيمس توبن، والتي تعود إلى سنة 1972، للحد من تدفقات رؤوس الأموال المضاربة ومساعدة الدول الفقيرة من خلال إعادة توزيع تلك المحصلات الضريبية.

إلا أن تطبيق مثل تلك الضريبة قد يؤدي إلى مشاكل أخرى. ففرضها يتطلب موافقة كل الدول دون استثناء وتحديد الجهة التي تقوم بتحصيلها وتوزيعها، بالإضافة إلى أنه لا يوجد هناك ضمان بأن تستفيد الدول الفقيرة منها. وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أن أسواق رؤوس الأموال الدولية قد عرفت توسعا منقطع النظير من حث الآليات والهيكل والأدوات في ظل العولمة المالية، كما اتضحت نتيجة لذلك نهاية الدولار الأمريكي كعملة مهيمنة وزيادة التمويل المباشر على المستوى العالمي بانتشار ظاهرة التوريق securitization.

الهوامش

[1] London Inter Banks offered Rates (LIBOR) : Taux d'intérêt auquel les banques se refinancent entre elles sur les marchés londonien. C'est un des grands indices de référence pour l'élaboration de prêts internationaux (déterminés par LIBOR + une marge correspondant au risque associé à l'emprunteur).

[2] Le Vocabulaire « syndication » peut désigner soit la constitution du groupe de direction soit l'appel aux banques participant au crédit. Deux types principaux D'organisation du processus de syndication peuvent être rencontrés: le processus classique et le processus en deux temps. Dans ce deuxième Cas, Les banques du groupe de direction prennent ferme l'ensemble de la facilité, puis elles la syndiquent par le biais de sous participations. Dans le processus classique de syndication, l'appel aux banques que le groupe de direction souhaite voir participer au crédit peut se réaliser par invitation à participer. [Les coulisses de la finance, 11 janvier 1990, www.annufinance.com]

[3] هذه العبارة لا تعني أن السندات الأوروبية يتم تجسيدها بدعامة ورقية، فهي مثل السندات المحلية تتصف باللامادية Dématérialisation ، أي أنها تتواجد فقط من خلال القيد في سجل المؤسسة المصدرة.

[4] Une ligne de substitution est un engagement, ne constituant pas une caution, accordé par un ou plusieurs établissements de crédit à un émetteur de billets de trésorier, et garantissant à ce dernier qu'un concours lui sera consenti si la situation du marché ne permet pas de procéder au renouvellement de ces billets. [APFA, www.press-francophone.org]

المراجع

- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003.
- أحمد عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الطبعة الثانية، 2001.
- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هوم، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هوم، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002.
- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية، الطبعة الأولى، 1998.
- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002.
- سامية عمر عبدة، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، إشراف الأستاذ جبار محفوظ، 2003-2004.

- Bito, ch; Fontaine, P; les marchés financiers internationaux, presses universitaires de France, 1989.
- BRI; BIS Quarterly Review, March 2004, www.bis.org.
- BRI; BIS Quarterly Review, March 2006, www.bis.org.
- Bryant, R; Les opérations bancaires sur eurodevises: alarmisme et problèmes réels, www.oecd.org.
- Inchauspé, N ; retour sur la taxe tobin, éditions confluentes, 2000.
- La place financière suisse face à la concurrence internationale, www.eda.admin.ch
- Mathis, J; Marchés Internationaux des Capitaux, Economica, 2ème édition, 2000.