

التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات

تأليف
الدكتور سرمد كوكب الجميل
أستاذ مساعد



شركة أبناء شريف الانصاري
للطباعة والنشر والتوزيع
صيدا - بيروت - لبنان

• **للكتبة العصرية**

الخندق العميق - ص.ب: ١١/٨٢٥٥

تلفاكس: ٦٥٥٠١٥ - ٦٣٢٦٧٣ - ٦٥٩٨٧٥ ١ ٠٠٩٦١

بيروت - لبنان

• **للدار الشامية الجديدة**

الخندق العميق - ص.ب: ١١/٨٢٥٥

تلفاكس: ٦٥٥٠١٥ - ٦٣٢٦٧٣ - ٦٥٩٨٧٥ ١ ٠٠٩٦١

بيروت - لبنان

• **للطبعة العصرية**

بوليفار نزيه البزري - ص.ب: ٢٢١

تلفاكس: ٧٢٠٦٢٤ - ٧٢٩٢٥٩ - ٧٢٩٢٦١ ٧ ٠٠٩٦١

صيدا - لبنان

الطبعة الأولى

٢٠١١ م - ١٤٣٢ هـ

جميع حقوق هذه الطبعة محفوظة للناشر

حقوق التأليف والإعداد محفوظة لدار ابن الأثير/جامعة الموصل
لا يجوز نشر أي جزء من هذا الكتاب، أو اختزان
مادته بطريقة الاسترجاع، أو نقله على أي نحو، أو
بأي طريقة، سواء كانت الكترونية، أو بالتصوير،
أو التسجيل، أو خلاف ذلك، إلا بموافقة كتابية من
الناشر مقدما.

alassrya@terra.net.lb

E. Mail alassrya@cyberia.net.lb

info@alassrya.com

موقعنا على الإنترنت

www.almaktaba-alassrya.com

مقدمة

منذ أربع سنوات خلت كلفت بتدريس مادة التمويل الدولي للمرحلة الرابعة في قسم العلوم المالية والمصرفية بكلية الإدارة والاقتصاد في جامعة الموصل، وسعدت كثيراً بهذا الحدث لأنه أعادني لأكثر من عشرين سنة للوراء عندما كنت طالباً للدراسات العليا لنيل شهادة الماجستير في جامعة شمال ويلز، وقد أعادتني الذاكرة إلى تلك المادة التي كان يحاضر لنا فيها Mr. Peake وقد كان اسم المادة International Finance وتدرس بمحاضرات وحلقات نقاشية أسبوعية على مدار فصل دراسي كامل. وفعلاً عدت إلى أوراقي القديمة الخاصة بالتمويل الدولي والكتب التي تعنى بالمادة حينذاك، وبدأت أتحرى وأتابع الموضوع وتطوراته خلال العقدين الأخيرين من الزمن والتي صادف أن تكون نهاية القرن العشرين. ورغم أنني كنت مطلعاً على كل التطورات التي حصلت بحكم تخصصي العلمي إلا أن المسألة عندما تكون بهدف تدريس المادة العلمية لطلبة البكالوريوس في العلوم المالية والمصرفية وللمرحلة الرابعة المنتهية فإنها حتماً تختلف وتكتسب أهمية استثنائية.

إن الملاحظة المهمة والتي يجدر ذكرها تخص ذلك التغير الكبير الذي كان قد حصل عبر تلك السنوات، وقد حاولت جاهداً أن أطلع على كل التغيرات التي كانت قد حصلت فوجدتها كبيرة جداً، كيف لا وأن عهد التدويل قد انتهى، وحل عهد جديد هو عهد الانفتاح والعولمة، وما حصل بعد الحرب العالمية الثانية من ترتيبات واتفاقيات وأنماط تمويلية واستثمارية قد ولى، وحلت صيغ جديدة وأنماط هي غير التي كانت ترى في الستينات والسبعينات، كيف يمكن أن تفسر كل هذه التطورات والتغيرات؟ لا بد أن المسألة تحتاج إلى المزيد، وفعلاً بحثت عن المزيد! أجل إن المسألة لم تعد تدريس مادة علمية بقدر ما أصبحت ملاحظة لأحداث معاصرة ومحورها المال وهو المحرك الذي يحرك عالم اليوم.

إلا أن المسألة التي كانت تراودني وبشكل مستمر مضمونها كيف يمكن تحويل كل هذا الكم الكبير إلى محاضرات لطلاب بكالوريوس يمكن أن يستوعبها

عبر أحداث تبدأ من مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية وانتهاء إلى اليوم؟ لقد بدأت بتدريس المادة في السنة الدراسية 1998/1999 وقد مضى عليها اليوم أكثر من ثلاث سنوات حاولت جاهداً أن أصل إلى توليفة معرفية في مادة التمويل الدولي يمكن لها أن تكون أرضية يستند عليها الطالب في بنائه العلمي، إلا أن ما شجعني فعلاً هو درجة الاستجابة العالية من قبل الطلبة نحو هذه المادة ورغبتهم اللامحدودة في استيعابها وفهمها، وربما كان للأحداث المعاصرة ومستجداتها حافزاً باتجاه المزيد من المعرفة لديهم، وفعلاً كان لتساؤلاتهم ومناقشاتهم دافعاً نحو المزيد، ومن الأمثلة على ذلك أسئلتهم عن الأزمات المالية المتعاقبة والامتزامة مع كورسات الدراسة، مما قادني إلى محاولة وضع فصل بعنوان الأزمة المالية في نهاية الكتاب لغرض أن يوفر للطلاب أجوبة لتساؤلاته التي يبحث عنها.

أهداف الكتاب :

يهدف الكتاب إلى تحقيق عدة أهداف منها :

1 - رغم كل ما كتب في مادة التمويل الدولي وباللغة العربية إلا أنه يعد قليلاً جداً قياساً بما [هو] موجود في اللغة الإنكليزية، فعدد الكتب المؤلفة في اللغة العربية قد لا تتجاوز عدد أصابع اليد الواحدة، فهي إذن قليلة جداً، وهذا ما لمسناه فعلاً، زد على هذا فإن طبيعة المادة العلمية لهذا الموضوع تحتاج إلى تحديث مستمر، فما كتب قبل سنوات لم يعد يفي بالغرض اليوم، وهذا ما واجهته شخصياً، فما كنت قد درسته في سنة 1982 في جامعة شمال ويلز في التمويل الدولي لم يعد هو نفسه اليوم فكل شيء قد تغير في التمويل الدولي وهذا ما سيلاحظه القارئ خلال قراءته للكتاب، لذا فإن هناك حاجة ملحة في المكتبة العربية لهذا النوع من الكتب المحدثة.

2 - إن الكتاب يغطي مساحة معقدة في تركيبها وهي العقود ما بعد الحرب العالمية الثانية ولغاية السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين، فما كان في بريتون وودز قد انتهى في بداية السبعينات، وما حصل من اضطرابات ومشاكل عالمية في السبعينات بعد انهيار نظام بريتون وودز قد فرض على العالم تعاملات وأنماط مالية تختلف عما سبقها، فأين سعر الصرف الثابت كسياسة تنتهجها الدول من سعر الصرف المعووم؟ وأين القروض الدولية كأحد أنماط التمويل الدولي من الاستثمار الأجنبي المباشر؟ فما كان يؤمم من استثمارات أجنبية بحجة كونه أجنبي في بعض الدول، بات اليوم ميزة تسعى الدول إلى جذبها

واستضافته كاستثمار أجنبي في دولة مضيضة! إن كل هذه التطورات على مستوى الفكر والميدان والتطبيق تستلزم توضيحها ومناقشتها، قد يكون جيل الأربعينات والخمسينات قد عاصر تلك المتغيرات والأحداث، ولكن الأجيال اللاحقة وما بعد الستينات باتت كل تلك الأحداث من أعمال التاريخ، مما يستلزم تفسيرها والوقوف على أحداثها ووقائعها.

3 - المتابع المتفحص لمجرى الأحداث المالية على المستوى الدولي وهو ما يعيننا في التمويل الدولي يرى حجم الهجمة الكبيرة التي تقودها الدول المتقدمة بحجة عدم قدرة الدول النامية من الناحية المالية والإدارية والاقتصادية، ويلحظ أيضاً كم هي كبيرة تلك الاستراتيجيات التي تصاغ بهدف تكريس الفجوة بين جانبيين: عالم متقدم هو الذي يجب أن يمتلك المعرفة والمعلومات وقرار المستقبل، وعالم نام لا بد من أن يبقى ساكناً بطيئاً في تحركه لا يمتلك من إرادته لا ولا حتى تسميته التي يتسمى بها إنه غير قادر على كل شيء! إن محاولة فهم هذا الواقع وإدراكه يستلزم منا التعريف بكل المتغيرات والمستجدات، وسوف يكشف القارئ كل هذا، فالدول النامية لا تمثل لها في قرارات صندوق النقد الدولي! ولا يمكن لها أن تدير أزماتها المالية! وغير قادرة على إدارة اقتصادياتها! وغير قادرة على إدارة شركاتها الخاصة!... إلى غير تلك الأطاريح والتي تحتاج من القارئ التعرف عليها عن كثب في الدول النامية ومنها دولنا العربية.

4 - وهدف آخر ربما يكمن في أن الكتاب يمكن أن يعطي صورة للتداخلات المالية والاقتصادية في عالم اليوم، وخاصة لطلاب قسم العلوم المالية والمصرفية، وأيضاً يمكن أن يدعم المعرفة التخصصية لطلبة كلية الإدارة والاقتصاد بأقسامها الإدارية والاقتصاد والمحاسبة، إذ قد اعتمد الكتاب على منهجية مضمونها تحليل النظام إلى عناصره الأساسية وهذا ما سنعرضه في الفقرة أدناه وهي منهجية الكتاب.

منهجية الكتاب :

تضمن الكتاب ستة فصول حاولنا جهدنا أن تكون متوازنة في حجمها ورغم هذا فإن متطلبات العمل فرضت بعض التباينات في عدد المباحث وعدد الصفحات، وقد ظهرت الفصول الستة متقاربة في عدد مباحثها وعدد صفحاتها، وأيضاً اعتمدت الإنسيابية والتسلسل المنطقي والعلمي في تتابع الفصول والمباحث.

لقد ركزت المنهجية العلمية للكتاب على تحليل عناصر نظام التمويل الدولي، إذ يعد التمويل الدولي نظاماً بحد ذاته وهذا ما تؤكد أدبيات التمويل الدولي والمؤسسات المسؤولة عن التمويل الدولي، وبالتالي تفرض المنهجية العلمية تحليل ذلك النظام إلى عناصره وهي مؤسسات التمويل الدولي أولاً، وعمليات التمويل الدولي ثانياً، وأدوات التمويل الدولي ثالثاً.

ورغم صعوبة عملية التحليل تلك إلا أنها يمكن أن تمنح الكتاب سمة حديثة في العرض العلمي وتجعل القارئ أقرب إلى الفهم والاستيعاب، وإذا كان كل ما جاء في هذا الكتاب شائعاً ومتداولاً وليس بجديد، فإن العرض الجديد له وفق ما ذكرنا يمكن أن يشفع لنا في إخراجه وتقديمه، ورغم هذا وذاك فإن لكل مجتهد نصيب فإن أصاب فله أجران وإن أخطأ فله أجر واحد، أدعو الله أن يكتب لي أجراً ويغفر لي إن أخطأت.

اعتمد الكتاب على عملية التوثيق العلمي بشكل هوامش في أسفل الصفحة، ورغم عدم شيوع مثل هذه الصيغة المنهجية في الكتب العربية، وأنها متعارف عليها في الكتب الأجنبية، إلا أنها يمكن أن يكون لها فوائد وحسنات منها:

1 - بعد أكثر من عشرين سنة من العمل في المجال الأكاديمي وجدت في السنوات الأخيرة أن هناك توجهاً عاماً وفي العديد من الدول العربية أننا معشر الأكاديميين لم نعد نهتم في مجال الأمانة العلمية كما كنا سابقاً، علماً أن العالم يسير باتجاه الحقوق الفكرية كبنود من بنود اتفاقية التجارة الدولية، ولهذا لا بد إن يدرك الطالب أيّاً كان، أن التوثيق العلمي هو الأساس الذي يستند عليه البحث العلمي والدراسة العلمية، وأن التوثيق في أسفل الصفحة طريقة منهجية معتمدة في العديد من الجامعات العالمية ومنها جامعة الموصل.

2 - إن التوثيق وفق الطريقة المذكورة تتيح وتسهل على القارئ العودة لقراءة المرجع المعتمد ابتداء من اسم الكاتب وعنوان الكتاب والناشر والسنة والصفحة، وهذه بالتأكيد تجعل القارئ في سهولة من أمر العودة إلى المرجع المعتمد والاطلاع عليه.

3 - إن هذه الطريقة المنهجية تشكل خطأ وقائياً للباحث من أية تقولات غير مسؤولة، كما نعلم أن البحث العلمي والكتابة العلمية هي مسؤولية أولاً، وأن القارئ أيّاً كان طالباً أو مثقفاً أو مقيماً أو غير ذلك يجب أن يقدر تلك

المسؤولية للكاتب حق قدرها، ويمكن أن تسهم هذه الطريقة في المنهجية العلمية في حل كل تلك الإشكالات.

4 - تعد هذه الطريقة المنهجية في التوثيق متعبة قياساً بالطرق الأخرى إذ يتحمل الكاتب جهداً إضافياً في استخدامها، ولكن ما يعزي الكاتب هو أن برنامج Word على الحاسوب قد سهل الأمر كثيراً في العمل.

أما بخصوص المعلومات والبيانات التي اعتمد عليها الكتاب فقد حاولنا جهدنا أن تكون آخر ما يمكن الوقوف عنده، والحمد لله فقد استطعنا وبفضل مكتبات جامعة الموصل سواء المكتبة المركزية أو مكتبة كلية الإدارة والاقتصاد أن نحصل على كل ما هو حديث إضافة إلى الجهد الشخصي للكاتب في محاولة الحصول على آخر ما كتب عن الموضوع، إضافة إلى التقارير التي تصدرها المؤسسات الدولية والمتاحة في قسم الكتب والتقارير الدولية في المكتبة المركزية لجامعة الموصل.

ختاماً أتقدم بالشكر الجزيل لكل طلبة قسم العلوم المالية والمصرفية سواء الدراسات الأولية أم الدراسات العليا، وأيضاً أتقدم بالشكر لعمادة كلية الإدارة والاقتصاد ممثلة بشخص السيد العميد، وأشكر السيد رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية، وأيضاً أتقدم بجزيل الشكر للسيد أمين عام المكتبة المركزية لجامعة الموصل، وأشكر الموظفة المسؤولة عن قسم المنشورات الدولية.

المؤلف

الفصل الأول

مقومات التمويل الدولي
والتطورات المعاصرة

مقدمة

يحتل التمويل الدولي أهمية كبيرة في الدراسات المالية والمصرفية، وخاصة بعد التطورات الكبيرة التي شهدتها العالم خلال العقود الأخيرة، ولغرض توضيح الصورة كاملة لتطور ونشوء التمويل الدولي بمفاهيمه وأساسياته ومقوماته فقد تناول الفصل الأول من هذا الكتاب مقومات التمويل الدولي والتطورات المعاصرة، ولغرض فهم وإدراك كل الأبعاد التي يغطيها الموضوع فقد تم تقسيمه إلى خمسة مباحث ركز المبحث الأول على المفاهيم الأساسية لموضوع التمويل منطلقاً من نظرية الوساطة المالية والنظام المالي، وتبعه المبحث الثاني موضحاً مفهوم التمويل الدولي وعوامل نشوئه وتطوره، وركز المبحث الثالث على مناقشة البيئة المالية الدولية بوصفها وعاءاً للتمويل الدولي، وجاء المبحث الرابع ليناقد مسألة جوهريّة وهي مسألة التحرر المالي والتي كانت محور دراسة ونقاش لأكثر من نصف قرن.

واختتم الفصل بالمبحث الخامس والذي عرض مسألة في غاية الأهمية وهي تركيبة تدفق رأس المال والتي لا بد للقارئ أن يدركها قبل الخوض في تفصيل التمويل الدولي.

المبحث الأول

مفاهيم وأساسيات عامة في التمويل

مقدمة

يعد التمويل أحد أهم الأنشطة التي تمارسها قطاعات الأعمال في الاقتصاد، ولا يمكن لأي فرد أو منظمة أو دولة أن تعمل وتستمر في الحياة المعاصرة دون مال، فالفرد يحتاج في معاشه وحياته إلى الأموال لشراء مأكله وملبسه ومسكنه، وهو يحتاج إلى المال كي يقضي حوائجه، في تنقلاته واتصالاته، وفي تعليمه وصحته، ولكل هذا فإن الفرد يجب أن يحصل على التمويل المناسب لتغطية نفقاته، وكذلك المنظمة أياً كانت فهي بحاجة إلى تمويل لتغطية مستلزماتها، فدفق أجور العاملين والفواتير يستلزم أموالاً لتغطية كل مدفوعاتهما، وحتى المنظمات الخيرية فهي بحاجة إلى بعض الأموال لتنفيذ برامجها الإنسانية، وكذلك الدولة أي دولة كانت في عالمنا المعاصر متقدمة أم نامية صغيرة أم كبيرة فلا بد من أن يكون هناك تمويل لموازنتها العامة السنوية. إن الحاجة تدعو في حياتنا التي نعيشها اليوم إلى مصادر تمويلية لتغطية كل النفقات وأياً كانت جارية في الأجل القصير أو رأسمالية في أجلها الطويل وسواء أكان فرداً أم منظمة أم دولة، ولقد مضت وانتهت الأيام التي يمكن أن يعيش الفرد أو تستمر المنظمة أو تنمو الدولة من دون اهتمام مكثف ومتزايد بالحصول على المزيد من الأموال، لا بل فإن المقياس الفاصل في عالم اليوم هو توفر مصادر التمويل وحجم المتاح منها، فما بالك على مستوى الأعمال! أياً كانت في الصناعة أم التجارة أم الزراعة أم غير ذلك من أنشطة الأعمال التي يمارسها الإنسان الفرد أو المنظمة.

أولاً

مفاهيم أساسية في التمويل

أ - مفهوم التمويل :

يعود مصطلح التمويل لغوياً إلى المال، والمال مفهوم واسع وشامل وقد ورد

ذكره في القرآن الكريم عشرات المرات والمقصود به الموجودات بكل أنواعها وتصنيفاتها من نقد معدني وورقي وبضاعة أياً كانت وأراض ومبان وسيارات ومواش بأنواعها وأوراق مالية من أسهم وسندات إلى غير ذلك، إنه إذن كل ما يمتلكه الإنسان من موارد مادية ومالية وحيوانية وغير ذلك من الممتلكات، والسؤال الآن هو: من أين يمكن أن يحصل على كل هذه الممتلكات؟ إذ لا بد أن يكون هناك مصدر لتمويل هذه الأموال والممتلكات، لا بد أن يكون هناك مصدر مالي يمول تلك الموجودات أياً كان نوعها، فقد يكون مصدر التمويل دخل الفرد، أو ربما إراثاً ورثه، أو ربما من قرض اقترضه إلى غير ذلك، وكذلك المنظمة فإن لها موجودات وبتشكيلة متنوعة فيها النقد والأوراق والبضاعة والمباني والمكائن والمعدات والسيارات وغيرها كثير، إنها مواردها التي تعمل من خلالها سواء في الإنتاج السلعي أم الخدمي، وبالتالي فإن هذه المنظمة لا بد أن يكون لها المصادر الممولة لتلك الموجودات، فالمنظمة تعمل على تمويل ممتلكاتها من رأس المال وما تستقطعه من أرباح وربما من خلال ما تحصل عليه من قروض من المصارف، ولغرض فهم هذه العلاقة بين الموجودات بوصفها الموارد من جهة، ومصادر تمويلها من جهة ثانية، يمكن الاستعانة بالميزانية فهي توضح وبدقة هذه العلاقة، إذ تتكون من جانبين: الأول يطلق عليه جانب الموجودات وهو الجانب الأيمن منها والجانب الثاني يطلق عليه المطلوبات وحقوق الملكية وهو جانبها الأيسر.

إن تفسير مفهوم التمويل وفق مدخل الميزانية يستلزم فهمها وإدراكها بوصفها أحد أهم الوثائق والأدوات التي تعبر عن منظمة الأعمال، وعلاقاتها المالية التي تنفذها مع الغير، ذلك أن نشوء المنظمة ووجودها واستمرارها مرتبط بعلاقاتها مع الغير أياً كان فرداً أم منظمة أم حكومة، وبالتالي فإن تعاملاتها باختلاف طبيعتها من منظمة إلى أخرى يمثل صيغاً مختلفة من العلاقات بين المنظمة من جهة وبين الآخرين من جهة أخرى، لكل هذا فإن ما تظهره الميزانية هو حصيلة متراكمة لسنة مالية وبصيغة أرصدة وفقاً لما تطرحه النظرية المحاسبية، وتمثل الموجودات بالمنظور المالي استثمارات المنظمة، وتمثل المطلوبات وحقوق الملكية مصادر تمويل تلك الاستثمارات وهي كثيرة ومتعددة وهي أيضاً المحور الرئيس لهذا الكتاب⁽¹⁾.

وقد يطلق مفهوم التمويل في أدبيات المالية العامة، وهو ما يخص الإدارة

(1) Benton E. Gup, **Principles of Financial Management**, Second Edition, John Wiley, Inc. 1987, pp.9-11.

الحكومية وكيفية توفير الأموال لتغطية النفقات العامة، ويدرس التمويل ضمن تلك الأدبيات بحقل واسع في إطار إيرادات الحكومة، وتختلف الأسس والمفاهيم والنظريات المحاسبية بين ما يطبق في قطاعات الأعمال وما يضمنه من شركات ومنشآت ومؤسسات هادفة للربح وبين ما يطبق في الوحدات الحكومية غير الهادفة للربح، ولهذا تسعى الحكومة إلى توفير الأموال ومن مصادر مختلفة لغرض تغطية نفقاتها العامة.

رغم كل ما سبق فإن مفهوم التمويل يعد من المفاهيم الشاملة، والتي تغطي حقلاً واسعاً في الأدبيات المالية والاقتصادية، ولهذا فإن دراسة التمويل كموضوع مستقل يتخذ عدة اتجاهات، فيدرّس في الإدارة المالية ومضمون ذلك تمويل منظمات الأعمال، ويدرّس في المالية العامة ويقصد به تمويل النفقات الحكومية والموازنة، ويدرّس في إطار النظام المالي للدولة ويدرّس أيضاً على المستوى الدولي والعالمي، وسنأتي إلى تفصيل ذلك لاحقاً.

ب - مفهوم النظام المالي :

إن أي فرد في المجتمعات الحديثة لا بد وأن يكون له اتصال معين مع مصرف ما أو وكيل لبيع الأوراق المالية كالأسهم والسندات، أو ربما يكون فرداً متعاملاً بالشيكات أو السفاتج، ولا بد أن يكون قد حوّل مبلغاً من المال من منطقة إلى أخرى عبر قسم التحويل الداخلي أو الخارجي في مصرف إلى غير ذلك، بعبارة مختصرة إن المجتمعات الحديثة أيّاً كانت متقدمة أم متخلفة هي بحاجة إلى تلك الخدمات التي تقدمها المصارف والمؤسسات المالية والأسواق المالية وشركات التأمين ومكاتب تحويل العملات أو غيرها، وبالتالي فإن كثيراً من الطلاب والدارسين يعرفون ولو شيئاً قليلاً عن النظام المالي، والأهم من كل هذا أن أداء النظام المالي يؤثر على الأداء الاقتصادي للدولة ككل، ذلك أن الوظيفة المهمة التي يقوم بها هذا النظام تتمثل بتسهيل المدفوعات في الاقتصاد، وأن مسؤولية ذلك تقع على عاتق المصرف المركزي والنظام المصرفي.

إن أهمية تسهيل المدفوعات في الاقتصاد تنبع من درجة تطور ذلك الاقتصاد، وأيضاً تطور النظام المالي الذي يعمل فيه، فكل الأنشطة الاقتصادية التجارية والصناعية والزراعية والخدمية ترتبط أساساً بتسهيل تلك المدفوعات، وبالتالي فإن النظام المالي هو المسؤول عن تلبية حاجات المجتمع بكل وحداته بوصفهم المستفيدين من الخدمات التي يقدمها. ولغرض توضيح دور النظام المالي

في إطار الموضوع الذي بصده الآن وهو التمويل لا بد من التعرض إلى المزيد من التفاصيل الخاصة بعناصر النظام المالي، والأهم من ذلك هو كيف يسهم النظام المالي في توضيح مفهوم التمويل والتمويل الدولي⁽¹⁾.

ج - عناصر النظام المالي :

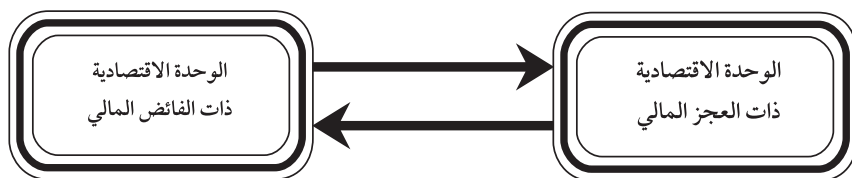
يتكون النظام المالي من عدد من العناصر وهي المؤسسات المالية والمصرفية والأسواق المالية والأدوات المالية، ولغرض توضيح تركيبة النظام المالي وعناصره نفرض أن هناك وحدتين اقتصاديتين في الاقتصاد يطلق على الوحدة الاقتصادية الأولى وحدة الفائض المالي، ويطلق على الوحدة الاقتصادية الثانية وحدة العجز المالي، ومعنى ذلك أن الوحدة الاقتصادية العاملة في الاقتصاد قد تكون تارة وحدة عجز مالي، وقد تكون تارة أخرى وحدة فائض مالي، وبالتالي فإن وحدة العجز المالي تكون دائماً في حاجة إلى المزيد من الأموال لتغطية عجزها، وبالمقابل أيضاً فإن وحدة الفائض المالي ترغب دائماً بالتخلص من الفائض المالي واستثماره، ولكن رغبة هاتين الوحدتين لا تكتمل من دون شروط معينة، فالوحدة الاقتصادية ذات العجز المالي ترغب بالحصول على الأموال بأقل كلفة وأطول أمد زمني، وكذلك الوحدة الاقتصادية ذات الفائض المالي ترغب بالتخلص من أموالها بأعلى عائد وأقصر أمد زمني، فإذا التقت الوحدتان الاقتصاديتان، فيمكن للوحدة الاقتصادية ذات العجز المالي أن تقبل الأموال المعروضة من الوحدة الاقتصادية ذات الفائض المالي، وبذلك تكون الوحدة الأخيرة قد ساهمت في تمويل العجز الذي تعاني منه وحدة العجز المالي، عند ذاك يطلق على تلك العملية بالتمويل المباشر، ومضمون العملية أساساً أن الوحدة الاقتصادية ذات الفائض المالي قد مؤّلت الوحدة الاقتصادية ذات العجز المالي، وتعد هذه الصيغة من الصيغ البدائية للتمويل الشكل (1)⁽²⁾.

(1) إن فهم وإدراك النظام المالي Financial System يعدّ أساسياً في مجمل الدراسات المالية سواء أكانت على مستوى الجزء أو الكل، لأنه يشكل أرضية لاستيعاب العمليات والأدوات والمؤسسات والأسواق المالية. ولهذا الغرض انظر:

Jack Revell, **The British Financial System**, The Macmillan Press LTD, 1979, ch.1.

(2) للمزيد انظر :

Jonas Prager, **Fundamentals of Money, Banking, and Financial Institutions**, Harper and-Row 1987, p.93.



الشكل (1)
التمويل المباشر

إن الصيغة السابقة لا يمكن أن تعطي صورة لاقتصاد يضم آلاف أو ملايين الوحدات الاقتصادية، ذلك أن أي اقتصاد يتكون من وحدات اقتصادية كثيرة، وتشمل الوحدات الاقتصادية الأفراد والمنظمات بمختلف أنواعها وأشكالها والوحدات الحكومية إلى غير ذلك، وبالتالي فإن عملية التقاء وحدات العجز المالي بوحدات الفائض المالي يكون مستحيلاً، ومن هذا المنطلق نشأ الوسيط المالي الذي يتوسط بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وهذا ما يطلق عليه بالتمويل غير المباشر⁽¹⁾ الشكل (2).



الشكل (2)
التمويل غير المباشر

د - الوسطاء الماليون :

يتضح مما سبق أن الوسيط المالي هو الذي يقف بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، وبالتالي فإن وظيفة الوسيط المالي تتمثل بقبول الودائع والمدخرات بوصفها فوائض مالية من قبل وحداتها أياً كانت أفراداً أم منظمات أم حكومة، ومن ثم إعادة توزيع تلك الأموال إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي في الاقتصاد، ومن هذا المفهوم يقوم الوسيط المالي بتنظيم الآجال والاستحقاقات وأيضاً بتحديد العائد لوحدات الفائض المالي والكلف لوحدات العجز المالي. إن ميكانيكية العملية المالية التي ينفذها الوسيط المالي هي في قبول الأموال، وهذا يكون بأشكال وأنواع مختلفة ومتعددة

(1) Jonas Prager, Op.Cit. pp.93-94.

وبحسب درجة تطور النظام المالي أو درجة بدائيته أو تخلفه، وكذلك توزيع تلك الأموال بأشكال ومنافذ متعددة ومتنوعة أيضاً، ويعتمد على درجة تطوره وتقدمه⁽¹⁾.

وقبل الدخول في موضوع تطور النظام المالي ودرجة التعقيد التي بلغها في العقود الأخيرة، لا بد من فهم وتوضيح آليات العمل الوسيط في الاقتصاد ومن خلال المثال الآتي:

بافتراض أن الوحدة الاقتصادية (أ) لديها فائض مالي وبشكل نقد مقداره 1000 دينار، وبالتالي يمكن أن يظهر في الميزانية كموجود. وأن هذه الوحدة الاقتصادية ترغب بالتخلص من هذا الفائض، وبوجود الوسيط المالي يمكن لها أن تودع هذا المبلغ لديه، وبقبول الوسيط المالي هذه الوديعة، فإن الوديعة سوف تظهر في ميزانية الوسيط المالي في جانب المطلوبات ومقداره 1000 دينار، وفي نفس الاتجاه فإن الوسيط المالي سوف يكون مستعداً لإقراض هذا المبلغ وهو 1000 دينار لوحدة العجز المالي، وعند إكمال العملية سوف يظهر مبلغ القرض في جانب الموجودات من ميزانية المصرف، ويظهر المبلغ في جانب المطلوبات من ميزانية الوحدة الاقتصادية ذات العجز المالي. إن ملاحظة ميزانية الوسيط المالي تظهر وبوضوح أن المبلغ قد دخل كال التزام عليه ولهذا ظهر ضمن المطلوبات، وعند إقراض المبلغ فإنه قد ظهر ضمن الموجودات، بعبارة أخرى أن المبلغ قد دخل بشكل ودائع وخرج بشكل قروض، ولهذا السبب اعتبر بمثابة الوسيط المالي الذي يقتصر دوره على تعبئة الأموال وتوزيعها.

إن الوسطاء الماليين هم عبارة عن مؤسسات تحاول تقديم خدمات لتلبية حاجات المودعين والمقترضين، أو يمكن القول المقترضين والمقترضين، وبصيغ متنوعة ومتعددة كما سيرد في فصول هذا الكتاب. وتتعدد مؤسسات الوساطة المالية لتشكل المصارف والمؤسسات الادخارية وبيوت المال والأسواق المالية بمختلف أنواعها، وتنوع مؤسسات الوساطة المالية كلما ازداد الاقتصاد تطوراً ونمواً. إن الأطراف الأساسية لعملية الوساطة المالية هي في الحقيقة بين المدخرين والمستثمرين⁽²⁾.

(1) للمزيد عن الموضوع انظر:

A.D. Bain, *The Economics of the Financial System*, Marten Robertson, Oxford, 1981, pp.2-14.

(2) A.D. Bain, Op.Cit., pp.7-9.

لقد تطورت عمليات الوساطة المالية وبشكل كبير جداً في العقود الأخيرة، وباتت المؤسسات المالية الوسيطة أياً كانت، مصارف أم أسواق أم شركات تأمين وغيرها كثير تبحث عن جذب الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، أياً كانت تلك الوحدات واستثمارها في مختلف أشكال الاستثمار، ولقد استطاعت المجتمعات الحديثة أن تنظم تلك العمليات الوسيطة وأطراف العلاقة تحت مظلة النظام المالي.

هـ- الأدوات المالية:

عودة إلى ما سبق شرحه وفي إطار التمويل غير المباشر فإن عمليات الإيداع والإقراض أو ما تسمى الادخار والاستثمار، كل تلك العمليات التي تتم في إطار النظام المالي فإنها تخلق الأدوات المالية، ويمكن الوقوف على كل تلك الأدوات من موجودات ومطلوبات الميزانية الخاصة بالمؤسسة المالية أو السوق المالي. ولغرض توضيح مفهوم الأداة المالية نعود إلى الوحدات الاقتصادية وتفسيراتها، فالوحدة الاقتصادية ذات الفائض المالي عند إيداعها مبلغاً من المال لدى الوسيط المالي فإنها بذلك تكون علاقة مالية بينها وبين الوسيط المالي، هذه العلاقة يعبر عنها بالأداة المالية، فتكون بشكل موجود وتظهر في ميزانية تلك الوحدة، وبالمقابل تظهر بشكل مطلوب أو التزام في ميزانية الوسيط المالي. كذلك بالنسبة لوحدة العجز المالي فإنها من خلال اقتراضها من الوسيط المالي فهي بذلك تخلق علاقة مالية تكون نتيجتها أداة مالية تظهر في ميزانية الوحدة الاقتصادية بشكل التزام عليها من قبل الوسيط المالي، في حين تظهر بشكل موجود في ميزانية الوسيط المالي⁽¹⁾.

إن ما تظهره ميزانية الوسيط المالي من تشكيلة متنوعة من الموجودات ما هي إلا مجموعة متنوعة من الأدوات المالية، وما تظهره من مطلوبات هي أيضاً تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، وأياً كان هذا الوسيط المالي مصرفاً أم مؤسسة مالية أو تأمينية أم سوقاً للأوراق المالية أم غير ذلك، وبالتالي فإذا تم تجميع ميزانيات كل الوسطاء الماليين يمكن الحصول على ميزانية النظام المالي للاقتصاد. وبالمقابل فإن الوحدات الاقتصادية في الاقتصاد إذا جمعت على أساس قطاعي يمكن أن تظهر ميزانية القطاع الواحد في الاقتصاد، وبالتالي

(1) انظر:

يمكن التعرف على ذلك القطاع إن كان قطاعاً ذي فائض مالي أو قطاعاً ذي عجز مالي .

لقد تطورت الأدوات المالية تطوراً كبيراً خلال العقود الأخيرة، وقد كان للإيداع المالي دوراً مهماً في محاولة خلق المزيد من الأدوات المالية إما بسبب تسهيل عمليات الدفع فاستخدمت النقود والشيكات والسفاتيح والنقد البلاستيكي وأخيراً فقد بدأت تستخدم الأدوات الإلكترونية، كذلك كان للخطر الذي لازم التعاملات المالية دوراً كبيراً في تنشيط حالات الإيداع في خلق المزيد من الأدوات المالية لإبطال تلك الأخطار أو للتخفيف من آثارها .

و - المدخرون والمستثمرون :

المدخرون والمستثمرون قد يكونون أفراداً أو منظمات عامة أو خاصة وسواء أكانت منظمات أعمال أم منظمات خدمة عامة أو ربما وحدات حكومية إلى غير ذلك، والجانب المهم والذي ينبغي الوقوف عنده يتمثل في أن الادخار هو قرار يتخذه المدخرون أياً كانوا، وأن قرار الاستثمار يتخذه المستثمرون . ويختلف المدخرون في أهدافهم وأساليبهم ودوافعهم في الادخار، وكذلك يختلفون في آجال مدخراتهم، فهناك من يرغب بحفظ أمواله فقط وهناك من يرغب بالحصول على عوائد لقاء تلك المدخرات، ويمكن النظر إلى الادخار من منظور جزئي خاص بالوسيط المالي، وفي حالة تجميع تلك المدخرات لكي تظهر في ميزانية النظام المالي فإنها ينظر لها من منظور كلي، وتشكل مدخرات الأفراد والمنظمات بأنواعها والحكومة مفهوماً كلياً يطلق عليه في أدبيات الاقتصاد الكلي بالادخار والذي يحسب من خلال طرح الإنفاق الاستهلاكي من إجمالي الدخل⁽¹⁾ .

أما المستثمرون فأيضاً تتوزع أهدافهم وأساليبهم ودوافعهم في العملية الاستثمارية بشكل كبير جداً، وهناك الاستثمارات طويلة الأجل كالاستثمارات الرأسمالية، وقصيرة الأجل كالاستثمارات المتداولة أو الجارية، وينظر إلى الاستثمار بمنظاريين: الأول جزئي وهو الخاص الوحدة الاقتصادية أياً كانت أفراداً أم منظمات أم استثمارات الوحدات الحكومية، والمنظور الثاني كلي وهو مجموع استثمارات الدولة، وهنا لا بد من ذكر متطابقة طالما تعرض لها الاقتصاديون في الأدبيات الاقتصادية ومضمونها أن الادخار يتطابق مع الاستثمار، وفي حالة زيادة الادخار على الاستثمار يكون هناك فائض مالي، وفي الحالة العكس أي في حالة

(1) سناقش الموضوع وبالتفصيل في المباحث اللاحقة .

زيادة الاستثمار على الادخار يكون هناك عجز مالي، إن من الجدير ذكره أن هذه المتطابقة لا تعمل على المستوى الجزئي، وإنما تعمل فقط على المستوى الكلي، إذ لا يتطابق الادخار مع الاستثمار في الوحدة الاقتصادية ولا على مستوى القطاع، وإنما تحصل المتطابقة فقط على المستوى الكلي⁽¹⁾.

ثانياً

المنظور الاقتصادي للنظام المالي

يمارس النظام المالي عبر مؤسساته وأسواقه دوراً بالغ الأهمية في الاقتصاديات الحديثة، وتتركز تلك الأهمية من خلال الوظائف التي يقوم بها، كتعبئة الادخار وحفز الاستثمار وتسوية المدفوعات وتحويل الأموال ومحاولة تقليل الأخطار وإدارتها، وأيضاً العمل على تقليل كلفة المعاملة الواحدة وتوفير البيانات والمعلومات وغيرها كثير، ولكن اهتمام الاقتصاديين يتأتى من تلك المتطابقة التي سبق ذكرها قبل قليل، وهي الادخار والاستثمار، إذ تقوم المؤسسات المالية والأسواق المالية بتعبئة الموارد المالية وبشكل مدخرات، وهنا يركز الاقتصاديون على أهمية النظام المالي ومؤسساته في توفير الأموال من المدخرات والتي يعيد النظام المالي وعبر مؤسساته وأسواقه توزيعها على الوحدات الاقتصادية التي هي بحاجة لها وبشكل قروض واستثمارات، وبالتالي تتحقق عملية الإنتاج وتزايد مما يؤدي إلى زيادة ونمو الدخل القومي⁽²⁾.

لقد كان هذا الموضوع مثار جدل ونقاش منذ عشرات السنين ومحاوره تدور حول أهمية النظام المالي ومؤسساته وأدواته في زيادة الدخل القومي ودعم النمو والتنمية الاقتصادية، أو بعبارة أشمل دوره في الاقتصاد. وعندما يقال دور النظام المالي في الاقتصاد فإن هذا يعني أهمية المؤسسات المصرفية والمالية وكذلك أهمية الأسواق المالية بكل ما تحويه من أنواع وأيضاً أهمية الأدوات المالية في الاقتصاد، وتنبع تلك الأهمية أساساً من حجم الأموال التي تعبئها من الوحدات

(1) للمزيد عن المتطابقة بين الادخار والاستثمار انظر:

J.Revell, Op.Cit. p.12.

(2) للمزيد عن هذا الموضوع انظر:

Michael Parkin & Robin Bade, Modern Macroeconomics, Philip Allan Publishers Limited, 1982, pp.40-52.

الاقتصادية في المجتمع والتي تسهم في تمويل الاستثمارات التي تنفذ في دولة معينة، ولقد اكتسبت المدخرات التي تعبئها المؤسسات والأسواق المالية أيضاً أهمية كبيرة بوصفها مصدراً مهماً لتمويل العمليات الاستثمارية، وتتوقف العملية الادخارية في المجتمع على كثير من العوامل أهمها ارتفاع مستوى نصيب الفرد الواحد من الدخل القومي، والميل الجدي للاستهلاك ودوافع الادخار التي يثيرها النظام المالي لحفز المدخرين على الادخار، وفي المقابل يقع على عاتق النظام المالي بمؤسساته وأسواقه حسن إدارة وتوجيه الاستثمارات والقروض نحو القطاعات الاقتصادية ذات الحاجة إلى الأموال⁽¹⁾.

إن الأسعار التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وأيضاً معدلات العائد على الأدوات المالية لها وظائف ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد. إن هذه الأسعار تلعب دوراً مهماً في توزيع الموارد في الاقتصاد وأيضاً في تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار لغرض رفع مستوى النشاط الاقتصادي، وفي خضم ذلك التوازن لا بدّ من الإشارة إلى العلاقة بين أسعار الموجودات المالية وأسعار فوائدها، وكما سبق أن ذكرنا فإن الموجود المالي ما هو إلا أداة قادرة على خلق الربح في المستقبل، إن سعر الفائدة أو العائد المتحقق من تلك الموجودات المالية هو ببساطة الدخل الذي يتحقق خلال مدة زمنية وغالباً ما ينسب إلى سعر الموجود المالي، وإن من المفيد ذكره أن العلاقة بين السعر والعائد هي علاقة عكسية، فكلما ارتفع السعر انخفض العائد.

إن العلاقة سابقة الذكر تعد ذات أهمية كبيرة في هيكل النظام المالي، فالفرد على ضوء تلك العلاقة يقرر ما بين إيداع أمواله في المصارف وبين مسك الأوراق المالية، والشركة تقرر ما بين إصدار الأوراق المالية في الأسواق المالية وبين الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية، والحكومة من خلال تلك العلاقة تصيغ سياساتها الاقتصادية. فارتفاع أسعار الفائدة يمثل الأداة الحافز للأفراد لإيداع أموالهم في المصارف دون الذهاب لسوق المال لاقتناء الأوراق المالية، وفي حال

(1) لقد احتل موضوع دور النظام المالي في الاقتصاد أهمية كبيرة في الدراسات المالية والاقتصادية منذ ثلاثينات القرن العشرين والتي بدأها Schumpeter في سنة 1934 في كتابه The Theory of Economic Development، للمزيد انظر،

Sarmad K. Al Jamil, *The Banking Institutions of Iraq and Their Significance In The Economic Development of The Country From 1971-1978*, Unpublished Dissertation, University College of North Wales, Bangor, U.K. 1984.

انخفاض الطلب على الأوراق المالية سوف تهبط أسعارها فيقبل الناس على شرائها إلى أن يحدث التوازن في السوق⁽¹⁾.

الجانب الآخر والمهم يكمن في الخطر الذي يعترض العملية المالية، فالمقرض يفكر قبل الإقراض بالمقترض وكيفية استرداد الأموال منه، وبالتالي فإن المقرض يقيم ويحدد احتمالات الخطر التي يمكن أن يواجهها بعدم تسديد القرض في استحقاقه، لكل هذا يدخل الخطر كأحد العوامل المهمة في عمليات الإقراض والاقتراض من قبل المؤسسات المالية، وقد باتت النظم المالية تضع السياسات والآليات لغرض تحقيق كفاءة العملية المالية، وبالتالي يمكن أن تتحقق كفاءة النظام المالي، وكفاءة توزيع الموارد على القطاعات الاقتصادية، لقد بات النظام المالي أحد أهم النظم المسؤولة عن النمو والتنمية الاقتصادية، وجوهر العملية تكمن في خلق التوازن بين الادخار والاستثمار⁽²⁾.

ثالثاً

المنظور المحاسبي للنظام المالي

إن أهم السمات التي يتسم بها النظام المالي أنه عبارة عن مجموعة من العلاقات المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية في الاقتصاد، فما هي طبيعة وشكل ونمط هذه العلاقات؟ عودة إلى الوحدات الاقتصادية التي بدأنا بها نقاشنا لتفسير النظام المالي، والقائم على فائض الوحدة الاقتصادية أو عجزها، ومن خلال التخلص من الفائض وإيداعه لدى الوسيط المالي، وكذلك من خلال تمويل عجز الوحدة الاقتصادية ذات العجز المالي من قبل الوسيط المالي، أو بعبارة أخرى من خلال عملية الوساطة المالية فإن الذي يحدث هو عبارة عن علاقات مالية متداخلة بين الوحدات الاقتصادية ذاتها، ويعبر عن تلك العلاقة المالية المتداخلة بالأداة المالية، وبالتالي فإن ما يحدث عبارة عن حركة متساوية في الموجودات والمطلوبات وفي نفس الاتجاه، ومن هنا يمكن النظر إلى تلك العلاقات المالية وبشكلها المتداخل بين الوحدات الاقتصادية وعلى مستوى الاقتصاد ككل وأن

(1) انظر :

A.D. Bain, The Economics of Financial System, Op.Cit. pp.12-14.

(2) للمزيد عن الخطر في العملية المالية، انظر :

A.D.Bain, The Economics of Financial System, Op.Cit. pp.50-59.

طبيعتها تكون متوازنة، وتظهر ضمن شكلها الكلي المتوازن كمنظور محاسبي. أما على مستوى النظام المالي بمؤسساته المختلفة من مصارف ومؤسسات مالية وتأمينية والأسواق المالية، فإن تجميع ميزانيات تلك المؤسسات والأسواق سوف تشكل ميزانية النظام المالي والتي تظهر بوضوح العلاقات المتداخلة بين القطاعات الاقتصادية وعلى مستوى الاقتصاد ككل، فتظهر بذلك حجم الديون وحجم الموجودات المالية والمطلوبات المالية كبيانات محاسبية كلية لخدمة متخذ القرار⁽¹⁾.

رابعاً

أنشطة النظام المالي والبنية الفوقية المالية⁽²⁾

إن النظر إلى العلاقات المتداخلة بين الوحدات الاقتصادية وخلق الأدوات المالية يمكن أن يظهر وبوضوح الفصل الواضح بين النشاطات المالية والاقتصادية وسهولة التمييز بينهما، ولهذا يمكن أن تشكل مجمل المعاملات المالية بنية فوقية وتكون بنيتها التحتية هي مجمل المعاملات الاقتصادية المادية. وعلى هذا الأساس يمكن قياس حجم النظام المالي من خلال نسبة قيمة الأدوات المالية إلى الثروة الجنسية. أما درجة تطور النظام المالي فيعكسه هيكل النظام، والمقصود بهيكل النظام المالي ميزانيته بما فيها من موجودات مالية ومطلوبات مالية، وتزداد درجة تطور وتعقيد النظام المالي كلما زادت أدواته تطوراً وتعقيداً، وقد أبدعت المجتمعات المتطورة في خلق المزيد من الأدوات التي تسهل عمل وأنشطة تلك الوحدات الاقتصادية، وأيضاً لتسهل في تقليل الأخطار التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات والأسواق المالية نتيجة عمليات الوساطة المالية التي تمارسها.

النظام المالي والتمويل :

تأسيساً على ما سبق ذكره يمكن القول أن النظام المالي ينطوي على نشاطين

(1) لقد تناول J.Revell هذا الموضوع بالتفصيل واعتمده مدخلاً محاسبياً في تحليل النظام المالي وعناصره ونشوء الأداة المالية للمزيد انظر :

J.Revell, *The British Financial System*, Op.Cit. pp.3-28.

(2) لقد أطلق Revell هذا المفهوم وهو البنية الفوقية المالية Financial Superstructure ومرادفها البنية الاقتصادية التحتية Economic Infrastructure للمزيد انظر :

J.Revell, *The British Financial System*, Op.Cit. pp.3-28.

رئيسيين هما التمويل والاستثمار ومن منظور البنية الفوقية سابقة الذكر، ويمكن الوقوف على تفاصيل هذين النشاطين من خلال التعرف على وظائف النظام المالي وهي كما يلي :

أ - الوساطة المالية بين المقترضين والمقرضين، فهو يوفر القنوات اللازمة والأدوات المالية لانتقال النقد من وحدات الفائض إلى وحدات العجز .

ب - آليات الدفع، فهو النظام الذي ينفذ عمليات الدفع بال شيكات والبطاقات الائتمانية وأوامر الدفع الأخرى .

ج - الخدمات المالية والتي يحتاجها الأفراد والشركات وباقي الوحدات الاقتصادية في أدائهم لأعمالهم .

الفوائد التي يقدمها النظام المالي :

يقدم النظام المالي العديد من الفوائد منها :

أ - تحويل الاستحقاقات : Maturity Transformation

ويقصد بها عملية تحول الاستحقاقات قصيرة الأجل إلى طويل الأجل، والاستحقاقات غالباً ما ترتبط بآجال القروض، فإذا استحق القرض فإنه يجب أن يدفع، وتؤدي مؤسسات النظام المالي هذه العملية .

ب - تحويل الخطر : Risk Transformation

إن أي مؤسسة مالية سواء أكانت مصرفاً أم غير ذلك يمكن أن تقرض الأفراد والمؤسسات وهي ستخاطر في عملها، وبهدف التأكد من أن المقترض سيدفع القرض عند استحقاقه، ولغرض تقليل الخطر فإن الوسيط المالي يقوم بعملية ضمان القرض وله من الأساليب والوسائل لتحقيق ذلك . وأيضاً إن عملية الوساطة المالية التي يقوم بها النظام المالي ما هي إلا توزيع للخطر أي تقليله وبهذا يكون النظام المالي ضامناً للتعاملات المالية وموزعاً لأخطارها .

ج - التنسيق بين المقترضين : Coordination of lenders

لما كان النظام المالي يقوم بدور الوساطة المالية فهو بالتالي يقوم بتلبية حاجة الأفراد والشركات من القروض وتنسيقها .

د - خفض الكلف : Reduced Costs

إن من أهم الفوائد التي يمكن أن تتحقق للمستفيدين من النظام المالي

والوساطة المالية هو خفض كلفة المعاملة الواحدة بحسب قوانين وفورات الحجم Economy of Scale أي كلما زاد عدد المعاملات المالية كلما انخفضت كلفة المعاملة الواحدة فيحقق الوسيط المالي مزيداً من الأرباح ، وتتحقق للمتعاملين مزيداً من الخدمات المالية من دقة في العمل وسرعة في الأداء وضمنان في التعاملات .

المبحث الثاني

مفهوم التمويل الدولي وعوامل النشوء والتطور

أولاً

مفهوم التمويل الدولي

يتألف مصطلح التمويل الدولي International Finance من كلمتين: الأولى التمويل Finance، وهذا ما تم شرحه وبالتفصيل في المبحث السابق، والذي يعني توفير المصادر المالية لتغطية نفقات جارية أو رأسمالية وفق شروط معينة تتضمن السعر والأجل، وقد بات مفهوم التمويل من المفاهيم الشائعة الاستخدام ومنذ العقود الأولى من القرن العشرين، أما الكلمة الثانية، الدولي International فيقصد بها مجموعة الدول، وقد شاع استخدام هذا المصطلح بعد الحرب العالمية الثانية، حيث النظام الدولي الجديد الذي ساد العالم آنذاك، ونشأت على أثره المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

وإذا كان نشاط التمويل يمارس من قبل المؤسسات المالية بما فيها من مصارف وبيوت للمال والاستثمار والادخار وكذلك من قبل الأسواق المالية وبأدوات مالية، فإن التمويل الدولي يمارس من قبل المؤسسات المالية الدولية بما فيها من مصارف دولية وأسواق مالية دولية وكذلك من قبل المؤسسات المالية الدولية المنبثقة عن منظمة الأمم المتحدة أو المنظمات الدولية الأخرى، وتستخدم الأدوات المالية التقليدية والحديثة وعلى المستوى الدولي. تعد ظاهرة المصارف الدولية حديثة نسبياً وقد تطورت وبشكل كبير جداً ومنذ عقد الخمسينات وتطورت أكثر في العقود التي تلتها ولتصبح الظاهرة المهيمنة على العالم في عقد السبعينات وما تلا ذلك، وأيضاً كان عقد الستينات هو البداية الفعلية للأسواق المالية الدولية، فلقد ازدادت حركة الإقراض الدولية وارتفع حجم القروض الدولية إلى مستويات لم يكن يعرفها العالم من قبل، وبدأت ظواهر دولية أخرى مثل الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي، وبدأت عمليات الانفتاح وتخفيف القيود إلى غير ذلك من الظواهر.

ثانياً

عوامل نشوء وتطور التمويل الدولي

لا بد قبل الحديث عن عوامل نشوء وتطور أنشطة التمويل الدولي التمييز بين ما قبل الحرب العالمية الثانية وما بعدها، فإذا كانت قبل ذلك التاريخ تقتصر الأنشطة المصرفية على الخدمات التقليدية مثال ذلك المدفوعات وتمويل التجارة الخارجية، وغيرها من الأعمال المصرفية، فإن ما حصل بعد ذلك التاريخ يعد كثيراً. ولقد كان هناك تحول كبير من الإسترليني إلى الدولار بعد أن فقد الإسترليني هيمنته على التعاملات الدولية، ولكن بعد القيود التي وضعتها الحكومة البريطانية على تحويلات العملات، وقد بدأ تبعاً في أوروبا التحول إلى الدولار، ولغاية نهاية عقد الخمسينات حدث تطورين هامين غيراً في حركة وتنظيم التمويل الدولي، أولهما القيود التي فرضتها الحكومة البريطانية على التعاملات الخارجية للإسترليني وذلك بعد الأزمة التي حدثت بين عام 1955 وعام 1957، وعلى أثر ذلك منعت الحكومة البريطانية تمويل التجارة بالباون باستثناء البريطانية منها، فضلاً عن تحديدها لتمويل الائتمانات التجارية. والتطور الثاني والأكثر أهمية وهو بداية تحول ميزان المدفوعات الأمريكي من الفائض إلى العجز وكان هذا في بداية عقد الخمسينات. إن تنامي حجم المتاح من الدولار في أوروبا وبعض المناطق الأخرى، قد خلق دوراً لعملة الدولار باتت مهيمنة على احتياطات العملات في العالم، ومنذ ذلك الوقت برز الدولار كعملة دولية تستخدم في تمويل التعاملات الدولية⁽¹⁾.

لقد بات شيئاً طبيعياً على المصارف في أوروبا أن تبحث عن الدولار لغرض تمويل تعاملاتها، ولهذا بدأت المصارف الأوروبية البحث عن الودائع الدولارية لذلك الهدف، وقد وجدت هذه المصارف ضالتها عندما زاد عرض الدولار في أوروبا وبقية المناطق الأخرى مثل شرق آسيا، وبناء على ذلك وجدت المصارف نفسها ذات قدرات تمكنها من تحقيق أهدافها وتلبية حاجات زبائنها. لقد ترافقت الأحداث مع بداية تحرك المصارف الأمريكية لتأسيس فروع لها في أوروبا والذي بات يعرف بسوق الدولار الأوروبي والذي تحول فيما بعد إلى ما يسمى سوق

(1) انظر في هذا:

R.B.Johnston, *The Economics fo the Euro-Market, History, Theory and Policy*, The Macmillan Press LTD, 1983, pp.9-32.

العملات الأوروبية بعد أن دخلت إلى السوق الكثير من العملات الأوروبية والآسيوية. ولقد اتسع هذا السوق خلال عقد الستينات وبدرجة كبيرة، فوضعت آليات منظمة لسعر الفائدة على الودائع الدولارية وحسب آمادها، وقد بات الدولار العملة الدولية الأكثر أهمية⁽¹⁾.

لقد كان نمو سوق العملات الأوروبية في عقدي الستينات والسبعينات نمواً هائلاً، فقد بلغت الموجودات من العملات الأجنبية في تسع دول أوروبية 12,4 مليار \$ في سنة 1963 كان منها 9,3 مليار \$ عملات بالدولار، وفي نهاية العقد كان حجم العملات الأجنبية 63,4 مليار \$ كان منها 53 مليار \$ عملات بالدولار، ورغم ذلك فقد بقيت المصارف الأوروبية أصغر بكثير من المصارف الأمريكية، فمثلاً كان مجموع موجودات المصارف التجارية الأمريكية تبلغ 527 مليار \$ في نهاية سنة 1969⁽²⁾.

لقد كان عقد الستينات وبداية عقد السبعينات فترة حافلة بالتغيرات المصرفية، وقد كان هناك تغيرات هيكلية وتطورات شهدتها النظم المصرفية الوطنية، إذ سرعان ما بدأت بإنشاء شبكات لها من فروع ومكاتب في خارج حدود الوطن الأم والعمل في الأسواق الأجنبية سواء أكانت أسواق نقد أو عملات أجنبية. لقد تنامي إذن سوق العملات الأوروبية ليصبح سوقاً عالمياً تغطي أنشطته جغرافياً العالم بأسره ناهيك عن حجم ومستوى الأدوات والتسهيلات المستخدمة، والنظر إلى ما حصل فعلاً هو تطبيقاً أولاً لعمليات التدويل للأنشطة المصرفية وعملياتها ومؤسساتها، وإذا كان هذا ما أبدعته المصارف في إعادة الهيكلة ومحاولة الانتشار عبر الحدود فهناك عوامل أخرى غير الإيداع تقف خلف تلك التغيرات ومنها الاقتصادية والإجرائية والتنظيمية، وقد ساهمت كلها مجتمعة في دعم عمليات التدويل للنظم المصرفية، فاقتماداً ازدادت تجارة العالم وتنامي الدخل القومي وبشكل كبير جداً ومتسارع، خلال العقدين سابق الذكر، وبرزت مفاهيم تحرير التجارة كأحد أهم العناوين على أجندة العديد من الدول، فضلاً عن أهمية المسائل الأخرى مثل موضوع التحويلات العمالية والتطورات التكنولوجية. وبناء على ما سبق طرحه فقد أصبحت الاقتصاديات أكثر تقارباً وتداخلاً وبدأت حاجة الصناعة إلى رأس المال واضحة وجلية، وازدادت حركة رأس المال في العالم وبين الدول وبشكل مذهل.

(1) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان، 2000، ص ص 21 - 38.

(2) R.B.Johnston, The Economics of the Euro-Market..., Op.Cit. p.11.

هذا وقد اتسمت تلك الفترة بتطور ونمو الشركات متعددة الجنسية، وزادت عمليات التدويل في التجارة والصناعة، وقد وجدت المصارف ضالتها ومنافعها متجسدة في فروعها ومكاتبها وتوابعها في الخارج وذلك لخدمة زبائنها الذين تخطوا الحدود وأسسوا شركات تابعة وفروع تعمل في الخارج أيضاً، وقد تركزت تلك الخدمات بتحويل العملات وإدارة الموجودات وبعض التمويلات قصيرة وطويلة الأجل. وهناك دافع آخر دفع المصارف إلى استبدال شبكاتها ومراسليها، فالمصرف المراسل كمصرف أجنبي يكون عادة مرتبطاً بالسوق الأجنبية، وبالتالي وعند وجود فرع لمصرف أم فإنه سوف يتعامل معه كمصرف زبون تربطهم علاقات سابقة ومصالح مشتركة، لقد أظهرت تلك العلاقات صيغاً جديدة للتعامل أهمها أن المصارف الأجنبية باتت تتعامل في سوق واحدة ولكن ضمن مستويين، الأول مستوى الزبائن التي تتعامل معهم والمستوى الثاني هو مستوى المصارف الأم⁽¹⁾.

لقد شهدت المصارف عمليات تدويل كبيرة لم تشهد مثلها القطاعات المصرفية من قبل، فقد برزت كظاهرة حديثة ورافقها تنامي سوق العملات الأوروبية، وهناك من يعول على الإجراءات التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية والرقابة الشديدة التي برزت في عقدي الستينات والسبعينات ولتحديد التدفقات الدولية لرأس المال سواء منها قصيرة أم طويلة الأجل. فقد استطاعت تلك الإجراءات الرقابية تحويل التعاملات الدولية إلى سوق العملات الأوروبية بعيداً عن النظم المصرفية الوطنية، وكان محور تلك الإجراءات الرقابية يدور حول هدف تحسين ميزان المدفوعات الأمريكي، وقد شملت تلك القيود عمليات الإقراض الأجنبي والاستثمار الأجنبي المباشر، ولقد انعكس هذا على حجم القروض الأجنبية للمصارف الأمريكية وخاصة الائتمانات فقد كانت في أضيق حدودها، والتي تراوحت بين 9,52 مليار \$ و 9,75 مليار \$ ولغاية سنة 1970، لهذا فإن المصارف الأمريكية استطاعت نقل أنشطتها المصرفية إلى الخارج وعبر فروعها الأجنبية والأسواق الدولية وخاصة سوق العملات الأوروبية⁽²⁾. والجدول أدناه يوضح حجم التطور في عمليات التدويل في المصارف الأمريكية بين السنوات 1964، 1973.

(1) للمزيد انظر: سمرند كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مصدر سابق، ص 30 - 36.
(2) انظر،

الجدول (1)

بعض مؤشرات تطور المصارف الأمريكية

البيان	1964	1970	1973
الائتمانات المقدمة للأجانب	94 مليار \$	9,7 مليار \$	17,2 مليار \$
عدد المصارف التي لها فروع في الخارج	11 مصرفاً	79 مصرفاً	125 مصرفاً
عدد الفروع المصرفية في الخارج	181 فرعاً مصرفياً	536 فرعاً مصرفياً	699 فرعاً مصرفياً
حجم موجودات الفروع الأجنبية	6,9 مليار \$	52,6 مليار \$	118 مليار \$

Source: R.B. Johnston, *The Economics of the Euro-Market, History, Theory and Policy*, The Macmillan Press LTD, 1983, p.13.

يتضح من الجدول (1) حجم التوسع الكبير الذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في عقد الستينات وبداية عقد السبعينات وهو البداية الفعلية لعمليات التدويل التي حدثت واستمرت كظاهرة قادت في النهاية إلى تغيرات دراماتيكية ليس على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية وإنما على مستوى العالم ككل.

لقد كان هناك أيضاً بالإضافة إلى ما ذكر الكثير من العوامل التي دفعت باتجاه عمليات التدويل ومنها سعر الفائدة الذي جعل الأجانب غير قادرين على إصدار السندات في الولايات المتحدة الأمريكية، كذلك ما طرحته الحكومة الأمريكية من قيود على الاستثمار الأجنبي المباشر وعدم التوسع به في الخارج ما لم يكن ممولاً من تمويل من خارج الولايات المتحدة الأمريكية. لقد قادت كل تلك القيود إلى تحويل في التمويل طويل الأجل من الولايات المتحدة الأمريكية إلى أوروبا، فتنامت الأسواق الأوروبية وكانت هذه القيود بمثابة الدافع نحو نشوء وتطور أسواق كثيرة منها سوق السندات الأوروبي.

وقد حدث أيضاً بعض المتغيرات في بعض دول أوروبا قادت بالنتيجة إلى الدفع باتجاه سوق العملات الأوروبية، مثل ذلك القيود التي فرضتها كل من سويسرا وألمانيا الغربية آنذاك على مسك الودائع لغير المقيمين بالعملات الوطنية في الدولتين وبسبب قوة عملتيهما فقد دفع هذا المودعين إلى مسك ودائعهم في دول أوروبا وخارج نطاق

تلك الإجراءات، فكان هذا عاملاً آخر باتجاه تطور سوق العملات الأوروبية⁽¹⁾.

لقد كان هناك الكثير من القيود الرقابية النقدية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وتحت ما يسمى Regulation Q وهو سقف فرض على مستوى سعر الفائدة المصرفية يسمح بالدفع فقط للودائع داخل أمريكا ولكن ليس خارجها، وقد ضيق الخناق على الائتمان فارتفعت أسعار الفائدة إلى فوق ذلك السقف في السوق، فكانت هذه بمثابة ميزة تمتعت بها سوق العملات الأوروبية ومصارفها بجذب المزيد من الودائع، الدولارية، ولا ضير فقد كان تأثير هذه القيود واضحة بين السنوات 1968 و1969، وعندئذ حققت المصارف الأمريكية خسائر في ودائعها فبدأت تبحث عمّا يوازن تلك الخسائر، فاتجهت نحو المصارف في سوق العملات الأوروبية والذي كان يدفع فوائد مرتفعة وبالدولار، وقد تأكدت العلاقة السببية بين تلك القيود من جهة ونمو سوق العملات الأوروبية من جهة ثانية، وكان من أهم النتائج التي تمخضت عنها تلك القيود الأمريكية هو انخفاض القدرة التنافسية للمصارف الأمريكية⁽²⁾.

الجانب الأهم في خضم تلك التطورات هو أن سوق العملات الأوروبية لم يكن موضوعاً لأية قيود أو إجراءات معينة، فالمصارف في تلك السوق كانت حرة في مسك احتياطياتها مقابل ودائعها، وغياب الضوابط في السوق جعلها قادرة على منح أسعار فوائد أعلى من أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية. لقد قادت كل تلك المظاهر في حركة رأس المال إلى نشوء رغبة أصحاب الأعمال والمستثمرين إلى تدويل استثماراتهم ودفع باتجاه تدويل المصارف والأسواق والعمليات.

لقد بدأت حركة من العمل المالي والمصرفي في سوق العملات الأوروبية وبطبيعة خاصة غلب عليها عنصر الجاذبية فكانت سوقاً ذات كفاءة عالية في تعبئة مواردها وتوزيعها، وانخفاض هامش ربحها إلى حدود منخفضة جداً، ولكن ما ميزها هو الحجم الكبير من الأموال الذي تتعامل به، وقد عكست علاقة قوية بين سوق العملات الأوروبية وبين سوق تبادل العملات الأجنبية وفي غياب كامل لأية قيود على حركة الأموال بين العملات في السوق الأوروبية، لكل ذلك بدأت سلسلة من الإيداعات المصرفية والمالية في تلك السوق وعلى مستوى المنتجات

(1) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة...، مرجع سابق، ص 9 - 32.

(2) R.B.Johnston, The Economics of the Euro-Market..., Op.Cit. pp.14 - 15.

والعمليات والأدوات والهياكل، وسوف نأتي على تفاصيل ذلك فيما بعد⁽¹⁾.

ثالثاً

المراكز المغتربة: التوسع الجغرافي للتمويل الدولي

عودة إلى عقد الستينات وبداية عقد السبعينات فإن الخريطة الجغرافية لمواقع الأسواق قد بدأت بالتغير والانتشار إلى كل العالم بعد أن كانت متركزة في أوروبا الغربية، وبدأت المصارف بفتح فروع لها في دول مختلفة في أمريكا اللاتينية وآسيا وقد عرفت تلك الدول التي تركزت فيها الفروع بالمراكز المصرفية المغتربة⁽²⁾.

ويعرف المركز المالي المغترب بأنه المنطقة التي تتركز فيها فروع المصارف الأجنبية فتقوم بتسهيل الأعمال المصرفية الدولية بإدارة تتميز بالمرونة والحركة العالية وبأفضليات ضريبية ورقابية وبقوانين مصرفية ذات ميزات معينة، وأن حجم الأعمال المصرفية لا يرتبط بحجم السوق المحلية أو مدى حاجاتها لذلك. إن أنشطة الأعمال المغتربة هي أساساً مراكز تجارية ودائعها عملات أجنبية من مصادر أجنبية وقروضها لمقترضين أجانب، وأن معظم الأنشطة التي تمارسها كبيرة تنفذها الفروع في المركز المغترب بدلاً من المصرف الأم، أو قد تكون لصالح مصارف أخرى في مراكز مغتربة أخرى، ومعظم الأنشطة المصرفية التي تنفذ في هذه المراكز بهدف التمتع بالميزة الضريبية كانخفاضها أو عدم وجودها أصلاً، مثال ذلك الكثير من القروض ترتب وتهاى وتمول من المصرف الأم ولكنها تسجل في المركز المصرفي المغترب. لقد تخصصت الكثير من الفروع المصرفية بأعمال الجملة Wholesale وتخصصت أخرى بالأعمال المصرفية المفردة أو ما تسمى بالتجزئة Retail واستمراراً لغاية التعامل مع الزبائن الصغار، ولقد اكتسبت هذه المراكز المغتربة سمات خاصة بها، أهمها نسبة حجم الأعمال الدولية التي بدأت تنفذها في ظل غياب واضح للإجراءات والتعليمات على أنشطتها المصرفية.

انتشرت المراكز المالية المغتربة في العديد من بقاع العالم وبشكل كبير

(1) للمزيد انظر: سرمد كوكب الجميل، *الاتجاهات الحديثة...*، مرجع سابق، ص 9 - 32. وانظر:

Julian Walmsley, *The New Financial Instruments*, John Wiley and Sons, 1983. See Also, Maurice Levi, *International Finance*, McGraw-Hill, International Book Company. 1983.

(2) R.B. Johnston, *The Economics of the Euro-Market...*, Op.Cit. pp.18-20.

ومتسارع، وكان هناك عدد في أمريكا اللاتينية وكانت قد انتشرت في آسيا لتشكل سوقاً أطلق عليه بسوق الدولار الآسيوي، هذا الانتشار كان متفاوتاً بين مناطق العالم، ولكن جعل من السوق سوقاً عالمية، تعمل على مدار اليوم كاملاً بساعاته الأربع والعشرين امتداداً من نيويورك وعبوراً بلندن وباريس وهامبورغ والبحرين وسنغافورة وطوكيو ودول الباسفيك، وبالتالي بدا العالم سوقاً واحدة وبتجارة دولية وبعملات دولية، ولكن الحقيقة المهمة التي لا بد [من] الإشارة لها هي أن 90٪ من حجم التعاملات العالمية كانت تتم بالدولار⁽¹⁾.

وكان النمو متسارعاً في المراكز المغتربة وبشكل كبير فاق في بعض الأحيان نمو سوق العملات الأوروبية، ولقد ساهمت تلك التطورات في اتساع رقعتها الجغرافية، ولكن الأهم من كل هذا هو نشوء وولادة تقنيات تمويل مصرفية، وقاعدة ذلك هو قبول الأموال أينما كانت وبأسعار رخيصة وإقراضها بأسعار مرتفعة، هذه السمة العملية للمصارف قد أكسبت المصارف الأمريكية الكبيرة ومكنتها من إعادة هيمنتها على حركة رأس المال في عقد السبعينات، لكل ذلك فإن هذا العقد يعد بمثابة الفترة الحرجة التي تبلور فيها مفهوم التمويل الدولي المعاصر.

رابعاً

التمويل الدولي: السبعينات مرحلة النمو

لقد شهد عقد السبعينات تطورات كبيرة وخطيرة كان منها زيادة حجم المصارف الدولية، وفي غضون تلك الفترة فقد تطورت عمليات المصارف الدولية، وهي بالضبط المرحلة التي انتقلت فيها المصارف الدولية من كونها مؤسسات هامشية إلى كونها مؤسسات متكاملة مع النظم المصرفية الوطنية وفي إطار العلاقات النقدية الوطنية والدولية، ولقد كانت هذه الانتقال إلى مرحلة جديدة زادت فيها أهمية النشاط المصرفي الدولي على الرغم من أن ذلك النظام كان في طور التكوين وأن سماته التي كان يتسم بها النمو والمرونة والتكيف، وانعكست سلسلة التطورات في عقد السبعينات في جانبين اثنين هما: الأول زوال القيود التي

(1) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة...، مرجع سابق، ص 33 - 35.
للمزيد انظر:

كانت قد فرضت على حركة رأس المال وفي عدد معين من الدول والجانب الثاني : أثر ارتفاع أسعار النفط واستراتيجية إعادة التدوير التي فرضت على الأسواق المالية، وبعد كل ذلك ظهور المشاكل والاضطرابات التي أعقبت انهيار نظام بريتون وودز .

يعد شهر كانون الثاني من سنة 1974 هو التاريخ الذي أزلت فيه الحكومة الأمريكية القيود التي فرضتها في عقد الستينات ، ولقد كان الهدف الأساس من ذلك هو بناء العلاقة بين السوق الأمريكية وسوق العملات الأوروبية، وخلق التقارب بينهما، وخاصة في سعر الفائدة، وقد تحقق هذا فعلاً فتوثقت العلاقة بين السوقين، كذلك فإن إزالة القيود على حركة رأس المال في أمريكا جعل مصارفها توازن بين أسعار الفوائد على الودائع الوقتية الوطنية وأسعار فوائد سوق العملات الأوروبية، مما أدى إلى زيادة حركة الأموال بين السوقين بحثاً عن الأرباح الناتجة من عمليات المفاضلة بين أسعار الفائدة . لقد قادت عمليات الموازنة تلك إلى محاولة المساواة بين الكفاية الحدية لكلفة الأموال للمصارف في كلا السوقين وظهر أن أي تغير بسيط في سيولة أي السوقين فإنها تنتقل وبسرعة إلى الآخر، وبدأت المصارف الأمريكية هي الأكثر قدرة على التحرك من غيرها، وقد توالى عمليات إزالة القيود تبعاً في ألمانيا ثم بريطانيا وكانت النتائج نفسها وهي مزيد من الارتباط بين النظم المصرفية الوطنية وسوق العملات الأوروبية، وقد قادت هذه العلاقات القوية بين المصارف الوطنية وسوق العملات الأوروبية إلى مزيد من التسهيلات للمودعين والمقترضين آخذين بالاعتبار الأخطار التي يمكن أن يتعرضهم في السوق الدولي كونها أكثر تأثراً من أخطار السوق الوطنية⁽¹⁾ .

أظهرت أيضاً زيادة العلاقة بين الأسواق مزيداً من التكامل بينهم، وقد قاد هذا إلى مشاكل كثيرة في السياسات النقدية للعديد من الدول، ولهذا فإن ما يلاحظ هو أن تلك العلاقة والتكامل قد دعم الاتجاهات الدولية في عقد السبعينات ومنها زيادة حجم القروض الممنوحة من سوق العملات الأوروبية والمراكز المغتربة بالعملات المحلية، بحيث كانت تلك الزيادات كبيرة جداً ولتوضيح ذلك نعرض الجدول (2)

(1) للمزيد انظر :

Brean Tew, *The Evaluation of International Monetary System 1945-1981*, Hutensin, 1982.

See Also, Maurice Levi, *International Finance*, Op.Cit..

الجدول (2)

حجم القروض الدولية للسنوات 1974 - 1980 (بمليارات الدولارات)

البيان	1974	1980	%
سوق العملات الأوروبية	187,6	751,2	295
المراكز المغتربة	24	142	497
إجمالي الإقراض الدولي	289	1012	350

Source: R.B. Johnston, The Economics of the Euro-Market, OP.Cit. pp.24-25.

الجانب الثاني والحدث المهم في سلسلة أحداث عقد السبعينات يكمن في سياسة أوبك الجديدة برفع الأسعار، ولقد كان لهذا الحدث أكبر الأثر على عمليات التمويل الدولي، وخاصة في مسألة عمليات إعادة التدوير الدولار ومضامينها الواسعة.

لقد نما سوق العملات الأوروبية وأصبح جزءاً لا يتجزأ من الترتيبات العالمية، واتسعت المراكز المالية المغتربة، وباتت ظاهرة المصارف الدولية من أهم الظواهر العالمية، وبدأت تمارس دورها بوصفها المؤسسات المسؤولة عن حركة رأس المال والتدوير الدولار في العالم آنذاك. لقد تحققت زيادات كبيرة في إيداعات تلك المصارف وفي نفس الوقت زاد الطلب على القروض، ولم يكن ذلك ليتحقق لولا تأثير ارتفاع أسعار النفط، فازدادت أهمية نظام المصارف الدولية، وأصبح سوق العملات الأوروبية جزءاً مهماً جداً في إطار نظام النقد الدولي وترتيباته في تغطية المدفوعات الدولية وعجزاتها.

خامساً

النظام النقدي الدولي

منذ بداية عمل النظام النقدي الدولي والذي استند على استقرار التبادلات الدولية وتثبيت سعر الصرف ولغاية فك ارتباط الدولار بالذهب في سنة 1971 حيث بداية عهد جديد وهو ما أطلق عليه بعهد سعر الصرف الموعوم أو المرن، فقد كانت المشكلة الأساسية تكمن في انعدام التوازن الدولي في ظل ذلك النظام، وما أن بدأت محاولات الدول بتعويم عملاتها إلا وحقبة جديدة قد بدأت ونمط آخر من الترتيبات كنظام نقدي دولي جديد له سماته ومعالمه المختلفة، وقد ترافق ذلك مع

الزيادات المستمرة بأسعار النفط والتي ابتدأت منذ سنة 1973 وانقسمت الدول في طبيعة المشاكل التي أخذت تواجهها ما بين دول الفائض النقدي ودول العجز النقدي وبدأ صندوق النقد الدولي بالاستجابة الفورية لتمويل العجز النقدي، ولكن ارتبط هذا بعدم كفاية موارد الصندوق، وقد اتخذت الكثير من الترتيبات المالية ولكنها لم تكن بحجم المشكلة، ولهذا فإن مشكلة عجز ميزان المدفوعات في العديد من الدول قادت إلى الحاجة لحلول أكثر فاعلية، وكانت استجابة السوق الخاصة كبيرة، فاتجهت الدول لتغطية عجز موازين مدفوعاتها إلى تلك السوق، وقد ظهرت في تلك الفترة المشروطة التي بدأ الصندوق يتعامل بها⁽¹⁾.

سادساً

التمويل الدولي والسوق الخاصة

لغاية عقد السبعينات لم تكن الرؤية واضحة تجاه التمويل الدولي، وقد حدث التغير الكبير في ذلك العقد وخاصة بعد سنة 1973، كان التمويل الدولي يقتصر على ما يقدمه صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وباقي المؤسسات التي تؤول إلى منظمة الأمم المتحدة، وما بعد هذا التاريخ دخل السوق الخاص، بما فيه من مصارف دولية أي مصارف متخطية للحدود، وتمتلك لها فروعاً في خارج أوطانها، وأيضاً سوق العملات الأوروبية، والمراكز المغتربة المنتشرة في كل بقاع العالم لتمويل الدول وتغطية حاجاتها من الأموال، ولقد تفاقمت العجوزات في نهاية عقد السبعينات واستطاع الدولار أن يهيمن على معظم التعاملات الدولية ويزيادة عجز ميزان المدفوعات الأمريكي بدأ العديد من الدول المتقدمة ومن خلال مصارفها المركزية بتنويع احتياطاتها من العملات مثل ألمانيا واليابان وغيرها، ولكن ومنذ ذلك التاريخ بدأت العديد من المظاهر السلبية تظهر وبدأت الأخطار المالية تزداد وتتفاقم وكان بداية عهد جديد سماته الأخطار والأزمات والحذر الشديد⁽²⁾.

(1) Brean Tew, The Evaluation of International Monetary System 1945- 1981, Op.Cit. pp.203-220.

See Also: R.B.Johnston, The Economics of the Euro-Market..., Op.Cit. pp.27- 29.

(2) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة...، مرجع سابق، ص 33 - 47.

سابعاً

أزمات المصارف

شهدت سنة 1974 سلسلة من الخسائر والفشل في أعمال المصارف، وكان هذا يعود وبدرجة كبيرة إلى اضطراب سوق العملات الأجنبية، بسبب سياسات التعويم التي بدأتها الدول المتقدمة في أسعار صرف عملاتها، وبالنتيجة فإن العديد من المصارف التجارية فشلت في بناء الآلية الضرورية للمحافظة على موقعها في السوق المفتوحة، كذلك ما شهدته العديد من العملات من خفض في قيمها بسبب سياسات التعويم تلك. لقد توالى انهيار المصارف تباعاً وهناك من أعلن غلق أبوابه أو أعلن خسائره وكانت بمئات الملايين من الدولارات، وقد تمت عدة اجتماعات لمجموعة العشرة من الدول المتقدمة واستطاعت توفير السيولة المؤقتة، وكذلك تم في الاجتماع المنتظم للجنة بازل مناقشة أزمة النظام المصرفي الدولي في ظل غياب لتدخل الدول المتقدمة وغياب أشرف مصارفها المركزية، كل هذا تزامن مع الارتفاع المستمر لأسعار النفط، وأيضاً تزامنت كل تلك الأحداث مع أزمة أخرى في النظام المصرفي العالمي ومصدرها التغيرات السياسية التي حدثت في إيران، وقد كانت إيران من الدول التي استندت من المصارف الدولية بمبالغ كبيرة جداً وخاصة من المصارف الأمريكية، وفي بداية سنة 1979 أحست تلك المصارف بأن الحكومة الإيرانية غير مستعدة للاستمرار بدفع خدمات الديون التي عليها، وقد ترافقت تلك الأحداث مع بعض الأزمات السياسية والعسكرية مما انعكس ذلك على استقرار نظام المصارف الدولية⁽¹⁾.

لقد حدث في نفس تلك الفترة أزمة أخرى ومضمونها إعادة جدولة الديون البولندية وفي خضم أحداث متلاحقة كانت مباحثات إعادة الجدولة مترافقة مع المشروطة وبداية فكرة عمليات الإصلاح الاقتصادي، وبعد تلك الأزمات والتي كانت بمثابة اختبار أولي لأرضية النظام المصرفي الدولي ومدى استقراره يكون التمويل الدولي قد انتقل من التمويل الذي تمارسه المؤسسات الدولية الرسمية إلى تمويل تقوم به مؤسسات السوق الخاص. وقد بدأت بعد ذلك عمليات الترويج لسياسات التحرر المالي وبتجاهاتها المختلفة.

(1) B.Johnston, The Economics of the Euro-Market..., Op.Cit. pp.29- 32.

المبحث الثالث

البيئة المالية الدولية

لقد فرضت التطورات والمستجدات في مختلف العلوم والمعارف حقائق لا يمكن تجاهلها وتجاوزها بأي حال من الأحوال، لقد وجدنا هناك منتجات جديدة تغزو العالم بكل أطرافه ونواحيه، وظهرت هناك مؤسسات تعمل في أكثر من دولة من دول العالم، وتوفرت لها التقنيات التي سهلت لها عملها في الانتشار والتوسع، ووجدت الحكومات نفسها مضطرة للتكيف مع الوضع الجديد والبيئة الجديدة، فخفضت من القيود والحماية، لقد كانت العقود الأخيرة حافلة بالتغيرات والتي سيتم تناولها وكما يلي:

أولاً

ظاهرة التدويل⁽¹⁾

Internationalization

يعدّ التدويل ظاهرة حديثة يمتد تاريخها إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية كما سبق الحديث عن ذلك، وقد اتسع المفهوم في السبعينات بشكل كبير جداً وخاصة في الدراسات المالية والمصرفية، وعليه أصبح التدويل في العلوم المالية والمصرفية مرادفاً علمياً يشكل علوماً مستقلة بحد ذاتها، فهذا التمويل الدولي والاستثمار الدولي والإدارة المالية الدولية، والمصارف الدولية والأسواق المالية الدولية، وغيرها كثير. ولغرض الوقوف بدقة على أبعاد هذا المفهوم لا بد من العودة إلى ما حصل بعد الحرب العالمية الثانية، ذلك أن العديد من دول العالم المتقدم وخاصة

(1) للمزيد انظر:

Alan M. Rugman and Richard M. Hoddgetts, **International Business, A Strategic Management Approach**, McGraw-Hill, INC. 1995. See Also, Robin John, **Global Business Strategy**, International Thomson Business Press, 1997.

اليابان ودول أوروبا الغربية قد انشغلت كثيراً في إعادة بناء ما خلفته الحرب، وذلك من خلال استثمارات أجنبية، ومنذ ذلك الحين بدأت العديد من الدراسات والأبحاث التركيز على هذه المفاهيم، وقد كانت تؤخذ العديد من الشركات كأمثلة تطبيقية لتلك الظاهرة، ومنذ عقد الخمسينات تبلور الحقل المعرفي الدولي في مجال المال والأعمال، وقد تطورت الدراسات في هذا المجال ويمكن تلخيص اتجاهات هذا الحقل المعرفي من خلال ملاحقة التطورات الزمنية في النصف الثاني من القرن العشرين على وفق الجدول (3) والتركيز على أهم السمات التي اتسمت بها.

إن أهم ما تتسم به الدراسات الدولية أنها عرضة للتغيير الكبير، فقد شهدت السبعينات والثمانينات تغيرات دراماتيكية ولهذا أصبح التمويل الدولي حقلاً مهماً من حقول المعرفة، واستخدمت المنهجية العلمية بما فيها من طرق تحليلية كمية، وفي عقد الثمانينات شهد هذا الحقل تطوراً آخر ومع تطور الأحداث العالمية بات يدرس كأحد أهم المواضيع في حقل العلوم المالية.

يتضح مما سبق أن التمويل الدولي قد تطور كحقل علمي وبات في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين يمتاز بسمات ومواصفات أهمها:

الجدول (3)

اتجاهات الدراسات والبحوث الدولية في النصف الثاني من القرن العشرين

العنوان	1950 - 1969	1970 - 1989	عقد التسعينات
التركيز المعرفي	معلومات عامة	أنشطة تنموية	التركيز على الاستراتيجية
المدخل المستخدم في دراسة الأعمال الدولية	المدخل الوصفي	المدخل التحليلي	المدخل التكاملي
طريقة العرض والتوضيح	التركيز على التاريخ	رياضي ووظيفي	متعددة
التركز البحثي	حالات معينة	استخدامات كمية	بحوث العمليات وحالات دولية
طبيعة الشركة	أمريكية	شركة عالمية	شركة متعددة القومية

العنوان	1950 - 1969	1970 - 1989	عقد التسعينات
الدول التي خضعت للدراسة	الصناعية	المتقدمة والنامية	المتقدمة والنامية وأخيراً الأقل نمواً
عدد الدوريات	قليلة	كثيرة	كثيرة جداً ومستمرة
تركيز الدوريات	مواضيع دولية عامة	أنشطة دولية	استراتيجيات كلية وتشغيلية

Source: Alan M. Rugman and Richard M. Hoddgetts, International Business, A Strategic Management Approach, McGraw-Hill, INC. 1995, p.23.

- أ - تحول من المعالجات الوصفية كمدخل تقليدي إلى التحليل والكم والرؤية التكاملية الاستراتيجية كمدخل حديث .
- ب - ركز المدخل التقليدي على الجوانب التاريخية في التحليل بينما ركز المدخل الحديث على المدخل الكمي والقياسي وبناء النماذج .
- ج - ركز المدخل الحديث على رسم وصياغة الاستراتيجيات والسيناريوهات في عملية اتخاذ القرار ولم يقتصر على الرؤية التقليدية في المعالجة .
- د - تم الاعتماد على التحليل البيئي ، وحددت معالم البيئة الدولية في إطار المدخل الحديث للتمويل الدولي .
- هـ - وضع المدخل الحديث الفرق بين منظور الكل ومنظور الجزء ، وكيف كان التحول كبيراً إلى الجزء وكيف استطاع الجزء أن يقود حركة رأس المال في السنوات الأخيرة .

ثانياً

التمييز بين التدويل والعولمة⁽¹⁾

من أهم المصطلحات التي يجب الوقوف عندها ملياً وتحديد معناها بدقة

(1) للمزيد انظر .

Alan M. Rugman and Richard M. Hoddgetts, **International Business, A Strategic Management Approach**, Op.Cit. pp.434- 435. See Also, Robin John, **Global Business Strategy**, Op.Cit. p.2. See Also, Barbara Parker, **Globalization and Business Practice**, SAGA Publications, 1998, p.54.

وموضوعية مصطلحا التدويل Internationalization والعولمة Globalization، فإذا أردنا أن نميز بين التدويل كظاهرة عرفتتها المجتمعات في العقود الأخيرة من القرن العشرين وتحديدًا بعد الحرب العالمية الثانية، فإن العولمة تعد مفهوماً حديثاً جداً يعود إلى نهاية عقد السبعينيات أو ربما بداية عقد الثمانينات، إلا أنه لم يعد ظاهرة عامة إلا في السنوات الأخيرة من عقد الثمانينات وتبلور بشكل أكبر في بداية عقد التسعينات من القرن الماضي.

يستند مفهوم التدويل في حقل المال على التعامل مع عدد من الدول أو بين الدول، وأن مفهوم الدولة Nation في إطار الظاهرة التدويلية يعد قوياً في معناه ومضامينه، فيقال تدفق السلع بين الدول، وتدفق رأس المال بين الدول، وهكذا، أي الانتقال من دولة إلى أخرى، أما مفهوم العولمة فإنه مفهوم شامل وكلي للعالم، إنه الظاهرة التي تستند على عالم من غير دول وعالم من غير حدود، فالسلع ورأس المال والناس يتحركون في العالم بحرية كاملة من دون أية عوائق وطنية أو دولية أو حدودية.

ومما سبق يمكن القول أن الشركة الدولية يمكن تعريفها بأنها الشركة التي تمارس نشاطاً بعد تجاوز الحدود للدولة الأم، فإذا كان نشاطها في دولتين أو أكثر فإنها شركة دولية، في المقابل فإن الشركة العالمية، هي الشركة التي يكون معظم نشاطها خارج حدود الدولة الأم. ونظراً لما يكتنف هذه المفاهيم من غموض وتداخل لا بد من الوقوف عندها وبدقة.

الشركة الدولية: ويقصد بها تلك الشركة التي تنطوي على أنشطة أعمال عبر حدود دولتها وقد تكون في دولتين أو أكثر، ومعاييرها وممارساتها الإدارية تكون من قاعدتها في الدولة الأم، إنها اتحاد منسق ومتعاون تستطيع بموجبه الشركة الأم نقل المعرفة والخبرة إلى الأسواق الأجنبية.

الشركة متعددة الجنسية: تعرف بأنها اتحاد لا مركزي للموجودات والالتزامات، والذي يسمح للعمليات الأجنبية للاستجابة للتباينات المحلية، إنها شركة قاعدتها في دولة وعملياتها في دول أخرى.

الشركة العالمية: وتعرف بأنها الشركة التي لا ترتبط بتقاليد دولة معينة، فتقاليدها وممارساتها تستمد من كل العالم بحكم عملياتها المنتشرة فهي لا تعرف بانتمائها لدولة معينة وإنما تعرف بمنتجاتها الواسعة الانتشار، وتتمركز حول محور تكون فيه كل الموجودات وتتخذ عنده القرارات وتصاغ فيه الاستراتيجيات وتنتشر أنشطتها في العديد من دول العالم.

الشركة متعددة الجنسية: وهي الشركة التي تتسم بالتكامل الشبكي لكل الفروع المنتشرة في مناطق العالم دولاً وأقاليم عبر تخطي الحدود، وتحقق الشركة التوازن في كل فروعها من خلال الاستجابة المحلية للكفاءة وفق معطيات الشركة الأم للحصول على تنافسية عالية وعالمية ومرونة تنظيمية وقدرة عالية على التعلم والإبداع.

ثالثاً

الشركة متعددة الجنسية

وتعد ظاهرة حديثة تقترب بالاستثمار الأجنبي المباشر، وتستند على تخطي الحدود للانتشار من خلال فروع الشركة أو شركات تابعة لها، تتوزع في دول العالم المتقدم والنامي، وقد بلغ عدد الشركات المتعدية الجنسية في العالم 60000 في سنة 2000، أما عدد فروعها المنتشرة في معظم دول العالم فقد بلغ 500000 فرعاً في نفس تلك السنة⁽¹⁾. ويطلق على الشركة الأصل وقاعدتها بالشركة الأم وعلى الدولة التي نشأت فيها تلك الشركة واستمرت تحتضنها بالدولة الأم، ويطلق على الدولة التي تحتضن الفروع والشركات التابعة بالدولة المضيفة⁽²⁾.

إن التطور الكبير الذي شهده العالم لظاهرة الشركات متعددة الجنسية قد أوجد صيغاً جديدة من العلاقات بين الشركات الأم والفروع وأيضاً بين الدول الأم والدول المضيفة، ومضمون تلك العلاقة يكمن في أن الشركة متعددة الجنسية تكون معظم موجوداتها في دول مضيفة أجنبية تحتويها فروعها والشركات التابعة لها، وقدّر حجم مبيعات تلك الفروع الأجنبية من السلع والخدمات فبلغ 9,5 تريليون \$ في عام 1997 وهو يفوق حجم الصادرات العالمية لتلك السنة، وتختلف هذه الشركات في أحجامها، فمنها الكبير والمتوسط والصغير وبحسب تصنيفات منظمات الأمم المتحدة، وقد يصل عدد فروع الشركة الواحدة إلى العشرات، فهناك من الشركات من لها أكثر من مائة فرع منتشرة في مختلف دول العالم⁽³⁾.

(1) UNCTAD, World Investment Report, United Nations, New York and Geneva, 1999.

(2) للمزيد انظر، سمر كوكب الجميل، الاتجاهات المالية الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مرجع سابق، ص 54.

(3) للمزيد انظر:

رابعاً

الشركات متعددة الجنسية وتمويل الاستثمار الأجنبي المباشر

إن فتح الفروع في الدول المضيفة يتم من خلال اتفاق بين الشركة من جهة والدولة المضيفة من جهة ثانية، فتقدم الشركة إما على شراء شركات وطنية، أو تعمل من خلال توظيف أموال في موجودات وتكنولوجيا أو ربما من خلال اندماجات لشركات متعددة الجنسية مع شركات وطنية تكون إدارتها من قبل الشركات متعددة الجنسية، أو من خلال صيغ أخرى متعارف عليها تتمحور كلها على نقطة رئيسية مضمونها توظيف استثمارات مباشرة بشكل موجودات مادية في الدولة المضيفة، أما تمويل تلك الاستثمارات فهذا ما تقوم به الشركة متعددة الجنسية، ومصادره كثيرة إما من حقوق ملكية الشركة الأم، أو ربما من الأرباح التي تحتجزها الشركة الأم، أو ربما من خلال القروض والمديونية التي توفرها الشركة الأم، وسنأتي على تفاصيل ذلك لاحقاً.

السمات الأساسية للشركات متعددة القومية

تتسم الشركات متعددة الجنسية بأنها شركات تمتد عبر العالم، وتنتشر في كل مراكزه وأطرافه، ولهذا يمكن الوقوف على أهم سماتها⁽¹⁾:
أنها شركات يمكن أن تسحب مواردها من كل العالم، ولهذا تدعي بأن العالم كله وطنها.

أن هذه الشركات استطاعت أن تسجل حضوراً عالمياً من خلال منتجاتها السلعية والخدمية وعلاماتها التجارية، فمشروب البيبسي كولا وهمبركر البك ماك تعد منتجات عالمية ولهذا فإن حضور هذه الشركات يعد عالمياً ليس بوجود الشركة وإنما عبر أسماء وعناوين منتجاتها.

(1) انظر: محمد السيد سعيد، الشركات عابرة الجنسية ومستقبل الظاهرة الجنسية، سلسلة عالم المعرفة، 1986. انظر أيضاً:

Alan M. Rugman and Richard M. Hodder-Grigg, *International Business, A Strategic Management Approach*, Op.Cit. p.37.

تعمل الشركات متعددة الجنسية عبر شبكات لفروع وتوابع منتشرة في مختلف أنحاء العالم، وترتبط هذه الفروع مع الأم بعلاقات معقدة تنظيمية ومالية.

تتبنى مثل هذه الشركات نماذج إدارية عالمية، وأيضاً تكون استراتيجياتها عالمية، وأن يبيّتها عالمية.

يطلق على هذه الشركات بأنها متخطية للحدود، وبهذا فليس لها حدود داخلية أو خارجية.

تستخدم هذه الشركات وتستغل التكنولوجيا المعلوماتية والاتصالية بشكل كبير جداً، ولهذا فقد أصبح أحد أهم سماتها.

خامساً

المصارف وظاهرة التدويل⁽¹⁾

تعد المصارف من أولى المؤسسات التي تعاملت مع ظاهرة التدويل، لا بل يمكن القول أن المصارف هي التي ساهمت في بلورة هذه الظاهرة وخاصة في عقدي الستينات والسبعينات من القرن الماضي، وقد لاحظنا بالتفصيل في المبحث السابق كيف استطاعت المصارف أن تتخطى الحدود وتفتح لها فروعاً في دول أخرى، وخاصة المصارف الأمريكية، وكذلك كيف استطاعت المصارف أن تفتح لها فروعاً في بعض المناطق من العالم ولتشكل ما يسمى بالمراكز المالية المغتربة، إنها وبدقة، عبارة عن استثمارات أجنبية مباشرة لمصارف أم، استطاعت أن تفتح لها فروعاً أو تؤسس لها شركات مصرفية تابعة تؤول ملكيتها للمصارف الأم وفي دول مضيقة، وكان الهدف الأساس لها إيجاد منافذ إضافية للمزيد من الأرباح وكذلك لتنويع وتوزيع موجوداتها ومحاولة تقليل الخطر إلى أدنى حد ممكن، وقد ساهمت التطورات التكنولوجية إلى درجة كبيرة في دفع تلك المسيرة المتطورة للمصارف، ونشأت المصارف والقروض الدولية وتم كل هذا ضمن استراتيجيات مصرفية ركزت على التدويل أولاً والتنويع ثانياً.

(1) UNCTAD, *The Tradability Of Banking Services Impact and Implications*, United Nations, Geneva 1994.

سادساً

الأسواق المالية وظاهرة التدويل

يعد انفتاح الأسواق بمثابة العامل الرئيس الذي ساهم في إنضاج وبلورة ظاهرة التدويل، وأول إشارة إلى هذا الموضوع يمكن ملاحظتها في المباحث السابقة من حيث نشوء وتطور سوق العملات الأوروبية وتوالى عمليات انفتاح الأسواق المحلية من خلال خيارات الإصلاح الاقتصادي التي تبنتها الدول المتقدمة والنامية ومنذ بداية عقد السبعينات من القرن الماضي. لقد تزامنت التطورات الهيكلية للأسواق والتكنولوجية المعلوماتية والاتصالية وكذلك نشوء الأسواق المغتربة كل هذا التطور المتسارع شكل بيئة دولية لها سماتها الخاصة بها، زد على ذلك وبعد أن تبنت الكثير من الدول سياسات الخصخصة وسمحت للاستثمارات الأجنبية بالدخول فقد كان الاستثمار الأجنبي المحفطي واحداً من أهم التحديات التي واجهتها أسواق الأوراق المالية ولذلك سعت الدول إلى المزيد من الإصلاح لهذه الأسواق وإعادة تنظيمها لغرض استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المحفظة كأحد أهم المصادر التمويلية الدولية⁽¹⁾.

سابعاً

البيئة المالية في ظل منظمة التجارة العالمية

لقد انتهت جولة مباحثات أوروغواي باتفاقية التجارة الدولية وانبثاق منظمة التجارة العالمية، والنظر إلى تلك المباحثات لمنظمة التجارة العالمية حول الخدمات المالية يعد جزءاً من عملية كبيرة لوضع قواعد ومعايير دولية تنظم السياسات الكلية تجاه حركة رأس المال والمدفوعات الخارجية والقطاعات المصرفية وتهدف كل تلك المباحثات إلى كيفية التسريع بفتح الأسواق وتحرير تجارة الخدمات المالية. لقد حددت اتفاقية التجارة الدولية الفترة 1996 - 2005 كمرحلة انتقالية للدول للانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، وبالتالي فإن البيئة المالية سوف تحددها طبيعة العلاقات التي تفرضها منظمة التجارة العالمية ضمن القاعدة التي وضعتها وطبقاً للمعايير التي أعدتها سلفاً. إن الحديث عن الخدمات

(1) Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill International Editions, 1988, pp.827-838.

المالية يعد من العناوين الحديثة التي بدأت تأخذ حيزاً مهماً في الأدبيات المالية وأن الخدمة المالية بدت بمثابة منتج له قطاع يطلق عليه قطاع صناعة الخدمات المالية ومنها الخدمات المصرفية والتمويلية والاستثمارية والتأمينية وخدمات كثيرة أخرى، وكل خدمة مالية كمنتج يعبر عنها بأداة مالية وبدورها تكون بمثابة المعبر عن العلاقة بين وحدتين اقتصاديتين، وأنها أي الأداة المالية التي تعكس طرفين اثنين هما مقدم الخدمة المالية والمستهلك الذي يطلب الخدمة المالية.

المبحث الرابع

التحرر المالي واتجاهاته

أولاً

مفهوم التحرر المالي

يعد التحرر المالي Financial Liberalization ظاهرة حديثة نسبياً ويقصد بها محاولة الحكومة تخفيف القيود على النظام المالي بما فيه من مؤسسات مالية وأسواق مالية وأدوات مالية، بهدف تفعيل مساهمتها في النمو الاقتصادي. إن عدم تدخل الحكومة أو تقليل حجم تدخلاتها يعني بوجه آخر حالة الانفتاح المالي لعمل السوق المالية من حيث تحديد سعر الصرف للعملة الوطنية وحرية تبادل العملات وترك سعر الفائدة يتحدد بموجب آليات السوق وأيضاً رسم السياسات النقدية بحسب تلك الحالة المنفتحة للسوق.

تعود سياسات التحرر المالي إلى تلك النظريات [التي] ساهم في إثرائها العديد من الكتاب الماليين منذ عقد الثلاثينات ولغاية الثمانينات من القرن العشرين، ومضمونها يتلخص في دور التحرر المالي للأسواق المالية وآلياتها في دعم النمو الاقتصادي⁽¹⁾، وقد بدأ العديد من الدول الأوروبية العمل في تحرير نظمها المالية منذ بداية عقد الستينات من القرن الماضي ومن الدول الأوروبية التي بكرت في ذلك، هولندا وكان ذلك في سنة 1961، وتلتها بلجيكا في سنة 1962، وتعاقت الدول على تبني سياسات تحرير أسواقها المالية طيلة عقدي السبعينات والثمانينات، ومن الدول من انتهى من ذلك، ومنهم من لم ينته بعد⁽²⁾.

(1) Gerald M.Meire, **Leading Issues In Economic Development**, Third Edition, Oxford University Press, Inc. 1976, pp.305- 310

(2) Andrew Cornford and Jim Brandon, **The WTO Agreement on Financial Services: Problems of Financial Globalization in Practice**, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Volume X, WCTAD, New York and Geneva 1999, pp.1- 17.

إيجابيات التحرر المالي :

إن تبني سياسات التحرر المالي يعني خلق بيئة حرة للمؤسسات والأسواق المالية يمكن أن تعمل فيها وتنافس وبالتالي تحسن أداؤها وخدماتها .
توفر للمؤسسات المالية بما فيها من مصارف وأسواق وغيرها فرصاً إضافية لتحقيق المزيد من الأرباح .
إمكانية عرض المزيد من الخدمات وبجودة عالية وأسعار منافسة وبالتالي تزداد مساحة المستفيدين من المعروض من تلك الخدمات والمنتجات .
إن تحقيق الكفاءة للمؤسسات والأسواق المالية قد يشجع الكثير من المؤسسات المالية الأجنبية للانتقال للعمل في البيئة المحررة مالياً .
إن خلق البيئة التنافسية الحرة يدعم تدفق رأس المال ويشجعه للانتقال إلى تلك البيئة فتحقق الكثير من المنافع الاقتصادية للدولة .

سلبات التحرر المالي :

مما لا شك فيه أن للتحرر المالي بعض السلبيات ومنها :
إن التحرر قد يكون مصدراً كبيراً للأخطار المالية، مما قد يعرض المصارف والأسواق المالية لأخطار قد لا تستطيع تجنبها .
ضعف رقابة وسيطرة المصرف المركزي في ظل سياسات الانفتاح الكبيرة .
عدم استقرار النظام المالي المصرفي والسوقي في ظل سياسات التحرر والانفتاح الماليين .
سرعة انتقال الأزمات المالية، مع صعوبات إدارة الأخطار وعدم التأكد .

ثانياً

اتجاهات التحرر المالي

لقد كانت سياسات التحرر المالي بمثابة الاستجابة الطبيعية لمجمل التحديات التي واجهتها الدول والمؤسسات والنظم المالية، من صعوبات ومشاكل رافقت عقدي الستينيات والسبعينيات من القرن الماضي، وقد كان عقد الثمانينات حافلاً بالمشاكل والأزمات مما دفع العديد من الدول إلى محاولة تبني سياسات انفتاحية

وخاصة ما كان ينصب على تحرير النظم المالية وتحرير مؤسساتها وأدواتها بهدف التخلص من تلك الآثار السلبية لأزمة المديونية.

لقد قادت نظرية تحرير الأسواق المالية إلى إمكانية الإصلاح الاقتصادي من خلال تفعيل آليات السوق وتحقيق كفاءة النظم المالية، وقد تمحورت الاتجاهات الرئيسة للتحرر المالي فيما يأتي⁽¹⁾:

أولاً: الخصخصة: Privatization

ويقصد بها التحول نحو القطاع الخاص، أي التحول من الملكية العامة لوسائل الإنتاج إلى الملكية الخاصة، وتعرف الخصخصة بأنها التحرر من القيود التي تتعلق بالكفاءة في منشآت القطاع العام وتحويلها إلى حوافز القطاع الخاص، والمعنى المتداول وبشكل واسع للخصخصة هو بيع موجودات ومشاريع القطاع العام أو أسهمها إلى الأفراد (سواء أكان البيع جزئياً أم كلياً)، إلا أن هذا المفهوم يعد مفهوماً ضيقاً للخصخصة، فالمفهوم الشامل والواسع يشير إلى وجود قيود على دور الحكومة أو بعض سياساتها وذلك لزيادة قوى السوق⁽²⁾. وقد قامت هذه الظاهرة بعد فشل العديد من المؤسسات العامة لا بل وفشل القطاع العام في العديد من الدول في تحقيق النمو الاقتصادي والتوزيع الأفضل للموارد، وقد بدأت هذه الظاهرة في الدول المتقدمة في نهاية عقد السبعينات من القرن الماضي وانتقلت إلى مختلف دول العالم كوصفة جديدة يمكن من خلالها تنفيذ عمليات الإصلاح الاقتصادي، لا والأهم من كل هذا هو أن المؤسسات الدولية قد باتت الخصخصة وصفته المفضلة التي ما برحت توصفها لأية عملية إصلاح اقتصادي تشرف عليها في دول العالم.

تقف وراء عمليات الخصخصة أهداف كثيرة ومتعددة⁽³⁾، وهي تختلف بحسب رؤية الحكومة المنفذة لعمليات الخصخصة، فهناك من يضع تشتيب الملكية وإعادة توزيعها بين أفراد المجتمع هدفاً له، وهناك من يضع تشغيل المدخرات لدى

(1) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة لمالية الأعمال الدولية، مرجع سابق، ص 36 - 38.

(2) إسكوا، تقييم برامج الخصخصة في منطقة الإسكوا، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، من منشورات الأمم المتحدة، نيويورك 1999، ص 40.

(3) للمزيد عن الخصخصة وأهدافها انظر:

أفراد المجتمع من خلال توظيف تلك المدخرات في تمويل عمليات بيع موجودات الحكومة وشرائها عن طريق الأسهم، وبالتالي تتحول الأموال العاطلة في المجتمع والمكتنزة إلى أموال مشغلة ومستثمرة، وكل هذا لا يمكن أن يتم إلا من خلال الأسهم. كذلك تهدف عمليات التحول نحو القطاع الخاص إلى تحقيق الكفاءة من خلال استخدام الإدارة المؤهلة للقطاع الخاص وذلك بخفض الكلف ومحاولة تعظيم الأرباح وتقليل الخطر، فضلاً عن كل ما سبق فإن عملية الخصخصة يمكن أن تؤدي إلى تغطية العجز في ميزان المدفوعات الذي بدأت تعاني منه العديد من الدول وخاصة النامية، وبسبب الخسائر المتتالية في قطاعاتها العامة، وانخفاض مواردها مما قادها إلى بيع الموجودات الحكومية لغرض الحصول على الموارد أولاً، وتقليل الكلف المرتفعة ثانياً.

إن المشكلة الفعلية التي واجهتها العديد من الحكومات تكمن في كيفية تنفيذ عمليات الخصخصة، ولم تعان الدول المتقدمة من المشكلة لما تمتلكه من أدوات وتقنيات متطورة وأهمها النظم المالية المتطورة من مؤسسات مالية أولاً وأسواق للأوراق المالية ثانياً فضلاً عن أدوات مالية متطورة، ولكن المشكلة برزت وبشكل كبير في الدول النامية، حيث تفتقد إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية، وإذا توفرت فإنها تعد أسواقاً بدائية لا توفر الحد الأدنى اللازم لعمليات الخصخصة. لقد بدأ العديد من الدول النامية بتأسيس أسواق للأوراق المالية لها، وذهبت دول أخرى إلى إجراء العديد من الإصلاحات القانونية اللازمة لعمل الشركات الخاصة والمساهمة.

لقد نفذت الكثير من الدول برامجها للتحول نحو القطاع الخاص عبر تقنيات تقليدية وسارعت دول أخرى إلى إيداع صيغ مشتركة للقطاعين العام والخاص وتشكيل ما يسمى بالقطاع المختلط والذي تشترك في الملكية الحكومة بامتلاك نسبة من الأسهم، والنسبة الأخرى تكون من نصيب القطاع الخاص من أفراد أو منظمات^(١). الجانب المهم من كل هذا هو العلاقة بين الخصخصة والتمويل الدولي الذي نحن بصدده الآن، فلقد اعتبرت برامج الخصخصة من ضمن الأهداف التي تهدف إليها، فهي تسهم في حل المشاكل المالية للدول التي تكون في حاجة للموارد المالية، فعملية بيع المشاريع العامة والحكومية من قبل الحكومة نفسها

(١) يعد القطاع المشترك Mixed Sectors أو ما يسمى بالمختلط في العراق عريقاً بتاريخه، إذ يعود إلى عقد الأربعينات من القرن العشرين، والعراق من أول الدول في العالم الذي طبق هذا النهج، وقد حقق نجاحاً كبيراً وشركات القطاع المختلط في العراق تعد شركات ناجحة في أداؤها.

سوف تقابلها عملية شراء من قبل الأفراد ومنظمات الأعمال في الدولة وبالتالي فإن مصدراً تمويلياً جديداً يمكن أن يوفر الكثير من الأموال التي تسهم في سد الحاجة التمويلية لتلك الدولة . . .

مثال ذلك فإن بيع الحكومة موجود بمبلغ 1000 دينار من خلال سوق الأسهم ليشتريها فرداً من القطاع الخاص أو مجموعة من الأفراد، فهنا سوف يكون سوق الأوراق المالية وسيطاً مالياً ليس إلا، إذ سيقوم السوق بطرح الأسهم للبيع، فيشتريها الأفراد، ثم يسلم المبلغ إلى الحكومة، وبالتالي فإن ما حصل لا يخرج عن انتقال للملكية من الحكومة إلى الأفراد وقد نفذت العملية من خلال الوسيط المالي وهو السوق، وهنا يكون دوره كبيراً جداً وذلك لأنه أي السوق قد قام بعملية الانتقال تلك ومن خلالها فقد قيّم الموجود وسعره على أسس سوقية عادلة بموجب العرض والطلب، ومن هذا المنطلق يمكن أن نقيّم دور سوق الأوراق المالية كم هو كبير ومهم.

ثانياً: الاستثمارات الأجنبية : Foreign Investments

يقصد بالاستثمارات الأجنبية (فرداً كان أم شركة) أموالاً في موجودات مادية أو مالية، فإذا كان ذلك الاستثمار في موجودات مادية أطلق على ذلك الاستثمار بالمباشر، فكان استثماراً أجنبياً مباشراً Foreign Direct Investment، وإذا كان الاستثمار في موجودات مالية من أسهم وسندات أطلق عليه بالاستثمار الأجنبي المحافظي Portfolio Investment Foreign. يعد الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي ظاهرة حديثة نسبياً، رغم أنها كانت معروفة منذ القرن التاسع عشر، ولكنها لم تكن كما هي عليه اليوم⁽¹⁾.

يعد الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم المصادر التمويلية في السنوات الأخيرة، سواءً للدول المتقدمة أم للدول النامية، وقد شكل ظاهرة ذات أهمية بالغة لما لها من منافع وآثار إيجابية ملموسة وغير ملموسة، وأيضاً لما لها من آثار سلبية ملموسة وغير ملموسة. تعد الشركات متعددة الجنسية أحد أهم القنوات التي يتحرك فيها ومن خلالها رأس المال وباتجاهات مختلفة ومتباينة، وتكاد تهيمن على الاستثمارات الأجنبية المباشرة. أما الاستثمار الأجنبي المحافظي فيسيطر على حركته المستثمرين، ومعايير وعناصر جذبه تختلف كل الاختلاف عن الاستثمار

(1) للمزيد عن الاستثمار الأجنبي انظر، سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال، مرجع سابق.

المباشر، وتخضع حركة الاستثمارات الأجنبية وتدفقاتها أياً كانت مباشرة أم محفظة إلى درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي التي تسمح بها الحكومة وخاصة في الدول النامية، فقد تسمح بعض الحكومات للاستثمارات الأجنبية المباشرة وتضع القيود على المحفظة، إلا أن الظاهرة العامة التي تسعى معظم الدول إلى تشجيعها هي تخفيف القيود والسماح لحركة الاستثمار الأجنبي وتدفقاته بالدخول والخروج من وإلى الاقتصاد. وقد تزامنت هذه الظاهرة مع عمليات الخصخصة، ففي الوقت الذي تعمل الحكومات على خصخصة شركاتها تعمل في الوقت نفسه على محاولة استقطاب الاستثمارات الأجنبية والمساهمة في تنفيذ عمليات الخصخصة تلك وبالتالي دخل المستثمر الأجنبي لشراء المنشآت العامة، إما بشكل استثمار مباشر أو من خلال الاستثمار الأجنبي المحفطي، وبهذا يعدّ الاستثمار الأجنبي أحد أهم المصادر التمويلية الدولية وخاصة في السنوات الأخيرة، ويتوقع أن يحتل هذا المصدر أسبقية على المصادر التمويلية الدولية الأخرى.

يتضح مما سبق أن أحد أهم اتجاهات التحرر المالي يذهب نحو تخفيف القيود على حركة الاستثمار الأجنبي كتدفقات داخلية وخارجة من وإلى الاقتصاد، وبالتالي يحدث التداخل الاقتصادي والمالي بين الاقتصاد من جهة وبين دول العالم من جهة ثانية. ولهذا يعدّ الاستثمار الأجنبي مصدراً مهماً من مصادر التمويل الدولي في القرن الحادي والعشرين وأن تطورات كبيرة واستطاعت تغيير العديد من المفاهيم التقليدية.

ثالثاً: إعادة هيكلة السوق المالية :

ويقصد بذلك إعادة النظر بالأسواق النقدية وأسواق الأوراق المالية (رأس المال). أما السوق النقدية فتضم المصارف التجارية والمؤسسات المالية ذات التعاملات قصيرة الأجل، إن تحرير هذه المؤسسات والمصارف يتأتى من تحرير سعر صرف العملة تبعاً لآليات السوق، وتنويع الأنشطة المصرفية سواء في قبول الودائع كمؤسسات الادخار أو في تقديم القروض والائتمانات، وأيضاً تبني سياسات أكثر مرونة لأسعار الفائدة. أما سوق رأس المال فيضم أسواق الأسهم والسندات، والتي تسهم في توفير رأس المال الثابت طويل الأجل، ويعدّ إصلاح العمل السوقي وخاصة من حيث الإفصاح والمعلومات وتحقيق إدارة كفوءة وفاعلة تحقق الأداء الأفضل وإدخال المزيد من التقنيات التكنولوجية المعلوماتية والاتصالية لتسهيل إنسيابية العمل وتحقيق كفاءة السوق ونزاهة العمل.

رابعاً: الإفصاح والشفافية:

ويعد هذا الاتجاه التحرري من أهم الاتجاهات التي بدأت تركز عليها الدول المتقدمة، وأن أحد أهم الانتقادات التي ما برحت الدول المتقدمة ومؤسساتها توجهها إلى الدول النامية هو في الإفصاح المعلوماتي، إذ لا زال الكثير من الحكومات لا تعترف بهذا الاتجاه وتعتمد حجب المعلومات أو إتاحتها بأشكال متباينة أو ربما وفق معايير غير موضوعية، لذا فإن مثل هذه الأعمال تقود إلى كثير من التشوهات السوقية مما ينعكس على العمل المالي المنظم. إن المشكلة التي تعاني منها الأسواق في الدول النامية وبشكل عام هي غياب الإفصاح والشفافية، ويكتسب هذا الاتجاه أهمية خاصة في المصارف لما للمعلومات من أهمية كبيرة في صنع قراراتها، وقد تبين بما لا يقبل الجدل الأهمية الاستثنائية للمعلومات في المصارف لعلاقتها بحدوث الأزمات المالية، وسنأتي على مناقشة هذا الموضوع بالتفصيل لاحقاً.

خامساً: انفتاح الأسواق مع بعضها وتكاملاتها:

لقد أكدت السنوات الأخيرة أهمية انفتاح الأسواق مع بعضها كأحد الاتجاهات التي برزت في عمليات التحرر المالي، ومحوره الذي يركز عليه يدور حول دعم المنافسة بين النظم المالية وعناصرها المختلفة، ذلك أن هم ما يميز السنوات الأخيرة هو الاتجاه نحو المنافسة وكيفية تفعيلها، وتفعيل آليات السوق، وزيادة الانفتاح بين الأسواق سيزيد من حال المنافسة وبالتالي سيحقق الكفاءة.

سادساً: دور الحكومة:

لا زال موضوع الحكومة هو المحور المهم والشغل الشاغل لحكومات العديد من الدول، فقد يكون من العسير جداً على الحكومة التخلي عن دورها القائم على التدخل في كل صغيرة وكبيرة، وخاصة في الدول النامية، وتؤكد اتجاهات التحرر المالي على ضرورة عدم التدخل وترك آليات السوق لتعمل بمفردها ولتحقق التوازن المطلوب. إن تخفيف القيود والإجراءات ليس فقط على المعاملات المالية وإنما على كل الأنشطة الاقتصادية هو الذي يستقطب كل الاهتمام وكان ولا يزال محورياً للخلاف بين الدول المتقدمة والدول النامية.

المبحث الخامس

تدفق رأس المال

أولاً

مفاهيم وأساسيات في تدفق رأس المال

يعد موضوع تدفق رأس المال من أهم المواضيع في دراسة التمويل الدولي، ولقد كان حجم رأس المال المتدفق وتوزيعاته الجغرافية وتركيبته عرضة للتغير خلال الثلاثة العقود الأخيرة، ولغاية بداية عقد السبعينات كان تدفق رأس المال عبارة عن القروض أولاً والمساعدات ثانياً. إلا أن التغيرات والمستجدات التي ترافقت مع عقد السبعينات وما تلا ذلك استطاعت أن تغير نمط تدفق رأس المال فازداد التدفق الخاص فكان هناك الائتمانات المجمعة Syndicated Credit التي قادت المصارف بسبب الفوائض التي حققتها الدول النفطية، وتوسع تدفق رأس المال بسبب ما حققته عمليات التحرر المالي وخاصة في الأسواق المالية. وتلا ذلك أزمة المديونية التي ساهمت في توسيع حركة رأس المال وتدفقاته، وما أن حلت التسعينات إلا والمزيد من المؤثرات على تدفق رأس المال وبات القطاع الخاص مهماً ومؤثراً على تدفق رأس المال خاصة وقد تزامن مع عمليات الخصخصة والاستثمار الأجنبي المباشر.

مفهوم تدفق رأس المال:

يعاني هذا المفهوم من غموض ومشاكل مصطلحية، وقد يستخدم هذا المفهوم استخدامات متعددة ولكنها غير دقيقة، ولهذا لا بد من التمييز بين عدة مفاهيم: ⁽¹⁾

(1) انظر التفاصيل:

أ - التدفق الداخل لرأس المال يشير هذا المصطلح إلى تملك الموجودات الوطنية من قبل غير المقيمين، وأن بيع هذه الموجودات الوطنية سيتخذ صيغة تدفق رأس المال السالب، وبالتالي فإن صافي التدفق الداخل لرأس المال يعني التملك ناقصاً ببيع الموجودات الوطنية من قبل غير المقيمين. وتباين أنواع الموجودات التي يتضمنها ذلك التدفق تبعاً للمؤسسة الناشرة للبيانات، فصندوق النقد الدولي في منشوراته إحصائيات موازين المدفوعات، فإن التدفق الداخل لرأس المال يتضمن بنوداً من الحسابات الجارية والرأسمالية لميزان المدفوعات، والتي تتألف عادة من مفردات تحت بند تحويلات رأسمالية واستثمارات مباشرة لدولة معينة، وكذلك ما يقع وتحت بند الاستثمارات المحفظية واستثمارات أخرى والتي تتضمن ديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل وبشكل قروض مصرفية، وأيضاً ائتمانات تجارية وقروض من صندوق النقد الدولي.

ب - التدفق الخارج لرأس المال، إن هذا المصطلح يشير إلى تملك المقيم لموجودات أجنبية، فمبيعاتها تعرف بأنها التدفق الخارج السالب لرأس المال، وأن الفرق بين الاثنين يمثل صافي التدفق الخارج لرأس المال، وضمن مفاهيم صندوق النقد الدولي وإحصائياته المنشورة حول ميزان المدفوعات فإن التدفق الخارج لرأس المال يتألف من البنود الدائنة [التي] تقع تحت ما يسمى بتحويلات رأس المال والاستثمار المباشر في الخارج، وأن الموجودات تحت بنود الاستثمار المحفظي والاستثمارات الأخرى.

ج - صافي تدفق رأس المال، يشير هذا المصطلح إلى مجموع صافي التدفق الداخل لرأس المال ناقصاً مجموع صافي التدفق الخارج لرأس المال كما حدد في أعلاه، ويكون موجباً عندما يزيد صافي التدفق الداخل على صافي التدفق الخارج.

د - صافي التحويلات، يشير هذا المصطلح إلى صافي التدفق الداخل لرأس المال ناقصاً صافي المدفوعات للخارج، ويقصد بصافي المدفوعات للخارج مدفوعات الفوائد على الديون الخارجية إضافة إلى تحويلات الأرباح للخارج،

انظر أيضاً:

Alan M. Rugman and Richard M. Hoddgetts, **International Business, A Strategic Management Approach**, Op.Cit. pp.181- 187.

وبالتالي فإن صافي التحويلات هو مقياس خارجي لقدرة الدولة على تمويل عجزها التجاري .

ثانياً

طبيعة التدفقات الداخلة لرأس المال

إن دراسة التدفقات الداخلة لرأس المال تحتم الوقوف على طبيعة التدفق الرأسمالي الداخل مكانياً وزمانياً، إذ تختلف بحسب طبيعة الدول إن كانت نامية أم متقدمة، وكذلك بحسب زمن ذلك التدفق، فتركيبية التدفقات الداخلة لرأس المال في عقد السبعينات تختلف عنها في عقد الثمانينات عنه في التسعينات من القرن العشرين، وستبقى عرضة للتغير بحسب الاستقرار الاقتصادي من عدمه، أو في أوقات الأزمات إلى غير ذلك .

إن ما يلاحظ على التدفق الداخل لرأس المال في عقد التسعينات هو تغير بالزيادة للتدفق الخاص وانخفاض التمويل الرسمي وقد كان هذا نتيجة طبيعية بسبب التغيرات في هيكل الأسواق المالية منذ بداية عقد التسعينات . فمثلاً منذ منتصف عقد السبعينات ولغاية أزمة المديونية كان التدفق الداخل لرأس المال الخاص ضئيلاً، وقد كانت القروض المصرفية تشكل ثلاثة أرباعه، والربع الآخر يتكون من الاستثمار الأجنبي المباشر، لقد تغير هذا النمط من التدفق الداخل لرأس المال تغيراً كبيراً رأساً على عقب بعد أزمة المديونية، وبعد أن تهاوت العديد من المصارف بالانهيار، وبعدها بدأ الاستثمار الأجنبي المباشر يهيمن على حركة رأس المال، فلقد انخفضت القروض المصرفية في عقد التسعينات، وقد بدأت بالزيادة بعد الأزمات المالية المتتالية وهيمن الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل كبير جداً، إذ بدأ الاستثمار الأجنبي المحفطي بالنمو المتسارع في السنوات الأخيرة كتدفق داخل، ولقد ترافق كل هذا التغير الكبير في تركيبية التدفق الداخل لرأس المال ليظهر تبايناً كبيراً في توزيعاته وخاصة في الدول النامية، وكذلك كان هناك تبايناً كبيراً فيما بين الدول النامية وأقاليمها . إنها بعبارة مختصرة تغيرات عالمية وتحولات قادت إلى تغيرات كبيرة في طبيعة التدفقات الداخلة لرأس المال وتركيبتها وتوزيعاتها .

ثالثاً

تدفق رأس المال وميزان المدفوعات

لغرض فهم حركة تدفق رأس المال لا بد من التعرض إلى علاقة تلك التدفقات بميزان المدفوعات ومسبقاً يجب أن نميز بين مفهومين لميزان المدفوعات، المفهوم الأول: ميزان المدفوعات الخاص بالسوق، وثانياً: ميزان المدفوعات المحاسبي. يقصد بالمفهوم الأول وهو ميزان المدفوعات الخاص بالسوق، كل ما يشير إلى توازن العرض والطلب من عملة دولة معينة في سوق تبادل العملات ويسعر صرف معين، وهنا عملية التوازن تختلف فيما إذا كان سعر الصرف ثابتاً أم معوماً، ففي كون سعر الصرف ثابتاً فعملية التوازن في ميزان المدفوعات يصعب تحقيقها وبالتالي على السلطة النقدية أن تتدخل لتحقيق التوازن، إما بشراء العملة المحلية بعملات أجنبية إذا كان عرض العملة الوطنية أكثر من الطلب عليها، أو العكس ببيع العملة الوطنية لقاء عملات أجنبية إذا كان الطلب أكبر من العرض منها. وتختلف العملية عندما يكون سعر الصرف معوماً، وهنا يقوم السوق بعملية التوازن لميزان المدفوعات ذلك لأن سعر الصرف هو حاصل تفاعل العرض والطلب على العملة في سوق العملات الأجنبية.

أما المفهوم الثاني، ميزان المدفوعات المحاسبي فهو عبارة عن تسجيل الصفقات المالية للسلع والخدمات والموجودات الرأسمالية التي تحدث فيما بين الوحدات الاقتصادية للدولة ومن هم خارجها وفي مدة زمنية معينة، عادة ما تكون سنة واحدة، وبموجب هذا المفهوم فإن ميزان المدفوعات يعتمد المفهوم المحاسبي القائم على فكرة القيد المزدوج في مسك الحسابات. ولسنا هنا بصدد دراسة الجوانب الاقتصادية لميزان المدفوعات وإنما التركيز على الجانب المالي الذي يسهل فهم حركة رأس المال.

ميزان المدفوعات المحاسبي:

يسجل ميزان المدفوعات المحاسبي الصفقات المالية للدولة مع بقية أنحاء العالم، خلال مدة زمنية أمدها سنة واحدة، وهناك جانبان: الأول المدين والثاني الدائن. فلكل قيد جانبان، فإذا كان مديناً لا بد أن يكون مقابله دائناً، وأهم العمليات هما الاستيراد والتصدير لمواد مادية ملموسة، ويقابلها دفع واستلام، وكذلك هناك استيراد وتصدير لخدمات غير ملموسة ومقابلها دفع واستلام أيضاً،

وأي استلام من بقية أنحاء العالم فإنه يقيد مديناً في سجلات وميزان مدفوعات الدولة، وفي بقية أنحاء العالم يقيد دائناً. كذلك فإن أي دفع إلى بقية أنحاء العالم فإنه يزيد من مطلوبات الدولة تجاه الأجانب يسجل دائناً في ميزان المدفوعات والعكس صحيح فإن ذلك يسجل في بقية أنحاء العالم مديناً.

حركة رأس المال عبارة عن صفقة مالية تسجل ضمن القيد المحاسبي بطرفين مديناً ودائناً، ذلك أن تصدير رأس المال أي الاستثمار في خارج الدولة يعامل في الدولة على أنه دائن والدفع يسجل مديناً كونه يشكل التزاماً على الجهات الأجنبية، وبالعكس استيراد رأس المال يسجل مديناً والاستلام يسجل دائناً كونه ينطوي على زيادة في التزامات الجهات الأجنبية علينا. إن تسجيل كل عملية مرتين كدائن ومدين فإن مجموعهما يتساويان، بعبارة أخرى فإن العمليات الخاصة بالاستيراد والتصدير سوف تشكل الحساب الجاري والعمليات الخاصة برأس المال سوف تشكل حساب رأس المال، وأن مجموع الاثنين يجب أن يكون صفراً.

الحساب الجاري + حساب رأس المال = صفراً

(الاستيراد - التصدير) + (صافي تدفق رأس المال طويل الأجل + صافي تدفق رأس المال قصير الأجل + صافي الزيادة من احتياطات الذهب والعملات الأجنبية) = صفراً

ولغرض فهم هذه المعادلة لا بد من تفسيرها محاسبياً:

التفسير المحاسبي لتوازن ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات محاسبياً بأنه كشف يصور المركز المالي لدولة معينة أي ما لها وما عليها من أموال بالنسبة للدول الأخرى، وبالتالي يمكن القول بأن ذلك الكشف المحاسبي يظهر العلاقة بين الدولة والعالم الخارجي من النواحي الاقتصادية والمالية. وإن ميزان المدفوعات يشتمل على كافة السلع والخدمات المصدرة والمستوردة وكذلك على رأس المال الداخل والخارج سواء أكان ملكية أم قروضاً وأيضاً حركة التغيرات في الاحتياطات من العملات الأجنبية والذهب.

يتضمن ميزان المدفوعات تفاصيل دقيقة لكل ما يتعلق بالعالم الخارجي من وجهة نظر الدولة فهو يظهر كل استحقاقات الدولة والتزاماتها للدول الأخرى الخارجية، وبافتراض أن للعالم الخارجي حساباً، فإن كل مدين في حساب العالم الخارجي يظهر دائناً في حساب ميزان المدفوعات، والعكس صحيح. هذا يعني أن ميزان المدفوعات للدولة سوف يقابله ميزان مدفوعات في الدول الأخرى فما هو

تصدير لدولة هو في المقابل استيراد لأخرى وكذا الحال بالنسبة لرأس المال، ولذلك فعجز ميزان المدفوعات لدولة معينة يقابله فائض في ميزان مدفوعات الدولة الأخرى، وهكذا، والمعنى المحاسبي للعجز في ميزان المدفوعات في الدولة الأجنبية يعني زيادة في حقوق الدولة أو نقصاناً في التزاماتها من قبل الدولة الأجنبية، وهذا العجز في حساب ميزان المدفوعات في الدولة الأجنبية يعني في حساب رأس المال على أنه استثمار في الدولة الأجنبية.

المعالجة المحاسبية لعناصر ميزان المدفوعات:

تصنف العمليات التي تدخل ضمن ميزان المدفوعات إلى أربعة أصناف وهي كما يأتي:

أولاً: العمليات السلعية والخدمية: وهي تمثل عمليات الاستيراد والتصدير، ويطلق على هذا الجزء من ميزان المدفوعات بالميزان التجاري.

ثانياً: العمليات التحويلية: وتتضمن المنح والتعويضات الدولية.

ثالثاً: العمليات الرأسمالية: وتتضمن تدفقات رأس المال المملوك والمقترض.

رابعاً: التغيرات في العملات والذهب: ويقصد بها التحويلات اللازمة لسد العجز أو الفائض.

ومسبقاً لا بد من توضيح مفهومي الدائن والمدين، فالصادرات هي عبارة عن تدفقات دائنة في حين أن الاستيرادات تمثل تدفقات مدينة، من وجهة نظر الاقتصاد القومي، وليس من وجهة نظر العالم الخارجي أو الدول الأجنبية، وفي نفس هذا المفهوم فإن حقوقاً تنشأ من الصادرات وتمثل تدفقات مدينة والحقوق التي تنشأ من الاستيرادات تمثل تدفقات دائنة. ويمكن الوقوف على الحقوق التي تنشأ من الصادرات:

زيادة في العملات الأجنبية التي تحتفظ بها الدولة.

نقص في العملة الوطنية التي تحتفظ بها الدولة.

زيادة في مديونية الدول الأجنبية.

نقص في مديونية الدولة تجاه دول العالم الأخرى.

زيادة في ملكية الأفراد المقيمين للموجودات الأجنبية.

نقص في ملكية الأجانب للموجودات المحلية.

إن مجمل العناصر السابقة تمثل عمليات مدينة وذلك لأنها إما زيادة في الموجودات الرأسمالية للدولة أو نقص في التزاماتها، أما عن الحقوق التي تنشأ من الاستيرادات فتأخذ اتجاهاً مضاداً للعناصر سابقة الذكر، وعلى هذا الأساس فهي تمثل تدفقات دائنة تنعكس، أما في زيادة التزامات الدولة أو نقص في حقوقها تجاه الدول الأجنبية، فمثلاً الدولة أصدرت قطعاً بما قيمته 50 مليون دينار، ثم قامت باستيراد غزول بما قيمته 50 مليون دينار، فإن ميزان المدفوعات للدولة أ يكون على الشكل التالي:

مدین	دائن
50	استيرادات
	50 الالتزامات الناشئة عن الاستيرادات
	50 صادرات
50	حقوق ناشئة عن الصادرات
100	100

يتضح مما سبق أن الالتزامات الدولية في المثال السابق تساوي قيمة الحقوق الدولية، وبالتالي فإن أثرها النهائي يساوي صفراً على ميزان المدفوعات وهذا يمثل العمليات السلعية.

أما إذا كانت الاستيرادات 50 مليون ديناراً، وبلغت الصادرات 75 مليون ديناراً فإن هذا سيؤدي إلى زيادة مقدارها 25 مليون ديناراً وتظهر في الجانب المدين وتمثل زيادة في صافي الحقوق الرأسمالية للدولة وتبدو محاسبياً كما يلي:

مدین	دائن
50	استيرادات
	75 صادرات
25	صافي الحقوق الرأسمالية للدولة
75	75

أما العمليات الرأسمالية فإن تدفق رأس المال إلى داخل الدولة يمثل تدفقاً دائماً والتدفق الخارج لرأس المال يمثل تدفقاً مديناً، وأيضاً فالحقوق التي تنشأ من

دخول رأس المال من الدول الأجنبية تمثل تدفقاً مديناً، والحقوق التي تنشأ من تدفق رأس المال إلى الخارج تمثل تدفقاً دائناً. فإذا فرضنا أن الدولة قامت بتأسيس مصنع لشركة متعددة الجنسية فيها، وبلغ حجم رأس المال المستقطب للدخل 50 مليون ديناراً، واستثمرت في دولة أخرى ما قيمته 50 مليون ديناراً فإن ميزان المدفوعات يكون كما يلي :

مدین	دائن
	تدفق داخل لرأس المال
50	تدفق ناشئة عن استقطاب رأس المال للدخل
50	تدفق خارج لرأس المال
	الالتزامات الناشئة عن تصدير رأس المال
100	100

إذن، يلاحظ مما سبق أن الالتزامات الدولية تتساوى مع قيمة الحقوق الدولية وبالتالي فإن أثرها يساوي صفراً. وتختفي تلك من الظهور في ميزان المدفوعات لتظهر التدفقات الداخلة والخارجة فقط .

مدین	دائن
50	تدفق داخل لرأس المال
	تدفق خارج لرأس المال
	50

وإذا كان هناك تباين بالتدفقات الداخلة والخارجة لرأس المال مثال ذلك : إذا كان التدفق الداخل لرأس المال 100 مليون ديناراً، والتدفق الخارج لرأس المال 50 مليون ديناراً فإنه يظهر كما يلي :

مدین	دائن
	تدفق داخل لرأس المال
50	تدفق خارج لرأس المال
50	صافي الالتزامات الرأسمالية على الدولة
100	100

ويعرض ميزان المدفوعات كل هذه التفاصيل بصيغة قائمة أو كشف وضمن التصنيفات التالية:

أولاً

الحساب الجاري Current Account

ويبين قيمة الاستيرادات والصادرات السلعية والخدمات، ويمثل رصيد الحساب قيمة الفائض أو العجز في الميزان التجاري وهو حساب العمليات الجارية لمدة زمنية أمدها سنة واحدة.

ثانياً

حساب رأس المال Capital Account

ويبين قيمة رأس المال كتدفق داخل إلى الدولة من الدول الأخرى، وكتدفق خارج من الدولة إلى الدول الأخرى، سواء أكان رأس المال هذا ملكية أم مديونية، ويظهر الرصيد فائضاً أو عجزاً، ولمدة زمنية معينة أمدها سنة.

ثالثاً

حساب احتياطات الذهب والعملات الأجنبية

ويظهر هذا الحساب حركة الاحتياطات من الذهب والعملات الأجنبية، ويحدد الرصيد صافي التغير بتلك الاحتياطات ولمدة زمنية أمدها سنة واحدة.

تشكل هذه الحسابات الثلاثة في مجموعها ميزان المدفوعات، ومن الناحية النظرية المحاسبية يجب أن يتوازن الجانب الدائن مع الجانب المدين، وكما سبق أن أوضحنا سبب التوازن وهو أن رصيد حساب العمليات الجارية تتم تسويته إما عن طريق حساب رأس المال أو عن طريق حساب الاحتياطات، ولكن عملياً من الصعب جداً أن يتحقق هذا التوازن، نتيجة لوجود أخطاء لا يسيطر عليها، وبالتالي فمن الشائع إضافة بند في آخر كشف ميزان المدفوعات، يطلق عليه بند الخطأ والسهو.

غالباً ما يلاحظ أن صافي التدفق الداخل لرأس المال لا يمكن بالضرورة من

منح المبلغ اللازم لتمويل عجز الحساب الجاري أو سد فجوة الموارد، ذلك أن ما يجب أن يؤخذ بالحسبان هو صافي التدفق الخارج لرأس المال، والذي غالباً ما يخلق انخفاضاً في الموارد المتاحة كتمويلات خارجية، أو صافي تدفقات رأس المال، وبكلمة مختصرة يمكن القول أن الدول بدأت ومنذ أكثر من عقد من الزمن بتحرير نظمها المالية وتحرير تدفقات رأس المال، ومحاولة في الوقت نفسه أن تكون التدفقات الخارجة ذات آجال قصيرة.

إن تمويل الحساب الجاري وخلق التوازن في الصفقات المالية يعتمد في نمطه الجديد على ثلاثة عناصر هي أولاً: صافي تدفق رأس المال، وثانياً: أخطاء ومحذوفات ميزان المدفوعات، وثالثاً: التغير في الاحتياطات.

رابعاً

تدفقات رأس المال قصيرة الأجل

ويقصد بها التدفقات المالية التي تضم القروض المصرفية قصيرة الأجل، والاستثمارات المحفظية وخاصة الأوراق الحكومية ذات الآجال القصيرة، والأسهم، وتعد التدفقات قصيرة الأجل لرأس المال ذات أهمية كبيرة وخاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية وكذلك في خلق الاستقرار المالي، في الاقتصاديات ذات الأسواق الناشئة، إن تحليل حالة عدم الاستقرار المالي تلزم ضرورة التمييز المسبق بين التدفق الداخل والتدفق الخارج قصير الأجل، وتحتل تلك التدفقات أهمية كبيرة في أوقات الأزمات المالية، خاصة عندما تكون هناك حالة إخراج متعمد للنقد إلى الخارج.

الاستثمار الأجنبي المباشر:

ذكرنا سابقاً أن هناك تغيراً كبيراً في نمط التمويل الدولي، وقد ظهر هذا التغير بانخفاض التمويل الرسمي Official Financing وزيادة الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر تمويلي. وقد اعتبر بمثابة الحل المناسب لمشكلة العديد من الدول التي تعاني من الفجوة التمويلية وقلة مصادر التمويل الخارجية. ويتخذ الاستثمار الأجنبي المباشر صيغة التدفق الداخل والتدفق الخارج، وقد شكل ظاهرة كبيرة في السنوات الأخيرة من القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، وارتفع حجم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى أرقام مرتفعة جداً سواء في الدول النامية أم الدول المتقدمة وسيناقش الموضوع بالتفصيل في الفصول اللاحقة.

أما دور الاستثمار الأجنبي المباشر في حركة رأس المال فإن له دوراً كبيراً ومضامين ذات أهمية بالغة من حيث مساهمته في ميزان المدفوعات ولا بد من التمييز بين ثلاثة مصادر رئيسة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، الأول: رأس المال الممتلك، والثاني: الأرباح غير الموزعة، والثالث: القروض من الشركات الأم أو من الفروع، وسنأتي على مناقشة تفاصيل ذلك في الفصول اللاحقة. ويظهر تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على ميزان المدفوعات بطريقتين: الأولى: التي ترتبط بصافي التحويلات والتي تقارن بين التدفق الداخل للاستثمار الأجنبي المباشر مع المدفوعات التي ترتبط به للخارج، مثل دفع الأرباح للخارج ودفع الأجور والفوائد للشركة الأم إلى غير ذلك، ويمكن أن يعد مدخلاً تقليدياً لم يعد يستخدم. والطريقة الثانية: تتناول تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على التصدير والاستيراد إضافة إلى صافي التحويلات، فـرأس المال يتم فيه استيراد السلع الرأسمالية اللازمة كطاقات إنتاجية، والتأثير المباشر يكون على الحساب الجاري فيظهر سالباً ومؤشراً لعجز يمول من التدفق الداخل للاستثمار الأجنبي المباشر.

الخلاصة

وبعد، فقد اختتم الفصل الأول بعد مناقشة لأهم المفاهيم والأسس التي يتناولها موضوع التمويل الدولي، وقد كانت ضمن خمسة مباحث تناول الأول التعريف بمفهوم التمويل وأهم عناصره فيما ركز المبحث الثاني على مقومات التمويل الدولي ابتداء بالمفاهيم الدولية وكيفية تطورها، أما المبحث الثالث فقد عرض موضوع التحرر المالي وتقييمه سلبياً وإيجابياً، أما المبحث الرابع فعرض السمات العامة للبيئة المالية الدولية، وجاء المبحث الخامس ليعرض موضوع تدفق رأس المال من المنظور الاقتصادي والمحاسبي لغرض تسهيل فهم العديد من المواضيع التي وردت في الكتاب وقد كانت أهم النقاط التي طرحها الفصل تتمثل بما يلي:

- 1 - يعد موضوع التمويل الدولي من المواضيع التي تشغل حيزاً بالغاً في الدراسات المالية لما للمال من أهمية كبيرة في حياة الفرد والمجتمع، وأنه الأساس في النمو والتطور وفق مفهوم الدولة الحديثة.
- 2 - لقد شهد النصف الثاني ولادة علم جديد أطلق عليه التمويل الدولي، ليعني أساساً كل المدفوعات المالية بين الدول سواء منها العمليات الجارية أو الرأسمالية، والتي يعكسها ميزان المدفوعات، وقد تطور التمويل الدولي كعمليات وأدوات وأنماط الآن عما كان عليه في النصف الثاني من القرن العشرين.
- 3 - تطور التمويل الدولي عبر عقود من الزمن وتنازعت العديد من النظريات، وليصل إلى ما هو عليه الآن، تقوده مؤسسات خاصة وحكومية ومؤسسات مالية دولية.
- 4 - إن التغيرات التي حصلت في البيئة المالية الدولية ومنذ نهاية سعر الصرف الثابت، وبداية سياسات سعر الصرف المعووم، بدأت حقبة جديدة من عمليات التمويل الدولي قادها صندوق النقد الدولي.

الفصل الثاني

هياكل ومؤسسات التمويل الدولي

مقدمة

إن أحد عناصر التمويل الدولي بوصفه نظاماً يعمل ليس على المستوى الوطني أو الإقليمي وإنما على المستوى الدولي أو كما يطلق عليه الآن العالمي يتمثل في المؤسسات المالية الدولية، ولغرض التعريف بهذه المؤسسات وفق المنظور الحديث قسم الفصل إلى أربعة مباحث خصص كل مبحث لنوع من الأنواع المختلفة لهذه المؤسسات المالية الدولية .

يهدف الفصل إلى التعريف بهذه المؤسسات وفق مدخل يعتمد التغيرات التي بدأت منذ بداية عقد التسعينات من القرن العشرين، وأهمها الانتقال من التدويل إلى العالمية، والتي عملت مؤسسات كبيرة على تفعيل تلك التغيرات وأيضاً ما يشهده العالم من حركة دائبة في صيغ التحالفات والشراكات والاتفاقات والتعددية القطبية التي يسعى لها العالم اليوم، إلى غير تلك التحولات، وقد أثرت بشكل كبير على مؤسسات وهياكل التمويل الدولي، فبرزت قنوات لحركة رأس المال لم تكن ذات تأثير قبل نصف قرن وأقل دور المصارف الدولية التي كانت قد احتلت الأسبقية في عقد السبعينات لما لها من دور كبير في تركيبة التمويل الدولي آنذاك، وعليه ضم المبحث الأول المصارف الدولية وأشكالها التنظيمية، وتناول المبحث الثاني الشركات متعددة الجنسية، وركز المبحث الثالث على الأسواق المالية فيما اختتم الفصل بالتعريف بمؤسسات التمويل الدولي الرسمية .

المبحث الأول

المصارف الدولية وأشكالها التنظيمية

أولاً

المصارف الدولية - تعريفها وأسبابها وأشكالها

1 - تعريف المصارف الدولية :

تعرف المصارف الدولية بأنها تلك المؤسسات المصرفية التي تتوزع أنشطتها وعملياتها المصرفية في أكثر من دولة، فتمارس أعمالها في دولتين أو أكثر عبر فروعها والمصارف التابعة لها أو المؤسسات المالية المتفرعة عنها وبأشكالها المتعددة، وتعد المصارف الدولية بمثابة مصارف تجارية تقبل الودائع المصرفية وتقدم القروض الدولية سواء أكان من المصرف الأم أم من الفروع المنتشرة في مختلف دول العالم. وهناك من المصارف الدولية من يمارس نشاطاً استثمارياً مصرفياً في خارج الدولة الأم، فتصدر السندات الأجنبية وأيضاً الأوراق المالية الأجنبية⁽¹⁾.

يعرف المصرف بأنه عبارة عن منظمة أعمال، تتعامل بالموجودات المالية والمطلوبات المالية وبالعملة الوطنية، ويمارس دور الوساطة المالية كما سبق الحديث عنها في الفصل الأول، ومضمون ذلك قبول الودائع وتقديم القروض والاستثمار، وتتم مجمل العمليات والأنشطة المصرفية داخل الاقتصاد، وأن مجمل المتعاملين معه من المقيمين في داخل الدولة. ومن خلال هذا التعريف التقليدي للمصرف، يمكن التعريف بالمصرف الدولي، فليس كل فرع مصرفي، أو مصرف تابع في دولة أجنبية لمصرف أم في الدولة الأم يعد مصرفاً دولياً، وإنما المصرف الدولي هو ذلك المصرف الذي يعمل بعملات أجنبية، ويقدم أنشطته لدول أجنبية

(1) R.B. Johnston, *The Economics of the Euro-Market, History, Theory and Policy*, The Macmillan Press LTD. 1983, pp.9- 32.

مثال ذلك تقديم المصرف لقروض دولية، وغالباً ما تؤخذ المصارف في سوق العملات الأوروبية كأمثلة على ذلك⁽¹⁾.

كذلك فإن قبول المصرف للودائع بالعملات الأجنبية من غير المقيمين وإعادة إقراضها لغير المقيمين هي من أساسيات عمل المصارف الدولية فكل أنشطتها تتكون من عمليات دولية، وتتميز عن المصارف الوطنية بأن أدواتها دولية ومنتجاتها دولية وعملياتها دولية، ولهذا تكتسب هذه المصارف وشبكتها سمات تميزها عن المصارف الوطنية، وغالباً ما تكون معقدة التركيب فهي ليس لها بعداً وطنياً، فلا العملة الوطنية محل نظر في عملياتها، ولا المقيمين لهم دور يذكر، فكل العمليات والأنشطة التي تمارسها دولية⁽²⁾.

2 - أسباب التدويل المصرفي :

تقف مجموعة من الأسباب قادت المصارف إلى تدويل أنشطتها، وقد تمت مناقشة بعض من هذه الأسباب في الفصل الأول، ويمكن إيجازها بالنقاط الآتية⁽³⁾ :

أ - لقد كان للقيود التي فرضتها الحكومات أو حاولت فرضها خلال عقد الستينات من القرن الماضي دور بالغ في حفز المصارف إلى توسيع نشاطاتها خارج حدود أوطانها، فكانت مندفعة لتأسيس الفروع والمكاتب والشركات التابعة في دول أخرى هروباً من تلك القيود أولاً وبحثاً عن المزيد من الفرص لتعظيم أرباحها وتحقيق أهدافها ثانياً.

ب - إن ما واجهته المصارف من حالات تهديد بفعل العوامل الاقتصادية حفزها باتجاه التوسع الدولي أي نشر أعمالها في دول أخرى تطبيقاً لمبدأ توزيع المخاطر ومحاولة تقليل المخاطر غير المتوقعة ومواجهة التحديات التي فرضتها عليها البيئة.

ج - لقد شهد عقد الخمسينات نمواً اقتصادياً كبيراً بعد أن نجحت الدول الأوروبية

(1) للمزيد انظر :

George H. Hemple, Donald G. Simonson and Alan B. Coleman, **Bank Management, Text and cases**, Fourth Edition, 1998, pp.489- 491.

(2) انظر :

R.B. Johnston, **The Economics of the Euro-Market, History, Theory and Policy**, Loc. Cit.

(3) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مرجع سابق، ص ص 219 - 230.

في سياسات إعادة الإعمار التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، وكذلك كان عقد الستينات فتوسعت الشركات ونشرت أعمالها عبر البحار وتخطت الحدود الوطنية في كل من أمريكا وأوروبا واليابان، ولهذا فقد تبنت المصارف استراتيجيات ملاحقة الزبون أينما كان لتقديم الخدمات المصرفية والمالية له، فما كان منها إلا أن بدأت بالتوسع وتخطي الحدود عن طريق فتح الفروع والمكاتب وغير ذلك من التنظيمات والتي سنأتي على مناقشتها فيما بعد.

د - الاستراتيجيات الدفاعية التي تبنتها المصارف لمواجهة استراتيجيات هجومية قادها إلى تدويل أنشطتها، بهدف حفظ العلاقات التي كانت قد بنتها مع زبائنها من الشركات متعددة الجنسية وفروعها التي انتشرت في معظم دول العالم.

هـ - كذلك فإن الاستراتيجيات الاستثمارية التي بدأت بتنفيذها المصارف تستلزم تنوعاً مكانياً للاستثمارات وأيضاً تنوعاً أدواتياً فكان الاتجاه نحو المنتجات الدولية كالقروض الدولية وغيرها.

و - التغير الكبير الذي حصل في نمط الطلب على القروض الأجنبية وخاصة في عقد الستينات وما بعد ذلك دفع المصارف إلى تدويل أنشطتها وعملياتها ونظمها فلقد تغير نمط الطلب على القروض من الطلب المحلي إلى الطلب الدولي.

3 - الأشكال التنظيمية للمصارف الدولية :

تتخذ المصارف عدة أشكال تنظيمية في الدخول إلى ميدان المصارف الدولية، ويمكن تصنيفها إلى ما يلي⁽¹⁾:

أ - الفروع الصغيرة ومكاتب الإنابة Shell Branches and Representative Offices

إن الفروع الصغيرة هي بمثابة مكاتب مصرفية عبر البحار كانت قد تأسست للمشاركة في أسواق العملات الأوروبية لغرض تسجيل التزامات اليورو دولار للمصارف التي أصدرت القروض الأجنبية، وغالباً ما تقع هذه الفروع في أماكن بعيدة عن كل الأنشطة المالية، حيث تتوفر لها في تلك الأماكن الحرية اللازمة للعمل بعيداً عن المعوقات الضريبية وغيرها، وأن مثل هذه الفروع والمكاتب غالباً

(1) للمزيد انظر:

UNCTAD, The Tradability of Banking Services, United Nations, Geneva, 1994.

انظر أيضاً: سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة...، مرجع سابق، ص 219 - 230.

ما تكون مهتمة بالأعمال المصرفية الدولية بعيداً عن الأعمال المصرفية المحلية . أما مكاتب الإنابة فهي بمثابة مكاتب مناظرة للمكاتب المصرفية الوطنية والتي تكون منتجاتها أقرب إلى المنتجات الوطنية، ولكنها تعمل بأقل عدد ممكن من العاملين، ولا تقبل الودائع، وتقدم الخدمات المعلوماتية التسويقية للزبائن وأيضاً تكون بمثابة مكان للالتقاء وبناء علاقات العمل كوسيط بين المصرف الأم وزبائنه .

ب - الفروع الأجنبية ذات الخدمات الكاملة : Service Foreign Branch-Full

إن الفروع ذات الخدمات الكاملة هي عبارة عن امتداد للمصرف الأم، ويمكن لها أن تنفذ كل الأنشطة المصرفية التي ينفذها المصرف الأم، وقد استطاعت بعض هذه الفروع الأجنبية وخاصة تلك التي تعمل في لندن أن تسجل عمليات بلغت مليارات الدولارات، واستطاعت تلك الفروع أن تمارس نشاطات المصارف التي تتعامل بالجملة wholesale مستندة على حجم ودائعها التي استطاعت تعبئتها من خلال شبكة مصرفية دولية واسعة تعرف بسوق المصارف الداخلة Inter bank Market، وعادة تكون مثل هذه الفروع غير قادرة على تحسين وتطوير العمل المصرفي الوطني، بل إنها تسهم وبشكل كبير في دعم وتطوير العمل المصرفي خارج الحدود، وتمنع بعض الدول فتح مثل هذه الفروع الأجنبية ومنها كندا والمكسيك، بينما تسمح العديد من الدول أعمال وأنشطة مثل هذه الفروع .

ج - مصارف المتاجرة :

إنها فروع أجنبية تأسست لأغراض المنافسة مع المصارف الوطنية، وتقدم مختلف الخدمات المصرفية، وهي أقرب إلى الشركات الاستثمارية التابعة للمصارف الأم في الدولة الأم، وأيضاً تقدم القروض الدولية وتقبل الودائع من مختلف الفئات .

د - المصارف المتحدة Consortium :

لقد اتحدت بعض المصارف الأمريكية مع مصارف لدول أخرى لتشكيل اتحادات مصرفية، وتمارس هذه المصارف المتحدة نشاطات مصرفية متنوعة في الاستثمار، ولقد منحت هذه الاتحادات للمصارف قدرة على إدارة أموالها، منح القروض المجمعة Syndicated Loans، وأيضاً منحت المصارف الصغيرة فرصاً إضافية للمشاركة بأنشطة متوسطة في أحجامها . واستطاعت مثل هذه الاتحادات أن تشكل أنشطة كبيرة وساهمت مساهمة كبيرة في عمليات التدويل .

ثانياً

أسواق تبادل العملات: تعريفها، أنواعها

1 - التعريف بسوق تبادل العملات الأجنبية⁽¹⁾ : Foreign Exchange Market

يقصد بتبادل العملات الأجنبية، استخدام عملة واحدة لشراء عملة أخرى، مثال ذلك استخدام الدولار الأمريكي لشراء باون إسترليني. ويدار العمل في تبادل العملات بسلسلة منتشرة عبر العالم تشكل الأسواق، وأكبرها لندن وفرانكفورت وزيورخ ونيويورك وغيرها. وهناك العديد من المراكز الصغيرة المهمة لتبادل العملات مثل هون كونغ وباريس وسنغافورة وطوكيو. لا تعمل هذه السوق في مكان مادي يمكن أن تتم فيه عمليات تبادل العملات مثلما هو الحال في سوق الأسهم مثل سوق نيويورك للأوراق المالية أو ربما سوق المستقبلات المالية، أو سوق شيكاغو للتجارة، وخلاصة الكلام أنه من الصعب جداً التعرف على حجم التبادل بالعملات في كل من هذه الأسواق. وترتبط الأسواق مع بعضها بسوق عالمي واحد غاية في التعقيد الشبكي والاتصالي، أما عناصره الأساسية المنفذة لأدائه، تتمثل بالهاتف والفاكس ووسائل الاتصال الأخرى، وهي ترتبط ببعضها البعض 24 ساعة في اليوم. وحركة الأسعار تظهر متزامنة في كل المراكز بشكل متواز وبوقت واحد، وهكذا يمكن القول بأن هذه الأسواق تعد أسواقاً كفوءة ويمكن لها أن تحول المعلومات فوراً وأنها من الأسواق المضمونة⁽²⁾.

2 - أنواع أسواق تبادل العملات الأجنبية :

يستند تقسيم الأسواق على البعد الزمني، ذلك أنها بموجب هذا البعد تصنف

(1) انظر :

R.B. Johnston, **The Economics of the Euro-Market**, Loc. Cit. George H. Hempel, Donald G.Simonson and Alan B. Coleman, **Bank Management**, Text and cases, LOC. Cit.

(2) انظر :

George H. Hempel, Donald G. Simonson and Alan B. Coleman, **Bank Management**, Text and Cases, Op.Cit. pp.684- 685.

إلى الأسواق الآتية، وثانياً إلى الأسواق الآجلة، ونتناول الآن السوق الآني وكما يلي: ⁽¹⁾

أ - السوق الآني ⁽²⁾ Spot Market :

يقصد بها السوق التي يتم فيها التعامل بشراء وبيع العملات ويتم الدفع فوراً وترصد الصفقة حالاً دونما تأخير، علماً أن كل صفقات السوق الآني تسوّى وتدفع على أساس تاريخ الصفقة وقيمتها، وعادة ما تتم بعد يومين من اتفاق البائع والمشتري عليها. لقد اكتسبت هذه السوق اسمها من طبيعة نشاطاتها وأدائها فكل ما يحدث ويتم من صفقات يكون آنياً، ولهذا سميت بالسوق الآني.

ب - السوق الآجل Forward Market :

وهو النوع الثاني الذي سبق أن أشرنا له في بداية المبحث، وفي هذه السوق فإن عمليات شراء وبيع العملات تكون تسليم المستقبل، وبسعر صرف متفق عليه مسبقاً، والقيمة تحدد بتاريخ التسليم، وأن هناك اتفاقاً أو تعهداً يتم في السوق الآجل أو ضمن استحقاق وضمن مدى زمني معين قد يكون بضعة أيام ولغاية أشهر أو ربما سنين. إن هيكل أسواق تبادل العملات ينفذ صفقاته من خلال المصارف ولكن البائعين والمشتريين هم من غير المصارف، وغالباً ما يتفاعل زبائن المصرف مع المصارف المراسلين أو مع المراكز النقدية للمصارف، وبالتالي فإن المصارف تسوي الصفقات الأجنبية من خلال شبكة المصارف الدولية أو من خلال وسطاء تبادل العملات الأجنبية.

وهناك بعض المبادلات الخاصة تقدم عروضاً لغرض دعم التعاملات في

(1) انظر :

George H. Hemple, Donald G. Simonson and Alan B. Coleman, **Bank Management, Text and Cases**, Loc. Cit.

انظر أيضاً :

Richard Pike and Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies**, Prentice Hall International Ltd. 1993, p.452.

(2) هناك من يطلق عليه بالسوق الفورية، إذ تعرب Spot إلى الآتي أو الفوري وقد عربها خليل الشماع بالآتي، انظر: خليل الشماع، الإدارة المالية، بغداد، 1992. أما منير إبراهيم هندي فقد عرب المصطلح بالفوري، انظر: منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، سلسلة الأسواق المالية 2، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 1994، ص 418.

السوق الآجلة، مثل سوق لندن الدولي المالي للتبادل المستقبلي، وسوق شيكاغو، ويعتمد السوقان آليات ومعارية للتعاقدات الآجلة يطلق عليها بالعقود المستقبلية. ولقد قدم سوق فيلادلفيا لتبادل العملات في بداية عقد الثمانينات أدوات أخرى لتجارة العملات الأجنبية بشكل سمي بخيارات العملة. وكانت المصارف هي الأكثر تعاملًا بالمستقبلات الخاصة بالعملية والخيارات، أما الأفراد فإنهم يزاولون تعاملاتهم في هذه الأدوات لأغراض وقائية ولتجنب الأخطار.

ثالثاً

آليات تسعير العملات الأجنبية⁽¹⁾

تقاس أسعار الصرف إما بوحدات العملة الأجنبية نسبة إلى العملة الوطنية، ويسمى هذا بسعر الصرف المباشر، أو بعدد وحدات العملة الوطنية نسبة إلى العملة الأجنبية، ويطلق على هذا بالسعر غير المباشر. فمثلاً السعر المباشر للدولار الأمريكي تجاه اليورو الأوروبي يعرف كوحدة حساب بسعر العملة، ويمكن الوصول إلى سعر معين من خلال عملة ثالثة، وهذا ما يطلق عليه بالمثلث التوازني. فإذا كان مثلاً:

الدولار = 1,4 يورو

الدولار = 0,7 باون

فببساطة يمكن الوصول إلى أن:

الباون = 2 يورو

حيث تم قسمة 1,4 على 0,7

إن أسعار الصرف الآجل يمكن التعبير عنها بأسعار سواب Swap Rates أو ما يطلق عليها العلاوة الآجلة أو القسط الآجل، تمييزاً عن السعر الآني. مثال ذلك أن السعر الآجل لليورو الأوروبي هو كل دولار واحد = 1,4 يورو، وأن السعر الآني هو أن كل دولار = 1,70 يورو، وبالتالي فإن خصم الدولار أو الفرق هو 0,3

(1) انظر في هذا:

George H. Hempel, Donald G. Simonson and Alan B. Coleman **Bank Management: Text and Cases**, Loc. Cit.

وانظر أيضاً: سمرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مرجع سابق، ص 940 - 108.

يورو، وبالتالي فإن العلاوة الآجلة والتي عادة ما توضح بالمفهوم النسبي، وعندما يكون السعر الآجل أقل أو أكثر من السعر الآني.

إن النظر إلى عملية تبادل العملات تبين أن هناك حاجات متعددة تدفع باتجاه تبادل العملات، أحد تلك الحاجات للأفراد والشركات الذين لهم نشاطات في خارج الحدود الوطنية، مثال ذلك أن أحد الأفراد يرغب بشراء سلعة أو خدمة أجنبية فلا بد من شراء العملة الأجنبية لتسديد ثمن تلك السلعة أو الخدمة. كذلك فإن الشركات التي لها نشاطات كبيرة وصفقات مستقبلية فيمكن لها أن تغطي تعهداتها في السوق الآجلة. وتستخدم هذه الأدوات لأغراض عمليات الاستيراد والتصدير، ذلك أن هذه العمليات تحتاج إلى تبادل للعملات لسداد العمليات تلك وبالتالي فخوفاً من تغير قيمة العملة تجاه الأخرى تستخدم عمليات التغطية الآجلة، لكن في الحقيقة فإن معظم التعاملات تتم في السوق الآني.

أما عقود المبادلة السواب فهي عبارة عن بيع وشراء الآجل بالآني أو بالعكس، ولكن هذه المبادلة يجب أن تتساوى فيها قيمة العقود رغم اختلاف تواريخها وأن الصفقتين يجب أن تكونا بين نفس المصرفين، كذلك تستخدم بعض المؤسسات المالية مثل هذه العقود في أنشطتها المالية، أي ليس حصراً على المصارف.

توازن الفائدة : Interest Arbitrage

الفرق بين أسعار الفائدة في دولتين يعطي في بعض الأحيان فرصاً في سوق تبادل العملات، هذه الفرص الخالية من المخاطرة والتي تمنح لمستخدمها ربحاً يمكن أن يحققه ويصبح ذلك الربح متاحاً له، عندما يمسك ذلك المستخدم موجوداً كالعملة تحمل لها سعرين في سوقين من أسواق تبادل العملات، ويطلق على هذه الحالة بالتوازن أو Arbitrage فمثلاً، إذا كان سعر الفائدة لوثيقة إيداع لمدة ثلاثة أشهر أعلى من سعر الفائدة لوديعة لثلاثة أشهر في سوق العملات الأوروبية، فإن عملية التوازن تحدث ببيع هذه الوثيقة أي سحبها واستثمارها في المكان ذو الفائدة الأعلى وتحقيق ربح من هذه العملية.

وتحدث عملية التوازن في حالة وجود تباين بين أسعار الفائدة، وبافتراض أن العالم سوق واحدة ذات كفاءة تامة Perfect فإن سعر الفائدة سيكون واحداً في كل العالم، ولكن هذا لا يمكن أن يكون بسبب التباينات بين الأسواق من جراء التوقعات التضخمية بين عملة وأخرى وتباين مستويات النمو الاقتصادي والمؤثرات

غير الاقتصادية مثل الإجراءات الحكومية، وتباين تدفقات رأس المال.

رابعاً

السمات الأساسية للسوق

لاحظنا أن هناك تداخلاً بين المصارف الدولية والأسواق ولا بد مسبقاً التأكيد على أن هذه الأسواق ما هي إلا المصارف التي نتحدث عنها، إذ كما نعلم أن المصارف تعد بمثابة أسواقاً للنقد، ولكن هناك اختلافات أساسية بين الأسواق، فهناك أسواق تبادل العملات وهناك سوق العملات الأوروبية، فكيف يمكن التمييز بينهما؟

أ - يجب عدم الخلط بين سوق العملات الأوروبية وسوق تبادل العملات، والفارق أن المصارف تبيع وتشترى العملات في سوق تبادل العملات، ولكنها تقترض وتقرض العملات في سوق العملات الأوروبية، وهناك علاقة مهمة لا يمكن تجاهلها بين السوقين أي بين سوق العملات الأوروبية وسوق العملات الأجنبية وهي في الحقيقة تلك الصيغة التي عرفت فيها المصارف ألا وهي وظيفة الوساطة المالية في العملات الأجنبية بين المقرضين والمقترضين وهي السمة الأساسية التي اتسمت بها المصارف الأوروبية.

ب - كانت الأسواق الأوروبية قد سيطرت عليها أسواق النقد بالجملة. ونفذت الصفقات الكبيرة، واستثيت الصفقات الصغيرة لصغار المدخرين والمستثمرين من أعمال ونشاطات السوق الأوروبية والسبب هو حجم الصفقة، ولهذا سيطرت المصارف التجارية، وأيضاً المؤسسات الصناعية والتجارية الكبيرة ومؤسسات الاستثمار وبعض من كبار الأفراد الأثرياء، وغلب على تلك الودائع صفة ثبات الأجل.

ج - أسعار الفوائد على الودائع والقروض في السوق الأوروبية أعلى من أسعار الفوائد في العملات الوطنية.

د - الانتشار الجغرافي الواسع لزبائن السوق الأوروبية من مودعين ومقترضين وفي كل بقاع العالم، وهذا ما جعل الأموال تنتقل من مكان إلى آخر لتشكل ظاهرة لم يسبق لها مثيل من حيث الحجم وسعة الانتشار.

هـ - لقد نفذ السوق الأوروبية عمليات الوساطة المالية على المستوى العالمي بين

وحدات اقتصادية متباينة، منها الأفراد والشركات والمؤسسات ومجموعات الشركات والأعمال والدول إلى غير ذلك .

خامساً

الإدارة المالية للمصرف في البيئة الأجنبية

المصارف التي تنفذ عمليات أجنبية لا بد لها من أن تعمل وفق نظام يختلف اختلافاً كلياً عن المصارف التي تقتصر على العمليات الوطنية، ويقوم نظام العملات الأوروبية بقبول المصرف للودائع ومنحه للقروض بالعملات الأجنبية، إضافة إلى العملة الوطنية للدولة المضيفة، وعادة ما تؤخذ عمليات سوق العملات الأوروبية بوصفها السوق الدولية الأكبر في العالم من حيث حجم عملياتها والتي تحتل تعاملات الدولار فيها النسبة الأكبر.

يعد السوق الأوروبية من الأسواق غير المسيطر عليها، في حين أن العمليات بالعملة الوطنية مسيطر عليها من قبل السلطة النقدية، وعلى هذا الأساس فإذا كانت السوق الأوروبية قد هيمن عليها الدولار وتحت ما يسمى باليورو دولار، وذلك بسبب فروع مصارف الأمريكية الأجنبية العاملة في أوروبا والتي تنفذ معظم عملياتها بالدولار في دول أجنبية مضيفة خارج أمريكا. وأن إدارات المصارف ذات العمليات المصرفية الأجنبية باليورو دولار، ستعامل في حقيقة الأمر مع موجودات ومطلوبات سماتها تختلف كل الاختلاف عن تلك المصارف التي تتعامل بعملة واحدة وتظهر بميزانيتها، لكل هذا فإن الملاحظة الجديرة بالدراسة هي تلك المحفظة المصرفية التي تتشكل من موجودات اليورو دولار ومطلوباته .

1 - مطلوبات مصرف اليورو دولار

إن مصادر أموال مصرف اليورو دولار تتكون من ودائع ذات أسعار فائدة، تعد ثابتة تقريباً واستحقاقاتها محددة، وتقع استحقاقات هذه الودائع ضمن مدى زمني معين أمده غالباً يتراوح بين الأسبوع والستة أشهر، وقد تزيد عن الستة أشهر لتصل إلى خمس سنوات، وقد تصل إلى يوم واحد أو بضع يوم، وتتكون ودائع مصارف اليورو دولار غالباً من مطلوبات المصارف، والمقصود بذلك أنها ودائع لمصارف أخرى ضمن شبكة المصارف، وتتم عمليات الإيداع عبر مفاوضات مباشرة مع الفرع الأجنبي أو عبر وسيط حيث تتم كافة الترتيبات وفق شروط ومواصفات محددة .

تصنيف ودائع مصارف اليورو دولار

أ - الودائع الوقتية

إن معظم الودائع المودعة في مصارف سوق اليورو دولار عبارة عن عمليات إعادة توديع، ويعتمد السوق على مثل هذه العمليات بإعادة التوديع، ويسمح بالعمل على أساس الحاجة للسيولة ولمقابلة استحقاق المطلوبات مع استحقاق الموجودات وأن الودائع الوقتية قد تخلق مساوئ كثيرة للمودعين بسبب الاستحقاقات الثابتة والتي قد يصعب تسيلها.

ب - وثائق إيداع اليورو دولار :

إن الحاجة المستمرة للسيولة، ولحل مشكلة صعوبة التسييل فإن المصارف الدولية الكبيرة والمتوسطة الحجم قد وفرت ما يسمى بوثائق إيداع اليورو دولار، وبموجبها فقد أتيحت للمستثمرين حرية بيع تلك الوثائق قبل استحقاقاتها في سوق ثانوية. ولقد كان عامل السيولة بمثابة الحافز الأساس لتوفير تلك الوثائق بأسعار فائدة أدنى من الأسعار المحددة لودائع اليورو دولار.

ج - ودائع النقد تحت الطلب :

إضافة إلى قبول الودائع الوقتية وإصدار وثائق الإيداع، فهناك مصدر ثالث للأموال لمصارف اليورو دولار ويعرف بودائع النقد تحت الأمر أو الطلب، ويقصد بذلك إمكانية السحب من خلال تقديم إشعار قبل يوم من الموعد المحدد للسحب، وهنا يكون المودعون مستعدين للقبول بسعر فائدة أدنى بسبب أن الاحتفاظ بسيولة عالية (نقد تحت الطلب) في المصرف يعد ذو قيمة عالية لهم. وآخرون قد يحتفظون بإيداعات لمدة وجيزة وبالتالي فإنها تعد مصادر مالية جيدة ورخيصة يمكن أن يمنح جزء منها كقروض لمدة طويلة، علماً أن المصارف الأجنبية في السوق المحلية لا تستلم مبالغ كبيرة من الودائع تحت الطلب بقدر ما تستلم المصارف الأم من ودائع بالعملة المحلية.

د - ودائع الحسابات الجارية :

الحساب الجاري هو عبارة عن نقد متاح للمصارف الوطنية، وليس للمصارف في الخارج، وهذا النقد هو ودائع بالعملة الوطنية تودع من قبل الشركات الوطنية والأفراد أنفسهم.

2- موجودات مصرف اليورو دولار :

لاحظنا من العرض السابق كيف اختلفت ودائع اليورو دولار عن ودائع المصارف الأخرى، لذا فإن عمليات الإقراض أيضاً سوف تختلف في اليورو دولار عنه في المصارف الأخرى، وتتصف قروض اليورو دولار بأنها كبيرة بحجمها فهي عادة قروض بالجملة تقتترضها مصارف المفرد، وأنها تتميز بعدم ثبات أسعار فوائدها لذا فإن القروض تتم وتنفذ وفق تغيرات أسعار الفائدة، أي أن أسعار الفوائد تكون متغيرة وغير ثابتة، وأنها غالباً تستخدم للتمويل الأجنبي أي تمويل النشاطات الأجنبية.

وتختلف آماذ القروض فقد تصل آماذ بعضها إلى عشر سنوات، ومثل هذه القروض تمويل الاستثمارات الرأسمالية، ولكن غالباً ما تكون القروض في مصارف اليورو دولار أو بمعظمها ذات آماذ قصيرة وتتراوح ما بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر وبالتالي فهي قروض قصيرة الأجل. ويمسك مصرف اليورو أي المصرف الأجنبي العامل في أوروبا أو ما يسمى بسوق اليورو موجودات أخرى ومنها السندات بالعملة الأجنبية، وأن الاحتفاظ بمثل هذه الموجودات تدعم المركز المالي للمصرف وتزيد من قدرته على المضاربة.

المبحث الثاني

الشركات متعددة الجنسية

مقدمة

يتناول المبحث الشركة متعددة الجنسية بوصفها ظاهرة حديثة وتطور تمتد جذوره إلى عقود ماضية من الزمن، وهو التطور الذي قاد العالم نحو العالمية وذلك بسبب سلوك الشركات في تعدي الحدود. لقد أصبحت هذه الشركات أحد أهم قنوات التمويل الدولي ومنذ بداية عقد التسعينات في القرن الماضي، ولقد احتلت هذه الشركات أهمية كبرى على مستوى الاقتصاد العالمي لما تقوم به من دور كبير في الإنتاج العالمي والذي ينشط بدوره التجارة العالمية، ولهذا برزت العديد من المفاهيم والمضامين العلمية التي أثرت نظرية الشركة متعددة الجنسية.

يهدف هذا المبحث إلى التعريف بالشركة متعددة الجنسية بوصفها أحد أهم منافذ التمويل الدولي والتي باتت ظاهرة تشكل جزءاً من حياة الفرد في هذا العالم أينما كان فالكل يعرف سوني وجنرال اليكتريك وسيمينز... إلخ. كذلك يحاول المبحث توضيح أهمية مثل هذه الشركات وإظهار سلباتها، وتحديد بعض الجوانب التي استخدمتها الهيئات الدولية كمؤشرات عامة للتدويل وتعدي الجنسية والعولمة... إلخ.

أولاً

طبيعة الشركات متعددة الجنسية

تعد الشركات متعددة الجنسية ظاهرة حديثة، وتقترب بتدويل الإنتاج حيث الاستثمار الأجنبي وأنشطة الفروع الأجنبية وعملياتها، ولقد بدت اتجاهات متنامية على صعيد الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وازدادت أهميتها على مستوى الإنتاج العالمي، وقدر حجم المبيعات السلعية والخدماتية لفروع الشركات الأجنبية بحوالي 9,5 ترليون دولار عام 1997 وهو مستمر بنسبة زيادة كبيرة تفوق نسبة نمو

الصادرات العالمية من السلع والخدمات لنفس تلك السنة والذي بلغ 6,4 ترليون دولار، وهذا يعني أن الشركات تستخدم الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر من استخدامها للصادرات، وخاصة في مجال الخدمات. إن هذا النمو المضطرب خلال عقدي الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين قد ازدادت أهميته بشكل كبير بحيث فاق حجم الصادرات العالمية، وقدر نصيب الفرع الأجنبي الواحد من المبيعات بحوالي 20 مليون دولار في بداية عقد التسعينات ليصل إلى 100 مليون دولار في 1995⁽¹⁾.

إن التطور الكبير في العالم لظاهرة الشركات متعددة الجنسية قد وجد أشكالاً منظمة بين كل من الشركة الأم والفروع أياً كانت، وكذلك بين دولة الشركة الأم والدول المضيفة، وأشارت مساهمات حقيقية لاقتصاديات الدولة الأم والدول المضيفة بالناتج الإجمالي القومي، ورغم كل ما يقال من إيجابيات وسلبيات سنأتي على ذكرها وتقويمها لاحقاً إلا أن ما هو حاصل فعلاً أن ظاهرة تعدي الجنسية قد انتشرت لتغطي معظم دول العالم عبر فروع وشركات تابعة سواء في الدول المتقدمة أم النامية ولقد اعتمد مؤشر تعدي الجنسية Transnational Index للحكم على موقع الشركة بين باقي الشركات في العالم واستخدمت المبيعات الأجنبية كنسبة من مجموع المبيعات للشركة أولاً وكذلك الموجودات الأجنبية كنسبة من مجموع موجودات الشركة ثانياً وعدد العاملين الأجانب كنسبة من مجموع عدد العاملين في الشركة ثالثاً وأن هذه النسب الثلاث إذا ما احتسب معدلها (مجموع النسب الثلاث/3) حصلنا على مؤشر تعدي الجنسية المعتمد في تصنيف الشركات من قبل يونكتاد الأمم المتحدة، ولقد بلغ مؤشر تعدي الجنسية لبعض الشركات نسبة مرتفعة جداً فمثلاً شركة Nestle SA السويسرية الشهيرة بلغ مؤشرها 93,2% في 1998 مما يعني أن 93,2% من أنشطتها أجنبية فحجم مبيعاتها 48,3 مليار دولار منها 47 مليار دولار مبيعات أجنبية وبلغ حجم موجوداتها 37 مليار دولار منها 31 مليون دولار أجنبية وبلغ عدد العاملين فيها 225808 عاملاً منهم 219442 عاملاً أجنبياً، وحاصل ضرب هذه النسب بعضها ببعض يشكل مؤشر تعدي الجنسية للشركة المذكورة وقد بلغ 93,2 كما ذكرنا سابقاً⁽²⁾.

(1) انظر :

UNCTAD, World Investment Report 1999, United Nations.

(2) للمزيد انظر :

Grazia Letto-Gilies, Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of =

لقد هيمنت التحالفات الثلاثة الأمريكية واليابانية والأوروبية على هذه الشركات رغم أن هناك العديد من الشركات تؤول لدول متقدمة ونامية، إلا أن معظم هذه الشركات تقع في العالم المتقدم وأياً كانت هذه الشركات، فإنها تشكل هياكل وبنى تنفذ من خلالها تدفقات الاستثمار الأجنبي وتقف هناك مجموعة من المقومات والحوافز التي تدفع انتشار الاستثمار الأجنبي أياً كان نوعه وحجمه ويخضع هذا الاستثمار الأجنبي إلى تقويم شامل وفق تقنيات الاستثمار المتعارف عليها والتي سنأتي على شرحها لاحقاً.

ثانياً

حجم الشركات متعددة الجنسية

لقد ارتبط مفهوم الشركات متعددة الجنسية بالاستثمار الأجنبي بشكل عام والاستثمار الأجنبي المباشر بشكل خاص، وقبل الخوض في طبيعة العلاقة بين هذه الشركات والاستثمار الأجنبي المباشر لا بد من الوقوف على حجم هذه الشركات فقد يتصور البعض أنها الشركات الكبيرة والعلاقة هي التي تتعدى الحدود الوطنية، ولكن هذا القول غير دقيق فالشركات متعددة الجنسية قد تكون كبيرة أو متوسطة أو صغيرة، ولكن السؤال هو كيف تصنف هذه الشركات إلى كبيرة ومتوسطة وصغيرة؟ إن هذه الشركات متعددة الجنسية كبيرة كانت أم صغيرة فإنها مرتبطة أصلاً بالاستثمار الأجنبي المباشر فقد تكون الشركات الأم كبيرة وتستثمر في شركات متوسطة وصغيرة وقد تكون الشركة الأم صغيرة وتستثمر في شركات متوسطة وصغيرة في البلدان المصنعة إلا أن ما هو متفق عليه إن الشركات متعددة الجنسية قد جرى تصنيفها على أساس حجم الموجودات الأجنبية ولهذا دأبت تقارير الأمم المتحدة (يونكتاد) على استخدامه في التصنيف. ويمكن أن تصنف الشركات على أساس المبيعات الأجنبية ويمكن أيضاً أن تصنف على أساس عدد العاملين الأجانب ويمكن أن يستخدم مؤشر تعدي الجنسية في تصنيف وتركيب تلك الشركات الكبيرة سواء في الدول المتقدمة أو في الدول النامية وهذا ما دأب عليه تصنيف الأمم المتحدة في عام 1998 ففي تصنيف الشركات باستخدام الموجودات الأجنبية جاءت شركة جنرال اليكتريك بالمرتبة الأولى من حيث

= Internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations, Transnational Corporations, Vol., 7, No.1 (April 1998).

موجوداتها الأجنبية والتي بلغت 82,8 مليار دولار وأن مجموع موجودات الشركة لنفس تلك السنة 1998 بلغ 272,4 مليار دولار والتي شكلت ما نسبته 30,4% (272,4 / 82,8) من مجموع موجوداتها، أما مؤشر تعديدها الجنسية فقد بلغ 30,7 وبهذا احتلت المرتبة 83 من بين أكبر مائة شركة متعددة للقومية، في حين احتلت شركة (Seagram company) الكندية المرتبة الأولى بموجب مؤشر تعديدها الجنسية حيث بلغ 97,3% وكان حجم موجوداتها الأجنبية 18,2 مليار دولار قياساً بإجمالي موجوداتها التي بلغت 18,6 مليار دولار كنسبة تجاوزت 99% من إجمالي الموجودات، وكذلك تعرض التقارير تصنيفاً للشركات متعددة الجنسية في الدول النامية وتستخدم أيضاً نفس المؤشرات⁽¹⁾.

تأسيساً فإن معيار الحجم الكبير للشركة يمكن أن يتضح بموجب ما تعرضه تلك القوائم لتصنيف وترتيب الشركات لأكثر مائة شركة أو خمسمائة شركة وهكذا. وأياً كان حجم الشركة تبعاً لموجوداتها أو مبيعاتها أو عدد العاملين فيها فإنها تشكل قناة ومنفذاً تمر من خلاله التدفقات الاستثمارية الأجنبية المباشرة عبر العالم لتشكل صيغاً من العلاقات الجديدة بين الشركة الأم والدولة المضيفة لذلك الاستثمار الأجنبي المباشر⁽²⁾.

ثالثاً

العلاقة بين الشركة

متعدية الجنسية والفرع (الشركة التابعة)

إن مناقشة العلاقة بين الشركة متعددة الجنسية وفروعها أو (الشركات التابعة

(1) انظر:

UNCTAD, *Hand Book on Foreign Investment by Small and Medium Size Enterprises* 1998. United Nations, New York and Geneva 1998, pp.6- 15. See Also Grazia letto-Gilies, *Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of Internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations*, Transnational Corporations, Op.Cit..

(2) يتناول World Investment Report سنوياً وبالشرح المفصل الشركات متعددة الجنسية في الدول المتقدمة والنامية مع تصنيف لأكثر مائة شركة في العالم المتقدم وأكبر خمسين شركة في العالم النامي. انظر:

UNCTAD, *World Investment Report 1999*, United Nations, Op.Cit. pp.77- 114.

لها) يعني العلاقة بين الدولة الأم والدولة المضيفة. وقد كانت هذه العلاقة بين الشركة وفروعها مثار جدل وقلق الجانبين وخاصة فيما يتعلق بتحقيق الأرباح والضرائب والجوانب القانونية الأخرى والتي قد تمثل قيود على الشركة الأم أو ربما من قبل الدول المضيفة (الشركة الفرع). إلا أن العديد من تلك الأمور المثيرة للقلق والخلاف قد انتهت بحلول عقدي الثمانينات والتسعينات، وخاصة فيما يتعلق بالأرباح والضرائب إذ بدأت تطبق الاتفاقيات والتحالفات التي عقدت بين الدول لتستخدم في حل الكثير من التعقيدات وبهذا ذلت الكثير من المشاكل في هذا الخصوص. ورغم ذلك إلا أن الظاهرة المتعلقة بالشركات متعددة الجنسية والعلاقة بفروعها أو الشركات التابعة لها أو ما يطلق عليه بالاستثمار الأجنبي المباشر، بقيت مثار جدل ونقاش وحديث ساخن في قطاع الأعمال والاقتصاد. فإذا كانت الشركات الأجنبية قادرة على سحب أرباحها من الدول المضيفة لها من خلال صفقات بين الشركة الفرع والأم وبأسعار مصطنعة وأن المنافع التي يمكن أن تحقق للدول المضيفة هي بانخفاض مستمر، فإن الشركة الأم أيضاً يمكن أن تنخفض منافعها بسبب الضرائب المزدوجة التي تحمل عليها لا بل وأن بعض الدول وخاصة النامية منها تفرض ضرائب أكبر بكثير مما تفرضه الدولة الأم.

إن طبيعة العلاقة المعقدة بين الشركة الأم وفروعها أو استثماراتها الأجنبية المباشرة قد أدت إلى النزوع نحو الأسعار التحويلية transfer pricing مثل تلك العلاقات قد تضمن قروضاً من الأم إلى فروعها وتعاقداً لخبرات إدارية وترتيبات تكنولوجية وفنية ومستلزمات لمواد أولية ومبيعات لمنتجات من وإلى الأم أو بين الفروع وبعضها. ولهذا فإن المآزق الحقيقي لأنشطة الشركة متعددة الجنسية بشكلها العالمي بما فيها من دول وسلطات ضريبية وطنية كل ذلك يمكن أن يكون مثار جدل ونقاش ولا زالت القواعد المحاسبية بعيدة كل البعد عن حسم كثير من المشاكل في هذا الاتجاه.

أ - البناء النظري للشركة متعددة الجنسية :

يعود البناء النظري للشركة متعددة الجنسية كهيكل منظم لتدفق الاستثمارات الأجنبية إلى سنة 1958 حيث صدر كتاب جون داونغ John Dunning والخاص بتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى بريطانيا وتركز هدفه في تحديد حجم تلك الاستثمارات وقياس آثارها على الاقتصاد البريطاني. لقد جاءت الدراسة في إطار كلي بعيداً عن الاعتبارات الجزئية، وهي

في الحقيقة الدراسة الأولى التي حاولت تقييم مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في اقتصاد مضيف . كذلك فإن الباحث زار حوالي (115) فرعاً أمريكياً في الخارج ، فضلاً عن (45) شركة أمريكية بريطانية مشتركة علماً أن (45) شركة أخرى وفرت معلومات بريدية وأن (40) شركة من العينة لم تتعاون فكان الرقم النهائي الخاضع للدراسة (205) شركة ، وبعد مراجعة تاريخية لتطور ونمو الاستثمار الأجنبي المباشر الأمريكي إلى بريطانيا والذي كان قد بدأ منذ سنة 1852 من قبل شركة Colt وسنة 1867 من قبل شركة Singer فقد عرض الباحث لأهمية ذلك في الخمسينات من القرن العشرين وطرح أهم السمات في ذلك وهو الموقع الجغرافي والحجم ونمط الملكية والإدارة المالية والهيكل الإداري وناقش أيضاً موضوع نقل التكنولوجيا من البلد الأم أمريكا إلى فروعها في بريطانيا ، ولقد اهتم Dunning بتحديد الآثار الكلية للاستثمار الأجنبي المباشر على السياسة الاقتصادية العامة ومضامينها ، وتناول في القسم الثاني من كتابه مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية لبريطانيا وحدد الطريقة التي أثرت فيها أمريكا في الاقتصاد البريطاني وخاصة في دعم القدرات التنافسية والبحث والتطوير والخبرات الصناعية والإدارية والزبائن وكفاءة الاقتصاد . . . إلخ ، وتناول أيضاً العلاقة بين فروع الشركات الصناعية الأمريكية متعددة الجنسية والاقتصاد المضيف بريطانيا ومناقشة الآثار على سياسة الإنتاج وخلص إلى كيفية تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر الأمريكي على الاقتصاد البريطاني⁽¹⁾ .

إن ما يدعم نظرية الشركة متعددة الجنسية في أعمال Dunning التي استمرت طيلة أربعين سنة لحين صدور كتابه الأخير في عام 1998 وبنفس الاتجاه⁽²⁾ ، إن معظم أعماله قد تركزت في الإطار الكلي ولم تدخل إلى طبيعة الشركة ونمطها وهذا ما ميز أعماله عن غيره وخاصة أعمال Vernon . إذ كان الأخير أكثر اهتماماً بالجزء (الشركة) وابتدأت نظريته بدورة حياة المنتج من خلال دراسة تاريخية للاستثمار الأجنبي المباشر الأمريكي ، وكان تركيزه المعرفي على المتغيرات

(1) انظر :

John H. Dunning, **Forty years on: Investment in British Manufacturing Industry Rein-vested**, Transnational Corporations, Vol.8, No.2 (August 1999).

(2) الكتاب المقصود والذي نشر عام 1998 هو :

John H. Dunning, **American Investment in British Manufacturing Industry**, Second Edition, 1998.

المستقلة وهي الموقع وتوقيت الإيداع كعاملين رئيسيين قادا الشركات متعددة الجنسية، ورسخت أرضيتها الوطنية في تطوير منتجات جديدة وخلال الزمن فقد أنتجت هذه المنتجات في الخارج عبر فروع تلك الشركات الأمريكية وعبر الحدود وخاصة في كندا وأوروبا، وبنهاية دورة حياة المنتج لينتهي الإنتاج في تلك الدول. لقد ركزت الشركة على الميزة التكنولوجية بعد أن انتهى الطلب على المنتج في أغلب المناطق من العالم ولهذا ذهبت بتبني استراتيجية الكلفة الأقل للدخول في أسواق المنافسة، ورغم كل العناصر التي تميز بها السوق الأمريكي إلا أن تخطي الحدود كان بدوره سبباً مباشراً في خفض الكلف وخاصة ما يتعلق بالاتصال والنقل، واحتفظت الشركات ذاتها بحصص سوقية عالمية للمنتجات الأمريكية⁽¹⁾.

إن أعمال Dunning و Vernon المبكرة اتخذت مدخلاً اقتصادياً في تحليل طبيعة الأعمال الدولية، ولغاية عقد السبعينات كانت نظرية الشركة متعددة الجنسية هي نفسها نظرية الأعمال الدولية، إلا أن Rugman استطاع أن يضع الخطوط العامة لنظرية الشركة الدولية على أساس كلفة المعاملة Transaction Cost القائم على مدخل التدويل مما أعطى زخماً علمياً للنظرية القائمة على إدارة الشركة المستندة على تعدي الحدود وكان هذا بداية لتأطير علمي ونظري لسلوك الشركة الدولي والقائم على نظام عالمي شامل، وقد أضافت أعماله الأخيرة جدلية كبيرة حول قدرة المدخل الاقتصادي في تفسير ظاهرة تعدي الجنسية واتهم هذا المدخل بضيق الأفق في تفسير الأعمال الدولية⁽²⁾.

إن تركيزاً شديداً على الشركة متعددة الجنسية سواء في التحليل أو التفسير قائم على دراسة الشركة متعددة الجنسية كوحدة مؤسسية ضمن بيئة عالمية وكان التساؤل كيف تعمل تلك الشركة ولماذا؟ إن تفاعلات الإدارة مع البيئة الداخلية للشركة متعددة الجنسية ومع البيئة الخارجية يستند إلى نظرية الشركة متعددة الجنسية

(1) من أهم أعمال Vernon :

Vernon Raymond, *The Multinational Spread of U.S. Enterprises*, New York, 1971.

Vernon Raymond, International investment and international trade in the product cycle, *Quarterly Journal of Economics* LXXX, 2 May, pp.190- 207.

وأعمال كثيرة أخرى.

(2) للمزيد عن أعمال Rugman انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgett, *International Business*, McGRAW-Hill, 1995.

إضافة إلى أعمال كثيرة أخرى عن شركات الأعمال الدولية.

والتي استخدمت التطبيقات الاقتصادية من قبل مدراءها، وكذلك العلوم السياسية والاجتماعية والسيكولوجية والبحوث العملياتية كل هذا ساعد في توضيح وتفسير مضمون الظاهرة متعددة الجنسية من وجهة النظر السياسية والاجتماعية ضمن النشاط المدول . لقد استطاعت الأعمال العلمية الأخيرة بناء نظرية إدارية تستند على نظرية التدويل في تفسير الشركة متعددة الجنسية والأكثر من هذا بدت هناك رؤى متعددة شكلت بمجملها مدخلاً في تفسير الأعمال الدولية ككل وظهرت الإدارة المالية الدولية كأحد الأوجه المتعددة تلك .

لقد استطاعت الأعمال العلمية المبكرة ومنذ أكثر من أربعين سنة توضيح ظاهرة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة الأمريكية إلى الخارج ضمن إطار الشركة متعددة الجنسية وجاءت أعمال أخرى مثل أعمال Rugman فاستندت بشكل كبير على نظرية التدويل في توضيح الشركة متعددة الجنسية الأوروبية واليابانية، إلا أن المساهمة الثرة والإضافة العلمية الحقيقية كانت منطلقة من تفسير سلوك الشركة متعددة الجنسية في تخطي الحدود والتدويل وهذا بالتأكيد يعود لسلسلة من الأعمال العلمية ابتدأت كما ذكرنا بـ Dunning، Rugman و Vernon ولا زالت مستمرة لحد الآن .

ب - مضمون نظرية متعددة الجنسية :

تستند نظرية الشركة متعددة الجنسية على نظرية التدويل أولاً، ونظرية الشركة ثانياً، فلقد اعتمدت نظرية التدويل كاختبارات ونتائج علمية للشركة على عدد كبير من العوامل والمؤثرات ومحور ذلك تحقيق ثلاث ميزات رئيسية :

ميزة الملكية لحقوق معينة وموجودات غير ملموسة .

ميزة سوقية وضمن حوافز التدويل ومحوره الخروج من السوق الفاشلة إلى سوق ناجحة .

ميزة موقعية تحقق منافع من تباينات الموارد الطبيعية وكلف النقل والعوامل الثقافية المختلفة والإجراءات الحكومية .

إن هذه الميزات الثلاث استطاعت أن تحقق التمايز والتباين والقياس بين ميزة خاصة بشركة وميزة خاصة بدولة، مما يعني عائداً وأداء للشركة متعددة الجنسية تحت ظروف مختلفة وضمن ضوابط وشروط دولية متعددة . لقد ساهمت كل تلك

الميزات في بلورة نظرية التدويل وأدت بالنتيجة إلى ظاهرة العولمة⁽¹⁾.

رابعاً

مفهوم الشركة متعددة الجنسية

لقد استطاعت الشركة متعددة الجنسية أن تمتد في العالمين المتقدم والنامي وتنمو وتستمر عبر أكثر من دولة وباتت قوة اقتصادية مؤثرة في بيئتها وهو العالم، واتخذت مظاهر متعددة لم تكن تألفها المجتمعات سابقاً واتسقت أهدافها مع الأهداف الوطنية للدولة الأم، وتعاقبت مظاهرها وأشكالها فاكستبت عناوين مختلفة تخطي الحدود Cross border، أو تعدي الحدود الوطنية لدول أجنبية أطلق عليها اسم الدول المضيفة Host Countries وقد باتت هذه الشركة متعددة الجنسية هيكلاً منظماً يسود عالم اليوم وامتدت الشركة الواحدة عبر عشرات الدول وشكلت منظومات داخل الهيكل الأم وعكست تطورات مالية ونقدية واقتصادية وتكنولوجية بحيث استطاعت هذه الشركات إعادة خريطة العالم الاقتصادية فشكلت شركات وتحالفات واتحادات بين الدول وبدت تلك الخريطة متداخلة ومعقدة سواء على مستوى الشركات مع بعضها أم على مستوى الدول الأم أو الدول المضيفة. ولقد أدركت إدارة الشركة ديناميكية بيئتها مما دفعها باتجاه فهم المنافسة وتعدد المنافسين في السوق والبحث عن الأسواق الجديدة والكفاءة، كل ذلك قاد إلى تغير جذري في الفكر الإداري والمنظمي باعتماد الإدارة الاستراتيجية لمواجهة التحديات والتهديدات واقتناص الفرص المتاحة.

خامساً

أسباب نشوء الشركة متعددة الجنسية⁽²⁾

لقد كانت هناك أسباب كثيرة تقف وراء نشوء الشركة متعددة الجنسية، ويمكن تلخيصها بالآتي:

(1) تناول تقرير الاستثمار العالمي لسنة 1999 بالشرح المفصل الميزات الثلاث، انظر: UNCTAD, World Investment Report 1999, United Nations, Op.Cit.

(2) انظر:

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgett, International Business, Op.Cit. pp.40 -41.

1 - واجهت الشركة على مدى تاريخها الطويل حالات من الخطر والتهديد بفعل العوامل والدورات الاقتصادية والتحويلات غير المتوقعة فكانت بمثابة تحديات لها فضلاً عما كانت تضعه الحكومات من ضوابط وقيود على تلك الشركات وتوزيع أنشطتها على مجموعة من الدول لتفادي تلك الأخطار واستغلال الاختلاف في المعالجات الحكومية هنا وهناك فكان التنويع المدول وهو أحد أشكال تقليل الخطر والسيطرة على حالات عدم التأكد.

2 - تنامي الأسواق العالمية للسلع والخدمات المنتجة من شركات الأعمال وكان ذلك بفضل إنتاجها الكبير واتساع نطاق أسواقها مما دفعها إلى الاعتماد [على] الدخول في أسواق دول أخرى وضعتها كأهداف لتحقيق أنشطتها وضمها بالنتيجة إلى حصتها السوقية. مثال ذلك ما حصل للشركات الأوروبية تجاه سوق الولايات المتحدة الأمريكية كهدف لها لما تتمتع به هذه الدول الكبيرة من كثافة سكانية ودخل عالي ونمو مستمر فاندفعت بالمقابل الشركات الأمريكية لاعتماد أسواق أوروبا وآسيا كأسواق مستقبلية وبمشابهة أهداف استراتيجية كبيرة وخاصة اليابان وما يمكن أن تحققه من منافع للشركات الأمريكية. لقد قادت كل تلك التوجهات الاستراتيجية الشركات لتعدي الجنسية والحدود والاستجابة التنافسية للبيئة المدولة ولحماية حصصها السوقية وتوسعاتها تلك وانخرطت معظم تلك الشركات تحت لواء استراتيجية متابعة المنافس «Follow the Competitor» وانساقَت إلى منافسة المنافس في عقر داره وهيكلت العمليات في أوطان الشركات المنافسة ولتحقيق هدفين اثنين، الأول: مباغتة المنافس وأخذ المبادرة منه، والهدف الثاني: مزاحمة أسواق الشركات الأم وخلق استجابة مشابهة، وفعلاً استطاعت الشركات الكبيرة أن تحقق أهدافها واستراتيجياتها وتسهم مساهمة كبيرة في زيادة ودعم قدراتها التنافسية ومقاومتها للظروف الصعبة والتهديدات.

3 - إن سعي الشركات الاقتصادية لأن تكون شركات متعددة للقومية واقتحام الأسواق قادها لأن تكون قريبة من المستهلك الأجنبي والموارد البشرية الأجنبية مما يعني محاولة خفض الكلف وتحقيق الكفاءة وزيادة القدرة التنافسية.

4 - لقد واجه توسع الشركات في أعمالها جدراناً عالية ومواقع صعبة الاجتياز تمثلت في التعرفة الجمركية ويات تخطي الحدود في عمليات التصدير أمراً صعباً وبدأت تنشأ التكتلات الاقتصادية الدولية مثل المجموعة الأوروبية

والمجموعة الأمريكية والمجموعة الآسيوية بهدف دعم تلك الشركات ضمن مجموعة الدول المتكتلة فكان لذلك آثاراً إيجابية ومساهمة فاعلة في تخطي الحدود ذات أهمية بالغة في تحرير الأسواق وانطلاق الشركات الوطنية لتتعدى القوميات .

5- كان على شركات الأعمال أن تجابه تحديات التطور التكنولوجي المتسارع والخبرات المتطورة وذلك بالدخول مباشرة بالتصنيع دون السماح للشركات المنافسة بالدخول في ذلك، مما أدى بهذه الشركات إلى ضرورة اقتحام الأسواق والتقرب من مصادر التكنولوجيا الحقيقية والخبرات الكثيرة والمتطورة بشكل مباشر واستطاعت بذلك أن تدعم قدراتها التنافسية .

سادساً

تعريف الشركة متعددة الجنسية⁽¹⁾

وبعد كل التفاصيل السابقة الذكر يصبح من السهل جداً التعريف بالشركة متعددة الجنسية والتي سبق أن تحدثنا عنها وعرفناها في الفصل الأول وضمن المبحث الرابع حيث تم تعريفها بأنها الشركة التي تتسم بالتكامل الشبكي، حيث تتوازن الكفاءة مع الاستجابة المحلية للحصول على تنافسية عالية وعالمية ومرونة تنظيمية وقدرة عالية على التعلم والإبداع. وتعد الشركة متعددة الجنسية بأنها تطور طبيعي حصل عبر عقود من السنين ليصل إلى ما وصلت إليه الشركات اليوم من صيغة عالمية متطورة تفوق حركة الإنتاج والتجارة العالميين، أما عن المصطلح المستخدم وهو الشركة متعددة الجنسية فهو ترجمة حرفية للمصطلح الوارد في اللغة الإنكليزية Transnational Corporation إذ أن تعريب مصطلح Corporation بالشركة فإن تعريب Transnational هو متعددة الجنسية، وهناك من يقول: إن تعريب National هو الجنسية وليس القومية، ذلك أن الجنسية تعد تعبيراً قوطياً، أما القومية فهي تعبير أشمل من البعد القوطي، ذلك أنه يمثل بعداً قد يشمل العديد

(1) للمزيد عن تعريف الشركة متعددة الجنسية انظر:

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgett, **International Business**, Op.Cit. p.4.

انظر أيضاً

Barbara Parker, **Globalization and Business Practice**, SAGA Publications, 1998, p.54.

Robin John, **Global Business Strategy**, International Thomson Business Press, 1997, P.2.

من الدول، وبالتالي فإن المشكلة لا تعد أن تكون مسألة لفظية ليس إلا! وبالتالي فقد لا يكون هناك فرق يذكر بين القول الشركة متعددة الجنسية أو الشركة متعددة القومية وسوف يستخدم مصطلح الجنسية في هذا الكتاب، تجنباً للخلط وسوء الفهم.

تعد الشركة متعددة الجنسية أو القومية تطوراً لمرحلة سابقة لها أطلق عليها بالشركة متعددة الجنسية، وهنا الاختلاف يكمن بين المفهوم المتعدد والمفهوم المتعدي، ذلك أن شركة متعددة الجنسيات Multinational قد تتخذ من الصيغ القانونية الكثيرة مدخلاً لها في توسيع أنشطتها، ولكن مفهوم تخطي الحدود Cross Borders أو ما يسمى بتعدي الحدود Transnational يأخذ صيغاً أوسع من التعدد، لقد عاشت الشركة متعددة الجنسيات في زمن كانت الحدود والموانع كبيرة بين الدول ولكن الشركة متعددة الجنسية أو الجنسية تعيش الآن في زمن زوال الحدود والموانع بفعل الاتحادات والشراكات والتحالفات والتكاملات إلى غير ذلك من السمات التي يتسم بها عالم اليوم والتي أصبحت أمراً لا مفر منه للدول، وقد كان هذا أيضاً بفعل ودور الشركات الذي مارسه طيلة عقود من الزمن والسعي لتوسيع رقعة المنافسة والسوق.

عندما ناقشت الأعمال الأكاديمية الأولى لـ Dunning و Vernon و Rugman ظاهرة متعددة الجنسية وما لاحقها من ظواهر ركزت على حركة الاستثمار حصراً كان الاهتمام ينصب على سؤال مفاده لماذا كان هناك تدفق استثماري نحو بريطانيا؟ والذي يمتد عمره إلى منتصف القرن التاسع عشر؟ وما هي المنافع المتحققة للولايات المتحدة كبلد أم مصدر لتلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة وما هي المنافع المتحققة لبريطانيا كدولة مضيضة لذلك الاستثمار؟ وأياً كانت الأسباب والنتائج فإن ذلك الاستثمار كان يبحث عن ميزة تنافسية معينة إن كانت في الموقع أو الملكية أو الموارد... إلخ. ولقد كانت بريطانيا هي الدولة الثانية بعد كندا من حيث الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلا أنها استطاعت أن تتفوق لتصبح الدولة الأولى حيث بلغت نسبة الاستثمارات الأجنبية فيها من حجم الاستثمار الأجنبي المباشر 57,5٪ في عام 1955 وبذلك أصبحت الدولة المضيفة الأولى للاستثمارات الأجنبية المباشرة الأمريكية، ولقد أصبحت بريطانيا بمثابة الجسر لعبور الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى أوروبا ودول الكومنولث وكذلك لعبور الصادرات الخاصة بالشركات الأمريكية في بريطانيا إلى بقية أنحاء العالم، وكذلك الحال بالنسبة لتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى أمريكا، فقد ازدادت

وبشكل كبير ولتصل نسبتها من حجم التدفقات الداخلة لتلك الاستثمارات 20,9% من مجموع الاستثمار الأجنبي الداخل إلى أمريكا في سنة 1997، بينما بلغ التدفق الخارج للاستثمار الأجنبي المباشر 25,6% من مجموع التدفقات الخارجة للاستثمارات الأجنبية⁽¹⁾.

لقد ازداد تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وبشكل كبير خلال الأربعين سنة الماضية وأخذت التدفقات الاستثمارية الأجنبية المباشرة صيغة التدفق الداخل والتدفق الخارج وهي عبارة عن تدفقات من الدول الأم إلى الدول المضيفة، وتسيطر الدول المتقدمة على 68% من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل وعلى 90,2% من التدفقات الخارجة في نفس تلك السنة، فيما بلغ التدفق الداخل للدول النامية 30,2% من حجم التدفق الداخل العالمي و9,7% من حجم التدفق الخارج العالمي بموجب إحصائيات سنة 1997. ويمكن أن تتوزع هذه التدفقات للاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة والخارجة على الدول فتكون الدولة من الدول الأم إذا كانت مصدراً لتلك الاستثمارات وتكون الدولة مضيفة إذا استقطبت التدفقات الداخلة، وتحكم هذه التدفقات للاستثمارات الأجنبية المباشرة عوامل كثيرة أهمها الإدارة الاستراتيجية التي تتمتع بها إدارات تلك الشركات متعددة الجنسية أيّاً كان حجمها صغيرة أو متوسطة أو كبيرة، وقد يستلزم الأمر نقل الخبرات الإدارية أو العاملين أو الأموال أو المعلومات.

إن القنوات التي تمر من خلالها تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر هي الشركات متعددة الجنسية وتتخطى هذه الشركات الحدود الوطنية لتدخل في تأسيس مشاريع أو مشاركات أو تملك... إلخ وبصيغ كثيرة متعارف عليها مضمونها تملك موجودات ثابتة في الدولة المضيفة تشرف عليها وتديرها مباشرة الشركة الأم ومن منظور علاقاتها مع الشركة التابعة في الدولة المضيفة، ويعرض الجدول (2 - 1) عدد الشركات متعددة الجنسية الأم في العالم.

(1) انظر: سرمد كوكب الجميل، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية التحديات والخيارات، دراسة مقدمة لمركز الدراسات الاقتصادية في جامعة الموصل والتي ستشر ضمن ملف دراسات معاصرة في نهاية عام 2001.

الجدول (2 - 1)

عدد الشركات الأم والفروع الأجنبية ومناطقها

الدولة	السنة	عدد الشركات الأم	عدد الفروع أو الشركات التابعة
الدول المتقدمة		49806	94623
أوروبا الغربية		39415	62226
الاتحاد الأوروبي		33939	53373
النمسا	1996	897	2362
بلجيكا	1997	988	1504
الدانمارك	1998	9356	2035
فنلندا	1997	1963	1200
فرنسا	1996	2078	9351
ألمانيا	1996	7569	11445
اليونان	1991	-	798
إيرلندا	1994	39	1040
إيطاليا	1995	966	1630
هولندا	1993	1608	2259
البرتغال	1997	1350	5809
إسبانيا	1998	857	7465
السويد	1998	5183	3950
بريطانيا	1997	1085	2525
دول أوروبا الغربية الأخرى		5476	8858
إيسلندا	1998	70	79
النرويج	1997	900	3000

الدولة	السنة	عدد الشركات الأم	عدد الفروع أو الشركات التابعة
سويسرا	1995	4506	5774
اليابان	1998	4334	3321
الولايات المتحدة	1996	3382	18711
دول متقدمة أخرى		2675	10365
أستراليا	1998	596	2550
كندا	1997	1722	5462
نيوزلندة	1998	217	1106
جنوب أفريقيا	1997	140	2147
الدول النامية		9246	238906
أفريقيا		43	429
أنثيوبيا	1998	-	21
مالي	1999	3	33
زامبيا	1997	2	175
زيمبابوي	1998	8	36
أمريكا اللاتينية ودول الكاريبي		2594	26577
بوليفيا	1996	-	257
البرازيل	1998	1225	8050
شيلي	1998	478	3173
كولومبيا	1998	877	4468
السلفادور	1990	-	225
غواتيمالا	1985	-	287
كويانا	1998	4	56

الدولة	السنة	عدد الشركات الأم	عدد الفروع أو الشركات التابعة
جامايكا	1997	-	156
المكسيك	1993	-	8420
برغواي	1995	-	109
بيرو	1997	10	1183
أورغواي	1997	-	123
جنوب شرق آسيا		6067	206148
بنغلاديش	1997	143	288
الصين	1997	379	145000
هونغ كونغ	1998	500	5312
الهند	1995	187	1416
أندونيسيا	1995	313	3472
كوريا	1998	4488	5137
ماليزيا	1998	-	3787
منغوليا	1998	-	1100
باكستان	1993	57	758
الفلبين	1995	-	14802
سنغافورة	1995	-	18154
سيرلانكا	1995	-	139
تايوان	1990	-	5733
غرب آسيا		449	1948
عمان	1995	92	351
السعودية	1989	-	1461

الدولة	السنة	عدد الشركات الأم	عدد الفروع أو الشركات التابعة
تركيا	1995	357	136
كازاخستان	1997	9	1041
دول الباسفيك		84	2763
دول أوروبا الشرقية		850	174710
ألبانيا	1998	-	1239
أرمينيا	1998	-	157
بروسيا	1994	-	393
بلغاريا	1994	26	918
كرواتيا	1997	70	353
أستونيا	1999	-	3066
هنغاريا	1998	-	28772
لتوانيا	1998	16	1778
بولندا	1998	58	35840
رومانيا	1998	20	9195
روسيا الاتحادية	1994	-	7793
سلوفاكيا	1997	-	5560
سلوفينيا	1997	-	1195
أوكرانيا	1998	-	7066
مجموع العالم		59902	508239

Source: United Nations, World Investment Report,, p.5-6.

سابعاً

التداخل المالي بين الشركات وبين الدول والتوازنات المنفعية

إن الشركة متعددة الجنسية يكون مركزها في البلد الأم ويكون لها موجودات في بلدان مضيضة يطلق عليها بالاستثمارات الأجنبية المباشرة وتنشأ عن تلك الاستثمارات الأجنبية مبيعات يطلق عليها بالمبيعات الأجنبية، وتشغل تلك الاستثمارات قوى عاملة من البلد المضيف يطلق عليها بالقوى العاملة الأجنبية. إن الشركة التي توجه استثماراتها نحو بلد مضيف فتؤسس فيه فروعاً أو شركات تابعة من خلال تملك أو اندماج أو أي صيغة من الصيغ المتعارف عليها فإن الدولة المضيفة بالمقابل توجه شركاتها أيضاً واستثماراتها نحو تلك الدولة الأخرى لتكون دولة مضيضة، ولهذا فإن الدولة الأم سوف تكون تارة دولة مضيضة والدولة المضيفة سوف تكون دولة أم تارة ثانية، وتدفع الاستثمارات نحو الدولة المضيفة يطلق عليه بالاستثمار الأجنبي المباشر (التدفق الخارجي) والاستثمار الأجنبي المباشر الداخل يطلق عليه (التدفق الداخلي)، كل ذلك يتم عبر الشركة متعددة القوميات، وبالتالي تنشأ حالة من التداخلات المالية الاستثمارية والتمويلية تحكمها قوانين ونظم معينة للدولة الأم والدولة المضيفة وتحاول الدول جاهدة تخفيف القيود والإجراءات قدر المستطاع لتسهيل تلك التدفقات الاستثمارية.

إن اختراق الشركة متعددة الجنسية للدولة المضيفة وبشكل متبادل مع الدولة الأم وعبر تلك التدفقات الاستثمارية الداخلة والخارجة سوف يخلق حالة من التوازن المنفعي بين الدول أياً كانت نامية أم متقدمة وفي الوقت الذي تجد الدولة المضيفة فيه أن ذلك الاستثمار الأجنبي المباشر ليس في صالحها فإن لها الحق لرفضه وفق الاتفاقات والقواعد والأعراف، ولهذا بدأت الدول بمحاولة إرساء دعائم هذه العملية عبر اتفاقيات ثنائية أو تحالفات إقليمية أو شراكات أو اتحادات واختلقت الصيغ في تشكيل الثلاثي الاتحاد الأمريكي نافتا والأوروبي وآسيان وتعمل الدول جاهدة على تحقيق هذه المعادلة بمحاولة استقطاب الاستثمارات الأجنبية والاستفادة من منافعها⁽¹⁾.

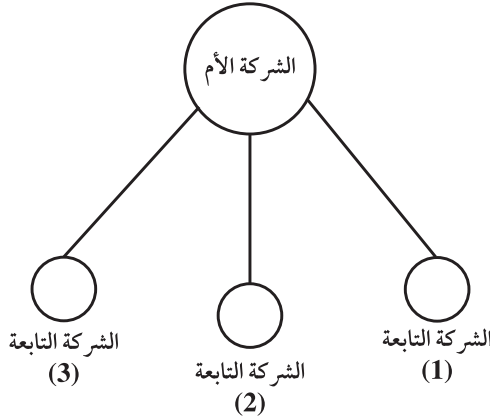
(1) انظر:

ثامناً

تنظيمات وهياكل الشركة متعددة الجنسية

لقد استطاعت الشركة متعددة الجنسية تبني استراتيجيات أدت بالنتيجة إلى عولمة أنشطتها الاستثمارية وكان من نتائج ذلك ظهور ما يسمى بالعولمة، ولكن في نفس الوقت فإن تلك الشركات استطاعت أيضاً أن تتكيف وتعيد تنظيم نفسها وفق المستجدات والأحداث والبيئة العالمية التي خلقتها لها.

إن التطورات التنظيمية والتي امتدت من أبسط شكل تقليدي وهو التنظيم الهرمي حيث تقف الشركة الأم على رأس الهرم في القمة وتتوزع الفروع الأجنبية في الدول المضيفة لتشكل علاقات ثنائية بين الأم والفروع، الشكل (2 - 1).

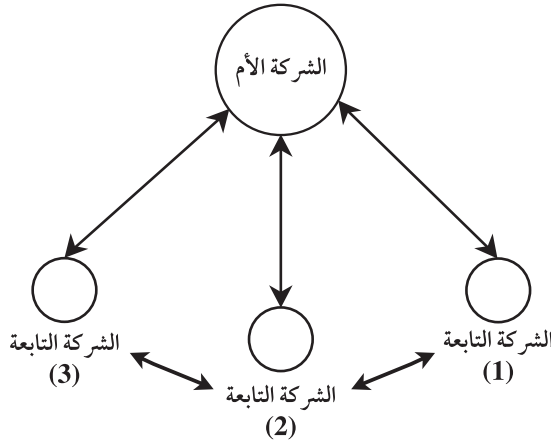


الشكل (2 - 1)

التنظيم الهرمي للشركة الدولية

ويعد هذا الشكل أبسط النماذج التنظيمية للشركة متعددة الجنسية. وقد ازدادت التعقيدات بزيادة العامل التكنولوجي من اتصالات ومعلومات وتطورات تجارية أخرى والتي أدت إلى زيادة المنافسات الدولية والبحث عن الكفاءة وخفض الكلف فاستطاعت الشركات متعددة الجنسية إعادة تنظيماتها من جديد لتبدو أكثر تعقيداً من ذي قبل وخاصة بعد أن وجدت تلك الشركات بالاندماج والتملك طرقاً جديدة لها وكذلك الدخول في مضاربات عبر الحدود فكانت النتيجة الطبيعية لذلك هو شبكات عالمية للشركة أو شبكات إقليمية لها تحكمها علاقات وارتباطات كبيرة جداً بين الشركة التابعة في الدولة المضيفة والمركز الرئيسي في الدولة الأم وضمن نظام الشركة ككل، وبدأت تلك التنظيمات المعقدة تنعكس بحكم تداخلاتها على

الدول وعلاقاتها وضمن نظام الشركة لتشكيل علاقات الشركة الأم في الدولة الأم مع فروعها والشركات التابعة لها في الدول المضيفة، وكذلك علاقات الفروع والشركات التابعة في الدول المضيفة مع بعضها ضمن نظام شبكي متبادل، الشكل (2 - 2).



الشكل (2 - 2)

التنظيم الشبكي للشركة الدولية

إن بناء هذه الشبكات الإقليمية والعالمية بعلاقاتها المتعددة استطاعت التأثير وعبر تلك الهيكلية على القوانين والإجراءات المتعلقة بعمليات الشركة متعددة الجنسية في الدولة المضيفة، فمن جهة استطاعت توزيع أنشطتها على عدة دول مما يعني خسارة على المستوى الوطني بسبب تحويل الإنتاج من مكان إلى آخر أي من البلد الأم إلى الدولة المضيفة، كذلك فإن الشركة متعددة الجنسية استطاعت منع الآثار السلبية من خلال إعادة مواقع الأنشطة الإنتاجية في دول مضيفة أخرى، ومن جانب آخر إن إجراءات الدولة المضيفة لم ينحصر تأثيرها على الفرع في تلك الدولة، بل امتد ليشمل الشركة الأم فضلاً عن باقي الفروع والشركات التابعة في الدول المضيفة الأخرى⁽¹⁾.

القواعد المنظمة للعلاقات الشبكية :

لقد خضعت العلاقات بين الفروع والشركات التابعة والشركة الأم للمزيد من الإجراءات القانونية وإعادة هيكلة الإجراءات وفق صيغة الحماية للمستثمر الأجنبي

(1) للمزيد أنظر :

وفي نهاية 1997 كان هناك بحدود 1600 اتفاقية قد نظمت ووقعت في العالم بأسره ضمت 169 دولة هذه الاتفاقيات هي أساساً لحماية فروع الشركة الأجنبية في الدول المضيفة وفق ضمانات وطنية وكذلك ما يتعلق بالقيود على نقل رأس المال وتحويلاتته وخسائر الحوادث والحروب وعمليات التخريب والإرهاب وفق ضمانات وتعهدات وتعاقبات مع المستثمر الأجنبي، وضمت أيضاً تلك الاتفاقيات قواعد للتعويض، إذ اتخذت تلك الاتفاقيات مجالات وحدود عالمية وإقليمية ووطنية واستندت على طبيعة الأذى الذي يصيب الفرع أو الشركة التابعة أو الشركة الأم وفيما إذا كانت تلك الخسائر والمعوقات مباشرة أو غير مباشرة، والأهم من كل ذلك أن تلك الشركات قد باتت سمة طبيعية من سمات الحياة الاقتصادية المعاصرة. لذا فإن أية أذية أو ضرر يلحق بالشركة إنما هي أذية وضرر متخطي للحدود ضاربة بالتعهدات والاتفاقيات لا بد أن تخضع إلى تعويضات لها باستثناء الأضرار الطبيعية أو البيئية. إن كل هذا في حقيقة الأمر يعد ذو أهمية كبيرة في حماية الممتلكات الأجنبية في الدول المضيفة لها وتحفظ الدول المتقدمة بسجل حافل وعريق عن تاريخ الشعوب والمجتمعات والدول والحكومات التي استطاعت أن تؤذي تلك الممتلكات وغالباً ما يستشهدون بها عند مناقشتهم لمثل هذه الحالات.

وببقى السؤال حول موقف القانون الدولي تجاه طلب تعويض الشركة من الدولة المضيفة التي قد تلحق أذى وضرر متخطي للحدود عبر فروعها؟ وإذا كان الاهتمام منصباً بشكل كبير على ممتلكات الشركة الأم ترى ماذا عن موقف القانون الدولي حول الأذى والضرر الذي يصيب الدولة المضيفة من خلال الشركة وفروعها العاملة؟

إنها مسألة متبادلة وربما تدخل فيها القوانين الدولية والبيئية وإن هناك علاقات مباشرة وغير مباشرة بين الدولة المضيفة والشركة الأم عبر الفروع أو الشركات التابعة وربما قد تكون المسألة علاقة تربط مجموعة إقليمية من الدول بشركة أم وفروعها وتتداخل الأسباب والنتائج، ولهذا قد يصعب وضع قواعد قانونية تفصيلية توضح الحدود للدولة المضيفة والدولة الأم، وكذلك للشركة الأم وفروعها والشركات التابعة لها وعلاقاتهم المتداخلة، ولكن تبقى الجهود مستمرة من قبل المنظمات الدولية لإرساء دعائم وقواعد لمثل هذه التعاملات.

تاسعاً

نظرية التدويل⁽¹⁾

إن تنامي عمليات تدويل النظم الاقتصادية يعد محورياً من أهم المحاور التي تتناولها الآن الأدبيات الاقتصادية والمالية، وقد وصفت الشركات متعددة الجنسية بأنها الهياكل المسؤولة عن عمليات التدويل وتخيطي الحدود لتتكامل مع الاقتصاديات الحديثة وليس هناك طريقة محددة لقياس درجة تدويل شركة معينة أو صناعة ما أو دولة ما، إذ تعتمد كلها على أنماط وأوجه التدويل المعتمد ومتغيراته الخاصة بأنماطه وأوجهه. ولقد حاول العديد من الكتاب تطوير مؤشرات وقياسات لعمليات التدويل للشركات متعددة الجنسية، فنجد في بعض الأحيان أن تلك المؤشرات تتجه لقياس السمات الهيكلية للشركات وأحياناً أخرى تذهب باتجاه قياس متغيرات أدائية، ولغرض تحقيق ذلك ركز بعض الكتاب على متغير واحد أو عدد من المتغيرات مثل المبيعات والموجودات والعمالة والأرباح والبحث والتطوير، بينما اتجه آخرون لتطوير مؤشر متعدد الأبعاد والاتجاهات، فمثلاً Dunning وPearce في كتابهما المنشور سنة 1981 حاولا تطوير مؤشر أحادي الجانب يستند على المبيعات وحاول Dunning أيضاً في سنة 1996 تطوير ثلاثة مؤشرات أحادية الجانب تستند على الموجودات والعمالة والبحث والتطوير. ووضع Sullivan في سنة 1994 مؤشراً من خمسة أبعاد يستند على المبيعات والأرباح والموجودات والإدارة العليا والخبرة الدولية ودرجة اتساع عمليات التدويل. وفي عام 1997 وضعت اليونكتاد الأمم المتحدة مؤشراً ثلاثي الأبعاد هي الموجودات والمبيعات والعمالة.

وتختلف هذه المؤشرات التي ذكرت بحسب نوع المتغير الذي يمثل الشركة متعددة الجنسية أولاً والمدى والبعد الذي يغطيه ثانياً إن كان متغيراً واحداً أو عدة

(1) انظر عن درجة التدويل :

Grazia letto-Gillies, **Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of Internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations**, Transnational Corporations, Op.Cit.

أما عن نظرية التدويل انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodder-Grigg, **International Business, A Strategic Management Approach**, Op.Cit. pp.434- 435. See Also, Robin John, **Global Business Strategy**, Op.Cit. p2.

متغيرات، ولكن استندت كل هذه المؤشرات على أرضية أساسية وسمات عامة أهمها أنها تناولت الجزء بعيداً عن الكل أي الشركة وليس الاقتصاد ورغم أنه يمكن الاعتماد على المفهوم المجموعي والإجمالي للصناعة أو الاقتصاد أو الدولة من خلال بيانات الجزء إلا أن تلك المؤشرات بقيت ذات إطار نظري ومفهومي للتدويل.

إن مفهوم التدويل بحد ذاته يستند أساساً على ثنائية مفادها الإنتاج الأجنبي والوطني، وبالتالي فإن بناء مؤشر لأنشطة الشركة عامة ودرجة نشاطها في خارج الحدود خاصة قياساً بإجمالي نشاطها يمكن أن يتمثل بالمبيعات، الموجودات، والعمالة والبحث والتطوير والأرباح. وخلصت اليونكتاد إلى اعتماد الترجيح بالأوزان وجمع المؤشرات وقسمتها على ثلاثة.

إن هذا الإطار النظري يستند في الأساس على العلاقة الثنائية للأنشطة الأجنبية والوطنية كأحد الاتجاهات لقياس وتحديد درجة التدويل Degree of Internationalization ولكن هناك أطراً أخرى ضمن المحتوى والمضمون العلمي لعملية التدويل وهما الأطر النظرية والعملية ودرجة التركيز على إقليم معين في دولة معينة... إلخ. ولكن ذلك يبقى لتقويم أداء الشركات متعددة الجنسية تلك وآثار أنشطتها على الصناعة والبيئة بشكل كلي.

مؤشر الأمم المتحدة لتعدي الحدود⁽¹⁾:

لقد طرح تقرير الاستثمار العالمي في سنة 1995 والذي أصدرته الأمم المتحدة وفي فصله الأول كيف يمكن احتساب مؤشر تعدي الجنسية Transnational Index والذي يفترض أن يقيس درجة وحجم الأنشطة الأجنبية للشركة متعددة القومية، وقد صمم هذا المؤشر ليعطي موجزاً مبسطاً لموقع وترتيب الشركات مع بعضها، وكذلك للدولة وللصناعة وكقاعدة أساسية لهذا المؤشر فإنه يشير إلى العلاقة بين الأنشطة الأجنبية والوطنية لشركة معينة وبالتالي يمكن وصف الشركة بأنها عالية التدويل إذا كانت نسبة الأنشطة الأجنبية عالية قياساً بإجمالي الأنشطة الخاصة بالشركة، وكذلك الحال على مستوى الإقليم أو الدورة.

إن المؤشر متعدد الأبعاد هذا يمكن احتسابه كمعدل لثلاث نسب هي:

* المبيعات الأجنبية / مجموع المبيعات.

(1) انظر:

* الموجودات الأجنبية/ مجموع الموجودات .

* العمالة الأجنبية/ مجموع العمالة .

وكل نسبة من هذه النسب تشكل بعداً من الأبعاد الثلاثة فيكون المؤشر ثلاثي الأبعاد وفقاً لما يلي:

فإذا رمز إلى مجموع موجودات الشركة بالرمز A .

ومجموع الموجودات الأجنبية للشركة بالرمز AF .

ومجموع المبيعات للشركة بالرمز S .

ومجموع المبيعات الأجنبية للشركة بالرمز SF .

ومجموع العمالة للشركة بالرمز E .

ومجموع العمالة الأجنبية للشركة بالرمز EF .

فإن :

AF/A تؤشر الموجودات الأجنبية ويرمز لها بالرمز AI .

SF/S تؤشر المبيعات الأجنبية ويرمز لها SI .

EF/E تؤشر العمالة الأجنبية ورمزها EI .

مؤشر تعدي الجنسية $TNI = (Ai + Si + Ei) \setminus 3$

عاشراً

المضامين الأساسية لمؤشر التدويل وتعدي الجنسية

إن الوقوف على المضامين الأساسية لمؤشرات التدويل تظهر ما يأتي :

- 1 - إن هذا المؤشر يعكس جانبين أساسيين هما العرض والطلب على التدويل كنشاط ، إذ يعكس الطلب جانب المبيعات والسوق وتعكس العمالة والموجودات الجانب الإنتاجي العرض وموقعه ، وبالتالي فإن هذا المؤشر يكتسب أهمية ثنائية من وجهة نظر الوطن الأم والدولة المضيفة .
- 2 - إن هذا المؤشر يستند على إطار نظري مدعم بثنائية الوطن الأم والمضيف وبالتالي فإن المؤشر يمكن أن يفصح عن درجة نشاط الشركة خارج الدولة الأم .
- 3 - إن المؤشر في نفس الوقت لا يستطيع التمييز بين الشركات في قياس درجة

تركز شركة في بلد مضيف دون آخر إنما يمكنه فقط قياس النشاط الأجنبي خارج الحدود للوطن الأم.

أما على المستوى الجزئي فإن المؤشر يوضح مدى أهمية الشركة متعددة الجنسية في الخارج ودرجة نشاط تدويلها إلا أن السؤال هو عن ماهية وأهمية هذا المؤشر للوطن الأم للشركة؟ إن أي تفسير أو استنتاج يمكن أن نقف عنده ضمن دراسات اليونكتاد يقتصر على الشركات الكبيرة الحجم وخاصة من ناحية ارتباطها بالعمليات الأجنبية، فمن الناحية النظرية إن ارتفاع المبيعات الأجنبية يكون متناعماً مع الإنتاج الأجنبي، ولكن عملياً فإن الأسواق الجديدة تكون مسألة جزئية من خلال النظر إلى الإنتاج، أما المواقع الجديدة التي تسهل عملية التصدير إليها فهي منظور سوقي باتجاه توسيع الحصة السوقية أو العمل في دولة ثالثة.

أما على المستوى الكلي فإن ارتفاع معدل مؤشر تعدي الجنسية يعني مدلولاً بتوجه الشركة متعددة الجنسية في الوطن الأم نحو تخطي الحدود والاستثمار في الدول الأجنبية وسواء أكانت تلك بمثابة نتائج خاصة بالصناعة أم الإجراءات أم الدولة فإن هذا خاضع لتحليل مقارنة بين الدول كدولة مقابل دولة أخرى أو ربما صناعة مقابل صناعة، وبالتالي فإن هذه القاعدة يمكن أن يستند عليها في اتخاذ القرار والاستثمار في الخارج وإن ارتفاع المؤشر يعطي دلالات ذات أهمية كبيرة للاقتصاد الكلي وسياساته الكفوءة فضلاً عن مضامين وأثار التجارة وعدد الشركات والإنتاج في الخارج وأنماط التجارة وميزان المدفوعات... إلخ.

الانتشار الجغرافي للشركة متعددة الجنسية :

لقد كانت هناك نماذج أخرى كثيرة في تقييم ثنائية الوطن الأم والأجنبي واستندت على الانتشار في عمل الشركة بين الدول ويستند هذا المدخل على إطار عام مضمونه ربط الأنشطة المنتشرة جغرافياً مع المستويات الجزئية والكلية، فعلى المستوى الجزئي يعد انتشار الأنشطة بعدة دول مكلفاً وذلك بسبب ارتفاع الكلف الإدارية ولكنه في نفس الوقت يحمل معه فوائد وإيجابيات كثيرة منها انتشار الخطر وتوزيعه على عدة دول فضلاً عن سرعة التصرف وإمكانية اقتناص الفرصة المتاحة عبر الدول والمواقع الجغرافية المختلفة.

إن كل تلك المنافع والإيجابيات يمكن أن تتحول إلى مركز تنافسي قوي وأن انتشار الأنشطة وتوزيعها بشكل واسع قد ينتج عنه زيادة في قدرة الحكومات والقوى العاملة والعكس صحيح. إن الشركات التي تأخذ موطئ قدم في عدة دول

ستكون هي الأقوى في مركزها التنافسي والتفاوضي مع حكوماتها الوطنية بفعل ما قد تضيفه وتضعه من استثمارات وأيضاً فيما يتعلق بالقوى العاملة فإن نشر الإنتاج بعدة دول يقود إلى توسيع عمالة الشركة لأكبر قدر ممكن مقارنة بشركة تعمل بعدد قليل من الدول .

لقد أكدت هذه النظريات والخاصة بالانتشار والتدويل تعدد المواقع إلى تحقيق ميزة للشركات متخطية الجنسية على أساس معرفتها بالأسواق وظروف الإنتاج في المواقع الأجنبية وعلى هذا الأساس فإن الشبكة الواسعة للشركة تحقق مزيداً من الميزات للمنافسين والعمال والحكومات . . . إلخ . إن آثار الانتشار الكبير للأنشطة متعددة الحدود سوف يحقق القدرة التنافسية للشركة . ولقد قادت بعض الدراسات بهذا الاتجاه إلى ما يأتي :

- 1 - إن تدويل الشركات الكبيرة الذي يمكن أن يقاس بالانتشار الجغرافي لأنشطتها قد تزايد بشكل كبير عبر العقود الأخيرة من القرن العشرين .
- 2 - إن الفرضية التي تنص على أن الشركات الكبيرة متعددة الجنسية لها انتشار واسع لأنشطتها مقارنة بالشركات الصغيرة تعد نظرية غير مثبتة وهي بحاجة إلى مزيد من الإثبات .

خلاصة القول إن بناء نموذج يقوم على الانتشار الجغرافي قد طرح في إطار الأدبيات متعددة الجنسية مستنداً على النماذج السابقة ومع الأخذ بنظر الاعتبار مؤشر تعدي القومية .

$$Tni = [Ai + Si + Ei]/3$$

وبافتراض أن عدد الدول الأجنبية التي تضم فروعاً للشركة = N
وإن عدد الدول الأجنبية التي من الممكن أن يكون للشركة فروعاً فيها = N^* .

فإن مؤشر الانتشار الشبكي = Nsi .

$$Nsi = n/n^*$$

ولما كان عدد الدول في العالم = 178 .

$$Nsi = n/178$$

لذا فإن مؤشر الانتشار متعدي الجنسية Spread Index Transnational

يأخذ النموذجين السابقين الذكر وكما يلي :

مؤشر انتشار الموجودات = Asi

$$AF/A \times (n/178) = Ai \times Nsi$$

ويقصد به :

$$\frac{\text{الموجودات الأجنبية}}{\text{مجموع الموجودات}} \times \frac{\text{عدد الدول التي تضم فروع الشركة}}{\text{مجموع الدول التي يمكن الانتشار فيها}} = \frac{\text{الموجودات الأجنبية}}{\text{مجموع الموجودات}} \times \text{مؤشر الانتشار الشبكي}$$

مؤشر انتشار المبيعات SSi

$$SF/S \times (n/178) = Si \times Nsi$$

$$\frac{\text{المبيعات الأجنبية}}{\text{مجموع المبيعات}} \times \frac{\text{عدد الدول التي تضم فروع الشركة}}{\text{مجموع الدول التي يمكن الانتشار فيها}} = \frac{\text{المبيعات الأجنبية}}{\text{مجموع المبيعات}} \times \text{مؤشر الانتشار الشبكي}$$

أما المؤشر الثالث فهو مؤشر انتشار العمالة :

$$EF/E \times (n/178) = Ei \times Nsi$$

$$\frac{\text{العمالة الأجنبية}}{\text{مجموع العمالة}} \times \frac{\text{عدد الدول التي تضم فروع الشركة}}{\text{مجموع الدول التي يمكن الانتشار فيها}} = \frac{\text{العمالة الأجنبية}}{\text{مجموع العمالة}} \times \text{مؤشر الانتشار الشبكي}$$

مؤشر انتشار الأنشطة متعددة القومية :

يستند مؤشر انتشار الأنشطة على حاصل ضرب مؤشر تعدي الجنسية $\times$ مؤشر الانتشار الشبكي، ويتضح مما سبق أن المعادلة الأخيرة قد جمعت بين مؤشرين هما، مؤشر تعدي الجنسية مضروباً في مؤشر الانتشار الشبكي .

المبحث الثالث

الأسواق المالية الدولية

مقدمة

تعد الأسواق المالية الدولية أحد أهم قنوات التمويل الدولي، ولا بد من دراستها في إطار هياكله ومؤسساته، وتغطي هذه الأسواق بأنواعها المختلفة مساحة واسعة وتشغل حيزاً في موضوع التمويل الدولي، لذا يهدف المبحث إلى التعريف بالأسواق المالية الدولية وأشكالها وتنظيماتها فدراستها تستلزم التعريف بها والتعريف بأنواعها وهي كثيرة ومتعددة سواء منها ما يخص التعاملات ذات الآجال القصيرة أم المتوسطة أم الطويلة، وسوف نتناول عملياتها وأدواتها في الفصول اللاحقة. ولغرض فهم الأسواق المالية الدولية لا بد من التعريف أولاً بالأسواق وتنظيماتها ومن ثم التطرق إلى الجانب الدولي والذي بدت أهميته تزداد في العقود الأخيرة.

أولاً

مفهوم السوق المالية وتعريفها

أ - مفهوم السوق

إن كلمة السوق Market قد لا تستخدم بشكل دقيق عند تفسير النظام المالي وعمليات الوساطة المالية، ولهذا فإن استخدام مصطلح السوق يكون أدق عندما يكون الحديث عن عمليات بيع وشراء وبائعين ومشتريين، وإذا أخذنا بالاعتبار أن كل العمليات المالية تنفذ من خلال النظام المالي، لذا فإن عودة بسيطة إلى مفهوم الوساطة المالية التي

سبق شرحها في الفصل الأول يمكن من خلالها تفسير مفهوم وعمليات السوق .

تتباين الأسواق فيما بينها من حيث التنظيم والعمليات ودرجة التطور، وقد شهدت الأسواق المالية تطورات كبيرة جداً في العقود الأخيرة إلى درجة التعقيد، ومن حيث تصنيفها، فهناك من يصنفها إلى أسواق نقد وأسواق لرأس المال، ويلاحظ تصنيف آخر لها يؤكد أنها ثلاثة أصناف، الصنف الأول أسواق النقد، والثاني أسواق رأس المال، والثالث أسواق تبادل العملات . وغالباً ما يتسم الصنف الثالث بالسمة الدولية نظراً للعمليات التي يقوم بها والوجه الغالب عليه هو التعاملات الدولية . ولكن السنوات الأخيرة والاتجاه نحو الانفتاح قاد سوق النقد وسوق رأس المال للدخول في التعاملات الدولية أيضاً .

ب - تعريف السوق المالية :

يوجد السوق حيث تكون هناك رغبة لدى المشتريين لتبديل النقد بسلع أو خدمات عبر تعاقدات مع البائعين أو الذين يرغبون بتبديل سلعهم وما يقدمونه من خدمات بالنقد، وعندما تكون المادة المتداولة في السوق هي الأدوات المالية والمكونة من العملات والأوراق التجارية والمالية والمشتقات والعقود وغيرها يطلق على تلك السوق بالمالية Financial Market . ويقصد بالسوق المالية بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأدوات المالية من موجودات مالية ومطلوبات مالية، وهناك أنواع كثيرة من الأسواق المالية أهمها سوقي النقد ورأس المال، وكل سوق من السوقين سابق الذكر يشكل منظومة متكاملة في الاقتصاد الذي تعمل فيه، إذ يتكون سوق النقد من مجموعة المصارف والمؤسسات المالية ومكاتب الصيرفة بأشكالها المتعددة وغيرها كثير، وتكون تعاملاتها بالأجل القصير وتوفير رأس المال المتداول، وتشكل هذه السوق منظومة واسعة ومتطورة وقد ساهمت التطورات التكنولوجية المعلوماتية والاتصالية بتطوير هذه الأسواق وتداولها، أما الشكل الثاني من الأسواق المالية فهي أسواق رأس المال أو ما يطلق عليها بأسواق الأسهم والسندات، وتضم أسواق الأوراق المالية من أسهم وسندات

وتختص تعاملاتها بالأجل الطويل وتوفير رأس المال الثابت ، وقد استطاعت هذه الأسواق تدويل أنشطتها في العقود الأخيرة من القرن العشرين وسنأتي على تفاصيل ذلك لاحقاً⁽¹⁾.

ثانياً

تصنيف الأسواق المالية

تصنف الأسواق المالية إلى ما يأتي⁽²⁾:

أ - أسواق النقد وتقسم إلى :

- 1 - الأسواق الآنية Spot Market ويقصد بها الأسواق ذات التعاملات الآنية وقصيرة الأجل جداً بحيث لا تتجاوز آماها عدة أيام.
- 2 - الأسواق الآجلة Forward Market ويقصد بها الأسواق ذات التعاملات التي تحدث لاحقاً بوقت آجل .
- 3 - الأسواق المستقبلية Future Market ويقصد بها الأسواق ذات التعاملات المستقبلية لمدة قد تصل لغاية ثلاثة أشهر .

ب - أسواق الأوراق المالية :

وتصنف إلى ما يلي :

- 1 - الأسواق الأولية : وهي التي يتم فيها بيع الأوراق المالية والتي صدرت لأول مرة من قبل الشركة المصدرة لها .
- 2 - الأسواق الثانوية : ويقصد بها الأسواق التي يتم فيها تداول الأسهم بيعاً وشراء والتي سبق أن صدرت سابقاً .

(1) انظر :

Richard Pike and Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies**, Op.Cit. pp.28- 30.

(2) للمزيد انظر :

خليل الشماع ، الإدارة المالية ، بغداد 1992. انظر أيضاً :

Richard Pike and Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies**, Loc Cit.

ج - أسواق تبادل العملات :

ثالثاً

سوق النقد⁽¹⁾ Money Market

التعريف بسوق النقد : Definition

يقصد به ميكانيكية جعل المقرضين والمقرضين يلتقون معاً، وتسهيل مهمتهم وتنفيذها بكفاءة، وهو السوق الذي يوفر الأموال بالأجل القصير، والمقصود بذلك هو تلبية حاجة المقرضين وتوفير السيولة لهم وللمقرضين. وتضم السوق النقدية العديد من المؤسسات المختلفة التي تتعامل بالنقد وشبه النقد، ويوصف سوق النقد بأنه بمثابة آليات التعامل قصير الأجل للقروض والصفقات المالية لدولة معينة أو ربما للعالم ككل حيث تتم عمليات المقاصة والتسوية. وتعد السوق النقدية جزءاً لا يتجزأ من النظام المصرفي التجاري، وتبرز أهميته بشكل كبير للاقتصاد والمجتمع من حيث توفير السيولة والمساهمة في إدارة النقد في الاقتصاد.

إن من المهم الإشارة إلى أن سوق النقد لا ترتبط بمكان معين أو حدود معينة، لهذا عند التعريف بها لا يقال بأنها المكان الذي تتم فيه الصفقات النقدية أو المعاملات النقدية أو ربما عبارات من هذا القبيل، وإنما يقال إنها آليات أو ميكانيكيات التي تتم من خلالها المعاملات المالية من عمليات إقراض واقتراض ذات الآجال القصيرة وقد تخص إقليم معين أو دولة بكاملها أو ربما مجموعة من الدول، أو ربما عمليات من مختلف دول العالم، ومضمون ذلك حيث تتم عمليات التسوية والمقاصة. وبالرغم من كل ذلك أي عدم ارتباط سوق النقد بموقع معين، إلا أن تحديد موقعاً جغرافياً للسوق يمكن من خلال ربط المعاملات المالية قصيرة الأجل بموقع حدوثها مدينة أو إقليماً أو دولة أو ربما العالم ككل. يتضح مما سبق أن طبيعة المعاملات المالية قصيرة الأجل وموقع حدوثها تحدد الحدود المكانية لذلك السوق وعلى هذا الأساس مثلاً فإن سوق عمان النقدية تخدم الأردن

(1) انظر :

بكاملها، وسوق النقد في البحرين تقدم خدماتها للبحرين ولكل الشرق الأوسط، وسوق النقد في لندن تقدم خدماتها لكل العالم وكذلك سوق نيويورك وطوكيو وبالتالي توصف بأنها سوقاً دولية.

تتسم السوق النقدية بأنها تتضمن عدة قطاعات أو أسواق فرعية مثل أسواق القروض وأسواق القطع أو الخصم وأسواق القبول إلى غير ذلك والتي سنأتي إلى شرحها لاحقاً، ويعتمد سوق النقد على آليات العرض والطلب للأدوات التي يتعامل معها، وتتسم كل الأدوات التي يتم التعامل معها في السوق النقدية بأن آجالها قصيرة بعبارة أخرى أنها تتعامل بالأموال ذات الأجل القصير، فالعرض مصادره المقرضون ومنهم المصرف المركزي والمصارف التجارية والمؤسسات المالية، أما الطلب فمصادره المقترضون وهم الحكومة ووحدات الأعمال والمصارف التجارية ووسطاء السوق والأفراد.

أدوات سوق النقد:

الأدوات التي يتم التعامل بها في السوق النقدية هي عبارة عن أدوات مالية قصيرة الأجل وأهمها:

أ - فواتير تجارية (كميالات وسفاتج): ويقصد بها تلك الأوراق التجارية التي تنشأ من خلال التعاملات التجارية.

ب - أوراق تجارية مقبولة من قبل المصارف (أوراق مخصومة) وهي تلك الأوراق التي يقبلها المصرف ويخصمها لمصلحة زبائنه.

ج - أذونات الخزينة: ويقصد بها تلك الأوراق ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة لمقابلة حاجة مالية معينة قصيرة الأجل.

د - أوراق حكومية ذات آجال قصيرة: وغالباً ما تصدرها الحكومة لفترة زمنية قصيرة لأغراض معينة.

هـ - أوراق تجارية: إنها أدوات ائتمانية قصيرة الأجل تتراوح استحقاقاتها بين 90 - 180 يوم، وتعتمد كأدوات في بعض أسواق النقد.

و - أدوات أخرى: وهناك العديد من الأدوات التي تستخدم في أسواق دون أخرى ومعظمها قريبة إلى النقد وآجالها قصيرة.

هيكل سوق النقد:

يتكون سوق النقد من عدة أسواق فرعية، حيث يختص كل سوق فرعي بنشاط معين ومنها:

أ - سوق النقد الخاصة بالنداء على القروض Call Money Market وتختص مثل هذه الأسواق الفرعية بالقروض ذات الأجل القصير والذي لا يزيد عن سبعة أيام، وغالباً ما يكون ليوم أو يومين وتنفذ مثل هذه العمليات بأشكال مختلفة ففي بعض الدول تنفذها المصارف وفي أخرى ينفذها الوسطاء والسماسرة، وهكذا.

ب - سوق القبول Acceptance Market، وهو أيضاً من الأسواق الفرعية ويختص بقبول الحوالات لصالح المستفيدين منها، مثال ذلك Acceptance House في سوق النقد في لندن، كذلك المصارف التجارية يمكن لها أن تقبل الحوالات لصالح زبائنهم سواء منها الوطنية أم الأجنبية.

ج - سوق الخصم Discount Market وهو شكل آخر من فروع سوق النقد ويختص بخصم الأوراق التجارية ويقوم بهذه العمليات المصارف التجارية أو مؤسسات أخرى مثال ذلك ما يسمى Discount Houses بيوت الخصم التابعة لسوق النقد في لندن.

د - سوق القروض الجانية Collateral Loan Market يختص هذا السوق الفرعي بالتعامل بالقروض ذات الضمانات قصيرة الأجل، وتقوم العديد من المؤسسات من مصارف تجارية ووسطاء أسواق الأوراق المالية بهذه المهمة.

أهمية سوق النقد:

إن أهمية وجود سوق نقدية منظمة ومتطورة يكمن في جملة المهام والوظائف المتعددة التي يمكن أن تنجزها وتعود بالنفع والفائدة على الاقتصاد وحركة التنمية الاقتصادية للدولة، ويمكن تلخيص هذه المهام والوظائف بما يلي:

أ - المساهمة في دعم القطاع الصناعي والتجاري من خلال توفير رأس المال العامل وذلك من عمليات الخصم التي ينفذها السوق للعديد من الأوراق التجارية من حوالات وسفاتج وكمبيالات وسندات وشيكات إلى غير ذلك، وبالتالي يسهل للبائع مهمة البيع ويسهل للمشتري إتاحة المزيد من الوقت لتوفير المال اللازم،

وإن السوق يوفر الكثير لأصحاب الأعمال وبكلف منخفضة أو حتى من دون كلف في الكثير من الأحيان .

ب - إذا كانت التعاملات في السوق ذات طبيعة قصيرة الأجل ويمثلها في كثير من الأحيان المصارف التجارية بما تقدمه من خدمات فإن هذا السوق يوفر أيضاً آليات العمل الاستثماري قصير الأجل ، حيث يتمتع بمرونة عالية في هذا المجال .

ج - يسهم سوق النقد في معالجة الكثير من المشاكل المالية الوقتية التي قد تواجه المصرف المركزي والحكومة ، فالسوق تكون قادرة على استيعاب إصدارات حوالات الخزينة والأوراق قصيرة الأجل من دون أن تلجأ الحكومة إلى الإصدار النقدي .

د - يسهم سوق النقد في توجيه سياسات المصرف المركزي أثناء التطورات والمستجدات التي تحدث فتؤثر على ظروف الائتمان والنقد .

هـ - يسهم سوق النقد في تفعيل سياسات المصرف المركزي وذلك من خلال سرعة نقل الأموال وكفاءة العمل واستقرار سعر الفائدة .

و - إن السوق النقدية يمكن أن تسهم في تطوير سوق رأس المال من خلال إدارة سعر الفائدة .

سمات سوق النقد المتطور :

تتسم سوق النقد المتطورة ببعض السمات التي تميزها وأهمها :

أ - **وجود المصرف المركزي :** إنه القائد والموجه للسوق المالية في الدولة ، ولا بد أن يكون مصرفاً كفوئاً وفاعلاً وقادراً على إدارة العمليات النقدية في الدولة ، من حيث تخطيط وتنفيذ القطاعات النقدية والسيطرة عليها أي السوق النقدية .

ب - كفاءة انسيابية التدفقات النقدية والمالية وعملها بحرية بين عناصر ومؤسسات السوق النقدية .

ج - نظام مصرفي تجاري منظم تنظيماً جيداً وهذا يعني نظاماً مصرفياً منظماً وقادراً على مقابلة متطلبات الاقتصاد وتلبية احتياجاته .

د - توفر المؤسسات والكفاءات القادرة على إدارة السيولة وإدارة القروض بآجالها القصيرة النقدية والتي تكون عرضة للمزيد من المشاكل والمعوقات .

هـ - توفر الأدوات المالية والنقدية التي تسهل عمليات نقل الأموال بكفاءة وفاعلية .

- و - حرية عمل وتحرك سعر الفائدة وتوفر الآليات التي تساعد في الحركة .
- ز - تكون السوق النقدية ذات حساسية عالية للمتغيرات السياسية الاقتصادية الداخلية والخارجية .
- ح - وأخيراً فإن من أهم سمات سوق النقد المتطور توفر ووجود مؤسسات مالية متطورة تعنى بالادخار والاستثمار والاستيراد والتصدير إلى غير ذلك .

السوق النقدية المنظمة والسوق غير المنظمة⁽¹⁾ :

تصنف الأسواق على أساس درجة تطورها وتنظيمها، ففي أي اقتصاد هناك السوق المنظمة وأيضاً السوق غير المنظمة، وكلما تطور الاقتصاد كلما اتسعت السوق المنظمة وضائق السوق غير المنظمة، وفي الدول المتقدمة تتسع السوق المنظمة وتضيق السوق غير المنظمة والعكس في الدول النامية حيث تتسع السوق غير المنظمة وتضيق السوق المنظمة، وهكذا تعمل الحكومات ضمن برامجها التنموية على تضيق الفجوة بين السوقيين المنظمة وغير المنظمة .

ويقصد بالسوق النقدية المنظمة تلك المؤسسات والقطاعات النقدية التي تكون خاضعة لسيطرة المصرف المركزي، أما السوق غير المنظمة فهي القطاعات النقدية التي يصعب على المصرف المركزي إدارتها والسيطرة عليها .

رابعاً

سوق رأس المال

أحد أهم الأسواق المالية، ويطلق عليه بسوق الأوراق المالية، حيث يتم التداول فيه بالأوراق المالية من أسهم وسندات والتي سوف تأتي تفاصيلها لاحقاً، وقد ذكرنا ذلك في الفصل الأول وفي شرح النظام المالي وعناصره المتعددة والتي يعد هذا السوق أحدها .

نظرية سوق رأس المال :

عودة بسيطة إلى الفصل الأول وبالتحديد المبحث الأول، حيث تم التطرق

(1) عن الأسواق المنظمة وغير المنظمة انظر التفاصيل :

إلى النظام المالي وعمله في الاقتصاد، وأحد أهم عناصره سوق الأوراق المالية والتي يمكن وصفها بأنها أداة لتعبئة الموارد من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي في بعض القطاعات وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز النقدي لبعض القطاعات، ومضمون هذه العملية في السوق تتمثل في أن الشركات التي تكون بحاجة إلى المال تستطيع إصدار أسهم وعرضها للبيع في السوق ليشتريها من لديه فوائض مالية، ولا يمكن أن تتم هذه العملية بشكلها المنظم إلا من خلال سوق الأوراق المالية، حيث العمل المالي المنظم والمراقب والذي يعمل بموجب آليات السوق العرض والطلب من دون أية تدخلات أو حدود، وبالتالي يكون السوق بمثابة القناة المالية التي توفر الأموال لمن هو في حاجة لها، وأيضاً تشغل الأموال العاطلة والمجمدة في الاقتصاد، ومن هنا برز الدور الكبير الذي يمكن أن يمارسه سوق الأوراق المالية في الاقتصاد والتي انشغل بها الاقتصاديون منذ ثلاثينات القرن الماضي.

إن من أهم نتائج ما سبق ذكره هو أن الاقتصاديات الحديثة تقوم على بنية مالية فوقية Financial Super-Structure، والمقصود بها مجمل التعاملات المالية كعمليات وأدوات وهياكل مؤسسية، وبنية اقتصادية تحتية Economics Infra-Structure والمقصود بها مجمل التعاملات الاقتصادية المادية السلعية كعمليات وأدوات وهياكل مؤسسية، وقد بقيت العلاقة بين البنيتين محل بحث ودراسة ولا زالت بهدف اكتشاف المؤثرات المباشرة وغير المباشرة بينهما⁽¹⁾.

أنواع وسمات سوق رأس المال :

يقسم سوق رأس المال كما هو معروف إلى سوقين اثنين: الأول ويطلق عليه بالسوق الأولي، وهو السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات الأولية من الأوراق المالية من أسهم وسندات، والسوق الثاني يطلق عليه بالسوق الثانوي وهذا الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية من أسهم وسندات.

(1) للمزيد انظر :

Jack Revell, The British..., Op.Cit. pp.5- 11. See Also, Jonse Maria Fanelli, **Financial Liberalization and Capital Account Regime: Notes on Experience of Developing Countries** International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol IX, United Nations, New York and Geneva 1998, pp.22- 24

المصدرون للأوراق المالية :

ويقصد بهم الجهات التي تصدر الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية القابلة للبيع والتداول ، وهم الشركات المساهمة بأنواعها الصناعية والزراعية والمالية من مصارف وشركات تأمين وغيرها من الشركات المساهمة ، كذلك تصدر المؤسسات الحكومية الكثير من الأوراق المالية ولأغراض كثيرة ومتعددة منها قد تفرضها السياسة الاقتصادية المالية أو النقدية .

أنواع الأوراق المالية :

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية الأولية والثانوية بعدد من الأوراق المالية وأهمها الأسهم والسندات .

أولاً: الأسهم : وهناك نوعان من الأسهم : الأول يطلق عليه بالأسهم العادية والنوع الثاني يطلق عليه بالأسهم الممتازة ونظراً لما تتسم به الأسهم الممتازة من سمات هي أقرب إلى القروض فقد ألغت العديد من الدول التعاملات بمثل هذه الأسهم من قوانينها التجارية .

الأسهم العادية :

تمثل الأسهم العادية ملكية الشركة ، ومفهوم الملكية له مضامين ودلالات كبيرة ، فعندما يقال هذه السيارة هي ملك لي فهذا يعني أنني يمكن أن أسوق السيارة وأذهب فيها أينما كان ووقتاً شاء ، ولكن هذا لا يعني أنني إذا امتلكت سهماً من أسهم شركة المنتجات الغازية (الببسي كولا) أنه يحق لي الدخول للشركة وأخذ بعض منتجاتها أو موجوداتها ، وأيضاً لا يحق لي تسعير المنتجات أو غير ذلك من التصرفات وهنا لا بد من السؤال إذن ما هو مفهوم ملكية السهم وما هو حق مالكي الأسهم ؟

مسبقاً لا بد من القول أن ملكية سهم لشركة ، ليس كملكية سيارة ، فالسهم عبارة عن وثيقة ورقية تظهر اسم الشركة واسم مالك السهم وعدد الأسهم المملوكة والقيمة المصدر بها السهم . ولما كان هناك الكثير من عمليات البيع والشراء فإن الكثير من المستثمرين لا يرغبون بتسجيل أسمائهم على وثيقة الأسهم وإنما تتم عمليات البيع والشراء عبر الوسطاء حتى من دون تسجيل ، ولكن إصدار وثيقة الأسهم تستلزم تنفيذ إجراءات التسجيل في الشركة ومن خلال الوسطاء المعتمدين في السوق . وعادة ما تصدر الأسهم العادية بقيمة اسمية مثبتة على وجه السهم ،

وأحد أهم أهداف القيمة الاسمية هي لتحديد نسبة مشاركة كل سهم في الملكية ومجموع القيمة الاسمية لأسهم الشركة يمثل رأسمالها.

ثانياً: السندات: وتعد أحد أهم أدوات التمويل طويل الأجل، وتصدر هذه السندات جهات عديدة منها الشركات المساهمة والمؤسسات المالية والحكومية إلى غير تلك الجهات، ويشترطها من يرغب باقتنائها ليحصل لقاء ذلك على فوائد قد تدفع سنوياً أو نصف سنوياً. وهناك أنواع كثيرة من السندات منها ما يطلق عليه بالسندات ذات الكوبون الصفري والنوع الآخر هي السندات العقارية والأخرى السندات التحويلية، وسنأتي إلى تفاصيل ذلك لاحقاً.

أنواع أسواق الأوراق المالية:

تتوزع سوق الأوراق المالية إلى سوقين هما:

السوق الأولية: Primary Market

يتم في سوق الأوراق المالية الأولية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لأول مرة للمستثمرين، وهذه هي الوظيفة الرئيسية لهذه السوق، إن وجود السوق الأولي يرتبط بالمصارف الاستثمارية والمؤسسات التي تعنى بالاستثمار والمتخصصة فيه وقد تقوم المصارف التجارية بهذه المهمة في بعض الدول التي لا يوجد فيها مثل تلك المصارف والمؤسسات الاستثمارية. والمصرف الاستثماري يكون بمثابة وسيط مالي بين الشركة التي صدرت الأسهم وحملة الأسهم، فهو الوسيط الذي يقدم خدمات البيع والاكتتاب لجمهور المتعاملين فيها.

إن الوظيفة الرئيسية لمصارف الاستثمار تتمثل في تسهيل عمليات البيع وخاصة فيما إذا تبع ذلك تقديم ائتمان ما أو قرض لتمويل عمليات البيع والشراء، كذلك فإن المصارف الاستثمارية تسهم في عمليات بيع وشراء الشركات لشركات أخرى كما في حالات الاندماج والتي راجت في السنوات الأخيرة، كذلك يقدم المصرف الاستثماري الخبرة في عمليات تأسيس الشركات وإصدار الأسهم والسندات، إذ لا يقتصر سوق الأوراق المالية الأولي على الأسهم إنما أيضاً يشمل التعامل به السندات وباقي الأوراق المالية.

يقوم المصرف الاستثماري أيضاً بمهام أساسية هي: التوقيت والتسعير للإصدارات الجديدة من الأسهم وأيضاً توفير المعلومات، كذلك يساعد الشركات المقترضة لقروض طويلة الأجل في الوصول إلى الكلفة الأقل، وكيفية بيع الأوراق التجارية كمصادر تمويل قصيرة الأجل.

أ - التوقيت Timing :

يعد توقيت إصدار الأسهم والسندات من قبل الشركة غاية في الأهمية، ذلك أن التباين في التوقيتات الزمنية سواء الشهرية أو الأسبوعية مسألة يمكن أن يقدرها المصرف الاستثماري فقد يجنب الشركة العديد من المعوقات ويوفر لها الفرص المناسبة، خاصة وأن الشركات تعمل في بيئة تنافسية فاختيار الوقت المناسب للمنافسة في حال المنافسة الأقل هو الأفضل، إضافة إلى التأخير الذي قد يحصل أثناء عملية التسجيل لإصدار الأسهم أو السندات، وبالتالي فقد وضعت العديد من الإجراءات التي تلزم بعملية التسجيل ولكن للشركة الحق باختيار التوقيت المناسب للإصدار وهذا ما يسمى بالتسجيل على الرف Shelf Registration⁽¹⁾.

ب - التسعير Pricing :

يقصد بذلك تسعير الإصدارات الجديدة أو تحديد سعر الفائدة الذي يمكن للأوراق أن تباع به، ويتم تحديد القيمة الحقيقية من خلال تحليل ودراسة الشركة، وهنا قد تستخدم بعض الآليات التي تعمل على جذب المستثمرين، إلا أن القاعدة الأساسية تستند على ضرورة أن تساوي القيمة السعر فتكون الأسعار مناسبة للجميع البائعين والمشتريين.

ج - توفير المعلومات :

يقدم السوق وقرأ من المعلومات للمستثمرين لغرض بناء قراراتهم عليها، ويتم هذا من خلال نشر دليل يتضمن معلومات عن الأسعار وعن المصدرين للأوراق المالية وعن المتعهد والوسيط والقوائم المالية والشكل التنظيمي للشركة وسمات الأعمال التي ستقوم بها وتاريخ الشركة وتوصيف شامل لحركة الأسهم سابقاً ونوع الأسهم المصدرة وحسن توقيتها ونبذة عن إدارة الشركة.

د - طرق بيع الأسهم :

يستخدم المصرف الاستثماري طرقاً عديدة لبيع الأوراق المالية الأسهم والسندات وأهمها:

(1) للمزيد انظر :

1 - التوكيل أو التعهد : Underwriting

وتعد هذه الطريقة التي تستخدم الوكلاء أو ما يطلق عليهم بالمتعهدين Underwriter هي الأكثر شيوعاً في بيع الأوراق المالية الجديدة، وهنا يقوم المصرف الاستثماري المتعهد أو الوكيل بشراء الأسهم الجديدة من الشركة المصدرة لها، ومن ثم إعادة بيعها إلى المستثمرين، والفرق الذي يحققه المتعهدون (المصارف الاستثمارية) بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل أرباحهم من تلك العمليات. وكذلك فإن المصارف الاستثمارية قد تحصل على أجور تتراوح نسبتها ما بين 1% - 10% اعتماداً على حجم الصفقة المعروضة ودرجة الخطر التي يمكن أن يواجهها المصرف الاستثماري، ولكن تزداد الكلفة كلما صغر حجم الصفقة ذلك أن الكلفة التي يتحملها المتعهد أو المصرف الاستثماري غالباً ما تكون ثابتة فتتأثر بحجم الصفقة.

2 - طريقة الجهد الأفضل : Best Effort

بموجب هذه الطريقة فإن المتعهد لا يشتري الأسهم من مصدرها ولكن بدلاً من ذلك يسعى لتقديم أفضل الجهود لبيع أسهم الشركة المصدرة لها وهنا لا يتحمل المتعهد أية مخاطرة تذكر.

3 - التعهد الاحتياطي : Standby Underwriting

وتستخدم هذه الطريقة عندما ترغب الشركة ببيع أسهم إضافية، حيث يكون التسليم مباشرة للمشتري، ودور المتعهد يكون بمثابة الجهة الضامنة لعملية الشراء.

4 - طريقة البيع الخاص : Private Placement

وتتضمن عمليات بيع مباشرة خاصة، ومن منافع هذه الطريقة أن أجور المتعهد تكون منخفضة.

وهناك طرق أخرى أقل أهمية منها طريقة التوزيع الثاني Secondary Distribution.

السوق الثانوية Secondary Market :

يختلف السوق الثانوية عن الأولية من حيث العمليات والتنظيم الهيكلي للسوق، فهذه السوق للتداول في الأوراق المالية، يقصد بها بيع وشراء الأوراق

المالية لأغراض متباينة. يعمل في هذه السوق فئتان من الوسطاء، الفئة الأولى التجار Dealers والفئة الأخرى السماسرة Brokers.

التجار Dealers :

ويقومون في هذه السوق بالمتاجرة بالأسهم لحسابهم الخاص ومن هذا يمكن لهم أن يحققوا ربحاً من خلال الشراء بأسعار منخفضة والبيع بأسعار مرتفعة.

السماسرة Brokers :

ويمثلون مكاتب وساطة للزبائن، فهم ينفذون عمليات البيع والشراء لحساب زبائنهم لقاء عمولة معينة. ويصنف هؤلاء إلى عدة أصناف: سمسار خصم Discount Broker وسمسار صالة Floor Broker وسمسار وكيل Commission Broker.

خامساً

تطور أسواق الأوراق المالية

لقد تطورت أسواق الأوراق المالية عبر عقود من الزمن لتشكّل ما يسمى نظام السوق الوطني National Market System واستطاع هذا النظام وخاصة في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية أن يغطي نشاطاته كل الدولة وذلك بمساندة النظم الحاسوبية والمعلوماتية فجعل سعر المعلومات وحجمها متاحاً لكل أصحاب العلاقة والمتفاعلين منها، وقد انقضت سنوات طويلة لحين أن أصبح النظام كامل التشغيل، واحتاج هذا إلى المساندة القانونية والتشريعية والتقنية.

يعد التطور الكبير الذي شهده سوق الأوراق المالية ذا أهمية بالغة لاستمراره، وهو في النهاية يمثل أحد أهم القنوات التي تمول الشركات المساهمة، وإنه يساهم في تعظيم حجم الإلتجار بالأسهم وأيضاً تضيق الهامش Spread بين أسعار شراء الأسهم وأسعار بيعها، وتقليل تغيرات الأسعار وتحقيق السيولة ودعم وتعزيز الإدارات، وكل هذه المزايا والسمات مجتمعة تجعل وتشجع المستثمرين للتعامل بالتمويل طويل الأجل. ولقد شهدت السنوات الأخيرة عمليات انفتاح كبيرة بين الأسواق والدول ومنذ بداية عقد التسعينات في القرن العشرين بدأت تنامي ظاهرة الاستثمارات الأجنبية المحفظة Portfolio Foreign Investment ويقصد بها التدفقات الاستثمارية الأجنبية التي تستثمر في أسواق الأوراق المالية. كذلك كان

لدخول العالم عصر الشبكات ومنذ سنة 1995م دور بالغ في تهيئة الأسواق تقنياً وقانونياً للمرحلة القادمة، ولهذا فقد دولت الأسواق أنشطتها ودخلت في مرحلة تدويل الأسواق المالية.

إن زيادة حجم تدفق رأس المال ومع التغيرات الهيكلية الكبيرة التي شهدتها العالم، كل هذا قاد إلى تطورات كبيرة في أسواق النقد والمال وتبادل العملات، وسنقف بالتفصيل على كل تلك التغيرات في الفصول اللاحقة.

سادساً

سوق تبادل العملات Foreign Exchange Market

تعريف سوق تبادل العملات وأهميته :

إن التطورات الكبيرة في حجم التجارة الدولية أولت الدول اهتماماً متزايداً بعمليات تبادل العملات وخاصة في تمويل وتنفيذ عمليات الاستيراد والتصدير والتحويل الخارجي، ومعنى هذا أن هناك عمليات مستمرة لتحويل العملة الوطنية إلى عملات أجنبية وبالعكس، ويتداخل سوق تبادل العملات مع الأسواق الأخرى ويتكون هذا السوق من سوقين هما سوق الجملة Wholesale وسوق المفرد Retail ويضم المصارف التي تتعامل بتبادل العملات، ويصنف سوق تبادل العملات على أساس الزمن، فهناك السوق الآنية Spot Market حيث التعاملات الآنية النقدية، وهناك السوق الآجلة Forward Market، والسوق الأخرى هي المستقبلية Future Market.

إن المشكلة الكبيرة التي تعاني منها أسواق تبادل العملات تكمن في الطريقة والأداة التي تتم فيها عملية التبادل بين العملات، ففي ظل نظام قاعدة الذهب فإن الذهب كان يستخدم كوسيط للتبادل وتحسم كل معاملات التبادل بطريقة سهلة وبسيطة بسبب سهولة الوصول إلى قيمة كل عملة وما يعادلها من الذهب، ومع تعليق العمل بتلك القاعدة فإن المشكلة قد ازدادت تعقيداً، فبالإضافة إلى مشكلة احتساب معدل أو سعر التبادل لكل عملة وما يقابلها من العملات الأخرى، فإن الدول بدأت تواجه مشاكل أخرى ومنها القيود المصطنعة التي تفرضها على الاستيراد والتصدير، وأيضاً التثبيت الاعباطي لسعر الصرف، وقد انتقلت هذه

الصيغ بين الدول وبشكل أقرب ما يكون إلى الحرب منها إلى تنظيم نشاط معين، وكانت النتيجة أن وجدت الدول أنها بحاجة ملحة إلى منظمة تدرج ضمن تنظيم الأمم المتحدة لإيقاف تلك الحرب، وفعلاً كان صندوق النقد الدولي International Monetary Fund والذي أسس على نظرية التعاون النقدي الدولي، لقد استطاع الصندوق أن يضع العلاج المناسب لنظام نقدي دولي جديد ابتداءً بعد الحرب العالمية الثانية كما سنأتي على شرحه لاحقاً.

إن المشاكل التي تلازم هذه السوق كانت ولا تزال هي سعر الصرف سواء أكان السعر ثابتاً أم معوماً، ذلك أن الموضوع لا يخص سعر الصرف فحسب إنما ترتبط به عمليات الاستيراد والتصدير وهو الميزان التجاري كما سبق أن ذكرنا في الفصل الأول، ومن ثم تنتقل المشكلة إلى ميزان المدفوعات، واحتياجات الدولة من العملات الأجنبية وبالتالي قيمة العملة وما يقابلها من العملات الأخرى أي سعر الصرف. إن موضوع التغير في سعر الصرف وعمليات التحويل ستناقش في الفصول اللاحقة، وما يهمنا في هذا الفصل يختص فقط بهيكل سوق تبادل العملات.

هياكل ومؤسسات سوق تبادل العملات :

يضم سوق تبادل العملات العديد من المؤسسات المالية وهي تختلف من دول لأخرى تبعاً لعوامل كثيرة قانونية وتاريخية واقتصادية وغيرها، وستناول أهم المؤسسات التي يتكون منها هذا السوق ومنها:

المصرف المركزي : Central Bank

يعد المصرف المركزي المؤسسة المالية التي تخطط وتنظم وتراقب عمليات تبادل العملات، وأيضاً يعد المصرف المركزي بمثابة السلطة النقدية في الدولة الحديثة، فهو ظاهرة تعود إلى قرون مضت ولكنه اكتسب شكله النهائي المنظم بعد الحرب العالمية الثانية وبداية النظام النقدي الدولي الجديد. فأول المصارف المركزية في العالم تعود إلى القرن الخامس عشر وبالتحديد سنة 1694م وكان بشكل شركة محدودة المسؤولية أسست بموجب قانون، وقد تطور نشاطه عبر عقود فأنيطت به مسؤوليات إصدار العملة والإشراف وغيرها، وقد أمم المصرف في سنة 1946م وكان من أهم الأسباب لذلك هو لغرض تحقيق عمليات إشرافية فاعلة.

لقد شهد القرن التاسع عشر وبدايات القرن العشرين تأسيس عشرات المصارف المركزية في الدول المتقدمة والنامية وأنيطت به مهمات العملة، إصدارها

وإدارتها وأيضاً مهمات كثيرة أخرى . ولكن ما يتصل بموضوع تبادل العملات وهيكلية سوقه يعد المصرف المركزي المسؤول الأول .

المصارف التجارية : Commercial Banks

إن المؤسسات المالية المسؤولة عن عمليات تبادل العملات غالباً ما تكون المصارف التجارية ، وتعد هذه المهمة أحد أهم وظائف هذه المصارف ويتولى المصرف المركزي الرقابة والإشراف عليها . ويختلف الوضع بين الدول المتقدمة والنامية وبحسب درجة تطور النظم المالية لتلك الدول ، فهناك مؤسسات أخرى تقوم بمثل هذه الأعمال ومنها مكاتب التحويل وتبادل العملات .

تصنيف سوق تبادل العملات

كنا قد ذكرنا في بداية الحديث عن سوق العملات أنه يصنف إلى سوق جملة وسوق مفرد وهذا التصنيف يقوم على أساس حجم الصفقات في تبادل العملات وهناك تصنيف آخر يستند على طبيعة التعامل في عمليات التبادل وهو كما يلي :

سوق تبادل العملات الآني : Spot Foreign Exchange Market

ويتم في هذه السوق التعاملات الفورية من بيع وشراء للعملة حيث يتم الاستلام والتسليم فوراً ، ويتم الدفع النقدي وتسوى العملية على أساس تاريخ الصفقة وغالباً ما تكون يوم أو يومين كحد أقصى بعد حدوث التبادل وبموافقة الطرفين .

سوق تبادل العملات الآجل : Forward Foreign Exchange Market

وتتم في هذه السوق عمليات بيع وشراء العملات بالشكل الآجل ، أي أن يتم الاستلام بوقت مستقبلي حدد سعر صرفه سلفاً ، وتمتد هذه الآجال ما بين عدة أيام وإلى عدة أشهر أو ربما سنين .

عناصر سوق تبادل العملات :

البائعون والمشترون للعملات الأجنبية ويقصد بذلك الأفراد وشركات الأعمال وغيرهم من هم في حاجة إلى عملة أجنبية ولا يمكن أن تتم العملية التبادلية إلا من خلال أحد المصارف ويرتبط المصرف بالمصرف المراسل أو من خلال سوق النقد ، وبالتالي تتم التسويات بين المصارف للصفقات الخاصة بالعملات الأجنبية .

المبحث الرابع

المؤسسات المالية الدولية الرسمية

إن أحد أهم مؤسسات التمويل الدولي ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية هي المؤسسات المالية الدولية الرسمية Official International Financial Institutions ومنها صندوق النقد الدولي International Monetary Fund، والبنك الدولي World Bank وبنك التسويات الدولية International Clearance Bank، وتقوم هذه المؤسسات الدولية ومنذ ذلك التاريخ بإدارة النظام النقدي العالمي تبعاً للأهداف التي أسست من أجلها بعد أن بدأ العمل بالنظام الجديد حينذاك، ورغم كل التغيرات التي طرأت وحدثت في العالم وغيّرت من معالم ذلك النظام إلا أن مؤسساته كانت ولا زالت تمارس دورها وعلى مستوى العالم.

صندوق النقد الدولي⁽¹⁾ : International Monetary Fund

إن التخطيط لتأسيس مؤسسة دولية تنظم أعمال نظام النقد الدولي قد بدأت أثناء الحرب العالمية الثانية من قبل الحلفاء، وما أن وضعت الحرب أوزارها في سنة 1944م إلا وعقد مؤتمر في نفس تلك السنة ضم 44 دولة في مدينة بريتون وودز في الولايات المتحدة الأمريكية وعلى ضوء ذلك المؤتمر وتوصياته وبالتحديد في تموز من ذلك العام أسس صندوق النقد الدولي كمؤسسة مالية دولية ضمن نظام أشمل هو نظام بريتون وودز. وقد كان دور الصندوق ضعيفاً في البداية وتزايد دوره تبعاً وخاصة في العقود الأخيرة من القرن العشرين. لقد أسس النظام النقدي الدولي وقتئذٍ على ثبات سعر الصرف واتفق الأعضاء على ذلك وضمن آليات للعمل انطلاقاً من سياسة مضمونها سعر الصرف الثابت. لقد تبنى الصندوق هذه السياسة على أساس اقتصادي أولاً ولإدارة السيولة العالمية ثانياً.

أهداف صندوق النقد الدولي :

تتركز أهداف صندوق النقد الدولي بما يلي :

(1) للمزيد انظر :

- 1 - تسهيل نمو التجارة الدولية وتحقيق التوازن بين دول العالم .
- 2 - تعزيز استقرار التبادل بين العملات بين دول العالم .
- 3 - تعزيز سياسات التحرر المالي وتخفيف القيود والإجراءات .
- 4 - توفير الموارد المالية وإتاحتها للدول الأعضاء على أساس قاعدة التمويل المؤقت لغرض تعديل وتصحيح ميزان المدفوعات للدول التي تعاني من العجز فيه .

عمل صندوق النقد الدولي :

بدأ عمل الصندوق سنة 1945 وقد استمر يعمل بهدوء واستقرار لغاية 1960، وبعدها بدأت المشاكل تتطور وتزايد وقد عرفت بمشاكل عقد الستينات، وأحد الأسباب الرئيسة هو الولايات المتحدة، ومضمون ذلك الدور الذي مارسه في إدارة السيولة الدولية من خلال ضخ الدولار عبر المساعدات الاقتصادية والاستثمار الأجنبي المباشر والاحتياطات الدولية وغيرها، ومنذ ذلك الوقت بدأ عجز ميزان المدفوعات الأمريكي بالتزايد، ورافقها تناقص تدريجي وانخفاض مستمر بالثقة بالدولار، وحينها بدأت الدول ومنها فرنسا بتبديل الدولار بالذهب، حيث بات نظام سعر الصرف الثابت قاب قوسين أو أدنى من الانهيار وباتت عملية التغير ملحة وضرورية، وفي سنة 1968 علقت الولايات المتحدة الأمريكية بيع الذهب باستثناء الجهات الرسمية. وفي منتصف 1971 فكت ارتباط الدولار بالذهب وانتهى نظام سعر الصرف الثابت.

لقد حاول صندوق النقد الدولي في عقد السبعينات العمل على حل المشاكل والمساهمة في خلق الاستقرار بوصفه المنظمة الدولية المسؤولة عن ذلك من خلال أهدافها ووظائفها فاستطاعت خلق أداة أخرى أطلق عليها حقوق السحب الخاصة Special drawing right كوحدة ذات قيمة للعمل بدل الدولار كموجود احتياطي، وقد ارتبطت هذه العملة الجديدة بالذهب في البداية، وفي سنة 1974 ارتبطت بسلة من العملات ومن ضمنها الدولار والباون والفرنك والمارك والين، أما الجانب الآخر للصندوق فهو في إدارة نظام سعر الصرف المعموم حيث التغير في أسعار الصرف بموجب قوى السوق.

إن عمل صندوق النقد الدولي وضمن أهدافه التي وضعها والتي تتبلور في تقوية التعاون النقدي الدولي أي التعاون بين الدول وأيضاً أن تقدم هذه المنظمة المالية المشورة للدول الأعضاء وأن تقدم الإعانة في وقت حاجتها وبشكل مستمر

والأهم من هذا تسهيل التوسع والنمو المتوازن في التجارة الدولية والعمل على استقرار أسعار الصرف وتجنب المنافسة في عمليات تخفيض العملات وقد برزت كل هذه الجوانب بعد أن تبنت الدول نظام سعر الصرف الموعوم، وقد كان أيضاً عمل الصندوق دائماً في محاولة تخفيف القيود على عمليات التحويل الخارجي وقد تبنى الصندوق سياسات التحرر المالي وعمل على تنفيذها، والمتابع لنشاطات الصندوق يجد الشيء الكثير بهذا الاتجاه، وأخيراً العمل على توازن واستقرار الحسابات الدولية وتقييم القروض قصيرة الأجل للدول ذات العجز في موازين مدفوعاتها.

إن مراجعة سريعة لدور صندوق النقد الدولي خلال عقود زمن عمره الذي بدأ منذ 1945 ولغاية نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين يلاحظ المرء تعاظم الدور الكبير الذي قام به الصندوق وخاصة بعد أن بدأت الدول بتطبيق ما نادى به الصندوق في تحرير التجارة ورأس المال والعمل على دفع عمليات النمو والتنمية الاقتصادية وتخفيف الفجوة بين الدول المتقدمة والنامية وأيضاً تشجيع الإنتاج والتجارة الدوليين وغيرها كثير، والأهم من كل هذا الدور الذي سيلعبه الصندوق في عصر العولمة بعد نهاية عصر التدويل.

البنك الدولي للإعمار والتنمية :

The International Bank for Reconstruction and Development

يعد هذا المصرف مؤسسة مالية دولية وله رأسمال ساهمت به الدول المشتركة في تأسيسه، وتكمن الغاية الأساس من إنشائه في تمكين الدول المحتاجة إلى رؤوس أموال من الحصول على قروض طويلة الأجل لتنمية وسائل إنتاجها وتحسين قدراتها وتطويرها وتقع أعماله في إقراض الحكومات والمشروعات الخاصة من خلال توفير المصادر المالية بشكل قروض طويلة الأجل. إن عمليات التمويل التي يقوم بها الصندوق يمكن أن تتم من خلال العديد من الأدوات التمويلية ومنها السندات، وأيضاً يوفر البنك آليات الضمان الكافية للمقترضين، ويوفر الخبرات العلمية والمهنية في تقييم المشاريع وخاصة في الدول النامية.

بنك التسويات الدولية : Bank of International Settlements

وعادة ما يرمز له BIS وقد أسس هذا المصرف في سنة 1930 تنفيذاً لاتفاقات لاهاي، وجعل مقره في سويسرا وبلغ رأسماله 500 مليون فرنك ذهبي سويسري

ومقسم إلى 200000 سهم تمتلك المصارف المركزية الأوروبية ثلاثة أرباع هذه الأسهم والبقية يمتلكها الأفراد، وواجباته تقتصر على التعامل مع المصارف المركزية وأنه وسيطاً للتسويات المالية الدولية، ولقد نمت أعمال هذا المصرف في العقود الأخيرة وبات دوره بارزاً وكبيراً في إدارة الأزمات المالية الدولية ودعم الاستقرار المالي العالمي .

تطور أنشطة ومهام المؤسسات المالية الدولية الرسمية :

يلاحظ مما سبق أن تأسيس صندوق النقد الدولي والبنك الدولي جاء نتيجة النظام المالي الدولي الجديد الذي أعقب الحرب العالمية الثانية وأحد أهم نتائج اتفاقية بريتون وودز، أما بنك التسويات الدولية فكان قد تأسس قبل الحرب العالمية الثانية وبالتحديد سنة 1930 كما سبق الحديث عن ذلك، ولهذا سنتناول تطور أنشطة ومهام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بوصفهما المؤسسات التوأم أولاً ومن ثم نعرض على بنك التسويات الدولية .

أولاً

تطور أنشطة ومهام الصندوق والبنك الدوليان

لقد وضعت اتفاقية بريتون وودز مهاماً وأنشطة لكل من الصندوق والبنك الدوليين، فالصندوق كان قد أسس ليكون بمثابة المؤسسة المشرفة على النظام المالي الدولي وعملياته، والتأكد من تنفيذ الدول لتعهداتها، وأيضاً توفير التمويل السريع قصير الأجل لمساعدة الدول للتعامل مع مشاكل موازين مدفوعاتها المؤقتة، وبالتالي فإن الصندوق أسس ليكون مشرفاً على النظام المالي الدولي وممولاً له لكل من الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، والمساهمة بشكل خاص بحل مشاكل الدول النامية ومساعدتها وتقديم الخبرة والمشورة لها في إدارة مشاكلها المزمنة مع ميزان المدفوعات .

أما البنك الدولي فوظيفته الأصلية تتمثل في تقديم التمويل اللازم لما دمرته الحرب وأيضاً تقديم التمويل اللازم لحاجة الدول النامية للتنمية والإعمار وخاصة في تمويل المشاريع الإنمائية، والتي تكون الدول المنفذة لها في حاجة إلى المال اللازم وغير قادرة على توفيره، وقد ارتبط التمويل من قبل البنك الدولي وبشكل عام بمشروطة خاصة بمستوى المشروع والقطاع الذي يعمل فيه، من دون التدخل في السياسات الاقتصادية الكلية للحكومة، كذلك يسهم البنك الدولي في المساعدة

في عملية الإقراض من قبل المؤسسات المالية أو الدول وذلك بتقديم الضمانات والتعهدات للمقترضين وتسهيل عمليات الإقراض وتحديد شروطها وآلياتها . إن عمل المؤسسات المالية الدولية طيلة الثلاثة العقود التي تلت تأسيسهما يمكن أن يكون متطابقاً من حيث توفير التمويل اللازم رغم اختلاف الأغراض التي تسعى لها كل مؤسسة عن الأخرى ، وأيضاً يتطابق عمل المؤسسات من حيث إن لكل مؤسسة منهما مشروطياتها وسياساتها الخاصة . وخلال تلك الفترة من الزمن والتي تقدر بأكثر من ثلاثين سنة تخصص الصندوق بعمل ومسؤولية كبيرة مضمونها إدارة سعر الصرف الثابت وتكييف موازين المدفوعات من مشاكلها المؤقتة ومنها العجز وعدم توازن ميزان المدفوعات الوقتي ، وعلى ضوء ذلك يقيم الصندوق سياسات الدول وبرامجها الإصلاحية . أما البنك الدولي فقد اندرجت مسؤوليته في تحقيق البرامج التنموية الملائمة وتقييم المشاريع التنموية في الدول النامية خاصة والأم من كل هذا تحديد الأسبقيات التنموية لهذه الدول وتقديم الخبرة والمشورة والمساعدة بالتمويل المناسب والضمانات .

أما في عقد الثمانينات من القرن العشرين فإن التغيرات العالمية التي حصلت في عقد السبعينات قد دفعت كل تلك الأحداث هاتين المؤسسات المالية الدوليتين الصندوق والبنك إلى تبني دور جديد وإعادة نشاطهما وكان ذلك متمثلاً بما يلي :

أ - تطور أداء صندوق النقد الدولي :

- 1 - لقد تبني الصندوق إدارة نظام سعر الصرف المرن الذي يستند على آلية التعويم .
- 2 - استجابة الصندوق الكبيرة لما تبع ذلك النظام من مال فقدهم التسهيلات التمويلية .
- 3 - تفعيل سياسة المشروطة تجاه عمليات تمويل الدول النامية .
- 4 - تبني سياسات الإشراف والدفع باتجاه التكييف الاقتصادي عبر سياسات اقتصادية كلية فاعلة .
- 5 - لقد بدأ الصندوق بتطوير آليات تسهم في إعادة التكييف الهيكلي لاقتصاديات الدول النامية والحفز نحو المزيد من النمو الاقتصادي .

ب - تطور أداء البنك الدولي :

- 1 - غيرَ البنك من نمط تمويله ليشمل إضافة إلى تمويل المشاريع التنموية ، تمويل العجز في ميزان المدفوعات .
 - 2 - لقد بدأ البنك الدولي بالتدخل في السياسات الاقتصادية الكلية للدول النامية بعد أن لاحظ فشل العديد منها خلال الحقبة السابقة من عمله .
 - 3 - بدأ البنك بتقديم آليات جديدة تسهم في التمويل الدولي منها تلك التي قدمها البنك سنة 1980 باسم Structural Adjustment Loans وهو برنامج يقضي بتقديم تمويل ليس للمشاريع وإنما للمساعدة في تحقيق الكفاءة وتشغيل الموارد .
 - 4 - قدّم البنك العديد من الآليات التمويلية طيلة عقد الثمانينات هدفها دعم السياسات الاقتصادية للدول النامية .
- لقد خلقت كل تلك التطورات في المؤسسات المالية الدولية الرسمية في عقد الثمانينات دوراً متميزاً لكل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أهله ليحتل موقعاً مهماً في عقد التسعينات والدور الذي ستمارسه هاتان المؤسستان في القرن الحادي والعشرين وهذا ما سنلاحظه فيما بعد .

الخلاصة

تناول الفصل الثاني مؤسسات التمويل الدولي ، وقد ركز الفصل على أربعة مباحث كان أولها قد بين أهمية المصارف الدولية ضمن منظومات التمويل الدولي وتلاها المبحث الثاني والذي تناول الشركات متعددة الجنسية بوصفها أحد أهم قنوات التمويل الدولي وجاء المبحث الثالث ليناقد القناة الثالثة للتمويل الدولي وهي الأسواق المالية ، وأخيراً انتهى الفصل بالمبحث الرابع الذي استعرض مؤسسات التمويل الدولي الرسمية . إن التغير الذي حصل خلال السنوات الأخيرة في أنماط التمويل الدولي غيرَ من طبيعة مؤسسات التمويل الدولي ، ففي الوقت الذي كان ينظر إلى أن المالية الدولية مرتبطة بالمؤسسات المالية الدولية الرسمية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي فحسب بات اليوم ينظر إلى أن مؤسسات التمويل الدولي هي الشركات متعددة الجنسية المرتبة الأولى لما لها من دور كبير في تركيبة حركة رأس المال وتدفقاته جنباً إلى جنب مع المصارف الدولية والأسواق

المالية الدولية، إنها تغيرات باتت تأثيراتها واضحة في عمليات التمويل الدولي وتحولاته نحو التمويل العالمي.

استعرض الفصل عبر مباحثه الأربعة القنوات التي يمر بها التمويل الدولي وعناصرها الأساسية وسماتها وطبيعة نشأتها وتطورها عبر النصف الثاني من القرن العشرين، وخلص الفصل إلى بناء أرضية يمكن أن يستند عليها القارئ في فهمه لعناصر نظام التمويل الدولي وأهمها المؤسسات المالية الدولية.

الفصل الثالث

العمليات المالية الدولية والخطر

مقدمة

تعرض الأنشطة التمويلية الدولية أياً كانت طبيعتها سواء أقروها أم استثماراتها أجنبية أم غيرها، وتقع ضمن عناصر حركة رأس المال الدولية مشكلة مزممة تتمثل بتغير أسعار الصرف بين عملات الدول المختلفة، ويمكن لأية عملية تمويلية أن تحقق المزيد من الأرباح بسبب عمليات التبادل التي تتم بين العملات، فارتفاع قيمة الباون الإسترليني تجاه الدولار، يعني بالنسبة للمواطن البريطاني الحصول على مزيد من الدولارات عند بيعه الباون، والعكس صحيح، بالنسبة للمواطن الأمريكي ويعني باونات أقل عند بيعه للدولار، وكذلك انخفاض قيمة عملة تجاه أخرى يعني أيضاً أن فئة تحقق ربحاً، وأن أخرى تحقق خسارة، إذن لنتصور أن هناك ملايين الصفقات تتم يومياً بين الدول، وأن لكل دولة عملتها الخاصة بها، وبالتالي يمكن تقدير كم هو كبير حجم تلك التداولات بالعملات أو التحويلات .

الأمر الآخر والذي يشكل أيضاً مشكلة معقدة أمام تلك الصفقات والتحويلات والتبادلات هو الخطر الذي يواجه العمليات المالية الدولية والذي يتوزع إلى أخطار مالية وأخطار أخرى تخص تبادل العملات، والخطر الثالث هو السياسي .

يهدف الفصل إلى إبراز وتوضيح الأسس العلمية والعملية للعمليات المالية الدولية، والوقوف على أهم تقنيات عمليات التحويل وكذلك تحديد أهم الأخطار التي تواجه عمليات التمويل الدولي سواء في إطار القروض أو الاستثمارات الأجنبية .

المبحث الأول

عمليات التمويل الدولي في الشركات متعددة القومية

مقدمة

إذا كانت الشركة متعددة الجنسية قد انتشرت في عشرات الدول في العالم عبر فروع لها أو شركات تابعة لها فإن إدارة أموالها سوف تكون إدارة تتم عبر العالم، ولهذا اكتسبت من الآليات والتقنيات ما يسهل تلك المهمة وأدائها سواء من حيث صيغ العلاقة بين الشركة الأم وفروعها أم من حيث تحقيق الهدف الذي تسعى إليه الشركة وهو تعظيم الربح وتحقيق الكفاءة وتقليل الخطر والتعرض له. ولتحقيق ذلك فإن الإدارة المالية في الشركة متعددة الجنسية يجب أن تكون قادرة على مواجهة كل الاحتمالات الخاصة بتغيرات البيئة وأهمها تغيرات أسعار الصرف والتعاملات مع السوق الآني والآجل والمستقبل.

يركز المبحث على ثلاث نقاط أساسية تعد من أهم تقنيات وآليات عمليات التمويل الدولية، أولها أشكال العلاقة بين الشركة الأم وفروعها ودرجة تعقيداتها، وثانيها كيفية العمل على تحقيق الكفاءة وخفض كلف الإنفاق، وثالثها تفصيل آليات التعاملات الدولية في إطار السوق الآني والآجل وخاصة الأدوات المقللة للخطر. وقد استخدمت العديد من الأمثلة المعبرة عن تلك التغيرات مع توضيح ذلك بمعادلات.

أولاً

إدارة التدفقات النقدية

إن ما تتميز به الإدارة المالية الدولية عن إدارة مالية المنشأة الوطنية هو التباين في طبيعة وشكل التدفقات المالية النقدية الداخلة والخارجة حيث تتم تلك العملية

على أساس عالمي إذا أخذنا بنظر الاعتبار صيغة تعدي الجنسية كنمط حديث من أنماط المؤسسات الاقتصادية المعاصرة .

أشكال العلاقة بين الشركة الأم وفروعها :

إن دراسة التدفقات النقدية العالمية في إطار الإدارة المالية الدولية تحتم التعرف على طبيعة العلاقة بين الشركة الأم والشركات المنتشرة عبر الحدود والتابعة لها، وتختلف هذه العلاقة من شركة إلى أخرى ولا تخرج عن الصيغ الواردة في أدناه، ولكن تكتسب هذه العلاقات بين المركز والأطراف أهمية خاصة في الإدارة المالية لما للأموال من أهمية كبيرة تعكس بالنتيجة كل النشاطات التي تمارسها الشركة عبر الحدود، إضافة إلى ذلك مسؤولية الشركة المنتشرة عبر الحدود في شكل فروع وشركات تابعة واستثمارات في العمليتين التخطيطية والرقابية لكل الشركة والتي تنسم بالعالمية فضلاً عما تمارسه الشركة الأم من صيغ رقابية وتنسيقية بين كل الأطراف المنتشرة عبر العالم وعبر عملياتها متعددة الجنسية وارتباطها بالمركز الرئيس في البلد الأم وما يترتب على ذلك من التأكد من معياري الكفاءة والفاعلية وتحقيق الربحية ورسم الاستراتيجيات التنافسية عبر العالم وفي ظل السوق المفتوحة وكذلك كيفية مواجهة الشركات عابرة الجنسية للتحديات وتكون هذه الصيغ وفقاً لما يأتي⁽¹⁾ :

صيغة تعدد المراكز : Polycentric approach :

تتعامل هذه الصيغة مع الشركة متعددة الجنسية كشركة قابضة Holding Company وأن صنع القرار يكون لا مركزياً من قبل الفروع ومستوياتها، أما إعداد الكشوفات المالية فتعتمد على المبادئ المحاسبية ذات القبول العام للمستويين الوطني وخارج الوطن (عبر الحدود) سواء للمراكز أم الفروع، ويتم تقييم أداء الفروع على أساس ما هو معمول به في الشركة الأم أم خارجها. وإن الميزة التي تتمتع بها مثل هذه الشركات هي الصيغة اللامركزية حيث تصنع القرارات من قبل أولئك الذين يكون لهم معرفة بظروف السوق، وتنسم الفروع وإدارتها في مثل هذه الصيغة الدولية بالمرونة والخطر المستمر والكفاءة بوصفها تبحث عن أعلى صيغ مناسبة. أما إذا كانت هناك سلبات فإنها تتمثل في البعد عن سلطة الشركة الأم

(1) انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, *Intenational Business: A Strategic Management Approach...*, Op.Cit.

ومركز إدارتها وغالباً لا تميل إدارات مثل هذه الشركات إلى هذه الصيغة بوصفها مصدراً لأمر واجب العمل وفق سلطات وصلاحيات معينة فضلاً عن أن الشركة متعددة الجنسية تجد في هذا المدخل نتائج تنافسية عالية بين الفروع المنتشرة في الدول مما يؤدي إلى خفض الأرباح للشركة الأم.

صيغة التمرکز حول الأم : Ethnocentric Solution

تتعامل هذه الصيغة مع العمليات الأجنبية كامتداد للعمليات الوطنية للشركة فتتكامل كل وحدة مع غيرها لتشکل نظاماً موحداً للشركة سواء في التخطيط أو الرقابة. وإن من أهم المنافع التي يتمتع بها هذا النظام يظهر في قدرة الإدارة على تنسيق كل الأنشطة والعمليات بهدوء تام، وعادة ما تكون نتيجة ذلك مركزية الوظيفة المالية وبالتالي تتمكن الشركة من استثمار أية فوائض نقدية ناتجة عن عمليات يومية بشكل أوراق قابلة للتسويق أو تحويل ذلك النقد أو الأوراق إلى أي فرع أو تابع عند الحاجة له كرأس مال تشغيلي. إلا أن ما يؤخذ على هذه الصيغة أنها قد تسبب مشاكل للفروع إذ قد يشعر الفرع أنه بحاجة إلى مزيد من النقد بدلاً من أن يرسله إلى الشركة الأم إلا أن الشركة الأم لديها المزيد من الموارد.

الصيغة العالمية الواسعة : Geocentric Solution

تعتمد هذه الصيغة على أساس القاعدة العالمية الشاملة، وقرارات مثل هذا النوع من الشركات تتأثر بعاملين اثنين أحدهما: طبيعة وموقع الفرع المعين مثال ذلك أن يكون ذا مركزية عالية كارتباطه بالمركز أو بلا مركزية محددة وهكذا، أما العامل الثاني المؤثر؛ فهو الأرباح التي يمكن أن يحققها من خلال التنسيق الشامل لكل الوحدات المنتشرة في العالم وتزامن حدوثها. وغالباً ما تلجأ الشركة متعددة الجنسية إلى المركزية في قراراتها عندما تواجه نسباً عالية من الضرائب أو بيئة تنافسية شديدة، وبهذا تلجأ الشركة بحثاً عن الكفاءة في القرارات إلى المركز لتأكيد تحقيق هدفها في تعظيم ربحيتها وكفاءتها فمثلاً إذا كان هناك فرعان لفروع الشركة فباستطاعتها بيع منتج معين إلى زبون معين وذو أهمية في السوق، ولكن غالباً ما يلجأ المركز إلى بيع المنتج في الدولة التي تكون نسبة الضرائب فيها منخفضة.

ثانياً

إدارة التدفقات النقدية للشركة العالمية⁽¹⁾

تدفقات الأموال الداخلية :

تبعاً لصيغ العلاقات بين الفروع والتوابع والأصل أو ما يطلق عليه بالأم، فإن تدفقات النقد سوف تأخذ مسارات مختلفة عما هو مألوف في منشأة تقع داخل حدود الوطن، ولكن كما اتضح أن الشركة متعددة الجنسية تعمل عبر الحدود الوطنية ويبقى المركز الأم داخل حدود الوطنية، وبذلك يتخذ التدفق النقدي مفهوماً مغايراً عما هو مألوف، فالتدفق النقدي عبر عشرات الدول يكون عبارة عن تدفق عالمي Global وعندما ترغب الشركة بتوسيع أنشطتها المالية فإن أحد أهم المصادر التمويلية هو المصدر الداخلي ولكن كيف يتم ذلك؟

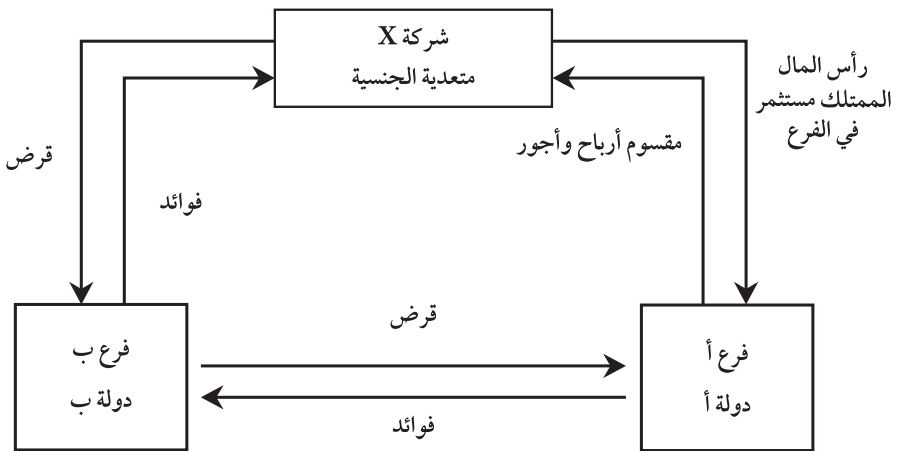
فمثلاً لو أن شركة X متعددة الجنسية وعبر فرعها في الدول الأجنبية ترغب أن تستأجر وتشغل مزيداً من العاملين، فإن ارتفاع مبالغ الأجور يمكن أن يغطي عن طريق الاقتراض من أي مصرف محلي أو ربما من الشركة الأم، وأن فرعها في دولة قد حصل على قرض من الشركة الأم أو من فرع الشركة في دولة أخرى فعليها أن تعيد المبلغ مع فوائده كما هو في الشكل الثالث وتتمثل في زيادة رأس المال الممتلك والمستثمر في ذلك الفرع وبالتالي فإن على الفرع أن يدفع مقسوم أرباح لتلك الأموال المستثمرة. هذه الأمثلة يمكن أن تساعد في توضيح الطرق المتعددة للشركة متعددة الجنسية لخلق الأموال داخلياً لتمويل أنشطتها وعملياتها وخارجياً من مصادر خارج الشركة وفروعها. ولكن ما هي الطريقة الأفضل التي يمكن أن تستخدم؟ إن الإجابة تكمن في مجموعة من العوامل منها: الإجراءات الحكومية للشركة الأم والدول المضيفة وإجراءات الإقراض في داخل الشركة نفسها. فعندما تكون نسبة الضرائب عالية على أرباح أحد الفروع فمن الطبيعي إيجاد وحدات تابعة للشركة الأم تكون مستعدة لإقراض كل الفروع بأسعار فائدة منخفضة

(1) للمزيد انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, **International Business: A Strategic Management Approach...**, Op.Cit. pp.383- 414.

لتعمل تلك الفروع على توسيع أنشطتها وتطوير وتنمية السوق . إن الاستراتيجية التي تقف وراء ذلك بسيطة وفحواها أن الوحدة ذات الأرباح العالية لا تحتاج أن تتحمل أسعار فوائد عالية لأن معظم تلك الفوائد سوف تخضع للضرائب من قبل الحكومة ، وبالعكس فإن الفرع الذي يقتض حاجته من النقد بسعر فائدة منخفض فمثله مثل من يحتفظ بالنقد للأغراض التوسعية . وإن تحريك الأموال بهذه الصيغة تجعل الشركة متعددة الجنسية قادرة على دعم توسعاتها وتمويل أنشطتها المنتشرة في العالم ، وأن العمل على تقليل الضرائب وزيادة المبيعات الخاصة بالفرع تعد عوامل ذات أهمية كبيرة في قراراتها التمويلية ، وقد عمدت بعض الحكومات مؤخراً إلى فرض ضرائب بسيطة على تلك القروض الداخلية للشركات متعددة القومية .

والجانب الآخر الذي يختص بالتدفق النقدي بين الأم والفروع عبر العالم يهتم بالمحددات الحكومية التي تقيد قدرة الشركة تجاه فروعها من ناحية تكنولوجية وإدارية ومشاركة الفروع في الإدارة ، وبعكسه فإن هناك حرية مطلقة في سحب وإدارة الأموال من الفروع وتجهيز الشركة الأم بالنقد لغرض تمويل الفروع في أنحاء العالم حيث يطلق على هذه الآلية بتقنيات تمرکز الأموال Fund Positioning Techniques .



الشكل (3-1)

تدفقات الأموال الداخلية في الشركة متعددة القومية

تقنيات تمرکز الأموال : Fund Positioning Techniques :

تعد تقنيات تمرکز الأموال بمثابة استراتيجيات تستخدم لتحريك النقود من

أحد مواقع الشركة متعددة الجنسية إلى آخر وهناك العديد من المداخل وأهمها ما يلي⁽¹⁾:

التسعير التحويلي : Transfer pricing :

يقصد به السعر الداخلي الذي تضعه الشركة للتجارة بين فروعها مثل السعر الذي يشتري به فرع في تشيلي من فرع في ألمانيا والاستنتاج النهائي هو البيع من قبل الفرع الألماني بنفس السعر الذي اشتري به من أي مجهز آخر في الخارج. لذلك فإن فرع تشيلي سوف يستلم خصم معين بسبب كونه أحد الفروع التي تعمل في الشركة إذ لا تسمح للشركة الأم بالربح على حساب الآخر. وبالتالي فإن هذين السعيرين يصبحان غير صحيحين عند استخدام الأسعار التحويلية وفق استراتيجية للشركة وأن السعر النهائي يتحدد من خلال إجراءات محلية ويحدد مستوى معين يسمح للشركة ببلوغه لتحقيق هدف الربح وتقليل الكلف وتحريك النقد بين الفروع، وضمن إدارة التسعير التحويلية فإن الهدف هو تعظيم الربح في الدول ذات الضرائب المنخفضة وتقليل الربح في دول ذات الضرائب المرتفعة.

وأحد أهم المشاكل التي تعترض هذه الطريقة هو أن الكشوفات المالية لا تعكس بدقة الأداء الخاص بالفرع بسبب احتكار هامش الربح، وأن المشكلة القائمة مضمونها أن الاستراتيجية لا تشجع الأداء الكفء من قبل البائع، فهدفه الأساس هو عدم تحميل الفرع بأرباح غير مبررة. وفي السنوات الأخيرة فإن دولاً كثيرة قد أعادت النظر بتشريعاتها وقوانينها الضريبية بما يحقق عدم تحويل الأسعار.

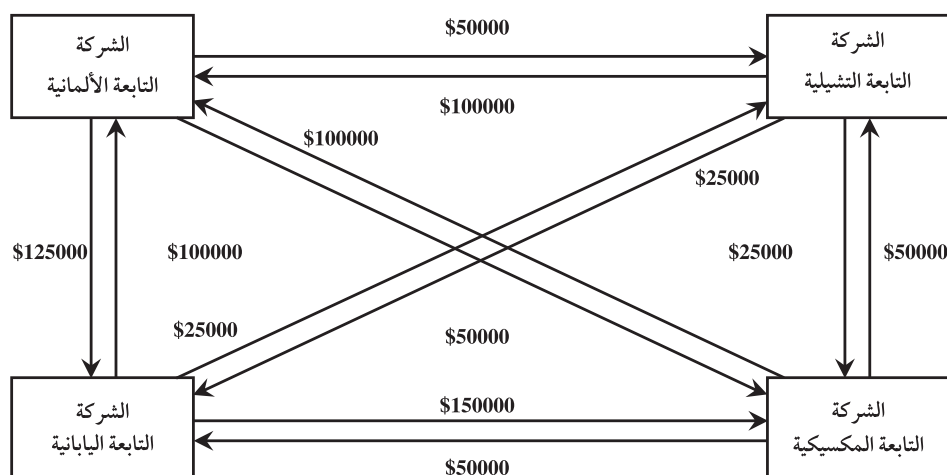
الملاذ الضريبي : Tax Havens :

وتعد التقنية الثانية من تقنيات تمركز الأموال وتستخدم الضريبة كملاذ، حيث تعد الدول ذات الضرائب المنخفضة دولاً مضيضة للأعمال ويكاد الكلام ينطبق على استراتيجية تحويل الأسعار سابقة الذكر، ومضمون ذلك أن احتساب الضرائب يقود إلى تحويل الأسعار حين تستخدم هذه الاستراتيجية عمليات بيع منتجات الفرع ذات الكلف المنخفضة إلى فرع آخر، وبالتالي يعد هذا الفرع ملاذاً ضريبياً وبدوره يبيع بأسعار عالية إلى فرع ثالث ويشبه هذا ما حصل في أولاً باستثناء فرع الملاذ الضريبي حيث لا ضريبة على الإطلاق.

(1) انظر في هذا، وعن الأسعار التحويلية Transfer Prices،

القروض المواجهة : Fronting loans :

تعد القروض المواجهة (الأمامية) إحدى استراتيجيات التمرکز المالي التي تنطوي على شخص ثالث يدير القرض، فإذا قررت إحدى الشركات متعددة الجنسية وضع عمليات لها في الصين وأن الشركة الأم في أمريكا فإن ما يشغل بالها هو الخطر السياسي الملاحق لذلك القرار، كذلك فإن من المحتمل أن تصدر وتسيطر على كل موجودات الفرع لا بل السيطرة حتى على النقد المتاح لها ولغرض حماية استثماراتها فإن الشركة الأم قد تودع بعض الأموال في أحد المصارف الدولية والذي تربطه علاقة قوية مع الصين وحكومتها، وبالتالي فإن الفرع قد يطلب قرضاً من ذلك المصرف بقدر تلك الوديعة التي كانت قد ودعتها الأم وهنا يأخذ الفرع الأموال من المصرف بشكل قرض. ورغم أن الصين مثلاً لا يمكن لها أن تصدر ذلك الفرع أو القرض وأنها لا بد أن تحافظ على علاقاتها مع المصرف الدولي لهذا تكون الشركة الأم قد حققت المهمتين وهما التحويل للفرع والضمان له بالنجاح في عمليات التمويل. إن استراتيجيات التمرکز المالي تعد ذات أهمية بالغة في تحريك النقد وتدفقاته عبر امتدادات الشركة في العالم وكذلك فإن الشركة المتعددة الجنسية تكون قد حققت مهمة الحفاظ على أموالها من أية عوارض سياسية أو قانونية تقف أمامها.



الشكل (3 - 2)

التشابك المتعدد بين الفروع

ثالثاً

التشابك المتعدد Multilateral Netting

تتخذ هذه الاستراتيجيات عبر شبكة من العمليات المسيطر عليها ضمن قنوات تدفق الأموال وهذا ما يطلق عليه بالتشابك المتعدد Multilateral Netting فعندما تنفذ الشركات التابعة (الفروع) أعمالها فيما بينها تصبح بعضها دائنة للآخرى والبعض تصبح مدينة للآخرى .

إن ملاحظة الشكل أعلاه يعطينا مثلاً لأربع شركات تابعة ترتبط فيما بينها بمبالغ لها وعليها، وبالنتيجة فإن كل تلك الالتزامات فيما بينها يمكن أن تحل بشكل منفرد لكل شركة تابعة. ولغرض تحقيق كفاءة العملية فإن الكثير من الشركات المتعدية الجنسية قد وضعت حسابات خاصة في موقع معين وبإشراف إداري مباشر من قبل السلطة الأم لغرض إجراء التحويلات والدفعات وتسديد الالتزامات بين الشركات التابعة والفروع. إن عملية التشابك المتعدد تنطوي على تحديد دقيق على دائنية ومديونية الشركات التابعة والفروع الناتجة عن الصفقات المتعددة حيث تبدأ بالمبالغ المدينة لكل شركة تابعة أو فرع، ويوضح الجدول أدناه المعلومات التي تضمنها الشكل السابق للشركات التابعة الأربع، وبالتالي يظهر صافي المركز المالي .

الجدول (3 - 1)

صافي المركز المالي لشركة متعددة الجنسية (المبالغ بملايين الدولارات)

الشركة التابعة	المبالغ المستلمة	المبالغ المدفوعة	صافي المركز المالي
ألمانيا	3000000	225000	75000
تشيلي	125000	150000	250000
اليابان	200000	275000	750000
المكسيك	225000	200000	25000

وتأسيساً على ذلك تحدد ما هي المبالغ التي يجب أن تحول إلى المركز وحسابات المقاصة كل ذلك يتم من حسابات الشركة المركزية .

إن مدير حسابات المقاصة يكون مسؤولاً عن سرية تنفيذ العملية ووقتها . كذلك يقدر ما هي المبالغ التي تحول حيث غالباً ما تحول المبالغ بعملة الدافع

ولهذا فالشركة الألمانية سوف تدفع التزاماتها بالمارك وإيطاليا بالليرو وتسوى تلك الحسابات في إدارة حسابات المقاصة بالكامل.

لقد كانت هناك أسباب كثيرة وراء هذا البناء الشبكي المتعدد الأطراف وشيوعه بشكل كبير منها أنه يساعد الشركة الأم للتأكد من كل التعاملات والعلاقات المالية بين الوحدات وإكمالها بسرعة ودقة وبذلك تسهم كل هذه العمليات في تقليل المشاكل المالية التي يمكن أن تثار ويكمن السبب الثاني في أن الشركة التابعة والفروع المدينة تسرع في تحقيق المزيد من النشاط والأداء الأفضل لفروعها، وثالثاً إن الشركة الأم يمكن أن تعرض على الشركة التابعة أو الفرع الذي يراكم ويكدس أموالاً كثيرة من النقد لغرض توظيفه في الشركات التابعة في دول أخرى. وأما السبب الرابع فإنه يظهر في كلفة التحويل للعملة الأجنبية وكيفية تقليلها إلى أدنى حد ممكن، هذا ما يمكن توفيره من خلال آليات المقاصة ولكن في المقابل هناك الكثير من المشاكل التي تعترض هذه الآلية، ومنها أن العديد من الدول قد فرضت رقابة على العمليات فيها فسمحت لهم بالتعاملات التجارية فقط وبهذا حددت عمليات تحريك الأموال ضمن الإطار الشبكي، وثانياً: إن الحكومات قد تطلب أو تدفع مقابل المستوردات متأخراً لحين ما تصل البضاعة إلى الزبائن وبهذا تؤخر العمليات الشبكية من 60 - 90 يوماً، كذلك فإن المشكلة الثالثة قد تظهر عند بعض المدراء في الشركات التابعة (الأم) فيمكن أن يقاوم تلك العمليات وخاصة في عمليات التنسيق مع الآخرين الذين تبدو تدفقاتهم الخارجة أعلى من تدفقاتهم الداخلة.

إن التشابك المتعدد يمكن أن يساعد الشركة متعددة الجنسية للتأكد من عمليات التداخل المحاسبي بين الفروع وتحقيق الموازنات بينها، وتبقى العملية في غاية الأهمية بالنسبة للشركة الأم في إطار إدارتها لتدفقاتها النقدية العالمية. ولكن تبقى المشكلة الأكبر وهي مشكلة خطر التغير في أسعار الصرف مما يؤثر بالتأكيد على قيمة العملات الدولية. وإن أهمية هذا الخطر تبدو واضحة لكل الأطراف ولهذا فإن الإدارات قد تبنت استراتيجيات معينة للتعامل مع تلك المشكلة وفق منظور يحقق الهدف الذي تسعى إليه الشركة متعددة القومية.

رابعاً

طبيعة التعاملات النقدية الدولية⁽¹⁾

تمر التدفقات النقدية الدولية في مسارات عبر السوق النقدية ويتم تبادل العملات الأجنبية مع بعضها البعض، وتتخذ تلك التبادلات صيغاً مختلفة، فقد تطورت التعاملات النقدية خلال الثلاثة عقود الأخيرة من القرن العشرين تطوراً هائلاً بسبب التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف والتي انعكست بشكل أخطر أثرت على التدفقات النقدية وحجمها، لذا اتخذت تلك التعاملات صيغاً أهمها صيغة التحويل الآني وصيغة التحويل الآجل، وشكلت فيما بعد أسواقاً أطلق عليها الأسواق الآنية والأسواق الآجلة والمستقبلية لتضم إلى المستقبلية المستخدمة في التعاملات المالية الدولية.

يركز هذا الجزء من الفصل على طبيعة التحويلات دون الولوج في الهياكل والأسواق، وسنعود إلى تفاصيلها فيما بعد في فصول لاحقة. إن التعاملات النقدية والتحويلات ترتبط بسعرين: سعر للبيع وسعر للشراء لكل عملة مع ما يقابلها من عملات أخرى، لذا فإن البيع بسعر عالٍ والشراء بسعر منخفض يحقق للمتعامل فائضاً من تلك العملية والعكس صحيح، فإن البيع بسعر منخفض والشراء بسعر عالٍ يحقق بالمقابل خسارة نتيجة ذلك التحويل ويحقق المصرف من كل تلك الصفقات هامشاً معيناً يطلق عليه spread حيث يغطي من خلاله الكلف التي يتحملها وما تبقى يعد ربحاً صافياً للمصرف.

وتستخدم المصارف كل ما هو متاح لديها من تقنيات مصرفية لتسهيل تلك العمليات ضمن الضوابط والتعليمات المعمول بها، ولكن الأهم من كل ذلك هو كيف تتم عمليات التحويل بين العملات من وجهة نظر الشركات المتعاملة وضمن التدفقات النقدية للشركة متعددة الجنسية العالمية؟

(1) تم الاعتماد في كتابة هذا الموضوع على المراجع أدناه:

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, **International Business: A Strategic Management Approach...**, Op.Cit. pp.383 - 414.

Levi, **International Finance**, McGraw-Hill International Book Company, 1983.

Richard Pike and Bill Neale, **Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies**, Op.Cit. p452.

المفهوم الآني Spot في الصفقات والتحويلات النقدية:

تعد شركات الأعمال بشكل عام والمتعدية الجنسية بشكل خاص ذات خبرات كبيرة ومهنية في مسألة التحويلات النقدية والتدفقات النقدية وتتمثل هذه المهنية بدرجة عالية في تعاملات تلك الشركات في أسواق تبادل العملات، فقد بات من الصعب جداً تفسير ممارسات تلك الشركات وسلوكها في تلك الأسواق ما لم تفهم أهداف واستراتيجيات ومهمات تلك الشركات. وغالباً ما تحدد تلك التعاملات على أساس حجم الصفقة إن كانت سوف تنفذ في المصارف الكبيرة (مصارف الجملة = Wholesale) أو المصارف الصغيرة (المفرد Retail Bank) وذلك بسبب ما تطلبه تلك العمليات من سحوبات كبيرة. وتبقى معدلات الأسعار لكل عملة تجاه الأخرى ذات أهمية كبيرة وغالباً ما تنشر الصحف الأسعار التي تقفل عليها الأسواق لعملة دولة معينة تجاه العملات الأخرى. ويعرض جدول أسعار العملات غالباً معدلات أسعار البيع دونما ذكر لمعدلات أسعار الشراء للعملات الأجنبية ويمارس السماسرة في الأسواق دوراً مهماً في هذا الجانب وذلك من خلال طرحهم معدلات أسعار البيع في المصارف والتركيز على معدلات العرض أو السؤال (Ask Rate) وغالباً ما تعد هذه المعدلات ذات أهمية بالغة في بناء الأسعار للبيع والشراء.

مفهوم المثلث التوازني:

ترتبط أسعار صرف العملات مع بعضها وفق مفهوم ثلاثي الأبعاد يطلق عليه بالمثلث التوازني، الذي يعرف بأنه المثلث الذي يحقق التوازن أثناء عمليات شراء وبيع عملة مقابل أخرى وتنتهي بعائد للعملة الأصلية بهدف تحقيق أعلى الأرباح. إن وجود المثلث التوازني غالباً ما يجعل بعض أسعار العملات تحقق فوائض معينة بافتراض أن كلفة الصفقة صفراً.

بافتراض أن هناك أربع عملات فقط فإن هذا يعني أن هناك اثني عشر سعراً للصرف، ولو افترضنا أن هذه العملات الدولار \$ والباون £ واليورو الأوروبي Euro والين الياباني ¥ فإن حامل الدولار سوف يكون أمام تبادلات آنية مع:

$$\frac{\$}{\text{دولار}} \frac{\text{£}}{\text{£}}$$

$$\frac{\$}{\text{دولار}} \frac{\text{Euro}}{\text{Euro}}$$

$$\frac{\$}{\text{دولار}} \frac{\text{¥}}{\text{¥}}$$

حيث يعرف الرمز (\$/£) بأنه عدد الدولارات التي تحتاجها لشراء الباون في سوق التبادل الآني، بعبارة أخرى فإن صيغتها يمكن أن تأخذ الشكل التالي $S(i/j)$ ويقصد به عدد الوحدات للعملة i التي يحتاجها لشراء عدد من وحدات العملة j في السوق الآني S .

إن المسألة تبدو بنفس الشكل لحامل الباون £

باون £/\$, £/Euro, £/¥

وهو عدد الباونات التي يحتاجها لشراء وحدة من عملة أخرى من السوق الآني، وإن كل الاحتمالات لأسعار الصرف بين الأربع العملات يمكن أن نعرضها لاحقاً لأسعار صرف أربع عملات مختلفة ويمثل مصفوفة بحد ذاته. إن القراءة التقاطعية لصف (£) مثلاً يمكن أن نجد عدد الباونات لكل دولار $S(£/\$)$ وعدد الباونات لكل يورو أو يوبي وهكذا.

ونلاحظ أيضاً أن هناك (12) سعراً للصرف لتلك العملات الأربع ولا تتمتع تلك الأسعار باستقلالية تامة وتحقق بعضها فوائض معينة وذلك بتحقيق التبادل عبر ما يأتي:

$$S(\$/\text{£}) =$$

أو بشكل عام تستخدم الصيغة التالية:

$$S(i/j) = 1 / [s(j/i)] \dots \dots \dots (1)$$

فمثلاً إذا كان هناك 0,5 باون لكل دولار هذا يعني أن هناك دولارين لكل باون وللإستفادة من المعادلة السابقة (1) فإن تلك المعادلة تعني ما مضمونه إذا

كانت كلفة التفاحة بـ 50 سنتاً فإن كلفة تفاحتين سيكون دولاراً، ولكن باستخدام سعر الصرف فإن العملية تبدو أعمق من ذلك بكثير، فإذا افترضنا أن أسعار صرف تبادل العملات السابقة هو كما في الجدول أدناه.

مصفوفة بأسعار صرف العملات السابقة

العملة المباعة	\$	£	Euro	¥
\$	1	1,893	0,453	0,00437
£	0,526	1	0,239	0,00231
EURO	2,205	4,120	1	0,0
¥	228,2	433,5	103,5	1

فإن الفرد الذي يحتفظ بدولار يمكن أن يستبدله بـ Euro 2,205 وهكذا. إذا كان:

0,239 Euro/£

ففي هذه الحالة سوف يعتمد الفرد استخدام Euro 2,205 للحصول على:

$$0,527 = 2,205 * 0,239$$

إن عدد الباونات التي يمكن أن تحوّل إلى دولار وبسعر صرف £/1,893 \$ ويعطي \$0,9976.

$$0,9976 = 2,205 * 0,239 * 10893 = 0,9976$$

وبكلمة مختصرة فإن استخدام الجدول السابق يعني أن دولاراً واحداً سوف يحقق S(Euro/\$) يورو ويبقى أن يشتري S(Euro/£) . S(Euro/\$).

لباون إسترليني وإن هذا يمكن أن يحول إلى

$$(2) \quad S(\$ / £) . S (£ / Euro) . S (Euro / \$) \text{ دولار}$$

إن ناتج معادلة سعر الصرف رقم (2) تعطي عدد الدولارات المتبقية بعد أن تكون البداية بدولار واحد ثم ومن خلال تحويله إلى يورو والباون يحول ثانية إلى الدولار. إن نتيجة الحركة في السوق في إطار مفهوم المثلث الموضح أدناه، ففي هذا المثلث كانت البداية بدولار وانتهت بالعودة إلى الدولار.

ويبدو واضحاً أنه عندما:

$$S(\text{Euro}/\$) . S(\text{£}/\text{Euro}) . S(\text{\$/£}) > 1$$

فإن نمط مثلث التبادل يكون مربحاً وإن المدير المالي سوف يحول دولاراً واحداً بدون أي خطر إلى أكثر من دولار سواء في الشراء أو في البيع ، وإذا أصبح الدولار أكثر من دولار فإن العائد الذي يحققه مليون دولار سوف يكون كبيراً وكلما زاد المبلغ ارتفع الربح .

إن فرصة تحقيق ربح من خلال المثلث قد تتلاشى عندما يزداد عدد المتعاملين في تبادل العملات وهذا ما يحصل فعلاً فإن سرعة اقتناص الفرصة هو الذي يساعد في تحقيق الربح . إن آلية وقوى عمل التبادلات تدفع باتجاه صعوبة تحقيق أي ربح يذكر . وفي إطار ما سبق فإن شراء يورو أوروبي مع الدولار يؤدي إلى رفع سعر اليورو مما يعني انخفاض في قيمته وأيضاً سوف يكون هناك زيادة في سعر الباون مقابل اليورو إذا اشترت الناس الباون فإن هذا يعني أيضاً انخفاض في قيمته . وأخيراً سوف يكون هناك انخفاض في قيمة الدولار كنتيجة لبيع الباون لقاء الدولار . وهذا يعني بالنتيجة أن ذلك النشاط والجهد لحركة المثلث التوازني سوف يخفض قيمة كل معدلات الصرف في السلسلة . وفي الحقيقة إن مهنية هذه العملية التوازنية سوف تستمر للحد الذي يجعل الدولار في تلك المعادلة سابقة الذكر وضمن هذا المثلث يمكن أن يصبح أكثر من دولار . ولهذا :

$$S(\text{Euro}/\$) . S(\text{£}/\text{Euro}) . S(\text{\$/£}) < 1 \dots\dots\dots (3)$$

وبالنسبة لكل الذين يعملون خارج إطار التعاملات المصرفية الدولية فإن فرص التوازن سوف تحدث لفترة قصيرة جداً .

ولو طبقنا معادلة (3) على ما جاء في الجدول السابق فإن الشخص يمكن أن يشتري 0,526 باون بالدولار الواحد . وهذا يمكن أن يستخدم لشراء

$$\text{Euro } 2,20 = 0,526 * 4,190$$

والذي يعني شراء دولارات بموجب \$ 0 / Euro

ويعني أن هذا الشخص سوف يحقق من كل دولار ومن خلال المثلث التوازني :

$$(0,453 * 4,190 * 0,526) = 0,9984 \$$$

وبكلمة مختصرة إن كل دولار يحقق \$ (£/\$) باون

وإن هذا يمكن أن يشتري به :

$S(\text{£}/\$).S(\text{Euro}/\text{£})$ يورو أوروبي ، ويمكن تحويله إلى :

$S(\text{£}/\$).S(\text{Euro}/\text{£}).S(\$/\text{Euro})$ دولار .

وهذا يجب أن يساوي واحداً أو أقل من واحد، ولهذا فإن حملة الدولار سوف يكونوا قادرين على تحقيق أرباح من خلال هذا المثل بشراء الباون واستخدام هذه التقنية لشراء اليورو الأوروبي أو لشراء دولار من خلال اليورو .

إذا كان الانطباع أن تكون المعادلة مساوية لواحد أو أقل فهذا ستظهر كما يأتي :

$$S(\text{£}/\$).S(\text{Euro}/\text{£}).S(\$/\text{Euro}) < 1$$

ولما كنا قد ناقشنا أنه :

$$S(\text{£}/\$) = 1 / [S(\$/\text{£})].S(\text{Euro}/\text{£}) = 1 / [S(\text{£}/\text{Euro})]$$

$$S(\$/\text{Euro}) = 1/[S(\text{Euro}/\$)] \text{ وكذلك :}$$

وبالاستعاضة وإعادة ترتيب المعادلة نحصل على المعادلة رقم (4) .

$$S(\text{Euro}/\$).S(\text{£}/\text{Euro}).S(\$/\text{£}) > 1 \dots (4)$$

تعتمد هذه المعادلة على سابقتها وهنا يمكننا القول أن عامل المساواة بين العلاقات في المثلث التوازني من عدمها هو الأساس في أن تكون سلسلة أسعار الصرف مساوية لواحد أو أقول أو أكثر منه ، وبالتالي فإن هذا يعني أيضاً الوصول إلى المعادلة (5) :

$$S(\text{Euro}/\$).S(\text{£}/\text{Euro}).S(\$/\text{£}) = 1 \dots (5)$$

إن قاعدة السلسلة في المعادلة (5) التي تم اشتقاقها من المثلث التوازني لا تتضمن كلفة التحويل وإنما تظهر كيف يمكن اشتقاق أسعار الصرف من بعضها ، وأن سعر الصرف $S(\$/\text{Euro})$ يمكن أن يشتق من معادلة أخرى وذلك بوضع كما يلي :

$$S(\text{Euro}/\$) = 1/[S(\$/\text{Euro})]$$

والتي يمكن أن تظهر معادلة رقم (6) :

$$S(\$/\text{Euro}) = S(\$/\text{£}).S(\text{£}/\text{Euro}) \dots \quad (6)$$

$$\text{وفي مثالنا } 0,452 = 0,239 * 1,893 = S(\$/\text{Euro})$$

هو متطابق تقريباً مع عدد الدولارات لكل يورو أوروبي في الجدول السابق وهذا يمكن أن نستفيد منه وعلّمنا كيف نجد سعر صرف العملة من سعري صرف عملتين أخريين . وهو ما يلاحظ في المعادلتين (7 و 8) وكما يأتي :

$$S(\text{£}/\text{Euro}) = S(\text{£}/\text{EURO})/S(\$/\text{£}) \dots \quad (7)$$

$$S(\$/\text{£}) = S(\$/\text{Euro})/(\text{£}/\text{Euro}) \dots \quad (8)$$

تأسيساً يمكن الوقوف على مضامين معينة في السوق منها القدرة التوازنية بين أية عملتين في النمط المثلثي سابق الذكر وأن معنى كفاءة السوق تبين أنه لا يمكن لأية فرصة أن تمر هباء، إنها نتائج طبيعية لآلية السوق التوازنية .

ويمكن أيضاً أن نلاحظ أن الكفاءة وفق ما جاءت به المعادلة (5) تتطلب أن يكون التوازن سائراً في اتجاهين في المثلث . أيضاً فإن هناك نقطة جديرة بالملاحظة وهي إن كلفة التحويل تساوي صفراً ولكن قبل دراسة مضامين تلك الكلفة فلا بد من الاطلاع على المعادلات 6، 7، 8 وأن القاعدة هي :

$$S(i/j) = 1/[s(j/i)]$$

إن الجانب المهم الذي يجب ملاحظته حول أسعار الصرف في الجدول السابق، هو أنها بكاملها قد تشكلت من ثلاثة أسعار صرف وهي على التوالي :

$$S(\$/\text{£}), S(\$/\text{Euro}), S(\$/\text{¥})$$

بعبارة أخرى إن معرفة قيمة أي عملة مقابل الدولار فإنه يمكن التعرف على قيمة أي عملة مقابل أخرى . بشكل عام أن $n(n - 1)$.

يمكن أن نتحقق، وأن أسعار الصرف يمكن أن تظهر من خلال $(n - 1)$ مقابل n^{th} من العملة . فإن أسعار الصرف الأخرى ستكون فائضة وعندما تشكل أسعار الصرف من أسعار الصرف الأخرى بموجب المعادلات 6، 7، 8 فإن أسعار الصرف الجديدة يمكن تسميتها الأسعار المتقاطعة .

العملة المثالية	\$	£	Euro	¥
\$	1	$S(\$/\text{£})$	$S(\$/\text{Euro})$	$S(\$/\text{¥})$
£	$1/[S(\$/\text{£})]$	1	$S(\$/\text{Euro})/(S(\$/\text{£}))$	$S(\$/\text{Euro})/(S(\$/\text{£}))$
Euro	$1/[S(\$/\text{Euro})]$	$S(\$/\text{£})/S(\$/\text{Euro})$	1	$S(\$/\text{¥})/S(\$/\text{Euro})$
¥	$1/[S(\$/\text{¥})]$	$S[(\$/\text{£})/S(\$/\text{¥})]$	$S(\$/\text{Euro})/S(\$/\text{£})$	1

ليس هناك قاعدة تقول إن أسعار الصرف يجب أن توضع مقابل الدولار لكي تحصل على أسعار صرف أخرى. لهذا فإن أية عملة يمكن أن تستخدم المفاهيم سابقة الذكر ولكن نظراً لما للدولار من أهمية دولية كونه العملة السائدة في العالم بعد انحسار الباون والفرنك فقد بدا بأنه العملة الدولية الوحيدة في العالم، ولكن يمكن إيجاد أسعار صرف أخرى من دون التعرف على قيمة العملات، ويجوز أيضاً استخدام الذهب أو حقوق السحب الخاصة أو اليورو وهكذا، ويبدو أن اليورو قد بات عملة دولية مثلها مثل الدولار بحكم ما يتمتع به الاتحاد الأوروبي من اقتصاد متين وضخامة حجم التعاملات الأوروبية مع العالم وهذا ما سيشهد به المستقبل.

المثلث التوازني وكلفة الصفقة (التحويل):

لغرض الوقوف على تحديد دقيق لمفهوم كلفة الصفقة لا بد من القول أنه لما كان سعر شراء عملة هو غير سعر بيعها وأن سعر السؤال يختلف عن سعر العرض لذا فإن الشاري والبائع للعملة عليه أن يدفع عمولة معينة عن تلك الصفقة وبهدف تحقيق الفهم الواضح لذلك يمكن القول أن هناك هامشاً spread بين السؤال وسعر العرض وأن الهامش الذي يحققه الوسيط يمكن أن يمثل إيراداً لهم بالعملة الأجنبية وأن معدل البيع والشراء تتحدد كما يلي:

$S(\$/\text{ask } \text{£})$

ويقصد به مجموع السعر المدفوع للصرف أو الوسيط لشراء الباون وأن $S(\$/\text{bid } \text{£})$ يقصد به عدد الدولارات المستلمة من المصرف أو الوسيط نتيجة لبيع باون مقابل الدولار.

وعليه فإن تعريف كلفة الصفقة كما يلي:

إذا اعتبرنا C تعد كوسط لكلفة صفقة في سوق العملات الأجنبية هذا يعني أن :

$$S(\$/ask \text{ £}) = (1 + C)S(\$/\text{£}) \dots\dots (9)$$

فإذا كانت $S(\$/\text{£})$ هي المعدل الوسط لسعر الصرف بين الدولار والباون وإذا لم يكن هناك كلفة صفقة .
لذا فإن :

$$S(\$/bid\text{£}) = (1 - C)S(\$/\text{£}) \dots\dots (10)$$

وهذا يعني أن C يمكن تحديدها بسهولة وأنها الوسط الحسابي لكلفة الصفقة بالمفهوم النسبي ، فمثلاً إذا كانت $C = 0,001$ فإن الكلف هي $10/1$ من 10% لأي شراء أو بيع ، وهذا سوف يكون واضحاً بسبب أن $S(\$/ask\text{£})$ و $S(\$/bid\text{£})$ أن ما ورد في المعادلتين 9 و 10 هو كما يلي :

$$S(\$/ask\text{£}) - S(\$/bid\text{£}) = 2CS(\$/\text{£})$$

أو

$$C = \frac{S(\$/ask\text{£}) - S(\$/bid\text{£})}{2S(\$/\text{£})}$$

وهكذا فإن المعادلتين 9 و 10 عرفتا كلفة الصفقة على أنها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء وأن هذا الفرق لا يمكن أن يعرض كنسبة من منتصف سعر الصرف فمثلاً إذا اشترينا باون بـ $S(\$/ask\text{£}) = 1,8930$ وبعنا هذا بمبلغ صافي $S(\$/bid\text{£}) = 1,8910$ فإن :

$$C \text{ تساوي } 1,8930 - 1,8910$$

$$0,002 / (1,8930 * 2) = 0,005$$

$$\text{أو } 1/20 \text{ لكل } 1\%$$

في الحقيقة أن C تعتمد على مبلغ الصفقة وإنها تتراوح ما بين $1/50$ لكل 1% ($C=0,002$) لصفقات المصارف الدولية الكبيرة وقد تكون ($C=0,02$) لصفقات المصارف الصغيرة (المفرد). إن كلفة الصفقة تضع مدى معين لكل سعر صرف بحيث إن ما يتحقق من التوازن لا يظهر خصم كلفة الصفقة تلك. وإن حركة الأسعار والمدى الذي تعمل به يطلق عليه مدى حركة تقاطع الأسعار.

لنبدأ من دولار واحد كان ضمن المثلث التوازني وأنه تمكن من شراء اليورو ومن ثم بيع اليورو لشراء الباوند ومن ثم بيعها وشراء دولار. إن التوازن يحدث عندما يكون هناك مجالاً للربح والذين يسعون في هذه العملية يبدوون بالدولار يسهمون فيها إلى الحد الذي ينتهي منه بعائد وهذا يكون كما يأتي:

$$S(\$/\text{ask Euro}) \cdot S(\$/\text{bid Euro}) < 1 \quad (11) \quad \frac{1}{S(\$/\text{ask Euro})}$$

وباستخدام محددات منتصف سعر الصرف وكلف الصفقات كما في المعادلتين 9 و 10 يمكن إعادة كتابتها بالصيغة غير المتساوية.

$$\frac{1}{S(\$/\text{ask Euro})(1+C)} (1-C)S(\$/\text{Euro}) \cdot (1-C)S(\$/\text{£}) < 1$$

ويمكن إعادة كتابتها كما يلي:

$$S(\$/\text{Euro}) \cdot S(\$/\text{£}) \cdot \frac{(1-C)^2}{(1C)} < S(\$/\text{Euro}) \dots \quad (12)$$

وإذا عدنا إلى أولئك الذين يبحثون عن التحويل يمكن أن نلاحظ متى يمكن أن يتحقق الربح وتستمر العملية لحد أن يتحقق التوازن بسبب عدم تحقق ربح أو عائد ما وهذا يتمثل في:

$$\frac{1}{S(\$/\text{ask £})} \cdot \frac{1}{S(\$/\text{ask Euro})} S(\$/\text{bid Euro}) < 1$$

وأيضاً إذا عدنا إلى معادلة 9 يمكن أن تحقق:

$$\frac{1}{S(\$/\text{£})(1C)} \cdot \frac{1}{S(\$/\text{ask Euro}) (1+C)} \cdot S(\$/\text{Euro})(1-C) < 1$$

وبإعادة ترتيبها نستنتج:

$$S(\$/\text{Euro}) \cdot S(\$/\text{£}) \cdot \frac{(1+C)}{(1+C)} > S(\$/\text{Euro})$$

وإذا استمرينا في ذلك كما في المعادلتين 12 و 14 وضمن مدى التوازن والربح فإننا يمكن أن نستنتج :

$$S(\text{£/Euro})/S(\text{\$/£}). \frac{(1 + C)}{(1 - C)} > S(\text{\$/Euro}) > \frac{(1 - C)}{(1 + C)}$$

$$S(\text{£/Euro}).S(\text{\$/£}) \dots\dots (15)$$

وفي أي وقت ينخفض سعر الصرف عن $S(\text{\$/Euro})$ المدى الموضح في معادلة (15) حيث C كلفة الصفقة موجودة أو غير موجودة فإن التوازن يجب أن يتحقق .

إن المدير المالي للمؤسسة الدولية والذي يتعامل مباشرة مع التبادلات في العملات الأجنبية فإن كلفة الصفقة تكون أكبر الكلف الداخلية التي يتحملها المصرف وإن كلفة الصرف عن الزمن والورق . . . إلخ تعد منخفضة جداً هذا يعني أن السوق سوف تكون كفوءة ضمن حركة أسعار الصرف في مدى ضيق حيث الربح يبقى وإنما هو توازن مستمر .

إن هذا لا يعني أن المدير المالي لا يبحث عن سعر الصرف الأفضل ولكن ضمن حركة أسعار الصرف فإن مصارف مختلفة سوف تعطي أسعار مختلفة ويقع على المدير أن يعمل اتصالاته لغرض اتخاذ قراره . إن المدير المالي الذي لا يقع ضمن مهامه الاستيراد والتصدير فإنه يعني بيعاً وشراء لعملات أجنبية وقد يحقق أرباحاً من تلك العملية إذا احتسبها بدقة . ولكن كل ذلك يقع ضمن التعاملات الآنية ترى ماذا عن التعاملات المستقبلية هذا ما سنلاحظه في أدناه .

المفهوم الآجل forward في التعاملات الدولية:

إن من أهم الأمور التي يتطلبها عمل المدير المالي والتي يجب أن يدركها بشكل صحيح في التعاملات النقدية هو التبادلات المستقبلية جنباً إلى جنب مع التبادلات الآنية . إن التبادلات الآجلة والعملات المستقبلية تعد ذات قيمة كبيرة في تجنب الخطر الناتج عن تغيرات قيمة العملة عند الاستيراد والتصدير والاقتراض والاستثمار في السوق الدولية ولهذا لا بد من طرح تساؤل مفاده ماذا يقصد بالتبادلات الآجلة forward؟

قلنا: إن التعاملات النقدية قد تكون آنية تنفذ في السوق الآنية spot market وهناك التعاملات الآجلة تنفذ في السوق الآجلة Forward Exchange Market إن

التعاملات الآجلة مضمونها اتفاق لتأخير التبادل في العملة لزمن مستقبلي معين وأن التبادل الآجل أو المستقبلي يتضمن معدل يطلق عليه معدل التبادل الآجل أو المستقبلي يعقد اليوم لتسليم العملة بتاريخ مستقبلي محدد بسعر يتفق عليه اليوم. وأياً كان التبادل آجل أم مستقبلي فإن الدفع لا يتم إلا حال الاستلام ورغم أن المفهوم الآجل والمستقبلي يستخدمان للتعبير عن المستقبل إلا أن هناك اختلافاً كبيراً بينهما، وهذا ما قد يشير بعض التشابك في هذين المفهومين. فكيف يمكن التمييز بينهما؟

إن طبيعة التبادلات الآجلة كاتفاقات تتم بين مصارف وعملائها وغالباً ما يكون العملاء مصارف أيضاً وتشكل أسواقاً غير رسمية هياكلها اتصالية (تلفون أو فاكس... إلخ). أما التبادلات المستقبلية فتتضمن اتفاقات بين وسطاء مستقبليون futures Deallers وعملائهم وللسوق هيكل رسمي للتبادلات يطلق عليه سوق النقد الدولي «International monetary Market» حيث الموقع والهيكل المنظم وتنفذ فيه العمليات التبادلية.

إن العملة المستقبلية تتضمن عقود بين الوسطاء المستقبليون وعملائهم. أما عقود التبادل الآجل فتتم بين المصرف وعملائه.

كيف تعمل آلية التبادل الآجل :

إن تبادل العملات واستلام عملة وتسجيلها في حساب عميل قد يكون في غضون مدة يوم أو يومين وهذا ما يجري في السوق الآنية أو الحاضرة إذا رغب العميل باستلام العملة المتبادل بها بعد 30 يوماً بدلاً من الاستلام الفوري فإن هذا سوف يخلق فرقاً في قيمة التبادل فإذا فرضنا أن قيمة التبادل بين الدولار والباون الفورية تساوي \$/1,8930 باون فإن التبادل الآجل سوف يكون \$/1,8933 باون مما يعني أن هناك فرقاً قدره $(1,8930 - 1,8933) = 0,0003$ باون أكثر من التبادل الآني.

كذلك مثلاً إذا كان التبادل بسعر صرف بين الدولار الكندي وتسليم 30 يوماً وأن \$1,2031 كندي = \$1، فإن انخفاض قيمة الدولار الكندي يعني أن دولارات كندية أكثر لكل دولار أمريكي، وأن ما تؤشره السوق الآنية (\$1,1991 كندي = \$1) يعني أن التعاقد الآجل للتبادل يضع التاريخ الخاص الذي يستلم من العملة المستبدلة فليس هناك قلق من ناحية إجراءات المتاجرة أو تأخر الاستلام بعد ذلك التاريخ. حيث يكتب الشيك فور حدوث التبادل.

وعندما يكون الدفع أكثر في التبادل الآجل عنه في التبادل الآني فإن ذلك

الفرق يطلق عليه (بالعلاوة الآجلة = forward premium) وعندما تدفع آجلاً للاستلام الآجل عنه في الاستلام الفوري يطلق عليه (بالخصم الآجل forward discount) فكيف يمكن توضيح هذين المفهومين .

العلاوة الآجلة والخصم الآجل في التبادلات :

تتم التبادلات بين العملات الأجنبية من خلال سعر الصرف، وقد وضعنا كيف تتم تلك العملية من خلال المثلث التوازني أو توازن ثلاث عملات للوصول إلى سعر الصرف والتبادل، أما عندما يكون سعر الصرف في سوق التعاملات الآجلة لعقود المبادلة سواب (Swap) فإن معدلات سواب يطلق عليها بالعلاوة الآجلة أو سعر الخصم الآجل لغرض توضيح ذلك نفرض مثلاً أن العلاوة الآجلة لليورو \$/1,65 وأن العلاوة الآنية لليورو هي \$/1,70 وبالتالي فإن الخصم الدولار سيكون 0,05 يورو؛ وعادة ما يعبر عن العلاوة الآجلة بمعدل سنوي للارتفاع أو الانخفاض في السعر الآجل قياساً بالسعر الآني وتحسب العلاوة الآجلة أو سعر الخصم الآجل كما يلي :

$$\text{العلاوة الآجلة} = (\text{سعر الصرف الآجل} - \text{سعر الصرف الآني}) / \text{سعر الصرف الآني} \times (12 / \text{عدد الأشهر الآجلة})$$

فإذا كان العقد الآجل لمدة ثلاثة أشهر فإن :

$$\text{العلاوة الآجلة} = (1,70 - 1,65) / 1,70 \times 12 / 3 = 11,76 \text{ سعر الخصم السنوي أو العلاوة الآجلة .}$$

وقد تعرض العلاوة أو الخصم بأسماء أخرى منها Spot-Forward Spread أو Forward Spread وتستخدم هذه التسميات للدلالة على العلاوة أو الخصم .

استخدام التبادل الآجل :

ولكن السؤال هل يمكن استخدام هذه التقنيات في التحويل بين مختلف العملات؟ والإجابة على هذا التساؤل هو أن استخدام هذه التقنيات في العملات الأكثر تبادلاً في العالم حيث تصل الاستخدامات الأكبر بحوالي ست عملات وتشكل ما نسبته 88٪ من الأنشطة العالمية فيها . أما من يستخدم تلك التبادلات فهم :

المستثمرون في خارج الحدود الوطنية

المقرضون

المستوردون

المصدرون

المضاربون

إن استخدام هذه الفئات يكون بهدف تقليل التعرض لأخطار التبادل في العملات ويطلق على ذلك بالتغطية أو الوقاية Hedging أو Covering .

الخلاصة

عرض الفصل في البداية أشكال وصيغ العلاقة بين الشركة الأم وفروعها المنتشرة في العالم، وركز على حركة تدفق الأموال داخل الشركة عالمياً بوصفها شركة عالمية، كما عرض آليات التعاملات الدولية وفق منظورين، الأول: الآني، ممثلاً بالعمليات والهيكل، والثاني: المنظور الآجل، ممثلاً بالعمليات الآجلة وسوق التعاملات الآجلة، وعرض بإسهاب كيفية عمل آليات التوازن السوقي .

المبحث الثاني

الأخطار المالية والمصرفية

مقدمة

يتناول هذا المبحث الأخطار المالية والمصرفية ويقصد بها الأخطار التي تواجه المصارف أثناء أدائها لعملياتها المصرفية، وهي التي تتعامل بالمال وتقدم خدماتها المالية والمصرفية لمجتمعاتها أفراداً وشركات ومنظمات أخرى، وأن أي نشاط مالي يسعى إلى تعظيم أرباحه وتقليل الخطر الذي يواجهه، وقد تعرضنا إلى خطر تبادل العملات والخطر السياسي ونتناول في هذا المبحث الأخطار المالية، وهي الأخطار التي تعترض الإدارة المالية والمصرفية في أدائها لأنشطتها المالية الاستثمارية والتمويلية والائتمانية.

أولاً

مفهوم الخطر⁽¹⁾

تنطوي كل أنشطة الأعمال على أخطار ومنها ما تواجهه المؤسسات المالية من مصارف ومنشآت أخرى، وهناك علاقة قوية ومتينة بين الخطر والمؤسسات المالية، والسبب في ذلك هو أن مضمون عملياتها تنطوي على أخطار تعمل إدارات تلك المؤسسات على حلها، فإذا أخذنا المصرف نجد أن الخطر يحيطه من كل

(1) للمزيد عن الخطر في مفهوم التمويل الدولي انظر :

R.B. Johnston, **The Economics fo the Euro-Market, History, Theory and Policy**, Op.Cit. pp.290- 2980.

Jack Revell, **Solvency and Regulation of Banks, Bangor Occasional Papers In Economics**, No.5, University of Wales Press, 1975, pp.80- 110.

Gorge H. Hempel, Donald G. Simonson and Alan B. Coleman, **Bank Management**, Text and cases, Op.Cit. pp.67- 68.

جانب، فإذا قبل وديعة ما يكون هناك خطراً يواجه الإيداع، وشكل هذا الخطر قد يكون متعدد الأبعاد وأضراره تمتد لتشمل تلك الأطراف المصرف والمصارف الأخرى في النظام المصرفي والمودع... إلى غير ذلك.

تحقق المؤسسات المالية بما فيها من مصارف ومؤسسات استثمارية وتمويلية وغيرها أرباحها من الأجور التي تتقاضاها لقاء الخدمات التي تقدمها ومن الفرق بين سعر الفائدة الذي تحصل عليه من المقترضين والمستثمرين لقاء قروضهم واستثماراتهم والائتمانات التي يحصلون عليها وبين سعر الفائدة الذي تمنحه المؤسسات المالية للمودعين، هذا الفرق بين سعري الفائدة الدائنة والمدينة يطلق عليه الهامش Spread وهو يشكل المبالغ التي تغطي بها المؤسسات المالية نفقاتها وما يتبقى يمثل الربح.

إن الأعمال والخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية بما فيها من مصارف وغيرها لا تخرج عن ثلاثة أنشطة رئيسية:

أ - تقديم الخدمات المالية من تسهيلات وصفقات مالية مختلفة وخدمات أخرى عبر شبكة عريضة من الفروع والمكاتب والوكالات المنتشرة في دول العالم بشكل كبير جداً ومتشابك وبحسب تطور النظم المالية والمصرفية فيها.

ب - تقديم أفضل الخدمات المالية من خلال المساعدة في تنفيذ وأداء ذلك الحجم الكبير من الأعمال وفق الأساليب الحديثة التي تراعي الزبون من حيث نوعية الخدمة وخفض سعرها، واستغلال قوانين الحجم لتحقيق مزيد من الوفورات الاقتصادية.

ج - لقاء كل ذلك ومن خلال الحجم الكبير للتعاملات تواجه المؤسسات المالية خطراً كبيراً تعمل جاهدة على تقليله وإدارته وتحمله، ولهذا تسعى المؤسسات المالية إلى تنويع محفظي لموجوداتها ومطلوباتها لتحقيق هذه المعادلة.

تختلف المؤسسات المالية عن غيرها من مؤسسات الأعمال ذلك أنها تعد من المؤسسات التي يكون الخطر وإدارته ومحاولات تقليله من أولى المهمات التي تمارسها، وتختلف المؤسسات المالية فيما بينها من حيث نوع الخطر وطبيعته وحجمه، ويقصد بذلك حجم وطبيعة النشاطات التي تمارسها تلك المؤسسات فالتذبذب في الدخل والعائد والقيمة هو المصدر الأساس لكل الأخطار.

مفهوم تحليل الخطر⁽¹⁾ :

يقصد بتحليل الخطر في العلوم المالية والمصرفية ذلك الحقل المعرفي الذي يهتم بالعلاقة بين الخطر والمؤسسات المالية بأنواعها، إن دراسة تلك العلاقة وسبر أغوارها وتحري أسبابها واكتشاف أبعادها يطلق عليه بتحليل الخطر.

لقد تنامت نظرية تحليل الخطر في الخمسينات من القرن العشرين جنباً إلى جنب مع تطورات المعرفة الإدارية والمالية والأعمال، وقد بنيت نظرية الخطر على أسس رياضية وإحصائية، فهي بمثابة تطبيقات لنظرية الاحتمالات لمواجهة مؤسسات الأعمال للأخطار، وقد بدأ منذ ذلك الوقت البناء المعرفي النظري لنظرية الخطر مع التحليل الرياضي، ولم يكن للمعرفة المالية والمصرفية مثلما هي اليوم مثال ذلك لم تضع المؤسسات المالية في ذلك الوقت كفاية رأس المال كخط وقائي لها إذ لم تكن تلك المفاهيم قد تبلورت بعد ولم تتضح أهمية البيانات والمعلومات في تلك الفترة، ولقد بدأت المفاهيم تتضح يوماً بعد يوم بفعل المعرفة المالية وتطبيقاتها في حقل العلوم المالية والمصرفية، وبعد كل تلك التطورات قد بات واضحاً الآن أن تحليل الخطر هو أحد الحقول المعرفية التي لا بد منها لمساندة العمل المالي والمصرفي سواء على المستوى القومي أم على المستوى الدولي.

تحديد المعالم الأساسية للأخطار :

يتكون المدخل المعتمد في تحليل الخطر من ثلاث مراحل :

أ - تحليل وتصنيف أنواع الخطر.

ب - تحديد احتمالات الخسارة.

ج - صنع القرار في كيفية التعامل مع كل نوع من أنواع الخطر.

إن الخطوة الأولى لتحديد وتصنيف أنواع الخطر التي تواجه المؤسسات المالية والمصرفية تكمن في الموضوع أو المادة المعنية، ولهذا يلاحظ أن التصنيفات المختلفة للخطر تقوم على حركية التغير، ومضمون ذلك أن الخطر يعتمد على طبيعته فيما إذا كان ثابتاً Static أو ديناميكياً متحركاً Dynamic، فالثبات والحركية تؤشران تلك التغيرات غير المتوقعة، وبالتالي تظهر حالة عدم التأكد

(1) انظر :

Jack Revell, *Solvency and Regulation of Banks*, Bangor Occasional Papers In Economics, Loc.Cit.

Uncertainty والتي ترتبط أساساً بتوقيت ومدى تلك التغيرات المستقبلية . إن الحركية الديناميكية للخطر بطبيعتها تحمل هذه المضامين في ثناياها فهي صفاتها وخواصها والتي قد يصعب توفيرها كحالة ضد إنما هذه هي طبيعتها .

لقد تبنت الدراسات المالية والمصرفية تصنيفاً آخر للخطر، يستند على مصادر الخطر نفسها، ويعد أحد تلك التصنيفات قائماً منذ عقد الستينات في القرن الماضي وهو لا زال يعتمد في معظم الدراسات العلمية، حيث يصنف الخطر المالي إلى :

1 - خطر الائتمان : Credit Risk .

2 - خطر الاستثمار : Investment Risk .

3 - خطر السيولة : Liquidity Risk .

4 - خطر التشغيل : Operating Risk .

5 - خطر الثقة : Fiduciary Risk .

6 - خطر الاحتيال : Fraud Risk .

إن ما يهتم به التصنيف السابق أنه يتجاهل العديد من الأخطار الأخرى مثل تغيرات الأسعار أي التضخم وتغيرات سعر الفائدة وغيرها، وعند حصر الأخطار التي تواجهها المؤسسات المالية بكل أشكالها وأنواعها الوطنية منها والدولية يلاحظ أنها واسعة ومتنوعة في أشكالها وطبيعتها، وبالتالي لا بد من تصنيفها وفق منظور شامل وعلى هذا الأساس، وفيما يلي تصنيف آخر للأخطار المالية :

1 - خطر الائتمان : Credit Risk .

2 - خطر الاستثمار : Investment Risk .

3 - خطر السيولة : Liquidity Risk .

4 - خطر العائد : Earning Risk .

5 - خطر التشغيل : Operating Risk .

6 - خطر الإقراض : Lending Risk .

7 - خطر الدولة : Country Risk .

8 - خطر النظام المصرفي : Banking System Risk .

9 - خطر سعر الفائدة : Rate of Interest Risk .

10 - خطر السوق : Market Risk .

ثانياً

أنواع الأخطار

1 - خطر الائتمان :

ويقصد به الخطر الذي يواجه المؤسسة المالية بسبب عدم دفع الالتزامات أو تأخير دفعها فتؤثر على موجودات المؤسسة، ويظهر هذا الخطر في:

أ - القروض بأنواعها.

ب - الأوراق القابلة للتسويق والبيع باستثناء الأوراق التي تصدرها الحكومة.

ج - المشاركات في حق الملكية باستثناء من كان قد قدم الضمانات اللازمة.

يرتبط خطر الائتمان بالقدرة الائتمانية Creditworthiness لطالب الائتمان، وتظهر القدرة هذه من خلال تقييم طلب الائتمان من قبل المؤسسة مانحة الائتمان، ويقصد بالقدرة الائتمانية القدرة المالية للمقترض أو المؤتمن على إعادة دفع التزاماته إلى من منحه الائتمان، وتستند عملية منح الائتمان على معايير ائتمانية وشروطاً معينة لا يمكن تجاوزها من قبل المؤسسة المالية.

ولما لهذا النوع من الأخطار من أهمية كبيرة لدى المؤسسات المالية فغالباً ما يعتمد إلى وضع تخصيصات لتغطيته، ويلجأ العديد من الدول استقطاع تلك التخصيصات من بند القروض من الميزانية، ويذهب البعض الآخر من الدول إضافة تلك التخصيصات إلى حق الملكية، وهناك من يضع تلك التخصيصات تحت بند تخصيصات ديون مشكوك في تحصيلها أو معدومة وتدخل ضمن الإجراءات المحاسبية المعتمدة من قبل المؤسسة المالية.

2 - خطر الاستثمار : Investment Risk :

ويقصد به الخطر الذي يظهر بسبب انخفاض القيمة وليس بسبب عدم الدفع أو النكول، فمثلاً في السندات Bonds هناك علاقة قوية بين تغيرات سعر الفائدة وتغيرات أسعار السوق، بعكس ذلك يلاحظ غياب هذه العلاقة بين الملكية أو الموجودات وسعر الفائدة، كذلك فإن المصارف غالباً لا تميل إلى الاستثمار في الأسهم خشية من خطر الاستثمار والتغير في القيمة. أيضاً، فإن خطر الاستثمار يشبه إلى حد بعيد خطر الائتمان في معالجاته المحاسبية في المؤسسات المالية من حيث الاحتفاظ باحتياطي معين لهذا الغرض، وتأثير الخسارة المتحققة لهذا النوع

من الأخطار فهي تظهر واضحة في الميزانية. مثال ذلك الاستثمار في الأوراق ذات القابلية التسويقية العالية حينما تباع بأقل مما هو ظاهر في الميزانية. والجانب المهم الذي ينبغي تأشيريه هو أن مقارنة بسيطة بين خطر الائتمان وخطر الاستثمار من حيث نكول المقترض عن الدفع فإن خسارة الاستثمار وظهور خطر الاستثمار تكون في تغيرات القيمة التي تظهر واضحة في الميزانية مما يعني تحقق الخسارة.

3 - خطر السيولة : Liquidity Risk :

يعرف خطر السيولة بأنه الخسارة التي تحصل نتيجة عدم التطابق Miismatches بين الموجودات والمطلوبات، أو بعبارة أخرى عدم القدرة على سداد الالتزامات عند الاستحقاق أو عند الطلب، أما مفهوم السيولة، فيقصد بها قدرة المؤسسة المالية على سداد الالتزامات عند الاستحقاق أو عند الطلب، وتبرز مشكلة السيولة في الميزانية في جانب الموجودات المتداولة وهي التي تشكل النسبة الأكبر في هيكل موجودات المؤسسة المالية أو المصارف، وكذلك تبرز المشكلة في جانب المطلوبات وخاصة أن المؤسسة المالية التي تعتمد في تمويلها على الغير، وبالتالي فإن الودائع أو أموال الغير هي النسبة الأكبر من هيكل المطلوبات.

يتضح مما سبق أن السيولة تتعلق بالمركز النقدي للمؤسسة المالية أو المصرف، ولا يمكن أن تقاس السيولة بالموجودات السائلة أو سريعة التحول إلى نقد فقط، وذلك بسبب ما يشكله جانب المطلوبات من أهمية كبيرة في توفير السيولة ودعم المركز النقدي للمؤسسة المالية، إذ تمتلك المؤسسة المالية الكثير من الأدوات المالية وبشكل التزامات أو ما تسمى في الميزانية بالمطلوبات. إن طبيعة خطر السيولة تظهر عادة في هيكل الميزانية المضطرب وإخفاقه في سد الفجوة وجسرها بين الموجودات والمطلوبات واستمرار الخسارة في نتائج الأعمال وأيضاً في الأحداث غير المتوقعة. إن الأمر المهم الذي يجب أن يؤخذ في الاعتبار هو عدم وجود جدار وقائي أو خط دفاعي للمؤسسة المالية يمكن أن يدعم السيولة وخطرها قبل وقوعه، وبالتالي فإن صياغة التوقعات المستقبلية وأخذ جانب الحيطة والحذر يعد الباب الأسلم في تجنب مثل هذا النوع من الأخطار.

4 - خطر العائد أو الربح : Earning Risk :

يعد خطر العائد من الأخطار القريبة على خطر السيولة والمرتبطة بها وغالباً ما يبرز خطر العائد بسبب تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الموجودات والنفقات التشغيلية، ولكن يبقى العامل الأهم هو تغير سعر الفائدة فهو الذي يقود إلى خفض

الأرباح، ويأتي دور التغير في أسعار الموجودات التي يتاجر بها المصرف أو المؤسسة المالية ومن ثم التغير في النفقات التشغيلية .

إن كل تلك العوامل سابقة الذكر تعد من العوامل المؤثرة على الأرباح وذلك من خلال تأثيرها على الهامش بين الدخل المتحقق من الموجودات من جانب ومدفوعات الفوائد للمطلوبات، وبالتالي فإنه يؤثر على العائد أو ما يسمى بالأرباح .

5 - خطر التشغيل : Operating Risk :

ويقصد به الخطر الذي يحدث بسبب خطأ إنساني فالإدارة قد تكون غير كفوءة والأفراد العاملين ربما غير قادرين على متابعة العمل، إن هذا النوع من الأخطار عادة ما ينشأ نتيجة لانخفاض مستوى الرقابة وعدم كفايتها، أو نتيجة لضغوط أو مضايقات العمل، ولهذا تلجأ العديد من الدول ومنها المتقدمة إلى تشريع القوانين المناسبة التي تكفل المعيارية في الأداء وخاصة في المصارف والمؤسسات المالية .

6 - خطر الإقراض : Lending Risk :

ويقصد به في التمويل الدولي عدم قدرة الدولة المقترضة على خدمة قرضها لا بل وعدم قدرتها على إعادة القرض للمؤسسات المصرفية التي أقرضتها من دول أخرى . إن تنامي القروض الدولية وبشكل كبير من قبل المصارف الخاصة أثار العديد من التساؤلات وخاصة في عقد الثمانينات من القرن السابق حيث تطور هذه الظاهرة وبشكل كبير، وقد قاد هذا الخطر إلى بروز نوع آخر من الأخطار أطلق عليه خطر الدولة أو Country Risk .

7 - خطر الدولة : Country Risk :

ويقصد به عدم قدرة الدولة المقترضة على سداد التزاماتها، أو ربما تكون الدولة لديها القدرة على السداد ولكنها غير مستعدة للسداد، أو حتى خدمة دينها، ويعتبر هذا الخطر من الأخطار المركبة التي تتضمن أولاً عدم القدرة أو الاستعداد للسداد وأيضاً خطر التحويل للعملة الأجنبية بسبب كون هذا القرض قد استلم بالعملة الأجنبية ويجب أن يسدد بها .

8 - خطر النظام المصرفي : Banking System Risk :

تسعى المصارف إلى إدارة أخطارها وخاصة خطر الدولة من خلال توزيع

القروض إلى العديد من الدول، وبالتالي، وعندما تتحد هذه الدول على عدم السداد فإن هذا يشكل خطراً يواجه النظام المصرفي ككل أو ربما حتى النظام المصرفي الدولي بسبب التداخل الكبير بين المصارف، كذلك عندما تواجه المصارف ونظمها المحلية والدولية أزمات تؤثر على نشاطها.

9 - خطر سعر الفائدة : Interest Rate Risk

ويظهر هذا الخطر بسبب تذبذبات سعر الفائدة مما يعني تأثيراً مباشراً على العائد من الأسهم والسندات، فسعر الفائدة يكون بمثابة المقياس لتكلفة الأموال، وهي تعني الحد الأدنى للعائد الذي يتوقعه المستثمر، وبالتالي فإن تغيراتها بالزيادة تعني زيادة لكلف المقرض وانخفاض عائد المستثمر، وتذبذباتها يعني تذبذب في الكلف والعوائد.

10 - خطر السوق : Market Risk

ويقصد به أخطار سوق الأوراق المالية وتكمن في تغيرات الأسعار التي يواجهها المستثمر حامل الأسهم والسندات، وبالتالي فإن مواجهة ذلك بالمحفظة وتنويع الأوراق المالية قد يسهم في تقليل الخطر ويعبر عن ذلك الخطر بمؤشر السوق.

الخلاصة

تناول هذا المبحث بالدراسة عمليات التمويل الدولي وذلك من خلال مناقشتها ضمن أربعة مباحث ركز المبحث الأول على الشركات متعددة الجنسية وما يتم فيها من تدفقات نقدية تتركز عملياتها في صيغ التمويل وتبادل العملات فيما بينها وكيفية إدارتها على مستوى الشركة وفروعها فهي تحتل أسبقية في عمليات التمويل الخاص، وناقش المبحث الثاني إدارة الخطر في عمليات تبادل العملات، إذ يعد هذا الخطر من أهم الأخطار التي تواجه التمويل الدولي، فيما عرض المبحث الثالث الخطر السياسي الذي يواجه الشركات متعددة الجنسية واستثماراتها التي بدأت تغطي على كل الأنشطة الدولية، وجاء المبحث الرابع ليستعرض الخطر المالي بالمفهوم التقليدي المالي من حيث التعريف والتحليل والأنواع.

المبحث الثالث

إدارة خطر تبادل العملات في عمليات التمويل الدولي

مقدمة

تصنف الأخطار التي تتعرض لها تعاملات الإدارة المالية الدولية إلى أخطار سعر الصرف وتبادل العملات والأخطار السياسية، وإذ يشكل هذان الخطران تحديات الأعمال الدولية فإن الحاجة تستلزم الحد قدر المستطاع من آثارهما السلبية على القرارات المالية الدولية ويبدو أن دول العالم وشركاته مثل أفراد المجتمع، إذ تحتفظ بعض الدول والشركات بعلاقات قوية مع شركات دولة أخرى وتسعى الشركات من خلال إدارتها لأخطارها وكيفية تقليل ذلك الخطر إلى أدنى حد له بهدف استمرارها ونموها.

ويهدف المبحث إلى التعريف بهذين النوعين من الأخطار وما هي النظريات التي تقف وراء عمليات التعرض للأخطار، وقد أسهبت الأدبيات في تفسيرها وشرحها. ويركز المبحث على خطر العملات ومظهره في تباين سعر الصرف لعملة معينة تجاه العملات الأخرى وما يحدثه من آثار سلبية وإيجابية وما هي معالجاته، أي بعبارة مختصرة كيفية إدارة خطر العملة. أما الخطر السياسي فهو من أهم العناوين التي تتناولها أدبيات الأعمال الدولية وخاصة الإدارة المالية لما له من آثار مباشرة وغير مباشرة على العمليتين الاستثمارية والتمويلية.

أولاً

إدارة أخطار العملات⁽¹⁾

يعد خطر تبادل العملات من أهم الأخطار التي تواجهها الإدارة المالية

(1) انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, **International Business: A Strategic Management Approach...**, Op.Cit. pp.198- 205.

الدولية، ويكتسب ذلك الخطر أوجهاً وأشكالاً مختلفة نعرض فيما يأتي أهمها:

التعرض للأخطار:

تتعرض عمليات تبادل العملات الأجنبية إلى أخطار كثيرة منها ما يأتي نتيجة للصعقات والتحويلات بين العملات الأجنبية ومنها لأسباب اقتصادية، ويمكن الوقوف على ثلاث حالات تعرض للخطر تمثل مواجهة حقيقية للمتعاملين بالعملات الأجنبية من مستثمرين وممولين ومستوردين ومصدرين ومضاربين... إلخ من أفراد ومؤسسات وكما يلي:

تعرض المعاملات للأخطار:

تتعرض المعاملات لأخطار تبادل العملات، وهذا يعني أن أية صفقة أو معاملة تنطوي على إرسال نقد إلى خارج الحدود الوطنية، وتحويل ذلك النقد من عملة وطنية إلى عملة أجنبية سواء أكان ذلك ضمن تعاقد بدفع أم ربما بتسليم بتاريخ آجل أو مستقبلي محدد، فإنها عرضة لأخطار تبادل العملات، مثال ذلك تعاقد شركة بريطانية لشراء ما قيمته 40 مليون دولار أمريكي من الحاسبات الإلكترونية من شركة أمريكية، علماً أن مدة العقد ثلاث سنوات، وعندما نفذ العقد فإن سعر الصرف بين الدولار والباون يساوي ما قيمته \$1,90 أمريكي لكل باون إسترليني بريطاني، وأن المهم في هذه الحالة هو تغيرات سعر الصرف خلال سنة أو سنتين أو ثلاث فإذا تغير سعر الصرف بين العملتين إلى \$1,5 أمريكي لكل باون بريطاني، فإن قيمة التعاقد والبالغة 40 مليون دولار سوف ترتفع وكما يلي:

Marrice Levi, **International Finance**, McGraw-Hill International Book Company, 1983.

Richard Pike and Bill Neale, **Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies**, Op.Cit. pp.450- 467.

قيمة التعاقد بالباون		قيمة التعاقد سعر الصرف	
20,5 مليون باون	$\frac{40 \text{ مليون}}{=}$	40 مليوناً \$1,90 لكل باون	السنة الأولى
\$1,95			
26,7 مليون باون	$\frac{40}{=}$	40 مليوناً \$1,5 لكل باون	السنة الثانية
\$1,5			

إن تنفيذ العقد في السنة الأولى يكلف الشركة البريطانية 20,5 مليون باون بسعر صرف \$1,95 لكل باون، ولكن بعد أن ينخفض سعر الباون مقابل الدولار فإن كلفة العقد سوف ترتفع لتصل إلى 26,7 مليون باون، لاحظ أن هذا الارتفاع الكبير ($20,5 - 26,7 = 6,2$ مليون باون) في الكلفة والبالغ 6,2 مليون باون قد يجعل الشركة البريطانية في مواجهة لمشاكل وصعوبات مالية كثيرة وربما قد يوقعها في مشكلة سيولة أو مواجهة عسراً مالياً. إن مثل هذه الأخطار يمكن أن تحدث وبشكل مستمر في التدفقات النقدية الخارجية. يمكن أن تحدث في التدفقات النقدية الداخلية، فإذا توقعت الشركة استلام 50 مليون دولار كندي في أمر معين وارتفع الدولار الكندي من 2,2 دولار لكل باون إلى 2 دولار لكل باون، فإن الشركة البريطانية تلك قد تربح ما مقداره 2,28 مليون باون، وهو الفرق بين الدخل المتوقع استلامه محسوباً على أساس سعر الصرف 2,2 دولار كندي لكل باون وانخفاضه إلى 2 دولار كندي لكل باون.

قيمة المبلغ المتوقع استلامه	سعر الصرف	
50	\$2,2 كندي لكل باون	$\frac{50}{22,7} = 2,2$ مليون باون
50	\$2 كندي لكل باون	$\frac{50}{25} = 2$ مليون باون

لاحظ كيف أن التغيرات غير المتوقعة في معدل سعر الصرف قد تعكس خسائر بالوحدة أو ربما قد تحقق أرباحاً هائلة، إن عملاً منظماً وفعالاً إدارياً يعد

أساسياً للسيطرة على هذه الأخطار، وتعد التدفقات النقدية قصيرة الأجل أكثر تعرضاً للأخطار بحكم طبيعتها.

تعرض التحويلات للأخطار : Translation Exposure :

كما ذكرنا سابقاً أن تعرض الصفقات والمعاملات لخطر تبادل العملات نتيجة لتغيرات سعر الصرف، ومضمون ذلك تحويل عملات وطنية إلى خارج الحدود الوطنية، أما تعرض التحويلات للخطر فيهتم أساساً بقيمة موجودات الشركة ومطلوباتها المعتمدة والمثبتة بعملات أجنبية إضافة إلى العملة الوطنية، ولهذا فإنه يختص بالقيمة بينما يكون تعرض الصفقات والمعاملات سابقة الذكر بالتدفقات النقدية. وبعبارة أوضح أن التعرض الخاص بالمعاملات يتجه نحو مفردات وقيود الأرباح والخسائر فيما يتجه تعرض التحويلات إلى مفردات الميزانية.

ويتعرض المدير المالي لخطر التحويلات بشكل مستمر ومن الأمثلة على ذلك تحتفظ الشركة بجزء أو كل من (القروض والديون، والمخزون أو الأسهم لشركات أجنبية أو الأراضي والعقارات والمكائن والمعدات) مثبتة بعملات أجنبية. لذلك فإن أي تغير في سعر الصرف قد يجلب على الشركة خسارة حقيقية، فمثلاً انخفاض الدولار الكندي بنسبة 3٪ قد يحقق خسائر كبيرة للشركة البريطانية التي تتوقع استلام المبلغ بين تاريخ توقيع العقد مع الشركة الكندية وبين استلام المبلغ بالدولار الكندي في بريطانيا. ولهذا تلجأ الشركة البريطانية في مثل هذه الحالات إلى إدارة هذه العملية بدقة متناهية ومحاولة تجنب الخطر قدر المستطاع سواء بتأجيل استلام المبلغ أم تحويل جزء من الموجودات إلى الدولار الكندي.

التعرض الاقتصادي للأخطار : Economic Exposure :

الشكل الثالث من أشكال التعرض لعمليات تبادل العملات هو التعرض الاقتصادي، وإن هذا النوع من التعرضات Exposures يرتبط بالتدفق النقدي طويل الأجل، ذلك أن ممارسة الشركة الدولية للتجارة الدولية والأعمال من خلال شراء السلع والخدمات من الخارج وبيعها في السوق الدولية الأجنبية يتطلب تبادلات لعملات وطنية وأجنبية مستمرة، فإذا كان مثلاً سعر الصرف بين العملة الوطنية وأية عملة أجنبية عرضة للتغير وبشكل مستمر فإن هذا يعني تغيراً مستمراً في التدفقات النقدية الوطنية. وعموماً يمكن القول أن الشركة التي تتعامل دولياً بعملات تنخفض قيمتها باستمرار قياساً بعملات أخرى يجب أن تأخذ الأمر بنظر الاعتبار والاستفادة من هذه الظاهرة قدر المستطاع. فمثلاً إن إحدى الشركات البريطانية الدولية قد

حققت زيادة في عائداتها بالإسترليني خلال السنوات (87 - 90)، وأن الشركة كانت قد اشترت من الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار وباعت سلعاً لألمانيا الاتحادية باليورو الأوروبي فإن الشركة تلك يمكن أن تستخدم العديد من الآليات لتفادي التعرض للخطر الاقتصادي فقد تحول كل كلفها إلى عملتها الوطنية وتعد مقارنة بسيطة باستخدام عملات أخرى بدل العملة الوطنية، إن إدارة التعرض للخطر الاقتصادي تنطوي على دراسة شاملة لحركة أسعار الصرف في أجلها الطويل ومحاولة تجنب خطر التبادل في العملات. إن الطبيعة طويلة الأجل لمثل هذه التعاملات وما ينشأ عنها من أخطار يمكن تفاديها من خلال التحول واستخدام عملات أخرى في تلك العمليات قد تحقق للشركة أرباحاً كبيرة أجالها طويلة.

ثانياً

النظرية الاقتصادية لإدارة التعرض للأخطار⁽¹⁾

إن الخطوة الأساسية لإدارة العملة في الشركة تكمن في تحديد طبيعة التعرض للخطر فيما إذا كان تعرضاً جراء المعاملات أو تعرضاً مصدره التحويل أو فيما إذا كان تعرضاً اقتصادياً، وبالتالي فإن الخطوة الثانية تدور حول كيفية التعامل مع ذلك التعرض للخطر وإدارته وهل يمكن تجنب الخطر بكامله أو قبول جزء منه؟ ولقد شكل هذا الموضوع أهمية كبيرة في دراسة الإدارة المالية الدولية بوصفه يحتل حيزاً كبيراً من عمل المدير المالي وقراراته، ولهذا فإن تبني استراتيجية واضحة من قبل المدير المالي في الإشراف والرقابة على تغيرات سعر الصرف يعد مطلباً أساسياً في إدارة الأخطار الدولية. ورغم كل ما سبق فإن صياغة استراتيجية دقيقة من قبل المدير المالي يمكن أن تستند على الكثير من النظريات الاقتصادية التي تطورت عبر عقود من الزمن وامتدت لتشمل وتغطي مساحات واسعة في الأدبيات المالية والاقتصادية والتي يمكن أن يستند عليها الأكاديميون والمهنيون على حد سواء. فالبناء الاستراتيجي يستند في مضمونه على حركية النظرية الاقتصادية وقدرتها على تفسير الظاهرة الدولية.

(1) انظر:

Richard Pike and Bill Neale, *Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies*, Op.Cit. pp.450- 467.

نظرية تكافؤ القوة الشرائية: Purchasing Power Parity Theory

تؤكد نظرية تكافؤ القوة الشرائية على أن سعر الصرف بين عملتين يعتمد أساساً على معدلات التضخم في دولتيهما، واعتمدت هذه النظرية أيضاً على قانون السعر الواحد مفترضة أن السلع يجب أن تباع بسعر واحد في مختلف الأسواق بعد التعديل بسعر الصرف. فإذا كان سعر الصرف في السوق بين الفرنك والباون مثلاً هو 10:1 أي 10 فرنكات لكل باون فإن سلعة معينة لا يمكن أن تباع بـ 1,2 باون في سوق لندن و 8 فرنكات في سوق سويسرا، ذلك إن السعر الصحيح يقوم على أساس 10:1 كسعر صرف، لذا فإن الناس في مثل هذه الحالة سوف تشتري بسعر رخيص من سوق سويسرا وتشحن البضاعة إلى سوق لندن، وهكذا إلى أن يتوازن السعريين في لندن 1 باون وفي جنيف 10 فرنكات (بافتراض عدم وجود كلفة شحن ومعاملة). ولو افترضنا في المثال السابق الذكر أن السعر بالباون وبعد سنة من الآن ارتفع إلى 1,1 باون وأن السعر بالفرنك السويسري أصبح 10,3، فإن هذا يعني أن سعر صرف الفرنك السويسري/ الباون سيصبح مستقبلاً وضمن إطار السوق الآني.

$$\frac{10,300}{1,1} = 9,36 \text{ فرنك سويسري لكل باون}$$

إن ما حدث هو انخفاض بالباون شكلت نسبته 6,1% نهاية الفترة، وتعمل أسواق العملات الأجنبية بشكل حر ومن دون تدخل حكومي مباشر أو غير مباشر كما وأن السلع التي يمكن انتقالها بسهولة في الأسواق الدولية مثل البترول تكون أقرب إلى السعر الواحد رغم أن كلفة النقل تظهر بين الأسواق، ولكن رغم ذلك فليس كل السلع يمكن أن تنتقل بسهولة فهناك العقارات والأراضي التي يعد انتقالها مستحيلاً. أما في المفهوم طويل الأجل فالتباينات قد تكون أقرب وأوضح للمستثمرين والمضاربين لإدراك أن سوقاً معيناً أرخص من الأخرى.

إن هذه النظرية يمكن أن تعمل بشكل واسع ضمن المفهوم طويل الأجل لمعظم السلع والخدمات رغم ما يشوب ذلك من تشوهات قد تحدث أحياناً قبل تدخل الحكومة في سوق العملات الأجنبية وفرض المزيد من الرقابة على التحويل الخارجي، وإن هذه التدخلات الرسمية والمداخلات شبه الرسمية يمكن أن تؤخر اتخاذ توازنات ضرورية ولتعكس تباينات معدلات التضخم والتغيرات الأخرى، لهذا يمكن القول أن السعر الواحد ينطوي على مضامين أساسية للعلاقة بين سعر الصرف الآني Spot والآجل Forward، فإذا امتلك الناس القدرة التنبؤية الدقيقة

وأيضاً معدلات التضخم للسلع فإن السوق قادرة على تحديد سعر الصرف المناسب بين عملتين في المستقبل وباستخدام الصيغة الآتية :

وإذا افترضنا أن العملتين هما الفرنك السويسري مقابل الباون

$$\frac{\text{المعدل الآجل} = \text{المعدل الآني} \times 1 - \text{معدل التضخم للفرنك السويسري}}{1 - \text{معدل التضخم للباون}}$$

وباستخدام أسعار التضخم السنوية المتوقعة فإن هذا يعني أن المعدل الآجل للسنة القادمة يمكن أن يحدد بالمعادلة السابقة وبتطبيق البيانات السابقة تكون :

$$\frac{1,03 \times 10 \text{ فرنك سويسري} : 1 \text{ باون}}{1,1}$$

$$= 9,36 \text{ فرنك سويسري} : 1 \text{ باون}$$

وفي المثال السابق فإن المعدل الآجل والذي يمكن أن يستخدم في المستقبل يمكن أن يتنبأ به باستخدام المعدل الآني .

إن استخدام الآلية سابقة الذكر من قبل البائعين والمشتريين للعمليات الأجنبية في سوق العملات هو للعمل بهذه الطريقة، فإن الخطر الذي تعرضه تباينات معدلات التضخم يمكن أن ينتهي باستخدام السوق الآجل وآلياته وأن المعدل الآجل يمكن التنبؤ به إلا أنها تبدو صيغة ضعيفة للتنبؤ بمستقبل المعدل الآني . إن المعدل الآجل غالباً ما يكون تقديره منخفضاً، وأن المعدل الآني المستقبلي غالباً ما يكون أعلى من التقدير المتوقع له في الأجل الطويل، وأن الفرق بين المعدل الآجل المتنبأ به لتاريخ معين المعدل والآني المستقبلي ولنفس التاريخ يجب أن يكون صفراً، ورغم هذا وذاك تبقى هذه الحقائق ذات أهمية بالغة للمدير المالي وتعاملاته الدولية .

نظرية تكافؤ سعر الفائدة: Interest Rate Parity Theory

تهتم هذه النظرية أساساً بالفرق بين معدل الصرف الآني (وهو سعر الصرف المستخدم الآن لصفقة ذات تسليم مباشر) ومعدل الصرف الآجل (وهو سعر الصرف المستخدم الآن لصفقة تسليمها مستقبلي) بين عملتين . وبافتراض أن سعر الصرف الآني للفرنك الفرنسي مقابل الباون البريطاني هو 10 فرنكات لكل باون، وإن سعر الصرف الآجل لسنة واحدة هو 9,36 فرنك فرنسي لكل باون، وهنا فإن

الفرق بين الفرنك والباون يساوي 64 سنتيم، حيث يكون الفرنك غالياً جداً بالباون، ويتوقع المتعاملون في سوق العملات أن يرتفع الفرنك السويسري بقيمته، لما نسبته 7% خلال السنة القادمة مقابل الباون.

إن نظرية تكافؤ سعر الفائدة تغطي هذا الارتفاع المتوقع في القيمة للفرنك السويسري مقابل الباون بالفرق بين معدل الفائدة في الدولتين. إن سعر الفائدة لسنة واحدة بالفرنك السويسري سيكون أقل من أي سعر فائدة بالباون ينتابه خطر معين، وأن هذا الفرق بين السعيرين يغطي بعلاوة تضاف على سعر الصرف الآجل، فإذا كان الانخفاض في الباون مقابل الفرنك الفرنسي متوقعاً حدوثه، فإن هذا تعكسه مقارنات أسعار الفائدة التي يمارسها المتعاملون بسعر الفائدة، وبالتالي يسعى المقترضون في لندن إلى تعويض المقرضين كتغطية لخطر العملة والخسارة بعبارة ثانية إن أسعار الفائدة التي تعرض في مواقع مختلفة تميل إلى المساواة مع بعضها وذلك للسماح لسعر الصرف المتوقع بالحركة والمناورة ويمكن توضيح العلاقة التوازنية بالآتي:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف الآني} \times (1 + \text{سعر الفائدة بالفرنك السويسري})$$

$$(1 + \text{سعر الفائدة بالباون})$$

فإذا كان سعر الفائدة المعوض في لندن 12٪/ وأن المثال السابق أشر سعر الفائدة بالفرنك كما يلي:

$$(1 - \text{سعر الفائدة بالفرنك}) = 9,36 \times (1,12)$$

$$10,000$$

مما يعني أن سعر الفائدة بالفرنك = 4,83 وعليه فإن من يضع وديعة في لندن يجد نفسه قد خسر أمام حركة الباون مقابل الفرنك وخلال سنة كاملة.

يتضح مما سبق أن المستثمر الرشيد يتوقع ارتفاعاً أو انخفاضاً معيناً في سعر الفائدة، وبالتالي فإن السعر الآجل لا يمكن أن يكون مؤشراً تنبؤياً جيداً وملائماً للسعر الآني خلال سنة معينة. إن أحد أهم الأسباب التي تقف وراء القدرة التنبؤية وضعفها هو التدخل الحكومي في سوق العملات الأجنبية، وبغياب هذا التدخل فإن أسعار الصرف يبدو أنها تعمل في ظل عدم تكافؤ مستمر وذلك بخلق سوق بعيدة كل البعد عن الكفاءة ووفق ظروف ومتغيرات مصطنعة.

نظرية فيشر المفتوحة: Open Fisher Theory

النظرية الاقتصادية الأخرى التي تستخدم في التعاملات المالية الدولية يطلق عليها بنظرية فيشر المفتوحة، وفي بعض الأحيان تسمى نظرية فيشر الدولية. وبموجب هذه النظرية إن الفرق بين أسعار الفوائد المعروضة على السندات ولعدة عملات يمثل تقدير السوق للتغيرات المستقبلية لأسعار الصرف طيلة مدة السند. تعد هذه النظرية ذات أهمية بالغة في حال ثبات أسعار السندات ذات الاستحقاقات طويلة الأجل (5 - 15 سنة). وبافتراض أن المدير المالي يرغب بزيادة 5 مليون باون لسنة واحدة، لهذا يمكن أن يدخل وسيطاً للسندات ليعرض البدائل الآتية:

البديل الأول: ويمثل قرضاً بالباون بالإسترليني وبسعر فائدة (12%).

والبديل الثاني: يمثل قرضاً بالفرنك السويسري وبسعر فائدة (4,13%).

ولما كانت هذه النظرية تستند على أن الفرق بين أسعار الفائدة التي تحمل على القرض لكل عملة يمثل أفضل تقدير للسعر تجاه التغيرات المستقبلية في أسعار الصرف بين عملتين للسنة القادمة. وبعبارة ثانية إن النظرية تقترح أن السوق يتوقع انخفاض بالإسترليني بنسبة (7%) مقابل الفرنك للسنة القادمة.

ولغرض فهم هذه الآلية والعلاقة بين أسعار الفائدة الحقيقية والنقدية فإن تأثير فيشر اختص بالعلاقة بين التوقعات الخاصة بمعدلات الأسعار المستقبلية للتضخم وأسعار الفائدة الوطنية، فالمستثمرون غالباً ما تكون توقعاتهم حول مستوى التغيرات في الأسعار المستقبلية والتي سوف تتحول مباشرة إلى أسعار الفائدة السوقية النقدية. بعبارة ثانية يتوقع المقترضون العقلانيون تعويضات ليس فقط عن فترة الانتظار للحصول على النقد وإنما أيضاً عن التآكل الذي يحصل في القوة الشرائية فمثلاً إذا كان سعر الفائدة الحقيقي الذي يحقق التوازن بين العرض والطلب لرأس المال 5% وأن السعر التضخمي 4% فإن سعر الفائدة النقدية يجب أن يساوي 9% حيث يرتبط سعر الفائدة الحقيقي والنقدي بالمعادلة التالية:

$$(1 + p)(1 + I) = (1 + M)$$

p = سعر الفائدة الحقيقي

I = السعر التضخمي العام المتوقع

M = سعر الفائدة السوقي

تفترض هذه النظرية أن سعر الفائدة الحقيقي متساو في كل الدول، هذا يعني

أن كل الأوراق المالية ضمن معطيات خطر ما محدد لها نفس العائد، وعلى الرغم من أن أسعار الفائدة السوقية أو النقدية تختلف تبعاً لأسعار التضخم المتوقعة أنها النظرية التي تجمع بين تكافؤ الفائدة وتكافؤ معدلات التضخم.

$$\frac{(1 + \text{سعر الفائدة بالفرنك}) \times \text{المعدل الآتي} = \text{المعدل الآجل} = (1 + \text{معدل التضخم بالفرنك})}{\times \text{المعدل الآني}}$$

$$(1 + \text{سعر الفائدة بالباون}) (1 + \text{معدل التضخم بالباون})$$

مثال: بافتراض أن أسعار الفائدة في سوق لندن 12% وفي سوق جنيف 4,83%، وأن معدلات التضخم هي 10% في بريطانيا و3% في سويسرا فإذا كان المعدل الآني 10 فرنكات لكل باون إسترليني وبالتالي فإن نظرية فيشر المفتوحة تتوقع الانخفاض في الباون كما هو واضح في المعدل الآجل والآني وكما يأتي:

$$10 \times \frac{(1,03)}{(1,1)} = 0,936 = 10 \times \frac{1,0483}{1,12}$$

هذه التشكيلة لمعدل التضخم وأسعار الفائدة تتألف من المعدل الآجل 9,36 فرنك لكل باون وكما احتسب سابقاً.

إن مما لا شك فيه أن هناك عوامل كثيرة تؤثر على حركة العملات مثل توقيت التمويل والضرائب والرقابة على الصرف، لكن العامل المهم والذي يخلق فيه فرق في أسعار الفائدة هو التغير المستقبلي المتوقع في أسعار الصرف.

ثالثاً

فرضيات كفاءة السوق الدولية

يرتبط مفهوم كفاءة السوق الدولية بدرجة كبيرة بالأداء المالي، وأن أي تغير في القيمة يعود إلى أحداث مستقبلية أكثر منها ماضية، مما يعني الاعتماد على عوامل غير معروفة (مجهولة) آنية ومستقبلية وأن الاتجاهات السابقة في حركة أسعار الصرف قد لا توفر أي أرضية للاستخدام المعلوماتي في التنبؤ بالمعدلات المستقبلية، تأسيساً فإن هذه النظرية يمكن أن تطبق في الأسواق الكفوءة معلوماتياً فقط، وأن العملات تتحرك ضمن مدى معين بآلية معينة وضمن حدود السوق المسيطر عليها. ترى ما هي الاستراتيجيات التي تستخدم لكل النظريات سابقة الذكر في إدارة أخطار العملات تلك؟

رابعاً

الصياغة الاستراتيجية لإدارة تبادل العملات في السوق الكفوءة

لاحظنا في معرض حديثنا السابق أن تبادل العملات يعد موضوعاً للتعرض للأخطار ويحدث هذا من خلال التدفق النقدي للعملة إلى خارج الحدود الوطنية فضلاً عما تحتفظ به الشركة في إطار موجوداتها ومطلوباتها من نقد وعملات أجنبية. وإذا كان المدير المالي بعيداً عن النظريات سابقة الذكر وغير مدرك لها ولأبعادها فإنه يتحمل مهمة تغطية كل الصفقات ذات العملات الأجنبية فضلاً عن صافي الثروة لكل الفروع الأجنبية. إن بناء هذه الاستراتيجية قد تعد مكلفة في كثير من الأحيان ورغم ذلك فإن الكثير من الشركات التي تتعامل بالعملات الأجنبية والتي تتذبذب كثيراً في قيمتها أي أنها العملات غير المستقرة في أبعادها قصيرة الأجل تعد استراتيجيات تعبر بها عن كيفية مواجهتها لكل المشاكل.

إن الاستراتيجية الأساسية والمعتمدة هي أن لا تأخذ في الاعتبار كل البنود التي يمكن أن تقي نفسها أو تحميها من ذلك الخطر، ويتم التركيز على بعض التدفقات النقدية والموجودات والمطلوبات والتي تكون موضوعاً لخطر سعر الصرف في الأجل القصير، ولهذا فإن الفقرات التي تتأثر بقيم العملات الأجنبية من تدفقات نقدية وموجودات ومطلوبات فإنها عرضة للأخطار. أما البنود غير النقدية من عقارات وأبنية ومخزون فيمكن استبعادها. وهذه البنود يمكن أن تعدل قيمها تبعاً للتضخم الموجود في الوطن الأم وأن معدل تكيف القيمة أو تعديلها يتغير دولياً. وبالتالي فإن السلع المتاجر بها أيضاً يمكن أن تتذبذب قيمها أسرع من موجودات أخرى مثل العقارات. وأخيراً فإن معظم أسعار هذه البنود غير النقدية من موجودات قد ترتفع لتعوض الانخفاض بالقيمة في العملة الحالية.

أما نظرية القوة الشرائية المتكافئة والتي ترتبط أصلاً بالتباينات في أسعار التضخم وتبعاً لأسعار الصرف، فإن قيمة الموجودات أو المطلوبات المثبتة بالعملات الأجنبية سوف تظهر بالقيمة التي يمكن أن تعوض بها الانخفاض بقيمة العملة الأجنبية، بعبارة ثانية إن هذه العملية سوف توفر عملات أجنبية نتيجة فقدان القيمة لوحدة العملة عما كانت عليه من قبل.

أما الموجودات غير النقدية فإنها يمكن أن تغطي نفسها Self-Hedging في

الأجل الطويل، فإذا كانت من الموجودات التي تباع بالأجل القصير فإنها قد تتعرض لأخطار التعاملات والصفقات التي يمكن أن تتعرض لها تلك الموجودات أما إذا كانت موجودات ثابتة فالآثار لا تظهر إلا بالآجال الطويلة. أما القروض قصيرة الأجل فإنها يمكن أن تقي نفسها في معظم الأحيان ذلك أن سعر الفائدة العالي أو المنخفض على العملة الأجنبية يعد نوعاً من الأدوات التأمينية ضد أخطار الارتفاع والانخفاض في العملات الأجنبية قياساً بالعملة الوطنية في المستقبل. كذلك فإن التعاقد الآجل Forward Contract يمكن أن يعتمد كأداة لتغطية الخطر فهي أداة يمكن أن تستخدم لتغطية أية خسارة ولكنها في نفس الوقت لا تحقق أرباحاً.

إلا أن القروض طويلة الأجل تعد مشكلة هذا الموضوع ورغم أن نظرية فيشر تدعي أن القرض طويل الأجل هو كالقرض قصير الأجل يمكن أن يغطي ويسيئ نفسه، ذلك أن التباين في سعر الفائدة يمكن أن يكتشفه السوق كأفضل أداة تقديرية كما هو عليه الحال في التغيرات المستقبلية في قيمة العملة. وإن القرض بالفائدة المنخفضة يمكن أن يخلق كمّاً كبيراً وزيادة في مجموع رأس المال لعملة البلد الأم. وإن القرض بالفائدة المرتفعة يؤدي إلى خفض كبير في مجموع رأس المال. ولقد أظهرت نتائج العديد من البحوث أن الاختلافات في أسعار الفائدة لا تعد أساساً وأرضية صلبة لغرض التنبؤ بأسعار الصرف وتغيراتها في المستقبل وإذ يتعامل المدير المالي مع المستقبل فإن المتاح من العملة في المستقبل يعد العامل الحاسم الأساس المؤثر في خياراتها للحصول على قروض أجنبية. وإذا كان هناك شك حول الموجودات والمطلوبات النقدية التي يمكن أن تغطي وتقي نفسها من الأخطار فإن الحل الأمثل هو احتساب المركز الصافي للموجودات النقدية ولكل عملة والتأكد من أنها في الاتجاه الصحيح المرسوم له.

خامساً

التعرض لأخطار الصفقات وكيفية التغطية والوقاية

إن الخطوة الأولى والمهمة الموجبة تكمن في تحديد الخطر الوقائي الذي يمكن أن يتعرض التدفق النقدي بعده للخطر تجاه العملات الأجنبية، ولغرض تحديد ذلك الخطر الوقائي يفترض أن يكون هناك نظام معلومات متكامل للعملة. فما هو هذا النظام وما هي الفائدة؟ إن الرقابة على العملة والسيطرة عليها تعد مسألة

ليست معقدة إذا كان ذلك في إطار نظام معلوماتي مركزي خاص بها، ولكي يبقى هذا النظام أداة يمكن تبنيها ولكنها ليس شرطاً ضرورياً ومدعاة أساسية لإدارة العملة بكفاءة. وغالباً ما تستخدم التقارير كأدوات مهمة في إدارة العملة وتتضمن نوعين من التقارير: الأول خاص بتقدير التدفقات النقدية للعملة والنوع الثاني يمثل كشفاً بالدخل المتنبأ به (المتوقع) لمدة لاحقة (شهر أو ثلاثة أشهر...) الناتج عن تبادل العملات، وفي الوقت الذي تحدد تقديرات التدفقات النقدية لكل عملة منفردة فإن الخطوة الثانية التي تتبعها تكمن في تجميع البيانات لتدفقات كل عملة وبالتالي يتم إعداد تقديرات صافي رصيد كل عملة للفترة الماضية. وغالباً ما تكون التقديرات تلك شهرية أو فصلية أو نصف سنوية وتعد أحد أهم متطلبات الإدارة المالية في الشركات الكبيرة والتي تتعامل بعملات مختلفة وتمسك أرصدة لعملات أجنبية وتتاجر بها، ولإدارة مالية الشركة تلك إعداد تلك الكشوفات والتقديرات بشكل مستمر ودوري.

إن الخطوة الثانية هي ملاحقة ومتابعة أسعار الصرف وفحوى ذلك هو تقليل الخطر من خلال إدارته وكيفية استخدام السياسات اللازمة لتحقيق ذلك، وقد ترى إدارة الشركة أن إعداد تنبؤات دقيقة يعد عملية مستحيلة أو معقدة أو ربما أنها غير مربحة، فهنا عليها أن تتكيف وتتبنى سياسات معينة لتقليل الخطر بوصفه الهدف الذي تسعى إلى تحقيق إدارة مالية الشركة وتجاه كل العملات التي تحتفظ بها، وقد يكون العكس فنجد أن إعداد تنبؤات للعملة المحتمل الاحتفاظ بها يكون مربحاً فإن عليها أن تقرر في ضوء ذلك حجم العملة المتداولة وحجم العجز أو الفائض المرغوب لكل العملات المتاجر بها، وقد تعتمد الإدارة المالية للشركة مبدأ مفاده الابتعاد عن المضاربة وإعداد تنبؤات لاحتمالات التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية وتقديرات أرباحها من ذلك. وقد اتخذت العديد من الشركات متعددة الجنسية هذه المواقف ويبدو أن الشركات الأمريكية أكثر قدرة واستعداداً من نظيراتها البريطانية للمضاربة بالعملة، وقد أظهرت العديد من الدراسات والبحوث التي جرت على الشركات البريطانية أنها الآن قد تغيرت تبعاً لمثيلاتها الأمريكية.

والخطوة الأخرى تتمثل في الرغبة بتحويل المركز والرصيد الذي نشأ عن فعل طبيعي وكيفية تعرضه للخطر إلى تعريض ذلك المركز للمخاطر لموقع مرغوباً فيه ولا يمكن إجراء تلك التحويلات من دون استخدام لتقنيات التغطية والتحوط من داخل الشركة وخارجها، وتتوفر تقنيات الغطاء الخارجي من خلال الأسواق ولعدة عملات أجنبية مثل الأسواق الآجلة وعقود المبادلة وأسواق الخيارات. إن

المشكلة الرئيسية في إدارة خطر العملة هو تحديد الأنواع المختلفة لما يمكن أن تواجهه الشركة من تعرض للأخطار وكذلك كيفية تغطية أي خطر قد تتعرض له الشركة .

إن الموجودات غير النقدية والقروض قصيرة الأجل في العملة الأجنبية تعد في أغلب الأحيان ذات وقاء وتحوطي ذاتي، وخطر التبادل الذي يظهر عند التحويل بالقروض الأجنبية والسندات يعد أيضاً غير واضح الأبعاد والمعالم، وبقدر تعلق الأمر بالتعرض لأخطار الصفقات، وبالتالي يمكن القول، إنه بالرغم من كل ما يوفره نظام المعلومات الخاص بالعملات فإن الحاجة تبقى قائمة لتقدير التدفق النقدي قصير الأجل وتعرضاته لخطر كل عملة، وفي الوقت الذي يؤسس هذا النظام في الشركة فإنه يمكن أن يساهم في الكثير من القرارات وكما يأتي :

● إمكانية التنبؤ بمستقبل أسعار الصرف .

● متى وكيف يمكن المضاربة بالعملات .

وإذا لم يحقق النظام هاتين الوظيفتين فإن إدارة الشركة يجب أن تبحث باتجاه تقليل الخطر الذي يمكن أن تتعرض له أرصدها من العملات ومراكزها النقدية من العملات وأن تكييف استراتيجية فاعلة من قبل إدارة مالية الشركة بهدف تعظيم الربح باستخدام تنبؤات معينة حول العملات وأسعار صرفها يتحقق بالوضع الأمثل للأرصدة والموازنة بين تلك الأرصدة من العملات الأجنبية . إن من الطبيعي أن يكون هناك تعرض للأخطار لتلك المراكز المالية للعملات الأجنبية إلا أن المهم هو كيفية تحويلها إلى أرصدة مرغوب فيها من قبل إدارة مالية الشركة وباستخدام وسائل وقائية (تغطية) مختلفة للعملة، فبالإضافة لهذه الوسائل الداخلية، هناك أيضاً خارجية وغالباً ما تكون التغطية (الوقاية) الداخلية أقل كلفة من الأغطية الخارجية وبالتالي يتحتم على المدير المالي في الشركة الدولية أن يكيف المركز الطبيعي للشركة وباستخدام التقنيات الوقائية (التغطية) الداخلية وحالما تستنفذ كل تلك الوسائل تظهر الخارجية كتقنيات لتقليل الخطر وفيما يلي شرحاً لهذين النوعين من الوسائل الوقائية :

الوسائل والتقنيات الداخلية لتغطية أخطار العملات :

تستخدم العديد من الوسائل والتقنيات الداخلية لتغطية أخطار العملات الأجنبية وتباينات أسعار الصرف .

1 - الشبكية (التشابكية) وتعد أحد أهم التقنيات الداخلية المستخدمة من قبل الشركة

الأم وفروعها الأجنبية المنتشرة في أرجاء العالم، وأن العلاقات المالية بين الشركة الأم وفروعها وبين الفروع وبعضها البعض يشكل تداخلاً منظماً وخاصة من ناحية القروض لحين نهاية الفترة المالية ولهذا فإن المركز النقدي للعمليات يكون ضمن تركيبة متنوعة تشكل غطاءً أمثل من خطر أسعار الصرف، وبعبارة أخرى تكون المنظمة عرضة لخطر العملة بحكم احتفاظها برصيد عملة واحدة.

2 - مقابلة مدفوعات العملة الواحدة: ويعد التحوط والتغطية وسيلة من وسائل الوقاية من أخطار العملة. وإن تدفق عملة معينة ومن مصادر مختلفة وتجمعها وترصيدا لتشكيل صافي رصيد العملة ولفترة محددة يواجه خطراً لا بد من التحوط له، ولهذا يستلزم وجود رصيد من العملة للوقاية من ذلك الخطر. إن هذه التقنية تنطوي على استلام ودفع ولا بد من خلق توازن معين بين الجانبين كغطاء لأخطار العملة على أساس رصيدها.

3 - التسريع والتأخير في عمليات الدفع: تستخدم هذه التقنية في حالات التغير في قيمة العملة وتوقعات واتجاهات ذلك التغير، وعندما يكون هناك تدفق نقدي لعملة أجنبية فيجب الإسراع بالدفع قبل أن ترتفع أو تنخفض قيمة العملة خاصة العملة الأجنبية المتوقعة التبادل معها والتي يمكن أن تحدث تآكلاً بالقيمة مقابل العملة الوطنية، لهذا ينبغي دراسة أنماط عمليات الدفع لكل عملة وأثر ذلك في حالات التأخير والتسريع لما له من أثر كبير في تغطية للخطر المتوقع.

4 - تعديل الأسعار التعاقدية والأخذ في الحسبان التغيرات المتوقعة في قيمة العملة وهذا يعد أيضاً تقنية لتخفيض خطر سعر الصرف وتغطية وتحوط لتعرض العملة لهذا الخطر وتغيراته، فالمصدر مثلاً يمكن أن يستخدم قاعدة السعر التصديري القائم على المعدل الآجل بدلاً من المعدل الآني عند تثبيت أسعار العقد المبرم.

5 - تغير العملة المستخدمة في التعاملات الدولية: وتعد غطاء ذو أهمية كبيرة فكثير من الشركات تستبدل عملاتها أثناء تعاملاتها مثال ذلك الدولار مقابل النفط.

6 - تنويع الموجودات والمطلوبات النقدية كقاعدة أساسية في تقليل أخطار العملة.

التقنيات والوسائل الخارجية لتغطية أخطار العملات :

تستخدم الإدارة المالية في الشركات الدولية تقنيات التغطية الخارجية بشكل واسع قد يفوق التقنيات الداخلية، حيث تغطي التقنيات الخارجية 60% من مجموع

العملة المغطاة من الخطر وخاصة ما يطلق عليه بالعقود الآجلة . وأهم هذه التغطيات ما يأتي :

التعاقدات الآجلة :

تسمح هذه التقنية ببيع وشراء العملات بمبلغ ثابت وبتاريخ مستقبلي وضمن تعاقدات خاصة منفردة وقد تكون آجالها شهر، ثلاثة أشهر، ستة أشهر أو حتى سنة .

القرض قصير الأجل بالعملة الأجنبية :

توفر هذه التقنية البسيطة غطاءً لخطر العملة، فمثلاً تتوقع شركة أن تستلم 30 مليون فرنك فرنسي خلال سنة واحدة، لهذا فإنها يمكن أن تفترض مبلغاً قدره 30 مليون فرنك فرنسي فوراً ومن ثم تحوله إلى الباون ليستثمر في أوراق قابلة للتسييل بسرعة وفي حالة أي انخفاض غير متوقع في عملة البلد الأم فإن ذلك الانخفاض سوف يقابله وفر من غير تسديد القرض ويتحقق التوازن بين العملتين .

التوسع الدولي في الخدمات المالية :

يعد عاملاً مهماً في توفير الخدمات المالية التي يمكن لها أن تمتص الآثار الناتجة عن أسعار العملات وخسائرها فما يكون خسارة لدى عملة دولة معينة سوف يكون هناك ربح تجاه عملة دولة أخرى، وهكذا .

قروض عقود المبادلة :

وتستخدم هذه التقنية لتغطية الأخطار الكبيرة التي يمكن أن تتعرض لها الإدارة المالية للشركة، وقد توسع العمل بهذه التقنية من خلال سوق بدأ نشاطه منذ بداية عقد الثمانينات وخاصة في 1985 فإذا كانت الشركة دائنة مبلغاً كبيراً من العملة الأجنبية، وأن هناك شركة أخرى مدينة بنفس ذلك المبلغ الكبير وعملة محلية، فإن الشركتين يمكن أن يعقدا عقد مبادلة تجاه التزامات معينة وبأمد معين، لقد كان لهذه العقود التبادلية دور بالغ الأهمية في الحد وتغطية الأخطار التي يمكن أن تتعرض لها التعاملات بالعملات الأجنبية بحيث كانت التغيرات مثيرة ودراماتيكية، إلا أن إيجاد عقد مبادلة بالنسبة لشركتين ليس بالأمر السهل واليسير، فإن هناك ميلاً في الشركات الدولية ورغبة باتجاه عقود المبادلة وغالباً لا تظهر تلك العقود التبادلية في الميزانية .

سادساً

سوق خيارات العملة

لقد توسعت هذه التقنية الخارجية في تغطية أخطار العملة في السنوات الأخيرة والخيار هو حق يمنح لشراء وبيع العملة بمبلغ ثابت وبين تاريخين مستقلين وبسعر صرف متفق عليه ولكن في نفس الوقت لا يشكل التزاماً. يعد سوق الخيارات معقداً جداً ويوفر مدًى واسعاً من المنتجات وغالباً ما يكون سوقاً مكلفة قياساً بالسوق الآجل، إنه يمثل مغامرة مربحة، واستخدامه يوفر سياسة تأمينية محافظة. وأن وجود نظام معلوماتي للعملة والذي يولد مركزاً طبيعياً يمكن أن يتعرض للخطر فإن المدير المالي غالباً ما يلجأ إلى تغيير ذلك المركز إلى تعرض مرغوب به.

إن الهدف الرئيس لصياغة إدارة استراتيجية لتبادل العملات الأجنبية يتمثل في الوصول إلى المركز المرغوب لكل عملة نهاية الفترة المالية، بعبارة ثانية إن التعرض لتذبذبات سعر الصرف يجب أن يكون ضمن المدى المسيطر عليه ولا يمكن أن يكون ضمن مديات خارج إطار السيطرة فتكون تحت طائلة القوى والعوامل الخارجية.

المبحث الرابع

إدارة الخطر السياسي

مقدمة

تتسم أعمال الإدارة المالية الدولية بتعاملها مع الأخطار السياسية جنباً إلى جنب مع أخطار تبادل العملات، وللخطر السياسي آثار كبيرة ومؤثرة في بيئة الأعمال وبشكل عام، وغالباً ما يصعب التنبؤ به قياساً بباقي الأخطار، ولقد كانت السنوات العشر الماضية كفيلة بإعطاء المزيد من الحالات والأمثلة عن الأخطار السياسية فهذا الاتحاد السوفيتي السابق وتحوله الفجائي إلى روسيا الاتحادية وذاك جدار برلين قد هدم واتحدت الألمانيتان، كذلك كان هناك العديد من الحروب والحصار والمقاطعات... إلخ.

إن كل تلك التحولات في الأحداث أياً كانت سواء بالتحول نحو اقتصاد السوق أم بصيغ النشاطات والاتحادات... إلخ كل ذلك لا يعني نهاية وزوال الخطر السياسي، بل العكس صحيح، فما هو تعريف الخطر السياسي وما هي أبعاد هذا المفهوم وكيف يمكن مواجهته وقياسه وإبطاله أو تقليله، يعالج هذا الجزء بشكل مفصل الإجابة عن كل تلك الأسئلة وغيرها.

أولاً

مفهوم الخطر السياسي وأبعاده⁽¹⁾

يقصد بالخطر السياسي بأنه مجمل العوامل السياسية التي تؤثر على أرباح

(1) للمزيد عن الخطر السياسي انظر:

Richard Pike and Bill Neale, *Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies*, Op.Cit. pp.487- 489.

الشركات متعددة الجنسية وحياديتها عن تحقيق أهدافها . وتركز دراسة الخطر السياسي على تحديد التغيرات البيئية التي يصعب توقعها، ومن الأمثلة التي شاع استخدامها في هذا المجال انتخاب الحكومة التي يكون من ضمن استراتيجيتها وأهدافها التدخل في قطاعات الأعمال وخاصة الأجنبية منها . مثل تحديد عمل الشركات الأجنبية أو منعها تماماً أو تأميمها أو تقليص المشاركات أو وضع الشروط المحددة لأنشطة تلك الشركات . . . إلخ، ويعتقد البعض أن الخطر السياسي يرتبط بدول العالم الثالث أو بتلك الدول ذات الحكومات غير المستقرة ولكن مفهوم الخطر السياسي يمتد إلى أكثر من ذلك ليشمل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء وما سياسات عدد من الحكومات الأوروبية للحد من الاستثمارات اليابانية إلا مثلاً على الخطر السياسي في الدول المتقدمة، إن ما تفرضه الحكومات من قيود على الاستثمار الأجنبي والطاقة والاتصالات وبعض الصناعات كل هذا يقع في إطار مفهوم الخطر السياسي، لا بل والأكثر من ذلك وحتى في عصر الانفتاح وتخطي الحدود فإن الأطر التضييقية الإجرائية التي تضعها الحكومات على الشركات متعددة الجنسية والاستثمارات الأجنبية المحفظة والمباشرة سواء الصناعية أم المصرفية، تعكس الأبعاد التي قد تزيد من الخطر السياسي، وخير مثال على ذلك الشعور الذي ينتاب الشركات متعددة الجنسية بصعوبة اختراق السوق اليابانية بسبب النظم القيمية للمجتمع الياباني وثقافته التي لا تشجع الأجانب من شركات ومستثمرين، وحيث إن الحكومة تدعم ذلك النظام وتنعكس بشكل واضح حينما توضع تلك الأبعاد ضمن ملفات الاتفاقيات بين اليابان وغيرها من الدول .

يتضح مما سبق مفهوم الخطر السياسي وأبعاده وأشكاله، إذا أخذنا بنظر الاعتبار العدد الكبير من الأسواق الدولية حيث عمل الشركات الدولية، وضمن هذا السياق الخطر السياسي فإن ما تعرضه منظمة التجارة العالمية وما تضعه من ضوابط قد يقلل من الأخطار السياسية إلى حد ما ولكن يبقى هناك المزيد من الأخطار السياسية التي يجب أن يحسب لها المستثمر الأجنبي حسابات كثيرة في تعامله معها .

ثانياً

طبيعة الخطر السياسي⁽¹⁾

يتخذ الخطر السياسي شكلين اثنين الأول: الخطر السياسي الكلي والثاني: الخطر السياسي الجزئي وتتحكم في الخطر السياسي بشكليه عوامل معينة وفيما يأتي بيان بذلك.

الخطر السياسي الكلي والعوامل المؤثرة عليه:

يؤثر الخطر السياسي على الشركات الأجنبية قاطبة فيكون تأثير الخطر بنفس الطريقة على الجميع، ويكون عاماً فتتأثر الشركات الصغيرة والكبيرة سواء أكانت في هذا القطاع أم ذاك ويطلق على هذا الشكل من الأخطار السياسية بالكلية حيث يكون تأثيرها شاملاً على الجميع وتضرب مؤسسات الأعمال الأمثلة على ذلك، فهي ترى أن إقرار قانون معين في دولة معينة يشمل جميع الشركات الأجنبية يعد خطراً سياسياً كلياً وأن تحول نظام ديموقراطي برلماني إلى نظام سلطة عسكرية بانقلاب عسكري يعد خطراً سياسياً كلياً، وهكذا قد يكون الخطر السياسي ناتجاً عن مقاطعة سياسية مثال ذلك مقاطعة دول الجامعة العربية سنة 1955 للشركات الأجنبية التي تتعامل مع (الكيان الصهيوني) ومن يتعامل مع تلك الشركات، كذلك فإن فرض حصار اقتصادي على دولة معينة بموجب قوانين المنظمة الدولية في مجلس الأمن الدولي يعد خطراً سياسياً على الشركات الأجنبية العاملة في الدولة المحاصرة وهكذا.

الخطر السياسي الجزئي والعوامل المؤثرة فيه:

إن الخطر السياسي المؤثر على قطاع معين في الاقتصاد أو لبعض الشركات يعد خطراً سياسياً جزئياً، إن هذه الأخطار السياسية الجزئية تعد نتاجاً لتصرفات الحكومة بحجة القيود والتضييق والضرائب على بعض الأنشطة في بعض قطاعات الأعمال، كذلك فإن الإجراءات والقوانين المحلية التي تفرضها حكومة مركزية أو سلطة إقليمية تعد خطراً سياسياً جزئياً. وهناك العديد من العوامل التي تحدد درجة الخطر الجزئي وأحد أهم تلك العوامل هو هيمنة وسيطرة الشركات الأجنبية ذاتها

(1) انظر:

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, *International Business: A Strategic Management Approach...*, Op.Cit. pp.354- 380.

كذلك فإن الأداء الجيد للشركات الأجنبية قد يدفع بحكومات معينة إلى تبني قرارات ليست في صالح تلك الشركات كالتأمين، كذلك تدخل العوامل التكنولوجية الإبداعية ودورها في تحقيق الكفاءة التنافسية، وبالتالي يمكن أن يقل تأثير الخطر السياسي الجزئي بسبب المساهمة الفاعلة للشركات الأجنبية في دعم الاقتصاد الوطني لتلبية حاجات المجتمع .

كذلك فإن تغير أسبقيات الحكومة تجاه الاستثمار قد تغير الحكومة تلك الأسبقيات تجاه الاستثمار في صناعة معينة واستبدالها بصناعة أخرى مما يعني خطراً جزئياً يلحق بتلك الشركات الأجنبية التي كانت قد استثمرت في صناعات لها الأولوية وبات ضمن آخر الأسبقيات لدى الحكومة أيضاً، فإن التباين لدى الحكومة في المركز الصناعية والمواقع الخاصة بها يعد أيضاً خطراً سياسياً جزئياً يواجه الشركات .

ثالثاً

مصادر الخطر السياسي⁽¹⁾

هناك عدد كبير من مصادر الخطر السياسي وأهمها التغيرات السياسية في الفكر والمضامين الفلسفية للفئات الحاكمة وخاصة الانقلابات والتغيرات الفجائية، كذلك فإن هناك العديد من التغيرات السياسية التي تقودها فئات من المجتمع من أحزاب أو منظمات سياسية كل هذه الأنشطة تعد رسالة واضحة للشركات الأجنبية أصحاب الأعمال بضرورة توخي الحذر تجاه تلك التغيرات الدراماتيكية في السياسة . وأيضاً قد يكون العكس فقد تتبنى الحكومة تشجيع الشركات الأجنبية واستثماراتها بشكل منفرد مما قد يؤدي إلى رد فعل سلبي من قبل المجتمع ومنظماته، مما يعني أخطار سياسية كبيرة يمكن أن تواجهها الشركات تلك .

إن من المصادر المهمة للأخطار السياسية أيضاً الإجراءات الحازمة في التطبيق ويقصد بذلك آليات العمل وتنفيذ الاتفاقيات مع الشركات أو ربما لأسباب إعلامية قد تتبنى الحكومة موقفاً معيناً لإظهار قوتها فينعكس بشكل أخطار سياسية على الشركات .

(1) Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, **International Business: A Strategic Management Approach...**, Op.Cit. pp.488-489.

رابعاً

التنبؤ بالأخطار السياسية⁽¹⁾

تستخدم الشركات متعددة الجنسية العديد من الاستراتيجيات في إدارتها للأخطار السياسية ويعد التنبؤ بها مدخلاً ملائماً في تحديد تلك الأخطار وبدقة ليتسنى لها تقليل الآثار السلبية لذلك الخطر أو محاولة التخلص منه. كذلك يعد المدخل غير الرسمي أحد المداخل المهمة في إدارة الخطر والتنبؤ به ولكن يبقى المدخل الرسمي المنظم بما يضمنه من إجراءات منظمة ورسمية لتسهيل تلك المهمة.

هناك جانبان أساسيان يجب التركيز عليهما في التنبؤ بالأخطار السياسية الأول: هو النظام السياسي الذي تعمل الشركة الأجنبية في إطاره وثانياً: السلع المزمع إنتاجها والعمليات المنفذة والمستندة على تقويم دقيق لها.

دراسة النظام السياسي :

تحتاج الشركات متعددة الجنسية إلى فهم واضح وإدراك شامل للنظام السياسي للبلد المضيف وذلك لما للسياسة من دور مهم ومؤثر في الاقتصاد والمجتمع ولهذا نلاحظ أن معظم الشركات متعددة الجنسية تركز أعمالها في دول معينة ذات مواصفات معينة في نظمها السياسية. وهي إن استثمرت في غيرها من الدول تبقى حذرة كل الحذر على وضع استثماراتها. إن أي تغيير في النظام السياسي أو المناخ السياسي للبلد الذي فيه استثمارات أجنبية قد يعني خسائر مالية كبيرة، لذلك فإن هنالك العديد من النظم السياسية المستقرة إلا أن الشركات تبقى تعاملاتها بحدود معينة، إلا أن السنوات الأخيرة وخاصة بعد التوقيع على اتفاقية التجارة الدولية وانبثاق منظمة التجارة العالمية بات الأمر أكثر وضوحاً، والأهم من كل هذا أن العالم اليوم قد وصل إلى مرحلة التكتلات والتحالفات، وقد حددت وبوضوح النظم السياسية التي يمكن التعامل معها بعيداً عن الأخطار السياسية، ولكن تبقى هناك مناطق واسعة في العالم النامي تعاني من عدم الاستقرار والحروب والمشاكل مما يشكل ضغطاً إضافياً على الشركات متعددة الجنسية لاختراق تلك الدول.

(1) انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, **International Business: A Strategic Management Approach...**, Op.Cit. pp.360- 364.

إن ما وصلت إليه الشركات متعددة الجنسية في تعاملها مع النظم السياسية والاجتماعية والاقتصادية يعد كبيراً، لهذا تمثل منظومات يمكن أن تخترق أي نظام سياسي بهدف تقليل الخطر وتحقيق التوازن المطلوب بين الشركة الأجنبية والبلد المضيف.

تقويم المنتجات والعمليات :

تواجه المنتجات والعمليات أخطاراً سياسية أيضاً فالقيود التي تفرض على بعض المنتجات وكذلك طلب المشاركة في العمليات وتدريب العاملين كل هذا قد يمثل أخطاراً تواجهها منتجات وعمليات الشركات الأجنبية، إن الخطر الناشئ عن المشاركات يتمثل في سرقة المعرفة التقنية التي تمتلكها الشركة الأجنبية، أو غالباً ما تحاول الشركات الأجنبية المحافظة على أسرارها العلمية والمعرفية والتقنية، وبالتالي فإن ما تفرضه حكومة البلد المضيف يعد خطراً سياسياً يواجهه الشركة الأجنبية سواء منتجاتها أم عملياتها وهذا ما حاولت اتفاقية التجارة العالمية التأكيد عليه واعتبرته من ضمن الحقوق الفكرية خاصة بعد التطورات الكبيرة في قطاع الخدمة الحاسوبية، وتشمل تلك الاختراعات البراءات والمعارف الحاسوبية حقلاً خصباً للسرقة من قبل الدول المضيفة. إن هذا الموقف الذي تتبناه الشركات الأجنبية وتعدّه بمثابة خطر يواجه منتجاتها وعملياتها وخاصة من قبل دول العالم النامي. إلا أن هذا النوع من الأخطار السياسية يمكن أن تنمو خارج إطار المنظومة الحكومية وبالتالي تعتمد آليات الاحتكار وخنق المنافين، ولهذا نلاحظ أن الحكومات تسعى دائماً إلى خلق شركات اقتصادية بهدف دعم المنافسة أولاً وتدعيم لشرعية حماية للشركات الأجنبية، ولهذا ظهر الاتجاه الداعي إلى ضرورة تحرير الأسعار وتفعيل آليات المنافسة، وتعتمد الحكومات إلى وضع آليات لحماية الأسواق من الشركات الأجنبية ومنها:

- 1 - منع الشركات من تسعير أسعار المفرد.
- 2 - لا يمكن أن تدخل السوق شركتين أو أكثر مجتمعتين وإنما دخول السوق يجب أن يكون مفرداً.
- 3 - لا يجوز دفع الزبائن نحو اتجاه معين للشركة وخاصة من قبل الشركات الكبيرة وإنما ترك الزبون على سجيته ليتخذ قراره.
- 4 - لا يجوز الاندماج لغرض احتكار سوق لمنتج معين أو عملية معينة.

خامساً

قياس الأخطار السياسية^(١)

كما ذكرنا سابقاً أن الشركة متعددة الجنسية تدرس النظام السياسي للدولة المعنية وذلك بالفحص والتدقيق والتمحيص وبعناية فائقة لغرض الوقوف على تحديد واضح للأخطار السياسية التي يمكن أن تواجهها في التعاملات الدولية، وتحاول الشركة توضيح هذا الخطر ورسم سيناريوهات متعددة وواضحة وتضع تعليماتها بشكل دقيق وبيّن وفق معايير معينة يمكن أن تستخدم. ثم يتم تحديد تلك المعايير لأغراض المقارنة على أساس الخطر السياسي الذي يمكن أن يواجهه الشركة في دولة معينة عنه في دولة أخرى. فإذا كانت هناك ثلاث دول مرشحة لهذا الاستثمار من قبل الشركة فإن قياس تلك المعايير وبدرجات معينة يضع لنا مقارنة بين ثلاث دول لتحديد الدول المرشحة الأولى والثانية والثالثة وبحسب تلك المعايير يتم ترتيب الدول تنازلياً.

تستند المعايير القياسية على جملة عوامل مؤثرة في الخطر السياسي وقد توضع حدود دنيا وعليا للمعيار، إلا أن النتيجة المهمة هي القيمة التي يمكن أن تحصل عليها دولة معينة فإذا كانت هذه القيمة مرتفعة فإن تلك الدولة تكون موضع نقاش حول استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر أو فرعاً لشركة أجنبية. إن أخذ العامل بشكل مباشر لقياس معيار معين قد لا يكون دقيقاً وإنما تؤخذ مجموعة عوامل فعلاً للحكم على استقرار النظام السياسي فتؤخذ الإضرابات العمالية والتظاهرات الحزبية والعلاقات العمالية مع الإدارات... إلخ. إن بعض الدول قد توفر بعض العناصر من آليات وإجراءات ونظم لتغطية خطر معين أو لتقليل خطر ما، إلا أن ما يهم الشركة هو دعم مركزها التنافسي ولهذا ترفض الشركة كل ما يسيء إلى مركزها التنافسي وتدعم في الوقت نفسه ميزتها التنافسية، ولهذا فإن استراتيجية الشركة تفصح بشكل كبير في معالجتها للأخطار السياسية.

معايير تقييم الخطر السياسي :

يمكن تصنيف معايير تقييم الخطر السياسي في الإدارة المالية الدولية إلى ما يأتي :

(١) انظر :

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, *International Business: A Strategic Management Approach...*, Op.Cit. p.362.

المعايير السياسية :

- استقرار النظام السياسي .
- الصراعات الداخلية .
- التهديدات الخارجية للاستقرار .
- درجة الرقابة على النظام الاقتصادي .
- درجة الموثوقية بالدولة كشريك تجاري .
- الضمانات القانونية .
- فاعلية الإدارة العامة .
- العلاقات العمالية والضمان الاجتماعي .

المعايير الاقتصادية الوطنية :

- حجم السكان .
- نصيب الفرد منه الدخل القومي .
- النمو الاقتصادي خلال السنوات الخمس الأخيرة .
- النمو خلال السنوات الثلاث الأخيرة .
- التضخم خلال السنتين الأخيرتين .
- سهولة التعامل مع الأسواق الداخلية لرأس المال .
- حجم المتاح من الأيدي العاملة الماهرة .
- احتمالية استخدام المقيمين الأجانب .
- حجم المتاح من موارد الطاقة .
- المستلزمات القانونية للتعامل مع التلوث البيئي .
- البنى التحتية، النقل، المواصلات والاتصالات ونظمها .

معايير العلاقات الاقتصادية الخارجية :

- القيود على الاستيراد .
- القيود على التصدير .
- القيود على الاستثمارات .
- حرية إنشاء المشاركات أو الدخول فيها .

- الحماية القانونية للمنتج وعلامته .
- القيود على التحويلات النقدية .
- قيمة العملة خلال السنوات الخمس الأخيرة .
- وضع ميزان المدفوعات .
- هل البلد مستنزف من الأموال الأجنبية بفعل مستوردات الطاقة، والنفط .
- المركز المالي الدولي للدولة المعنية .
- القيود على صرف النقد الوطني إلى عملات أجنبية .

إن العوامل التي يمكن قياسها قد وضحت أنواع المعايير التي يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار عند تحديد الخطر السياسي، وأن هذه المعايير لها حد أدنى وحد أعلى قياساً بالأخرى بسبب تغيرات الخطر ومداه الواسع جداً. إن النتيجة المهمة هي القيمة النهائية التي تحققها دولة معينة من الاستثمار المستضاف مقارنة بحجم الخطر السياسي الذي يمكن أن تتعرض له الشركة متعددة الجنسية أو المؤسسة المالية الدولية أو ربما المصرف الدولي من جراء تقديم تمويل معين أياً كان شكله ونمطه، فإذا كانت هذه النتائج سلبية فإن الشركة يجب أن تسقط تلك الدول من اعتبارها ما لم يكن هناك من الاعتبارات والطرق التي تقلل أو تخفف الخطر المرتبط لبعض تلك المعايير والعكس صحيح. مثال ذلك قد تجد الشركة أن من المستحيل التأثير على استقرار النظام السياسي ولكن من المحتمل أن يتم التأثير من خلال الإضراب والاتحادات العمالية الوطنية، وبالتالي فإن تحسين العلاقات مع العمال هو الأفضل. أيضاً يمكن التفاوض لتحسين القيود على الاستيراد والتصدير والتحويلات النقدية ومما سبق فإن الخطر السياسي لدولة معينة يمكن أن يسجل رقماً أقل مما هو مقبول.

إذا كانت دولة راغبة بشركة من الشركات المتعدية الجنسية لتأسيس بعض العمليات فإن الدولة يمكن أن توفر بعض الأمور التي تقلل الخطر السياسي على الشركة ولكن ليس لشركات أخرى، إن هذا معيار ذو قيمة كبيرة للشركة كونه يوفر الميزة التنافسية لها، والجانب الآخر فإذا كانت المفاوضات مع دولة أخرى قد انتهت بخفض الخطر السياسي للشركات العالمية فإن الشركة بتقدم الوقت تزيد اعتبار هذا الفعل على موقعها التنافسي الرسمي، وهنا يمكن أن تدخل المفاوضات العديد من الاستراتيجيات التفاوضية لتقليل الخطر السياسي.

الخلاصة

ناقش المبحث إدارة الخطر في الإدارة المالية الدولية، وقد صنف الخطر إلى خطر تبادل العملات أو أسعار الصرف، والخطر السياسي، وتعرض المبحث أيضاً للنظريات التي تدعم مضمون الخطر في عمليات التبادل بين العملات وكيف للشركة أن تتعامل مع ذلك الخطر، فضلاً عن المضامين الأساسية للخطر السياسي ومصادره وأنواعه.

الفصل الرابع

الاستثمارات الأجنبية
كمصدر للتمويل الدولي

مقدمة

يتناول الفصل الرابع الاستثمارات الأجنبية وضمن عدد من المباحث ليس من منظور اقتصادي وإنما من منظور مالي، إذ تعد الاستثمارات الأجنبية أحد أهم مصادر التمويل الدولي في القرن الحادي والعشرين، لقد تغير نمط التمويل الدولي في السنوات الأخيرة، فبعد أن احتلت القروض الدولية الأسبقية الأولى في مصادر التمويل الدولي، وبوصفها نمطاً مألوفاً ومتداولاً لسد الحاجة المالية للدول والمؤسسات عبر المنظومات المصرفية الدولية، أصبح الاستثمار الأجنبي بأنواعه يحتل الأسبقية في ذلك، وقد قادت هذه التغيرات النمطية في عمليات وأدوات ومؤسسات التمويل الدولي، للحد الذي بات البعض يشكك في المفهوم إذ لم يعد هناك تمويلاً دولياً وإنما هو تمويل عالمي، ويستند ذلك إلى الدور الكبير الذي مارسه الاستثمار الأجنبي ومؤسساته الشركات متعددة الجنسية، فقد تغيرت الخريطة الاقتصادية للعالم، وكان للاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي أكبر الأثر في إعادة صيغة التحالفات والشراكات والاتفاقات العالمية، لكل هذا يتناول الفصل بالدراسة والبحث هذه الظاهرة الحديثة وضمن أربعة مباحث يركز الأول على المفاهيم الأساسية وتاريخية الظاهرة ومضامينها الاقتصادية والمالية وأنواع الاستثمار الأجنبي، أما المبحث الثاني فيركز على طبيعة الاستثمار الأجنبي المباشر ومحفظاته وسياسات الحكومات تجاه الظاهرة موضوع البحث، ويناقش المبحث الثالث النوع الثاني من الاستثمار الأجنبي وهو المحفظي، فيما يناقش المبحث الرابع تقنيات تقويم الاستثمار الأجنبي المباشر.

المبحث الأول

الاستثمار الأجنبي مفاهيم وأساسيات

أولاً

مقدمة تاريخية في الظاهرة والمفهوم والمصطلح

إن الدارس لتدفق الاستثمارات وإدارتها بنوعيتها المحفظية والمباشرة في إطار نظرية التدويل لا بد وأن يتطرق إلى النظريات الاقتصادية التي عالجت ذلك في إطار حركة رأس المال وعبر تاريخ طويل قد يمتد إلى الاقتصاديين الأوائل ولكن سنختصر ذلك ونوجزه ونعود إلى الاعتبارات التي سادت أبان الحرب العالمية الأولى حيث تحكم في حركة رأس المال ميزان المدفوعات والميزان التجاري وكان ذلك في ظل قاعدة الذهب التي كانت سائدة آنذاك، وظهر أن من صَدَّر رأس المال وسيطر على حركته كل من فرنسا وألمانيا والولايات المتحدة وهولندا وبلجيكا وسويسرا والسويد ويمكن الوقوف على سمات معينة ضمن الفترة 1880 - 1914 حيث سادت قاعدة الذهب فكانت الاستثمارات الأجنبية قد تحدت بما يلي⁽¹⁾:

- الديون الملكية .
- استثمارات لمؤسسات كبيرة يسهل عليها حصول الفائدة والأرباح .
- استثمارات لأعمال وشركات صغيرة أجنبية في دول مضيقة .
- استثمارات لشركات مسجلة في الدولة الأم تعمل في الخارج .
- استثمارات لشركات رئيسة تعمل في الدولة الأم ولها بعض نشاطات في الخارج .

(1) انظر :

Mira Wilkins, Two Literatures, Two Story lines: is a general paradigm of foreign portfolio and foreign direct investment feasible? Transnational Corporations, Vol.8, No.1 (April 1999).

إن مفهوم الاستثمار الأجنبي في ذلك العهد لم يكن ضمن المفاهيم السائدة هذه الأيام فكان يطلق عليه الاستثمار الدولي International Investment . وقد أطلق Herbert Feis سنة 1930 مفهوم الاستثمار المباشر على كل الاستثمارات الأجنبية التي لا تؤثر على أسواق الأوراق المالية ومنها الاستثمارات التي سبق ذكرها ومناقشتها . أما مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي Portfolios فقد أطلقه لأول مرة Mathew Simon سنة 1967 إذ كان قد ركز اهتماماً خاصاً على الشركات الأم التي تمارس نشاطاً في خارج الحدود، وميزها عن الشركة الوطنية التي تمارس نشاطاً في الدولة الأم ولها نشاطات في الخارج⁽¹⁾ . إلا أن الوقوف على مفهوم دقيق للاستثمار الأجنبي بنوعيه يعود إلى جملة دراسات ابتدأت في الستينات من القرن العشرين ولا زالت لحد الآن حيث صنف الاستثمارات الأجنبية على وفق التصنيف السابق .

نوع الاستثمار	الظاهرة
محفظي	1 - الديون الملكية
محفظي	2 - استثمارات لمؤسسات كبيرة يسهل عليها حصول الفائدة والأرباح
محفظي ومباشر	3 - استثمارات لأعمال وشركات صغيرة أجنبية في دول مضيقة
مباشر	4 - استثمارات لشركات مسجلة في الدولة الأم تعمل في الخارج
مباشر	5 - استثمارات لشركات رئيسية تعمل في الدولة الأم لها بعض نشاطات في الخارج

لذا فإن التصنيف المعتمد بين الاستثمارات الأجنبية المحفظية والمباشرة وفق المفاهيم الجديدة اليوم تستند على أن الاستثمار الأجنبي المحفظي يتضمن السندات (الحكومية والمؤسسية) وأيضاً القروض المصرفية طويلة الأجل وأموال الملكية الأسهم، وأما الاستثمار الأجنبي المباشر فهو القائم على الاستثمار في الموجودات الثابتة . ويعد هذا التصنيف الأخير من أفضل التصنيفات التي يمكن أن يفسر بها الاستثمار الأجنبي ويمكن استخدام هذا التصنيف ضمن كل العهود، فالاستثمارات الأجنبية المباشرة لبريطانيا في أشكالها المختلفة ابتدأت منذ 1890 في الخارج وفي مختلف مستعمراتها وكذلك هناك استثمارات محفظية يمتد عهدها إلى بداية القرن

(1) انظر :

العشرين وخاصة من قبل بريطانيا وهولندا في أسواق أمريكا للأوراق المالية . لقد كانت سمة ذلك تصدير رأس المال على مستوى الدولة أو الشركة وخاصة في السكك الحديدية والتعدين والبتروك والمصارف . . . إلخ . إلا أن الوضع قد تغير كثيراً خاصة بعد الحرب العالمية الثانية وبروز الشركات متعددة الجنسية كصيغة من الصيغ الحديثة للإنتاج والتوزيع حيث استخدمت عمليات التدويل⁽¹⁾ .

لقد بدأ الاهتمام بحركة رأس المال الدولية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ 1935 حينما ركزت الخزينة في ذلك الحين على مشتريات الأجانب من الأوراق المالية الأمريكية وكان ذلك على أساس أسبوعي وقد شكل ذلك مصدراً معلوماً للمؤسسات المالية والمصارف والوسطاء ذلك سنة 1941 واستطاعت الخزينة الأمريكية فصل بعض الأنواع المتباينة من الموجودات الأجنبية لأغراض إحصائية . ولقد اعتمدت المعايير الخاصة في الولايات المتحدة وخاصة من وزارة التجارة واستمرت هذه النظم في عقد الستينيات في الولايات المتحدة وخفضت أعمال الاستثمارات الأجنبية في الولايات المتحدة لنفس المعيار في عقد السبعينيات .

وقد تطورت عند ذاك مفاهيم التدفق الداخل والخارج للاستثمارات وفق نظرية الاستثمار المباشر direct investment وتحددت أسس ذلك وفق معيار رقابي أو القدرة على رقابة العمليات في الخارج ، ويلاحظ أن المصطلح العلمي (FDI) هو ملخص للمصطلح الشائع في اللغة الإنكليزية (Foreign Direct Investment) ، ويلاحظ أنه قد استخدم منذ سنة 1938 من قبل Cleona Lewiss ولم يلاحظ مصطلح الاستثمارات المحفظية Portfolios Investment لا من قبل البنك الفيدرالي ولا من وزارة الخزينة في الولايات المتحدة الأمريكية ، ويكاد يكون عمل Arthur Bloomfield سنة 1968 هو الذي ميز بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي كما جاءت ضمن منظور وزارة التجارة الأمريكية في عقد الثلاثينات⁽²⁾ . ولقد ساهمت الأدبيات الأمريكية في تحديد وتعريف الاستثمار الأجنبي المباشر مستندة على نشاط الشركة متعددة الجنسية . ويكاد يكون John Dunning هو من أثار ذلك سنة 1958 في كتابه American Investment in British Manufacturing

(1) للمزيد انظر :

Mira Wilkins, *Two Literatures, Two Story lines*, Op.Cit.

(2) للمزيد انظر :

Mira Wilkins, *Two Literatures, Two Story lines*, Loc.Cit.

Industry وأعقب ذلك توضيح دقيق للاستثمار الأجنبي المباشر عن المحفظي وهو أيضاً قد اعتمد على مفهوم وزارة التجارة الأمريكية⁽¹⁾.

أما الدول الأخرى وخاصة المملكة المتحدة فقد نهجت نفس منهج الولايات المتحدة الأمريكية في المصطلح العلمي في التعامل مع أنشطة الأعمال الأمريكية في الخارج وبعد ذلك فإن الشركات متعددة الجنسية غير الأمريكية بدأت باستخدام تلك المصطلحات تبعاً. وتدرجياً وعلى المستوى العالمي فإن المفهوم الأساسي للاستثمار الأجنبي المباشر انطلق من مسألة الرقابة المباشرة من قبل الشركة على أعمالها في الخارج⁽²⁾.

أما إذا أردنا التحدث عن حركة رأس المال والأنواع الأخرى من غير الاستثمار الأجنبي المباشر وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن ذلك لم يتضح إلا بعد الحرب العالمية الثانية حيث بداية ظهور الإحصائيات الرسمية وما تتضمنه من معلومات حول تدفقات رأس المال طويلة الأجل والتي ساهم بها بشكل كبير صندوق النقد الدولي والبنك الدولي واليونكتاد وبنك التسويات الدولي⁽³⁾.

كذلك فإن مفهوم الاستثمار المحفظي قد استخدم للتعريف بظواهر كثيرة لحركة الاستثمار وبمواقع شتى ولم يستخدم على الإطلاق للتعريف بمسماه ولكن وبعد الحرب العالمية الثانية وبعد الفيض الكبير من النقاشات والمجادلات حول أنواع الاستثمارات الأجنبية، فقد تم تصنيفها إلى أنواع وحسب المضامين الاقتصادية والمالية التي سادت كل عهد من العهود وكان للجهات التي نفذت ذلك الاستثمار دور كبير في ذلك، وهي جهات عديدة، ولهذا الغرض لا بد من الوقوف على حركة الاستثمارات الدولية وخاصة للفترة ما بين الحربين الأولى والثانية وما بعد الحرب العالمية الثانية⁽⁴⁾.

(1) للمزيد انظر :

John H. Dunning, **Forty Years on: American Investment in British Manufacturing Industry revisited**, Transnational Corporations, Vol.8, No.2 (August 1999).

(2) انظر :

Mira Wilkins, **Two Literatures, Two Story lines**, Loc.Cit.

(3) انظر :

Mira Wilkins, **Two Literatures, Two Story lines**,... Loc.Cit.

(4) للمزيد انظر :

John H. Dunning, **Forty Years on: American Investment in British Manufacturing Industry revisited**, Op.Cit.

إن دراسة ظاهرة الاستثمارات الدولية بشكل دقيق وتحديد الاستثمارات الأجنبية ضمن مناهجها السابقة الذكر لم تظهر إلا بعد أن بدأت المؤسسات والجهات الرسمية بإصدار الإحصائيات الخاصة بذلك، وتعود أولى الإحصائيات إلى عشرينات هذا القرن في الولايات المتحدة الأمريكية التي ميزت بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي وفق المفاهيم سالفه الذكر، وقد ارتبط ذلك بشكل خاص مع بداية تطور الشركات متعددة الجنسية، إلا أن معظم الاستثمارات الأجنبية في تلك الفترة كانت سندات لشركات وسندات حكومية وقد كانت السمة الغالبة هي التدفق الخارج للاستثمارات فضلاً عن أن الفترة ما بين الحربين تميزت بظهور التدفقات الداخلة والخارجة من الاستثمارات الأجنبية وخاصة تلك التي برزت وبشكل كبير بين الولايات المتحدة وبريطانيا بصيغة التدفقات الداخلة والخارجة⁽¹⁾.

ثانياً

حركة رأس المال في عهد بريتون وودز

لقد كان الهدف الأساس لتأسيس صندوق النقد الدولي IMF هو أساساً لوضع نظام دولي جديد للتعاملات المالية وكان من أسس ذلك ما جاء به جون كينز عام 1944 والذي دَعَم الرقابة على حركة رأس المال، علماً أن كينز فرق وميز بين المفهومين المحفظي والمباشر في حركة رأس المال على أساس تحرير الحسابات المتداولة والرقابة على حسابات رأس المال. وضمن أساسيات ميزان المدفوعات فقد فتحت الحسابات المتداولة الجارية ومولت التجارة من حركة رأس المال ومنذ بداية عهد صندوق النقد الدولي فقد كان التركيز على تحرير حركة رأس المال وضمن اعتبارات بريتون وودز وخاصة ثبات سعر الصرف حيث التركيز على السياسات الاقتصادية المايكروية في التشغيل الكامل والنمو الاقتصادي للدولة والتي لم تعر اهتماماً يذكر لحركة رأس المال دولياً.

إن ثبات أسعار الصرف ضمن نظام بريتون وودز كان يركز على استقرار أسعار الصرف لغرض معالجة التجارة والمدفوعات الدولية إلا أن هذا لم يستمر طويلاً ففي 1971 صدر القرار الأمريكي بفك ارتباط الدولار بالذهب. وبدأت

(1) انظر:

John H. Dunning and John R. Dilyard, *Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment*, Transnational Corporations, Vol.8, No.1 (April 1999).

مرحلة ما يسمى بأسعار الصرف المرنة (المعومة) لقد انتقل العالم بعد سنة 1971 إلى مرحلة جديدة ضمن النظام العالمي النقدي واتخذ صندوق النقد الدولي دوراً جديداً وفي نهاية عقد الثمانينات اتخذت الدول التجارية الكبيرة مكانتها وأعدت السيطرة على حركة رأس المال. وفي أيلول 1997 أعاد صندوق النقد الدولي تنقيح بنود الفقرات الخاصة بحركة رأس المال بين الدول الأعضاء. ورغم ذلك لا زالت المناقشات مستمرة حول انتقال رأس المال ومحور ذلك أن هناك اعتقاداً أن تدفقات رأس المال تعد ذات صفة إنتاجية ولكن رغم ذلك فلا يزال هناك اختلاف كبير بين قبول انتقال رأس المال المحفظي وبين تبني سياسة جذب الاستثمارات المباشرة الممولة بالملكية والعلاقة بين الاثنين والأثر المتبادل للواحد على الآخر. إلا أن ما يمكن توضيحه أن حركة رأس المال في عهد بريتون وودز قادتها وحركتها الحكومات وما بعد بريتون وودز حركتها الشركات⁽¹⁾.

المضمون الاقتصادي لحركة رأس المال :

تتناول كتب التنمية الاقتصادية بالدراسة والتحليل دور رأس المال الأجنبي في التنمية الاقتصادية، وقد اعتقد الاقتصاديون بعد الحرب العالمية الثانية أن تراكم رأس المال هو المصدر الأساس للنمو وأن رأس المال لم يكن كافياً بالنسبة للدول النامية مع انخفاض حجم المدخرات وبالتالي يمكن أن تكون المدخرات الأجنبية مصدراً لمساعدات أجنبية رغم كل القلق الذي يعتري تلك الدول من رأس المال الأجنبي الخاص.

وقد يتصور البعض أن عمليات الإقراض والاقتراض الدولية تقع ضمن مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك طبقاً لصيغة الرقابة التي يمارسها المقرض على قرضه ولكن الوقوف على أزمة المديونية عن كثب في عقد الثمانينات يلاحظ الدارس وبجلاء أن من قدم القروض هي المصارف الأجنبية، وبالتالي فإنها ليست قروضاً مضمونة بل يمكن القول بأنها نوعاً من أنواع الاستثمار الأجنبي المحفظي.

إن الوقوف على نقاط الاختلاف بين أنواع رأس المال ضمن أدبيات الإدارة المالية تضعنا أمام عنصرين رئيسيين هما رأس المال الممتلك ورأس المال المقترض. وإن الأول هو الأساس في تمويل الموجودات الرأسمالية، وما العنصر الثاني للقروض إلا عنصراً داعماً لرأس المال وبالتالي يمكن القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو نشاط يتضمن موجودات تشغيلية أكثر منه نشاط ذو معاملات

(1) للمزيد عن الموضوع انظر الفصل الأول من الكتاب.

مالية، ولهذا يمكن الوقوف على سمتين أساسيتين للاستثمار الأجنبي والتي سبق أن شرحناها هما: المباشر والمحفظي. ويكتسب كل نوع من هذين النوعين تلك السمات التي تميزه عن الآخر من حيث شكله، آثاره، أدواته، وأهدافه⁽¹⁾.

تأسيساً فإن كل ما تحدث به الاقتصاديون عن حركة رأس المال Capital Movement يتضمن أساساً نوعين من الاستثمار هما الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي ولكن ما ينبغي التأكيد عليه هو دراسة الموضوع كظاهرة درسها الاقتصاديون ضمن منظور النمو الاقتصادي وحركة رأس المال والأهم هو تراكم رأس المال ضمن الآليات الاقتصادية المتعارف عليها فيما ذهبت الإدارة المالية الدولية لتضع لها أساساً علمياً يستند على نظرية التدويل ونظرية الشركة متعددة الجنسية وضمن حركة رأس المال بصيغة الاستثمار الأجنبي ومفهوم صنع القرار الأفضل وتوظيف الأموال وتحقيق العوائد بعيداً عن البلد الأم والشركة الأم واستطاعت عبر السنوات الأخيرة أن تحدد مفهوم واضح ودقيق للاستثمارات الأجنبية في الإدارة المالية الدولية ولكلا النوعين المباشر والمحفظي. ولهذا فإن مضمون دراسة الاستثمارات الأجنبية تتركز في طبيعة المستثمر ونشاطه الاستثماري؟ وما هي الحوافز التي يبحث عنها وما هي العوامل التي تدخل في صنع القرار الاستثماري؟ وما هي القنوات التي يمر بها الاستثمار الأجنبي؟ هذا ما سنشرحه في الفصلين اللاحقين.

حركة رأس المال ضمن منظور سعر الصرف:

يمكن النظر إلى حركة رأس المال ضمن عهدين أو فترتين منفصلتين وتعد سنة 1971 هي نقطة الفصل بينهما⁽²⁾، ذلك أن حركة رأس المال في عهد بريتون وودز كظاهرة مالية في ظل ثبات سعر الصرف للعملات تختلف عن حركة رأس المال في عهد ما بعد نهاية بريتون وودز وبداية عهد سعر الصرف المرن للعملات وخاصة بعد أن بدأت الدول بتحرير أسعار صرف عملاتها ابتداء من 1971 حيث اتسم العهد الجديد هذا بإدارة حقيقية للأخطار التي يمكن أن تواجه التعاملات المالية مما دفع العديد من الدول إلى التفكير والعمل على استقرار عملاتها إقليمياً

(1) ستم مناقشة هذا الموضوع في المباحث اللاحقة من الفصل.

(2) تعد سنة 1971 ذات أهمية كبيرة في هذا الموضوع حيث أعلن عن فك ارتباط الدولار بالذهب ونهاية نظام بريتون وودز من قبل الإدارة الأمريكية. انظر:

Brean Tve, *The Evaluation of International Monetary system 1945-1981*, Op.Cit.

See Also, Maurice Levi, *International Finance*, Op.Cit.

وأمام حركة رأس المال وهكذا بدأ العمل ضمن الاتحاد الأوروبي النقدي وغيره من الاتحادات. إن دراسة الاستثمار الأجنبي وحركة رأس المال الدولية في ظل ثبات أسعار صرف العملات مع بعضها لا يؤثر في أية عملة يستثمر بها ولكن الاستثمار الأجنبي في ظل سياسات التعويم لأسعار الصرف يؤدي إلى تباينات كبيرة قد تحصل بين عملة وأخرى هنا وهناك، وبالتالي فالمستثمرون الدوليون يجب أن يتعاملوا مع هذه الظاهرة وما تشكله من أخطار وحالات عدم تأكد تجاههم ولما كانت الاستثمارات الأجنبية مختلفة بطبيعتها بين المباشرة والمحفظية فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يتم عبر الشركات متعددة الجنسية وبوصفها القنوات الواقية للاستثمار الأجنبي المباشر قياساً بالمحفطي.

إن التغيرات الأخيرة في الاستثمار الأجنبي المحفطي تعد أحداثاً كبيرة قياساً بالاستثمار الأجنبي المباشر، ذلك أن نشوء أكثر من 90 سوقاً للأوراق المالية في العالم خلال السنوات الأخيرة تتعامل بعملات وطنية خلقت تعقيدات كثيرة⁽¹⁾، وبزيادة التعاملات الألكترونية والشبكية INTERNET فإن القرارات أصبحت تنفذ بسرعة لم يسبق لها مثيل من قبل وظهرت أدوات كثيرة في تقليل آثار التعرض للخطر وبدأت النظم المعرفية في تلك الأسواق وأخذت إداراتها تتعامل بأدوات وآليات جديدة مستندة على أسعار الصرف المرنة المعتمدة على السوق فضلاً عما حصل من تذبذبات أسعار الفائدة في الخمسة والعشرين سنة الأخيرة وسعت باتجاه تقرير عمليات التغطية والوقاية من التعرض للأخطار، ونشأ نوع جديد من الاستثمار الأجنبي المحفطي يعتمد على المشتقات وبعض الأدوات في أسواق النقد وأما إدارة رأس المال الطويل الأجل بما تضمنته من سندات وملكية والقائمة على المفاضلة بين الأوراق المالية لتحقيق المزيد من الأرباح فقد استطاعت تحقيق ميزات ومنافع نتيجة لتلك التطورات الهيكلية والإبداعية. لقد اعتمدت إدارة رأس المال الطويل الأجل أيضاً كمصادر تمويلية على تحقيق الموائمة ما بين التدفق الداخل والخارج من الاستثمارات المحفظة وأن ما شهدته السنوات الثلاث الأخيرة من أزمات ونكسات مالية أدى إلى انحسار كبير في الاستثمار الأجنبي المحفطي واتجه إلى التوسع في الاستثمارات الأجنبية المباشرة وخاصة من قبل المصارف الأمريكية.

(1) حول هذا الموضوع انظر:

ثالثاً

تعريف الاستثمار الأجنبي وأنواعه⁽¹⁾

بعد هذا التفصيل التاريخي لظاهرة الاستثمار الأجنبي قد يكون أمراً بسيطاً تعريفه، وببساطة يمكن فصل كلمة الاستثمار لتعني توظيف الأموال في موجودات مادية ومالية متنوعة لغرض تحقيق عائد معين من وراء ذلك، فالهدف من الاستثمار هو تحقيق منفعة معينة ومنها الربح، أما المصطلح الثاني الأجنبي فيقصد به كل ما هو غير وطني وتصنف القوانين ذلك فبالرغم من أنه استثمار مقيم وفي دولة مضيضة إلا أن ملكيته أجنبية وتؤول لفرد أجنبي أو لشركة أجنبية غير وطنية، لذا فهو استثمار أجنبي وتختلف أنواعه وكذلك تختلف آماده بحسب نوع الاستثمار الأجنبي.

أنواع الاستثمار الأجنبي:

يصنف الاستثمار الأجنبي إلى نوعين: الأول يطلق عليه الاستثمار الأجنبي المباشر، والنوع الثاني الاستثمار الأجنبي المحفظي، وعادةً يطلق مصطلح المباشر عندما يكون الاستثمار الأجنبي في موجودات رأسمالية فيكون استثماراً أجنبياً مباشراً ينفذ ويراقب من قبل المستثمر نفسه أيّاً كان فرداً أم شركة، أما الاستثمار الأجنبي عندما يكون في موجودات مالية يستثمر فيها في سوق الأوراق المالية فيطلق على ذلك الاستثمار الأجنبي بالمحفظي.

أوجه الاختلاف والتشابه

بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي

لغرض فهم الاستثمارات الأجنبية والسياسات الوطنية تجاه تلك الاستثمارات بأنواعها لا بد من الوقوف على بعض الأساسيات والجوانب المهمة فيها⁽²⁾:

(1) للمزيد عن تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر انظر:

Mira Wilkins, Two Literatures, Two Story lines: is a general paradigm of foreign portfolio and foreign direct investment feasible, Op.Cit.

(2) انظر:

John H. Dunning and John R. Dilyard, Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment, Op.Cit.

1 - إن من المهم فهم وإدراك أوجه الاختلاف والتشابه بين عنصري الاستثمار الأجنبي المباشر أولاً والمحفظي ثانياً بوصفهما يشكلان النسبة العظمى من تدفقات رأس المال، وتؤكد البيانات التاريخية بشكل واضح أن الاثنين يتخذان صفة التدفق الداخل والخارج. فالاستثمار الأجنبي المباشر ينفذ من قبل الشركات متعددة الجنسية كنشاط من جملة أنشطتها المتعددة، وهناك طرق متعددة لتمويل عمليات تلك الشركات وأفرادها العاملين باختلاف مستوياتهم إذ تستخدم الشركة في ذلك موارثها العالية والتي اكتسبتها من حجمها الكبير، وحركيتها العالية، إذ ينظر إلى تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه أحد أهم عملياتها. أما عن البيانات الخاصة بذلك الاستثمار فلا المفهوم المتدفق ولا الثابت المتراكم يمكن أن يخدم الشركة ويوفر لها القياسات اللازمة لأغراض الأداء، لذا فإن نشاط الفرع معبراً عنه بالمبيعات والإيرادات والعاملين وحجم المشتريات ورأس المال الثابت في الدولة المعينة والصادرات الخاصة بالفرع... إلخ كل ذلك يمكن أن يوفر بيانات مستقلة بالفرع يمكن استخدامها في عمليات التقييم والمقارنات بين المشاريع في الدولة الواحدة. أما بالنسبة للاستثمار الأجنبي المحفظي يمكن أن يتخذ أشكالاً مختلفة فقد يكون ذلك الاستثمار الأجنبي المحفظي بشكل قروض أو ربما أموال ملكية، إلا أن تحديد مفهوم للاستثمار الأجنبي المحفظي ينطلق أولاً من سلوك ودوافع وآثار هذا الاستثمار التي تختلف كثيراً عن المباشر.

2 - لغرض فهم سلوك هذين الشكلين من الاستثمار لا بد من الوقوف على حقيقة مفادها أن الاثنين هما ظاهرتان تحكمهما السوق العالمية، حيث تدفق رأس المال ولما كان السوق غير تام بطبيعته وأن سعري الصرف والفائدة هما في تغير مستمر وغياب المعلومات الكاملة وبشكل منتظم كذلك فإن هناك دوافع ونظم ضريبية وتشريعية مختلفة وضمن كل تلك المعطيات فإن رأس المال في النوعين من الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمحفظية لا يمكن أن يتجه نحو سعر الفائدة العالي وعنصر الخطر. كذلك فإن الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي لهما إجراءاتهما ومستنداتهما في تنفيذ عملية الاستثمار.

إن من أوجه الاختلاف الأساسية هو أن الاستثمار المباشر يكون الفعل

انظر أيضاً:

Mira Wilkins, Two Literatures, two Story lines: is a genral paradigm of foreign portfolio and foreign direct investment feasible, Op.Cit.

الحقيقي ممثلاً بالشركة متعددة الجنسية وتستند قراراتها في ذلك الموضوع على اقتناص الفرصة المتاحة وفق منظور استراتيجي وأخذ المتغيرات البيئية بنظر الاعتبار وخاصة السياسية والاقتصادية في البلد المضيف وتدخل اعتبارات كثيرة أخرى ثقافية واجتماعية واستثنائية، ويقابل تلك الاستثمارات في الشركة متعددة الجنسية هيكلًا تمويليًا للوحدة العاملة خارج حدود الوطن الأم وتحدد ضمن هيكل الشركة نفسه وتختلف الشركات متعددة الجنسية في سلوكها عبر الحدود وتبعاً لعلاقتها مع الحكومات التي تتعامل معها وهكذا.

أما في الاستثمار الأجنبي المحفظي فإن الفعل الحقيقي لذلك الاستثمار هو الأفراد ومؤسسات مستثمرة في مصارف أو وسطاء السوق. إن هذا الاستثمار يذهب مباشرة إلى مستلميه من مصدري الأسهم أو بائعيها، وهكذا فإن طرق تشغيل المبالغ النقدية تلك قد تكون إنتاجية أو ربما غير إنتاجية. وتبقى الاعتبارات المالية فوق كل شيء في مثل هذه الاستثمارات وعادة ما يمكن لهذه الاستثمارات أن تستغل بسهولة أكثر من استثمارات الشركات متعددة الجنسية ويبقى الضمان هو العامل الأهم في مثل تلك الاستثمارات المحفظية وخاصة نوعية الأوراق المالية ودرجة الخطر.

إن المستثمرين الدوليين مثلهم مثل المستوردين داخل حدود الوطن، فهم يستثمرون في قطاعات الأعمال التي كانت قد حققت نمواً مطرداً ودائماً ينظر إلى قيمة الاستثمار ودرجة الضمان في مثل هذه الاستثمارات الأجنبية المحفظية التي تقود إلى استخدام التنوع المحفظي والبحث عن توقعات أفضل وهذه بمجملها تعد من مهمات المستثمر أياً كان أجنبياً أم محلياً. كذلك فإن الاستثمار في الديون الحكومية يعد جزءاً مهماً من الاستثمارات الأجنبية المحفظية وبعد كل هذا تقف الاعتبارات الضريبية والإجرائية أمام الاستثمارات الأجنبية ولكنها تختلف في الاستثمارات المحفظية فهي ليست نفسها التي تواجه الاستثمارات المباشرة.

يختلف أثر التدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي المحفظي عن المباشر على الاقتصاديات المضيفة فالدولة التي تحاول جذب الشركات متعددة الجنسية للحصول على نشاط معين أياً كان تكنولوجياً، إدارياً، تسويقياً... إلخ فإن هذا يعني أن نشاطاً منتجاً وأداءً وموارد عاملة... إلخ في المقابل فإن الاستثمار المحفظي هو استثمار في أوراق مالية بعيداً عن إدارة مشروع الأعمال، ولهذا فإن ما يحفز الاستثمار المباشر لا ينطبق على الاستثمار المحفظي. إن أثر الاستثمار المباشر على سوق الأسهم هو تأثير غير مباشر ولكن عندما يكون هناك استثماراً محفظياً في

دول مضييفة سيكون في الأوراق (الأسهم والسندات) وبالتالي فإن تشغيل هذا الاستثمار سوف يكون عبر سوق الأوراق المالية وبالتأكيد سوف يتأثر أداء السوق بذلك الاستثمار الأجنبي .

إن الالتزامات الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر سوف تتحملها الشركة المتعدية الجنسية وإن خدمات الدين تكون التزامات على الشركة الأم وإذا كان الاستثمار المحفظي هو بالملكية مقيماً بالعملة المحلية فإنها يجب أن تحول إلى عملة المستثمر عند بيع تلك الأوراق وهناك يظهر الاختلاف بين المباشر والمحفظي في الأجل القصير، فإن المحفظي يمثل التزامات على ما تملكه الدولة من عملات أجنبية في حين يكون الاستثمار المباشر من اهتمام المدراء ومعالجاتهم حيث توفر أنشطتهم المنافع المباشرة وغير المباشرة للاقتصاد . فضلاً عن كل ذلك فإن الاستثمار الأجنبي المحفظي يسهم في تفاقم الأزمات المالية التي تهدد استقرار الاقتصاد .

3 - إن الاثنين الاستثمار الأجنبي المحفظي والمباشر قد وجدا جنباً إلى جنب منذ فترة طويلة وتختلف نسبة كل منهما باختلاف الدول والفترات وإذا كان القياس بالتدفق الداخل والخارج فإنهما يمثلان تدفقاً مستمراً كصيغة مضمونها الداخل والخارج . والعلاقة فيما بين الاستثمار المباشر والمحفظي أنهما مستخدمان هذه الصيغة وهي الداخل والخارج عبر الزمن ولكن المهم هو انتشار الاثنين فقد انتشر المباشر أكثر من المحفظي في السنوات الأخيرة .

4 - إن لكل من الاستثمار المباشر والمحفظي مدخلاً خاصاً لمعالجته ولكن يعتقد أن المحفظي يمكن أن ينظر إليه من منظور نظرية التدويل والموجودات المالية وأن للسوق دوراً كبيراً في ذلك الاستثمار في حين ينظر إلى المباشر من منظور نظرية التدويل ونظرية الشركة متعددة الجنسية والموجودات الثابتة .

5 - إن انفتاح السوق في اقتصاد دولة ما دليل على صحة اقتصادها، وبالتالي فإن درجة انفتاح السوق يشكل عامل جذب لنوعي الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي .

6 - تأسيساً على دور الوساطة المالية في الاقتصاد وما أثبتته من مساهمة كبيرة في النمو الاقتصادي وتراكم الأعمال فإن كفاءة الوساطة المالية لها دور كبير من خلال عمليات إدارة السوق التي تجذب الاستثمارات وخاصة طويلة الأجل

وعالية المردود وبالتالي فإن كل ذلك يدعم جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

إن مما يشار إليه أن سياسات الحكومات المختلفة تجاه هذين النوعين من الاستثمارات الأجنبية تختلف فيما بينها ولهذا قد تكون سياسات الحكومة لجذب الاستثمارات الأجنبية المحفظة مضرّة لسياسات جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بعبارة أخرى إن هناك اعتبارات لكل نوع من هذين النوعين من الاستثمار يجب أن تأخذ بهما الحكومات والدول.

إن بناء نموذج لصيغة الاختلاف والتشابه بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظة تستند على ما هو متوفر من البيانات والمعلومات حولهما وصيغة كل دولة وسياساتها واستراتيجياتها، تجاه كل نوع من هذين النوعين أن الاختلاف والتشابه قد يكون في السمات والأهداف وما يحقق كل نوع من هذين النوعين من كلف ومنافع للدولة المضيفة والأم وما هي الصيغ الرقابية التي يمكن ممارستها على هذين النوعين من الاستثمارات فقد يسير الاثنان باتجاه معاكس وقد يتوافق اتجاه الاستثمار المحفظة مع المباشر وقد تختلف الأنماط الاستثمارية لهذا النوع تجاه الآخر.

7 - الاختلاف الآخر يكمن في طبيعة الاقتصاد ودرجة انفتاحه وانغلاقه ففي الاقتصاد المفتوح يستطيع الاستثمار الأجنبي المباشر أن يوفر في الاقتصاد الكلي فيخفض الكلف وتنقل التكنولوجيا والخبرة الإدارية بينما لا يحقق ذلك الاستثمار المحفظة. كذلك ضمان الإجماليات، فإن السياسة الضريبية للدولة حيث تؤثر السياسة الضريبية على المباشر فتجعل من ذلك الاستثمار عرضة لعدة بدائل من بيانات وأسعار ضريبية وهكذا.

نخلص مما سبق أن هناك اختلافات وتشابهات كثيرة بين النوعين من الاستثمار ولكل استثمار أجنبي سواء أكان مباشراً أم محفطياً آثاره السلبية والإيجابية فإن الدولة المضيفة تختلف باختلاف سياساتها وإجراءاتها ومنظورها ودرجة تطورها.

العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظة والمباشر⁽¹⁾:

قد يبدو أن ليس هناك علاقة بين هذين النوعين من الاستثمارات الأجنبية

(1) للمزيد انظر:

John H. Dunning and John R. Dilyard, Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment, Op.Cit.

ويمكن أن يحددا بشكل مستقل لأسباب مختلفة، ولكن الحقيقة أنهما مترابطان بشكل كبير مع بعضهما، والتاريخ مليء بالأمثلة على الاستثمار الأجنبي المحفظي في الدول النامية والمتقدمة حيث يستند على أرضية الاستثمار الأجنبي المباشر عادة وبشكل خاص في الاستثمارات الخاصة بالبنية التحتية في دول غير مستقرة اقتصادياً وسياسياً فإن الاستثمار الأجنبي المحفظي يمول من السلطة العامة أو مكاتب دولية مثل البنك الدولي أو يمكن أن يحمى بواسطة ضمانات استثمارية. إن الاستثمارات الأجنبية ورأس مال الأفراد عادة ما يوجه نحو السوق الدولية لرأس المال، حيث يتوقع المستثمرون الأجانب أن توفر لهم الدول المضيف بنية تحتية منظمة وتقنية وبشرية، وفي بعض الاقتصاديات حيث انخفاض مؤشرات الادخار فيكون غير كاف لتمويل الموجودات فيستورد رأس المال بضمان الحكومات الأجنبية أو قروض أجنبية أو استثمارات ملكية من مكاتب ومؤسسات دولية.

وفي اقتصاديات اليوم العالمية فإن التفاعل بين الاستثمارات الأجنبية المحفظية والمباشرة هو تفاعل غير مباشر فكيف يكون ذلك؟ إن جزءاً من تدفق رأس المال المحفظي ربما يستخدم استثمارات مباشرة خارجية أو استثمارات أجنبية مباشرة في قطاع معين لتحفيز المتنافسين للبحث عن الاستثمار الأجنبي المحفظي.

ففي البحث العالمي عن الموارد والقدرات فإن الشركات متعددة الجنسية رسمت على قروض رأسمالية من مصدريين الأول: الأسواق الدولية لرأس المال والمصدر الثاني: السوق الوطني لرأس المال، وفي حال الاتحادات مع شركات أجنبية فإنهم قد يعتمدون على أموال ملكية أو قروض أو في بعض الأحيان على مصارف مملوكة في الخارج تمول من عمليات دولية وضمن النشاطات التالية⁽¹⁾:

- الاستثمار الأجنبي المباشر يتضمن نقل لموجودات مالية وغير مالية، فيما يتضمن الاستثمار الأجنبي المحفظي على الموجودات المالية فقط.
- إن الاستثمار الأجنبي المباشر يعني استمرار الرقابة والسيطرة من قبل المالك وهو المستثمر الأجنبي والذي غالباً مصدره الشركات متعددة الجنسية، فيما يكون المستثمر الأجنبي المحفظي مهتماً بالموجودات المالية بعيداً أو بشكل منفصل عن الموجودات الثابتة فلا رقابة على الموجودات المادية للاستثمار.

(1) انظر:

John H. Dunning and John R. Dilyard, *Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment*, Op.Cit.

- الاستثمار الأجنبي المباشر متكامل بطبيعته ولا يتجزأ عكس الاستثمار الأجنبي المحفظي الذي يمكن تجزأته وبحسب الأسهم.
 - إن الاستثمار الأجنبي المحفظي يميل إلى تحقيق عائد مالي في الخارج أكثر منه في الداخل الوطني حيث الدوافع والحث نحو الاستثمار الأجنبي المباشر.
- وإذا كان هناك خط فاصل بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والمباشر فهل هناك ارتباط لعلاقة منظمة بين الاثنين؟ وهل هناك نظرية عامة يمكن صياغتها للاثنين؟

يمكن الوقوف على أنواع الاستثمار فمثلاً ضمن الأجل الطويل هناك ديون الحكومة والتي تكون أساسية على المستوى الوطني، أما ديون النظام الخاص والملكية فيمكن تقسيمها على أساس الصناعة والقطاع.

فروع الشركة متعددة الجنسية يمكن تقسيمها على أساس الملكية والمستثمرين المباشرين فتقسم إلى قطاع صناعي والاستثمارات المباشرة لا يمكن أن تكون من منشآت وقد تكون بين أفراد أغنياء، لهذا فالاستثمار من قبل أفراد بموجودات حقيقية لا يمكن أن يوضع ضمن فروع الشركات متعددة الجنسية فإن الأفراد يرون أموالهم واستثماراتهم بأنفسهم ويمكن النظر إليهم كمشاريع لاستثمارات خارجية وتصنف كاستثمارات مباشرة ضمن الاستثمارات الأجنبية، لغاية عقد الستينات فإن نظرية الاستثمارات الأجنبية هي أساساً نظرية حركة رأس المال غير المباشر أو الاستثمار المحفظي الدولي ذلك الاستثمار الذي يتدفق لتخطي الحدود ولكن من خلال وسيط مالي هو سوق رأس المال وقد تضمنت تلك العملية أنواعاً من الأدوات الاستثمارية مثل السندات وأوراق القطاع الخاص والعام والأسهم وأدوات السوق النقدي والمشتقات المالية.

كذلك فإن الاستثمار الأجنبي المتخذ شكل تعدي الحدود وبشكل مباشر قد احتل أهمية كبيرة وخاصة بعد سنة 1980 واعتبر الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي أحد أهم عناصر التمويل الدولي وبدأ يشكل ظاهرة حديثة في العالم على كل المستويات لا بل فقد غير نمط التمويل الدولي من المفهوم الدولي إلى المفهوم العالمي وهذا ما سنناقشه في الفصول اللاحقة.

المبحث الثاني

نظرية الاستثمار الأجنبي المباشر

أولاً

مفاهيم وأساسيات نظرية

تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر :

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه توظيفات لأموال أجنبية (غير وطنية) في موجودات رأسمالية ثابتة في دولة معينة، إنه استثمار ينطوي على علاقة طويلة الأجل تعكس منفعة لمستثمر من دولة أخرى، يكون له الحق في إدارة موجوداته والرقابة عليها من بلده الأجنبي أو من بلد الإقامة، أيًا كان هذا المستثمر فرداً أم شركة أم مؤسسة⁽¹⁾. وينطوي تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر على الكثير من المضامين أهمها أنه استثمار في موجودات ثابتة بطبيعتها، وبالتالي فإن إدارتها تكون مباشرة من قبل المستثمر الأجنبي، وأن تمويل تلك الاستثمارات الأجنبية يتم من خلال رأس المال الذي يقدمه المستثمر الأجنبي ويتخذ نمط التمويل بالملكية والمديونية وبصيغ متعددة، أما قنواته التي يسلكها في حركته فهي الشركات متعددة الجنسية، ويكاد يكون الاستثمار الأجنبي المباشر هو الذي أكسب تلك الشركات صفة تخطي الحدود وتعدّيها⁽²⁾. أما المستثمر الأجنبي فيعرف بأنه الشخص الذي يصنع الاستثمارات الأجنبية ويكون إما شخصاً طبيعياً أو معنوياً يمثل منظمة أعمال، شركة أو مؤسسة، وربما يكون المستثمر دولة أو اتحاد من مجموعة دول، إلا

(1) UNCTAD, *Investment Regimes in the Arab World Issues and Policies*, UNITED NATIONS, New York and Geneva, 2000, p.10.

(2) سرمد كوكب الجميل، *الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية*، ص ص 166 - 169.

أن الغالب الأعم تكون الشركات متعددة الجنسية هي المصدر الأكبر لتلك الاستثمارات، وهناك مجموعة من المعايير التي تستخدم للتعريف بتلك الشركات ومنظوماتها المتعددة⁽¹⁾.

مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر:

إن دراسة الاستثمار الأجنبي المباشر بوصفه ظاهرة القرن الواحد والعشرين لا يمكن أن تكون إلا ذات أبعاد ومضامين عميقة وواسعة يستلزم تغطية كل جوانبها وسبر أغوارها وتحليلها للوقوف على ما أفرزته وما يتوقع لها أن تفرزه على مختلف المستويات. فإذا كان الاستثمار الأجنبي المباشر ظاهرة حديثة بمصطلحاتها إلا أنها تعد قديمة بمفهومها فهي تعود إلى منتصف القرن التاسع عشر وقد تناولها الاقتصاديون الأوائل وباسم حركة رأس المال، أما في العقود الأولى من القرن العشرين وبعد الحرب العالمية الأولى وفي ظل قاعدة الذهب فقد تحكم في حركة رأس المال ميزان المدفوعات والميزان التجاري، وقد سيطر على رأس المال وصدوره وسيطر على حركته كل من فرنسا وألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وهولندا وبلجيكا وسويسرا والسويد. ولقد اتسمت الكثير من المفاهيم بعد بالوضوح، فكان يطلق عليها بالاستثمار الدولي، ولغاية سنة 1930 حيث ورد أول ذكر للاستثمار المباشر وقد أطلق كمصطلح عام على كل الاستثمارات الأجنبية غير المتعاملة والمؤثرة على أسواق الأوراق المالية، وهنا يتضح الخلط الذي كان سائداً آنذاك، إنه خلط بين ما يعرف اليوم بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المحفظي، أما التحديد الدقيق للمفهومين سابق الذكر. وتميز أبعادهما فذلك من خلال المقارنة بين الشركات التي تمارس نشاطاً خارج الحدود باستثمارات مادية في موجودات ثابتة فتكون قد استثمرت استثماراً مباشراً، وبين الشركات التي تمارس نشاطاً مالياً خارج الحدود⁽²⁾، إلا أن تحديد مفهوم دقيق للاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر والمحفظي يعود إلى جملة دراسات ابتدأت في الستينات من القرن العشرين ولا زالت لحد الآن ويكاد الفصل واضحاً بين المفهومين حيث يغطي الاستثمار الأجنبي المباشر كل التوظيفات المالية في الموجودات الثابتة، أما الاستثمار الأجنبي المحفظي فيتضمن كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية والمؤسسية

(1) UNCTAD, *Investment Regimes in the Arab World*, Op.Cit., pp.10.

(2) Mira Wilkins, *Two Literatures, Two Story lines: is a General Paradigm of Foreign Portfolio and Foreign Direct Investment Feasible?* Transnational Corporations. Op.Cit.

وكل أنواع القروض المصرفية وكل أنواع الأسهم والتمويل بالملكية⁽¹⁾.

يتسم الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه ذو حركية داخلية وخارجية، ومن هذه السمة اكتسب مفهوماً متدفقاً للداخل والخارج، فالتدفق الداخل للاستثمار الأجنبي المباشر يقصد به ما يدخل إلى دولة معينة تكون مضيغة له، والتدفق الخارج للاستثمار الأجنبي المباشر يعني ما يخرج من دولة معينة تكون مصدرة له، ولكن هذه الحركية ليست بهذه البساطة بل تحكمها آليات وقوى متعددة وتقف وراءها أسباب كثيرة ولكن المنفذ لهذه التدفقات الداخلية والخارجية غالباً ما تكون الحكومات والشركات. لقد عرفت الأدبيات الاقتصادية الحركات الداخلية والخارجية هذه بحركة رأس المال والتي كانت أحد أهم سمات نظام النقد العالمي بعد الحرب العالمية الثانية، وأحد أبرز معالمها تأسيس صندوق النقد الدولي وذلك لوضع صيغة جديدة للتعاملات المالية، وقد أكد الاقتصادي جون كينز آنذاك دعم الرقابة على حركة رأس المال، وكان كينز قد ميز أيضاً بين المفهومين المباشر والمحفظي في تفسيره لحركة رأس المال وعلى أساس تحرير الحسابات المتداولة الجارية والرقابة على حسابات رأس المال. إن الجانب المهم الذي ينبغي التأكيد عليه هو أن حركة رأس المال في عهد بريتون وودز قادتتها الحكومات وما بعد بريتون وودز قادتتها الشركات، وتفسير ذلك هو آلية سعر الصرف وتحولها من الثبات قبل 1971 إلى التعويم وتفعيل آليات السوق لتحدها والتي بدأتها الولايات المتحدة الأمريكية ثم لحقتها الدول الأوروبية وبقية دول العالم، ولقد ألفت سياسات سعر الصرف المعموم عبئاً كبيراً على شركات الأعمال بسبب تذبذبات أسعار الصرف مع بعضها البعض، مما أدى إلى ظهور ما يعرف بخطر تبادل العملات⁽²⁾.

إن مصدر الاستثمار الأجنبي المباشر هو الشركات متعددة الجنسية، وهي شركات أعمال ذات قدرة عالية على تخطي الحدود ونشر أنشطتها في مختلف أرجاء العالم، ويعد الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم أدواتها التي تعمل بها، ويتباين حجم هذه الشركات ما بين الصغيرة والمتوسطة والكبيرة وبحسب تصنيف منظمة الأمم المتحدة⁽³⁾. ويطلق على الشركات المصدرة لرأس المال وبشكل

(1) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مرجع سابق، ص 144 - 145.

(2) John H. Dunning and John R. Dilyard, *Toward a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment*, Transnational Corporations, Vol.8. No.1, (April 1999).

(3) UNCTAD, *World Investment Report 2000*, United Nations, New York and Geneva, 2000, pp.71- 93.

استثمارات أجنبية مباشرة بالشركات الأم، ويطلق على الاستثمارات المباشرة في الخارج بالفروع والشركات التابعة Affiliates، كذلك يطلق على دولة الشركة الأم بالدولة الأم، وعلى الدولة المستوردة لرأس المال بالدولة المضيفة.

ثانياً

المضامين الاقتصادية للاستثمار الأجنبي المباشر

يتضح مما سبق أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتحرك في إطار قنوات مؤسسية هي الشركات متعددة الجنسية، ولا بد من طرح السؤال عن الأسباب التي تدفع الشركات باتجاه تصدير بعض من أموالها؟ وإلى من يصدر رأس المال وبشكل موجودات إنتاجية؟

تناقش نظرية التدويل هذا الموضوع وبالتفصيل وتوضح الأسباب التي وقفت وراء هذه الظاهرة ومنها⁽¹⁾:

- أ - الأخطار المالية والتهديدات بفعل عوامل مختلفة اقتصادية ومالية وأيضاً التغيرات غير المتوقعة فكانت بمثابة التحديات لتخطي الحدود.
- ب - الإنتاج الكبير للسلع والخدمات دفع الشركات إلى البحث عن أسواق في دول أخرى، وقد وضعت الشركات بعض الأسواق كأهداف لها.
- ج - محاولة الاقتراب من المستهلك الأجنبي والموارد البشرية والمادية في أوطانها وهي محاولة هادفة نحو تحقيق الكفاءة وخفض الكلف لزيادة القدرة التنافسية.
- د - الإجراءات الجمركية والمشاكل والمعوقات الإدارية قادت الاستثمار إلى تخطي الحدود، ومنذ ذلك الوقت بدأت تنشأ التكتلات الاقتصادية الدولية والهدف الأساسي لتلك السياسات هو تسهيل عمليات تخطي الحدود ومحاولة تدويل الأنشطة.

(1) للمزيد عن هذا الموضوع انظر:

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgette, **International Business: A Strategic Management Approach**, McGraw-Hill Inc., 1995.

انظر أيضاً:

Alan M. Rugman, **Forty years of the theory of Transnational Corporations**, Transnational Corporations, Vol.8, No.2, (August 1999). See Also, Alan M. Rugman, **The Theory of Multinational Enterprise**, Cheltenham, Edward Elgar, 1996.

هـ - التطورات التكنولوجية المعلوماتية والاتصالية والتي بدأت تدخل في المجالات الصناعية والإنتاجية وبات هناك سباق محموم لاقتناص الفرص وبناء القدرات التنافسية.

لقد دفعت كل تلك الأسباب مجتمعة الشركات إلى بلوغ عصر جديد وبيئة دولية تختلف كل الاختلاف عما كان سائداً، وبرزت الأدبيات الاقتصادية والمالية تتحدث عن التدويل، وباتت الشركات تبحث عن أدوات وهياكل تناسب تلك التطورات.

لقد خضعت ظاهرة تخطي الحدود أو ما يسمى بتعدي الجنسية للدراسة والبحث منذ عقد الخمسينات ولا زالت، وقد كان للدراسات الأولى التي قام بها كل من Dunning و Rugman Vernon حول ظاهرة تدفق الاستثمارات بين الدول وانتشار الشركات وتدويل أنشطتها دور كبير في إرساء نظريات التدويل، تعدد الجنسية، تعدي الجنسية وأخيراً العولمة. ولقد ركزت دراسة Dunning⁽¹⁾، على حركة الاستثمار حصراً، وكان الاهتمام منصباً على تساؤلات مفادها: لماذا كانت هناك تدفقات استثمارية من الولايات المتحدة الأمريكية نحو بريطانيا؟ وكيف كانت البداية التي تعود إلى منتصف القرن التاسع عشر؟ وما هي المنافع المتحققة لبريطانيا كدولة مضيضة لتلك الاستثمارات؟ وما هي منافع الولايات المتحدة؟ والأهم من كل ذلك ما هي الأسباب وما هي النتائج؟

إن الإجابة عن كل تلك التساؤلات تضعنا أمام حقائق مهمة في تفسير الكثير من الظواهر الاقتصادية والسياسية والجيوبوليتيكية والتي أفرزتها السنوات الأخيرة، لقد كانت البداية الفعلية لتدفق الاستثمارات في سنة 1852 من قبل شركة Colt وتبعتها في سنة 1867 شركة Singer الأمريكيتين نحو بريطانيا، وأياً كانت الأسباب التي تقف وراء تلك التدفقات سواء بحثاً عن ميزة موردية أو تنافسية، إلا أنها كانت تنطوي على أبعاد أخرى، خاصة وأن بريطانيا في تلك الحقبة من الزمن كانت إمبراطورية عظمى والقوة الأولى في العالم. واستمرت التدفقات الاستثمارية الأمريكية نحو بريطانيا وبقية الدول الأخرى واحتلت بريطانيا الدولة المضيضة الأولى للاستثمارات الأمريكية وبلغت في عام 1955 نسبة 57٪ من حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الأمريكي، لا بل والأكثر من ذلك فقد أصبحت بريطانيا بمثابة الجسر لعبور الاستثمارات الأمريكية المباشرة إلى أوروبا ودول الكومنويلث، وأيضاً أصبحت

(1) John H. D. Dunning. Forty years on: American Investment in British Manufacturing Industry revisited, Transnational Corporations, Vol.8, No.2, (August 1999).

تشكل قناة لعبور الصادرات الخاصة بالشركات الأمريكية العاملة في بريطانيا إلى بقية أنحاء العالم.

لقد تطورت تلك الصيغة من تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة حيث بلغت في سنة 1994 ما قيمته 27 مليار \$ وتشكل مساهمة كبيرة في الاقتصاد البريطاني فهي تشغل 380 ألفاً من العاملين وبلغت نسبتها تقريباً 9٪ من مجموع العاملين في الصناعة، وبلغت مبيعاتها 96 مليار \$ وتمثل نسبة 14,7٪ من مبيعات الصناعة البريطانية⁽¹⁾.

يتضح مما سبق نموذجاً للعلاقة بين دولتين الدولة الأم والدولة المضيفة! ليس هذا نهاية المطاف ففي نفس الوقت هناك تدفقات رأسمالية بريطانية بصيغة استثمارات أجنبية مباشرة في الولايات المتحدة فماذا كانت النتيجة؟

إن هذه الصيغ من التدفقات الاستثمارية تؤدي إلى تداخلات اقتصادية قائمة على منافع متبادلة ويبقى السؤال هل أن تلك المنافع متوازنة بين الدول؟ إذا كان ما سبق عرضه لحالة بين دولتين هما بريطانيا والولايات المتحدة فماذا بشأن الشركات؟

وما هي الأدوات والعمليات والهياكل التي تعمل بها؟ لقد دفعت أسباب كثيرة الشركات إلى تدويل أنشطتها وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية، إلا أن نظام بريتون وودز وسياسات سعر الصرف الثابت حالت دون توسيع أنشطتها المدولة، ولكن ما حدث في عقد الستينات وخاصة أزمة السيولة والثقة في التحويلات النقدية الدولارية دفعت الولايات المتحدة الأمريكية إلى تعويم سعر الدولار ودخل العالم مرحلة جديدة تحت ظل نظام تعويم أسعار العملات والذي بموجبه توالى الدول على تعويم عملاتها، فكان بمثابة خطراً آخر على الشركات مواجهته⁽²⁾.

إن هدف الشركة الأول يتمثل في تعظيم الربح، وهذا هو الهدف الذي يقود إلى النمو والاستمرار والتوسع، وتزداد صعوبة تحقيق هدف تعظيم الربح كلما اشتدت حالة المنافسة في السوق، وأيضاً كلما ازدادت الأخطار المحتمل مواجهتها، ورغم أن الشركات استطاعت بعد الحرب العالمية الثانية أن توسع أعمالها وتتخطى الحدود وتنتشر بصيغة شركات متعددة الجنسية، إلا أن التوسع

(1) John H.D. Dunning, Loc. Cit.

(2) للمزيد عن الموضوع انظر: سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مرجع سابق، ص 51 - 82.

كان كبيراً ومتزايداً منذ بداية عقد السبعينات حيث بدأت الشركات تبحث عن مناطق جديدة تحقق لها ميزات تنافسية، ولهذا بدأ الاستثمار الأجنبي المباشر بالتدفق على مناطق جذبه وقد صنفت إلى ما يلي: استثمار يبحث عن السوق وآخر يبحث عن الموارد وهناك من يبحث عن الكفاءة⁽¹⁾. لقد كان الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم الأدوات التي استخدمتها الشركات متعددة وأشكال كثيرة استطاعت من خلالها الشركة الأم والفروع وقد اتخذت صيغ متعددة وأشكال كثيرة استطاعت من خلالها اختراق الدول والاقتصاديات المتقدمة والنامية وبشكل كبير جداً، وليصل حجم التدفق الداخل من الاستثمار الأجنبي المباشر 865 ملياراً وحجم التدفق الخارج من الاستثمار الأجنبي المباشر 800 ملياراً في سنة 1999⁽²⁾. وأياً كانت اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر وأياً كان اندفاع الشركات وقدراتها الاستراتيجية إلا أن هذا لم يكن وليد صدفة أو ربما وليد تطور ومسار طبيعي! إن المتابع لهذا الموضوع يمكن أن يقف على حقائق وتفاصيل تشكل حجج داعمة لظاهرتي العولمة والتحرر المالي والسلعي، فكيف يمكن تفسير ذلك؟

لقد كانت استجابة الدول الأم والدول المضيفة كبيرة ومنذ نهاية عقد السبعينات في القرن العشرين فكيف يمكن توصيف تلك الاستجابة وتحليل مظاهرها وفهم أبعادها؟

إذا كانت الشركات متعددة الجنسية بمثابة القنوات التي تمر من خلالها الاستثمارات الأجنبية المباشرة من الدولة الأم وباتجاه الدولة المضيفة، فتكون الشركة الأم قد تخطت الحدود للدولة الأم نحو الدولة المستقبلة للاستثمار والتي يطلق عليها بالدولة المضيفة، ودخول الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدولة المضيفة يكون بصيغ مختلفة قد تكون تأسيس مشاريع جديدة تملك كامل أو تملك جزئي أو اندماج مع شركة وطنية أو غير ذلك من الصيغ المتعارف عليها، بعبارة ثانية إن المستثمر الأجنبي قد دخل بموجودات ثابتة في الدولة المضيفة ويكون له الحق بإدارتها مباشرة وله الحق بالتوسع والنمو والقيام بكامل الأنشطة التي تمارسها شركة الأعمال، وتكون وفق القوانين والتعليمات والإجراءات التي تضعها الدولة المضيفة، فماذا يعني هذا؟ ولتفسير الموضوع وتوضيحه يمكن الاستعانة ببعض

(1) UNCTAD, *World Investment Report 1998*, United Nations, New York and Geneva, 1998, p.91.

(2) UNCTAD, *World Investment Report 2000*, United Nations, New York and Geneva, 2000, pp.283-293.

الأمثلة وللبعض الشركات، إذ استطاعت بعض الشركات أن تنشر أعمالها بعشرات الدول فمثلاً General Motor الأمريكية تعمل في 59 دولة وشركة Nestle SA السويدية تعمل في 94 دولة وشركة تويوتا اليابانية تعمل في 34 دولة⁽¹⁾. بعبارة ثانية إن هذه الشركات لديها استثمارات أجنبية مباشرة في الدول التي تعمل فيها، وفي الوقت الذي تكون الدولة أمّا فقد تكون دولة مضيفة، أي أن العملية متبادلة وبالتالي فقد تداخلت المصالح والمنافع بين الدول الأم والدول المضيفة ونظمت العلاقات بينهما بشكل اتفاقيات وشراكات ثنائية وتحالفات إقليمية واستراتيجية.

إن اتساع وانتشار الفروع والشركات التابعة وبالعلاقات عنكبوتية مع الشركة الأم وأيضاً مع شركات أخرى تؤول معظمها للدول المتقدمة والتي يبلغ عددها 63459 شركة أم، منها 48791 شركة في الدول المتقدمة والباقي في الدول النامية وهي بحدود 12518 شركة، ويبلغ عدد الفروع التي تعمل في الدول المتقدمة 94269، أما عدد الفروع التي تعمل في الدول النامية فهي 355324 فرعاً⁽²⁾ ويتضح وبجلاء أن الحصة العظمى من فروع تلك الشركات الأم موجهة للدول النامية وأنها في تزايد مستمر خلال السنوات الأخيرة، ولم تتردد الشركات في توجيه معظم استثماراتها إلى الخارج بحثاً عن ميزة تنافسية في الموارد أو السوق أو الكفاءة. ولقد شكلت تلك الشبكات العنكبوتية نوعاً من التوازن القطبي فكان هناك ثلاثة أقطاب رئيسية: أولها القطب الأمريكي ويضم الولايات المتحدة وكندا والمكسيك وبعض من دول أمريكا اللاتينية، وثانيها القطب الأوروبي، وثالثها القطب الآسيوي ويضم اليابان ودول شرق آسيا. وبالتالي فقد نشأت حالة من التبعية القطبية من قبل الدول المتحالفة، والأكثر من هذا، أن الأقطاب قد تداخلت مع بعضها البعض وأفرزت حالة من المصالح المشتركة بين الدول المتقدمة بحكم التداخلات الاقتصادية والمنافع المتبادلة والمصالح المشتركة وذلك لأن الشركات تعمل وفق منظور الربح المحاسبي وأن الفروع ملزمة بتحويل أرباحها إلى الشركة الأم وهي التي تقود العملية الاستثمارية وإعادة الاستثمار للمتراكم من الأرباح في أية جهة ترتئها من العالم⁽³⁾. لقد قادت هذه الصيغة

(1) Grazia Letto-Gillies, **Different Conceptual Frameworks for the Assessment of the Degree of Internationalization: An Empirical Analysis of Various Indices for the top 100 transnational corporations**, Transnational Corporations, Vol. 7, No.1, (April 1998).

(2) UNCTAD, **World Investment Report 2000**, United Nations, New York and Geneva, 2000, pp.11- 13.

(3) للمزيد عن العلاقة بين الشركة الأم والفروع انظر: سرمد الجميل، **الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية**، مرجع سابق، ص 86 - 94.

التشابكية وبفعل التطورات التكنولوجية المعلوماتية والاتصالية إلى ما يطرح ومنذ بداية عقد التسعينات بالعلومة .

لقد خضعت العلاقات بين الفروع والشركات التابعة من جهة والشركة الأم من جهة ثانية للمزيد من الإجراءات القانونية وفق صيغة حماية المستثمر الأجنبي وفي نهاية عام 1997 كان هناك بحدود 1600 اتفاقية قد نظمت ووقعت في العالم ضمت 169 دولة مضمونها الأساس حماية فروع الشركات الأجنبية في الدول المضيفة تم فيها تقديم الضمانات لحرية انتقال رأس المال وحمايتها من الأخطار وإرساء شروط التعويض وغير ذلك من المشاكل التي تعترض عمل الشركات . والآن ماذا بعد؟ ولغرض إكمال الصورة كاملة لا بد من التعرف على كيف استطاعت الشركات أن تحقق ذلك؟ إن قراءة معمقة لمسيرة الأحداث تظهر كيف أدت في النهاية إلى ضرورة وأهمية الدور الذي تلعبه الشركات متعددة الجنسية! وبالتالي كيف يمكن ترتيب وتهيئة الأوضاع طيلة عقود من الزمن لتصل به الشركات إلى ما وصلته في بداية القرن الحادي والعشرين من الانتشار والتوسع وبهذه التشابكية العالية؟

ولتفسير تلك الظاهرة لنأخذ شركة فيليبس Philips الهولندية والتي يقع تسلسلها برقم 38 بين أكبر مائة شركة في العالم، حيث يبلغ مجموع موجوداتها 32,8 بليون \$ منها 19 مليون \$ تمثل موجودات الشركة في الدول الأجنبية، وتبلغ مبيعاتها لسنة 1998 ما قيمته 33,9 بليون \$ منها 32,1 بليون \$ مبيعات الشركة لفروعها في الدول الأجنبية، ويبلغ عدد العاملين فيها 233686 عاملاً منهم 189210 يعملون في فروع الشركة والشركات التابعة لها في الدول الأجنبية وهم عمال أجانب⁽¹⁾، وتعمل هذه الشركة في 72 دولة متقدمة ونامية⁽²⁾، حيث تتخذ الشركة قواعد رئيسية لها في بريطانيا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية وجنوب أفريقيا، وتتوزع الوحدات العاملة في مختلف الدول في العالم ولكنها تتمركز حول القواعد الرئيسية، وعلى ضوء ذلك تتباين العلاقات بين الوحدات العاملة والقواعد الرئيسية وبين الاثنين والشركة الأم في هولندا، أما الأعمال التي تقوم بها هذه الشبكة المعقدة من الوحدات (الفروع) فهي تتباين بين أبسط الأعمال البحثية والتطويرية

(1) UNCTAD, **World Investment Report 2000**, United Nations, New York and Geneva, 2000, p.72.

(2) Grazia Letto-Billies, **Different conceptual frameworks**,... Op.Cit. p31.

إلى أعقد المهمات التصنيعية⁽¹⁾. لقد قادت هذه التشابكية العالية بين الوحدات والفروع والشركات التابعة وبين القواعد الرئيسية والشركة الأم من جهة والعدد الكبير للشركات الأم وكافة توابعها من جهة ثانية إلى فرض واقع جديد على الدول المالكة (الدول الأم) فكان بمثابة التحدي أمام الدول الأخرى وهي الدول النامية بمعظمها، والأهم من كل ذلك أن المؤسسات الدولية كانت قد تبنت هذا المشروع وبدأت بالترويج له منذ منتصف عقد السبعينات من القرن العشرين ولا زالت.

موقف المؤسسات الدولية وتوجهاتها :

منذ سنة 1947 كانت البداية الأولى في وضع قواعد أساسية للتجارة وبين الدول الصناعية ذات التجارة الأكبر، وتحت عنوان الكات، واستمرت المناقشات والمباحثات فكانت بمثابة جولات في جنيف وطوكيو وآخرها أوروغواي والتي بدأت في سنة 1987، ومحورها الرئيسي هو تحرير التجارة والتي انتهت بانبثاق منظمة التجارة العالمية، فكان هذا بمثابة الانتقال إلى مرحلة جديدة تقودها منظمة وضعت لها قواعد وتعليماتها وفق هيكل منظم بعد أن كانت الكات بمثابة اتفاقية أقل كفاءة وفعالية والكم الكبير من الصعوبات التي بدأت تواجهها، ورغم هذا وذاك لا بد أن العملية سارت بشكل هادئ ومنظم قاده القرار الاقتصادي ووظف القرار السياسي لصالحه لهيكله وتنظيم العمل الدولي وكانت البداية منذ عقد الخمسينات ومحورها الأساس تحرير التجارة⁽²⁾!!! فكيف كان هذا؟ لقد كان موضوع التحرر الاقتصادي من أول المواضيع التي تناولتها الكات ومنذ نشأتها، إلا أن الجانب الأهم الذي أعقب ذلك هو موضوع التحرر المالي، والذي بدأت عمليات تطبيقه منذ بداية عقد الستينات في القرن الماضي وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وأعقبها الدول المتقدمة ويتركز على تحرير النظم المالية أدوات وعمليات وهياكل، ورغم العقود الطويلة من العمل في هذا المجال فلا زال العديد من الدول لم تكتمل عمليات التحرر فيها، فقد برز الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر والمحفظي كأحد أهم العناوين التي تناقش في مختلف المحافل الدولية

(1) Barbara Parker, *Globalization and Business Practice*, SAGE Publications 1998, pp.506-509.

(2) للمزيد عن الموضوع انظر :

Barbara Parker, *Globalization and Business Practice*, Op.Cit. pp.414- 417. See Also,

Alan M. Rugman and Richard M. Hodgetts, *International Business...*, Op.Cit.

وكيفية تحرير آلياتها من تدخلات الحكومة وإجراءاتها الثقيلة⁽¹⁾. لقد ترادفت عمليات التحرر المالي مع الجهود التي كانت تبذل في تهيئة العالم لمرحلة جديدة وعلى مختلف المستويات، ويبدو أن الأمم المتحدة ومنظماتها كانت قد وُظفت لمخاطبة الدول النامية بهذا الاتجاه.

الجانب الآخر الذي بدأ الترويج له ومنذ نهاية عقد السبعينات يتمثل في الخصخصة، وقد بنى صندوق النقد الدولي هذا الأمر، فكان عقد الثمانينات حافلاً بهذا الموضوع بوصفه حلقة أساسية من حلقات مشروع عالمي شامل، وقد كان هذا نتيجة طبيعية لما آلت إليه المشاريع العامة من فشل ذريع في الكثير من الدول المتقدمة والنامية، وقد تمثل هذا بالخسائر المتتالية في نتائج الأعمال وما ترتب عليه من عجز في موازنات الدول وارتفاع في الكلف وانخفاض في الكفاءة قادت بمجمّلها إلى تبني خيار التحول نحو القطاع الخاص، وأياً كانت الأسباب التي دفعت الدول وخاصة النامية منها لذلك، إلا أنها واجهت مشكلة كبيرة في كيفية تنفيذ عمليات التحول تلك، إذ تفتقر معظمها إلى أبسط المقومات الاقتصادية والمالية التي تسهل مثل هذه العمليات، ولهذا طرح موضوع التكيف الاقتصادي والإصلاح المالي⁽²⁾.

إن الاندفاع الكبير من قبل الدول النامية في خصخصة منشآتها العامة والتي سبق أن نفذتها بحجة مناقضة تماماً مضمونها فشل القطاع الخاص في تحقيق التنمية الاقتصادية⁽³⁾، تواجه بضرورة التخلي عن تلك السياسات وتبني سياسات تسرع في تنفيذ برامجها التنموية، وهنا برز الاستثمار الأجنبي المباشر وليحتل الأسبقية الأولى ويصبح العنوان الأهم في أجندة الدول النامية بوصفه يقدم التمويل والخبرة والتكنولوجيا، وقد تزامن هذا مع عمليات الخصخصة، وما أن حل عقد التسعينات إلا وهناك تكالب محموم لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة فكيف يمكن

(1) Andrew Cornford and Jim Brandon, **The WTO Agreement on Financial Services: Problems of Financial Globalization In Practice**, International Monetary and Financial Issue for the 1990s, Vol.X, United Nations, New York and Geneva, 1999, pp.1- 17.

(2) للمزيد عن الخصخصة انظر:

UNCTAD, **Comparative Experiences With Privatization, Policy Insights and Lessons Learned**, United Nations, 1995.

(3) انظر عن هذا الطرح: مير غني عبد العال حمور، **مؤسسات القطاع العام في مفترق الطرق بين إمكانيات التطوير واحتمالات الخصخصة**، مجلة بحوث اقتصادية، العدد الرابع، ربيع وخريف 1995.

إقناع ذلك المستثمر الأجنبي للاستثمار في الدول النامية؟ وفي المقابل فقد كانت الشركات متعددة الجنسية تبحث لها عن فرص تكسبها ميزة تنافسية أو تحقق لها موقعاً مناسباً بعد أن بدأت الدول المتقدمة تضع من الضوابط والقيود البيئية والاجتماعية ما اعتبرته بعض الشركات خطراً يواجهها! وبالتالي على الشركات أن تبحث لها عن مناطق بكر تجد فيها ضالتها من موارد وسوق والأهم من كل هذا تجد بيئات غير منضبطة تنقل لها التكنولوجيا غير النظيفة والملوثة، لا بل والأكثر من ذلك تستطيع الشركات ذات النفايات السمية والنووية والكيميائية وغيرها أن تبعدها عن الدول الصناعية⁽¹⁾.

إن هذه ليست النهاية! لقد انبثقت منظمة التجارة العالمية في سنة 1994 وأصبحت بمثابة الهيكل المؤسسي للنظام العالمي الجديد الذي شمل ليس في التجارة فقط وإنما في المال والاستثمار والحقوق الفكرية، إن ما تضمنته منظمة التجارة العالمية في بنودها حول الخدمات المالية احتل جزءاً كبيراً من عملية مضمونها وضع قواعد ومعايير يكون تأثيرها في النهاية على الاقتصاد الكلي والإجماليات الجنسية للحكومات، لا بل تؤثر على السياسات المالية على المستوى القومي، وقرارات الحكومة وآلياتها، كذلك تمتد آثارها على الأسواق المالية، وخلاصة الكلام أن ما تضمنته الكاتز GATS يذهب من قريب أو بعيد باتجاه حركة رأس المال وتحرير أسواق المال والنقد بهدف تسهيل حركية الاستثمارات الأجنبية بنوعها المباشرة والمحفظية⁽²⁾.

ثالثاً

الاستثمار الأجنبي المباشر من منظور الإدارة المالية الدولية

إن أحد أهم أوجه الخلاف بين الاستثمارات الوطنية والاستثمارات الأجنبية

(1) سرمد الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، مصدر سابق، ص 275 - 294.

(2) Andrew Cornford and Jim Brandom, The WTO Agreement on Financial Services,....

Op.Cit. pp.1- 17.

See Also, A.V. Ganesan, Strategic Options Available to Developing Countries With Regard To A Multilateral Agreement On Investment, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.X, New York and Geneva, 1999, pp.19- 37.

هو أن الشركة قد تستثمر في البلد الأم وهذا يخضع لعمليات دراسة وتقييم وفق ما هو متعارف عليه في الإدارة المالية ووفق تقنيات تحليل وتقويم القرار الاستثماري، أما الاستثمار الأجنبي فيتم عبر الحدود الوطنية ولهذا فإن عملية تحليل وتقويم القرار الاستثماري تتم وفق آليات وتقنيات الإدارة المالية الدولية، وكيفية اتخاذ القرار الاستثماري في الدولة المضيفة. إن هذا يعني وضمن مفهوم الاستثمار الأجنبي. أما ما يتجه إلى الاستثمار في الأوراق المالية يكون عادة بموجب ما متعارف عليه في سوق الأوراق المالية، حيث يخضع ذلك القرار لتحليل وتقويم الاستثمار في الأوراق المالية ونظرية المحفظة، أو الاستثمار في الموجودات الثابتة في الدول المضيفة سواء في تأسيس شركات أو تملك موجودات أو الدخول في مشاركات أو اندماجات مع شركات في الدول المضيفة، وأن ذلك يتضمن أنشطة وعمليات تتم خارج الحدود في الدول المضيفة سواء في شراء المواد الأولية، أو تنفيذ العمليات وتأسيس مصانع الإنتاج أو فتح منافذ التسويق، كل ذلك عبر الحدود الوطنية في الدول المضيفة، وهنا لا بد من تأكيد أهم المقومات التي تستند عليها الإدارة المالية وهي الكفاءة، الفاعلية، الربحية، الخطر⁽¹⁾.

إن قرارات الاستثمار الأجنبي المباشر تخضع في وجودها لعملية تحليل وتقويم للوصول إلى البديل الأفضل أسوة بالقرارات الاستثمارية الوطنية ولكن باختلاف جوهري هو مفهوم الخطر إذ يندرج مفهوم الخطر السياسي وخطر العملة والخطر الاقتصادي ضمن مفهوم التعاملات الاستثمارية الدولية، وكذلك الأخذ بنظر الاعتبار نظم التحويل والرقابة على العملة في الدولة المضيفة كل هذه الأمور قد تثير مشاكل في عملية تقويم الاستثمار الأجنبي المباشر للوصول إلى القرار الأفضل وهذا ما سنناقشه لاحقاً.

إلا أن ما هو أهم وما ينبغي التركيز عليه ودراسته بوصفه من مقومات علم الإدارة المالية الدولية يكمن في أن القرارات الاستثمارية للشركة متعددة الجنسية أصبحت ذات مردود كبير بعد تدويل الإنتاج، وربط الاستثمار بالتجارة وفق بناء علاقاتي معقد وقد كان للشركات متعددة الجنسية دور كبير في ممارسة أنشطتها من خلال توظيفات للموجودات الاستراتيجية، ويبحث الاستثمار الأجنبي المباشر ويركز أنشطته خارج الحدود عندما تكون هناك قدرات تطويرية وبحثة كبيرة يمكن

(1) انظر :

Barbara Parker, **Globalization and Bussines Practice**, Op.Cit. pp.261- 266. See Also,Alan M. Rugman and Richard M. Hodgetts, **International Busines...**, Op.Cit.

أن يتمتع ذلك الاستثمار بمزاياها. كذلك فإن توفر بنية تحتية متطورة في دولة ما تكون هدفاً للاستثمار الأجنبي المباشر، والشركات متعددة الجنسية لتحقيق أهدافها لا بد من أرباحها وإضافة قيمة أخرى للدولة المضيفة. أما الآثار غير المباشرة للاستثمار الأجنبي المباشر فإنها كما يأتي:

- الآثار الغير مباشرة التي تتحقق لميزان المدفوعات بسبب الآثار التجارية وتحفيزها.
- توفير العملات الأجنبية من خلال تحقيق عمليات التصدير والتجارة.
- دعم سعر الصرف للدول المضيفة بسبب الآثار التي يتركها تدفق رأس المال.
- الآثار الاقتصادية طويلة الأجل على مستوى الدولة الأم والدول المضيفة.

إن مما لا شك فيه أن الاستثمار الأجنبي المباشر يسهم في تشغيل الموارد ونقل التكنولوجيا وزيادة المعرفة الإدارية وتدعيم المهارة العمالية وتوسيع رقعة الإنتاج الدولي وتوسيع الأسواق والمساهمة في دعم النمو والتنمية الاقتصادية على المستوى الكلي والجزئي. إن جوهر العملية التي تمارسها الشركات متعددة الجنسية عبر توظيفاتها الاستثمارية الأجنبية المباشرة تكمن في زيادة معدل الاستثمار وتوسيع الأسواق المالية في الدول المضيفة، كذلك فإن أنشطة هذه الشركات قد يكون لها تأثيراً عكسياً على التنمية في تلك الدول وتكون بمثابة الحجة التي يتمسك بها دعاة فرض القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر والتي سوف نناقشها لاحقاً.

رابعاً

تمويل الاستثمار الأجنبي المباشر⁽¹⁾

إن دراسة مصادر تمويل الاستثمار الأجنبي المباشر وكيفية تدفقه واستخدامه تنطوي على مضامين اقتصادية أهمها دعم ومساندة الاقتصاد والمساهمة في ميزان المدفوعات. وعادة ما يجري التمييز بين ثلاثة مصادر مختلفة لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وهي أولاً رأس المال الممتلك وثنانياً الأرباح غير الموزعة وثالثاً القروض من الشركة الأم لفروعها. ويعرف رأس المال الممتلك على أنه ذلك الاستثمار الذي يوظف ويحقق الحد الأدنى من العوائد في مؤسسات وشركات

(1) انظر:

تعمل في دولة أجنبية سواء أكانت تلك الاستثمارات قد وظفت في مشاريع جديدة أو موجودة فعلاً وبنسبة الملكية التي يسمح بها القانون المعمول به في تلك الدولة الأجنبية، أما الأرباح غير الموزعة فتعد ذات أهمية بالغة ضمن قياسات الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقاته، وبالرغم من أن حصر العوائد المعاد استثمارها نسبة إلى إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية هي بانخفاض مستمر قياساً برأس المال الممتلك والقروض خلال عقد التسعينات. إلا أن الاستثمار الأجنبي المباشر الممول من قبل الأرباح التي ولدتها الاستثمارات الوطنية الأم يعتمد بالدرجة الأساس على الوضع الاقتصادي في الدولة المضيفة وأداء قطاعاتها الاقتصادية، ولهذا فإن أكثر من نصف التدفقات الخارجة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الولايات المتحدة الأمريكية كانت عبارة عن عوائد الفروع الأجنبية التي أعيد توظيفها في الشركات الأم الأمريكية. إن إحدى أهم المشاكل التي تعترض الاستثمار الأجنبي المباشر هو كيفية التمييز بين العوائد المحتجزة لأغراض استثمارها في رأس مال ثابت أو إعادة استثمارها في موجودات مالية مثل سندات حكومية. إن الاستثمار الأجنبي المباشر بوصفه تدفقاً داخلياً يمكن أن يستخدم لأغراض الاندماج أو التملك أو ربما في استثمارات أخرى، أما الشكل الثالث وهو الذي يأخذ صيغة القرض بين الشركة الأم وفروعها⁽¹⁾.

خامساً

عناصر جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة⁽²⁾

الموارد الطبيعية والبشرية :

إن أقدم الشركات متعددة الجنسية اتخذت صيغة البحث عن الموارد الطبيعية والبشرية، واعتبر أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو أحد الشروط الأساسية لإنتاج السلع للسوق الأجنبية وخاصة في الدول النامية ولقد تولدت نتيجة لذلك الآثار التجارية الإيجابية، إن تدفقات الاستيراد والتصدير من السلع الرأسمالية والاستهلاكية ونتيجة لذلك أيضاً فإن المنفعة سوف تتحقق للبلد الأم والبلد المضيف وبشكل متوازن.

(1) انظر الفصل الثالث.

(2) تناول تقرير الاستثمار العالمي 1999 هذا الموضوع وبالتفصيل انظر :

السوق: لقد أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر العامل الأساسي المحفز للاستثمار في القطاع الصناعي في الدول المتقدمة والنامية، إن البحث عن السوق واتجاه الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحوها يعد بديلاً للعمليات التصديرية من قبل الدولة الأم. وإن تحولات كبيرة قد يحدثها ذلك النمط الجديد من الاستثمارات بالتركيز على السلع الرأسمالية بوصفها مدخلات العملية الإنتاجية، وأن عمليات البحث عن السوق سوف يكون لها بالتأكيد آثار مضاعفة على الطلب المحلي (الوطني) وأيضاً على الإنتاج الوطني وسوف يؤدي بدوره إلى إحداث زيادة غير مباشرة في الاستيراد والتصدير، وبالتالي فإن الاستثمار المرتبط بالتجارة كمقياس يعني ضمناً توازنات منفعية بين الدول ونموها الاقتصادي وانتعاشاً لأسواقها. كذلك فإن لهذا العامل دوراً كبيراً في خفض كلف النقل في الدول المضيفة. وتحقيق المزيد من عمليات تكييف الإنتاج حسب ذوق المستهلكين ورغباتهم، باختصار إن الشركات متعددة الجنسية ومن خلالها الاستثمار الأجنبي المباشر بدأ يبحث عن السوق وهو بهذا يحقق المزيد من الخدمات من اتصالات ونقل وخدمات مالية باتجاه دعم ذلك الاستثمار.

الكفاءة: لا يمكن أن يوجد الاستثمار الأجنبي المباشر إذا لم تَسعَ الشركة متعددة الجنسية إلى تحقيق تحسين وتطوير في ربحيتها وعملياتها من خلال عنصر الكفاءة. وقد يتحقق هذا بفعل الأجور المنخفضة، وبالتالي خفض الكلف وتحقيق تدفقاً لعمليات المنافسة على أساس الكفاءة. إن البحث عن سوق العمل من قبل الشركات متعددة الجنسية وخاصة في الصناعات ذات الحاجة المكثفة لليد العاملة تعد المقوم الآخر الذي يسعى إليه الاستثمار الأجنبي المباشر.

سادساً

محفزات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر⁽¹⁾

لقد باتت عمليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر بمثابة سياسات تعتمدها دول كثيرة متقدمة ونامية على حد سواء. ويبدو أن القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر قد انخفضت بشكل كبير في الكثير من الدول وبات هذا الاستثمار يشكل ظاهرة بدأت بالتزايد منذ بداية الثمانينات وخاصة بعد أزمة المديونية وتفاقمها. ترى

(1) انظر في هذا الموضوع:

UNCTAD, *Incentives and Foreign Direct Investment*, United Nations, New York and Geneva 1996.

ما هي المحفزات التي يمكن أن تعتمد عليها الحكومات في جذب هذه الاستثمارات الأجنبية المباشرة وما هي أدواتها الفاعلة لتحقيق ذلك؟

يقصد بالمحفزات أي منفعة اقتصادية يمكن قياسها تمنحها الحكومة لشركة أو مجموعة شركات بهدف تشجيعهم لتبني وتحقيق سياسات واستراتيجيات معينة . كذلك وضع قياسات مصممة خصيصاً لزيادة العائد أو قبول استثماراً أجنبياً مباشراً أو خفض الكلف وتقليل الخطر . علماً أن استخدام تلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبارة عن عمليات أو مشاريع ضمن قطاعات الأعمال وضمن سياسات وطنية بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية .

تصنيف الحوافز (المحفزات) للاستثمار الأجنبي المباشر :

تصنف الحوافز إلى ما يأتي :

حوافز المالية العامة : ومضمونها التركيز على هدف تقليل الضرائب على المستثمر الأجنبي . إن هذا الهدف يمكن أن يتخذ عدة طرق تبعاً للقاعدة الضريبية ونظامها . إذ ترتبط بعض المحفزات بكل الإجراءات الضريبية المطبقة على الشركة متعددة الجنسية في الدولة المضيفة أما أنواع هذه المحفزات فهي كما يلي :

قاعدة الربح	خفض معدل الضرائب على الشركات السماح بالخسائر المتحققة أثناء العطل لتنزل من الربح المحقق .
قاعدة الاستثمار الرأسمالي	السماح بتسريع الاندثار للاستثمارات وإعادة الاستثمارات .
قاعدة العمالة	خفض المساهمة للضمان الاجتماعي وخصم من قاعدة العوائد الضريبية تعدد العاملين أو ربط العمالة بالإنفاق .
قاعدة القيمة المضافة	خفض الضرائب على الشركات والضمانات الخاصة بالإنتاج .
قاعدة النفقات الأخرى الخاصة	خصم من ضرائب الشركات .
قاعدة الاستيراد	استثناء المستوردات من رأسمال و سلع ومكائن ومواد أولية واحتياطية .
قاعدة التصدير	استثناءات من متطلبات وشروط التصدير كخفض الضرائب على الدخل وتخفيف إجراءات التصدير والسماحات الأخرى .

الحوافز المالية: ويتضمن توفير التخصيصات المالية مباشرة للشركات وذلك لتمويل الاستثمارات الأجنبية الجديدة أو بعض العمليات أو تحمل الكلف الرأسمالية والعملياتية، وإن الأنواع شائعة الاستخدام تتمثل بالمنح الحكومية والإعانات ومشاركة الحكومة وكما يلي:

المنح الحكومية والضمانات	مجموعة من القياسات تسهم بالمشاركة المباشرة لتغطية رأس مال الإنتاج والتسويق أو كلف استثمارية.
ضمانات حكومية بمعدلات داعمة	قروض سائدة وضمانات قروض واعتمادات استيراد وتصدير.
مشاركة الحكومة بالملكية	تمويل عام ومشاركة في استثمارات تنطوي على خطر تجاري عالي.
تأمين حكومي بمعدلات مدعمة	لتغطية بعض أنواع الأخطار مثل تقلبات سعر الصرف وخفض العملة والأخطار غير التجارية.

الحوافز الأخرى: بعض الحوافز الأخرى التي تمنح لغرض دعم الربحية للمشاركة الأجنبية أي دعم الفروع الأجنبية ومنها:

تخصيص إعانات للبنية التحتية	تقديم تخصيصات بأقل من الأسعار التجارية للأراضي والعقارات وللصانع والاتصالات والنقل والكهرباء والماء.
تخصيصات للخدمات	خدمات مالية، إدارة تنفيذ المشاريع ودراسات اقتصادية. معلومات عن السوق، جودة ورقابة جودة على المنتج.
أفضلية السوق	حماية من منافسة خارجية.
تعاملات خاصة بالتمويل الخارجي	أسعار صرف خاصة، معدلات ملكية، قروض أجنبية خاصة، أفضليات في معالجات أخطار سعر الصرف.

إن هذه الحوافز لا تعد مسألة نظرية إنما هي مسألة تطبيقية بحثية وتخضع للتقويم الخاص بالكلف والمنافع ولكن ما هي الحجج النظرية والتحليلية التي يمكن أن تدعم هذا التوجه؟

سابعاً

التفسير الاقتصادي للحوافز الممنوحة للاستثمار الأجنبي المباشر

إن عقلانية الحفز الاستثماري في الاقتصاد تعود إلى نظرية بيمو 1920 والخاصة بتصحيح فشل السوق وتشوهاتة لكي يعكس المنفعة الكبيرة المتأتية من المؤثرات الخارجية على الإنتاج. فالعوامل الخارجية الإيجابية يمكن أن تنتج من عوامل مثل وفورات الحجم، المعرفة الجديدة، ومهارات العاملين... إلخ فضلاً عن أن الاستثمارات الفردية تعود إلى سلسلة من الاستثمارات من قبل المستثمرين أو من هم بصفهم مثل الشركات متعددة القومية، أيضاً وبسبب تلك العوامل الخارجية التي تخلق منافع لا يمكن إضاحها للمنتجين وغالباً ما تؤدي إلى خلق مساحة واسعة بين معدل العوائد الاجتماعية والخاصة. وهذا ما يؤكد أن الخطر للمستثمرين الخارجيين على تلك الفجوة الواسعة قد يكون مبرراً وذلك للوصول إلى صافي المنفعة للمجتمع.

إن احتساب تلك الفجوة لا يمكن أن يتم بشكل مباشر خاصة وأن هناك ما يشكل خطراً أو خطأ مما قد يشوه بنى الإنتاج بدلاً من تصحيحها وأن جزءاً من ذلك هو ما يخص الكلف والكلف الإدارية بشكل خاص.

إن البحث عن مضمون ديناميكي وفاعل للنمو والتنمية يبدأ من عقلانية سياسات الحفز المعتمدة بتصحيح عمل الأسواق لتعكس فعلاً العوائد من خلال خفض الكلف واكتساب المهارات، ولقد ارتكزت هذه الآراء على حماية الصناعة في أول طريقها وبزيادة عائد الاستثمار وخفض الكلف وزيادة الإنتاج اكتسبت الدولة الميزة التنافسية التي تبحث عنها وهذا ما تبنته اليابان ودول شرق آسيا ضمن سياسات تجاه الاستثمارات الأجنبية دعمت الشركات الوطنية وكفاءتها وقدرتها التنافسية من خلال دعم القدرات الإدارية والتكنولوجية.

وإذا أخذنا بالاعتبار وفر الحوافز لجذب الشركات متعددة الجنسية فإن الاستثمار الأجنبي المباشر قد لا ينطوي على تدفق لرأس المال فحسب، وأن استخداماً داخلياً للموجودات غير الملموسة كالخبرات الإدارية والتكنولوجية والتي تمتلكها الشركات ونقل التكنولوجيا والإدارة وتعلم كيفية العمل بمهارة وفق تقنيات

الموجود غير الملموس فإن ما يتحقق من عائد قد يؤول للاستثمار ولكن الأهم ما يتحقق من منافع للبلد المضيف واقتصاده.

إن أحد أهم الأسس التي يعتمد عليها في نشر التكنولوجيا هو من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر، الإدارة، المهارة، الإبداع ومختلف الأنشطة التي يمكن نقلها والقادرة على إحداث تغيير في البلد المضيف فضلاً عما يتعلق بالإنتاج والتنوعية والمعلوماتية والمعمارية... إلخ وكذلك ما يتعلق بالاقتصاد الخاص بالبلد المضيف من قيمة مضافة بدعم الدخل القومي.

بعبارة مختصرة إن حفز الاستثمار ينطوي على كلف ومنافع وقد يقود إلى تشوهات في الإنتاج والسوق وأيضاً قد ينطوي على كلف إدارية ومالية واجتماعية ولكن قياس الكفاءة الاقتصادية لتلك المحفزات يجب أن تخضع لتحليل وقياس دقيق وإن عملية حفز الاستثمار لجذبه لا يجب أن تقارن بعملية دخول الاستثمار من دون حفز ورغم هذا وذاك فإن القدرة على تنفيذ ووضع المحفزات مسألة تختلف من دولة إلى دولة فقد تخضع العملية لضغوط سياسية واقتصادية واجتماعية وقد يكون كلف الخطر غير مبررة لأن القاعدة التي يجب أن تعتمد في حفز الاستثمارات الأجنبية يجب أن تنطلق من فهم ودراسة واضحة للآثار المترتبة السلبية والإيجابية من ذلك الاستثمار.

ثامناً

اتجاهات الدول في حفز الاستثمار الأجنبي

تختلف الدول في حفزها للاستثمار الأجنبي المباشر، فقد بدأت الدول المتقدمة والنامية ومن منتصف عقد الثمانينات في تقديم حوافز مختلفة وفق الأنواع التي سبق ذكرها. وقد خبرت الكثير من الدول هذا الموضوع ولهذا زادت المنافسة بين الدول تجاه استقطاب وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وبدأ المستثمر وهو الشركات متعددة الجنسية أكثر تركيزاً باتجاه أهداف الاستثمار والتكيف مع التفاعلات الدولية، ولهذا أخذت الدول تضع البدائل والخيارات لحفز الاستثمارات الأجنبية وتقف وراءها العديد من الأهداف المتباينة الرؤى والمختلفة والفلسفات، ووجدت الشركات نفسها أمام خيارات متعددة ولدول مختلفة فقد تبلور نمط عام في عقد التسعينات مضمونه لا يركز على المفاضلة والمقارنة بين برامج الحفز للاستثمار الوطني مع الأجنبي رغم التباين الموجود بينهما وإنما يركز على برامج

ذات أنماط تحفيزية واضحة وبدأت الدول تنظر إلى الاستثمار الأجنبي كهدف بحد ذاته بما يتضمنه من مضامين تكنولوجية وقيمة مضافة وتطوير للبنية التحتية ومشاريعها رغم أن القطاع الصناعي بقي هو المحط الأول والأخير لبرامج حفز الاستثمارات الأجنبية .

واستمرت الحكومات بوضع برامج للحفز في قطاعات زراعية وبتروكيمياوية ونفطية وسياحية . وعرضت العديد من الدول محفزات لتشجيع الشركات لوضع وتوجيه أنشطتها نحوها . إلا أن ما تميزت به الدول المتقدمة عن الدول النامية هو أن الأولى ركزت على الحوافز المالية أكثر من المالية العامة بسبب المرونة التي تتمتع بها النظم المالية وقلة مرونة نظم المالية العامة فيما كان العكس في الدول النامية حيث ركزت على نظم المالية العامة بسبب قلة مواردها وبدائية وعدم تطور نظمها المالية بحيث يصعب على تلك الدول تقديم محفزات من خلال النظام المالي .

محفزات نظم المالية العامة :

لقد توسعت آليات المالية العامة واستخدامها لحفز الاستثمار الأجنبي المباشر ومنذ بداية عقد التسعينات يمكن القول أن الفترة منذ 1985 - 1995 أكثر من 93 دولة راجعت وطورت نظمها العامة لحفز الاستثمار الأجنبي المباشر، ولهذا فقد توسع المدى الذي تعمل فيه تلك الآليات الخاصة بالمالية العامة بشكل كبير جداً سواء منها ما يخص الضرائب أو السماحات، أما ما يفرض على الاستيراد والتصدير باستثناء ما يخص الاندثارات والضمان الاجتماعي . ورغم ذلك فإن هناك تباينات دولية وإقليمية حول هذه المسألة منها :

خفض معدلات الضرائب على الشركات وقد تراوحت النسب المعيارية للدول المستخدمة لهذه الآلية بين 30% - 60% .

لقد استخدمت الدول المتقدمة بعض الآليات كسياسات واضحة دائماً بدلاً من أن تكون سياسات استثنائية مؤقتة .

لقد كانت الضرائب أهم أدوات تحفيزية متاحة للدول النامية باتجاه الاستثمار الأجنبي المباشر للشركات متعددة القومية .

إن الهدف الأساسي لاستخدام أدوات المالية العامة كمحفزات للاستثمار الأجنبي المباشر هو لتقليل معدلات الضرائب المفروضة عليه، وهذا ما أدى إلى زيادة المعدل العائد على الاستثمار وتوقف عوامل أخرى مؤثرة على الضرائب ومنها

معدلات التضخم، سعر الفائدة النقدية، النظم المحاسبية المستخدمة، وتعد ذات أهمية كبيرة ومؤثرة على المعدلات الضريبية. وبالنتيجة فإن معدلات الضرائب تتباين بين الدول تبعاً لنظام الحفز المستخدم والعوامل المؤثرة فيه.

محفزات النظام المالي :

إن بداية عقد التسعينات تكاد تكون البداية الحقيقية لاستخدام آلية النظام المالي كمحفز للشركات متعددة القومية، فبلغ عدد الدول التي بدأت تعيد وتراجع نظمها المالية بهذا الاتجاه حوالي 83 دولة لغاية سنة 1997، إن المدى الذي يمكن أن تستخدم فيه هذه المحفزات قد بدأ منذ منتصف الثمانينات وازدادت أهميته كمحفز لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر واتسع نطاقه ومدى آلياته في عقد التسعينات وخاصة في الدول المتقدمة رغم أن هذه المحفزات أقل استخداماً في الدول النامية.

المحفزات الأخرى :

إن حوالي (67) دولة تتعامل مع هذا النوع من الحفز للاستثمار الأجنبي المباشر منها (59) دولة تقدم مثل هذه المحفزات مثل مساندة ودعم فني وخدماتي وخدمات البنية التحتية. لقد ازداد الاهتمام بمثل هذه المحفزات منذ منتصف الثمانينات وبداية عقد التسعينات إذ تقدم كل الخدمات كحزمة خدمية للمشروع المستثمر فيه. إن الترتيبات والإجراءات المؤسسية بتخصيص الاستشارات المعلوماتية والخدمات الإدارية، فضلاً عن التدريبات والمساعدات الفنية كلها تعد حافزاً للاستثمار الأجنبي المباشر. تذهب بعض الدول إلى توفير حماية للمشروع من قبل المنافسين وتسمح الدول بتقديم عقود تأمين من المراكز المغتربة، كل هذا يمثل ضمانات كبيرة لحفز الاستثمار الأجنبي المباشر.

حالة دراسية :

شركة كورية متعددة الجنسية تستثمر في مصنع الإلكترونيات في شمال شرق إنكلترا.

الشركة : مجموعة الإلكترونيات الرئيسية (أكبر خامس شركة في العالم) استثماراتها في المكسيك وسوقها أمريكا الشمالية) تعتمد استراتيجية مركز صناعي إقليمي حول العالم.

المشروع : استثمار 700 مليون دولار.

أهداف الإنتاج في السيطرة الحاسوبية، أفران مايكرويف، الكمبيوتر الشخصي، تلفزيون ملون.

خيار الموقع: البرتغال، ألمانيا، فرنسا، إسبانيا، والمملكة المتحدة.

الخيار الأفضل المملكة المتحدة، إسبانيا، لدى الشركة مصانع في الدولتين.

السوق: السوق الأوروبي.

العوامل الرئيسية المؤثرة في القرار.

السوق الأوروبي.

البنية التحتية للنقل والمواصلات في الأسواق	كما في شمال شرق بريطانيا
إنتاجية عمالية عالية	خبرات كبيرة في بريطانيا
معدل الأجر المنافس	
موقع ومنطقة الجذب	السلطة الإقليمية في المنطقة واتفاقية حده

أهمية الامتياز:

- العرض المقدم من حكومة المملكة المتحدة بضمان مقداره (58 مليون باون) لكلفة فروع 450 مليون باون (مع احتمال زيادة مقدارها 20 مليون باون).
- أيضاً لكل عامل يوفر تقريباً ما يساوي (20000) باون وهو مبلغ مرتفع في بريطانيا وهو الحد الأعلى.

الآثار على بريطانيا وإقليم شمال شرق البلاد.

نحو التشغيل والعمالة والتصدير.

هناك الأثر المضاعف.

إن مراجعة بسيطة لاتجاهات المحفزات الخاصة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر في مختلف دول العالم يظهر منافسة واضحة وخاصة في السنوات الأخيرة لجذب المزيد من تلك الاستثمارات. وقد ركزت العديد من الدول المتقدمة منها والنامية على زيادة محفزاتها بقصد تحويل الاستثمارات من منافسة الدول المضيفة. ولقد اشتدت المنافسة ليس فقط بين الحكومات وإنما حتى على مستوى السلطات المحلية داخل الحكومة الواحدة لا بل امتدت حتى بين المدن وبعضها داخل السلطة المحلية الواحدة. كل هذا بعيداً عما إذا كانت الدول غنية أو فقيرة كبيرة أم

صغيرة متقدمة أم نامية. والأهم من كل هذا هو أن الدول بدأت ترسم استراتيجياتها التنموية الصناعية على أساس كيفية تقديم المحفزات واستخدامها باتجاه جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة للمساهمة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية.

ليس هذا فقط وإنما بدأت الاهتمامات تتركز من قبل صناع القرار وصانعي الاستراتيجيات نحو التعرف على ماهية طبيعة المحفزات التي يمكن أن تقدم وكيف، كذلك كيفية تقويم آثار تلك المحفزات على المنافسة العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر. وأياً كانت تلك المحفزات وأياً كانت آثارها ألا أن المشكلة الجوهرية التي تعترض خطر الاستثمارات الأجنبية المباشرة هو الحاجة إلى شفافية تطبيق تلك المحفزات إذ ليس المشكلة في طبيعة المحفز ونوعه ومنافعه وإنما في كيفية تطبيقه والاستفادة منه وخاصة في مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر الكبيرة. كذلك فإن زيادة حجم الأموال التي تضعها الحكومات على محفزات الاستثمارات الأجنبية المباشرة قد تصعب عملية قياس وارداته في بعض الأحيان ومقارنتها بما أنفق، وعلى هذا الأساس فإن التنسيق العالي والتجانسية لتلك الآثار تعد ضرورية لغرض تحسين نوعية البيانات الخاصة بمحفزات الاستثمارات الأجنبية المباشرة لغرض توجيه القرارات الحكومية بالاتجاه الصحيح.

الآثار المترتبة على قرارات حفز المستثمرين الأجانب :

إن دراسة الآثار المترتبة على قرارات حفز المستثمرين الأجانب تستدعي أولاً الوقوف على دور تلك الحوافز في تحديد موقع الاستثمار الأجنبي بين الدول. وتؤكد البيانات المسحية أن الحوافز تلعب دوراً محدداً قياساً بمتغيرات أخرى في قرارات الشركة متعددة الجنسية وموقع ذلك الاستثمار، فمثلاً إن مسحاً لـ (247) مستثمراً أجنبياً في الولايات المتحدة الأمريكية يؤكد أن (10٪) فقط يأخذون بالاعتبار حوافز المالية العامة في قرار الاستثمار الأجنبي المباشر وأن (57٪) يأخذون بالاعتبار تحويل العملات فيما يأخذ (39٪) إلى الاستقرار السياسي، أما محدودية السوق ومصادر التجهيز فإنها تأخذ (26٪). كذلك فإن مسحاً آخر لـ (205) شركات لها استثمارات عددها (365) في (67) دولة فإن المستثمرين يأخذون في الاعتبار المحافظة على الحصة السوقية وأيضاً التوسع في أسواق جديدة وأيضاً التعرفة الجمركية في صناعة قراراتهم الاستثمارية. ومن بين العناصر الأساسية

لسياسة الاستثمار الأجنبي هو الحرية والإجراءات الخاصة بالمالك، والإدارة والتنظيم التي لا يتميز الأجنبي في الرقابة على المشروع وكذلك تركّز الدراسة على أهمية العامل السياسي والاستقرار الاقتصادي والمالي. وذهبت دراسة أخرى على أن قرارات الاستثمار الأجنبي تعتمد على سياسات محددة وليس على ما تعرضه الدولة من محفزات أو رغبات.

إن كل تلك العوامل التي ذكرت لا بد من التأكيد على أن الاختلاف الكبير بين العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار الأجنبي المباشر بين الدول النامية والدول المتقدمة، فما يعد مهماً في دولة نامية قد لا يعد مهماً في دولة متقدمة وهكذا. وإنه ما يعد مهماً في دولة أوروبية هو ليس كذلك في دولة آسيوية، وأن القرارات الاستثمارية تصاغ أساساً على قاعدة اقتصادية واستراتيجية لها اعتبارات كثيرة ومعوقات عديدة.

أما تأثير أنواع المحفزات للاستثمار الأجنبي المباشر بشكل خاص بعيداً عن العوامل الأخرى التي سبق التطرق إليها آنفاً فيمكن القول أن مما لا شك فيه أن هناك تأثيرات للمحفزات وبأنواعها الثلاثة سألغة الذكر فالمحفزات التي تستخدم آليات المالية العامة تؤثر على الأرباح بعد الضرائب، وأيضاً تدفق الأموال وكلفة رأس المال قياساً بالعمالة والأرض والطاقة وقد لوحظ أن الدراسات الاقتصادية خلال عقد السبعينات إن الضرائب كمحفز قد لعبت دوراً ضئيلاً في جذب تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة بحجم السوق والنمو والاستنتاج العام هو أن مرونة الاستثمار الأجنبي المباشر لأي تغيير في الآليات المالية كمحفزات مسألة صعب تحقيقها، فإن المرونة تتغير تبعاً للمستثمر في الشركة الأم والدولة المضيفة ومنهجيتها المستخدمة.

إن الضرائب كمحفز تؤثر على معدل الضرائب كمتوسط وكهامش. وقد يكون التأثير مختلفاً بالنسبة للتدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة بالاستثمارات التي مُولت من الأرباح المحتجزة للفروع والشركات التابعة للأم وقد وجدت دراسة مؤخراً في الولايات المتحدة إن للضرائب تأثيراً مختلفاً فيما إذا كان الاستثمار الأجنبي ممولاً بأموال منقولة كاستجابة سلبية لزيادة معدل الضرائب في الولايات المتحدة الأمريكية ولكن مُولت الاستثمارات من العوائد المحتجزة ولم تتضح معنوية العلاقة بين الاثنين أو من جانب آخر. إن الاستثمار الأجنبي المباشر في المكسيك قد مَوّل من الأموال المنقولة والأرباح المحتجزة حيث كانت الاستجابة جدية لمعدل الضرائب في المكسيك حيث المرونة عالية في المكسيك

عنها في الولايات المتحدة وأيضاً لهذه العلاقة وتأثير الضرائب على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية.

أما عن تأثير المحفزات للاستثمار والخاصة بالنظام المالي فإن الدراسات في هذا الجانب قليلة ولم تحدد الآثار بدقة عالية فانخفاض أسعار الفائدة على القروض والضمانات وإعانات رأس المال لم تحدد تأثيراتها بشكل دقيق بعد، إذ غالباً ما تختلط آثارها مع آثار المالية العامة رغم أن هناك تبايناً كبيراً على مستوى المفهوم والمضمون والتطبيق لمحفزات الاستثمار الأجنبي المباشر الخاص بآليات النظام المالي كتأثيرات مباشرة على التدفق النقدي والسيولة وحجم الاستثمار والموجودات الرأسمالية وكلفها. وعادة ما تترتب محفزات النظام المالي جنباً إلى جنب مع محفزات المالية العامة. أما النوع الثالث من المحفزات فقد تبين أثره الكبير أيضاً وخاصة البنية التحتية والتنمية.

تاسعاً

مؤشرات دولية حول الاستثمار الأجنبي المباشر

- أن ليس هناك قاعدة عامة دولية أو إقليمية أو ثنائية تتعامل مع المحفزات حول التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفعاته ولا على قرارات الشركات متعددة الجنسية بخصوص ذلك الاستثمار.
- إن التحالفات الدولية وبعض الاتفاقيات مثل الاتحاد الأوروبي والأمريكي والكاريبي قد تعاملت مع الاستثمار الأجنبي المباشر وفق آليات للحفز وبالعكس وقد تم تأكيد ذلك في منظمة OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) وتعاملت مع المعلومات الحفزية بخصوص الاستثمارات الأجنبية.
- لم يكن هناك أي قواعد وردت في اتفاقية الكات بخصوص الاستثمار الأجنبي المباشر لغاية جولة أورغواي حيث جاءت نقطتين هما:

أ - حظرت الاتفاقية أي استثمار خارج حدود منظمة التجارة الدولية.

ب - تعاملت اتفاقية تجارة الخدمات مع الاستثمار الأجنبي المباشر كشكل من أشكال التجارة الخدماتية ولهذا فقد وردت في قطاع الخدمات على تدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي المباشر. لقد تبين أثر هذا النوع من المحفزات على الحصة السوقية للشركة متعددة الجنسية واستثماراتها عبر الحدود. وتختلف

استجابة الشركات متعددة الجنسية فيما بينها تبعاً لاختلاف أنواع المحفزات المستخدمة واستراتيجيات تلك الشركات في التعامل معه . فقد تأكد أن الكثير من الشركات تبحث عن العمالة الرخيصة والقيمة المتحققة من محفزات المالية العامة أكثر من بحثها عن حماية السوق والمحفزات الأخرى وقد تبين من دراسة أخرى أن كلف المشاريع لا يهتمها المحفزات من أي نوع .

تأسيساً على ما سبق نلاحظ أن المنافسة بين الدول بدأت تأخذ مكانها في استقطاب وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأحد أهم الأدوات المستخدمة في تلك المنافسة هي عمليات حفز الاستثمارات كما سبق مناقشتها .

الاستثمار الأجنبي المباشر موازنة بين الكلف والمنافع :

إن المسألة لدى المستثمر الأجنبي تتعلق بتقييم دقيق وموازنة صعبة بين المنافع المتحققة بين دولة وأخرى حيث ينصب قراره واختياره للبديل الأفضل فقد تتطلب بعض الاستثمارات الأجنبية بعض المغريات لتبقى في مكانها في الدولة والتخلص من طائلة التهديد بالتحويل نحو دولة أخرى . كذلك لغرض خفض تشوهات السوق والتعامل بدقة مع فشل الأسواق كذلك فإن للحفز تأثيرات اقتصادية وتشويهية خاصة إذا تضمنت تلك المحفزات قيود على التجارة وتبقى المسألة أيضاً رهينة أن الكلف يجب أن لا تكون أعلى من المنافع الاجتماعية ولكن السؤال المهم الذي يطرح نفسه الآن هو كيف يتم قياس الكلف والمنافع لتلك المحفزات علماً أن مثل هذه القياسات تعد من الأمور المعقدة والتي تثير الكثير من المشاكل . وحتى لو افترضنا سهولة الأمر وحلت كل المشاكل تبقى مسألة الأهداف السياسية والربحية الجنسية ورفاهية المجتمع هي من أوليات أي دولة ومجتمع .

وإذا كانت الدول قد أدركت أهمية التدفق الداخل للاستثمار الأجنبي المباشر للتنمية والاقتصاد فإن هذه الدول تناور وتنافس من أجل جذب المزيد وتأخذ المنافسة أشكالاً متعددة حيث تذهب الدول باتجاه تحرير الأطر العامة للاستثمارات الأجنبية المباشرة وتتابع وضع سياسات صممت خصيصاً لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمنافسة بين الدول : إنها محاولة خلق المناخ الاستثماري المناسب . . .

إدارة الاستثمار الأجنبي المباشر وتحفيزه :

يتطلب ما يأتي :

التشريعات الوطنية (ومدى قبول المحفزات أو رفضها)

- كيف يمكن تنظيم الأدوات التحفيزية على كل المستويات في الحكومة لغرض جذب وتوجيه الاستثمارات الأجنبية المباشرة؟
 - هل هناك قدرة في إيجاد أدوات تحفيزية خاصة؟
 - هل هناك محفزات غير مستخدمة؟ وغير فاعلة؟
 - ما هي النتائج التي تحققت من استخدام المحفزات وما هي كلفة ذلك الاستخدام للدولة؟
 - وباستخدام التقنيات التحليلية المتاحة وضمن النماذج الحاسوبية فهل يمكن قياس الكلف والنتائج؟
 - هل أن تلك الأدوات التحفيزية المستخدمة قد نسقت مع بعضها لتحقيق التأثير المرغوب فيه بتقليل الكلف الإدارية والمالية؟
 - ما هي المشاكل الإدارية والمالية عند تطبيق البرامج التحفيزية؟
 - هل أن المحفزات صممت للعمل بشكل متناسق مع متاهات السوق ضمن المعنى الحركي والثابت؟
 - هل يمكن الاستغناء عن بعض الأدوات؟
- إذن، كل هذه التساؤلات لا زالت موضع نقاش في موضوع إدارة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وكيفية التعامل مع هذه الظاهرة الحديثة .

المبحث الثالث

نظرية الاستثمار الأجنبي المحفظي

أولاً

مفاهيم وأساسيات نظرية لمفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي

تعريف الاستثمار الأجنبي المحفظي⁽¹⁾:

تناولنا في المبحثين السابقين التعريف بالاستثمار الأجنبي بشكل عام والاستثمار الأجنبي المباشر ونركز في هذا المبحث على الاستثمار الأجنبي المحفظي كأسس نظرية، وخاصة من حيث التعريف والمفهوم، إذ يعرف الاستثمار الأجنبي المحفظي بأنه تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة موجودات الشركة المستثمر فيها ومن دون أن يكون له حق الرقابة والسيطرة في إدارة أعمال ذلك المشروع، إنما هو استثمار (توظيف للأموال) في أوراق مالية في أسهم أو سندات أو قروض لشركات ومؤسسات خارجية.

مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي:

عودة إلى تعريف الاستثمار الأجنبي المحفظي الذي ورد أعلاه، والذي تم على الأساس الذي انطلقت منه نظرية الاستثمار الأجنبي المباشر، فهناك من يؤكد

(1) انظر:

John H. Dunning and John R. Dilyard, **Towards a general Paradigm of Foreign Direct and Foreign Portfolio Investment**, Transnational Corporations, Vol.8, No.1, (April 1999). See Also Mira Wilkins, **Two Literatures, Two Story-Lines: Is a General Paradigm of Foreign Portfolio and Foreign Direct Investment Feasible?**, Transnational Corporations, Vol.8, No.1 (April 1999).

صعوبة الوصول إلى تعريف دقيق للاستثمار الأجنبي المحفظي، لا بل أن الكثير من الكتاب لم يستخدموا هذا المصطلح (الاستثمار المحفظي) في كتاباتهم، إلا أن ما يجب التأكيد عليه هو أن هذا المصطلح قد بدأ استخدامه في عقد الثمانينات وبشكل كبير واتسع أكثر في التسعينات من القرن الماضي. إن الاستخدام الكبير لمفهوم حركة رأس المال وخاصة من قبل الاقتصاديين يتضمن حركة كل الاستثمارات الذاهبة إلى البلد المضيف ولم تصنف تلك الحركة لا إلى الاستثمار الأجنبي المباشر ولا إلى المحفظي، إنما كان التصنيف على أساس حركة رأس المال قصيرة وطويلة الأجل، ولهذا يلاحظ أن الاستثمار الأجنبي المحفظي هو مفهوم حديث رغم أنه كظاهرة يعد قديماً جداً وربما أقدم من الاستثمار الأجنبي المباشر.

لقد تعامل الكتاب مع هذا المفهوم بعدة مداخل أهمها:

أ - لقد تعامل بعضهم على أساس أن الاستثمار الأجنبي المحفظي يمثل استثمارات قصيرة الأجل.

ب - آخرون أطلقوا عليه استثمارات في الأوراق المالية.

ج - وهناك من استخدم مصطلح تدفقات رأس المال المحفظية.

د - واعتبر البعض الاستثمار الأجنبي المحفظي ملكية محفظة الأموال.

هـ - وتناولت بعض المؤسسات الدولية مصطلح محفظة أموال الملكية المستثمرة.

وهناك العديد من المسميات الأخرى للاستثمار الأجنبي المحفظي إلا أن المصطلح الذي شاع في السنوات الأخيرة وخاصة عبر نشرات المؤسسات الدولية هو الاستثمار الأجنبي المحفظي Foreign Portfolio Investment.

أما مكونات هذا الاستثمار فإنها كانت ولا زالت مثار نقاش وجدل، فهو عكس الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث التركيبة المكونة له، ورغم أنه يتكون من الأموال الموظفة في الأوراق المالية فهناك من يضيف إليه القروض الدولية المقدمة من المؤسسات المالية الرسمية والخاصة، أو ربما يضاف إليه المساعدات والهبات وغيرها من عناصر الأموال ذات الآجال القصيرة المكونة لحركة رأس المال. أيّاً كان المصطلح وأياً كانت الظاهرة إلا أن هذا الكتاب سيعتمد مصطلح الاستثمار الأجنبي المحفظي ليعني به الأموال الموظفة في استثمارات قصيرة الأجل في الأوراق المالية من أسهم وسندات.

لقد كان وإلى وقت قريب ينظر إلى الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي

على أنهما حالة واحدة وخاصة في الدراسات الاقتصادية والمالية، وأن ليس هناك حاجة للفصل بينهما، ولكن بظهور الأجيال الجديدة من الشركات متعددة القومية كظاهرة حديثة بأنشطتها ووظائفها التي غطت العالم فقد بدت الأدبيات المالية والاقتصادية والإدارية بالفصل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي، وبدأ الربط بين الشركات متعددة القومية والاستثمار الأجنبي المباشر، وبدأ التمويل الدولي كحقن معرفي بالتركيز على الاستثمار الأجنبي المباشر، وقد ظهر مؤخراً اهتمام مميز من قبل المؤسسات الدولية وعبر منشوراتهم وخاصة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وقد أظهرت الإحصاءات الدولية أن الاستثمار الأجنبي المباشر قد احتل أسبقية على المحفظي وأنه شكل ظاهرة تثير الانتباه وبفترة قصيرة من الزمن وبالتحديد في هيكل تدفقات رأس المال.

ثانياً

المضامين المالية والاقتصادية للاستثمار الأجنبي المحفظي⁽¹⁾

يختلف الماليون في رؤيتهم وتفسيرهم واهتمامهم بالاستثمار الأجنبي المحفظي عن رؤية الاقتصاديين، ففي الوقت الذي لا زال ينظر الاقتصادي لهذا النوع من الاستثمار على أنه يتكون من القروض بالدرجة الأساس أو أي شكل من أشكال السندات، فإن نظرة الماليين لا تذهب بذلك الاتجاه إنما تركز على الأموال الأجنبية المستثمرة في سوق الأوراق المالية والتي تتعامل بالأوراق المالية، أما وجهة النظر الأخرى فتذهب باتجاه التحول من التدفقات الرأسمالية العامة أو الرسمية إلى التدفقات الخاصة لرأس المال، وبالتالي ما كان ليكون هذا التحول لولا تلك التغيرات التي حدثت بالعالم ومنها التغيرات في نمط التمويل الدولي وتركيبته وتوزيعاته، ولا بد من الوقوف على بعض المضامين العلمية للاستثمار الأجنبي المحفظي، وكما يلي:

أ - إن الاستثمار الأجنبي المحفظي وضمن المفهوم الحديث الذي يتحدد بالأموال

(1) للمزيد انظر :

Robin John, Global Business Strategy, Op.Cit. pp.9- 44.

John H. Dunning and John R. Dilyard, Towards a general Paradigm..., Loc.Cit.

Mira Wilins, Two Literatures, Two Story-Lines..., Loc. Cit.

الأجنبية المستثمرة في الأوراق المالية من أسهم وسندات يسعى إلى الربح السريع الذي يحاول المستثمر أن يحققه من عمليات المضاربة والتداول بالأوراق المالية، مما يقود إلى خلق حالة غير مرغوبة ولا بد منها ضمن صيغ الانفتاح والتحرر المالي الذي تنشده الدول وخاصة النامية منها، وتظهر الآثار السلبية لهذا النوع من الاستثمار الأجنبي في حالات عدم الاستقرار والأزمات المالية، إذ سرعان ما تنعكس صيغ التدفق لصالح الدول الأجنبية بسبب أن الأرضية التي يركز عليها هذا النوع من الاستثمارات تكمن في الوصول إلى المزيد من الأرباح مع أقل احتمال ممكن للخسارة من دون النظر إلى الدولة التي يعمل الاستثمار الأجنبي المحفظي فيها.

ب - إن معظم الاستثمار الأجنبي المحفظي يذهب باتجاه السوق الثانوية حيث الإتجار بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، مما يعني أن التعامل سيكون بالموجودات المالية بدلاً من الموجودات المادية Real Assets، وهذا يعني أن التعامل بالموجودات المادية هذه سيكون بشكل غير مباشرة، وذلك عن طريق الموجودات المالية وسوق رأس المال، وهنا يحتل السوق الدور الكبير في توزيع الموارد، وبالتالي لا بد من توفير سوقاً كفوءة حتى تعمل آلياتها وفق فرضيات السوق التي يتحدث عنها المليون.

ج - إن من المضامين الأساسية للاستثمار الأجنبي المحفظي أن هناك عدداً من العوامل التي تحكم تدفقاته الداخلة والخارجة، منها سعر الفائدة وسعر الصرف، وفي ظل غياب شبه كامل للمعلومات في الدول النامية، فهذا يعني تأثير قوى أخرى في السوق غير الكفوءة، ومع التباين الكبير في النظم الضريبية والتشريعية المالية فإن ارتفاع سعر الفائدة مثلاً، سيكون تأثيره على المستثمرين غير تأثيره في أسواق أخرى وهكذا الحال بالنسبة لسعر الصرف.

د - التقييم يعد أحد أهم المشاكل التي تعترض الاستثمار الأجنبي المحفظي، ذلك أن تقييم سلعة معينة لا يمكن أن يتم من دون السوق فهو الأداة المناسبة والأفضل لعمليات التقييم، ولما كانت سوق الأوراق المالية تعمل في ظل إدارة قد تتيح أو ربما لا تتيح المعلومات اللازمة لعملية التقييم فإن هذه العمليات تصبح مشوهة ولا تعطي المقياس الصحيح لتقييم الورقة المالية، وتعد الثلاث الطرق المعتمدة في الإدارة المالية أنها لا زالت في مرحلة الاختبار سواء أكانت طريقة صافي قيمة الموجودات أم الطريقة الثانية والخاصة بتقييم توزيعات الأرباح أم كانت الطريقة الثالثة تقييم العوائد. مداخل مختلفة

أخرى يمكن أن تكون ذات نتائج أفضل في عمليات التقييم كل هذا ينعكس في تقييم الاستثمارات الأجنبية المحفظة .

ثالثاً

مظاهر الاستثمار الأجنبي المحفظي في الإدارة المالية^(١)

عودة إلى مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي الحديث بوصفه النوع الثاني للاستثمار الأجنبي بعد الاستثمار الأجنبي المباشر، والذي يعتمد أساساً على تدفقات رأس المال إلى أسواق الأوراق المالية للتعامل مع الأوراق المالية، فإنه يحتل الآن أهمية كبيرة ويشكل تحدياً كبيراً لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية خاصة بعد أن أخذت عمليات التحول نحو القطاع الخاص بعداً مهماً في اقتصادياتها وباتت تشكل استراتيجية تبناها لتحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية .

وربما يكون للسؤال التالي أهمية استثنائية في مناقشته، ومضمونه: كيف نفهم الاستثمار الأجنبي المحفظي وآلياته؟

طبيعة الاستثمار في الأوراق المالية :

تعد الأوراق المالية أحد أهم وأقدم الأدوات المالية التي تعامل بها الإنسان في العصر الحديث، ويقصد بها الأسهم والسندات، وتختلف الأسهم Shares عن السندات Bonds من حيث طبيعة الوظيفة والهدف والعائد والخطر لكل منها عن الآخر :

أولاً: تكون الأسهم عبارة عن أوراق مالية ذات وظيفة تمويلية فالشركة المصدرة للأسهم لا تفرض أي نوع من الإجراءات التعاقدية أو الضامنة، إنما تصدر الأسهم بقيمة اسمية تحددها الشركة وتترك الورقة في السوق ليتحدد سعرها في ظل القوى التي تحكم السوق من عرض وطلب أو ربما بسبب عوامل كثيرة أخرى سياسية واقتصادية واجتماعية فقد ينخفض السعر عن القيمة السوقية أو ربما قد يزيد

(١) للمزيد انظر :

Barbara Parker, *Globalization and Business Practice*, Op.Cit. pp.261- 266. See Also,

Alan M.Rugman and Richard M.Hodgetts, *International Business...*, Op.Cit.

عليه، أما السند فهو يتحدد بموجب القيمة الاسمية ولكن غالباً ما تكون تغيراتها طفيفة قياساً بالتغيرات التي تحصل في القيمة الاسمية للسهم، بعبارة أخرى فإن قيمة السند الاسمية لا تتغير كما تتغير القيمة الاسمية للسهم.

ثانياً: إن عائد الأسهم يكون عبارة عن توزيعات الأرباح التي تنفذها الإدارة وتمثل الأرباح التشغيلية للشركة بعد أن تحتجز جزءاً منها وبحسب سياسة مقسوم الأرباح التي تتبناها إدارة الشركة، وكذلك من الأرباح الرأسمالية التي تنشأ من خلال التداول بالأسهم بيعاً وشراء بسبب ارتفاع وانخفاض القيمة السوقية للسهم، أما السندات فغالباً ما تكون أرباحها ثابتة بسبب ارتباط عوائدها بأسعار الفوائد فيقتصر العائد على سعر الفائدة الذي يحققه السند.

ثالثاً: كذلك هناك اختلاف آخر يكمن في الخطر الذي قد يتعرض له السهم ويقصد به التغيرات في العوائد المتوقعة من الاستثمار في الأسهم قياساً بالاستثمار في السندات فأخطارها تختلف عن أخطار الأسهم وهي تتسم بأن عوائدها أكثر ثباتاً. كذلك يعتبر السند بمثابة ديون يمكن لحملتها من أن يحصلوا على مستحقاتهم عند التصفية أو عند الإفلاس، بينما لا يمكن أن يحصل حامل السهم إلا على ما يتبقى من أموال بعد سداد الديون والمستحقات.

رابعاً: يختلف الهدف الذي يهدف إليه المستثمر من وراء الاستثمار بالأسهم مقارنة بالاستثمار بالسندات، إذ غالباً ما يكون هدف حملة السندات الحصول على دخل دوري ومستمر من خلال الاستثمار بالسندات بينما يكون الاستثمار بالأسهم متقلباً أو ربما لتحقيق أرباح رأسمالية أو للدخول في مناورات أو مضاربات في سوق الأوراق المالية.

خامساً: إن الوعاء الذي يتم فيه التداول بالأسهم هو الأسهم بينما للسندات هو سوق السندات.

أهداف محفظة الاستثمار:

إن الهدف الأساس الذي تسعى إلى تحقيقه المحفظة يكمن في تحقيق أقصى عائد ومحاولة تقليل المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الأوراق المالية، والهدف الثالث يكمن في المحافظة على مستوى معين من السيولة. وقبل التطرق إلى الأهداف من وراء محفظة الاستثمار لا بد من التطرق إلى موضوع إدارة الاستثمار والذي تدرج تحته كل المواضيع الفرعية الخاصة بالاستثمار.

رابعاً

إدارة الاستثمار

إن الاستثمار من المفاهيم الإدارية ويعد عملية أساسية من عمليات الإدارة المالية، وعودة إلى أدبيات الإدارة المالية يمكن الوقوف على تخطيط الاستثمار وتنفيذه وتقييمه والرقابة عليه بوصفه عملية إدارية وضمن المفهوم التقليدي لوظائف الإدارة، إلا أن النظر إلى هذا الموضوع يختلف من الزاوية التي ينظر له فيها، وبصدد دراستنا فإن الاستثمار المحفظي وعاءه سوق الأوراق المالية وهو السوق الذي تحكمه العديد من العوامل والمؤثرات ومنها سلوك المستثمر، والحديث عن الاستثمار المحفظي الأجنبي يعني أن المستثمر أجنبي ويستثمر في البلد المضيف وسوقه هو سوق الأوراق المالية في البلد المضيف، وأن سلوك المستثمر هذا سوف يكون له وقع مؤثر على الاقتصاد الوطني من خلال تدفق رأس المال من وإلى تلك الدولة، وبالتالي فآثاره على ميزان المدفوعات وخاصة حساب رأس المال فيه والذي يعتمد أساساً على التدفقات الداخلة والخارجة لرأس المال.

الاعتبارات الخاصة بأهداف الاستثمار الأجنبي المحفظي :

تأسيساً على ما سبق ذكره فإن لأهداف الاستثمار الأجنبي المحفظي اعتبارات أهمها :

أ - الوضوح : إن الخيار الأول للمستثمر الأجنبي في الأوراق المالية في دولة أخرى يتمثل في الأرباح التي يمكن أن يحققها بسرعة ووضوح، ويمكن تعريف هذا الربح بأنه مقسوم الأرباح الذي يمكن أن يتوقعه من خلال اقتنائه للأوراق المالية، وبالتالي يجب أن يكتنف العملية الوضوح والدقة، وبعبارة ذلك فإن الغموض قد لا يحقق ذلك الاستثمار.

ب - العقلانية : الاعتبار الثاني للأهداف التي يسعى إليها المستثمر الأجنبي في الأوراق المالية في دولة أجنبية تتمثل في الرشد والعقلانية، والذي يستند أساساً على أداء السوق في الآجال القصيرة وغالباً ما ترتبط هذه الاعتبارات بالجوانب الاقتصادية ومتغيراتها البيئية والتي تنعكس في العلاقة بين العائد والخطر.

ج - الأمد الزمني : إنه الاعتبار الثالث والذي يقصد به الأفق الزمني لتحقيق الأهداف الاستثمارية وهذا يرتبط أساساً بقياس الأداء المالي وبشكل مستمر وغير منقطع وأيضاً بأفضليات المستثمر وهما عرضة للتغير المستمر، لذلك

يستلزم الأمر إعادة بناء الاستراتيجيات والسياسات الخاصة بالمستثمر ومطابقتها وأهدافه .

إن إدارة الاستثمار المحفظي الأجنبي تستند في أساسياتها على نفس الأسس التي تقوم عليها نظرية المحفظة، والتي تستند إلى تحقيق أقصى عائد وتجنب التعرض للأخطار أي تقليل الخطر وأيضاً تلبية الحاجة للسيولة، فالمحفظة بمعناها الدقيق تعني مجموع الأسهم والسندات التي يحملها المستثمر أو يمسكها، وبالتالي فإن المستثمر سيتعامل مع مجموعة من الأسهم والسندات ولعدة شركات فيكون لها عائد يطلق عليه عائد المحفظة وتعرض إلى أخطار يطلق عليها خطر المحفظة، وهناك مداخل متعددة لتفسير المحفظة، والاستثمار فيها ومن أهم تلك المداخل ما يطلق عليه وزن الموجود في المحفظة وبالتالي فإن مجموع الموجودات المالية فيها تسمى أوزان المحفظة Portfolio Weights والذي يعبر عن وزن كل موجود مالي في المحفظة. وكذلك فإن للاستثمار من خلال المحفظة أخطاراً منها خطر السوق وخطر المحفظة وغيرها.

خامساً

الاستثمار الأجنبي المحفظي مصدر للتمويل الدولي

عودة إلى المبحث الأول من هذا الفصل والذي يبين أن الاستثمار الأجنبي المحفظي كظاهرة تعد أقدم من الاستثمار الأجنبي المباشر ولكن لم يتبلور المصطلح الدقيق الذي يميز بين المباشر والمحفظي إلا في عقد الستينات وبعد إثراء معرفي من الهيئات الدولية ومنظومات الأمم المتحدة بالتحديد.

وأياً كانت تركيبة الاستثمار الأجنبي المحفظي فإنه يعد أحد أهم مصادر التمويل الدولي جنباً إلى جنب مع الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض والمساعدات وغيرها. وإن وعاءه سوق الأوراق المالية ولما كانت هذه الأسواق ذات حساسية عالية للتغيرات والظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فقد أصبح تدفق هذا النوع من الاستثمار دالة لتلك المتغيرات فيهرب بسرعة في حال الاضطرابات والظروف الغريبة ويتدفق بسرعة في الظروف المستقرة ولهذا يكون الاستثمار الأجنبي المحفظي أحد أهم مصادر الخلل في حساب رأس المال في ميزان المدفوعات والذي يؤدي بدوره إلى إحداث الأزمات المالية.

المبحث الرابع

تقنيات قرارات الاستثمار الأجنبي

مقدمة

يخضع الاستثمار سواء أكان محلياً أم دولياً، وطنياً أم أجنبياً لعمليات تقويم اقتصادي للوقوف على جدواه، وذلك من خلال تحليل العوائد كتدفقات نقدية داخلية والكلف بوصفها تدفقات نقدية خارجة، إنها العلاقة بين ما يدخل المشروع الاستثماري المقترح وما يخرج منه مقيماً وفق مبدأ التفصيل الزمني وعلى أساس القيمة الحالية .

يهدف الفصل إلى التعريف بتقنيات الاستثمار بشكل عام مع توضيح للجوانب الرياضية القائمة على أفضليات زمنية للمستثمر، والتباين في القيمة مع شرح مفصل للطرق المستخدمة في تقويم الاستثمارات بشكل عام، ونتناول بالتفصيل تقنيات تقويم قرارات الاستثمارات الأجنبية ضمن المداخل المتعارف عليها تجاه سعر الصرف وتبادل العملات وتظهر مشكلتين رئيسيتين هما: كيفية اختيار طريقة التقويم الأفضل أولاً واختيار سعر الخصم ثانياً. كذلك يركز الفصل على بعض الجوانب العملية والتطبيقية بالعملات الأجنبية في تقويم تلك الاستثمارات .

أولاً

طبيعة القرارات الاستثمارية الأجنبية

لا تختلف عملية تقييم قرارات الاستثمار الأجنبية عن الوطنية من حيث التقنيات المستخدمة وإنما يكمن الاختلاف في بعض المشاكل التي تعترض عملية تقييم الاستثمار الأجنبي وأهمها الخطر السياسي، وخطر العملة، والخطر الاقتصادي، فضلاً عن أثر التدفقات النقدية على هيكل رأس المال بسبب القروض غير المكلفة التي قد تحصل عليها الشركة (الفرع) من الحكومة المضيفة إضافة لمشاكل الضرائب والقيود المالية... إلخ .

تخضع عملية تقييم الاستثمار لعدة طرق منها طريقة صافي القيمة الحالية وطريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار وطريقة فترة الاسترداد وطرق أخرى كثيرة، وقبل البدء بشرح كيفية تقييم الاستثمارات الأجنبية وكيف يمكن تكيف هذه الطرق للهدف المطلوب تحقيقه، لا بد من المرور سريعاً على تلك الطرق.

آليات تقييم الاستثمار :

ويعتمد أساساً على احتساب التدفقات النقدية الداخلة للمشروع الاستثماري المقترح والخارجة منه، على وفق الصيغة التقليدية المتعارف عليها في أدبيات الإدارة المالية، وكما يلي :

أساس التدفق النقدي :

يرتبط مفهوم التدفق النقدي بالموازنة الرأسمالية والقرار الاستثماري، ذلك أن المدخل المحاسبي القائم على أساس الاستحقاق لا يوفر أرضية مناسبة لعملية صنع القرار الاستثماري القائم على توظيف أموال في موجودات متنوعة (بنايات، مكائن، معدات، أوراق مالية... إلخ)، ذلك أن التقنيات المحاسبية غالباً ما تكون محدودة كعملية القياس لأمد معين وهو سنة محاسبية وهي لا تأخذ في الاعتبار ما يلي :

1 - مبدأ التفصيل الزمني الذي يعتمد أفضلية استلام النقد اليوم عن استلام نفس المبلغ في المستقبل، والسبب لا يكمن في انخفاض قيمة وحدة النقد (التضخم) أو الخطر الملازم لوحدة النقد وإنما السبب في ذلك هو الفرصة الضائعة Opportunity Cost على المنشأة أو الفرد (المستثمر) والذي يستلم النقد في المستقبل بدلاً من استلامه اليوم. أيضاً فإن استلام مبلغ نقدي معين الآن ربما قد يستثمر في أي مشروع أو قد يقرض أو يدخر فيحقق عائداً لقاء ذلك، هذا يعني أن هناك فرصة قد ضاعت نتيجة تأخر استلام المبلغ لأمد مستقبلي، ويعبر عن ذلك بأفضليات الزمن.

2 - أثر الاندثار غير المباشر على التدفق النقدي وذلك من خلال الضرائب، إذ أن الاندثار باعتباره كلفة غير نقدية تحمل على حساب الأرباح والخسائر فتؤثر على الأرباح الخاضعة للضرائب، فقد تخفض الضرائب إذا كان قسط الاندثار المحمل على حساب الأرباح والخسائر كبيراً بسبب خفض الأرباح، والعكس صحيح فقد تزداد الضرائب إذا كان القسط الاندثاري قليلاً مما يؤدي إلى رفع الأرباح وبالتالي زيادة الضرائب. ولما كانت الضرائب تعد تدفقاً نقدياً لذا فإن

هناك تأثيراً على القرار الاستثماري والموازنة الرأس مالية .

نخلص مما سبق أن الموازنة الرأس مالية يجب أن تعد تنبؤاتها اعتماداً على التوقعات الزمنية للتدفق النقدي وعلى العوائد التي يمكن أن تحققها نتيجة الأفضليات الزمنية تلك بين الوقت الحالي والزمن المستقبلي . وتقسم التدفقات النقدية إلى داخلية وتضم كل النقد الداخل إلى المشروع طيلة عمره، والتدفقات النقدية الخارجية وتضم النقد الخارج من المشروع خلال نفس الفترة، ويطلق مفهوم صافي التدفق النقدي على حاصل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة .

صافي التدفق النقدي = التدفق النقدي الداخل - التدفق النقدي الخارج

إن صافي التدفق النقدي يشكل سلسلة من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة على مدى سنوات العمر الإنتاجي للمشروع، فإذا كان صافي التدفق النقدي موجباً فإن هذا يعني أن التدفقات الداخلة أكبر من التدفقات الخارجة، وإذا كان التدفق النقدي سالباً يعني أن التدفقات الخارجة أكبر من التدفقات الداخلة .

احتساب القيمة الحالية (تطبيق التفضيل الزمني):

يرتبط مفهوم القيمة الحالية بالتفضيل الزمني ومضمون ذلك أفضلية النقد في الزمن الحالي عن المستقبل، وبالتالي فهي عملية مفاضلة بين القيمة المستقبلية للنقد والقيمة الحالية له، ويقوم مبدأ التفضيل الزمني على أن الحصول على دينار اليوم أفضل من دينار الغد لسبب مفاده رغبة الفرد بالحصول على الدينار اليوم لقضاء حاجة ما أم إيداعه أم استثماره وقد يحقق عائداً من وراء ذلك وتعكس تلك الأفضلية، فرصة ضائعة لذلك الفرد، ولهذا تبقى الأفضلية لدينار اليوم، ولما كان الاستثمار قائماً على التضحية بدينار اليوم (الأموال المستثمرة) لغرض تحقيق عوائد مستقبلية بدينار الغد فإن هذا يفرض مسألة رئيسية في عملية قياس الربح وهي تحويل القيم المستقبلية إلى قيم حالية بدينار اليوم أي تحويل (العوائد بدينار الغد إلى عوائد بدينار اليوم) فكيف يمكن تحقيق ذلك؟ لغرض توضيح تلك الكيفية لا بد من توضيح مفهوم الفائدة .

بافتراض أن لديك 100 دينار الآن (قيمة حالية) وترغب أن تتعرف على قيمتها بعد سنة واحدة (كقيمة مستقبلية) وبسعر فائدة 10% فإنها سوف تكون 110 دينار ويمكن توضيح ذلك بالآتي :

الفائدة = المبلغ × المدة × سعر الفائدة

$$\text{الفائدة} = 100 \times 1 \times 10\%$$

$$\text{الفائدة} = 10 \text{ دينار}$$

أما جملة المبلغ فإنها تساوي

$$\text{جملة المبلغ} = \text{المبلغ} + \text{الفائدة}$$

$$= 100 + 10 = 110 \text{ دينار}$$

ويعبر بالرموز عن تلك المعادلة لتكون:

$$\text{المبلغ} = م$$

$$\text{عدد السنوات} = ن$$

$$\text{مبلغ الفائدة} = ف$$

$$\text{سعر الفائدة} = ع$$

وإذا افترضنا أن $ن = 1$ (سنة واحدة، فإن مبلغ الفائدة = $م \times ع$ ، وأن جملة المبلغ = $(م + ع)$ ، وإذا أخرجنا $م$ خارج قوس نحصل على $م(ع + 1)$ ، بمعنى أن المبلغ $م$ قد نما بسبب إضافة مبلغ الفائدة المضاف إلى المبلغ الأصلي والذي نتج عنه جملة المبلغ $(م + ف)$ بعد سنة واحدة، وإذا كان المبلغ يتعامل مع مدة أكثر من سنة واحدة فإنه يضرب في $(ع + 1)$ فإذا كان المبلغ لستين فإنه يساوي:

$$= م(ع + 1)(ع + 1)$$

وإذا كانت المدة ثلاث سنوات

$$= م(ع + 1)(ع + 1)(ع + 1)$$

وبالتالي يمكن التعبير عن هذه المعاملات بالأس فيقال عندما تكون المدة

سنتان

$$= م(ع + 1)^2$$

وعندما تكون المدة ثلاث سنوات

$$= م(ع + 1)^3$$

وهكذا.

يعرف سعر الفائدة بأنه سعر النقد الذي يعوض الوحدة النقدية عن التناقص في قيمتها بسبب التضخم والخطر، ولهذا فإن إيداع دينار واحد في مصرف بسعر فائدة 10% لمدة سنة واحدة يساوي 1,1 دينار كقيمة مستقبلية وهي تساوي دينار واحد كقيمة حالية.

أما مفهوم سعر الخصم فهو معكوس سعر الفائدة وهو يمثل أفضلية النقد الزمنية كما سبق شرحه ، ولهذا فإن إيجاد القيمة الحالية لمبلغ ما فإنه يقسم على $(1+e)$ ، ويصبح عند ذلك $m/(1+e)$ ، وإذا كانت المدة سنتين فيقسم على $(1+e)^2$ ويصبح في هذه الحالة $m/(1+e)^2$ ، وهكذا .

لذا فإن القيمة الحالية لدينار واحد بسعر خصم 10٪ ولسنة واحدة يساوي (0,909 دينار) .

الآن	بعد سنة
1 دينار	1,1
1,1 / 1 دينار	1 دينار

وتختلف عمليات الخصم فيما إذا كان المبلغ دفعة واحدة أو سلسلة من الدفعات وفيما إذا كانت الدفعات متساوية أو غير متساوية وهذا ما سوف نعالجه عند مناقشة طريقة صافي القيمة الحالية .

ثانياً

طرق التقييم الاستثماري

هناك العديد من طرق تقييم الاستثمارات الرأسمالية والتي تعتمد على مفهوم القيمة الحالية وفيما يلي ثلاث طرق منها هي كما يلي :

1 - طريقة صافي القيمة الحالية :

يطلق صافي القيمة الحالية على الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وتكلفة الاستثمار الأصلية (تكلفة الاستثمار Initial Cost) .

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية - تكلفة الاستثمار

ويقصد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق النقدي السنوي × معامل القيمة الحالية .

معامل القيمة الحالية : ويقصد به القيمة الحالية لدينار واحد بسعر خصم معين ولمدة زمنية معينة ويحتسب إما باستخدام الصيغة الرياضية أو من خلال الجداول المعدة لذلك الغرض .

مثال :

مقترح استثماري يكلف 10000 دينار ويحقق تدفقات نقدية لمدة سنة واحدة قيمتها 20000 دينار . جُذ صافي القيمة الحالية لهذا المقترح علماً أن سعر الخصم 10٪ .

الحل :

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية - تكلفة المقترح الاستثماري
القيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق النقدي $\times$ معامل القيمة الحالية لسعر
خصم 10٪ ولمدة سنة واحدة

$$= 20000 \times 0,909 \text{ (من الجداول الرياضية)}$$

$$= 18180 \text{ دينار}$$

$$. . \text{ صافي القيمة الحالية} = 10000 - 18180 = 8180 \text{ دينار}$$

علماً أن المشروع يقبل إذا كان صافي القيمة الحالية أكبر من صفر

. . يقبل المقترح

ملاحظة :

يمكن حل السؤال باستخدام الصيغة الرياضية

$$\text{القيمة الحالية} = \text{القيمة المستقبلية}$$

$$(ع + 1) \text{ ن عدد السنوات}$$

$$\text{القيمة الحالية} = 20000 - 18180$$

$$1,1$$

$$. . \text{ صافي القيمة الحالية} = 10000 - 18180 = 8180$$

إلا أن هذا ليس نهاية المطاف فإن التدفقات النقدية قد تتخذ أشكالاً متعددة ولكل حالة معالجتها الخاصة إما باستخدام الجداول الرياضية أو باستخدام الصيغة الرياضية وفيما يلي بعض هذه الحالات :

1 - إذا كانت سلسلة التدفقات النقدية السنوية غير متساوية على مدى العمر الزمني للمقترح الاستثماري أي أن لكل سنة تدفقاً سنوياً مختلفاً فمعالجتها تتم بضرب التدفق النقدي لكل سنة بمعامل القيمة الحالية الخاص لتلك السنة ومن ثم جمع القيم الحالية للتدفقات النقدية وتطرح منها تكلفة الاستثمار .

مثال :

مقترح استثماري يكلف 10000 دينار ويحقق تدفقات نقدية سنوية كما يأتي :

السنة	التدفق النقدي
1	5000
2	6000
3	7000
4	5000

علماً أن سعر الخصم 10٪ وأن عمر المشروع أربع سنوات .

الحل :

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية - تكلفة الاستثمار
القيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق النقدي السنوي $\times$ معامل القيمة الحالية
بسعر الخصم 10٪ ولسنة واحدة

السنة	التدفق النقدي السنوي	م (معامل القيمة الحالية)	القيمة الحالية للتدفق النقدي
1	5000	0,909	4545=
2	6000	0,826	4956=
3	7000	0,751	5257=
4	5000	0,683	3415=
	10.000 تطرح تكلف الاستثمار		$\frac{10000}{8173}$ صافي القيمة الحالية . 18173=

2 - إذا كانت سلسلة التدفقات النقدية السنوية متساوية على مدى العمر الزمني للمقترح الاستثماري فتتم المعالجة بضرب التدفق النقدي السنوي بمعامل القيمة الحالية لسعر خصم معين ولعدد من السنوات وكما في المثال أدناه .

مثال :

مقترح استثماري يكلف 10000 دينار ويحقق تدفقات نقدية سنوية مقدارها 5000 ولمدة أربع سنوات علماً أن سعر الخصم 10٪ جُذ صافي القيمة الحالية .

الحل :

صافي القيمة الحالية = التدفق النقدي السنوي $\times$ م (معامل القيمة الحالية)
يؤخذ معامل القيمة الحالية من الجداول الرياضية بسعر خصم 10٪ ولأربع سنوات .

$$5000 \times \text{م (3,17)} \text{ من الجداول}$$

$$= 15850 \text{ دينار القيمة الحالية للتدفقات النقدية}$$

$$\text{ولما كانت تكلفة الاستثمار} = \frac{10000 \text{ تطرح}}$$

$$5850 \text{ صافي القيمة الحالية}$$

ملاحظة :

إن معامل القيمة الحالية 3,17 هو عبارة عن حاصل جمع المعاملات السنوية لسعر خصم 10٪ .

$$3,17 = 3,169 = 0,683 + 0,751 + 0,826 + 0,909$$

إذ يمكن ضرب كل التدفق السنوي في المعادلة بشكل منفرد كما في الآتي :

السنة	التدفق السنوي	م
1	5000	$0,909 \times$
2	5000	$0,826 \times$
3	5000	$0,751 \times$
4	5000 5000	$0,683 \times$ $15850 = 3,169 \times$ 10000 تطرح من الاستثمار
		N.P.V 5850

3 - إن المقترحات الاستثمارية بعد نهاية عمرها الاقتصادي تباع بشكل أنقاص وغالباً ما يتم تقدير تلك الأنقاص ثم معالجتها من خلال ضرب القيمة التقديرية للأنقاص في نهاية عمر الموجود بمعامل القيمة الحالية لسعر خصم معين وللسعة المعينة .

مثال :

مقترح استثماري يكلف 10000 ويحقق تدفقات نقدية سنوية مقدارها 5000 دينار لمدة أربع سنوات وقد قدرت قيمة الأنقاص بمبلغ 5000 دينار . جُذ صافي القيمة الحالية علماً أن سعر الخصم 10٪ .

$$\text{صافي القيمة الحالية} = \text{القيمة الحالية للتدفق النقدي} \times \text{م}$$

$$5000 \times \text{م (من الجداول الرياضية)}$$

$$5000 \times 3,17 = 15850 \text{ القيمة الحالية للتدفقات السنوية}$$

$$\text{تضاف القيمة الحالية للأنقاص } 5000 \times \text{م (من الجداول الرياضية)}$$

$$5000 \times 0,681 = 3405$$

$$\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية} + \text{القيمة الحالية للأنقاص}$$

$$= \text{مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية}$$

$$19255 = 3405 + 15850$$

$$\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية} - \text{تكلفة الاستثمار} = \text{صافي القيمة الحالية}$$

$$9255 = 10000 - 19255 \text{ صافي القيمة الحالية}$$

- معالجة أثر الاندثار والضرائب :

إن الاندثار لا يعد تدفقاً نقدياً إنما يظهر أثره بشكل غير مباشر من خلال الضرائب، إذ يؤثر القسط الاندثاري المحمل على حساب الأرباح والخسائر بالنتيجة على مبلغ الضرائب، وتعد الضرائب تدفقات نقدية خارجية، كذلك فإن كيفية احتساب القسط الاندثاري أثر كبير من ناحية استغلال مبدأ التفضيل الزمني فرغم أن مجموع المبالغ الاندثارية المستردة للموجود سوف تغطي كلفة الموجود مطروحاً منه قيمة الأنقاص التقديرية، إلا أن لطريقة القسط المتناقص أفضلية على باقي طرق احتساب الاندثار ومنها القسط الثابت، لما لها من دور في تخفيض المبلغ الضريبي في السنوات الأولى ومن ثم تزايد هذا المبلغ تبعاً لتزايد صافي

الربح وتناقص القسط الاندثاري، فتتحقق المنشأة أفضلية الحصول على النقد في بداية عمر المشروع، فالتدفقات النقدية تكون أقل مما هي عليه في نهاية عمر المشروع.

مثال :

مقترح استثماري يكلف 10000 دينار ويحقق تدفقات نقدية مقدارها 5000 دينار سنوياً قبل احتساب الاندثار والضرائب ولمدة أربع سنوات علماً أن احتساب القسط الاندثاري يتم على أساس القسط الثابت وأن سعر الخصم 10% وأن سعر الضرائب 50%. جد صافي القيمة الحالية.

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفق النقدي السنوي - تكلفة الاستثمار

القيمة الحالية للتدفق النقدي = التدفق النقدي السنوي بعد دفع الضرائب $\times$ م (معامل القيمة الحالية)

لغرض احتساب التدفق النقدي بعد دفع الضرائب يجب احتساب القسط الاندثاري.

قسط الاندثار الثابت = كلفة الموجود

عمره

$$= 10000 = 2500 \text{ دينار مبلغ قسط الاندثار}$$

4

التدفق النقدي السنوي - قسط الاندثار السنوي = صافي الربح

$$5000 - 2500 = 2500 \text{ دينار صافي الربح}$$

$$2500 \times \text{سعر الضريبة } 50\% = 1250 \text{ ديناراً مبلغ الضرائب}$$

$$2500 - 1250 = 1250 \text{ صافي الربح بعد الضرائب}$$

التدفق النقدي السنوي بعد الضرائب = التدفق النقدي السنوي قبل الضرائب + الضرائب

$$= 1250 + 2500 = 3750 \text{ دينار ويمثل التدفق النقدي السنوي}$$

التدفق النقدي السنوي $\times$ م (معامل القيمة الحالية) = القيمة الحالية للتدفقات النقدية

$$3750 \times 3,17 \text{ (من الجداول الرياضية لسعر خصم } 10\% \text{ ولمدة أربع سنوات)}$$

$$= 11887$$

$$= 10000 \text{ تطرح تكلفة الاستثمار}$$

$$1887 \text{ صافي القيمة الحالية}$$

2- طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار :

تعد طريقة مهمة في تحليل الاستثمار أساساً على الطريقة السابقة صافي القيمة الحالية، يقصد بمعدل العائد الداخلي على الاستثمار بأنه معدل التضخم الذي تضخم به التدفقات النقدية لتصبح مساوية لتكلفة الاستثمار (بالقيمة الحالية) بعبارة أخرى يمكن القول بأنه المعدل الذي تصبح قيمة صافي القيمة الحالية مساوية للصفر، وتعتمد الصيغة التالية :

$$\text{تكلفة الاستثمار بالقيمة الحالية} = \frac{\text{التدفق النقدي في السنة}}{(1 + \text{ع})}$$

أي بعبارة أخرى :

$$\text{تكلفة الاستثمار (بالقيمة الحالية)} = \frac{\text{التدفق النقدي في السنة 1}}{(1 + \text{ع})} + \frac{\text{التدفق النقدي في السنة 2}}{(1 + \text{ع})^2}$$

وهكذا

ع = معدل الخصم المطلوب وهو يمثل معدل العائد على الاستثمار المجهول الذي نرغب احتسابه .

تستخدم في هذه الطريقة التجربة والخطأ للوصول إلى معدل العائد الداخلي على الاستثمار .

مثال :

احسب معدل العائد الداخلي على الاستثمار (IRR) إذا كانت تكلفة المشروع 18000 ديناراً وأن التدفقات النقدية كما يلي :

السنة	التدفق النقدي
1	6000
2	6000
3	6000
4	10000

. . بتطبيق المعادلة السابقة :

$$\frac{10000}{(1 + ع)^4} + \frac{6000}{(1 + ع)^3} + \frac{6000}{(1 + ع)^2} + \frac{6000}{(1 + ع)} = 18000$$

نفرض أن سعر الخصم 10 % . وبالتعويض بالمعادلة السابقة نحصل على أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية هي كما يلي :

السنة	التدفق السنة	معامل القيمة الحالية بسعر خصم 10 %
1	6000	0,909 = 5454
2	6000	0,826 = 4956
3	6000	0,751 = 4506
4	10000	0,683 = 6830
		21752
		تطرح تكلفة الاستثمار 18000
		3752

ولما كانت صافي القيمة الحالية (NPV) أكبر من صفر وأن تكلفة الاستثمار لا تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لذا ولكي نخفض القيمة الحالية للتدفقات النقدية بمبلغ أكبر يجب أن نفرض معدل خصم أكبر من 10% نفرض أن سعر الخصم 18% وبضرب التدفقات النقدية بمعاملات القيمة الحالية لسعر خصم 18% نحصل على :

السنة	التدفق النقدي السنوي	معامل القيمة الحالية بسعر خصم 18 %
1	6000	0,847 = 5082
2	6000	0,718 = 4308
3	6000	0,609 = 3654
4	10000	0,516 = 5160
		18204

وبطرح تكلفة الاستثمار من القيمة التالية للتدفقات النقدية نحصل على ما يأتي :

$18204 - 18000 = 204$ وصافي القيمة الحالية بافتراض أن سعر الخصم 18% ولما كان المبلغان غير متساويين لذا نزيد سعر الخصم إلى 20%.

السنة	التدفق النقدي السنوي	معامل القيمة الحالية بسعر خصم 20%
1	6000	$4998 = 0,833$
2	6000	$4164 = 0,694$
3	6000	$3144 = 0,524$
4	10000	$4230 = 0,423$
		<u>17456</u>

وباحتساب الفرق بين الرقمين تكلفة الاستثمار والقيمة الحالية للتدفقات النقدية نحصل على :

$18000 - 17456 = 544$ هذا يعني أن سعر الخصم يجب أن يكون بين 18% و 20%.

وإذا أردنا احتساب معدل الخصم وبشكل دقيق نتبع ما يلي :

نطرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية بسعر خصم 20% من القيمة الحالية للتدفقات النقدية بسعر خصم 18% لنحصل على الفرق بينهما $18204 - 17456 = 748$.

ولما كانت تكلفة الاستثمار تساوي 18000 فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية بسعر خصم 18% سوف تكون أعلى من تكلفة الاستثمار بمبلغ 204 ($18204 - 18000$) ولو قسمنا 204 على 748 ($204 = 18000$) ولو قسمنا 204 على 748 ($204 = 18000$)

وبضرب 27% بـ 2% فسوف نحصل على 0,54 وأن هذا يعني أن معدل العائد سوف يكون أكبر من 18% بمقدار 0,54، لذا فإن المعدل الدقيق يساوي $18\% + 0,54 = 18,54\%$ والذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية مع تكلفة الاستثمار.

ولغرض الاختصار في احتساب معدل العائد الداخلي على الاستثمار قد يصار

إلى اعتبار معدل العائد الداخلي على الاستثمار مجهولاً في المعادلة التي ذكرت في البداية وهي أن معدل العائد الداخلي على الاستثمار هو المعدل الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية مع تكلفة الاستثمار .

... بتطبيق المعادلة السابقة

$$\frac{10000}{(1 + ع)^4} + \frac{6000}{(1 + ع)^3} + \frac{6000}{(1 + ع)^2} + \frac{6000}{(1 + ع)} = 18000$$

وبحل المعادلة نحصل على أن $ع = 18,54\%$

وهو معدل العائد الداخلي على الاستثمار .

معيار القبول للمقترحات الاستثمارية بموجب طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار .

إن احتساب معدل العائد الداخلي للمقترحات الاستثمارية يساعد في ترتيب تلك المقترحات على أساس المعدل ومن أعلى إلى أدنى ، ورغم أن معدل العائد الداخلي على الاستثمار يعد عاملاً مهماً في قبول المشاريع ، إلا أن هناك عوامل كثيرة أخرى تؤثر على تعظيم الربحية والثروة كهدف رئيسي للمنشأة منها السيولة ، والتنوع ، ووضع المنشأة في قطاعها الذي تنتمي إليه وطبيعة الصناعة . . . إلخ ، وبافتراض ثبات العوامل الأخرى المذكورة ، يبقى المعيار الأساس للقبول هو معدل العائد الداخلي على الاستثمار ، وأن الاختيار سوف يكون للمقترح ذو المعدل الأكبر من كلفة رأس المال ، وقد يسأل القارئ ما هي تكلفة رأس المال $Cost if Caputal$ ، إنها تعرف بمعدل الحد الأدنى للعائد الذي يتوقعه المستثمر والذي يحافظ أو يزيد به ثروته . إذن لكي يقبل المقترح الاستثماري يجب أن يكون معدل العائد الداخلي على الاستثمار أكبر من كلفة رأس المال وتعد هذه القاعدة الرئيسية في اختيار البديل الأفضل .

3- معيار مؤشر الربحية :

ويقصد به حاصل قسمة مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية على تكلفة الاستثمار ، ويحسب كما يلي :

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية}}{\text{تكلفة الاستثمار}}$$

يقبل المقترح الاستثماري ذو مؤشر الربحية الأكبر من الواحد ، وإذا كان

مؤشر الربحية يساوي (1) هذا يعني أن المقترح لا يحقق ربحاً أو خسارة، بعبارة ثانية إذا كان مؤشر الربحية يساوي واحدً فكأنما صافي القيمة الحالية تساوي صفراً أو أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية تساوي تكلفة الاستثمار .

مثال :

جد مؤشر الربحية لمقترح استثماري يكلف 10000 ويحقق تدفقات نقدية مقدارها 5000 ديناراً سنوياً ولمدة ثلاث سنوات علماً أن سعر الخصم 10%.

الحل :

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية}}{\text{تكلفة الاستثمار}}$$

القيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق النقدي السنوي

$$\times \text{معامل القيمة الحالية بسعر خصم } 10\% \text{ ولمدة ثلاث سنوات}$$

$$= 2,483 \times 5000$$

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{12240}{10000} = 1,23$$

يقبل المشروع لأن مؤشر الربحية أكبر من واحد مما يعني أنه يحقق ربحاً ويساهم في تعظيم الثروة .

يساعد مؤشر الربحية في ترتيب المقترحات الاستثمارية إذ يصعب ذلك في الطرق السابقة وعلى أساس هذا الترتيب يمكن المقارنة بين المشاريع .

مثال :

مقترح استثماري يكلف 270000 ديناراً ويحقق تدفقات نقدية مقدارها 60000 ديناراً في السنة الأولى و 70000 ديناراً في السنة الثانية و 80000 ديناراً في السنة الثالثة و 100000 في السنة الرابعة، علماً أن سعر الخصم 8% احسب مؤشر الربحية .

الحل :

السنة	التدفق النقدي السنوي	معامل القيمة الحالية	القيمة الحالية للتدفقات
1	60000	بسعر خصم 8%	55560 =
2	70000		59990 =
3	80000		63520 =
4	100000		73500 =
		القيمة الحالية للتدفقات النقدية	252570

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية}}{\text{تكلفة الاستثمار}} = \frac{252570}{270000} = 0,935$$

يرفض المشروع لأن مؤشر الربحية أقل من واحد مما يعني أن المشروع لا يحقق ربحاً بل خسارة.

3- آليات التقييم للاستثمار الأجنبي :

إن احتساب التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري في البلد المضيف وخصمها والوصول إلى صافي القيمة الحالية يستلزم تحويلها إلى عملة البلد الأم فكيف يتم التحويل؟ هناك مدخلين لتقييم الاستثمارات الأجنبية وهما :

المدخل الأول: احتساب التدفقات النقدية وخصمها بسعر خصم محلي والوصول إلى صافي القيمة الحالية للمشروع بالعملة المحلية، ثم يتم تحويلها، أي صافي القيمة الحالية إلى عملة البلد الأم بموجب سعر الصرف الآني Spot rate of exchange.

المدخل الثاني: يتضمن تحويل التدفقات النقدية السنوية للاستثمار الأجنبي (المشروع) إلى عملة البلد الأم بموجب سعر الصرف الآني (لكل سنة) وبالتالي تخصم التدفقات النقدية بمعدل خصم عملة البلد الأم ثم الحصول على صافي القيمة الحالية، حيث تؤثر ربحية المشروع الاقتصادية من وجهة نظر الشركة الأم.

إن نتائج المدخلين سوف تكون واحدة حيث تكون الأطر النظرية لهما واحدة من حيث سعر الخصم، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم... إلخ كل هذا سوف تعكسه تغيرات سعر الصرف وحركتها مما يؤثر بالتأكيد على صافي القيمة الحالية للمشروع.

الحالة الدراسية الأولى: نفترض أن هناك شركة بريطانية X وقد استثمرت في شركة Y في هنغاريا وأن المشروع سوف يحقق تدفقات نقدية بالعملة المحلية الهنغارية والتي يجب أن تحول إلى العملة البريطانية الباون. وقد كان صافي التدفق النقدي للمشروع كما يأتي:

السنة	صفر	1	2	3	4
	700 -	420	420	420	420

1 - المشروع ربما يعمل لست سنوات أخرى ولكن الحكومة المحلية قد أوضحت رغبتها بأنها ترغب بشراء (50%) في نهاية السنة الرابعة. وإن سعر الشراء يستند على قاعدة صافي القيمة الدفترية للموجودات.

2 - إن المعدل الآني بين العملة البريطانية والعملة الهنغارية هو (140) وحدة عملة هنغارية لكل باون واحد وأن المعدلات التضخمية هي (30%) في هنغاريا و(5%) في بريطانيا ويتوقع أن هذه سوف تستمر بطلب معدل عائد (10%) في المفهوم الحقيقي كما لو أن المشروع هو في بريطانيا.

إذن السؤال هل أن الشركة البريطانية X سوف تستثمر في هنغاريا؟

أولاً وقبل كل شيء يجب أن يؤخذ العامل الزمني بنظر الاعتبار، إذ أن هذا المشروع قادر للعمل إلى عشر سنوات، ولكن الحكومة المضيفة أبدت رغبتها بشراء جزء من المشروع بعد نهاية أربع سنوات، وقد يكون هذا بالنسبة للشركة البريطانية أمراً يثير نوعاً من التدخل الحكومي والذي قد يمتد ليسلب حقوق الشركة ويأممها من قبل إحدى الحكومات، لذا يجب أخذ هذا الخطر بنظر الاعتبار، وأن احتساب الاندثار على أساس القسط الثابت وأنه لا يوجد استثماراً في رأس المال العامل وأن صافي القيمة الدفترية وبعد أربع سنوات سوف تكون (60%) من كلفة الاستثمار التي تبلغ 700 مليون وحدة عملة هنغارية -420 مليون وحدة عملة هنغارية، إن نصف هذا المبلغ يمكن أن يكون تدفقاً نقدياً داخلياً دفع من قبل الحكومة المضيفة وأن النصف الآخر يحتفظ به في الشركة أي:

إن المشكلة المعقدة هي في تحديد القيمة النهائية فمثلاً إن الموجودات قد تتضمن أرضاً قيّمت بمعدل أسرع من المعدل العام للتضخم، وكذلك فإن أرباحاً احتجزت لأغراض ضريبية من قبل الحكومة المضيفة، فما هو سعر الصرف المناسب للاستخدام؟ وما هو التباين بين معدل التضخم في بريطانيا عنه في هنغاريا الدولة المضيفة؟ إذ أن هذا الاختلاف يؤدي إلى تغير في قيمة وحدة العملة الهنغارية تجاه الباون البريطاني، حيث ينخفض بنسبة قد تصل إلى 25% آخذين نظرية السعر الواحد بنظر الاعتبار. ويمكن احتساب معدل الانخفاض في العملة حيث العلاقة بين معدلات التضخم والأسعار الآجلة والآنية.

$$\frac{(1 + \text{التضخم الهنغاري})}{(1 + \text{التضخم الهنغاري})} \times \text{المعدل الآني} = \text{المعدل الآجل}$$

وبالتالي فإن:

$$\text{المعدل الآجل} = \frac{1,30}{1,05} \times 140 = 173,33 \text{ وحدة عملة هنغارية تجاه كل باون}$$

هذا يعني أن وحدة العملة الهنغارية سوف تكون نسبة انخفاضها كما يأتي:

$$33,33 = 140 - 173,33$$

$$33,33 \times 100 = 23,8\% \text{ انخفاض وحدة العملة الهنغارية سنوياً قياساً بالعملة}$$

البريطانية

$$140$$

وفي الواقع فإن المتعاملين بالعملة يهيئون لسته أشهر وبمعدل محدود جداً لكل عملة قوية كالดอลลาร์ واليورو والين.

ومن المؤكد أن هناك عملات يمكن أن تعمل في السوق الآجل المنظم، فالمعدل المتباين يساوي 173,3 وحدة عملة هنغارية/ الباون، لهذا فإنه يمكن التنبؤ فيما إذا كانت نفس نسب التضخم هذه مستمرة. إن العملة الهنغارية تنخفض بنسبة 23,8% ولهذا فإن العملة الهنغارية مقابل الباون سوف تكون:

وحدة عملة هنغارية باون

173,33	$(1,238) \times 140$	1
214,57	$^2(1,238) \times 140$	2
265,63	$^3(1,238) \times 140$	3
328,86	$^4(1,238) \times 140$	4

والسؤال الثالث الذي يمكن أن يطرح الآن هو كيف يمكن تقييم سعر الخصم لهذا المشروع؟

إن مثل هذه المشاريع وبدرجة عالية من الخطورة المنظمة تتطلب عائداً 10٪ على الأقل فيما إذا نفذت في بريطانيا، ولهذا يجب أن يفترض نفس الدرجة من الخطر في هنغاريا وبالتالي يجب احتساب سعر الخصم في هنغاريا وفق منظور الشركة الأم في بريطانيا والتي يرمز لها ع وباستخدام نظرية سعر الفائدة المتكافئ يمكن الوصول إلى :

$$\frac{1 + \text{سعر الخصم السنوي الهنغاري}}{1 + \text{سعر الخصم السنوي البريطاني}} \times \text{المعدل الآني}$$

$$173,33 = \frac{(1 + ع)}{(1,10)} \times 140$$

إذن :

$$ع = 140 - (1,10 \times 173,33) = 1 - 1,362 = -0,362 = -362\%$$

بعد احتساب سعر الخصم يمكن تطبيق عملية خصم التدفقات النقدية على أساس المدخلين سابقي الذكر وعلى أساس صافي القيمة الحالية .

إن المثال السابق يعد مثلاً بسيطاً ولكنه يحقق الغرض الذي نتوخاه في توضيح هذه الحالة ، إلا أن هذا المثال يفترض ثبات العديد من المتغيرات وأهمها الضرائب في الدولتين الأم والمضيفة ، وأيضاً ثبات أو عدم وجود أثر لمحفزات الاستثمار الأجنبي المباشر من قبل الدولة المضيفة فضلاً عن وجود عوائق في توزيع الأرباح كل هذه العوامل لم تؤخذ في الاعتبار وافترضنا ثباتها لغرض توضيح الهدف من العملية ببساطة .

أولاً: المدخل الأول

السنة	صافي التدفق التقدي	معامل الخصم لسعر خصم 39,2	القيمة الحالية بالعملة الهنغارية
0	700-	1,000	700-
1	420	0,7342	308,36
2	420	0,5391	226,41
3	420	0,3960	166,23
4	420	0,2906	122,05
5	420	0,2906	122,5
			N.P.V. 245,10

وعند تحويل صافي القيمة الحالية إلى الباون بمعدل السوق الآنية :

$$= \frac{245,1}{140} = 1,75 \text{ باون (مليون)}$$

ثانياً: المدخل الثاني :

السنة	التدفق التقدي بالعملة الهنغارية	معدل سعر الصرف وحدة عملة هنغارية/ باون	التدفق الداخل بالباون	معامل سعر الخصم 10٪	صافي القيمة الحالية
0	700-	140	5,0	1,000	5-
1	420	173,33	2,42	0,9091	2,2
2	420	214,57	1,96	0,8264	1,62
3	420	265,63	1,58	0,7513	1,19
4	820	328,86	2,55	0,6830	<u>1,74</u>
					1,75 مليون باون N.P.V.

حالة دراسية ثانية

شركة Z تبحث عن الاستثمار في بناء مصنع في دولة أخرى وقد أكدت المباحثات بين الدولتين في مضمون الاتفاقية هذه الأنشطة تحقيق 10% عائد قبل الضرائب في الدولة المضيفة وتطلب الشركة أن يحقق المشروع 15% عائد حقيقي . إن الاستثمار المخطط هذا سوف يكون بديلاً للاستيراد ويصدر الجزء الآخر لدول الجوار، فضلاً عن أن الاستهلاك المحلي سيكون له جوانب حضارية وثقافية للدولة المضيفة وأيضاً منافع استراتيجية، علماً أن المشروع يوفر ضرائب يطلق عليها Tax holiday حيث تنزل من ضرائب الدخل لأول عشر سنوات من عمر المشروع ما عدا ما يوزع من أرباح حيث لا تشمل بذلك، وفي مثل هذه الحالة فإن الضرائب سوف تكون 20% وتنزل من الحسابات، وأن المصنع ذو خدمات عالية الجودة ويوفر أجراً معقولاً.

إن الاستثمار الرئيسي سوف يكون 10 مليون باون للمصنع وكلفة العمولة حيث يتم الدفع من قبل الشركة الأم التمويل، وسوف يتم من أحد المصارف بين 20 مليون وحدة عملة من الدول المضيفة والتي تساوي كل 4 ليرة = 1 باون. وقد تمت المفاوضات مع المصرف المحلي بسعر فائدة 10% وسوف يحول ذلك ليكون بمثابة رأس المال العامل. قدرت التدفقات النقدية التشغيلية بحوالي 10 مليون باون في السنة الأولى، وكذلك 22 مليون ليرة بعملة الدولة المضيفة ولغاية السنة الخامسة، ويخطط أن كل الأرباح بعد دفع الفوائد المحلية تعاد إلى بريطانيا الدولة الأم، أما الدولة المضيفة سوف تكون الضرائب مسموحاً بها إذا كان التنزيل قبل احتساب ضرائب الشركة حيث تصل إلى 33% وأن كل التحويلات يتم التعامل بها في نهاية المدة المحاسبية حيث تدفع كامل المستحقات، وأن الشركة سوف تتحمل خسائر مقدارها نصف مليون باون للسنوات 2 - 5 (خسائر بعد الضرائب) بسبب عوامل منها تعزيز عملية التصدير .

إن الشركة ولغرض تخطيطي وفي السنة الخامسة من عمر المشروع سوف تكون سنة الحسم (القطع) في هذه المدة لأن القيمة الفعلية للمشروع (المصنع المكانية) سوف تصل إلى 24 مليون ليرة وأن رأس المال العامل سوف يكون موضع خسارة بسبب ارتفاع المخزون إلى 2 مليون ليرة حيث المدينون يكونون 2 مليون ليرة هذه الأموال سوف تستخدم لدفع القروض للمصرف المحلي. أي أن الرصيد سوف يحول إلى الدولة الأم من دون أية قيود أو جزاءات ضريبية وأن سعر الصرف

سوف يكون 4 ليرة = 1 باون لغاية السنة الثانية بعدها سوف يتغير كل 5 ليرة = 1 باون .

الحل :

إن تقييم المشروع ودراسته من وجهات نظر مختلفة يستلزم النظر إلى ثلاثة جوانب هي :

- إن قبول المشروع موضوع يتعلق بالاقتصاد والدولة المضيفة .
- إن المشروع بحد ذاته هو خلق للثروة من وجهة نظر الشركة الأجنبية .
- إنه مشروع يهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم في الدولة الأم .

الجدول (7 - 1) (بالملايين)

المدة	المبالغ	0	1	2	3	4	5
كلفة المصنع	(40)						
رأس المال التشغيلي	(20)						
التدفق النقدي التشغيلي		10	22	22	22	22	22
نقداً يحققه المصنع							24
يحقق رأس المال العامل (صافي)							16
التدفق النقدي للدولة	(60)	10	22	22	22	22	62
قروض وفوائد	20	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(22)
التدفق النقدي للمشروع	(40)	8	20	20	20	20	40
ضريبة 20٪		1,6	4	4	4	4	8
إرسال للدولة الأم	(40)	6,4	16	16	16	16	32
سعر الصرف	4	4	5	5	5	5	5
ما يعادله بالباون	(10)	1,6	3,2	3,2	3,2	3,2	6,4
ضرائب الدولة الأم							
ضرائب للبلد المضيف		(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(1)
التدفق بعد الضرائب	(10)	1,3	2,7	2,7	2,7	2,7	5,4
خسائر في التصدير			0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
التدفق النقدي من منظور الشركة الأم	(10)	1,3	2,2	2,2	2,2	2,2	4,9

الجدول (7 - 2)

السنة	الدولة المضيفة	10% القيمة الحالية	المشروع	15% القيمة الحالية	الشركة الأم بالباون	القيمة الحالية
0	(60)	(60)	(40)	(40)	(10)	(10)
1	10	9,1	8	7,0	1,3	1,1
2	22	18,2	20	15,1	2,2	1,7
3	22	16,5	20	13,2	2,2	1,5
4	22	15,0	20	11,4	2,2	1,3
5	62	38,5	40	19,9	4,9	1,3
		37,17 N.P.V		26,6 N.P.V		(3,1) N.P.V

ما يعرضه الجدول (7 - 1) يلخص التدفقات النقدية على أساس ثلاثة مستويات حيث احتسبت صافي القيمة الحالية على تلك المستويات الثلاثة في الجدول (7 - 2) يلاحظ أن المشروع واجه وقابل متطلبات الدولة وهو تحقيق 10% عائد. إن خصم التدفقات النقدية على مستوى الدولة أظهرت صافي قيمة الحالية وطنية مقدارها 37,3 مليون ليرة. أيضاً تحقيق ما هو على مستوى المشروع في الدولة المضيفة عائداً وطنياً وهو 26,6 مليون ليرة بعد أن كان هناك تحويل وكلفة محلية خصمت بسعر الصرف إلا أن المشروع فشل في تحقيق صافي قيمة الحالية للشركة الأم فهناك ثلاث نقاط رئيسية هي:

- ما أظهرته أسعار الصرف من آثار سلبية.
- الآثار السلبية للضرائب الخاصة بالدولة الأم.
- الخسارة التي تحققت بفعل التصدير.

هذه المشاكل الثلاث هي التي جعلت صافي القيمة الحالية تنخفض إلى (3,1) مليون باون إن مقترح الاستثمار الأجنبي كما هو قائم لا يمكن أن يكون مجدياً اقتصادياً لحملة الأسهم.

المشاكل والصعوبات في تقييم الاستثمارات الأجنبية :

هناك عدد من الأسباب التي تقف أمام طرق التقييم التقليدية وخاصة طريقة صافي القيمة الحالية في الاستثمارات الأجنبية فهل يمكن تعديل طريقة صافي القيمة الحالية بوصفها الأساس الذي يعوّل عليه في تقييم الاستثمارات لاستخدامها في تقييم الاستثمارات الأجنبية . إن أهم المشاكل التي تعترض هذه الطريقة هي :

المشكلة الأولى : مشكلة تباين صافي القيمة الحالية والنظر إليها من قبل إدارة الشركة في الدولة الأم عن النظر إلى صافي القيمة الحالية في موقع الاستثمار في الدولة المضيفة، وإن هذا التباين في المنظور لا يؤخذ بنظر الاعتبار بل إن ما تحدده إدارة الشركة في البلد الأم هو الذي يعوّل عليه .

المشكلة الثانية : تتعلق بدرجة الخطر الذي يواجه الاستثمارات الأجنبية وسعر الخصم المناسب لاستخدامه في احتساب صافي القيمة الحالية .

فإذا كانت هاتان المشكلتان الرئيسيتان لعملية تقييم الاستثمارات الأجنبية إذن كيف يمكن تكييف طريقة صافي القيمة الحالية للوصول إلى التقييم الأفضل .

إن تقييم قرارات الاستثمار الأجنبي يجب أن تأخذ في الاعتبار ما يلي :

1 - التقلبات في أسعار الصرف طيلة مدة الاستثمار ذلك أنها تؤثر بشكل مباشر بالتدفقات النقدية لذلك الاستثمار، كذلك ضرورة الأخذ بالاعتبار الانخفاض في قيمة العملة للدولة المضيفة للاستثمار .

2 - ضرورة أن تؤخذ بنظر الاعتبار الأخطار النظامية التي يتم التعامل معها من قبل المستثمر حيث تؤثر بشكل كبير على سعر الخصم بوصفه الحد الأدنى للعائد المطلوب تحقيقه .

3 - إن المشروع سوف يتأثر بكل السياسات الاقتصادية للبلد المضيف للاستثمار وما تفرضه الحكومة من قيود وتغيرات مثل الضرائب وغيرها مما ينعكس على التدفقات النقدية للاستثمار .

4 - إن التدخل الحكومي قد يؤدي إلى تجميد أرباح الاستثمار مما يحول دون تحويلها إلى البلد الأم وإذا كان الاستثمار مربحاً فإن هذا يطرح مشكلة ضرورة تقييم الاستثمار من وجهة نظر الشركة الأم للتقدير والتنبؤ بمثل هذه الحالات .

معدل العائد المطلوب في تقييم الاستثمار الأجنبي المباشر يستند على النظرية الحديثة لسوق رأس المال استنتاجاً مفاده أن تطبيق عمليات خصم التدفقات النقدية للمشاريع تعتمد على معدل العائد المطلوب Required Rate of Return لدرجة

حظر ذلك المشروع، وقد لاحظنا أن هناك العديد من المشاكل التي تعترض تنفيذ عملية التقييم فلا تظهر هنا الصعوبات إلا في إطار الاستثمارات الأجنبية بسبب اختلاف أسعار الفائدة وعوائد السوق التي يمكن أن تحقق بدول مختلفة وانخفاض كفاءة السوق في الكثير من الدول وأيضاً والأهم التقسيمات الدولية لأسواق رأس المال، إذن كيف يمكن الوصول إلى خلق رأس المال؟

إن أحد المداخل لتقديره واحتساب كلفة رأس المال لغرض الاستثمارات الأجنبية هو أن تكون قاعدتها على الفرصة المحلية الضائعة لكلفة رأس المال ذلك هو العائد الجاري المتحقق أو المطلوب للاستثمارات التنافسية في الدولة الواحدة لذلك فإن الشركة متعددة القومية يمكن أن تهين لتعمل على مستوى عائد أدنى من الفرصة الضائعة لكلفة رأس المال وهذه تعني أن الدولة ذات الموارد النادرة لم تكن مستخدمة لمواردها بكفاءة. وهذا يعني أنها في الأجل الطويل يمكن أن تقيم علاقات جديدة مع الدولة المضيفة وحكومتها وقد يرفع هذا من مستوى التدخل الحكومي تجاه تلك الشركة الأم. إن هذا المنطق قد لا يعمل في الأجل القصير حيث الاستثمارات قصيرة الأجل.

إن أحد أهم الأسباب التي تقف وراء الاستثمارات الأجنبية هو تنوع الموجودات للشركة عبر عدد كبير من الدول وبالتالي فإن الخطر الشامل الذي يمكن أن تواجهه الشركة ستصل إلى أدنى حد له. وكما نعلم أن الاستثمار أي استثمار هو دالة للظروف الاقتصادية ولكن الاستثمار الأجنبي هو دالة أيضاً لظروف اقتصادية ولكنها غير تلك الظروف التي تكون في الدول الأم إلا الطبيعة العلاقاتية بين الدول والتي غالباً تضعها في ظروف متشابهة تقريباً، قد يجعل من التنوع الدولي أداة يمكن أن تحقق بها الشركة بعض المنافع في دولة معينة. وإذا كان التنوع هو المدخل فهل يمكن التنوع من خلال استخدام الاستثمار الأجنبي المباشر؟ إن الجواب يكمن في قدرة تلك الشركات على تنوع استثماراتها المباشرة بكفاءة وأيضاً متى يمكن أن يكون ذلك الاستثمار مرغوباً به وجذاباً للدولة المضيفة.

ولكن ما يعد مهماً في هذا الإطار هو هل أن التنوع يمكن أن يؤدي إلى حفظ الأخطار؟ إن التنوع يمكن أن تحققه الشركة ولكن هل يمكن أن تصل الشركة إلى محفظة استثمارية فاعلة؟ قد تحقق ذلك الشركات الكبيرة عندما يكون لديها استثمارات في عشرات الدول ورغم كل هذا إلا أن المشكلة الأهم هو أن تنوع مثل هذه الشركات مسألة غير مرتبطة بالقيمة فالمسألة ليست كمستثمر ينوع محفظته

من أسهم وسندات ويقلل الخطر ويعظم العائد. إن التنوع الدولي موضوع مختلف فلا استثمار الأجنبي المباشر إذ ليس شرطاً أن يقلل التنوع الدولي الخطر ويعظم العائد.

صافي القيمة الحالية المعدلة :

عودة سريعة إلى الإطار النظري للاستثمار الأجنبي يتضح أن هناك نقطتين رئيسيتين يمكن الاستفادة منهما في استخدام التقنية النوعية الأفضل للوصول إلى القرار والاستثمار وهما أولاً: النظريات التي تحكم الاقتصاد المالي الدولي حيث التعامل مع سعر الصرف وسعر الفائدة ومعدل التضخم القائم بين الدول وثانياً: تباين التعاملات الدولية في جذب الاستثمارات وما تستخدمه من مختلف المحفزات لجذب تلك الاستثمارات. إن أخذ هاتين النقطتين بنظر الاعتبار وكذلك معدل العائد المطلوب للنشاط الاستثماري ضمن مفهوم الخطر المنظم التقليدي يكون قرار الاستثمار الأجنبي في حقيقة الأمر خارج إطار تلك التعاملات ذات الأبعاد المحددة والمحسوبة. إن الاستثمار الأجنبي يستند على تباين واختلاف المواقع التي يستقر فيها وبهذا تختلف أسعار الفائدة حسب اختلاف تلك المواقع وتختلف أيضاً حركة الأسعار وأسعار الصرف إلى غير ذلك من المضامين المختلفة. إلا أن الواقع يضع معياراً نموذجاً صافي القيمة الحالية موضعاً مشوهاً وغير محدد الأبعاد فمثلاً التدخل الحكومي وآثاره على أسعار الضرائب واختلاف دولة عن أخرى في هذا المجال، كذلك موضوع السماح بتحويل الأرباح أو إعادة استثمارها في البلد المضيف للاستثمار وهي مسألة تختلف بين دولة وأخرى. زد على ذلك الإنفاق الرأسمالي وخضوعه لمحفزات الدولة المضيفة وتباين تلك المحفزات بين الدول. إلخ من هذه الاختلافات بين الدول المضيفة. إذ قد وجدت الدول نفسها في موضع المنافسة فيما بينها من حيث وضع المحفزات لغرض جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وفق صيغ وآليات مختلفة وخاصة في مجال منح التمويل الوطني للاستثمار الأجنبي عن طريق الشركة متعددة القومية للحد الذي غيرت تلك السياسات من نسبة الديون/ حق الملكية المتعارف عليها كنسبة أساسية تؤثر على معدل العائد على الاستثمار المطلوب. أيضاً فإن صيغة التفاعل بين القرار الاستثماري والقرار التمويلي بدأت تظهر بشكل جديد ضمن عمليات تقييم الاستثمارات الأجنبية المباشرة لذا فلا يمكن أن تعمل طريقة صافي القيمة الحالية بشكلها المعهود ولا بد من إدخال بعض التعديلات وكما يلي:

- الكلفة الأولية للاستثمار وكيفية حساب القيمة الحالية لرأس المال الأصلي .
- التدفقات النقدية من ذلك المشروع وكيفية احتساب قيمها الحالية .
- القيمة الحالية للإعفاءات الضريبية على الاستثمار الأجنبي .
- القيمة الحالية للإعفاءات الضريبية على دفعات الفائدة .
- القيمة الحالية للإعانات الخاصة بسعر الفائدة .
- القيمة الحالية للعوائد من الاستثمار والخاصة بالفوائد .
- القيمة الحالية على توزيعات الأرباح من مجموع أرباح الاستثمار .

وبعد كل ذلك تبقى مسألة تقدير أسعار الخصم مشكلة ذات أهمية كبيرة في عملية التحليل ، ولكن رغم كل ذلك فإن استخدام القيمة الحالية المعدلة يمكن أن يعطي هذه القاعدة تركيزاً على الكثير من الأمور التي يجب أخذها بنظر الاعتبار .

الخلاصة

رغم عراقية ظاهرة الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر والمحفظي في التعاملات المالية الدولية والتي تعود إلى القرن التاسع عشر إلا أنها تطورت عبر عقود من السنين لتصل إلى ما وصلت إليه الآن من أسس ومفاهيم علمية ، ولقد احتلت أهمية كبيرة في السنوات الأخيرة وباتت تشكل أحد أهم مصادر التمويل الدولي ضمن تركيبته ، وتناول الفصل بالدراسة والبحث الأسس النظرية والاتجاهات الخاصة بالاستثمار الأجنبي وعبر أربعة مباحث ركز الأول على الاستثمار الأجنبي بشكل عام ، وجاء المبحث الثاني ليناقد الاستثمار الأجنبي المباشر ، فيما ركز الثالث على الاستثمار الأجنبي المحفظي ، وعرض المبحث الرابع تقنيات تقييم الاستثمار الأجنبي وتناول كيفية تقييم قرار الاستثمار بشكل عام والنظرية التي يستند عليها وهي التفضيل الزمني والقيمة الحالية ، وكيف ترتبط بأسعار الصرف ومعالجة ذلك من خلال الموازنة بين العائد والكلفة .

الفصل الخامس

إدارة القروض الدولية

مقدمة

لقد احتلت القروض الدولية أهمية كبيرة في التمويل الدولي ومنذ بداية عقد السبعينات، وقد وصف بأنه أحد أهم الأنماط التمويلية جنباً إلى جنب مع الأنماط الأخرى والتي سبق الحديث عنها في فصول سابقة. يتناول الفصل الخامس موضوع إدارة القروض الدولية وعبر أربعة مباحث. تناول الأول الهياكل المالية في المصارف الدولية وذلك بهدف تعريف القارئ بأهم العناصر والبنود التي يتضمنها الهيكل المالي للمصرف الدولي، بما فيها من هيكل الموجودات وهيكل المطلوبات وصافي الثروة، وركز المبحث الثاني على الأسس النظرية للقروض الدولية، من حيث التعريف بالقرض الدولي وأنواع القروض الدولية، وأهم العناصر الائتمانية ومنها تحليل الائتمان، وكيفية التحري عن المعلومات لبلوغ الهدف. أما المبحث الثالث فقد ناقش أهم الجوانب التي تخص السيولة وكفاية رأس المال، فقد تناول المبحث هذين المفهومين بالشرح المفصل بهدف التأكيد على أهمية هذه المفاهيم في الوقت الحاضر، وجاء المبحث الرابع ليتناول كفاية رأس المال في التمويل الدولي من حيث ما ورد في مقررات لجنة بازل حول هذا الموضوع.

المبحث الأول

الهياكل المالية للمصارف الدولية

تطرقنا في المبحث الأول من الفصل الثاني إلى موضوع المصارف الدولية بوصفها أحد أهم قنوات التمويل الدولي⁽¹⁾، وهنا لا بد من التطرق إلى التعريف بالهيكل المالي للمصرف بما فيه من موجودات ومطلوبات وصافي ثروة أو ما يطلق عليها في شركات الأعمال بحق الملكية، وأيضاً التعريف بأهم العناصر التي يتضمنها هيكل الموجودات وهيكل المطلوبات وحق الملكية لما لهما من أهمية كبيرة في إدارة السيولة وإدارة كفاية رأس المال.

أولاً

هيكل الموجودات

1 - الهياكل المالية للمصرف :

ويقصد بها الجانب الأيمن من ميزانية المصرف والذي يضم الموجودات، وهي التوظيفات التي تتم من قبل المصرف لغرض تحقيق الأرباح وتعظيمها وتصنف عادة تصنيفات متعددة منها⁽²⁾ :

أ - الاحتياطات : هي الموجودات النقدية التي يحتفظ بها المصرف لغرض مواجهة التزاماته ومنها :

الاحتياطات الأولية : Primary Reserves :

وتضم الموجودات النقدية التي يحتفظ بها المصرف لغرض مواجهة التزاماته اليومية، ولا ينتظر منها عائد معين، ولكن رغم هذا لا يمكن للمصرف أن يستغني

(1) انظر، المبحث الثاني من الفصل الثاني والذي بعنوان المصارف الدولية.

(2) لقد تناول اتحاد المصارف العربية هذا الموضوع وبالتفصيل في الكتاب الذي نشره وبمعنوان مقررات لجنة بازل، انظر اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل حول كفاية رأس المال (الملاءة المصرفية) وأثرها على المصارف العربية، تحرير، خليل الشماع، 1990، ص ص 43 - 58.

عنها لأهميتها الكبيرة في إدارة السيولة والمحافظة عليها وتضم ثلاثة عناصر هي كما يلي :

- 1 - النقد في الصندوق، إذ يحتفظ المصرف بكمية من النقد لمواجهة الالتزامات اليومية المتوقعة وغير المتوقعة .
- 2 - النقد لدى المصارف الأخرى سواء منها المصارف المحلية أم ربما المراسلين في خارج القطر الواحد، وذلك لتغطية عملياته سواء منها الداخلية أم الخارجية .
- 3 - الاحتياطي القانوني النقدي الذي يفرض من قبل المصرف المركزي وعادة ما يمثل نسبة مئوية من الودائع المعتمدة وبموجب القانون المعمول به في الدولة، وقد تكون هذه النسبة متساوية بالنسبة لكل الودائع وقد تختلف بحسب نوع الودائع وطبيعتها، إن كانت حسب الأجل أو العملة المودعة فيها الوديعة أو ربما بحسب المودعين أنفسهم إن كانوا أشخاصاً أم شركات أم غير ذلك . كذلك يكون المصرف المركزي هو الجهة التي تحتفظ بالاحتياطي النقدي القانوني أو ربما بحسب ما يحدده المصرف المركزي وسياساته في ذلك .

الاحتياطيات الثانوية⁽¹⁾ : Secondary Reserves :

وتعد الخط الوقائي الثاني لسيولة المصرف فهي بمثابة الوسادة التي يستند عليها المصرف في إدارته لسيولته، فقد يقوم المصرف بنقل هذه الاحتياطيات لتكون احتياطيات أولية والعكس بالعكس، وذلك بموجب ما تمليه سياسة السيولة للمصرف، ذلك أنها تمثل موجودات سريعة التحول إلى نقد وأن العوائد التي يمكن أن يحققها المصرف منها غالباً ما تكون بسيطة وقليلة، لذا فهي أقرب إلى السيولة منها إلى الربحية .

تتسم الاحتياطيات الثانوية بالسمات التالية :

- أ - أنها خالية من الخطر الائتماني .
- ب - أنها ذات قدرة تسويقية عالية .

(1) انظر، اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق . انظر أيضاً وللمزيد من التفاصيل عن الهياكل المالية للمصرف،

ج - أنها ذات آجال قصيرة .

أما أهم العناصر التي تتكون منها فهي :

أ - حوالات الخزينة .

ب - السندات .

ج - شهادات الإيداع المصدرة من مصارف أخرى .

ب - القروض : وتعد أحد أهم عناصر موجودات المصرف ، بوصفها تمثل أحد أهم أنشطته التي ينفذها والمتعارف عليها ، إذ أن تقديم القروض هي من سمات المصارف في تنفيذ عمليات الوساطة المالية في الاقتصاد . كذلك فإن القروض تعد من عناصر الموجودات التشغيلية التي يسعى المصرف من ورائها إلى تحقيق عوائد تمثل أرباح المصرف ، وهي في الوقت نفسه تمثل أحد أهم مصادر الخطر التي يمكن أن يتعرض لها المصرف . وقد صنف القروض تصنيفات كثيرة جداً منها :

1 - التصنيف حسب آجال القروض ، وكما يلي :

أ - القروض قصيرة الأجل ، وهي القروض التي تكون آجالها قصيرة وغالباً أقل من سنة ومعظمها تكون تجارية بطبيعتها ، إذ تمول رأس المال العامل في التجارة والصناعة وغيرها من الأنشطة ، والسبب في ذلك يعود إلى أن مصدر هذه القروض هو من الودائع والتي تكون بمعظمها ودائع تحت الطلب ووفقاً لمبدأ المقابلة تكون القروض أيضاً قصيرة الأجل .

ب - القروض متوسطة الأجل ، وهي القروض التي تتراوح آمادها بين السنة والثلاث سنوات ، وقد بدأت المصارف خلال السنوات الأخيرة بتقديم هذا النوع من القروض كأحد الاستراتيجيات التي تبنتها المصارف في تنويع أنشطتها .

ج - القروض طويلة الأجل ، وهي القروض التي تتراوح آمادها بين الثلاث سنوات والخمس سنوات ولا تميل المصارف التجارية إلى هذا النوع من القروض ولكن حدث مؤخراً ومن باب تنويع الأنشطة وانفتاح المصارف لتقديم مختلف الخدمات المصرفية فقد بدأت المصارف التجارية بتقديم مثل هذا النوع من القروض .

2- التصنيف حسب قطاعات القروض⁽¹⁾ : وتصنف كما يلي :

- أ - القروض التجارية ، وهي القروض التي تقدم للقطاع التجاري وتسهم في تمويل العمليات التجارية ، وغالباً ما تكون قصيرة الأجل .
- ب - القروض الزراعية ، وهي القروض التي تقدم للقطاع الزراعي وغالباً ما تتسم هذه القروض كونها متخصصة في الزراعة وسماستها الموسمية وأن الخطر فيها عال .
- ج - القروض الصناعية ، وتقدم المصارف هذا النوع من القروض للقطاع الصناعي وهي أيضاً من القروض المتخصصة .
- د - القروض العقارية ، وهي التي تقدم للأفراد أو الشركات لأهداف عقارية من صيانة أو بناء أو تجديد أو إعمار ، وغالباً ما تكون هذه القروض طويلة الأجل .

3- التصنيف حسب السياسة الائتمانية :

وتصنف القروض على هذا الأساس إلى ما يأتي :

- أ - القروض مقابل خصم الأوراق التجارية ، ويطلق عليها تسهيلات خصم الأوراق أو القطع ، وغالباً ما تستخدم في التعاملات التجارية .
- ب - القروض مقابل الرصيد المدين في الحساب الجاري ، ويطلق عليها تسهيلات الحساب المكشوف .
- ج - السلف والقروض قصيرة الأجل ، ويقصد بها أنواع من الائتمانات المصرفية والتي يكون حكمها حكم القروض .

4- التصنيف على أساس الضمانات المقدمة : وكما يلي :

- أ - القروض المضمونة ، وهي التي تمنح بعد أن يأخذ المصرف كافة الضمانات موثقة من قبل الزبون ، وعادة ما تكون الضمانات متنوعة ومتعددة منها المادية والمالية والشخصية .
- ب - القروض غير المضمونة ، وهي القروض التي تمنح على أساس المركز الائتماني للزبون وقدرته وسمعته المالية .

(1) للمزيد عن تصنيف القروض انظر :

ثانياً

الاستثمارات^(١)

بعد أن تستقطع الاحتياطات كأحد أهم مقومات عمل المصرف والتي سبق الحديث عنها، يقوم المصرف بتقديم القروض كأحد أهم الأنشطة التي يمارسها لغرض تحقيق أهداف وأهمها الربحية، تلي ذلك اهتمامات المصرف بعمليات الاستثمار، إذ يعد واحداً من التوظيفات الأساسية لأموال المصرف وأحد أهم عناصر موجوداته. ويقصد بالاستثمارات المصرفية ما يوظفه المصرف في شكل محفظة استثمارية في الأوراق المالية من أسهم وسندات وحوالات خزينة وغيرها، ويمكن تصنيفها كما يأتي:

أ - **الأسهم**: فقد تسمح القوانين المعمول بها في الدولة المعنية بأن يقوم المصرف بالاستثمار في الأسهم لبعض الشركات وضمن نسبة معينة يحددها القانون وغالباً لا تزيد عن 5٪، في حين لا تسمح قوانين دول أخرى بمثل ذلك حفاظاً على أموال المودعين وبسبب درجة الخطر العالية التي تكتنف هذه العملية.

ب - **السندات**: وقد تسمح القوانين في بعض الدول للمصارف التجارية بأن تستثمر في السندات التي تصدرها الحكومة أو بعض الشركات ذات المركز المالي القوي، سواء أكانت شركات عامة أم خاصة أم مشتركة، وترد المسألة أيضاً إلى القوانين التي تتيح الاستثمار في تلك السندات أو بعضها، وأيضاً لحفظ أموال المصرف والتي هي أساساً أموال الغير من المودعين. أما عندما تكون تلك المصارف من مصارف التنمية أو المتخصصة أو من المصارف الاستثمارية فإن للاستثمارات أهمية خاصة فقد تشارك المصارف في تأسيس شركات أو اقتناء أهم أو تقديم قروض طويلة الأجل.

(١) انظر: اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 47 - 48، انظر أيضاً:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.50- 51.

ثالثاً

الموجودات الثابتة

ويقصد بها مبانى المصرف ومنشآته التي ينفذ من خلالها عملياته المصرفية، وتسمى عادة بالموجودات غير المربحة

رابعاً

هيكل المطلوبات وحق الملكية⁽¹⁾

ويقصد به مصادر أموال المصرف وتوزع ما بين :

أ - حق الملكية أو ما يطلق عليه في المصارف صافي الثروة وهو الفرق بين الموجودات والمطلوبات، والذي يمثل رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة، ويمكن تفصيلها كما يلي :

1 - رأس المال :

يعد رأس المال أحد أهم العناصر التي تسهم في تأسيس المصرف، ونجاحه واستمراره، ويوفر الأموال الضرورية لتوفير الموارد المادية والبشرية التي يتألف منها، وهو أي رأس المال الذي يوفر القدرة على أداء أعماله واستمرارها ونجاحها، وبالتالي يمكن القول بأن رأس المال يلعب دوراً بالغاً وحاسماً في خلال مسيرة المصرف، ولقد احتل موضوع رأس المال وكفائته وتملكه مكانة بارزة في المناقشات الدولية في الفترة منذ عقد السبعينات من القرن الماضي .

ويقابل رأس المال الأسهم العادية التي يصدرها المصرف، وكذلك الأسهم الممتازة التي تتيحها بعض القوانين في بعض الدول، وعادة ما تكون للأسهم الممتازة مميزات تميزها عن الأسهم العادية مثل أسبقيتها في الحصول على الأرباح والتي تكون أشبه بالفوائد التي يدفعها المصرف إلى حملة ذلك النوع من الأسهم، ولهذا يوصف أنها تقع بين الأسهم العادية والسندات فهي أشبه بالقروض .

(1) انظر، اتحاد المصارف العربية، مرجع سابق ص ص 50 - 52، انظر أيضاً :

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.38- 50.

2- الأرباح المحتجزة:

وهي ذلك الجزء من صافي الربح التي يقرر المصرف عدم توزيعها للمساهمين وقد تحدد تلك الأرباح المحتجزة لأغراض معينة فيطلق عليها بالأرباح المحتجزة المخصصة وبموجب القانون لغرض بناء حق الملكية المساند لعمل المصرف، وقد تكون أرباحاً محتجزة عامة، عادة ما تحتجز لأغراض دعم احتمالات الخسائر المستقبلية المتوقعة وتكون بشكل مخصصات.

3- الاحتياطات:

وهي الاحتياطات غير المفصح عنها والسرية والتي يحتفظ بها المصرف وفقاً للقوانين والأعراف المحاسبية بهدف دعم القدرة المالية للمصرف.

ب - هيكل المطلوبات⁽¹⁾: ويقصد بها الالتزامات التي على المصرف والتي تشكل أحد أهم مصادر أمواله، وأهم عناصرها:

1- الودائع:

وتتضمن مختلف أنواع الودائع الجارية والتوفير والودائع تحت الطلب والودائع بإخطار والودائع الثابتة وغيرها وهي كثيرة ومتعددة، ويسعى المصرف إلى تطوير مصادر أمواله من الإيداع، ويضع السياسات والاستراتيجيات لهذا الغرض.

2- السندات:

وتعد واحدة من الالتزامات التي تحمل فائدة أيضاً، ويتعهد المصرف بموجبها بدفع مبالغ محددة من النقود في مواعيد آجلة ومستقبلية، وتستطيع المصارف إصدار سندات من فئات مختلفة منها الصغيرة وقد تكون مبالغها كبيرة وأيضاً تختلف بآجالها فتتراوح ما بين خمس سنوات ولغاية خمس وعشرين سنة، وعادة ما يتم تسويق مثل هذه السندات في مصارف الاستثمار وقد تكون هذه السندات من النوع القادر على التحول إلى أسهم عادية.

(1) انظر عن المزيد من التفاصيل:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.38- 52.

اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 51 - 60.

3- وظائف رأس المال في المصرف :

تتسم المصارف عن غيرها من منشآت الأعمال بأن لها وظائف أهمها :

أ- مقابلة الخسائر التشغيلية المتوقعة :

يعد رأس المال في المصرف أحد أهم الأركان التي يستند عليها في أدائه لمهامه ونشاطاته، وخاصة ما يتعلق بحقوق المودعين، ذلك أن أية خسائر يمكن أن يحققها المصرف وأياً كانت أسبابها فإنها تغطي من قبل حق الملكية بعد أن ترحل إلى الميزانية من حساب كشف الدخل، وبالتالي فإن أرصدة المودعين لا تتأثر بأية خسائر، ولهذا يعتمد المصرف باستمرار إلى دعم قدرته الإيفائية⁽¹⁾ أو ما يطلق عليها ملاءته المالية أو قدرته النهائية على سداد الالتزامات، وأن هذا سوف يدعم عمل المصرف ونشاطه وتوسعه، لأنه سيكون قادراً على سداد التزاماته في أي وقت يواجهه معضلات أو صعوبات في السداد وخاصة تجاه مودعيه ومن ثم المستثمرين فيه.

ب- زيادة ثقة المودعين والمتعاملين والمشرفين على المصرف :

إن احتفاظ المصرف برأسمال كافٍ أو ما يسمى بقدرة نهائية على سداد التزاماته، أي بعبارة أخرى الاحتفاظ بكفاية من رأس المال يضع المتعاملين مع المصرف من مودعين ومقررين وزبائن ومشرفين في حالة نفسية أفضل، لكن المصرف له من القدرة المالية ما يستطيع الإيفاء بكل الالتزامات والتعهدات والتعاملات تجاه الغير.

ج- زيادة قدرة المصرف على الظهور بالمظهر المناسب :

من حيث قدرته على الإنفاق على مشترياته، من موجودات ثابتة وغيرها، إذ لا يمكن أن يعتمد المصرف في شرائه لموجوداته على الودائع أو الاقتراض من الغير.

(1) يرد مصطلح Solvency والذي يعني القدرة الإيفائية للمصرف في الأدبيات المالية البريطانية، فيما يرد مصطلح Capital Adequacy ويقصد به كفاية رأس المال في الأدبيات المالية الأمريكية، للمزيد عن هذين المصطلحين انظر، سرمد كوكب الجميل، القدرة الإيفائية في إدارة الميزانية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 41، في 1993 .
وللمزيد انظر،

Jack Revell, *Solvency and Regulation of Banks*, Bangor Occasional Papers In Economics, No.5, University of Wales Press.

وهناك من يطلق مصطلح الملاءة المالية ليعني نفس المفهوم.

د - يعد رأس المال وزيادته في المصرف أحد أهم العناصر التي تمكن المصرف من الاستمرار في العمل أثناء الأزمات المالية والاضطرابات الاقتصادية التي قد تطول بيئة المصرف أو الدولة التي يعمل بها.

4 - الجهات المستفيدة من ملاءة رأس المال وكفايته⁽¹⁾ :

يعد موضع رأس المال في المصارف وملاءته وكفايته من المسائل الأساسية التي تثير اهتمامات العديد من الفئات التي تهتم بالمصرف وترتبط مصالحها معه وهي فئات كثيرة من أهمها :

أ - إدارة المصرف :

إن من أهم المقومات التي تعكس نجاح المصرف في تحقيق أهدافه كفاية رأس ماله، فالإدارة المصرفية تسعى دائماً إلى زيادة حجم رأس المال من خلال احتجاز الأرباح لدعم نموه وتوسعه، ولما كان المصرف يتعامل بالمال وأن أعماله من الأعمال ذات الخطورة العالية لذا فإن إدارة المصرف تسعى دائماً إلى تقوية الخط الدفاعي والوقائي له من خلال رأس المال، ودعم كفايته.

ب - المودعون :

ويعد المودعون من أهم الفئات التي تبحث عن الضمان لودائعهم في المصرف، وأن الاحتفاظ برأسمال كبير من قبل المصرف مؤشر بنسبة كفايته وملاءته يعد عاملاً مهماً في جذب المزيد من الودائع، وتعليل ذلك أن تحقيق أية خسائر من قبل المصرف فإن رأس المال هو الذي يمكن أن يغطي تلك الخسائر، فهو الخط الوقائي الأول الذي يحمي المودعين.

ج - المساهمون :

رغم التناقض الذي قد يبرز بين توجهات المستثمرين وتوجهات كل من المودعين وإدارة المصرف، إلا أن المساهمين بوصفهم المستثمرين يهتمهم أن لا يتعرض المصرف إلى عدم القدرة النهائية على السداد، وذلك لأن الملاءة المالية للمصرف تعني ضماناً لحقوقهم، وأيضاً لقيمة أسهمهم.

د - المصرف المركزي :

يعد المصرف المركزي بمثابة السلطة النقدية والمشرفة على الأداء المالي

(1) انظر اتحاد المصارف العربية، مرجع سابق.

للمصرف، وبالتالي فإن المصرف المركزي يهتمه أولاً كفاية رأس المال للمصرف وملاءته المالية وقدرته على سداد التزاماته النهائية تجاه المودعين والمتعاملين معه، وأيضاً فإن استمرار المصرف وزيادة قدرته المالية تعد واحدة من مهام المصرف المركزي وذلك للترابط الكبير بين المصارف وبعضها، وبالتالي فانهيـار مصرف وإفلاسه يعني تأثير الاقتصاد الوطني ككل وبضمنه بقية المصارف، لكل هذا وتجنباً لأية أزمة مصرفية يسعى المصرف المركزي إلى المتابعة المستمرة لكفاية رأس المال للمصارف ومحاولة تنبيه المصارف إلى الالتزام بالقوانين والنسب المعمول بها دولياً.

المبحث الثاني

الأسس النظرية للتمويل بالقروض الدولية

مقدمة

تعد القروض أحد مصادر التمويل الدولي، ومصدر هذه القروض بالتأكيد المصارف الدولية، وكنا قد ناقشنا المصارف الدولية في الفصل الثالث أثناء التعرض للهياكل والمؤسسات المالية الدولية، وقبل الخوض في تفاصيل الموضوع الخاص بالقروض الدولية لا بد من التعريف بالقروض ولو بشكل موجز وطبيعة هذه القروض، ثم نركز على الطبيعة الدولية للقروض ومن منظور لماذا وكيف؟

أولاً

مفهوم القروض وأنواعها

مفهوم القرض :

عندما يذكر القرض غالباً ما يتبادر إلى الأذهان المصرف، فهو المقرض في أغلب الأحيان، ورغم ذلك فقد شهدت قطاعات الأعمال تطورات كبيرة في هذا المجال وهو تقديم القروض والتي أصبحت من كثرة أنواعها وأشكالها بمثابة العنصر الرئيسي لسلسلة الخدمات المالية التي يقدمها المصرف، إضافة إلى الخدمات الأخرى من قبول الودائع والتحويل وغيرها، كذلك لم يعد بالإمكان التمييز بين المصرف وغير المصرف من كثرة المتعاملين بالمال وتنفيذ عمليات الوساطة المالية ورغم كل هذا فإن القرض يعد أحد مصادر الأموال التي تعتمد عليها الشركة في عمليات تمويلها، وببساطة شديدة فإن نظرة فاحصة لأية ميزانية لشركة يمكن أن تظهر وبوضوح حجم تلك القروض ونوعها وآجالها، وكذلك فإن نظرة متأنية لميزانية أي مصرف تظهر أيضاً حجم القروض التي كان قد ساهم بها المصرف للمقترضين منه .

يسعى المصرف إلى توسيع قاعدة استثماره لأمواله ومن خلال القروض

وذلك لتحقيق أهدافه المؤسسية من تعظيم للأرباح أو تحقيق الكفاءة له وغير ذلك، ولكن لا يمكن لكل هذا أن يتم بمعزل عن الدور الذي يقوم به المصرف في الاقتصاد والمجتمع الذي يعمل فيه ولذا يعمل المصرف على المساهمة ومن خلال النظام المصرفي في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية وأيضاً تسهيل المدفوعات الدولية أي التبادلات بين الدول. لكل هذا فإن المصرف يقدم القروض إما بشكل ائتمان تعهدي أو نقدي أو بشكل قروض تدفع نقداً وبآجال زمنية لتسترد مع فوائدها وعمولاتها.

ويمكن النظر للقروض من جانبين: الأول مصدر القرض أي المقرض والجانب الثاني من منظور مستلم القرض أو المقترض، فالمقرضون هم المؤسسات المالية بما فيها من مصارف وبيوت مال وغيرها كثير، والمقترضون هم كل قطاعات الاقتصاد والأعمال بما فيها المؤسسات المالية. وتشكل القروض علاقة مالية بين المقرض والمقترض ولفهم هذه العلاقة وإدراكها يمكن النظر إلى جانب الموجودات من ميزانية المصرف فهي تعرض وبالتفصيل هيكل القروض الخاصة بالمصرف والتي تمثل استثمارات المصرف عبر ثلاثة أصناف من الموجودات المالية، الأول والذي يمثل موجودات نقدية هدفها حماية سيولة المصرف ومنها النقد في الصندوق والأرصدة النقدية لدى المصرف المركزي بما فيها الاحتياطات الأولية والثانوية، والصنف الثاني، تمثل استثمارات المصرف بشكل قروض مختلفة الآجال ومنها الائتمانات قصيرة الأجل التعهدية والنقدية والقروض متوسطة وطويلة الأجل وتعد هذه الاستثمارات المالية المصدر الأساس لربحية المصرف، أما الصنف الثالث، فيمثل استثمارات المصرف في الأوراق المالية بهدف تحقيق المزيد من الربح وتوفير السيولة حال الطلب.

إن ما يهمنا لخدمة الموضوع هو التمويل الدولي الصنفين الثاني والثالث، وسيتم التركيز في هذا الفصل على الصنف الثاني وهو القروض علماً أن الصنف الثالث وهو الاستثمار في الأوراق المالية يندرج ضمن الاستثمار المحفظي والذي سبق الإشارة إليه.

أنواع القروض⁽¹⁾:

تعد القروض من أهم بنود ميزانية المصرف لما لها من أهمية كبيرة في

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit.

استمرار المصرف وتوسعه وتحقيقه لاستراتيجياته وأهدافه، فهي المصدر الأساس للربح، وتصنف القروض تصنيفات كثيرة منها على أساس الأجل والاستحقاق أو على أساس الضمان والرهنونات أو على أساس نوعية الزبائن والأنشطة التي يمارسونها إلى غير ذلك من التصنيفات، ولغرض خدمة هدف التمويل الدولي فقد تم اعتماد التصنيف الآتي:

أ - القروض المحلية.

ب - القروض الدولية.

ثانياً

القروض المحلية⁽¹⁾

ويقصد بها القروض التي تمنح للزبائن من مؤسسات وأفراد داخل الدولة الواحدة وتتوزع ما بين القروض قصيرة الأجل والائتمانات والقروض متوسطة وطويلة الأجل وغالباً ما تصنف إلى ما يلي:

1 - الائتمانات التعهدية والنقدية وغالباً ما يطلق عليها بالتسهيلات الائتمانية وتضم:

أ - التسهيلات الائتمانية بدون ضمانات:

وغالباً ما تمنح اعتماداً على المركز المالي للزبون بعد أن تدرس القدرة المالية له من حيث مركزه المالي ومديونيته وسمعته وتحصل كافة البيانات والمعلومات الخاصة عنه وأيضاً عن الظروف الاقتصادية العامة وغير ذلك من الأمور التي تعد ذات أهمية بالغة لمنح الزبون تسهيلات ائتمانية من هذا النوع وغالباً ما تكون قليلة وتوجه إلى فئات معينة لها قدرة على السداد.

ب - التسهيلات الائتمانية بضمان:

ويقصد بها التسهيلات التي تمنح للزبائن بعد أن تؤخذ عليهم الضمانات اللازمة والمحكمة لضمان أموال المصرف وقد تكون الضمانات عينية أو شخصية وتصنف هذه التسهيلات إلى ما يأتي:

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**,

Op.Cit. pp.488- 512.

1 - تسهيلات الخصم بضمان أوراق وكمبيالات :

وهي التسهيلات التي تمنح لقاء خصم الكمبيالات المحلية وبضمانها، وتسهم هذه التسهيلات بطبيعتها بتنشيط الحركة التجارية وتكون ذات أثر كبير في الاقتصاد الوطني بوصفها ائتمانات مصرفية مؤثرة في الحركة التجارية والأعمال.

2 - التسهيلات الائتمانية بضمان أوراق مالية :

ويقصد بها التسهيلات التي تمنح لقاء ضمان الأسهم والسندات ويراعى في مثل هذه التسهيلات حركة أسعار الأسهم والسندات في السوق وهي من التسهيلات النقدية .

3 - التسهيلات الائتمانية بضمان البضائع :

وتمنح كتسهيلات نقدية أو تعهدية تكون ضماناتها بضائع يقدمها الزبون .

4 - التسهيلات لأغراض خطابات الضمان :

وتعد من التسهيلات التعدية التي يضمن المصرف بها المتعهدين والمقاولين أمام جهات رسمية ويمنح المصرف مثل هذه التسهيلات بعد إجراء المزيد من الدراسة والضمانات العينية والنقدية .

5 - التسهيلات الائتمانية الأخرى :

وتضم القروض والتسهيلات التي يمنحها المصرف بضمان شهادات استثمار أو ربما بضمان ودائع لأجل أو ثابتة .

6 - القروض والسلف قصيرة الأجل :

وغالباً لا تزيد آجالها عن سنة وهي تمثل نسبة كبيرة من هيكل القروض في المصارف لما لها من دور كبير في توفير السيولة للزبائن .

7 - القروض متوسطة الأجل :

وهي التي تتراوح آجالها بين السنة والثلاث السنوات وقد دخلت إلى نشاط المصارف التجارية لتشكيل ثقلًا مهمًا في هيكل القروض .

8 - القروض طويلة الأجل :

وهي القروض التي يمنحها المصرف ويزيد أجلها ليصل إلى خمس سنوات .

9- القروض الدولية⁽¹⁾:

تعد المصارف بمثابة قلب النظام المالي الدولي، وتعد القروض الدولية أحد منتجات المصارف وتعاملاتها الدولية فهي التي تمول التجارة وهي التي تسهل حركة الإنتاج الدولي، وأيضاً تمول معظم الصفقات الدولية، وسنأتي إلى تفاصيل ذلك لاحقاً وفي المبحث الثاني من هذا الفصل بعد استكمال الجوانب النظرية للقروض.

ثانياً

السياسات الإقراضية ومقوماتها

تعتمد المصارف في منحها للقروض على آليات ومقومات معينة لما لها من أهمية كبيرة على نشاط المصرف واستمراره وتحقيق أهدافه، لا بل وقد يمتد تأثيرها ليشمل الاقتصاد ككل، وتندرج ضمن عمليات تحليل وتقييم الائتمان والقروض وكيفية منح القرض أياً كان نوعه من دراسته بشكل وافي للوقوف على القرار الذي يمكن أن تتخذه إدارة المصرف فيما يخص القرض من تقديم الطلب من قبل طالب القرض ولغاية تحصيل القرض سواء باسترداده في تاريخ استحقاقه أم في حالة عدم الدفع وكيفية تسهيل الضمانات، أم ربما بوسائل أخرى أم إعدامه.

إن طالب القرض أياً كان الزبون فرداً أم شركة أم منظمة أم دولة فإن من أساسيات العمل هو جمع البيانات والمعلومات عن طالب القرض من حيث نوع القرض أو الائتمان والغرض منه سواء أكان صناعياً أم زراعياً أم عقارياً أو تجارياً أم لأغراض أخرى، وكذلك يلاحظ أجل القرض واستحقاقه، أي المدة التي سيغطيها القرض من تاريخ تسليم القرض ولغاية تسديده، كذلك يعد مهماً لإدارة المصرف الوقوف على نشاط الزبون فيما إذا كان صناعياً أم زراعياً أم تجارياً أم هو تشكيلة

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.488- 512.

للمزيد عن هذا الموضوع انظر: صلاح الدين حسن السيسي، الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، دراسات نظرية وتطبيقية، دار الوسام للطباعة والنشر، الطبعة الأولى 1997 بيروت، لبنان، توزيع، مكتبة دار الآداب، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص 166 - 213.

من كل هذه الأنشطة، إن جمع البيانات تشمل أيضاً عناصر أساسية عن الشخصية والقدرة المالية والمركز المالي والضمانات والظروف الاقتصادية العامة التي سيمنح القرض في ضوءها، وبالإضافة إلى كل ذلك تسعى المصارف إلى توفير البيانات عن ضمانات المصرف وقدرته والسيولة والربحية والحاجة للقرض وبعد استكمال عملية جمع البيانات والمعلومات تأتي مرحلة دراسة طلب الائتمان والقرض وبعد عملية تحليل مفصلة تستخدم فيها كل التقنيات والوسائل التحليلية الكمية والحاسوبية لتحليل طلب الائتمان لإقرار منح القرض من عدمه، فتأتي بعد ذلك مرحلة إصدار التوصية من قبل الجهة الدارسة فقد تكون لجنة معينة ولكن غالباً ما يكون قسم الائتمان المصرفي في المصرف نفسه.

تقدم التوصية لإدارة المصرف وعلى ضوءها يتخذ القرار المناسب. وقد يربط الائتمان بضمانات معينة عينية أو شخصية أو ربما مؤسسية من قبل مصرف آخر، والأهم من كل هذا يلاحظ ضرورة أن يراعى التوثيق المستندي والشكل القانوني والصيغة الإدارية التي تحفظ حقوق المصرف المانح للقرض أو الائتمان وإمكاناته المالية وسيولته ونشاطه.

ولهذا لا بد من أن يؤخذ في الاعتبار بعض المقومات ومنها⁽¹⁾:

1 - قانونية القرض وشرعيته :

ويقصد بها الأسس القانونية والشرعية التي يمنح بموجبها القرض أو الائتمان.

2 - التعامل مع الخطر وإدارته :

إن التعاملات المالية والمصرفية ومنها منح القروض والائتمانات تضع الأخطار التي يمكن أن يواجهها المصرف في الدرجة الأولى ذلك أن الأموال التي يتعامل بها المصرف تمثل بمعظمها أموال الغير، والتهاون في هذه المسألة قد يعرض المصرف للإفلاس والانهيال وربما قد يسحب معه مصارف أخرى بفعل ما يسمى بأثر الدومينو Domino Effect وهذا ما سيناقش في المباحث اللاحقة.

(1) انظر :

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.427- 486.

انظر أيضاً: صلاح الدين حسن السيسي، الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، مرجع سابق.

3- العائد المستهدف :

ويقصد به حجم الأرباح التي يهدف المصرف إلى تحقيقها، وهذا يقود إلى موضوع جوهري ومهم وهو كيفية إدارة الكلف وأسعار الفائدة بما يحقق الهدف وهناك جانب لا يمكن الاستهانة به وهو مستوى الخدمة المقدمة ونوعيتها.

4- الظروف الاقتصادية والمالية المحلية والدولية :

وتعد من أهم مقومات العمل المصرفي ويقصد بها الحالة الاقتصادية للدولة التي يعمل فيها المصرف من ناحية المؤشرات الاقتصادية الإجمالية والخاصة بالاقتصاد ككل أو ربما المؤشرات الاقتصادية الخاصة بالجزء، إضافة إلى كل ذلك فقد بات مهماً في العقود الأخيرة التعرف على الظروف المالية الدولية واتجاهاتها.

5- التفاوض والقدرة التفاوضية :

كذلك تعد من مقومات العمل المصرفي بشكل عام، وتستند على عملية تحليل الائتمان والتقييم التي يقدمها طالب القرض أو الائتمان، وتبدأ القدرة التفاوضية للمصرف منذ اليوم الأول الذي يستلم فيه المصرف طلب الائتمان ومتابعتها لغاية استرداد القرض مع فوائده وكافة ملحقاته.

ثالثاً

مفهوم القروض الدولية وأنواعها⁽¹⁾

أ- مفهوم القروض الدولية :

ويقصد بها القروض التي تتم عبر الدول وليس محلياً، ومن هنا يتضح أن للقروض الدولية كمفهوم مساحة واسعة ضمن النشاطات والتعاملات الدولية، وخاصة فإن مفهوم القروض يتسع ليشمل كل الائتمانات والسلف والقروض بالمفهوم الضيق لها، ولهذا فإن القروض الدولية بمفهومها الواسع تعد قلب وجوهر النظام المالي الدولي، فمن خلالها يتم تسهيل المدفوعات الدولية للتجارة، فهو إذن مفهوم واسع جداً يشمل التجارة الدولية لا بل إنه يغطي كل التعاملات المالية

(1) للمزيد عن القروض الدولية انظر :

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.489- 512.

الدولية بآجالها القصيرة والمتوسطة والطويلة ويغطي كل الالتزامات الناشئة عن التعاملات التجارية بين الدول بما ترضه من أدوات مالية وتجارية دولية تسهم في تسهيل المدفوعات الدولية، والمسؤول عن كل تلك التعاملات المالية المصرفية الدولية يكون بالتأكيد المصارف الدولية .

ب - أنواع القروض الدولية :

1 - التمويل بالقروض والائتمان قصير الأجل :

ويقصد بها القروض والائتمانات الدولية التي تسهم غالباً في تمويل التجارة الدولية، ذلك أن طبيعة العمل التجاري الدولي يتم بين جهتين تحكمهما القوانين والإجراءات، هما المشتريين أو ما يطلق عليهم بالمستوردين والجهة الأخرى البائعين ويطلق عليهم بالمصدرين، فإذا كانت العملية التجارية محلية أو وطنية أطلق عليهما بالمشتريين والبائعين، وإذا كانت العملية بين دولتين أطلق عليهما بالمستوردين والمصدرين، إن العملية التجارية التي تتم بين الدول لمستوردين ومصدرين تحتاج إلى المصرف بوصفه وسيطاً لتلك العملية التجارية الاستيراد والتصدير . ويتضمن التمويل قصير الأجل الأنواع التالية .

أ - الائتمانات الخاصة بالاعتمادات المستندية :

وتتم عملية منح الائتمان من خلال ما يلي :

1 - حساب تجاري بسيط :

وتعد هذه الطريقة بسيطة في آلياتها وتكون بهذا شكلاً بسيطاً من أشكال تمويل التجارة الدولية وتستند على قاعدة الحساب المفتوح بين المصارف، وإذا كان المستورد والمصدر على معرفة تامة فيكون التمويل والدفع بعد الاطلاع مقابل تقديم مستندات الشحن وأن تكون متطابقة مع شروط الاعتماد . وهنا لا يكون المصرف إلا مجرد وسيط لتحويل المبلغ .

2 - ائتمانات لقاء كمبيالات :

وتعد هذه بمثابة ائتمانات لتمويل الاعتمادات المستندية، وهي الاعتمادات التي ينص فيها على الدفع الآجل وبموجب كمبيالات يسحبها المصدر ويشترط تقديمها مرفوقة بمستندات الشحن والمسحوبات إما تكون على المستورد وفي هذه الحالة لا تسلم المستندات إلا بعد الحصول على توقيع المستورد على السحب وبما

يفيد السداد في التاريخ المحدد بالسحب، وإما أن تكون المسحوبات على المصرف فاتح الاعتماد فيكمن نائباً عن المستورد في التوقيع على المسحوبات بما يفيد السداد في الأجل المحدد، وقد تكون المسحوبات على المستورد مع إثبات التوقيع للمصرف فاتح الاعتماد بقبول الكمبيالات أو التصديق عليها.

3 - الاعتمادات لقاء أوراق :

الأوراق التجارية هي بمثابة أدوات مالية هدفها التقليل من الأخطار التي يمكن أن يتعرض لها المصرف في التعاملات الدولية وتتنوع هذه الأوراق ولكنها ببساطة أمر يصدره المصدر للمستورد بالدفع حال استلام البضاعة والأوراق ويعد قبولها مهماً من قبل المستورد ويتولى المصرف هذه المهمة نيابة عن المصدر والمستورد وبشكل قانوني وإجرائي .

4 - ائتمانات وتسهيلات مصرفية خارجية :

وهي شكل من أشكال التسهيلات المصرفية التي يمنحها المصرف لآخر في دولة أخرى لغرض تمويل معين ولفترة قصيرة أو متوسطة وقد تطلب المصارف من مراسليها مثل هذه التسهيلات ومنها :

التسهيلات البريدية :

ويقصد بها حصول المصرف المحلي على تصريح من المصرف المراسل أو غيره في الخارج بكشف الحساب لحد ما لتنفيذ أمر دفع معين ولمدة محددة غالباً ما تكون أسبوعين لا يزيد .

ب - التسهيلات بالاطلاع :

وبموجب هذه التسهيلات يطلب المصرف من المصرف المراسل أو المصرف الذي يتم التعامل معه في الخارج بتعزيز الاعتمادات المفتوحة لصالح المصدرين في الخارج دون العودة إلى المصرف لغرض توفير الغطاء بالنقد الأجنبي مقدماً . يعد هذا النوع من التسهيلات شائعاً ومن التعاملات التي تعبر عن الثقة في التعامل .

ج - السلف النقدية :

قد يلجأ المصرف المحلي للحصول على مبالغ نقدية من المصرف المراسل في الخارج مقابل السداد في أمد معين ووفق المعمول به في السوق .

د - التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل :

إنها تسهيلات تمنح من قبل المراسلين لغرض تمويل الصفقات التجارية والاعتمادات المستندية ولآجال قصيرة وبموجب التعاملات المصرفية المعمول بها .

2 - التمويل بالتسهيلات الائتمانية متوسطة الأجل :

ويكون أمد هذه التسهيلات أكثر من نصف سنة وقد تصل إلى ثلاث سنوات على أن تقدم الضمانات الكافية للمصارف في الخارج وتكون لغرض تمويل الاعتمادات المستندية أي التمويل التجاري .

3 - القروض المباشرة :

تأخذ القروض الدولية المباشرة عدة أشكال بين الحكومة والمصرف الخارجي أو بين شركة والمصرف في الخارج أو بين الدول النامية ومصارف الدول المتقدمة وغيرها كثير ومضمونها الاتصال المباشر بين المقرض في دولة والمصرف في دولة أخرى ، إلا أن المحور المهم الذي تركز عليه المصارف في مثل هذه التعاملات هو خطر الدولة ويقصد به الظروف الاقتصادية والسياسية في تلك الدولة والمصطلح المستخدم Country Risk .

4 - القروض المجمعة :

لقد بدأ التعامل بالقروض الكبيرة منذ بداية عقد السبعينات من القرن العشرين ، ومنذ ذلك التاريخ فإن القروض الكبيرة التي تصدرها المصارف الكبيرة لصالح الحكومات غالباً وبعض الشركات الكبيرة أيضاً تزداد بشكل كبير ، وقد تطورت التعاملات المالية المصرفية وبعده طرق ومنها أن يجتمع عدد من المصارف لتقديم قرض معين لم يستطع مصرف لوحده من تقديمه منفرداً ، ولهذا بدأت المصارف الأخرى المفردة من التعهد بأوراق ضامنة لمقرضين من خلال فروعهم أو من خلال توريق القرض وتقديم ذلك للمستثمرين مباشرة .

لقد لعبت القروض المجمعة دوراً بالغاً في التعاملات الدولية ولكن خفت حدة هذه القروض في عقد الثمانينات ، أما في التسعينات فقد سيطرت المصارف الدولية الكبيرة على مثل هذه القروض وأشرت تغيرات على مستوى السوق . وإن الأساس الذي تقوم عليه نظرية القروض المجمعة تستند على عملية تجميع المصارف بهدف تقديم قرض كبير ، وقد لوحظ أن عقد التسعينات قد شهد تغيرات تمثلت في التحول من التمويل بالقروض المجمعة نحو التمويل من خلال الشركات

وقد سبق الحديث عن ذلك في الفصول السابقة وخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر .

رابعاً

تحليل الائتمان للقروض الدولية⁽¹⁾

تعد عملية تحليل الائتمان للقروض الدولية من العمليات الكبيرة فهي بمثابة دراسة وتقييم لمهمة عالمية، فالمصارف ذات القروض الأجنبية الكبيرة لا بد لها من فهم وإدراك تاريخ الدولة الأجنبية المقترضة ومحاولة التنبؤ بمستقبلها وأدائها الاقتصادي وكذلك مراقبة التغيرات السياسية التي يمكن أن تحصل فيها، والتي كانت قد حدثت فيها، بالإضافة إلى كل تلك الجوانب لا بد من التعرف على طبيعة تعامل تلك الدولة مع زبائنها والمتعاملين معها في الظروف الطبيعية وغير الطبيعية ودرجة تأثير تلك الدولة بالاقتصاد العالمي، ولهذا ينبغي الوقوف على بعض الجوانب المهمة ومنها:

1 - تقييم الخطر :

ويقصد به خطر الدولة وكيفية تقييمه على الأساس المتعارف عليه في تقييم الائتمان ووفق ما يعرف بخطر الائتمان في التعاملات المحلية، وكذلك يجب أن يتم تحليل طلب الائتمان والتعرف على كل التفاصيل وفقاً لما يأتي:

- هل إن الدولة المقترضة مستعدة لإعادة القرض؟
- أين ستستخدم الأموال المقترضة؟
- ما هي المصادر المالية لدفع القرض وتسديده؟
- ما هي المصادر المالية الثانوية لإعادة القرض أو تسديده؟

2 - طبيعة الموجودات :

التي تزمع الجهة المقترضة الحصول عليها من خلال عملية الاقتراض، وإذا

(1) انظر :

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.470- 482.

للمزيد عن تحليل الائتمان انظر: صلاح الدين حسن السيسي، الإدارة العلمية للمصارف التجارية وفلسفة العمل المصرفي المعاصر، مرجع سابق. انظر أيضاً،

Jack Revell, **Solvency and Regulation of Banks**, Bangor Occasional Papers in Economics, Op.Cit.

كان المقترض دولة فما هو القطاع الذي ترغب استثمار الأموال المقترضة فيه؟ وما هي نسبة العائد المتوقع من وراء ذلك الاستثمار؟ وهل تزيد عن كلفة القرض أي سعر الفائدة الذي تم اقتراض المبلغ المستثمر به؟ ثم ما هي الزيادة المتوقعة في المؤشرات الاقتصادية مثل نسبة النمو في الصادرات أو حجم الزيادة المتوقعة في الصادرات نتيجة لعملية الاقتراض، وكذلك نسبة الزيادة في الدخل القومي أو زيادة الناتج المحلي الإجمالي إلى غير تلك التساؤلات التي لا بد من طرحها لتقييم القرض وكفاءته وفاعليته في تحقيق الهدف.

3 - القدرة المالية ودرجة الاستعداد لإعادة القرض وتسديده

ويرتبط هذا الموضوع بمسألة رئيسية مضمونها قدرة الدولة على تحقيق النمو والتشغيل الكامل وإدارة الاقتصاد، فإذا كانت الدولة قد استخدمت القرض لغرض تمويل النمو الاقتصادي فإن إعادته يمكن أن تبطل العملية.

4 - الخطر السياسي :

ويقصد به مجموع التغيرات السياسية التي يمكن أن تشكل عاملاً مهماً في تحليل القرض وتقييمه وقد سبق الحديث عن الموضوع في فصل سابق.

5 - قدرة الدولة المقترضة على زيادة العائدات من العملات الأجنبية من

دولار ويورو و ين ياباني وغيرها، لتتمكن من إعادة القرض مع فوائده.

6 - كذلك يدرس القرض فيما إذا كان سيوجه للاستثمار في القطاعات العامة

أو قطاع الخدمة العامة من تعليم وصحة أو خدمات حكومية أخرى، إذ غالباً ما تكون هذه القطاعات منتجاتها غير ملموسة ومرتبطة بالموازنة العامة للدولة، وبالتالي ينبغي الوقوف على طبيعة ذلك القطاع أولاً وأيضاً الوضع المالي للدولة وإمكانيتها في إعادة القرض.

7 - ينبغي التركيز على تقييم الاستيراد والتصدير إذ ليس مهماً تقليل

الاستيراد بقدر ما يجب التركيز على زيادة الصادرات للدولة المقترضة لغرض تحسين ميزان مدفوعاتها.

المبحث الثالث

إدارة السيولة في المصارف الدولية

إن من أهم المواضيع التي تعترض عمل إدارات المصارف الدولية هما السيولة وكفاية رأس المال، وإذا كانت السيولة قد تناولتها الإدارة المصرفية ضمن مفرداتها اليومية حفاظاً على سمعتها ونموها وتحقيق أهدافها، فإن كفاية رأس المال قد باتت من المواضيع التي لا تقل أهمية عن موضوع السيولة لا بل وأن هناك ارتباطاً كبيراً بينهما إذ لا يمكن التفكير بكفاية رأس المال دون النظر إلى موضوع السيولة، ومحور العلاقة بينهما تكمن فيما يحققه المصرف من أرباح.

أولاً

الأسس النظرية للسيولة⁽¹⁾

1 - التعريف بالسيولة :

يقصد بها قدرة المصرف على سداد الالتزامات حين الاستحقاق أو حين الطلب، وتعد من المفاهيم المهمة في إدارة المصارف لما لها من دور كبير في استمرار المصرف ونموه وتوسعه، وبعبارة أخرى تعد مشكلة من أخطر المشاكل التي يواجهها المصرف والتي قد تؤدي إلى الانهيار والإفلاس، وتظهر مشكلة السيولة في جانب الموجودات وهي تعد من المفاهيم المرتبطة بإدارة الميزانية أي إدارة الموجودات والمطلوبات.

(1) للمزيد عن السيولة انظر:

Jack Revell, *Solvency and Regulation of Banks*, Bangor Occasional Papers in Economics, Op.Cit.

انظر أيضاً: اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق. يعد موضوع السيولة والربحية من أهم المواضيع والعناوين التي تناولتها كتب الإدارة المصرفية بالدراسة والتحليل، للمزيد انظر،

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, *Bank Management*, Op.Cit. pp.145- 165.

إن التعرض لهذا المفهوم يتم في إدارة المصارف بشكل كبير ومن أهم العناوين التي تركز عليها الأدبيات المصرفية ومنذ بداية عقد السبعينات في القرن العشرين لما له من دور كبير في الاقتصاد الوطني والدولي فكيف يكون ذلك؟

لغرض توضيح هذه المفاهيم على المستوى الدولي لا بد من إعادة تحديد بعض المفاهيم والتذكير بها كالتمييز بين الصيرفة الوطنية من جهة والصيرفة الدولية وهنا تم التركيز على النشاط وهو الصيرفة بعيداً عن مفهوم الهيكل المؤسسي وهو المصرف. فالصيرفة الوطنية هو النشاط المحلي للمصارف في داخل الاقتصاد حيث التعامل مع المقيمين داخل الوطن، أما الصيرفة الدولية فيقصد بها التعاملات مع خارج الوطن وبعمولات أخرى غير الوطنية وجنباً لجنب مع العملات الوطنية، أما المصارف الدولية على هذا الأساس هي المصارف التي تتعامل مع كل الأنشطة المصرفية الدولية وبالعملات المختلفة ومع زبائن من كل دول العالم، وليس هذا فقط إنما قد تكون لها فروع في دول أخرى بشكل استثمارات أجنبية مباشرة وتعاملاتها بعمولات أجنبية.

2- مصارف الإقراض الدولي⁽¹⁾:

وهي المصارف التي توصف نشاطاتها المصرفية أنها نشاطات تتم بالعملات المحلية والأجنبية من عمليات إقراض أو إيداع، وتكون مثل هذه المصارف منتشرة في العالم ليس على الأساس الجغرافي القائم على الموقع وإنما على أساس امتداد نشاطاتها عبر العالم بموجب الاستخدامات التكنولوجية المتطورة. ولقد سبق الحديث عن هذه المصارف في الفصل الثاني من هذا الكتاب وبالتفصيل ضمن هياكل ومؤسسات وبنى التمويل الدولي ولكن ما هو مهم الآن وضع بعض السمات المميزة للصيرفة الدولية عن الصيرفة الوطنية وقد يكون من الصعب جداً التمييز بين المصارف الأجنبية وفق المفهوم التقليدي للصيرفة الأجنبية وبين مفهوم صيرفة اليورو للعمليات Euro-currency banking، فالمصرف الأجنبي هو المصرف الذي يقع خارج وطنه ومصارف اليورو أيضاً تقع خارج أوطانها وتكون تعاملاتها بالعملات الأجنبية، وأيضاً فإن الكثير من المصارف تمتلك لها فروعاً أو مصارف تابعة لها في خارج أوطانها، وهنا تكمن المشكلة التي كانت محوراً لمناقشات

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.689- 690.

ومداخلات استمرت سنين طويلة وخاصة في عقد الثمانينات وأهمها ما يدور حول تنفيذ السياسات النقدية من خلال تنفيذ أدواتها في داخل الحدود الوطنية ودور تلك المصارف الأجنبية في ذلك، وقد تدخلت الكثير من المؤسسات لغرض وضع الإجراءات لتلك المصارف ذلك أن تنظيم عمل المصارف الوطنية والأجنبية يدخل ضمن عمل المصرف المركزي فهو المخطط والمنفذ للسياسة النقدية ضمن المفتاحين المعروفين سعر الفائدة وعرض النقد وكيفية تعامل هذه المصارف الأجنبية باختلاف تصنيفها وتركيباتها.

3- قياس السيولة⁽¹⁾:

تضع الأدبيات المصرفية العديد من المقاييس والمؤشرات لغرض قياس السيولة والحاجة لها، ويمكن وببساطة القول أن الحاجة للسيولة تتألف من الالتزامات السريعة والمفاجئة مثل سحبوات الودائع والطلب على القروض كون المصرف وسيطاً مالياً، وقد يكون من الصعب قياس تلك الحاجة للسيولة بسبب ما يتمتع به المودعين من إدراك وثقة ومواقف تجاه المصرف وأيضاً صعوبة قياس سلوك السوق النقدية بكل عناصرها تجاه تلك الحالة. ولقد درجت الأدبيات التقليدية للمصارف لقياس مستوى السيولة أو ما يسمى مركزها Liquidity Position من خلال النظر إلى مقياس ساكن يدعى نسب السيولة ومضمون ذلك يكمن في الفصل بين الموجودات سهلة التحول إلى نقد وبدون خسارة تذكر وأخرى بطيئة التحول إلى نقد أو ما يطلق عليها العناصر غير السائلة Non Liquid Components، أما المطلوبات وصافي الثروة Net Wealth وهو حق الملكية فيقسم إلى عناصر متغيرة وأخرى مستقرة، فالمطلوبات المتغيرة هي التي تكون عرضة للسحب والتغير، وبعكسها المطلوبات المستقرة، وهنا تكون إدارة المصرف أمام مهمة عسيرة مضمونها تحديد المستوى المقبول لديها لنسب معينة منها:

الموجودات الوقتية/ مجموع الموجودات

الموجودات الوقتية/ المطلوبات المتغيرة غير المستقرة

والنسبة الأكثر شيوعاً في قياس السيولة هي:

(1) انظر:

Jack Revell, Solvency and Regulation of Banks, Bangor Occasional Papers in Economics, Op.Cit.

انظر أيضاً، اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق.

الموجودات السائلة/ المطلوبات المتغيرة

إن المشكلة التي تعاني منها المصارف تكمن في أن السيولة تعد من المفاهيم الديناميكية، والحاجة لها متغيرة مع تغيرات الزمن بسبب الظروف المختلفة وديناميكية البيئة التي يعمل فيها المصرف فقد تزداد السحوبات من الودائع أو ربما تقل أو يزداد الطلب على القروض إلى غير تلك الأسباب المؤثرة على السيولة وبالتالي فإن المصرف هو في حاجة إلى مقياس ديناميكي للسيولة والحاجة لها:

1 - الحاجة اليومية للسيولة أو ربما الحاجة لساعة بساعة والتي تقابل بإدارة مناسبة للمركز النقدي لمقابلة تلك الحاجة اليومية وتعتمد أساساً على التقدير القائم على الخبرة السابقة التي يدونها المصرف في نظام معلوماته، وبالتحديد عن الحاجة للسيولة وعلى أساس يومي ودقيق مثلها مثل الخبرة التي يمكن أن ينبأ بها عن الطقس اليومي أو لعدة أيام بأكثر حال.

2 - الحاجة للسيولة في الأجل القصير، وقد يتعرض المصرف للحاجة للسيولة في الأجل القصير ومن مصادر متعددة منها التغيرات الموسمية وغيرها مما يكون لها تأثير على عمليات الإيداع وعمليات الإقراض، ومعظم هذه التغيرات تعد من العناصر الممكن التنبؤ بها والإعداد لها سلفاً.

3 - الحاجة للسيولة لمواجهة سحب كبير أو قرض كبير، فقد تكون الحاجة للسيولة لمواجهة طلب معين للسحب أو لسداد التزام معين، وهذا يرتبط أساساً بحجم المصرف وقدرته على التنبؤ بالسحب والإيداع ونمذجة عملياته المصرفية على أسس علمية وضمن المدى الزمني لكل العمليات التي ينفذها.

4 - التقدير المدور للحاجة إلى السيولة، ويقصد بها الاستمرار في تقدير الحاجة للسيولة موسمياً وشهرياً وسنوياً.

5 - تقدير الاتجاه العام للسيولة، ويقصد بها تقدير الحاجة للسيولة المطلوبة من قبل المصرف والتنبؤ بها والطلب عليها.

تأسيساً على ما سبق ذكره لا بد من اعتماد بعض الأسس منها:

أ - تصنيف القروض والاستثمارات على أساس الحجم ودرجة التحول إلى نقد.

ب - تصنيف الودائع على أساس الزمن والحجم.

ج - تقدير حجم النقد المطلوب.

د - التقدير المستمر والمدور للحاجة إلى السيولة.

4 - فجوة السيولة⁽¹⁾ : Liquidity Gap

ويقصد بها الفجوة الناتجة بسبب الفرق بين الموجودات السائلة Liquid Assets والمطلوبات المتذبذبة أو المتغيرة Volatile Liability أو ما يطلق عليها بالمصادر المالية المتقلبة، وقد تكون الفجوة موجبة إذا كانت الموجودات السائلة أكبر من المطلوبات المتقلبة وقد تكون سالبة في حالة العكس، ولما كانت إدارة المصرف تسعى دائماً للتنبؤ بالحاجة للسيولة وكيفية تغطيتها وتلبيتها فسيكون هناك طلبات للمزيد من القروض وفي الوقت نفسه سيكون هناك إيداعات لدى المصرف، فإذا تنبأ المصرف بتلك الطلبات والإيداعات وأن القروض المتنبأ بها زادت على الودائع المتنبأ بها فإن هذا يعني أن المصرف سيغطي تلك الزيادة المتنبأ بها للقروض من خلال خفض فجوة السيولة الموجبة أو ربما الحصول على المزيد من الأموال من السوق بهدف تغطية تلك القروض. أما إذا كان نمو الودائع المتنبأ بها أكبر من نمو القروض المتنبأ بها، فإن المصرف بهذه الحالة سيحسن مستوى سيولته وهنا قد يبحث لاستخدام تلك السيولة الزائدة عن الحاجة لتحقيق مزيد من الأرباح.

التنبؤ بالسيولة

لقد دعت الأهمية الكبيرة لموضوع السيولة إدارة المصرف إلى ضرورة تبني العديد من الأساليب الكمية منها الرياضية والإحصائية والبحوث العملية لا بل فقد استخدمت النماذج الحاسوبية للوصول إلى حل لمشكلة السيولة التي تواجهها المصارف، وقد تم التركيز على الأجل القصير والذي لا يزيد عن الستة أشهر لما للتمنبؤ من أهمية كبيرة في الآجال القصيرة حيث تتناسب دقة التنبؤ مع الأجل فكلما قصر الأجل زادت دقة التنبؤ، والعكس صحيح.

تؤخذ السلسلة الزمنية للإيداع ويتم التنبؤ بها ويحدد خط الاتجاه العام تبعاً لأدنى نقطة فهي تمثل الخط الذي تستقر عنده الودائع وما يزيد عن ذلك يمثل الحاجة للسيولة لسحوبات الإيداع والقروض المتوقعة وغير المتوقعة.

أما إذا كانت الحاجة للسيولة بسبب تذبذب الطلب على القروض فقد يكون

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.157- 167.

جزءاً منه موسمياً ويمكن أن تكون أعلى نقطة هي التي تمثل خط الاتجاه والسقف المحدد لتوقع زيادة القروض وهنا يكون حجم مبلغ القروض الذي يقع أدنى ذلك السقف في أي مدى زمني يمثل الحاجة لسيولة المصرف التي يمكن أن تقابل طلبات القروض .

وبعد تحديد أدنى خط لاتجاه الودائع وأعلى خط لاتجاه القروض لا بد من تحديد اتجاه السيولة والحاجة لها ويمكن أن يحدد هذا من خلال طرح تغيرات اتجاه الودائع من تغيرات اتجاه القروض فإذا كان نمو القروض يزيد عن نمو الودائع فإن هناك حاجة للسيولة .

المصادر التي يعتمد عليها المصرف في توفير السيولة ، وتنقسم إلى ما يلي :

المصادر التقليدية للسيولة⁽¹⁾ :

1 - الموجودات كمخزن للسيولة :

- النقد والاحتياطات .
- أدوات بمثابة احتياطات تباعها المصارف لمصارف أخرى باستحقاقات يوم أو بعض يوم لها القدرة على التسييل .
- أوراق حكومية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة .
- أوراق تجارية وحوالات مصرفية ووثائق إيداع وتمثل بمعظمها أدوات ذات قدرة كبيرة على التداول في سوق النقد .
- أوراق قابلة للتسويق بمثابة قروض أو موجودات الهدف منها دعم الحاجة للسيولة .

2 - المطلوبات وحقوق الملكية كوسيلة لشراء السيولة :

- الاقتراض من المصرف المركزي
- الاقتراض من المصارف
- بيع أوراق لقاء استلام نقد
- إصدار وثائق إيداع

(1) عن هذا الموضوع انظر :

- الإيداع العام لحسابات الضرائب
- إيداعات اليورو دولار

3- العائد (الربح) كمصدر للسيولة :

المصادر الحديثة للسيولة والطرق المكونة لها :

- 1 - شراء أوراق طويلة الأجل يكون للمصرف الخيار ببيعها بسعر معين في المستقبل وتسييلها .
 - 2 - الإقراض ، وذلك عن طريق صنع قروض بصيغة معيارية منمطة يستطيع المصرف بيعها في حالة الحاجة إلى سيولة .
 - 3 - توريق قروض بعض الزبائن للحصول على النقد المطلوب لتغطية الحاجة للسيولة .
 - 4 - يمكن للمصرف استخدام الالتزامات التي على سوق رأس المال لغرض تمويل الحاجة للسيولة مثل الأوراق التجارية .
 - 5 - المقابلة بين مصادر السيولة والحاجة لها :
- إن تبني الخيار المناسب لتغطية الحاجة للسيولة يعتمد أساساً على ما يلي⁽¹⁾ :

1 - الغرض الذي يستدعي تغطية الحاجة للسيولة :

ويقصد به السبب الذي يقف وراء ضرورة توفير السيولة المناسبة لتغطية الحاجة لها، فالتنبؤ للحاجة الموسمية يبنى أساساً على الخبرة والمعرفة المتراكمة لدى المصرف ويراعى في ذلك عنصر الخطر، كذلك فإن توفير السيولة لتغطية الطلب على القروض غالباً ما يكون ذو كلفة عالية وأجل قصير، أما إذا كان الأمر لمواجهة حاجة دائمة طويلة الأجل فإن هذا لا بد وأن يمول من خلال بيع لموجودات ذات قدرة على التسييل .

2 - الحصول على الأموال من الأسواق أي زيادة مطلوبات الأسواق :

وهنا لا بد من التمييز بين المصارف الصغيرة عن الكبيرة في التعامل مع هذه الحالة، فالمصارف الصغيرة تستخدم الاقتراض من الأسواق وخاصة المصرف

(1) انظر :

المركزي فيما تلجأ المصارف الكبيرة إلى الاقتراض من الأسواق الخارجية وهي الأسواق المالية الدولية، زد على هذا فإن تركيبة موجودات المصرف الصغير تختلف في تنوعها عن المصارف الكبيرة إذ تعد الأخيرة أكثر تنوعاً لموجوداتها من الصغيرة مما يعني أن المصارف الكبيرة أكثر قدرة على مواجهة مشكلة السيولة والحصول على الحاجة التي تغطي طلباتها.

3 - فلسفة الإدارة

فلسفة إدارة المصرف هي بمثابة العامل الثالث المحدد لمصادر السيولة للمصارف لتغطية حاجتها، فقد تكون هناك الإدارة المحافظة في تعاملاتها مع الحاجة للسيولة وأخرى معتدلة وثالثة جريئة سواء في توفير المصادر الخارجية أم الداخلية وتستند الإدارة في ذلك على بعض المضامين والعوامل الداخلية والخارجية في تبني الفلسفة التي تراها مناسبة.

4 - السمات الأساسية لمصادر السيولة وكلفتها ونوعيتها :

المحدد الآخر والمهم يكمن في طبيعة وسمات مصادر السيولة وكلفة تلك المصادر، وعادة ما تلجأ المصارف إلى المصادر الأقل كلفة لتغطية حاجتها، وتظهر عملية المقارنة بين كلف كل مصدر مع كلف المصدر الآخر للوصول إلى المصدر الأقل كلفة مع مراعاة التباينات الزمنية، فبيع موجود من موجودات المصرف المالية قد يقارن مع الحصول على الأموال من مصدر خارجي كالسوق المالية.

5 - التنبؤ بسعر الفائدة :

العامل الآخر والمحدد للسيولة يكمن في التنبؤ بأسعار الفائدة التي يمكن أن تؤثر على الخيار الخاص بتغطية الحاجة للسيولة، ومما هو معروف أن سعر الفائدة يتغير باستمرار فما هو أثر ذلك على المصرف؟ ليس هذا فقط إنما يؤثر سعر الفائدة باتجاهات الإيداع والإقراض والاقتراض.

6 - مقابلة الحالات الطارئة للحاجة للسيولة :

رغم كل ما يبذله المصرف ويسعى إلى تحقيقه والسيطرة عليه تجاه السيولة، وعبر العملية التخطيطية فإن هناك هامشاً معيناً لا يمكن التنبؤ به والسيطرة عليه هو الحالات الطارئة غير المتوقعة وغير المتنبأ بها، وهنا لا بد أن تضع الإدارة المصرفية حقيقتين مهمتين في الاعتبار، أولاهما: يمكن للمصرف بيع العديد من موجوداته حتى الثابتة منها في الحالات الطارئة، وثانيتهما: أن يبيع هذه الموجودات

سيتم لمرة واحدة وربما لا يستطيع المصرف تعويضها لسنين، لكل ذلك تسعى المصارف إلى تطوير مصادرها لتغطية حاجتها للسيولة من المطلوبات، وهنا تكون المصارف الكبيرة ذات قدرة عالية في تنوع مطلوباتها.

إن سوء إدارة السيولة وكيفية التعامل معها يمكن أن يقود إلى أزمة للسيولة، وبالتالي فإن إدارة أزمة السيولة تتطلب مهارة عالية ومهنية وكفاءة من المتعاملين معها، وأن وضع خطة لإدارة أزمة السيولة يستلزم توفر ثلاثة عناصر هي:

- 1 - وضع برنامج لتعزيز الاتصالات بين المصرف ومقرضيه والمستثمرين لاستمرار تبادل المعلومات والبيانات.
- 2 - القيام ببعض الاختبارات والتمارين التي يمكن أن تسهم في تعزيز القدرة التسويقية لموجودات المصرف.
- 3 - وضع خطوات واسعة وعميقة تسهم في استقرار الأسواق تجاه مطلوبات المصرف.

إن تبني ودعم هذه الخطوات يمكن أن يقي المصرف من أزمة السيولة ولا يخل بعملية الرقابة والسيطرة وهو في الوقت نفسه السلاح الوحيد الذي يمكن لإدارة المصرف اعتماده، إذ أن الآخرين ممن هم في السوق ستكون لهم القدرة أكثر ممن هم في المصرف.

لقد شهد العالم حالات كثيرة في العقود الأخيرة من القرن العشرين معظمها كانت أزمات سيولة فهي التي تقود إلى أزمة عدم الثقة وأزمة إجراءات، ولهذا بدأ التركيز على البيانات والمعلومات وفحص مركز ومستوى السيولة للمصارف لمعرفة قدرتها على مواجهة حاجاتها من السيولة. والأهم من كل هذا أن السوق قد وفر للإدارة المصرفية العديد من الأدوات المالية للتعامل مع السيولة من حيث الوقاية منها وإدارتها. ومنها المستقبلات المالية والخيارات وعقود المبادلة وتقنيات قياس الخطر والتكنولوجيا وغيرها كثير.

المبحث الرابع

مفهوم كفاية رأس المال في التمويل الدولي

مقدمة

يحتل مفهوم كفاية رأس المال أهمية كبيرة على المستوى الجزئي، أي على مستوى المؤسسة المالية أياً كانت مصرف أم مؤسسة استثمار أم مؤسسة تمويل أم غيرها لما له من دور كبير في إدارة الأموال سواء بالنسبة للمؤسسة المالية وكذلك على المستوى الكلي أي للدولة ككل وأيضاً على المستوى الدولي والعالمي، والمهم في ذلك أثر كفاية رأس المال أو ما يطلق عليها بالملاءة المالية أو القدرة الإيفائية على نمو المؤسسة المالية وتطورها وسلامة مركزها المالي وما يتبع ذلك من آثار مباشرة وغير مباشرة على اقتصاد الدولة والاقتصاد الدولي والعالمي.

لقد اتسمت الأوضاع الاقتصادية والمالية بشكل عام ومنذ نهاية عقد الستينيات وبداية عقد السبعينات بعدم الاستقرار بفضل كثير من الأحداث والتغيرات والتي كنا قد تطرقنا إلى بعض منها في الفصل الأول، إن انهيار نظام بريتون وودز وتبني الدول سياسات تعويم أسعار الصرف، وعدم استقرار أسعار الفوائد وارتفاع نسب التضخم العالمي، كلها كانت من مظاهر عقد السبعينات، فانعكست بأزمات في السيولة والمديونية وشاعت في الوقت نفسه أزمة المدفوعات وأزمة الثقة، كذلك كان لتنامي الشركات متعددة القومية، وزيادة نشاطاتها التشغيلية مما قاد إلى تفاقم الحالات التنافسية مما دعت الحاجة إلى مزيد من الأموال، وأن زيادة أسعار الفوائد قاد باتجاه المزيد من الودائع، ثم حصل أن ارتفعت أسعار النفط وتضاعفت في فترة وجيزة كل هذا دفع بالمزيد من المخاطر لأن تكتنف عمل المصارف، علماً أن كل تلك التغيرات قادت المصارف إلى المبالغة في العمل المصرفي دون ما اهتمام بنسبة رأس المال إلى حجم الموجودات أو ربما حجم الودائع أو غير ذلك.

لقد دعت هذه الحالة إلى انهيار وإفلاس عدد غير قليل من المصارف لا بل وتفاقم الوضع لكي يخلق حالة من عدم الرضا والقبول لدى الدول المتقدمة ومؤسساتها الدولية، مما سبق يمكن القول بأن هناك عدداً من الأسباب التي دعت الدول الصناعية المتقدمة إلى تفعيل لجنة بازل والتي أصبحت إحدى أهم المنظومات الدولية المالية. وتقف عدد من الأسباب والعوامل وراء كفاية رأس المال وما انبثق عن مقررات لجنة بازل وأهمها:

أولاً

التطورات الاقتصادية والمالية والمصرفية

لقد شهدت الفترة ومنذ بداية عقد السبعينات تطورات كبيرة على المستوى الدولي والعالمي، وقد أسهب الفصل الأول وخاصة المبحث الأول في استعراض مفصل لأهم تلك التطورات ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية، وهنا لا بد من التذكير ببعض العوامل التي ساهمت في زيادة الاهتمام بكفاية رأس المال من قبل مؤسسات السلطة النقدية ومن قبل المؤسسات الدولية، ومن أهم هذه العوامل ما حصل من تطورات في العالم ومنها⁽¹⁾:

1 - التحرر المالي :

ويقصد به التحرر من القيود التي تفرضها الحكومات على الأسواق المالية من قوانين وتشريعات تشكل فيما بعد عوامل معوقة أمام المصارف ومؤسسات الأعمال، وأيضاً تشوه آليات عمل الأسواق وتعطل المنافسة، هذه الاتهامات التي تتهم بها الحكومات قادت إلى عمليات تحرير كبيرة وانفتاح قادت إلى زيادة كبيرة في عنصر الخطر التي يمكن أن يواجهها المصرف.

2 - التطورات التكنولوجية المتسارعة :

ويقصد بالتطورات التكنولوجية في مجال المعلومات والاتصالات، حيث ظهور الاستخدامات الحاسوبية مما قادت إلى خفض الكلف، والتوسع مما أدى بالنتيجة إلى زيادة عنصر الخطر التي يمكن أن يواجهها المصرف.

(1) انظر، الفصل الأول من هذا الكتاب.

ثانياً

تطور مفهوم كفاية رأس المال⁽¹⁾

إن طبيعة العمل المصرفي وخاصة من حيث مصادر الأموال واستخداماتها تفرض أخطاراً مصدرها طبيعة العمل أولاً وطبيعة المتعاملين ثانياً، ولهذا فإن مصادر الأخطار تكون داخلية من المصرف وخارجية من البيئة التي يعمل بها المصرف، ويلعب رأس المال دوراً بالغ الأهمية من حيث إنه يوفر الضمانة التي يبحث عنها المصرف والمتعاملين معه وهم فئات متعددة وكثيرة، وقد برز مفهوم كفاية رأس المال بوصفه مفهوماً نسبياً ليعبر عن حقيقة رأس المال، وليقيس قدرة المصرف المالية في سداد التزاماته النهائية في أوقات الأزمات والصعوبات وليكون خطأً دفاعياً ووقائياً للمصرف يدفع عنه المزيد من الصعوبات تلك.

لقد بدأ مفهوم كفاية رأس المال يحظى بالاهتمام منذ بداية النصف الثاني من القرن العشرين، بوصفه مفهوماً نسبياً يعتمد على مجموعة من النسب كانت بمثابة نسب رقابية، إذ يعود أول استخدام رقابي لها قبل الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم استخدام نسبة الودائع إلى مجموع الموجودات وقد صنفت الموجودات إلى موجودات ذات خطورة وأخرى غير ذات خطورة، أما على المستوى الدولي فبسبب التطورات التي حصلت في عقدي السبعينات والثمانينات فقد بدأ الاهتمام بهذا المفهوم وبشكل كبير وأيضاً على مستوى رقابي.

ثالثاً

كفاية رأس المال والرقابة على المصارف⁽²⁾

تستخدم المصارف أدوات كثيرة للرقابة على أدائها ونشاطاتها وأحد أهم تلك النسب هي نسبة كفاية رأس المال، وتحتل الرقابة على المصارف أهمية كبيرة لما

(1) للمزيد عن تطور مفهوم كفاية رأس المال انظر: اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 10 - 38.

(2) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.271- 279.

انظر: اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 10 - 38.

لهذه المؤسسات المالية من دور كبير وفاعل في الاقتصاد الوطني والتنمية الاقتصادية، وبدور الأساس الرقابي على المصارف تبعاً لثلاث مقومات:

- 1 - حماية أموال المصرف كونها أموال المودعين، وبالتالي لا بد من الرقابة المستمرة التي تحمي تلك الأموال.
- 2 - التأكد من نجاح الأنشطة التي تمارسها المصارف من خلال ما تحققه من أرباح.
- 3 - التأكد من استمرار المصرف بعمله وزيادة ودعم نشاطه تفعيلاً للنظام المالي الذي يعمل في البلد، ومحاولة تنشيط الإبداع المالي في العمليات والأدوات المالية والمصرفية بهدف تعظيم الربح.

رابعاً

كفاية رأس المال وتعدد المفاهيم⁽¹⁾

إن من العناصر التي تدخل في احتساب كفاية رأس المال هو رأس المال، فما المقصود برأس المال؟ يعد رأس المال من المفاهيم المهمة جداً فهو ذو مضامين مالية ومحاسبية وقانونية، وما يهمنا هنا أن رأس المال قد يكون مفهوماً ضيقاً، يقصد برأس المال ذلك المبلغ المدفوع لقاء الأسهم العادية التي باعها المصرف، وقد يضاف إليها الأرباح غير الموزعة، ويقصد به مفهوماً أوسع من ذلك، وهو القيمة الدفترية للأسهم العادية مضافاً إليها الأرباح غير الموزعة والاحتياطيات العامة بما في ذلك الاحتياطي القانوني الذي تلتزم المصارف به قانونياً بتكوينه، ويضاف عليها الاحتياطيات الخاصة التي يحتفظ بها المصرف اختيارياً لتدعيم موارده الذاتية ولمواجهة أية خسائر محتملة ناتجة عن عملياتها الائتمانية والاستثمارية.

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.260- 286.

انظر أيضاً، اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 10 - 38. ويمكن الرجوع إلى:

Jack Revell, **Solvency and Regulation of Banks**, Bangor Occasional Papers in Economics, Op.Cit.

إذن يمكن القول أن ما يطلق عليه في شركات الأعمال بحق الملكية والذي يطلق عليه في المصارف بصافي الثروة والمتمثل بالفرق بين الموجودات والمطلوبات، يمكن أن يطلق عليه رأس المال كمفهوم واسع، ويبقى المفهوم الضيق مقتصرًا على القيمة الدفترية للأسهم. وهو بهذا يعد الوسادة الواقية للمصرف من أية مفاجآت غير سارة قد يفاجئ بها المصرف، إنه يمثل الخط الوقائي لأموال المودعين من أية خسائر محتملة ومتوقعة أو غير متوقعة، وتعتمد المصارف على رأس المال في الترويج لأنشطتها إذ غالباً ما تتفاخر المصارف بحجم رأسمالها وكيف يمكن أن يشكل الضمانة اللازمة للمتعامل مع المصرف.

خامساً

الأسس النظرية لكفاية رأس المال⁽¹⁾

1 - تعريف كفاية رأس المال :

يقصد بكفاية رأس المال قدرة المصرف على سداد الالتزامات النهائية والمتمثلة بحق المودعين والمالكين من حملة الأسهم لملكية المصرف، وتظهر مشكلة كفاية رأس المال في إدارة الميزانية أي في الموجودات والمطلوبات.

تحديد كفاية رأس المال :

تعد كفاية رأس المال من أهم العناوين التي تهتم إدارة المصارف والأجهزة الرقابية والإشرافية المالية والنقدية المحلية والدولية لما لها من أهمية كبيرة في إدارة المصرف وحمايته من الأزمات والأهم من كل هذا الوظيفة التي تمارسها هذه الأداة على المستوى الوطني والدولي، فهناك ثلاثة عوامل أساسية تؤثر على حجم رأس المال المناسب للمصرف :

- 1 - هدف رأسمال المصرف .
- 2 - الفائدة والنفع الذي يتوخاه المصرف من الرفع المالي للمالكين .
- 3 - المقياس المحدد لكفاية رأس المال من المنظمين والمشرفين والمراقبين .

(1) انظر :

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.277- 278.

وفيما يلي شرح لهذه العوامل الثلاثة :

2- هدف رأس المال :

ويقصد به حجم رأس المال اللازم للمصرف والذي يحتاجه لتغطية الأغراض الرأسمالية للمصرف ، وهو الشيء الذي قد يصعب تحديده كمياً ، لا بل ويزداد الأمر صعوبة عندما يكون الأمر خاصاً بالمصرف ، قد يسهل الأمر بعض الشيء في حال الشركات الأخرى غير المالية ولكن في المصارف والمؤسسات المالية يختلف الأمر كل الاختلاف ، ورغم كل هذا يمكن تحديد بعض الوظائف لرأس المال في المصارف ومنها :

- 1 - حماية الودائع في حال العسر المالي .
 - 2 - لتغطية الخسائر غير المتوقعة بهدف دعم الثقة في الأوقات العصيبة والضغط المالي .
 - 3 - توفير الموجودات الثابتة التي تسهم في تقديم الخدمات المصرفية .
 - 4 - يكون رأس المال بمثابة الأرضية لأي توسع ، وبالتالي فإن رأس المال يكون بمثابة المؤشر لأية جهة رقابية نحو أي توسع غير مبرر .
- إن التعرف على ما سبق ذكره وبدقة يمكن أن يساعد في فهم وإدراك الأغراض التي يقف وراءها رأس المال في المصارف . وإن المصرف يتميز عن غيره من مؤسسات الأعمال أنه يعمل بأموال الغير وهي الودائع وأن لرأس المال عند ذاك وظيفة مضمونها بث الثقة لدى فئات المتعاملين معه وهنا يبرز دور رأس المال في دعم الثقة لفئات كثيرة ومنهم المودعين والمالكين والمقرضين .

3- الرفع المالي ودعم الربحية :

العامل الثاني من بين العوامل سابقة الذكر الذي يؤثر في تحديد الحجم المناسب لرأس المال للمصرف هو الحاجة لعمليات الرفع المالي التي يقوم بها المصرف لزيادة العائد للمالكين والمستثمرين من حملة الأسهم . إن العلاقة بين رأس المال أو حق الملكية والموجودات في المصارف ذات طبيعة خاصة ، وهي علاقة يحكمها الرفع المالي الذي يمارسه المصرف من خلال زيادة الموجودات على حساب رأس المال وبالتالي تتحقق عملية المتاجرة بالملكية وتعتظيم العائد . تأسيساً ومن وجهة نظر المالكين فإن الحجم المناسب لرأس المال المملوك يجب أن يكون بأدنى حد له لغرض إنتاج العائد المجدي لرأس المال ولكن من دون

الأخذ بالاعتبار خطر رأس المال ومن هنا فإن عوامل مهمة يجب أخذها بالاعتبار :

أ - محددات السوق في التخفيف من جذب الأموال من قبل المصارف .

ب - أثر الرفع المالي على توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم فزيادة نصيب السهم الواحد من الأرباح بسبب الرفع يعني زيادة القيمة السوقية للسهم، وبالتالي قد تتجنب الإدارة المزيد من الرفع بسبب الأخطار المالية .

ج - دور السلطات النقدية في الاحتفاظ برأس مال كاف لحماية المودعين .

إن أهم ما يجب التركيز عليه يكمن في تركيبة هيكل المطلوبات وحقوق الملكية، لما لها من دور كبير في تحقيق كفاية رأس المال، ذلك أن الزيادة التي قد تتحقق في الموجودات لا يمكن أن تكون من المطلوبات، فمثلاً نسبة حق الملكية/ الموجودات أو المطلوبات/ الموجودات يجب أن تعود أساساً إلى حجم المصرف، بعبارة أخرى أن لآليات الرفع المالي علاقة بحجم المصرف فالمصارف الكبيرة تكون أكثر قدرة على تنفيذ عمليات الرفع المالي، ولهذا ارتبط موضوع كفاية رأس المال بالوفورات الاقتصادية وقانون اقتصاديات الحجم وأيضاً هذا يمكن أن يفسر في إطار خفض الكلف وبالتالي تعظيم الربح بالنسبة للمصارف الكبيرة .

4 - المقياس المحدد لكفاية رأس المال من قبل المنظمين والمشرفين والمراقبين :

العامل الثالث المؤثر في حجم رأس المال المناسب للمصرف هو حجم رأس المال الذي تعتقد الجهة المشرفة على المصرف بأنه كافياً ومناسباً، إذ تتحمل الجهات المشرفة والمراقبة والمنظمة المسؤولية عن حماية أموال المودعين وحماية النظام المصرفي ككل، ورغم أهمية العديد من العوامل الأخرى مثل السيولة وسعر الفائدة ودرجة حساسيتها وتبقى كفاية رأس المال هي الأكثر أهمية لدى تلك الجهات ومنذ أكثر من عقدين من الزمن .

تضع الدول عبر مؤسسات السلطة النقدية القوانين المنظمة لذلك ونسبة كفاية رأس المال للمصارف في تلك الدولة . ولقد استخدمت نسبة رأس المال إلى الودائع بشكل كبير كمقياس لكفاية رأس المال، واستخدمت نسبة رأس المال إلى مجموع الموجودات في العديد من النظم المصرفية، ولكن المشكلة التي يبدو أنها احتلت حيزاً كبيراً في دراسة كفاية رأس المال كانت في كيفية التعامل مع عنصر الخطر ذلك أن النسبتين سابقتي الذكر وهما نسبة رأس المال إلى الودائع ونسبة رأس المال إلى مجموع الموجودات قد تجاهلتا عامل الخطر إذ لم تتأثرا بهذا

العامل المرتبط أساساً بالمصرف، والمعروف أن مجموع الموجودات يتشكل من هيكل يطلق عليه هيكل الموجودات، ويمكن للدارس تحري ذلك من خلال الاطلاع على الموجودات في ميزانيتين لمصرفين مختلفين فيلاحظ وببساطة التباين بين موجودات كل مصرف من حيث الحجم والأجل والنوعية ودرجة مخاطرة كل بند من بنود الموجودات في ميزانية ذلك المصرف، وعلى هذا الأساس تم تصنيف الموجودات إلى موجودات ذات مخاطرة عالية وموجودات أقل مخاطرة وبالتالي فقد تم ربط رأس المال بالموجودات الأكثر خطراً وكان المؤشر رأس المال إلى الموجودات ذات المخاطرة.

إن الموجودات ذات المخاطرة بالمفهوم الواسع يمكن تعريفها بأنها مجموع الموجودات الأقل مسكاً للنقد أو شبه النقد، فهي بطبيعتها غير نقدية ويمكن أن تحقق خسارة في تسيلها، والنظرية التي تقف وراء نسبة رأس المال إلى الموجودات ذات المخاطرة بوصفها مقياساً مهماً لوظيفة رأس المال هدفها حماية المودعين من الخطر، ذلك أن مسك النقد لا ينطوي على أخطار ضمن المفهوم المصرفي قصير الأجل.

إن مفهوم كفاية رأس المال ومقياس النسبة القائم على تصنيف الموجودات وربطها بالخطر يستند على طبيعة الموجودات ومخاطرها، ذلك أن الخطر بحسب هذا المفهوم يعني أو يعرف بأنه مجموع الموجودات الأقل مسكاً للنقد أو شبه النقد، والنظرية التي تستند عليها في بناء المقياس المعتمد لكفاية رأس المال وهو نسبة رأس المال إلى الموجودات ذات المخاطرة أساسه حماية المودعين من الخطر، ذلك أن الاحتفاظ بالنقد لا يسوق أو لا يجلب الخطر وهو الخسارة بحسب المفاهيم المصرفية وبالتالي فإن أية موجودات عالية المخاطرة يجب أن تستبعد من هيكل الموجودات. لقد كانت هذه الطروحات مثار نقاش وجدل ومضمونه أن النسبة تتجاهل التغير في درجات الخطر في هيكل موجودات المصرف مما قاد إلى تطوير النسبة لما يسمى نسبة رأس المال إلى الموجودات ذات المخاطر المعدلة. واحتساب النسبة يتم من خلال قسمة رأس المال على الموجودات بعد طرح النقد وشبه النقد.

لقد اعتمدت العديد من النسب للتعبير عن كفاية رأس المال ومنها:

1 - حقوق الملكية/ مجموع الموجودات.

2 - مجموع رأس المال/ مجموع الموجودات.

- 3 - القروض / مجموع رأس المال .
- 4 - الموجودات المصنفة / مجموع رأس المال .
- 5 - الموجودات الثابتة / مجموع رأس المال .
- 6 - الموجودات الحساسة / مجموع الموجودات .
- 7 - نسبة النمو في الموجودات / نسبة نمو رأس المال .

لقد بذلت جهود كثيرة للوصول إلى مقياس دقيق لكفاية رأس المال وقد تبنت مجموعة من المصارف الأمريكية في سنة 1987 مقياس المتوسط الموزون لمجموع الموجودات وصنفت الموجودات إلى أربعة أصناف تبعاً لأخطارها، وأصبح المقياس الأساس لكفاية رأس المال ما يسمى نسبة الموجودات - الخطر والتي تحسب كما يلي⁽¹⁾:

نسبة الموجودات - الخطر = رأس المال / الموجودات المرجحة بالخطر
حيث تصنف الموجودات إلى أصناف ويعطى لكل صنف نسبة خطر معين ثم تحسب الموجودات بموجب وزنها في هيكل الموجودات مضروباً في نسبة الخطر المحتملة فمثلاً:

صنف الموجودات	المبلغ	وزن الخطر	المبلغ الموزون بالخطر
بلا خطر	10	0%	0
خطر ضئيل	30	20%	6
خطر معتدل	30	50%	15
خطر عالي	60	100%	60
بنود خارج الميزانية	20	100%	20
مجموع الموجودات	150	101	

بافتراض أن رأسمال المصرف 8 مليون نسبة كفاية رأس المال = رأس المال / مجموع الموجودات .

$$5033\% = 15 / 8$$

(1) George H. Hemple & Donald G. Simonsons & Alan B. Coleman, Bank management op cit, PP. 277-278.

نسبة كفاية رأس المال بموجب الترجيح بالأوزان
 رأس المال / الموجودات المعدلة بنسب الخطر
 $7092\% = 101 / 8$

سادساً

العلاقة بين السيولة وكفاية رأس المال⁽¹⁾

تعرف السيولة بأنها قدرة المصرف على سداد التزاماته عند الاستحقاق أو عند الطلب، وتعرف كفاية رأس المال بأنها قدرة المصرف النهائية على سداد التزاماته، وبالتالي فإن العلاقة بين المفهومين تكمن في أنها علاقة قوية ومباشرة ومصدرها أن الطلب المستمر على السيولة يضعف كفاية رأس المال، إذ قد يضطر المصرف بسبب استمرار الطلب على السيولة إلى التضحية بربحيته وبالتالي بموجوداته مما يعني تناقصاً في كفاية رأس مال المصرف، كذلك فإن طبيعة موجوداته وودائعه بوصفهما الأدوات التشغيلية لتحقيق الأرباح لهما تأثير كبير على السيولة ومن خلالها على الربحية وبالتالي على كفاية رأس المال. كذلك فإن المصرف قد يحقق خسائر معينة بسبب ما يواجهه من مشاكل مصدرها عدم قدرته على مواجهة التزاماته، أي عدم قدرته على تلبية الحاجة من السيولة اللازمة قد تقود إلى تصفية تدريجية في موجوداته العاملة وقد يلجأ المصرف إلى المصادر التمويلية الخارجية لتغطية حاجته، ولكن هذا يكلفه الكثير خاصة مع تزامن ذلك مع شعور المصارف والمؤسسات المالية المقرضة له بأنه يعاني من مشكل في السيولة، مما يقود إلى خفض الأرباح بسبب ما يدفعه من كلف عالية لتلك الأغراض التمويلية، أيضاً فإن المصرف رغم كل ذلك وحتى في أوقات التصفية فإن المبالغ قد تذهب لأغراض السيولة مما يزيد الأمر سوءاً.

(1) انظر:

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.260- 286.

انظر أيضاً، اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 10 - 38.
 وقد تناول J.Revell العلاقة بين السيولة والقدرة الإيفائية أو ما يطلق عليه كفاية رأس المال وبالتفصيل، انظر،

Jack Revell, **Solvency and Regulation of Banks**, Bangor Occasional Papers in Economics, Op.Cit.

نخلص مما سبق أن السيولة ممثلة بعدم القدرة على السداد حين الاستحقاق أو حين الطلب ترتبط بعلاقة كبيرة ومتينة بكفاية رأس المال، ومحور تلك العلاقة هو الربح الذي يمكن أن يحققه المصرف.

سابعاً

معايير كفاية رأس المال⁽¹⁾

لقد اعتمدت العديد من المعايير والمؤشرات لقياس كفاية رأس المال ومنها:

1 - نسبة رأس المال إلى الودائع :

وتعد معياراً مهماً من المعايير المعتمدة في قياس كفاية رأس المال، وقد استخدم هذا المؤشر في المصارف الأمريكية لغاية بداية الأربعينات حيث تم التخلي عنه في سنة 1942 لأسباب فرضتها الحرب العالمية الثانية، ويعاني هذا المعيار من بعض العيوب منها:

أ - أنه يعتمد على الودائع ولا يأخذ الموجودات بنظر الاعتبار والتي هي بمثابة استخدامات للودائع، وهنا لا بد من أن تؤخذ درجة الخطر التي تعاني منها الموجودات والتي تزيد عن مخاطر الودائع، أو بعبارة أخرى أنها هي التي تخلق الخطر للأموال المودعة.

ب - لما كانت المصارف متباينة في حجم ودائعها، وهذا يعتمد أساساً على حجم المصرف وسياساته تجاه جذب الودائع، مما يعني تبايناً في هذا المعيار على مستوى المصارف في الدولة الواحدة.

2 - نسبة رأس المال إلى الموجودات :

يعتمد هذا المعيار أساساً على الموجودات والتي تمثل استخدامات الأموال،

(1) انظر :

George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. Coleman, **Bank Management**, Op.Cit. pp.260- 286.

انظر أيضاً: اتحاد المصارف العربية، مقررات لجنة بازل، مرجع سابق، ص 10 - 38.
وقد تناول J.Revell معايير كفاية رأس المال وبالتفصيل انظر،

Jack Revell, **Solvency and Regulation of Banks**, Bangor Occasional Papers in Economics, Op.Cit.

والتي بمعظمها أموال الغير من الودائع، وقد شاع استعمال هذا المعيار كثيراً بعد الحرب العالمية الثانية، ويؤخذ عليه أنه لا يميز بين الموجودات والتي تتسم بأنها أنواع كثيرة ومتعددة منها: موجودات ذات خطورة عالية وأخرى لا تنطوي على أي خطر، وبالتالي فقد اعتبرت من المعايير التي تعترضها بعض السلبيات ولا بد من إيجاد البديل لذلك.

3 - نسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر :

يعتمد هذا المعيار على العلاقة بين رأس المال من جهة والموجودات الخطرة من جهة ثانية، إذ تصنف الموجودات إلى موجودات محفوفة بالمخاطر، وأخرى موجودات مخاطرتها منخفضة أو ربما عديمة المخاطرة، والمخاطرة التي غالباً ما ترتبط بموجودات المصرف هي غالباً ما تكون مخاطر ائتمانية، وبالتالي فإن ارتباط رأس المال بالموجودات التي تكون خطورتها عالية هي أقرب إلى مفهوم كفاية رأس المال، كونها الأداة التي تقي المصرف الخسائر المحتملة المتوقعة وغير المتوقعة، والنتيجة عن الإتجار بالموجودات ذات المخاطر العالية.

4 - نسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر والمرجحة :

لغرض وقاية المصرف من أخطار عدم السداد والدفع والنكول من قبل الأطراف الدائنة والمقترضة من المصرف، ويعتمد هذا المعيار على نسبة رأس المال إلى درجة الخطر لكل موجود من الموجودات، وذلك من خلال ترجيح الخطر بحجم الموجود ثم نسبة رأس المال إلى حجم الموجودات المرجحة.

ثامناً

المعيار الدولي لكفاية رأس المال

لقد شهد العالم تطورات سريعة وكبيرة في عالم المال والمصارف خلال عقد السبعينات وقد لاحظنا ذلك من خلال الفصول السابقة، وكان التوسع في عمليات الإقراض الدولي كبيراً ومتنامياً من قبل المصارف الدولية بفعل الفائض النقدي الذي تراكم بفعل الإيداعات الدولية الناتجة عن التغيرات المالية والاقتصادية التي حصلت في تلك السنوات ومنها الزيادة الكبيرة في أسعار النفط مما خلق فوائض لدى الدول النفطية، فزادت الإيداعات في المصارف الدولية وشكل عرضاً كبيراً للأموال عندها، وفي المقابل فإن تلك الزيادة دفعت العديد من الدول غير النفطية للاقتراض

من المصارف الدولية لغرض سد العجز الحاصل لديها، وقد قادت تلك القروض الدولية الدول النامية للعديد من المشاكل ومنها مشكلة المديونية وعدم القدرة على خدمة الديون مما ترتب عليه مخاطر عديدة واجهتها المصارف وازداد حجم الديون المتعثرة، مما دعا الدول المتقدمة إلى الاهتمام بمفهوم كفاية رأس المال وموضوع توحيد الأنظمة الرقابية ومنظومات السيطرة على المصارف والاهتمام برؤوس أموالها.

لقد تبنت المصارف المركزية في الدول المتقدمة تلك المهمات الرقابية وأقامت نظام دولي للتعاون في الرقابة والإشراف وكان ذلك في سنة 1975 وانتهت بلجنة الرقابة التابعة لبنك التسويات الدولي والتي يطلق عليها لجنة بازل، وفي سنة 1988 صدر قرار اللجنة المذكورة بتطبيق معايير قياسية لكفاية رأس المال، وقد تم اعتماد معيار خاص بها مضمونه نسبة رأس المال إلى الموجودات عالية المخاطر وتم تحديد أوزان لدرجة المخاطر تلك والخاصة بالموجودات وأطلق عليه بنسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر والمرجحة بالأوزان.

يستند المعيار الذي اعتمدته لجنة بازل الربط الكبير بين رأس المال من جهة والموجودات ذات المخاطر من جهة أخرى، وقد تم اعتماد طريقة الترجيح بالأوزان، والهدف الأساس الذي جاء من أجله يكمن في تنظيم وتهيئة العمل المصرفي الدولي وقد حدد الدول وطبيعة المخاطر التي يمكن أن تتعرض إليها، والأهم من كل هذا أن مقررات لجنة بازل تركت للمصارف المركزية الممثلة للسلطة النقدية أمر كفاية رأس المال وقد حددتها بنسبة 8% في الدول المتقدمة الأقل مخاطرة ونسبة 10% في الدول النامية ذات المخاطر العالية. كذلك فإن لجنة بازل استطاعت أن تنبه المصارف الدولية وإدارتها إلى موضوع غاية في الأهمية رغم أن المصارف تدرك ذلك لكن اختلاف السياسات المصرفية والاستراتيجيات في المصارف الدولية ساهم في بلورة الأهمية الكبيرة لعمليات الإشراف والرقابة على كفاية رأس المال، لأن تأثير مصرف وانهيائه لا يتم بمعزل عن المصارف الأخرى فالمصارف بمثابة السلاسل المتصلة الواحدة بالأخرى فانهيار مصرف يعني انهيار النظام المصرفي العالمي، وقد كان عقد السبعينات كافياً لإضافة المزيد من الخبرات المصرفية بهذا الاتجاه.

تاسعاً

أهداف معيار كفاية رأس المال

- 1 - وضع قواعد أساسية للعمل المصرفي الدولي، ذلك أن المصارف الدولية وخاصة بعد منتصف عقد السبعينات قد ازداد نشاطها بشكل كبير جداً، وحدثت الكثير من المشاكل المالية والمصرفية الدولية مما استدعى وضع أسس وقواعد لتنظيم العمل المصرفي الدولي.
- 2 - ترشيد المصارف إلى كيفية التعامل مع الخطر بوصفه عاملاً مهماً في الربح والخسارة، وكيفية التعامل مع الموجودات ذات المخاطر العالية.
- 3 - محاولة ربط رأس المال بالموجودات والمخاطر التي تعترضها في العمل المصرفي.
- 4 - خلق نوع من التوازن بين السياسات المصرفية التي تذهب باتجاه حماية الودائع وهي ممتلكات المودعين وأحد أهم مصادر أموال المصرف.
- 5 - تفعيل الإشراف والرقابة المصرفية من قبل الجهات المعنية المحلية والدولية.

عاشراً

المقومات الأساسية لمقررات لجنة بازل

ويمكن النظر إلى المقومات التي استندت عليها لجنة بازل في مقرراتها وتلخيصها بما يأتي:

1 - رأس المال:

يعد رأس المال في المصرف من أهم المقومات التي استندت عليها لجنة بازل في مقرراتها فهو يشكل الخط الدفاعي والوقائي للمصرف، ويقسم إلى:

أ - رأس المال الأولي أو الأساس : Core Capital :

ويقصد به رأس المال المقابل للأسهم أو ما يسمى برأس المال المدفوع، مضافاً إليه الاحتياطيّات المفصّل عنها والأرباح المحجوزة والاحتياطيّات العامة والقانونية.

ب - رأس المال المساند والتكميلي : Supplementary Capital :

ويقصد به كل العناصر التي لها صفة رأس المال والتي يمكن لها أن تدعم المصرف وقدرته المالية . ويمكن لها أن تغطي أية خسارة محتملة . وغالباً ما يتكون هيكل رأس المال المساند أو التكميلي من العناصر التالية :

- 1 - الاحتياطات غير المفصح عنها .
- 2 - مخصصات إعادة التقييم .
- 3 - مخصصات ديون مشكوك في تحصيلها .
- 4 - الأدوات الرأسمالية المتنوعة من أسهم وأدوات الدين .
- 5 - القروض المساندة بآجال لا تقل عن 5 سنوات .

2 - نظام أوزان الخطر :

لقد صنفت الموجودات تبعاً لخطر الائتمان التي يمكن أن تتعرض لها، ولهذا تنوعت أوزان الموجودات بين فئات تراوحت بين صفر كأقل حد ممكن حيث عدم وجود الخطر، وبين 100% كأعلى وزن للخطر الذي يمكن أن تتعرض له الموجودات، ولما كانت هذه الموجودات بمثابة التوظيف لأموال المصرف فإنها مما لا شك فيه عرضة للعديد من المخاطر والتي منها :

- 1 - خطر الالتزام .
- 2 - خطر التحويل .
- 3 - خطر أسعار الصرف .
- 4 - خطر أسعار الفائدة .
- 5 - خطر القروض .

أمام هذه الأنواع الكثيرة للخطر، فإن الموجودات سوف ترتبط بهذه الأخطار وبالتالي تحسب على هذا الأساس .

3 - الحد الأدنى لنسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر المرجحة :

لقد أقرت لجنة بازل حداً أدنى لهذه النسبة، وقد بلغت 8%، وقد تركت اللجنة للسلطات النقدية المحلية زيادتها حسب ما تقتضيه الظروف أو الحاجة .

4 - تصنيف الدول :

لقد صنفت لجنة بازل دول العالم إلى صنفين، الأول يضم الدول الصناعية التي تدرج في منظمة الدول الصناعية للتعاون الاقتصادي والتنمية بالإضافة إلى سويسرا والمملكة العربية السعودية، والصنف الثاني من دول العالم يضم بقية دول العالم عدا ما ورد في الصنف الأول.

5 - معالجة العمليات المصرفية الدولية التي لا تظهر في الميزانية :

لقد أقرت لجنة بازل ضم كل العمليات المصرفية التي لا تدخل في الميزانية إلى داخل الميزانية ومعالجتها وربطها بكفاية رأس المال.

هيكل الموجودات بموجب مقررات لجنة بازل

أولاً: الموجودات عند درجة خطر منخفضة، الخطر = صفر %.

● النقد.

● التزامات الحكومة والمصرف المركزي وبالعملات الوطنية.

● التزامات الدول الصناعية ومصارفها المركزية.

● التزامات مضمونة منها النقدية أو بضمان الحكومة.

ثانياً: الموجودات عند درجة خطر متوسطة، الخطر لغاية 50 %

● التزامات مؤسسات القطاع العام وقروضها.

● التزامات المصارف المرخصة من الدول الصناعية.

● التزامات مصارف التنمية.

● التزامات لقروض تقل استحقاقاتها عن سنة.

● قروض تم تسنيدها بعقارات لأغراض السكن.

ثالثاً: الموجودات عالية الخطر، الخطر 100 %

● التزامات القطاع الخاص.

● التزامات من مصارف خارج الدول الصناعية استحقاقاتها لأكثر من سنة.

● التزامات شركات تجارية.

● الموجودات الثابتة.

● الاستثمارات الأخرى.

- أدوات رأسمالية صادرة من مصارف أخرى .
- موجودات أخرى .

6 - أخطار أسعار الصرف والفائدة :

لقد أقرت لجنة بازل في مقرراتها اعتماد نسبة محددة بهدف تحويل العمليات ذات الأخطار الكبيرة في أسعار الصرف والفائدة، وإدخال مبالغ تلك الصفقات داخل الميزانية، وقد تم اعتماد طريقتين الأولى: تستند على حساب كلفة استبدال التدفق النقدي في السوق ذات المخاطر العالية والخاصة بسعر الصرف وسعر الفائدة بعد تعذر الطرف الملتزم من سداد التزامه، ويتم إضافة معامل التحويل الذي يعكس درجة التعرض المستقبلي للأخطار، والطريقة الثانية، تستند على اعتماد معامل التحويل لكل حالة بصيغة مستقلة.

الخلاصة

تناول الفصل الخامس وبالتفصيل عدة مواضيع تخص إدارة القروض الدولية، وذلك عبر أربعة مباحث ناقش المبحث الأول الهياكل المالية للمصرف تمهيداً للتعرض للقروض الدولية بوصفها من أهم بنود ميزانية المصرف الدولي، وجاء المبحث الثاني ليعطي الأسس النظرية للتمويل بالقروض، أما المبحث الثالث فقد تطرق إلى السيولة وكفاية رأس المال وكيفية إدارتهما في التعاملات المصرفية، وختم الفصل بالمبحث الرابع والذي اهتم بكفاية رأس المال في التمويل الدولي بوصفها معياراً مهماً من معايير التمويل الدولي ومؤسساته.

الفصل السادس

الأزمة المالية دراسة
في الظواهر والأسباب
والتشخيص والمعالجة

مقدمة

إن واحداً من أهم العناوين التي يتم تداولها الآن وفي مختلف المحافل المالية الدولية هي الأزمات المالية، وتعد أحد معطيات عصر العولمة، فإذا كانت الأزمة المالية تحدث كل عقد أو ربما كل عقدين من السنين، فإنها الآن باتت شيئاً مألوفاً يتكرر في العديد من الدول والأقاليم سنوياً أو ربما كل سنتين، فقد حفل عقد التسعينات بالعديد من الأزمات المالية، وبدأت آثارها واسعة وتتسارع في الانتشار، فما هي الأزمة المالية وما هي النظريات التي تفسرها كواحدة من أهم الظواهر المالية؟ يتعرض الفصل ضمن أربعة مباحث إلى الأزمة المالية فيتناول المبحث الأول مفهوم الأزمة المالية ومظاهرها، ويركز المبحث الثاني على النظريات التي تفسر الأزمة المالية وما هي أهم الأزمات التي شهدتها عقد التسعينات، أما المبحث الثالث فإنه يناقش موضوع إدارة الأزمة المالية، ويذهب المبحث الرابع إلى مناقشة أحد المفاهيم الحديثة في الوقاية من الأزمات المالية.

المبحث الأول

الأزمة المالية : الظاهرة والمفهوم

أولاً

مظاهر الأزمة المالية

إن تكرار حدوث الأزمات المالية في السنوات الأخيرة يعد أمراً مثيراً للجدل والانتباه، فهي ظاهرة حديثة من نوعها ولم يشهد العالم لها مثيلاً من قبل، وسرعان ما ينسحب الموضوع على أن هناك خللاً تعاني منه النظم المالية الوطنية والدولية، في أدائها وهياكلها ومنتجاتها، فلقد مر عقد التسعينات وترافقت معه العديد من الأزمات المالية الإقليمية والوطنية ولقد كانت البداية المكسيك وأزمته المالية في سنة 1994 وأعقبته دول شرق آسيا في سنة 1997، ثم جاءت أزمة روسيا الاتحادية سنة 1998، ومن بعدها كانت أزمة البرازيل 1999، والمتابع لسلسلة هذه الأزمات وطبيعتها وظروفها وخاصة تلك التي أعقبت سنة 1990 يلاحظ ببساطة أن لها سمات مشتركة تجمع بين مظاهرها، وتوصف بكلمة واحدة أجمعت عليها العديد من الدراسات بأنها أزمات ثقة وأن منشأها حساب رأس المال لا الحساب الجاري، ومن هنا اكتسبت أزمات التسعينات مظهراً لم يكن مألوفاً فيما سبق، فكل الأزمات سابقاً كان منشؤها الحساب الجاري، وما أن حلت التسعينات بكل مظاهرها الجديدة ومفاهيمها الحديثة إلا وأسبغت على أزماتها المالية صفات جديدة، فهي إذن ليست مشاكل مدفوعات كالتي كانت سائدة في الدول النامية، وإنما هي مشاكل تتعلق بتدفقات رأس المال والتي يكون حساب رأس المال مسؤولاً عنها⁽¹⁾.

(1) انظر :

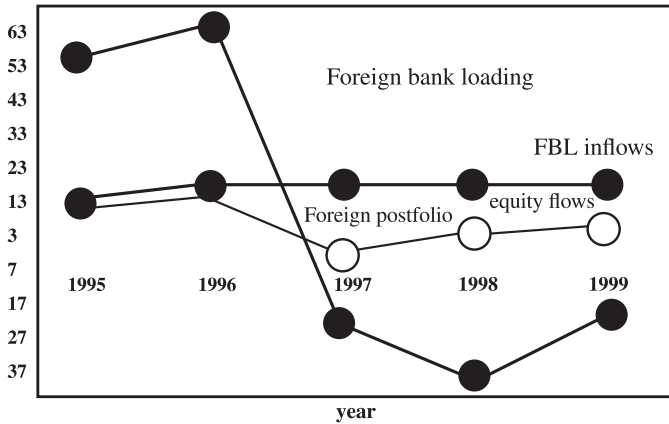
Montek S.Ahluwalia, **The IMF and The World Bank in The New Financial Architecture, International Monetary And Financial Issues For The 1990s**, Vol.XI, United Nations, New York and Geneva, 1999, p.5.

لقد شهدت الدول النامية وخاصة دول الأزمات تحولات كبيرة وأهمها تبني سياسات التحرر المالي، بعد أن كانت قيودها كبيرة وآلياتها معقدة وخاصة فيما يخص حركة رأس المال، وبهدف التكامل مع الأسواق العالمية، وتحسين وتعزيز حركة تدفقات رأس المال الدولية، والظاهرة التي اجتمعت عليها تلك الدول، أنها كلما تحسنت وتطورت حركة رأس المال وازدادت تدفقاته كلما كان هناك مزيد من عدم الاستقرار ومزيد من الأخطار واجهتها تلك الدول. ولقد عاشت الأسواق المالية نشاطات مسعورة ومثيرة وامتدت آثارها لكل حلقات المجتمعات وطالت الملايين من البشر ممن لهم علاقة مباشرة أم غير مباشرة، وانساقَت تلك الآثار لتشمل الأسواق الدولية في بقاع عديدة من دول العالم⁽¹⁾. وبعبارة موجزة إن كل مظاهر الأزمة المالية تنعكس عبر حركة رأس المال وتدفقاته الداخلة والخارجة وبالتالي فإن السؤال الذي يبرز الآن هو إذا كانت تلك المظاهر عما سوف يحدث؟ هذا ما تعمل على إثباته مؤسسات ومنظمات دولية كبيرة. ودعونا نأخذ أمثلة من واقع حال الأزمات التي مرت خلال السنوات الأخيرة ومنها أزمة دول الشرق آسيوية.

إن ملاحظة الشكل (1) يمكن أن يظهر وبوضوح التغيرات في حركة تدفق رأس المال بعناصره الأساسية الثلاثة صافي القروض المصرفية الأجنبية أولاً، وصافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر ثانياً، وصافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفطي، ويظهر حجم التغير الحاصل في هذه العناصر، إذ يتضح أن صافي القروض المصرفية الأجنبية قد انخفضت وبشكل كبير خلال سنة 1996، واستمرت بالانخفاض لتصل إلى حدها الأدنى في سنة 1998، وكذلك الحال بالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي المحفطي، ولكن بدرجة أقل من صافي القروض، أما العنصر الثالث وهو صافي الاستثمار الأجنبي المباشر فإن تأثيره طفيف جداً مقارنة بالعصر الأول والثاني، وبالتأكيد أن لهذا ما يبرره ذلك أن هذا النوع من الاستثمار تكون الشركات متعددة القومية مسؤولة عنه، ولهذا استطاعت الشركات ومن خلال فروعها وتوابعها أن تدير عملياتها الرأسمالية، فاعتبرت ذلك الانخفاض فرصة عليها أن تقتنصها، وهذا ما فعلته الشركات متعددة القومية في إطار إدارتها لعملياتها أثناء الأزمة المالية الشرق آسيوية.

(1) انظر :

UNCTAD, World Investment Report 1999, United Nations, New York and Geneva 1999, p.56.



الشكل (1)

تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والمحففظي
وتدفق القروض الأجنبية إلى خمس دول آسيوية متأزمة مالياً

أما الحالة الأخرى التي يمكن ملاحظتها كظاهرة مرادفة للأزمة المالية في حالة المكسيك، والملاحظة الجديرة بالاهتمام، أن التدفق الداخل للاستثمار الأجنبي المباشر قد ارتفع من 6715 مليون\$ في سنة 1993، إلى 12362 مليون\$ في سنة 1994 وهي سنة الأزمة، ثم انخفض إلى 9526 مليون\$ في سنة 1995، أما التدفق الخارج للاستثمار الأجنبي المباشر فقد ارتفع من -110 مليون\$ في سنة 1993 إلى 1058 مليون\$ في سنة الأزمة 1994، ثم عاد وانخفض إلى -263 مليون\$ في سنة 1995. إن الملفت للنظر أن حدوث الأزمة المالية يعد دافعاً للشركات المتعدية القومية لشراء المزيد من الموجودات الثابتة والمنتجة في دولة الأزمة خاصة وأن عملتها قد فقدت المزيد من قيمتها، وبالتالي فإنها فرصة لتلك الشركات لضخ المزيد من الأموال كاستثمارات أجنبية مباشرة لدولة الأزمة⁽¹⁾.

إن الظاهرة الأخرى والملفتة للنظر والتي برزت في حقبة التسعينات تتمثل في مدى قدرة الدول النامية على تقييم الأخطار التي تواجهها والناجمة عن الاندماج بالسوق الدولية والعالمية. ولما كانت هذه الدول ذات اقتصاديات ضعيفة وغير قادرة على استيعاب التغيرات والظروف الاقتصادية العالمية، فإنها تظهر بمظهر الدول غير المستقرة اقتصادياً، وبالتالي فإن سمة عدم الاستقرار ستعكس على

(1) انظر:

UNCTAD, *World Investment Report 1999*, United Nations, New York and Geneva 1999, pp. 479- 485.

إدراك وفهم المستثمرين وقدرتهم على اتخاذ القرار مما يعني ضمناً أن هناك حالة من عدم الثقة تتسم بها العلاقة بين المستثمر وبيئته الاستثمارية . وأن ما يزيد الأمر سوءاً هو حال التشوهات المعلوماتية في تلك الدول وأسواقها المالية ، ولهذا فإن أحد أهم مظاهر الأزمة انعكاس التشوه المعلوماتي لدى المستثمرين وخاصة المحفظيين منهم ، والذين يتعاملون مع سوق رأس المال ، إذ أن حاجتهم مزمنة للمعلومات فيما يخص السوق والبيئة التي يتعاملون معها والمحيطه بهم ، وتصبح هذه الظاهرة من الظواهر المبالغ فيها في بعض الأحيان ، ولكن من يلحظ تأثيرها السلبي واستجابتها السلبية يدرك قوة أثر هذه الظاهرة في انعدام الثقة التي نوهنا عنها في البداية ، وأيضاً دورها الكبير في خلق عدم الاستقرار نفسه . يتضح مما سبق أن الحالة الفردية لمستثمر تترافق مع الحاجة المتزايدة للمعلومات وبأرجحية عالية فتصبح سلوكاً جماعياً لكل المستثمرين ، وهنا يسري الخطر بسرعة شديدة كالعدوى المستشرية فيزيد الطين بلة وتتأزم الحالة وبشكل كبير ويصبح الأمر ظاهرة من ظواهر الأزمة المالية . وإن السلوك المدعور للمستثمرين المترافق مع صعوبة التنبؤ حتى بالمستقبل المنظور ، وغياب عامل الاستقرار كلها مظاهر تسرع من الأزمة المالية وتفاقمها⁽¹⁾ .

ولقد تعاقبت الأزمات المالية خلال الفترة ما بعد 1990 فكانت أزمات مظاهرها وسماتها غير ما سبق ولعل الوصف الذي سبق ذكره ، والذي يؤكد التقلبات الاقتصادية وعدم الاستقرار ، يعبر عنه بجملة مؤشرات عن الأداء الاقتصادي ، خلاصتها ما يلي :

لقد تنابعت الأزمات المالية والنقدية بعد أن دخلت الدول مرحلة التحرر المالي وتخفيف القيود على أسواق رأس المال الوطنية والدولية تجاه التدفقات الداخلة لرأس المال ، والملاحظ أن هناك زيادة كبيرة في حجم رأس المال الداخل نسبة إلى الدول النامية ككل وأيضاً قياساً بقدرة هذه الدول على استغلاله بكفاءة وفعالية وتحقيق مزيد من الأرباح ، وقد أعقب ذلك فترات زمنية نقلت تلك الموارد والاحتياطيات من الدول المعنية إلى الدول المتقدمة ، والصورة المهمة لتلك التدفقات ونمط التعامل معها قد تمثل في محاولة خفض كلفة التمويل باقتراض المزيد من الأموال من مصادر تمويلية رخيصة ومن الأسواق الأجنبية ، مما يعني

(1) للمزيد انظر :

عدم توازن مضطرد بين المطلوبات من العملات الأجنبية والموجودات منها، وكذلك فإن بحث الأموال الأجنبية عن المزيد من الأرباح المتأتية من سعر الفائدة وتبايناتها يعني تأثيراً مباشراً على الحسابين الجاري ورأس المال في ميزان المدفوعات وهو مكنم الأزمة .

هذه الصورة أعلاه هو ما تشترك به كل الأزمات المالية التي تلت سنة 1990، ولكن تبقى هناك اختلافات كبيرة بين أزمة وأخرى من حيث ظروفها ومتغيراتها وعمق أسبابها وتأثيراتها، ففي كل الأزمات تظهر هناك محاولات لتغيير نمط التدخل السريع في نظام سعر الصرف والذي يقود إلى فقدان الثقة بالعملة وانهيارها . ففي دول شرق آسيا مثلاً وروسيا الاتحادية فإن عدم وجود وقاء وغطاء مقابل المطلوبات من العملات الأجنبية كان له تأثير كبير سبب انهيار النظامين المالي والمصرفي إضافة إلى إفلاس العديد من المشاريع الخاصة، في حين لم يكن هذا النمط حاصلاً في البرازيل فقد كانت المشكلة بنمط آخر وهو غياب القدرة الإيفائية لبعض المصارف والتي سرعان ما حوصرت ولم يعد هناك مزيداً من الانهيار والإفلاس، وفي خضم الأزمة كانت القروض تشكل نصف موجودات المصارف في البرازيل، وأن نسبة كبيرة من تلك القروض كانت قد ذهبت إلى تمويل أنشطة استهلاكية وقد كانت بعملات أجنبية مما شكل تهديداً فعلياً أدى إلى أزمة مالية، والأمر الأكثر أهمية من كل هذا أن البرازيل كانت قد مرت بأزمة قبلها في سنة 1994، وكان النظام المصرفي قد أعاد هيكلة نفسه لغاية سنة 1998، وتم تصفية العديد من المصارف العامة والخاصة ووضع نظام جديد للإشراف وفق متطلبات ومقررات لجنة بازل، أما في دول شرق آسيا تأتي المصارف المركزية لتتدخل وفي العديد من الحالات والمناسبات فتفرض بعض القيود على القروض التي تمنحها المصارف بالعملات الأجنبية، إضافة للعديد من القيود على العملات الأجنبية .

مظاهر كثيرة وأنماط متعددة وآثار متباينة ومعالجات نظرية قد تأتي أكلها عاجلاً أم آجلاً، والجوهر واحد في كل أزمات ما بعد سنة 1990، ورغم كل هذا فيمكن تقسيم فئات المجتمع إلى رابح وخاسر، فلكل أزمة فئات تربح وأخرى تخسر، سلبيات وإيجابيات، منافع وكلف، ومحورها الرئيسي هو انخفاض قيمة العملة الوطنية لدولة الأزمة، أو انخفاضات متباينة ومستمرة في

- عملات دول الأزمة الإقليمية ، وللوقوف على أهم مظاهر الأزمة⁽¹⁾ :
- أ - الانخفاض الكبير والمفاجئ في قيمة العملة .
- ب - انهيار النظام المصرفي والمالي .
- ج - تعطل عمل آليات سوق الأوراق المالية كأداة للتسعير والتقييم .
- د - عزوف جماعي للمستثمرين عن الاستثمار .
- هـ - تغيرات سريعة غير متوقعة بالعناصر المكونة لرأس المال الوطني والأجنبي .
- و - تعطل آليات التنبؤ المعول عليها في السوق .
- ز - سلوك عشوائي لمؤسسات الحكومة الرقابية والإشرافية .
- ح - سلوك مالي مضطرب للفرد والمنظمة والمجتمع .
- ط - إحجام عن الإنفاق إلا للضرورات القصوى .
- ي - عدم قدرة على سداد الالتزامات وعلى كل المستويات .
- وبعد ، فكيف نفهم الآن الأزمة المالية؟

ثانياً

مفهوم الأزمة المالية

لقد ذهب تقرير الاستثمار العالمي لسنة 1999 حالة البرازيل بأنها مستقرة اقتصادياً ، وشرح بالتفصيل ذلك الوضع المستقر وحالة الاندماج التي يشهدها الاقتصاد البرازيلي بالاقتصاد العالمي من خلال الشركات المتعدية القومية وأداتها الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقاته المستمرة والمستقرة ، ودور المصرف المركزي البرازيلي وحجم الإيرادات التي حققها عبر عمليات الخصخصة إلى غير ذلك من المنافع والمزايا والإيجابيات⁽²⁾ ، وإذ كنا نقرأ كل هذا في أحد أهم التقارير العالمية

(1) للمزيد عن مظاهر الأزمة المالية انظر :

Percy S. Mistry, Coping With Financial Crisis: Are Regional Arrangement The Missing Link? **International Monetary And Financial Issues For The 1990s**, Vol. X, United Nations, New York and Geneva, 1999, pp.93- 103.

(2) انظر :

UNCTAD, **World Investment Report 1999**, United Nations, New York and Geneva 1999, pp.61- 65.

ولأهم منظمة دولية (يونكتاد)، فإن الأزمة المالية تعصف بالبرازيل وتقلب كل شيء رأساً على عقب، ويقولون: تلك هي سمات الاقتصاد الحر. يتضح من هذا «أن الأزمة ما هي إلا تغيرات مفاجئة تؤثر على السوق المالية وعملياتها، وتحدث آثارها في الآجل القصير والبعيد، إنها تغيرات قد تكون لها أسبابها المباشرة مثال ذلك أزمة الاثنين الأسود في سوق نيويورك للأوراق المالية في سنة 1987، وقد تكون لها أسبابها غير المباشرة مثال ذلك أزمة دول شرق آسيا، وقد تجتمع الأسباب المباشرة وغير المباشرة لحدوث الأزمة مثال ذلك أزمة البرازيل وروسيا الاتحادية، وإذا كانت الأزمة توصف بسقوط الكرة التي تتدحرج على منضدة مستوية، فقد يكون سقوطها سريعاً إذا كان تدحرجها سريعاً، وقد يكون سقوطها بطيئاً إذا كان تدحرجها بطيئاً».

إن الأزمة المالية عادة ما تبدأ بأزمة نقدية، ومن ثم تتفاقم إلى أزمة مالية وبعدها تمتد لتغطي كل الأنشطة الاقتصادية، والأمر المهم الذي يجب فهمه وإدراكه إدراكاً عميقاً هو أن كل أزمة تختلف عن الأخرى في مظاهرها وأسبابها ونتائجها وآثارها مما يعني ضمناً أن كل أزمة ستختلف معالجاتها عن الأخرى، ومن الخطأ تطبيق الوصفة الواحدة على كل الأزمات، ولهذا فلكل أزمة معالجاتها التي يجب أن تطبقها بعيداً عن التقليد والنسخ، ولذا يلاحظ فشل العديد من المعالجات المنسوخة، وبالتالي يمكن القول، إن هذا العمل يحتاج إلى جهود كبيرة وطنية وإقليمية أساساً قبل أن تكون مستوردة ووصفات جاهزة، ولكن هذا لا يمنع أن تتلقى الحكومة الاستشارات والنصح.

إن المفهوم الواسع لعدم الاستقرار في الاقتصاد وعدم القدرة على اكتشاف المستقبل والتنبؤ به وتوقع مسارات متغيراته وفقدان الثقة العامة بالاقتصاد، وعدم قدرة المفاتيح المالية الأساسية للاقتصاد سواء سعر الفائدة أو سعر الصرف للوصول إلى حالة التوازن المستقر. كل هذا يوصلنا إلى تعريف دقيق للأزمة ويوفر للباحثين تعريفاً ولهم جهدهم ومسعاهم للوصول إلى تعريف علمي دقيق وشامل، أما عن حدود هذا التعريف فيكاد يكون تعريفاً عاماً آخذين بالاعتبار كل التوصيفات التي سبقت هذا التعريف لغرض اكتمال كل جوانبه ورسم معالم حدوده.

إلا أن ما يجب التأكيد عليه في خضم هذه الدراسة أن تبايناً واضحاً بين الدول النامية والمتقدمة لا بد من أخذه في الاعتبار، وخاصة على مستوى تطور النظام المالي بأدواته وعملياته وهياكله ومنتجاته أولاً ومستوى تطور الاقتصاد الذي يعمل به ذلك النظام المالي على أساس حجم الإنتاج الكلي والدخل القومي وغيرها من المؤشرات الكلية. وعلى هذا الأساس تتباين الأزمات المالية وسبل معالجتها

والقدرة على إدارتها بين الدول المتقدمة والدول النامية، وقد اتضح أن الدول المتقدمة باتت أحد أهم أهدافها هو كيفية منع حدوث الأزمات المالية ووضع السبل الوقائية لها، وأيضاً باتت قادرة على إدارة أزماتها بنفسها والتحسب لها، وهذا ما لم يتوفر للدول النامية، والتي لا زالت نظمها المالية في طور النمو أو البداية وأن اقتصادياتها هشة ومشوهة في أغلب الأحيان، ولم تؤهلها مؤسساتها لمنع حدوث الأزمة المالية ولم تتوفر لها الخبرات والمهارات لإدارتها، ولهذا تتدخل المؤسسات الدولية لمعالجة الأزمة، وتتدخل الدول المتقدمة في فرض الشروط والالتزامات، وما على الدولة المتأزمة إلا القبول والرضا.

يرتبط مفهوم الأزمة المالية بالذعر المالي، ويقصد بهذا الأخير، حالة الهلع التي يثيرها المستثمرون بعد أن يدركوا حالة الوضع المالي، وأن حالة الإدراك قد تحتاج إلى فترة قد تكون قصيرة وأمدتها ساعات معدودة، وقد تكون أطول من هذا بقليل كأن تكون أياماً معدودة، وبالتالي تخلق نمطاً لسلوك جماعي اتجاهاته عشوائية ومساراته غير محددة وفجائية وهي ما تسمى بحالة الذعر المالي، فإذا كانت هذه الحالة في سوق الأوراق المالية حدثت الأزمة في تلك السوق، وإذا كانت في المصارف حدثت الأزمة في المصارف، وبعد هذه البداية تتفاقم وتتداخل الأمور وتعم حالة الذعر المالي هذه كل أو معظم القطاعات⁽¹⁾.

خلاصة القول أن ضعفاً معيناً في النظام المالي أو المصرفي أو في أدواتهما أو عملياتهما أو ربما بهيكلهما وهي قد تكون القشة التي تقصم ظهر البعير، بعبارة أخرى أن أي حالة ضعف يمكن أن تؤدي إلى حالة الانهيار الكامل أو حالة الأزمة المالية.

(1) انظر :

Montek S.Ahluwalia, *The IMF and The World Bank in The New Financial Architecture*, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.4- 9.

المبحث الثاني

نظريات الأزمة المالية

مقدمة

يتناول هذا المبحث النظريات التي يمكن أن تفسر الأزمات المالية، فإذا كان المبحث الأول قد وصف الظاهرة ومفهومها وبشكل أولي، لا بد الآن من الوقوف على التفسير المنطقي النظري المدعم بالنماذج وفرضياته العلمية والتي يمكن لها أن تطرح أطراً للإجابة عن الكثير من التساؤلات التي يطرحها المتخصصون والعاملون في الحقل المالي وأيضاً الفئة المثقفة والمهنية في المجتمع، وهنا لا بد من تبسيط هذه النظريات لأغراض أن تتحقق الاستفادة منها وعلى ألا تفقد مضمونها العلمي.

أولاً

النظرية المحاسبية⁽¹⁾

لغرض مناقشة وشرح النظرية المحاسبية للأزمة المالية لا بد من العودة إلى أساسيات المحاسبة للاقتصاد الكلي والتي تقوم على أساس القطاعات الاقتصادية الخمسة التي تشكل الاقتصاد وهي كما يلي:

- قطاع الأفراد.
- قطاع وحدات الأعمال.
- قطاع الحكومة.
- قطاع المال.

(1) للمزيد عن هذه النظرية انظر:

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Vol. X, United Nations, New York and Geneva, 1999, pp.131- 134.

● قطاع بقية أنحاء العالم .

ولنأخذ كل قطاع من هذه القطاعات الخمسة بالشرح والتفصيل ومن خلالها ستوضح أسباب الأزمة المالية .

قطاع الأفراد :

كما نعلم أن دخل الفرد الواحد وبحسب النظرية الاقتصادية، يذهب إلى الإنفاق والادخار، وبالتالي فإن مجموع دخل الأفراد يتوزع إلى ادخار الأفراد وأيضاً إلى إنفاق الأفراد، وإذا علمنا أن دخل الفرد يتكون من أجور العمل، يضاف له أي دخل من الأعمال الأخرى التي يمارسها الفرد مثال ذلك العوائد المتأتية من توزيعات أرباح الأسهم أو ربما الإيجارات، يضاف إلى ذلك أي دخل يتحقق من الحكومة وأيضاً من فوائد مدفوعة عن موجودات مودعة لدى القطاع المالي، وبالمقابل يستخدم هؤلاء الأفراد دخلهم للاستهلاك ودفع الضرائب وربما دفع فوائد للنظام المالي، وبالتالي فإن الفرق بين دخول الأفراد ونفقاتهم يمثل ادخار قطاع الأفراد .

ولو حولنا هذه الكلمات إلى رموز لظهرت كما يلي :

ادخار الأفراد = د

أجور الأفراد = ج

دخل الأفراد من عوائد الأعمال = ع

دخل الأفراد من الحكومة = ح

الدخل المتحقق من الفوائد = ف

الاستهلاك = ك

الضرائب = ض

دفع فوائد = و

ادخار الأفراد = أجور الأفراد + دخل الأفراد من عوائد الأعمال + دخل الأفراد من الحكومة + دخل الأفراد المتحقق من الفوائد - استهلاك الأفراد - ضرائب الأفراد - دفع الأفراد للفوائد .

ويمكن ترجمة ذلك بالرموز :

$$د = ج + ع + ح + ف - ك - ض - و$$

إذن ادخار الأفراد هو الفرق بين مجموع الدخل ومجموع الإنفاق، ووفق الصيغة أعلاه، فإن قطاع الأفراد يعد من القطاعات البسيطة في تعاملها، فما يمسكه الأفراد من أسهم يعد قليلاً، وأن تغيراته بطيئة، وكذلك فإن تعاملاتهم الخارجية قليلة، فنادرًا ما يقرض الأفراد مبالغ خارج حدود الدولة، أي لجهات في خارج القطر الواحد، ونادرًا ما يمسك الأفراد أسهمًا من الخارج، وهذا هو عكس القطاعات الأخرى التي تتعامل مع الخارج أي بقية أنحاء العالم، علماً أن المشكلة الحقيقية تكمن في هذه العناصر، وإذا تعامل الأفراد مع جهات خارجية فغالباً ما تكون بطرق غير نظامية وغير قانونية.

قطاع الأعمال:

ويمكن تطبيق نفس الخطوات الواردة في قطاع الأفراد إلا أن عناصر المعادلة سوف تتغير، فدخل وحدات الأعمال هو من الإيرادات أو ما يطلق عليه بالربح الإجمالي مطروحاً منه النفقات والكلف، فلو رمزنا إلى:

إجمالي الربح قبل استقطاع الضرائب والفوائد = ر

النفقات = ن

الضرائب = ض

دفع فوائد للنظام المالي = و

دفع فوائد لجهات أجنبية = و*

وبافتراض أن و* سوف تحول إلى العملة الوطنية بسعر صرف س.

لذا فإن عنصر الادخار = د

$$د = ر - ن - ض - و - و*$$

الادخار = إجمالي الربح قبل استقطاع الفوائد والضرائب - النفقات -

الضرائب - دفع فوائد للنظام المالي - دفع فوائد لجهات أجنبية.

بعبارة أخرى فإن ادخار وحدات الأعمال، هو عبارة عن إجمالي الربح مطروحاً منه النفقات والكلف والضرائب والفوائد المدفوعة للداخل والخارج مقومة بسعر الصرف للعملة الوطنية، وعلى هذا الأساس تكون الفوائد أحد أهم العناصر المؤثرة في هذه المعادلة، وخاصة عندما تكون الفوائد المدفوعة لجهات أجنبية، فإن أي تغير في سعر الصرف سوف يؤثر على حجم المدخرات لقطاع الأعمال، فانخفاض قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأجنبية يعني مزيداً من النقد سوف

يحول إلى عملات أجنبية لسد مبالغ تلك الفوائد مما يعني الخفض الكبير وغير المتوقع لادخار وحدات الأعمال، وهذا هو فعلاً ما حصل وهو جوهر مشكلة دول شرق آسيا، حيث ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية مع انخفاض قيمة العملة مما أدت إلى الخسائر الكبيرة التي تعرضت لها وحدات الأعمال وقاد الكثير منها إلى الإفلاس .

قطاع الحكومة :

أما ادخار الحكومة فيمكن احتسابه وببساطة بأنه الفرق بين إيراد الحكومة ونفقاتها وبالتالي فإن الإيراد يمثلته الإيراد الضريبي لقطاعي الأفراد والأعمال مطروحاً منه النفقات الاستهلاكية للحكومة، وأيضاً ما تدفعه الحكومة من عوائد للغير والفوائد المحلية والأجنبية كما يلي :

الضرائب للأفراد والأعمال = مج ض

النفقات الاستهلاكية للحكومة = ن للحكومة

دفع الحكومة عوائد للغير = ع

دفع فوائد محلية = و

دفع فوائد أجنبية = و*

وبالتالي تكون معادلة ادخار الحكومة كما يلي :

د للحكومة = مج ض - ن - ع - و - و*

ادخار الحكومة = مجموع الضرائب - النفقات الاستهلاكية للحكومة - دفع

الحكومة عوائد للغير - دفع فوائد محلية - دفع فوائد أجنبية .

القطاع المالي :

يفترض أن تكون مدخرات القطاع المالي مساوية صفراً، ذلك أنه نظام وسيط وبالتالي فإن ما يتحقق من فوائد من قطاعات الأفراد والأعمال والحكومة سوف تغطي مدفوعات الفوائد للقطاعات ونفقات العملية الوسيطة .

قطاع بقية أنحاء العالم :

تمثل مدخرات هذا القطاع المدخرات الأجنبية، وتحسب بالعملة الوطنية بعد أن تقوم بسعر الصرف، وتضم الاستيراد ويضاف لها الفوائد المدفوعة لقطاعي الأعمال والحكومة بالعملات الأجنبية وي طرح منها حجم التصدير وبالعاملات

الأجنبية ، وتحسب كما يلي :

حجم الاستيراد = س

الفوائد المدفوعة = و + و*

حجم التصدير = ت

المدخرات الأجنبية = سعر الصرف (حجم الاستيراد + الفوائد المدفوعة المحلية + الفوائد المدفوعة الأجنبية - حجم التصدير)

د الأجنبية = سعر الصرف (س + و + و* - ت)

إن مضمون ذلك هو أن القطاع الأجنبي أو ما يسمى بقية أنحاء العالم يستخدم جزءاً من مدخراته لتغطية زيادة النفقات على الدخل، وتفسير هذه العملية يظهر وبوضوح في المعادلة أدناه والخاصة بمجموع المدخرات والتي تعني أن مجموع المدخرات ينتج من زيادات الدخل المتأتي من الإنتاج وهو دخول قطاعي الأفراد والأعمال، ذلك أن مجموع هذين العنصرين سيغطي الاستهلاك الخاص والعام وزيادة الاستيراد على التصدير، وإذا حللنا مجموع المدخرات الأجنبية فإنها تساوي مجموع الدخل ناقصاً مجموع النفقات ومجموع فائض الادخار المحلي.

ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة المشار إليها أعلاه:

ادخار قطاع الأفراد + ادخار قطاع الأعمال + ادخار الحكومة + الادخار الأجنبي = دخل الأفراد + أرباح قطاع الأعمال - (نفقات الأفراد + نفقات الحكومة) + معدل سعر الصرف (الاستيراد - التصدير).

وعودة إلى المتساوية الاقتصادية التي تساوي بين الادخار والاستثمار على مستوى الكل، تظهر أن الاستثمار يساوي الادخار في قطاع الأفراد وبعكسه، أي إذا زاد الاستثمار على الادخار سوف يظهر عجزاً تموالياً، وبالتالي يمكن أن تستخدم القروض لتغطية هذا العجز، وأن النظام المالي يمكن أن يوفر تلك القروض، وبالتأكيد فإن مصدرها هي التزامات أو كما تسمى مطلوبات النظام المالي من ودائع أو ربما من خلال زيادة عرض النقد. بعبارة أخرى فإن النظام المالي سوف يسهم في تغطية عجز قطاع الأفراد من خلال ما يقدمه له من قروض، وهكذا الحال بالنسبة للقطاعات الأخرى، الأعمال، الحكومة، إذ يمكن تغطية العجز من خلال القروض المحلية أو الأجنبية.

وبالتالي نخلص إلى أن الادخار الأجنبي هو حصيلة لما يلي:

(استثمار الأفراد - ادخار الأفراد) + (استثمار قطاع الأعمال - مدخراته) +

(استثمار الحكومة - مدخراتها) = الادخار الأجنبي .

ولغرض فهم المعادلة أعلاه لا بد من تفصيلها كما يلي :

أولاً: قطاع الأفراد :

إن الفرق بين الاستثمار والادخار يكون إما عجزاً أو فائضاً، فإذا كان الاستثمار أكبر من الادخار وكان هناك عجز، فإنه يمول من القروض والإصدار النقدي، وبالتالي فإن تغيراً سوف يحصل في القروض مقداره (تغير ق) أو تغيراً في الإصدار النقدي سوف يحصل مقداره (تغير ن).

الاستثمار - الادخار = تغير ق - تغير ن

ثانياً: قطاع الأعمال :

أما العجز الحاصل بين الاستثمار والادخار في قطاع الأعمال فإنه يمول بالقروض المحلية أو الأجنبية، وبالتالي يمكن أن يعبر عن ذلك بالمعادلة أدناه :

الاستثمار - الادخار = تغير القروض ق - تغير القروض الأجنبية ق*

ثالثاً: قطاع الحكومة :

ويمول العجز الحاصل في القطاع الحكومي بين الاستثمار والادخار أيضاً من القروض المحلية أو الأجنبية كما يلي :

الاستثمار - الادخار = تغير القروض ق - تغير القروض الأجنبية ق*

رابعاً: القطاع المالي :

حالة التوازن التي يتمتع بها القطاع المالي يمكن أن يعبر عنها كما يلي :

صفر = التغير في خلق النقد لقطاع الأفراد - (التغير في القروض لقطاع الأفراد + التغير في القروض لقطاع الأعمال + التغير في القروض لقطاع الحكومة) - التغير في الاحتياطيات الأجنبية مضروبة في سعر الصرف .

خامساً: قطاع العالم الخارجي :

وتتحقق حالة التوازن من خلال المعادلة أدناه :

صفر = الادخار الأجنبي - سعر الصرف (التغير في القروض الأجنبية لقطاع الأعمال + التغير في القروض الأجنبية للقطاع الحكومي) + سعر الصرف مضروباً في التغير في الاحتياطيات الأجنبية .

وإذ تفسر النظرية المحاسبية تلك الآليات الماكروية إنما بهدف توضيح كيف تنشأ الأزمة، وأن أكثر الأزمات المالية حدوثاً هي نتائج طبيعية للعجز المالي الذي قد يحدث في القطاع أي قطاع من القطاعات الخمسة وخلاصتها إذا زادت المطلوبات بسبب زيادة القروض المحلية والأجنبية لتمويل عجز ما مع انخفاض قيمة العملة حدث ما لا يسر عقباه ووقعت الأزمة.

ثانياً

نظرية الأزمات نماذج وأنماط⁽¹⁾

كان أهم سمات الأزمات المالية بعد الحرب العالمية الثانية هو زيادة دور التدفقات النقدية، وتستشهد النظرية بالدول التي حدثت فيها أزمات في عقدي السبعينات والثمانينات مثال ذلك تركيا، المكسيك، جنوب أفريقيا ودول أخرى كثيرة. وتستند نماذج هذه النظرية على أن القطاع العام هو السبب الأول والأخير لأزمات الدول النامية، ولقد أوضحت النظرية كيفية نشوء الأزمة تدريجياً، وقد رسمت النظرية السيناريوهات التي يمكن لها أن تفسر أزمة معينة وبافتراض ثبات سعر الصرف وهي كما يلي:

السيناريو الأول:

يستند على المتساوية سابقة الذكر والتي تنص على أن الاستثمار يساوي الادخار، وفي حال زيادة الاستثمار على الادخار يحدث العجز في القطاع الحكومي، ولغرض تغطية ذلك العجز تلجأ الحكومة إلى الديون، وعليه تصبح الحكومة دائنة للسوق الخارجية، بعبارة أخرى فإن هناك زيادة وتوسعاً في الديون الحكومية، ولكي يحقق النظام المالي توازنه، أي توازن الموجودات مع المطلوبات، يعتمد النظام المالي على إصدار العملة مما يؤدي بالنتيجة إلى تغير في قيمة العملة، وعدم استقرارها، وبالتالي يتغير التوازن الخارجي بفعل تغيرات الاستيراد والتصدير الناتجة عن تغيرات العملة، بعبارة أدق فإن زيادة الدين العام وتغطيته بالإصدار النقدي يؤدي إلى خفض في قيمة العملة، فيزيد الاستيراد ويقل

(1) انظر:

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.134- 135.

التصدير ويحدث عدم التوازن في الميزان التجاري والذي يؤدي إلى تآكل الاحتياطيات من العملات الأجنبية، مما يقود إلى تغيرات كبيرة على مستوى الكل يكون لها تأثيراتها الكبيرة على المستثمرين في أموال بالعملة المحلية، مما يقود إلى أزمة مالية.

السيناريو الثاني :

إن العجز الذي يمكن أن يحدث في القطاع الحكومي نتيجة زيادة الاستثمار على الادخار يمول من خلال القروض التي يوفرها النظام المالي للحكومة، ولغرض تحقيق التوازن بين الموجودات والمطلوبات تلجأ السلطة النقدية إلى رفع أسعار الفائدة على الودائع لغرض حفز الأفراد على الادخار، وبهذا يحقق النظام المالي التوازن المطلوب، ولكن المشكلة التي تحصل أن زيادة سعر الفائدة يكون له تأثير سلبي على المستثمرين الأجانب، إذ أن هذا يعد إيداناً بسحب المستثمرين لاستثماراتهم من جهة، ومن جهة ثانية فإن زيادة سعر الفائدة على الإيداع يعني بالمقابل زيادة أسعار الفائدة على القروض التي يمنحها النظام المالي وتدور العملية بشكل مناورات بين زيادة الاحتياطيات من العملات الأجنبية من جهة، وزيادة نمو عرض النقد من جهة ثانية وهكذا تبدأ دورة في حلقة مفرغة فيزيد الضغط على الحساب الجاري وعجزه المستمر والمتنامي وتبدأ الأزمة.

ثالثاً

نظرية الخطر⁽¹⁾

لقد كان الخطر ولا زال موضوعاً تتناوله الأدبيات الاقتصادية منذ ثلاثينات القرن الماضي، وقد كانت محاوره تدور بمعظمها حول دورات الأعمال وما خلفته من آثار سلبية على نتائج الأعمال. إن الفكرة الأساسية للخطر أيضاً تناولتها أدبيات التأمين عند معالجاتها للخطر المادي، أما الأدبيات المالية فبالرغم من أنها قد ترافقت مع الجانب الاقتصادي إلا أن النظرية المالية قد طرحت دوراً كبيراً للخطر وعلى المستويين الجزئي والكلّي. لقد ورد الخطر في نظرية مالية المنشأة في ظل

(1) انظر :

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.135- 136.

ثنائية العائد: الخطر وضمن علاقة تبادلية، فالشركة تبحث عن تعظيم العائد وتقليل الخطر، وكلما كان المشروع ذو عائد أعلى تكون مخاطرته أعلى وهو بهذا يحقق جاذبيته. كذلك فإن المؤسسات المالية التي تساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية فإنها عرضة للأخطار، وتسعى إداراتها إلى وضع الآليات الوقائية لمواجهة الأخطار التي قد تتعرض لها من قبل المقترضين والمتعاملين معها، ولهذا وبعبارة أوضح فإن الخطر يمكن أن يواجه المصارف والشركات والمؤسسات المالية الأخرى والباحثة عن الربح.

لقد واجهت المصارف حقبة طويلة كانت الأخطار قاب قوسين أو أدنى منها وخاصة في عقد السبعينات من القرن العشرين، فاستطاعت أن تبدع وتضع من الأدوات والآليات الجديدة ما يكون كافياً لحمايتها فكان نشوء المشتقات والمستقبلات وعمليات التوريق إلى غير ذلك من الأدوات المالية التي تسهم في تخفيف الخطر وآثاره. وبعد كل هذه التطورات فقد كان لها سلبياتها، وعودة إلى أحداث عقدي الستينات والسبعينات من القرن العشرين تعطي الصورة واضحة حول مجمل تلك التغيرات التي قادتها الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، فكانت هناك استجابة فاعلة لإجراءات جديدة وميكانيكيات محدثة وأهمها معايير بازل وكفاية رأس المال. وطرححت تلك التغيرات دوامة أخرى معاكسة في اتجاهاتها فالمصارف وكفاية رأسمالها تباينت فيما بينها، فهناك المصارف القوية المدعمة لم تلق أي مشكلة تذكر، وهناك المصارف الضعيفة غير المدعمة واجهت العديد من المشاكل في رأسمالها وخاصة تلك العاملة في الدول النامية، مما زاد من أزمات الدول النامية المالية.

يلعب الخطر المالي دوراً كبيراً في تفسير نظريات ونماذج الأزمات المالية، وتساهم نظريات الخطر وبشكل كبير في تحديد أبعاد المشكلة المالية سواء أكانت على مستوى الكل أم الجزء، أو الخاص والعام إلى غير ذلك، في الشركة أم السوق، في القطر الواحد أم الإقليم أو ربما في العالم ككل.

نظرية القبول والعقلانية⁽¹⁾:

إن التوقع الأكثر عقلانية من قبل القطاعين العام والخاص يمكن أن يولدان

(1) انظر:

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.136- 137.

تغذية عكسية مالية وهي بالتأكيد عنصراً إيجابياً بينهم أنفسهم أولاً على مستوى المايكرو الجزئي وثانياً على المستوى الكلي والتي تقود في النهاية إلى عدم الاستقرار وعدم التوازن في النظام المالي . لقد دعم هذه النظرية العديد من الاقتصاديين والماليين وأكدوا في أعمالهم والتي استمرت من الثمانينات ولغاية التسعينات من القرن الماضي ، أن البداية منبعها سعر الصرف النقدي أو الاسمي الثابت كما يسميه البعض والذي كان قد كسب الثقة والعقلانية ، وهو في ذات الوقت يظهر كيف تنشأ العملية غير المستقرة وغير المتوازنة وبحركة عالية والتي تظهر أول ما تظهر في الأسواق المالية وخاصة تأثيرها على التدفقات الداخلة لرأس المال وذلك من خلال ما يحققه الاقتصاد الكلي بواسطة النظام المالي وميزان المدفوعات . إن السيناريو الذي تظهره هذه النظرية يبدو واضحاً من خلال التدفقات الداخلة لرأس المال والتي تدعم نمو الإنتاج الوطني ، وبالتالي فإن عجزاً واضحاً يظهر في الحساب الجاري ومن ثم يتسع ليقود إلى خفض الاحتياطات ومن ثم انخفاض التدفقات الداخلة لرأس المال وتظهر عدم القدرة على دفع الالتزامات .

تأسيساً تلجأ السلطات النقدية إلى رفع سعر الفائدة لحفظ التوازن وجذب رأس المال الأجنبي ، ونتيجة لذلك ينخفض ادخار قطاع الأعمال وعدم القدرة على الدفع والتسييل لا بل وعدم القدرة على سداد الالتزامات النهائية ومن ثم تتضح بوادر الأزمة المالية وتهديداتها ، وأول من يتأثر المصارف التي قد تعلن إفلاسها وتعقبها الشركات الأخرى والتي يكون تأثيرها واضحاً وذلك من خلال مساهمتها في خفض الثقة بسعر الصرف .

المبحث الثالث

الأزمات المالية : التوصيف والخواص

مقدمة

بعد أن استعرضنا المظاهر العامة للأزمة المالية والمفهوم العلمي لها في المبحث الأول، وجاء المبحث الثاني ليتعرض لنظريات الأزمة المالية وباختصار، يركز المبحث الثالث على توصيف لأزمات ما بعد سنة 1990 لما لها من خواص تميزها عن غيرها، والهدف من ذلك يكمن في التعرف على تلك الأزمات بالتفصيل رغم أنها قد تشترك في بعض السمات إلا أن لها عناصرها وتوصيفاتها الخاصة بها.

1 - أزمة المكسيك 1994⁽¹⁾ :

إنها بالتأكيد أزمة مالية قادت إلى ما يسميه البعض الكارثة، والتي كانت آثارها أكبر من أزمة المديونية التي عصفت بها في سنة 1982، وقد كانت المكسيك قد تبنت برامج لحفز النمو والخصخصة وتحرير تجارتها ونظامها المالي، وقد تمثل ذلك في إزالة القيود على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمحفظية ودخول منطقة التجارة الأمريكية وقد برزت السمات الآتية :

أ - لقد انتقل الميزان التجاري للمكسيك من فائض بسيط في سنة 1988 إلى عجز قدره 20 مليار\$ في سنة 1993، وبلغت نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي 6% في تلك السنة، وارتفعت النسبة إلى 9% في سنة 1994 .

ب - لقد بلغت نسبة الفائدة الحقيقية 5% في سنة 1993، أما مؤشر أسعار الأسهم فقد ارتفع من 250 نقطة في سنة 1988/1989 إلى 2500 في بداية سنة 1994 مما أدى إلى تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة، وما أن حل النصف الثاني من تلك

(1) انظر :

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.139- 141.

السنة إلا والتذبذب في أسعار الأسهم وانخفاض سعر الفائدة مما جعل المكسيك أسوأ الدول في الاستثمار .

ج - لقد كان أداء الدولة الاقتصادي جيداً لغاية منتصف سنة 1994، وما أن حل النصف الثاني إلا وقد توالى الإخفاقات فبلغت نسبة الديون المعدومة إلى الناتج المحلي الإجمالي 15٪، وتفاقت عمليات الفشل وعدم القدرة على السداد، بعد أن كان هناك ارتفاع كبير في حجم الائتمانات المقدمة وخاصة لقطاع الأفراد حيث أنفقت معظمها على الاستهلاك .

د - انخفاض قيمة وحدة العملة المكسيكية إلى أكثر من 45٪ وذلك منذ منتصف الثمانينات وسنة 1994، ومن ثم توالى الانخفاض بشكل متسارع .

هـ - إن ارتفاع سعر الفائدة والانخفاض المستمر في هامش الربح لوحداث الأعمال قاد إلى انخفاض حجم الاستثمارات الخاصة والعامة .

لقد أظهرت الشواهد والخبرات في معظم دول أمريكا اللاتينية أن الأزمات المالية فيها كانت تضرب أولاً الأسواق المالية ويعلل ذلك البعض بسبب سياسات التحرر الكبير التي شهدتها تلك الدول . زد على ذلك التذبذب الكبير في الأداء الاقتصادي وعدم استقرارها وتنامي العجز في الميزان التجاري وحجم الأخطار التي بدأت تواجهها تلك الدول كل هذه الأسباب قادت إلى أزمات مالية متعاقبة .

2 - أزمة دول شرق آسيا 1997 - 1998⁽¹⁾ :

تختلف دول شرق آسيا وبحسب أهميتها والأزمة التي عصفت بها من دول إلى أخرى ، وأياً كانت العاصفة التي ضربت شرق آسيا وسواء أكانت مفاجأة أم متوقعة فإنها وقعت كأية أزمة مالية فكان لوقوعها آثار لم تزل قائمة لحد الآن . ولقد وصفت بما يأتي :

أ - تتصف هذه الدول بأن قطاعات الأعمال فيها تحتفظ بعلاقات تاريخية مع الحكومة، فهي مترابطة ومتفاعلة، وتخضع لتدخل الحكومة وسياساتها الماكروية وتشريعاتها .

ب - لقد اعتمدت الشركات في تمويلها على المصارف وبشكل كبير، وقد كان

(1) انظر :

Lance Taylor, Lax Public Sector, Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises., International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.141- 145.

هناك مصارف رئيسية تتولى المهمة، ولهذا اعتمدت إدارات هذه الشركات على التمويل بالمدىونية والتخطيط الطويل الأجل في هذا الشأن، مما يعني أن الشركات وإداراتها اعتمدت نسبة عالية للقروض إلى حق الملكية، فمثلاً تتراوح النسبة الإجمالية في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1,5 خلال عقد السبعينات من القرن الماضي وبين 0,35 في السنوات الأخيرة، وهذا الارتفاع الكبير يعود بالتأكيد إلى السياسات التصنيعية والسياسات الائتمانية التي اعتمدتها تلك الدول.

جـ - لقد كان للمنافسة الكبيرة والحجم الكبير من القرارات الاستثمارية والوفورات التي تحققها بسبب اقتصاديات الحجم أثر قاد إلى الاستخدامات الاستراتيجية في التعامل مع البيئة الاقتصادية العالمية.

د - إن بعض الدول في شرق آسيا هي من الدول التي كانت تعتمد التخطيط المركزي ولكن بعد الانفتاح وجدت تلك الدول نفسها أشبه بالتغيرات السايكولوجية.

هـ - تنامي التجارة البينية بين دول شرق آسيا لتصل إلى 50٪ من حجم التجارة الكلية لها في بداية التسعينات، وكذلك تنامي التجارة الكبيرة مع دول أمريكا اللاتينية بقية دول العالم بسبب تخفيف القيود على سوق السلع بدرجة كبيرة وقد تزامن معها إزالة القيود والإجراءات في سوق رأس المال مع تخفيف في الرقابة على النظم المالية الوطنية.

و - زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمحفظة بسبب تنامي الأسواق ورخص الأيدي العاملة وتوفر المهارات البشرية، فكانت هدفاً للشركات متعددة القومية نحو المزيد من التدفقات الرأسمالية.

ولقد قادت كل تلك الظواهر في الاقتصاديات الآسيوية إلى تنامي كبير وصف بالمعجزة الآسيوية، واستطاعت أن تحقق اندماجاً كبيراً في الاقتصاديات المتقدمة والعالمية، ولكن ما أن دخلت سنة 1996 إلا والتزامات الدول الآسيوية قد بلغت أرقاماً كبيرة فمثلاً كان حجم الالتزامات على كل من أندونيسيا وماليزيا وكوريا وتايلاند 202 بليون\$ في نهاية 1995 وارتفعت إلى 248 بليون\$ في السنة التي أعقبتها وكانت نسبة نمو تلك الالتزامات السنوية 23٪، وفي منتصف 1996 كانت نسبة 70٪ من تلك الالتزامات تخص كوريا وتايلاند قد استحققت أو ربما ستستحق في نهاية السنة وكذلك الحال بالنسبة لأندونيسيا وماليزيا، وفي تلك الفترة بدأت الإشارات

تتواصل منها حجم كبير من القروض لا تقف وراءها موجودات كافية وتحرك أسعار الصرف خارج حدودها المعتادة ومؤشرات كثيرة أخرى كانت بمثابة إشارات قوية للتنبؤ بأزمة مالية ولكن متى يكون الحدث هذا ما لم يتنبأ به .

3 - أزمة روسيا الاتحادية في 1998⁽¹⁾ :

لقد شهدت روسيا الاتحادية تغيرات عنيفة وكبيرة خلال التسعينات من القرن العشرين وما حدث في صيف 1998 هو بالتحديد أزمة عملة ولكن الوجه الاقتصادي لها يكمن في عدم الموازنة في الميزانية بسبب الإجراءات المالية وتخفيفها ويمكن أن نضع لها بعض السمات وأهمها :

أ - المركز المالي للحكومة بسبب القطاع العام والحكومي والحكومات المحلية ، مما قاد إلى عدم توازن في المركز المالي للحكومة ، أدت بالنتيجة إلى مشاكل وضغط كبيرين على عمليات الإنفاق .

ب - إن أحد أهم المشاكل التي قادتها العملة يكمن في ارتفاع الكلفة في الدولة الروسية .

ج - كان لفرض بعض الإجراءات الرقابية على العملة والتدفقات الرأسمالية أثر بالغ على قيمة العملة .

د - فشل بعض السياسات الكلية للاقتصاد والتدخل الكبيرين للسياسة بالاقتصاد .

إذن ذلك الإرث الكبير الذي ورثته روسيا كان بالتأكيد له أكبر الأثر في إظهار نوع من عدم التوازن بين القطاعات مما قاد إلى أزمة مالية كان وقعها صاعقاً على الاقتصاد والمجتمع الروسي لحالة جديدة لم يكن يألّفها في سابق عهده .

العناصر الأساسية للأزمة المالية : عناصر التأزم المالي⁽²⁾ :

بعد هذا الاستعراض الموجز لأهم الأزمات المالية التي حصلت في بداية

(1) انظر :

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.149- 150.

(2) انظر :

Lance Taylor, Lax Public Sector, **Destabilizing Private Sector: Origins Of Capital Market Crises.**, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.150- 153.

عقد التسعينات وقد أعقبتها كل من البرازيل في سنة 1999 في أزمة مالية عصفت بها بعد أن كانت قد صعدتها أزمة مالية في بداية العقد، وكذلك شهدت تركيا أزمة مالية قاسية في سنة 2000م وكانت أسبابها ما شهدته تركيا من عمليات متسارعة في التحول والخصخصة، لم يستطع النظام المالي استيعابها فحدثت الأزمة المالية فيها. أياً كانت الأسباب التي تم استعراضها ضمن الإطار التنظيري وتحت عنوان نظريات الأزمة المالية، وأياً كانت النتائج التي حصدها الدول المتأزمة مالياً فلا بد أن تكون هناك عوامل يمكن أن نقف عندها بعد هذا الإسهاب:

أ - سعر الصرف

إن أحد أهم العوامل أو العناصر التي يمكن أن نقف عندها هو سعر الصرف، فهو أحد أهم الأسباب التي تقود إلى الأزمة المالية، وأيضاً هو أحد مظاهرها، فالمشاكل غالباً ما تظهر عند ثبات سعر الصرف النقدي وخاصة عندما تكون العملة أكبر من قيمتها فيؤثر على القدرة التنافسية والتصدير، فحركة سعر الصرف المحددة وبها مش معين تؤدي إلى التأثير على التجارة الخارجية.

ب - حركة رأس المال :

قد يكون من الصعب جداً لا بل من المستحيل الوقوف أمام انسيابية رأس المال من الدخول إلى دولة معينة أو مجموعة دول، ولهذا تلجأ بعض الدول إلى وضع المعوقات مثل القيود والضرائب وأيضاً الرقابة على حجم رأس المال الداخل أو حجم القروض الداخلة وحتى في الأوقات غير المتأزمة، والسبب في ذلك هو لغرض تفادي وقوع الفجوة أو عدم المطابقة في الميزانية القومية National Balance Sheet بين الموجودات الوطنية والالتزامات القومية وخاصة في الأجل القصير، إذ أن حدوث هذه الفجوة ستقود إلى أزمة مالية لا محالة.

ج - الفجوات : Spreads :

يعمل نظام سعر الصرف الثابت على خلق الفجوات أو اتساعها والمقصود بالفجوة التباين بين أسعار الفائدة ونسب النمو ومؤشرات الأسعار وغيرها، ولهذا يلاحظ وببساطة أن الفرق بين سعر الفائدة في الأجل القصير قد يصل إلى 10٪، كذلك فإن الفجوة يمكن أن تظهر في الفقرات خارج الميزانية مثل المشتقات وغيرها كل هذه الفجوات تقود بالنتيجة إلى أن تكون مصدراً من مصادر الأزمة المالية.

د - الإجراءات : Regulations :

إن عمليات التحرر المالي وتبني سياسات الانفتاح من قبل الدول النامية قد تقود إلى المزيد من الصعوبات لتلك الدول، ومنها مسألة توقيت تلك الإجراءات، إذ يكون من الصعب وضع إجراءات معينة في حالة وجود عدم توازن في النظام المالي، وفي حالة وضعها لا بد أن تظهر بعض المظاهر السلبية منها انخفاض قيمة العملة.

هـ - الحركية غير المستقرة : Unstable dynamics :

ويقصد بها تلك المشكلة التي مصدرها المؤشرات المستمدة من المعلومات المالية والاقتصادية، ومضمون المشكلة أن هناك تبايناً بين المفهوم الحركي المتدفق والذي يطلق عليه Flow والمفهوم الثاني الساكن والذي يطلق عليه Stock وهو المفهوم المختزن إن صح التعبير، ولهذا تصنف المؤشرات إلى أصناف عديدة منها :

المؤشر الأول : المتدفق - المتدفق :

مثال ذلك نسبة الادخار إلى الاستثمار، ونسبة رأس المال كتدفق داخل إلى عجز الحساب الجاري.

المؤشر الثاني : الساكن - المتدفق :

كما نعلم أن القروض متغير متدفق والنتاج المحلي الإجمالي متغير ساكن، وبالتالي فإن نسبة القروض إلى الناتج المحلي الإجمالي تعد من الصنف الثاني للمؤشرات.

المؤشر الثالث : الساكن - الساكن :

ويقصد بها المؤشرات التي تعتمد على بيانات ميزانية النظام المالي مثال ذلك نسبة الديون إلى الموجودات.

إن مجمل هذه المؤشرات يمكن أن تؤثر المشكلة المالية في النظام المالي والتي تعبر عن أزمة مالية مستقبلية.

المبحث الرابع

إدارة الأزمة المالية

مقدمة

لقد حلت التسعينات بأزمات متعاقبة توالى على الدول النامية ابتداء من المكسيك وأزمتها المالية سنة 1994م وانتهاء بأزمة تركيا سنة 1999 - 2000م وفي خلال تلك الفترة تعاقبت الأزمات المالية فشكلت ظاهرة لم يكن يألّفها العالم من قبل وخاصة في الدول النامية. إذا كان القول بأن الأزمة إذا حلت فلا بأس! ولكن المشكلة المستعصية تكمن في إدارة تلك الأزمة ومحاولة تقليل العبء الذي تتحمله الدولة المتأزمة.

أولاً

مفهوم إدارة الأزمة المالية⁽¹⁾

ويعد من المفاهيم الحديثة جداً والتي برزت في التسعينات بشكل كبير ومتداول، خاصة بعد أن بدت الأزمات المالية من الظواهر المألوفة منذ بداية عقد التسعينات، ويمكن القول أن لمفهوم إدارة الأزمة المالية مفهومين، الأول المفهوم الذي يحصر إدارة الأزمة بعد وقوعها، والمفهوم الثاني الذي يشمل إدارة الأزمة قبل وقوعها، أي كيفية التعامل مع المعطيات المالية والاقتصادية الماكروية ومتابعة سلوكها بما يوفر الوقاية اللازمة قبل وقوع الأزمة المالية وتجنب الاقتصاد الوقوع في مطب الأزمة المالية.

إن معظم الأزمات المالية التي حدثت مؤخراً كان لها صدًى إقليمياً متنامياً

(1) انظر:

Percy S. Mistry, Coping With Financial Crisis: Are Regional Arrangement The Missing Link? International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.93- 112.

ومتسارعاً بسبب التداخلات التجارية والاستثمارية بين دول إقليم معين أو منطقة معينة أو ربما قارة بأكملها، وقد شهد العالم منذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي العديد من الأزمات الإقليمية Regional Crises وتبلورت أطر عامة حول إدارة الأزمات المالية والتي تصيب دول الاقتصاديات المفتوحة من الدول المتقدمة والدول النامية والدول المتحولة في اقتصادياتها والتي يطلق عليها بالدول ذات الأسواق الناشئة ومنها دول أوروبا الشرقية وبعض الدول النامية التي حولت اقتصادياتها إلى اقتصاديات مفتوحة، ولهذا لم تعد إدارة الأزمة المالية لدولة معينة أو إقليم معين أو قارة معينة أمراً يسيراً في معالجته، ولهذا قسم العالم إلى قسمين، الأول: الدول المتقدمة، وهي التي تتولى أمر إدارة أزماتها بنفسها، أما الدول النامية فتتم إدارة أزماتها من قبل صندوق النقد الدولي، وهنا يكون الصندوق قد احتكر أمر إدارة الأزمات المالية.

منذ أن بدأت الأزمات المالية تتوالى ومنذ بداية عقد التسعينات، ما أن تقع الأزمة المالية إلا ويختلف المحللون والمختصون والكتاب الماليون بأسباب تلك الأزمة المالية ودوافعها، وما أن توصف المعالجات اللازمة إلا وهناك اختلاف في طبيعة ذلك العلاج وآثاره، فمثلاً عندما وقعت أزمة دول شرق آسيا اختلف المحللون والماليون في الأسباب والمعالجات، وهكذا بالنسبة لأزمات أمريكا اللاتينية ومنها المكسيك والبرازيل، وهكذا، فغالباً ما يتم البحث عن الأسباب، ما هي أسباب الأزمة المالية؟ وكيف يمكن احتوائها ومعالجتها؟ وما هي أسوأ الآثار التي يمكن أن تتركها؟ إلى غير تلك التساؤلات.

إن متابعة تفصيلية لكل الأزمات المالية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين، سواء منها ما حدث في الدول الأوروبية أم في الدول النامية سوف تعطي للمتابع شكلاً خاصاً ومختلفاً لكل أزمة عن الأخرى، فما حدث هنا يختلف في أسبابه ومعالجاته وآثاره عما حدث هناك، لذا لا يمكن المقارنة الشكلية بين الأزمات المالية في دول العالم المختلفة، ولكن هذا يقود إلى وضع سمات عامة لإدارة الأزمة المالية، مع ذكر بعض الأمثلة من هنا وهناك لغرض المقاربة العلمية والتوصيف.

ثانياً

السمات العامة لإدارة الأزمات المالية⁽¹⁾

1 - دور الاحتياطات في التدخل الحكومي الفاعل :

تمارس الاحتياطات دوراً مهماً وكبيراً أثناء وقبل وبعد الأزمة المالية، ولكن ينبغي حسن استخدامها وإدارتها، ولقد تبين بما لا يقبل الشك أن هناك محددات واضحة في استخدام الاحتياطات القومية في كل أو معظم الأزمات المالية في الدول المتقدمة والنامية، وأيضاً فإنها تمنح الحكومة القدرة على التدخل في الوقت المناسب كاستجابة فورية لأية صدمة أو هزة قد تتعرض لها العملة، وتؤدي إلى عدم استقرار التدفق الخارجي لرأس المال في الأمد القصير. رغم هذا فقد كان لهذه الاستراتيجية آثار سلبية في العديد من الأزمات ومنها ما حدث في العديد من دول الاتحاد الأوروبي في سنة 1992 مثل بريطانيا وإيطاليا، وأيضاً ما حدث في المكسيك سنة 1994 وتايلاند سنة 1997، فما حدث هو الحجم الكبير من الاحتياطات التي تتمتع بها هذه الدول وسرعة تدخلها قاد إلى فقدان الثقة ودرجة الموثوقية في سوق العملات الأجنبية والأسواق المالية الأخرى، عكس ذلك يلاحظ في دول مثل سنغافورة وهون كونغ وتايوان في أزمة شرق آسيا فقد حالت دون انهيار الأسواق فيها، فقد كان للاحتياطات الوطنية دور مهم جنباً إلى جنب مع بقية الإجراءات الأخرى.

هذه السمة الإدارية التي يمكن أن تستخدم تبرز أهمية وضرة الموارد المالية والأهم من هذا هو الدعم الذي يمكن أن تتلقاه الدولة من المؤسسات الدولية لمساندة عملية التدخل في الأسواق ودعمها للحد الذي يوقف أزمة السيولة Liquidity Crises عند حد معين ولا يحولها إلى أزمة قدرة إيفائية Solvency Crises. لقد أشرت هذه السمة أهمية كبيرة في أزمة شرق آسيا مثل، فقد بلغت احتياطات آسيا (اتحاد مجموعة الدول الشرق آسيوية) الدفاعية ما يقارب 500 مليار \$ كان لسنغافورة وحدها 165 مليار \$ ولتايلاند 100 مليار \$، وكان هذا في بداية سنة 1997 أثناء الأزمة، ورغم ذلك فقد تركت دول الاتحاد الآسيوي إدارة أزماتها

(1) انظر :

Percy S. Mistry, Coping With Financial Crisis: Are Regional Arrangement The Missing Link? International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.93- 112.

لصندوق النقد الدولي وتجنبته التدخلات الإقليمية . وإن الحاجة إلى التنسيق والتعاون الإقليمي للمحافظة على مستوى العملات والأسواق المالية في الإقليم الواحد، تدعو تدخل الصندوق كمؤسسة دولية أولاً، وفي ظل انخفاض كفاءة النظم المالية للدول النامية ثانياً، وعدم قدرة الآليات والميكانيكيات في إقليم الأزمة ثالثاً.

2- وقف العدوى المالية : Financial Contagion

لقد أشرت الأزمات المالية منذ بداية عقد الثمانينات حيث أزمة المديونية سنة 1982 ومن بعدها تعاقب الأزمات أنها أزمات تصيب العملات والأسواق المالية، وبهذا فإنها تصيب المستثمرين من أفراد وشركات، وتقود بالتأكيد إلى انهيار الثقة وفقدانها، وهذا لا يمكن أن يحدث فجأة، إنما امتداده أشبه بالعدوى، فمثلاً ما حصل من آثار للعدوى في آسيا قد استفحل تدريجياً وبهدوء وقد تباينت إصابات الدول بمدد زمنية تراوحت ما بين ثلاثة أشهر والستة أشهر، فلقد انتشرت العدوى لتشمل معظم العملات والأسواق وطالت حتى الاقتصاديات القوية مثل هون كونغ وسنغافورة وما فيها من مصارف عالمية ومؤسسات أجنبية للاستثمار وشركات متعددة القومية ومؤسسات وطنية وأفراد، وقد كان لتلك العدوى أسباباً منها: عدم القدرة غير المتوقعة لحكومات دول آسيا على احتواء أزمات عملاتها، هذا قاد الصندوق إلى التدخل، وقد كان تدخله بطيئاً وفاشلاً في جولته الأولى ضمن البرنامج المعد لإدارة الأزمة المالية، لكل ذلك فإن العدوى التي فعلت فعلها في العديد من أزمات العقدين الأخيرين في الدول النامية عكس هذا يلاحظ في أزمة أوروبا في سنة 1992. ومن هنا بدأ التمييز مؤخراً بين الدول النامية والدول المتقدمة في معالجاتها وإدارتها لأزماتها فأنيط بالصندوق إدارة أزمات الدول النامية، وترك للدول المتقدمة أمر إدارة أزماتها.

إن الدول النامية التي تتأزم مالياً غالباً ما تبدأ بهدوء ومن ثم تحدث المفاجأة وتفقد الحكومة قدرتها على إدارة الاقتصاد، وهنا يبرز السؤال، حول العمل الذي يقود إلى منع انتشار العدوى واستفحالها؟ إن التعامل مع هذه الكيفية تضع عدة احتمالات، الاحتمال الأول يقوم على التدخل في أسواق تبادل العملات على أساس التوازن الإقليمي والذي ينبغي أن ينظم وبحسب قدرة كل دولة في الإقليم في مواجهة هجمات المضاربة، فمن المحتمل أن يوقف هذا العمل انتشار العدوى المالية للأزمة. أما الاحتمال الثاني فيؤكد أن التدخل في أسواق تبادل العملات

يكون توقعات نجاحه قليلة ذلك أن الخطوط الدفاعية للأسواق المالية ومنها سوق القروض والأسهم وأسواق المشتقات يمكن أن تفعل من خلال تنظيم عملية التدخل المباشرة ومدى توفر السيولة الداعمة وقد حدث هذا في العديد من الأزمات المالية لحماية قيم الموجودات من الانهيار.

3 - حماية الأسواق المالية وتدفقات الاستثمار والتجارة الإقليمية :

إن من أهم مقومات الحماية التي تتطلبها إدارة الأزمة المالية تكمن في حماية الأسواق المالية وتدفقات الاستثمار والتجارة الإقليمية من التمزق والتي لها التأثير المباشر والمهم على الناتج الإقليمي بأكمله ليس في الأجل القصير بل في الأجل المتوسط والطويل أيضاً. وقد كان تأثير هذا كبيراً في أزمة شرق آسيا ذلك أن انتشار الأزمة قاد إلى تحطيم وتمزيق الخط الدفاعي للإقليم وهو التجارة والائتمان التجاري وأيضاً الاستثمار عبر الحدود. إن ترصين خطوط الحماية لا يمكن أن يتم من دون إدارة فاعلة لسعر الصرف وسعر الفائدة وكذلك إدارة أسواق تبادل العملات.

4 - الابتعاد عن التنافس في خفض العملات :

إن من أهم الأسباب لخلق المعالجات الإقليمية للوقاية من الأزمة المالية وإدارتها هو العمل على تحويل أنظار الدول المتجاورة والمتأثرة إلى ما تخلفه عملية التنافس في خفض العملة من آثار، فلقد وصف بأنها أشبه بالانفجار الذي تتعاقب بعده الانفجارات دولة بعد أخرى لتشمل الإقليم أو القارة كلها، وهناك الكثير من الأمثلة التي يمكن الاستشهاد بها عن هذه الحالة، فقد تبين ما تفعله تلك العملية من آثار مدمرة بسبب التنافس بين الدول في الاستمرار بالخفض في العملات، ومن أهم ما تخلفه خلل في التوازن وعدم الاستقرار في الحسابين الجاري ورأس المال لميزان المدفوعات وأيضاً تأثر عمليات الإقراض والاقتراض وبالتالي المؤسسات المالية والمصرفية، وخير مثال يمكن أن يستشهد به ما حصل في دول شرق آسيا، حيث تعاقبت عمليات خفض العملات بشكل متلاحق ومتسارع. وإن المحافظة على استقرار أسعار الصرف في أثناء الأزمة المالية يمكن أن يعيد الموثوقية والقدرة على التصرف بالاحتياطات.

ثالثاً

الترتيبات الإقليمية اللازمة لإدارة الأزمة المالية

الترتيبات الإقليمية يقصد بها تلك الترتيبات التي تتخذ على مستوى إقليمي، والتي تقع بين الترتيبات الوطنية كمؤشرات وقياسات وبين التدخلات العالمية بقيادة صندوق النقد الدولي في خلق الاستقرار لأسعار تبادل العملات والأسواق المالية الدولية وهي التي تعنى بإدارة الأزمة المالية في دول العالم النامي. إن مثل هذه الترتيبات لا بد وأن تكون ترتيبات تكاملية بدلاً من أن تكون تنافسية فيما بين الدول المتأزمة، فالتنسيق والتعاون على المستوى الوطني والإقليمي والعالمي يعد أساسياً ليس فقط أثناء حدوث الأزمة بل ربما قبلها.

رابعاً

إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة المالية⁽¹⁾

إن أية مساعدة أو مساندة عالمية يجب أن تكون عن طريق صندوق النقد الدولي، وقد تم الاتفاق على أن الدول المتقدمة يمكن لها أن تدير أزماتها المالية، وأن يتولى صندوق النقد مهمة إدارة الأزمات الإقليمية في دول العالم النامي، ومن هنا فإن المؤسسة الدولية القادرة على توفير الأموال تتمثل في صندوق النقد الدولي، ولقد أصبح الصندوق في السنوات الأخيرة بمثابة المدير المسؤول عن الأزمات المالية في الدول النامية بحكم الإقراضية والتمويلية للأزمات المالية. ومن المهام التي سيتبوؤها الصندوق تكمن في ما يلي:

1 - توفير السيولة المشروطة : Provider of Conditional Liquidity

إن الصندوق قادر على توفير السيولة المشروطة لأعضائه للتعامل مع مشاكل ميزان المدفوعات ومنها عدم التوازن في الحساب الجاري ودعم احتياطات العملات الأجنبية، وقد كانت هذه الوظيفة التقليدية التي مارسها الصندوق بشكل كبير خلال السبعينات أثناء سنوات عدم الاستقرار في أسعار الصرف والتحول من

(1) انظر :

Aziz Ali Mohammed, Adequacy Of International Liquidity In The Current Financial Environment, **International Monetary And Financial Issues For The 1990s**, Vol. XI, United Nations, New York and Geneva, 1999, p.51- 58.

أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المرنة والتغيرات في أسعار النفط، وما أعقب ذلك ما يسمى أزمة المديونية. لقد بدأ الصندوق يتعامل مع الأزمات المالية وبالاكتفاء على المؤسسات مثل البنك الدولي والمصارف الدولية للتنمية وأيضاً بنك التسويات الدولية، وبدأ الصندوق مساعدة الدول المدينة والدخول في مفاوضات لتقديم القروض منه ومن مصارف دولية مختلفة أخرى.

2- توفير السيولة غير المشروطة : Provider of Unconditional Liquidity

يعد الصندوق المجهز للسيولة غير المشروطة وذلك لتوفير الحاجة العالمية لها، وقد كان دوراً في إصدار حقوق السحب الخاصة كأحد أهم الأدوات المالية التي يستخدمها الصندوق في أثناء الأزمات ما قبل عقد التسعينات، وبقي الصندوق محتفظاً بهذه الأداة ويحاول استخدامها بين الحين والآخر، ولكن بعد جملة التغيرات التي حصلت وتكرار الأزمات بدأ الصندوق بتوفير السيولة غير المشروطة للأزمات المالية.

3- الصندوق كمقرض لدول الأزمات المالية : The Fund as Crises Lender

إذا كانت إحدى الوظائف التي يمارسها الصندوق تتمثل بمدير للأزمة المالية ومنذ بداية عقد الثمانينات حيث أزمة المديونية، فقد تحول الآن ومنذ بداية عقد التسعينات إلى لعب دور مدير ومقرض الأزمة المالية، وأنه قد طور أعماله ووظائفه بموجب بنود إنشائه لتحتل ثلاثة أوجه لعملياته هي : مستوى الزيادة الكبيرة في موارده وزيادة عدد الدول المتأزمة، وأخيراً قدرته على تعبئة المزيد من الموارد.

4- الصندوق يعد الملجأ الدولي الأخير للإقراض :

لقد طالت الأزمات المالية للعديد من الدول والأقاليم في العالم خلال العقدين الأخيرين ولهذا فقد أدت تلك الأزمات إلى العديد من المشاكل المالية للعديد من الدول النامية الفقيرة التي كان لا حول لها ولا قوة في مواجهة تلك الأزمات الإقليمية، ولهذا لعب الصندوق دوراً بالغ الأهمية في توفير الأموال سواء من موارده الخاصة أم من المصادر الأخرى، فهل سوف يستمر الصندوق في لعب هذا الدور؟ هذا ما ستحدده الأيام المقبلة.

المبحث الخامس

العمارة المالية : الدور الجديد لصندوق النقد الدولي

أولاً

مفهوم العمارة المالية⁽¹⁾

من أهم الدروس التي تمخضت عن الأزمات المالية المتعاقبة في عقد التسعينات من القرن العشرين والتي اجتاحت كل من المكسيك وشرق آسيا والبرازيل وروسيا، وغيرها من الأقاليم والدول التي مرت بأزمات مالية وأدت باقتصادياتها، ونظمها المالية والمصرفية، هو أن ما يبقى بسنين أو ربما بعقود من السنين، يمكن أن يذهب بأيام أو حتى ساعات، حيث ينهار كل شيء، وتضيع الحقيقة وسط صقع الأزمة وتتضارب المعلومات ويصعب على متخذ القرار اتخاذ قراره، وما بين خاسر ورابح تفقد المنظمات قدراتها المالية، وقد تفقد الحكومات سيطرتها، إنه نوع جديد من الأزمات المالية يشهدها العالم، وفي المقابل تطرح المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي آليات للسيطرة على مشاكل المدفوعات الدولية، ومنها العمارة المالية.

إن طرح مفهوم العمارة المالية Financial Architecture يمكن أن يسهم في حل الكثير من المشاكل أو الأزمات المالية التي باتت تطرح كتحديات جديدة، مما يستلزم استجابة سريعة وفاعلة، ويمكن ومن خلال عمارة النظام المالي الدولي وعناصره الأساسية المساهمة في حل تلك المشاكل ومواجهة تلك الأزمات.

العناصر الأساسية للعمارة المالية كما تطرحها المؤسسات المالية الدولية :

(1) انظر :

Montek S.Ahluwalia, *The IMF and The World Bank in The New Financial Architecture*, International Monetary And Financial Issues For The 1990s, Op.Cit. pp.1- 24.

تقوية ودعم النظام المالي :

إن تفسير النظام المالي في دولة معينة يعني مجموع العمليات المالية والأدوات المالية، وأيضاً المؤسسات والأسواق المالية، كل هذه العناصر تشكل النظام المالي، ولا يخفى الدور الكبير والمهم الذي يمارسه النظام المالي في الاقتصاديات الحديثة، إذ لا يمكن لأي فرد أو منظمة مهما كانت كبيرة أو صغيرة أن تستغني عن النظام المالي وأهميته، لا بل وأن درجة تطور الدول تقاس بدرجة تطور نظمها المالية، والمقصود بتقوية النظام المالي عمليات تطوير عناصر النظام وتحسين الأطر الإجرائية والعملياتية والأدواتية والمؤسسية سواء أكانت مصارف أم أسواق وتحسين المعيارية والرقابة الإشرافية والآليات والشفافية وعمليات الإفصاح المالي.

إن مفهوم تقوية ودعم وترصين النظام المالي قد يأخذ بعداً في الدول المتقدمة يختلف عن الدول النامية، وهنا تكمن المشكلة الملازمة للمعايير والنظم الرقابية والإشرافية الدولية، وكيف يمكن تكيفها لتتناسب والدول النامية، إذ كما هو معروف أن للدول النامية خصائصها وسماتها الخاصة بها، والأهم من هذا هو حتى إن عملية التكيف قد لا تكون ناجحة في تقوية النظام المالي في الدول النامية بسبب التباينات بين هذه الدول من ناحية، ومن ناحية ثانية بدائية وتخلّف النظم المالية في كثير منها، وهذا يعني أن هناك عمليات تنمية وإصلاح يجب أن تمر بها الدول من حيث العمليات والأدوات والهياكل والنظم كاملة.

تحسين عمليات الإشراف :

إن الانفتاح المالي وتخفيف القيود والاندماج بالسوق المالية العالمية من قبل الدول النامية، قد فرض حالة جديدة في إطار العمارة المالية الدولية التي يطرحها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وبنك التسويات الدولية، ولجنة بازل، ذلك أن الدور الذي ستقوم به هذه المؤسسات الدولية كبيراً على المستوى الدولي من حيث توفير المعلومات للأسواق المالية لغرض تحسين كفاءتها، وآليات عملها وحل كل المشاكل التي يمكن أن تواجهها الدول النامية، وقد كانت كل هذه الترتيبات ضمن صيغ قانونية وقد وصف بأن يكون صندوق النقد الدولي بمثابة المتحدث باسم الدول النامية وتشرف على كل هذه الآليات الدول الصناعية وبالتحديد مجموعة السبع.

الصندوق كمقرض وملجأ أخير :

الجانب المهم في مناقشات العمارة المالية فيما إذ كان هناك مقرض دولي يعد كملجأ أخير للتعامل مع حالات الدول النامية وخاصة الأزمات المالية، فإذا كان المصرف المركزي هو الملجأ الأخير الذي يلوذ به النظام المصرفي والدور الذي يمكن أن يمارسه في منع وقوع النظام المصرفي في أزمات ومشاكل وفقدان الثقة، فإن العمارة المالية الجديدة يمكن لها من خلال ربط النظام المالي بالنظام الدولي من أن توفر ملجأ ومقرضاً أخيراً ومنقذاً لذلك النظام.

الخضوع لعمليات إعادة الجدولة :

تعد عمليات إعادة الجدولة أحد أهم عناصر العمارة المالية في ظل إشراف صندوق النقد الدولي بوصفه الملجأ الأخير للإقراض، ومؤشر ذلك أن أي ضغط يواجهه النظام المالي في دولة معينة وبموجب مؤشرات حركة وتدفق رأس المال يستلزم إعادة جدولة الديون وبإشراف صندوق النقد الدولي. وعلى هذا الأساس فإن الصندوق هو الذي يقرر حجم المشكلة التي يواجهها النظام المالي، وما هي الديون التي ينبغي إعادة جدولتها إذ يتم على هذا الأساس تصنيف الديون بموجب مصادرها وأماها ودرجة مخاطرتها إلى غير ذلك من الأمور.

تحرير حساب رأس المال :

العنصر الآخر للعمارة المالية والذي تم التوصل إليه من خبرات الصندوق من الأزمات السابقة هو أن العديد من الدول تدعي أنها قد حررت حساب رأس المال، ولكن يؤكد الصندوق أن عمليات التحرير قد تمت بنسب متفاوتة بين الدول النامية، ولهذا السبب وقع العديد منها في مشاكل وأزمات مالية. والمقصود بحساب رأس المال حساب حركة تدفق رأس المال من وإلى الدولة وهو أحد حسابين لميزان المدفوعات.

إدارة النتائج الاجتماعية للأزمات المالية :

إن من أهم الآثار السلبية للأزمات المالية هو نتائجها الاجتماعية وحالات الفقر التي تقع فيها، ومن هذا المنطلق فإن العمارة المالية تأخذ في الاعتبار تلك النتائج في إدارتها للأزمة المالية وعبر المؤسسات الدولية، وأهم ما في ذلك عدم تأثر الإنفاق على الخدمات الصحية والتعليمية وتقييم المساعدات لبعض الفئات

الفقيرة من المجتمع، وعلى هذا يمكن أن تقدم المؤسسات الدولية المساعدة والخبرة في هذا الجانب.

مضامين مفهوم العمارة المالية وعناصره:

إن قراءة معمقة لمفهوم العمارة المالية وعناصره تظهر وبوضوح المضامين الحقيقية التي ينطوي عليها والمهم في الأمر أن اندماج اقتصاديات الدول النامية في الاقتصاد العالمي وضمن الصيغ التي ينادي بها الصندوق يعني أولاً أن النظام المالي يصبح رهيناً لدى المؤسسات الدولية إذ تتبنى المؤسسات الدولية إدارة النظام المالي للدول النامية، وإدارة أزماتها ومراقبة آلياتها وأدواتها وعملياتها وفق ما يطرحه الصندوق، وما على إدارة النظام المالي إلا الإذعان والقبول بكل ما يطلب منها.

تستشهد المؤسسات الدولية بالأزمات التي مرت بها الدول النامية وتؤكد أن من أهم الأسباب التي تدفع باتجاه الأزمات المالية هو عدم الالتزام بوصفات المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وبالتالي يصبح النظام المالي أداة بيد المؤسسات الدولية أو هكذا يجب أن يكون عليه النظام المالي للدول النامية، وأياً كانت الأسباب التي تدفع باتجاه العمارة المالية، فهناك عدد من الجوانب المهمة التي برزت في عصر العولمة، وأهمها الاتجاه نحو إعادة تشكيل النظام المالي الدولي الجديد وهو نظام لا يستند على نظرية التدويل وإنما يعتمد النظرية العالمية ونظرية تخطي الحدود، وبالتالي فإن السيناريو المعد للمستقبل وبعد مرحلة الإعداد والترويج لظاهرة العولمة سيقوم على آليات وإجراءات عالمية أساسها حالة الاندماج المتوقع صياغة رتوشه وشكله النهائي في الفترة الانتقالية 1996 - 2005، وبعد هذه المرحلة يصبح النظام المالي للدول النامية وعناصره من أدوات وعمليات ومؤسسات، عبارة عن أداة منفذة لما يطلب منها، أو تؤمر به بعبارة أدق وما على الدولة إلا الشروع بمفاوضات هي أساساً وطنية ولكن ليس للدولة ولا سلطاتها ولا نظامها المالي الحق في أي إجراء أو قرار تتخذه، ورغم كل هذا تهرول الدول منساقة للانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، أما الدول الكبرى مثل الصين وروسيا الاتحادية فإن المفاوضات لا زالت جارية ومستمرة، وسيبقى المبدأ الذي تقوم عليه المنظمة وهو المعاملة بالمثل يحمل وجهين لهذه اللعبة، الأول مع الدول الكبرى، والثاني مع دول الهامش.

وعودة سريعة إلى بعض المضامين التي يمكن الوقوف عندها والتي أكدتها المؤسسات الدولية ومنها.

الإجراءات العالمية للمؤسسات المالية الدولية :

إذ لم يعد الدور الذي تقوم به المؤسسات المالية الدولية دوراً دولياً، إنما هو دور عالمي جديد، والمؤسسات المالية الدولية ومنها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية ولجنة بازل وغيرها، ينظر لها الآن بمنظار غير الذي كان في العقود السابقة، وبات السؤال هل أن هذه المؤسسات الدولية يمكن أن تقود النظام المالي العالمي الجديد؟ وكعادتها تأتي بريطانيا لتقدم مقترحاً لتأسيس لجنة دائمة لضبط الإجراءات المالية العالمية ويحدد الهدف بأنه الوصول إلى نظام مالي عالمي مستقر، وأن يكون هذا الهيكل الجديد ممثلاً من كل من المؤسسات المالية الدولية سابقة الذكر. يتضح مما سبق أن المسألة لم تعد أمراً عابراً أو ظاهرة تترك آثارها وترحل، إنما هو أمر دبر بليل كما يقول العرب في أمثالهم، إنه استعداد وتهيؤ لمرحلة قادمة، وهي مرحلة العولمة التي أشرنا لها في البداية والتي ستبدأ ما بعد 2005م، وعلى كل المستويات ومنها الجانب المالي، والذي وردت معالمه ضمن اتفاقية أوروغواي وبنودها الخاصة بالنظام المالي.

الخلاصة

تناول الفصل السادس بالشرح الموجز عدد من العناوين المهمة في فهم الأزمة المالية، وقد تمحورت في أربعة مباحث، ركز الأول على تشخيص الأزمة كظاهرة وأيضاً على التعريف بها، وجاء المبحث الثاني ليناقد وبإيجاز نظريات الأزمة المالية أهم خصائصها وأشكالها، أما المبحث الثالث فقد عرض بعض الأزمات التي حدثت في دول العالم ومنها ما حصل في أمريكا اللاتينية ومجموعة دول شرق آسيا وروسيا الاتحادية وغيرها، وأخيراً طرح المبحث الرابع مفهوم العمارة المالية بوصفه من المفاهيم الحديثة التي بدأ يركز عليها صندوق النقد الدولي.

الخاتمة

وبعد...

في نهاية الفصل السادس يكون كتاب التمويل الدولي قد انتهى، ولكن هناك الكثير الذي لم يكتب ضمن صفحات الكتاب، لم تعد المسألة أكثر من ذكر لأهم الأسس الخاصة في التمويل الدولي، ولكن للموضوع أبعاداً كثيرة ومستجدات يومية بحيث طالت حتى العنوان، فإذا كان عصر التدويل قد انتهى، وإذا كانت العولمة قد أسدلت خيوطها على عالم اليوم، فما يدور الآن في المؤسسات المالية الدولية، إن التمويل لم يعد دولياً وإنما عالمياً ولهذا فإن الطرح الحديث التمويل العالمي Global Finance، وهكذا في العديد من الطروحات وأن النظام المالي الدولي International Financial System قد بات قريباً من النظام المالي العالمي Global Financial System وينطبق الكلام على كل المستويات من مؤسسات وهياكل إلى عمليات مالية دولية إلى أدوات مالية دولية، لقد أصبح التغير خياراً لا بد منه، والأهم من كل هذا أن التغير كان قد حصل في المهمة والبيئة والهدف فما بالك بصندوق النقد الدولي والمهام التي يقوم بها الآن! إنها ليست تلك المهام والوظائف التي مارسها الصندوق طيلة خمسين عاماً، إنه اليوم يكاد يكون المدير المالي لبعض الدول النامية فهو الذي يرسم لها سياساتها وهو الذي يوفر لها الأموال، وهو الذي يدير سيولتها وأزماتها، ثم ماذا بعد هذا؟

لقد غطى التمويل الدولي العديد من النقاط الأساسية التي لا يمكن لطالب متخرج من قسم العلوم المالية والمصرفية أن يغفلها، إنها الأساس الذي يستند عليه الطالب في بنائه المعرفي والتخصصي والمهني، قد يكون هذا الكتاب قد غطى بعض الجوانب وربما قد غفل عن بعضها أو ربما قد غابت بفعل عدم فاعليتها اليوم ضمن الآليات الدولية، وليس هناك عمل متكامل معاذ الله، فلا يمكن أن يتكامل كلياً، ولا بد من هفوات أو ربما غموض أو إخفاقات معينة، ومن هنا يبرز الدور الذي يمكن أن يمارسه القراء أياً كانوا طلاباً أم مثقفين في التنبيه على كل صغيرة وكبيرة لغرض أخذها في الاعتبار في الطباعات اللاحقة.

تناول الكتاب موضوع التمويل الدولي كأحد أهم العناوين التي يجب أن يدرسها ويطلع عليها العاملين والمتعاملين مع العلوم المالية والمصرفية، ومنهم طلاب هذا القسم، سواء في الدراسات الأولية أم العليا، وفي ختام هذا العمل لا بد من ذكر ثلاث نقاط هي كما يلي:

أولاً

تركز النقطة الأولى على ما توصل إليه المؤلف بعد هذه الرحلة في التمويل الدولي، وتتمثل في ما يلي:

1 - يعد موضوع دراسة التمويل الدولي والتعرف عليه بالتفصيل أساساً لفهم عالم اليوم، وما يطرح الآن في تفسير العولمة ومظاهرها المختلفة في السياسة والاقتصاد والتاريخ والثقافة وغيرها قد أعطت العديد من التفسيرات والنظريات، إلا أن هذا سيبقى منقوصاً ما لم يفهم التمويل الدولي بمؤسساته وعملياته وأدواته، وخلاصة القول أن صيغة التداخلات المالية بين الدول والتي فرضت حالة تخفيف القيود كانت جذورها مالية وبالتحديد في التمويل الدولي، وخير مثال على ذلك الاستثمار الأجنبي المباشر وتطوره عبر أكثر من مائة وخمسين سنة، منذ البداية الأولى التي تدفق فيها رأس المال من أمريكا إلى بريطانيا ولتكون الأخيرة الجسر الأمريكي نحو أوروبا والعالم، ولتبقى بريطانيا في حالة التبعية لرأس المال الأمريكي ولا زالت، ولا يحتاج المرء إلى صعوبة في الوقوف على هذه الحقيقة والتي تمثلت بأشع صورها في التحالف الأمريكي البريطاني على العراق منذ بداية الحصار عليه سنة 1990 ولغاية هذا اليوم.

مما سبق يتضح كم هو مهم فهم التمويل الدولي ومدى مساهمته في تفسير الظاهرة الدولية أياً كانت في القرن الحادي والعشرين.

2 - كذلك يمكن أن يسهم الكتاب كأحد أهم النتائج التي توصل إليها في الوقوف على صيغة التداخلات المالية بين الدول والتي قادت في نمط جديد من التحالفات والشراكات والاتفاقات، والتي تستند على الكلف والمنافع بين الدول وبين التكتلات وبعضها.

3 - التعرف عن كثب على المؤسسات المالية الدولية وكيف انقسم العالم اليوم إلى عالمين: الأول متقدم له كل الحقوق، وبين عالم نام متجرد من كل الحقوق، وكيف تحولت المؤسسات الدولية إلى أدوات بيد الدول المتقدمة لإدارة مالية العالم، قد يكون هذا الكلام مثيراً للعجب وربما قد يصنفه البعض في خانة السرد الإعلامي، ولكن هذه الحقيقة بعينها، إذ لا يمكن بعد هذه الرحلة الطويلة في أدبيات التمويل الدولي إلا أن يكون كلاماً علمياً موضوعياً، وخير شاهد على ذلك هي الفصول الستة سابقة الذكر.

ثانياً

وتركز النقطة الثانية على المضامين المستقبلية

يعد هذا الموضوع وهو التمويل الدولي من المواضيع التي تتسم بأن تغيراتها سريعة، وخاصة في السنوات الأخيرة، ولهذا فإن التمويل الدولي سيكون أمام تحديات كبيرة، وأهم ما فيها هو موقف العالم من العولمة، وهل سيستجيب العالم بسهولة ويسر، ويتحول العالم وفق ما خطط له، لقد تمت صياغة الاتفاقيات وأهمها اتفاقية التجارة الدولية، وانبثقت منظمة التجارة العالمية ودخل العالم المرحلة الانتقالية وهي المحددة بين 1995 - 2005، وأهم بندين هما التجارة والاستثمار وهما محور التمويل الدولي، فما هي التغيرات التي ستطرأ على الميدان؟ ومتابعة بسيطة للتجارة والاستثمار في العالم اليوم يلاحظ المرء كم هو العمل كبير في المؤسسات المالية الدولية ومنها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية، وهناك العديد من الاتفاقيات العالمية في طور الإعداد فما هي تأثيرات ذلك على الدول النامية؟

ثالثاً

التمويل الدولي والدول العربية

إذا كان ما يملكه مائة ألف فرد سعودي في المصارف الدولية في أمريكا وأوروبا يقدر بـ: 700 مليار \$، وأن ما يملكه مائة ألف فرد من الكويت والإمارات والبحرين وقطر مودع في المصارف الأمريكية والأوروبية يساوي 700 مليار \$، وأن مجموع ما يملكه مائتي ألف فرد في الدول الخليجية المذكورة أعلاه في المصارف

الأمريكية والأوروبية يبلغ 1400 مليار \$، يستطيع المرء أن يقدر دور الأموال العربية في عمليات التمويل الدولي، لقد بدت المؤسسات المصرفية العربية اليوم قادرة على تخطي الحدود، وبدت الأسواق المالية العربية في عمليات تحديث وتطوير وانفتاح، وشهدت الدول العربية تغيرات كبيرة في القوانين والتشريعات والنظم والآليات بهدف الاندماج في النظام المالي الدولي، إن المطلوب من الدول العربية تحقيق المزيد من التعاون المالي والتجاري ولقد كان العراق سباقاً في عقد الاتفاقيات الثنائية التي تسهم في تطوير التجارة البينية بين الدول العربية، ورغم الدفع بهذا الاتجاه فلا زال مطلوب الكثير في تحرير الأسواق المالية سواء منها أسواق العملات أم ربما أسواق الأوراق المالية، ولا زال الموضوع بحاجة للدراسة والبحث وفق منهجية علمية حديثة.

فهرس المحتويات

5	 مقدمة
6	 أهداف الكتاب
7	 منهجية الكتاب

الفصل الأول

مقومات التمويل الدولي والتطورات المعاصرة

13	 مقدمة
14	 المبحث الأول: مفاهيم وأساسيات عامة في التمويل
14	 مقدمة
14	 أولاً: مفاهيم أساسية في التمويل
14	 أ - مفهوم التمويل
16	 ب - مفهوم النظام المالي
17	 ج - عناصر النظام المالي
18	 د - الوسطاء الماليون
20	 هـ - الأدوات المالية
21	 و - المدخرون والمستثمرون
22	 ثانياً: المنظور الاقتصادي للنظام المالي
24	 ثالثاً: المنظور المحاسبي للنظام المالي
25	 رابعاً: أنشطة النظام المالي والبنية الفوقية المالية
25	 النظام المالي والتمويل
26	 الفوائد التي يقدمها النظام المالي
26	 أ - تحويل الاستحقاقات: Maturity Transformation
26	 ب - تحويل الخطر: Risk Transformation

- ج - التنسيق بين المقترضين Coordination of lenders 26
- د - خفض الكلف : Reduced Costs 26
- المبحث الثاني: مفهوم التمويل الدولي وعوامل النشوء والتطور 28
- أولاً: مفهوم التمويل الدولي 28
- ثانياً: عوامل نشوء وتطور التمويل الدولي 29
- ثالثاً: المراكز المغتربة: التوسع الجغرافي للتمويل الدولي 34
- رابعاً: التمويل الدولي: السبعينات مرحلة النمو 35
- خامساً: النظام النقدي الدولي 37
- سادساً: التمويل الدولي والسوق الخاصة 38
- سابعاً: أزمت المصارف 39
- المبحث الثالث: البيئة المالية الدولية 40
- أولاً: ظاهرة التدويل Internationalization 40
- ثانياً: التمييز بين التدويل والعولمة 42
- ثالثاً: الشركة متعددة الجنسية 44
- رابعاً: الشركات متعددة الجنسية وتمويل الاستثمار الأجنبي المباشر 45
- السمات الأساسية للشركات متعددة القومية 45
- خامساً: المصارف وظاهرة التدويل 46
- سادساً: الأسواق المالية وظاهرة التدويل 47
- سابعاً: البيئة المالية في ظل منظمة التجارة العالمية 47
- المبحث الرابع: التحرر المالي واتجاهاته 49
- أولاً: مفهوم التحرر المالي 49
- إيجابيات التحرر المالي 50
- سلبيات التحرر المالي 50
- ثانياً: اتجاهات التحرر المالي 50
- أولاً: الخصخصة : Privatization 51
- ثانياً: الاستثمارات الأجنبية : Foreign Investments 53
- ثالثاً: إعادة هيكلة السوق المالية 54
- رابعاً: الإفصاح والشفافية 55
- خامساً: انفتاح الأسواق مع بعضها وتكاملاتها 55

55	سادساً: دور الحكومة
56	المبحث الخامس: تدفق رأس المال
56	أولاً: مفاهيم وأساسيات في تدفق رأس المال
56	مفهوم تدفق رأس المال
58	ثانياً: طبيعة التدفقات الداخلة لرأس المال
59	ثالثاً: تدفق رأس المال وميزان المدفوعات
59	ميزان المدفوعات المحاسبي
60	التفسير المحاسبي لتوازن ميزان المدفوعات
61	المعالجة المحاسبية لعناصر ميزان المدفوعات
64	أولاً: الحساب الجاري Current Account
64	ثانياً: حساب رأس المال Capital Account
64	ثالثاً: حساب احتياطات الذهب والعملات الأجنبية
65	رابعاً: تدفقات رأس المال قصيرة الأجل
65	الاستثمار الأجنبي المباشر
67	الخلاصة

الفصل الثاني

هياكل ومؤسسات التمويل الدولي

71	مقدمة
72	المبحث الأول: المصارف الدولية وأشكالها التنظيمية
72	أولاً: المصارف الدولية - تعريفها وأسبابها وأشكالها
72	1 - تعريف المصارف الدولية
73	2 - أسباب التدويل المصرفي
74	3 - الأشكال التنظيمية للمصارف الدولية
	أ - الفروع الصغيرة ومكاتب الإنابة Shell Branches and
74	Representative Offices
	ب - الفروع الأجنبية ذات الخدمات الكاملة:
75	Service Foreign Branch-Full
75	ج - مصارف المتاجرة

75	د - المصارف المتحدة Consortium
76	ثانياً: أسواق تبادل العملات: تعريفها، أنواعها
76	1 - التعريف بسوق تبادل العملات الأجنبية: Foreign Exchange Market
76	2 - أنواع أسواق تبادل العملات الأجنبية
77	أ - السوق الآني Spot Market
77	ب - السوق الآجل Forward Market
78	ثالثاً: آليات تسعير العملات الأجنبية
79	توازن الفائدة: Interest Arbitrage
80	رابعاً: السمات الأساسية للسوق
81	خامساً: الإدارة المالية للمصرف في البيئة الأجنبية
81	1 - مطلوبات مصرف اليورو دولار
82	تصنيف ودائع مصارف اليورو دولار
82	أ - الودائع الوقتية
82	ب - وثائق إيداع اليورو دولار
82	ج - ودائع النقد تحت الطلب
82	د - ودائع الحسابات الجارية
83	2 - موجودات مصرف اليورو دولار
84	المبحث الثاني: الشركات متعددة الجنسية
84	مقدمة: أولاً: طبيعة الشركات متعددة الجنسية
86	ثانياً: حجم الشركات متعددة الجنسية
87	ثالثاً: العلاقة بين الشركة متعددة الجنسية والفرع (الشركة التابعة)
88	أ - البناء النظري للشركة متعددة الجنسية
91	ب - مضمون نظرية متعددة الجنسية
92	رابعاً: مفهوم الشركة متعددة الجنسية
92	خامساً: أسباب نشوء الشركة متعددة الجنسية
94	سادساً: تعريف الشركة متعددة الجنسية
101	سابعاً: التداخل المالي بين الشركات وبين الدول والتوازنات المنفعية
102	ثامناً: تنظيمات وهيكل الشركة متعددة الجنسية
103	القواعد المنظمة للعلاقات الشبكية

105	تاسعاً: نظرية التدويل
106	مؤشر الأمم المتحدة لتعدي الحدود
107	عاشراً: المضامين الأساسية لمؤشر التدويل وتعدي الجنسية
108	الانتشار الجغرافي للشركة متعددة الجنسية
110	مؤشر انتشار الأنشطة متعددة القومية
111	المبحث الثالث: الأسواق المالية الدولية
111	مقدمة: أولاً: مفهوم السوق المالية وتعريفها
111	أ - مفهوم السوق
112	ب - تعريف السوق المالية
113	ثانياً: تصنيف الأسواق المالية
113	أ - أسواق النقد وتقسم إلى
113	ب - أسواق الأوراق المالية
114	ج - أسواق تبادل العملات
114	ثالثاً: سوق النقد Money Market
114	التعريف بسوق النقد: Definition
115	أدوات سوق النقد
116	هيكل سوق النقد
116	أهمية سوق النقد
117	سمات سوق النقد المتطور
118	السوق النقدية المنظمة والسوق غير المنظمة
118	رابعاً: سوق رأس المال
118	نظرية سوق رأس المال
119	أنواع وسمات سوق رأس المال
120	المصدرون للأوراق المالية
120	أنواع الأوراق المالية
120	الأسهم العادية
121	أنواع أسواق الأوراق المالية
121	السوق الأولية: Primary Market
122	أ - التوقيت Timing

122	ب - التسعير Pricing
122	ج - توفير المعلومات
122	د - طرق بيع الأسهم
123	1 - التوكيل أو التعهد : Underwriting
123	2 - طريقة الجهد الأفضل : Best Effort
123	3 - التعهد الاحتياطي : Standby Underwriting
123	4 - طريقة البيع الخاص : Private Placement
123	السوق الثانوية Secondary Market
124	التجار Dealers
124	السماسرة Brokers
124	خامساً: تطور أسواق الأوراق المالية
125	سادساً: سوق تبادل العملات Foreign Exchange Market
125	تعريف سوق تبادل العملات وأهميته
126	هياكل ومؤسسات سوق تبادل العملات
126	المصرف المركزي : Central Bank
127	المصارف التجارية : Commercial Banks
127	تصنيف سوق تبادل العملات
127	سوق تبادل العملات الآني : Spot Foreign Exchange Market
127	سوق تبادل العملات الآجل : Forward Foreign Exchange Market
127	عناصر سوق تبادل العملات
128	المبحث الرابع: المؤسسات المالية الدولية الرسمية
128	صندوق النقد الدولي : International Monetary Fund
128	أهداف صندوق النقد الدولي
129	عمل صندوق النقد الدولي
	البنك الدولي للإعمار والتنمية : The International Bank
130	for Reconstruction and Development
130	بنك التسويات الدولية : Bank of International Settlements
131	تطور أنشطة ومهام المؤسسات المالية الدولية الرسمية
131	أولاً: تطور أنشطة ومهام الصندوق والبنك الدوليان

- أ - تطور أداء صندوق النقد الدولي 132
- ب - تطور أداء البنك الدولي 133
- الخلاصة 133

الفصل الثالث

العمليات المالية الدولية والخطر

- مقدمة 137
- المبحث الأول: عمليات التمويل الدولي في الشركات متعددة القومية 138
- مقدمة 138
- أولاً: إدارة التدفقات النقدية 138
- أشكال العلاقة بين الشركة الأم وفروعها 139
- صيغة تعدد المراكز: Polycentric approach 139
- صيغة التمرکز حول الأم: Ethnocentric Solution 140
- الصيغة العالمية الواسعة: Geocentric Solution 140
- ثانياً: إدارة التدفقات النقدية للشركة العالمية 141
- تدفقات الأموال الداخلية 141
- تقنيات تمرکز الأموال: Fund Positioning Techniques 142
- التسعير التحويلي: Transfer pricing 143
- الملاذ الضريبي: Tax Havens 143
- القروض المواجهة: Fronting loans 144
- ثالثاً: التشابك المتعدد Multilateral Netting 145
- رابعاً: طبيعة التعاملات النقدية الدولية 147
- المفهوم الآني Spot في الصفقات والتحويلات النقدية 148
- في الصفقات والتحويلات النقدية 148
- مفهوم المثلث التوازني 148
- المثلث التوازني وكلفة الصفقة (التحويل) 154
- المفهوم الآجل forward في التعاملات الدولية 157
- في التعاملات الدولية 157
- كيف تعمل آلية التبادل الآجل 158

159	 العلاوة الآجلة والخصم الآجل في التبادلات
159	 استخدام التبادل الآجل
160	 الخلاصة
161	 المبحث الثاني: الأخطار المالية والمصرفية
161	 مقدمة
161	 أولاً: مفهوم الخطر
163	 مفهوم تحليل الخطر
163	 تحديد المعالم الأساسية للأخطار
165	 ثانياً: أنواع الأخطار
165	 1 - خطر الائتمان
165	 2 - خطر الاستثمار : Investment Risk
166	 3 - خطر السيولة : Liquidity Risk
166	 4 - خطر العائد أو الربح : Earning Risk
167	 5 - خطر التشغيل : Operating Risk
167	 6 - خطر الإقراض : Lending Risk
167	 7 - خطر الدولة : Country Risk
167	 8 - خطر النظام المصرفي : Banking System Risk
168	 9 - خطر سعر الفائدة : Interest Rate Risk
168	 10 - خطر السوق : Market Risk
168	 الخلاصة
169	 المبحث الثالث: إدارة خطر تبادل العملات في عمليات التمويل الدولي
169	 مقدمة
169	 أولاً: إدارة أخطار العملات
170	 التعرض للأخطار
170	 تعرض المعاملات للأخطار
172	 تعرض التحويلات للأخطار : Translation Exposure
172	 التعرض الاقتصادي للأخطار : Economic Exposure
173	 ثانياً: النظرية الاقتصادية لإدارة التعرض للأخطار
174	 نظرية تكافؤ القوة الشرائية : Purchasing Power Parity Theory

175	.....	نظرية تكافؤ سعر الفائدة : Interest Rate Parity Theory
177	.....	نظرية فيشر المفتوحة : Open Fisher Theory
178	.....	ثالثاً: فرضيات كفاءة السوق الدولية
179	.....	رابعاً: الصياغة الاستراتيجية لإدارة تبادل العملات في السوق الكفوءة
180	.....	خامساً: التعرض لأخطار الصفقات وكيفية التغطية والوقاية
182	.....	الوسائل والتقنيات الداخلية لتغطية أخطار العملات
183	.....	التقنيات والوسائل الخارجية لتغطية أخطار العملات
184	.....	التعاقدات الآجلة
184	.....	القرض قصير الأجل بالعملية الأجنبية
184	.....	التوسع الدولي في الخدمات المالية
184	.....	قروض عقود المبادلة
185	.....	سادساً: سوق خيارات العملة
186	.....	المبحث الرابع: إدارة الخطر السياسي
186	.....	مقدمة
186	.....	أولاً: مفهوم الخطر السياسي وأبعاده
188	.....	ثانياً: طبيعة الخطر السياسي
188	.....	الخطر السياسي الكلي والعوامل المؤثرة عليه
188	.....	الخطر السياسي الجزئي والعوامل المؤثرة فيه
189	.....	ثالثاً: مصادر الخطر السياسي
190	.....	رابعاً: التنبؤ بالأخطار السياسية
190	.....	دراسة النظام السياسي
191	.....	تقويم المنتجات والعمليات
192	.....	خامساً: قياس الأخطار السياسية
192	.....	معايير تقييم الخطر السياسي
193	.....	المعايير السياسية
193	.....	المعايير الاقتصادية الوطنية
193	.....	معايير العلاقات الاقتصادية الخارجية
195	.....	الخلاصة

الفصل الرابع

الاستثمارات الأجنبية كمصدر للتمويل الدولي

199	 مقدمة
200	المبحث الأول: الاستثمار الأجنبي مفاهيم وأساسيات
200	أولاً: مقدمة تاريخية في الظاهرة والمفهوم والمصطلح
204	ثانياً: حركة رأس المال في عهد بریتون وودز
205	المضمون الاقتصادي لحركة رأس المال
206	حركة رأس المال ضمن منظور سعر الصرف
208	ثالثاً: تعريف الاستثمار الأجنبي وأنواعه
208	أنواع الاستثمار الأجنبي
208	أوجه الاختلاف والتشابه بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي
212	العلاقة بين الاستثمار الأجنبي والمحفظي والمباشر
215	المبحث الثاني: نظرية الاستثمار الأجنبي المباشر
215	أولاً: مفاهيم وأساسيات نظرية
215	تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر
216	مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر
218	ثانياً: المضامين الاقتصادية للاستثمار الأجنبي المباشر
224	موقف المؤسسات الدولية وتوجهاتها
226	ثالثاً: الاستثمار الأجنبي المباشر من منظور الإدارة المالية الدولية
228	رابعاً: تمويل الاستثمار الأجنبي المباشر
229	خامساً: عناصر جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة
229	الموارد الطبيعية والبشرية
230	سادساً: محفزات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر
231	تصنيف الحوافز (المحفزات) للاستثمار الأجنبي المباشر
233	سابعاً: التفسير الاقتصادي للحوافز الممنوحة للاستثمار الأجنبي المباشر ...
234	ثامناً: اتجاهات الدول في حفز الاستثمار الأجنبي
235	محفزات نظم المالية العامة
236	محفزات النظام المالي

- 236 المحفزات الأخرى
- 236 حالة دراسية
- 237 أهمية الامتياز
- 238 الآثار المترتبة على قرارات حفز المستثمرين الأجانب
- 240 تاسعاً: مؤشرات دولية حول الاستثمار الأجنبي المباشر
- 241 الاستثمار الأجنبي المباشر موازنة بين الكلف والمنافع
- 242 إدارة الاستثمار الأجنبي المباشر وتحفيزه
- 242 التشريعات الوطنية (ومدى قبول المحفزات أو رفضها)
- 243 المبحث الثالث: نظرية الاستثمار الأجنبي المحفزي
- 243 أولاً: مفاهيم وأساسيات نظرية لمفهوم الاستثمار الأجنبي المحفزي
- 243 تعريف الاستثمار الأجنبي المحفزي
- 243 مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفزي
- 245 ثانياً: المضامين المالية والاقتصادية للاستثمار الأجنبي المحفزي
- 247 ثالثاً: مظاهر الاستثمار الأجنبي المحفزي في الإدارة المالية
- 247 طبيعة الاستثمار في الأوراق المالية
- 248 أهداف محفظة الاستثمار
- 249 رابعاً: إدارة الاستثمار
- 249 الاعتبارات الخاصة بأهداف الاستثمار الأجنبي المحفزي
- 250 خامساً: الاستثمار الأجنبي المحفزي مصدر للتمويل الدولي
- 251 المبحث الرابع: تقنيات قرارات الاستثمار الأجنبي
- 251 مقدمة
- 251 أولاً: طبيعة القرارات الاستثمارية الأجنبية
- 252 آليات تقييم الاستثمار
- 252 أساس التدفق النقدي
- 253 احتساب القيمة الحالية (تطبيق التفضيل الزمني)
- 255 ثانياً: طرق التقييم الاستثماري
- 255 1 - طريقة صافي القيمة الحالية
- 259 - معالجة أثر الاندثار والضرائب
- 261 2 - طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار

264	3 - معيار مؤشر الربحية
266	3 - آليات التقييم للاستثمار الأجنبي
270	أولاً: المدخل الأول
270	ثانياً: المدخل الثاني
271	حالة دراسية ثانية
275	المشاكل والصعوبات في تقييم الاستثمارات الأجنبية
277	صافي القيمة الحالية المعدلة
278	الخلاصة

الفصل الخامس

إدارة القروض الدولية

281	مقدمة
282	المبحث الأول: الهياكل المالية للمصارف الدولية
282	أولاً: هيكل الموجودات
282	1 - الهياكل المالية للمصرف
282	الاحتياطيات الأولية: Primary Reserves
283	الاحتياطيات الثانوية: Secondary Reserves
284	1 - التصنيف حسب آجال القروض، وكما يلي
285	2 - التصنيف حسب قطاعات القروض: وتصنف كما يلي
285	3 - التصنيف حسب السياسة الائتمانية
285	4 - التصنيف على أساس الضمانات المقدمة: وكما يلي
286	ثانياً: الاستثمارات
287	ثالثاً: الموجودات الثابتة
287	رابعاً: هيكل المطلوبات وحقوق الملكية
287	1 - رأس المال
288	2 - الأرباح المحتجزة
288	3 - الاحتياطيات
288	1 - الودائع
288	2 - السندات

- 3 - وظائف رأس المال في المصرف 289
- أ - مقابلة الخسائر التشغيلية المتوقعة 289
- ب - زيادة ثقة المودعين والمتعاملين والمشرفين على المصرف 289
- ج - زيادة قدرة المصرف على الظهور بالمظهر المناسب 289
- 4 - الجهات المستفيدة من ملاءة رأس المال وكفايته 290
- أ - إدارة المصرف 290
- ب - المودعون 290
- ج - المساهمون 290
- د - المصرف المركزي 290
- المبحث الثاني: الأسس النظرية للتمويل بالقروض الدولية** 292
- مقدمة 292
- أولاً: مفهوم القروض وأنواعها** 292
- مفهوم القرض 292
- أنواع القروض 293
- ثانياً: القروض المحلية** 294
- أ - التسهيلات الائتمانية بدون ضمانات 294
- ب - التسهيلات الائتمانية بضمان 294
- 1 - تسهيلات الخصم بضمان أوراق وكمبيالات 295
- 2 - التسهيلات الائتمانية بضمان أوراق مالية 295
- 3 - التسهيلات الائتمانية بضمان البضائع 295
- 4 - التسهيلات لأغراض خطابات الضمان 295
- 5 - التسهيلات الائتمانية الأخرى 295
- 6 - القروض والسلف قصيرة الأجل 295
- 7 - القروض متوسطة الأجل 295
- 8 - القروض طويلة الأجل 295
- 9 - القروض الدولية 296
- ثانياً: السياسات الإقراضية ومقوماتها** 296
- 1 - قانونية القرض وشرعيته 297
- 2 - التعامل مع الخطر وإدارته 297

298	3 - العائد المستهدف
298	4 - الظروف الاقتصادية والمالية المحلية والدولية
298	5 - التفاوض والقدرة التفاوضية
298	ثالثاً: مفهوم القروض الدولية وأنواعها
298	أ - مفهوم القروض الدولية
299	ب - أنواع القروض الدولية
299	1 - التمويل بالقروض والائتمان قصير الأجل
299	أ - الائتمانات الخاصة بالاعتمادات المستندية
299	1 - حساب تجاري بسيط
299	2 - ائتمانات لقاء كمبيالات
300	3 - الاعتمادات لقاء أوراق
300	4 - ائتمانات وتسهيلات مصرفية خارجية
300	التسهيلات البريدية
300	ب - التسهيلات بالاطلاع
300	ج - السلف النقدية
301	د - التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل
301	2 - التمويل بالتسهيلات الائتمانية متوسطة الأجل
301	3 - القروض المباشرة
301	4 - القروض المجمعة
302	رابعاً: تحليل الائتمان للقروض الدولية
302	1 - تقييم الخطر
303	3 - القدرة المالية ودرجة الاستعداد لإعادة القرض وتسديده
303	4 - الخطر السياسي
304	المبحث الثالث: إدارة السيولة في المصارف الدولية
304	أولاً: الأسس النظرية للسيولة
304	1 - التعريف بالسيولة
305	2 - مصارف الإقراض الدولي
306	3 - قياس السيولة
308	4 - فجوة السيولة : Liquidity Gap

- 308 التنبؤ بالسيولة
- 309 المصادر التقليدية للسيولة
- 309 1 - الموجودات كمخزن للسيولة
- 309 2 - المطلوبات وحقوق الملكية كوسيلة لشراء السيولة
- 310 3 - العائد (الربح) كمصدر للسيولة
- 310 المصادر الحديثة للسيولة والطرق المكونة لها
- 310 1 - الغرض الذي يستدعي تغطية الحاجة للسيولة
- 310 2 - الحصول على الأموال من الأسواق أي زيادة مطلوبات الأسواق ..
- 311 3 - فلسفة الإدارة
- 311 4 - السمات الأساسية لمصادر السيولة وكلفتها ونوعيتها
- 311 5 - التنبؤ بسعر الفائدة
- 311 6 - مقابلة الحالات الطارئة للحاجة للسيولة
- 313 **المبحث الرابع: مفهوم كفاية رأس المال في التمويل الدولي**
- 313 مقدمة
- 314 أولاً: التطورات الاقتصادية والمالية والمصرفية
- 314 1 - التحرر المالي
- 314 2 - التطورات التكنولوجية المتسارعة
- 315 ثانياً: تطور مفهوم كفاية رأس المال
- 315 ثالثاً: كفاية رأس المال والرقابة على المصارف
- 316 رابعاً: كفاية رأس المال وتعدد المفاهيم
- 317 خامساً: الأسس النظرية لكفاية رأس المال
- 317 1 - تعريف كفاية رأس المال
- 317 تحديد كفاية رأس المال
- 318 2 - هدف رأس المال
- 318 3 - الرفع المالي ودعم الربحية
- 318 4 - المقياس المحدد لكفاية رأس المال من قبل المنظمين
- 319 والمشرفين والمراقبين
- 322 سادساً: العلاقة بين السيولة وكفاية رأس المال
- 323 سابعاً: معايير كفاية رأس المال

1 - نسبة رأس المال إلى الودائع	323
2 - نسبة رأس المال إلى الموجودات	323
3 - نسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر	324
4 - نسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر والمرجحة	324
ثامناً: المعيار الدولي لكفاية رأس المال	324
تاسعاً: أهداف معيار كفاية رأس المال	326
عاشراً: المقومات الأساسية لمقررات لجنة بازل	326
1 - رأس المال	326
أ - رأس المال الأولي أو الأساس : Core Capital	326
ب - رأس المال المساند والتكميلي : Supplementary Capital	327
2 - نظام أوزان الخطر	327
3 - الحد الأدنى لنسبة رأس المال إلى الموجودات المحفوفة بالمخاطر المرجحة	327
4 - تصنيف الدول	328
5 - معالجة العمليات المصرفية الدولية التي لا تظهر في الميزانية	328
هيكل الموجودات بموجب مقررات لجنة بازل	328
6 - أخطار أسعار الصرف والفائدة	329
الخلاصة	329

الفصل السادس

الأزمة المالية دراسة في الظواهر

والأسباب والتشخيص والمعالجة

مقدمة	333
المبحث الأول: الأزمة المالية: الظاهرة والمفهوم	334
أولاً: مظاهر الأزمة المالية	334
ثانياً: مفهوم الأزمة المالية	339
المبحث الثاني: نظريات الأزمة المالية	342
مقدمة	342
أولاً: النظرية المحاسبية	342

343	قطاع الأفراد
344	قطاع الأعمال
345	قطاع الحكومة
345	القطاع المالي
345	قطاع بقية أنحاء العالم
347	أولاً: قطاع الأفراد
347	ثانياً: قطاع الأعمال
347	ثالثاً: قطاع الحكومة
347	رابعاً: القطاع المالي
347	خامساً: قطاع العالم الخارجي
348	ثانياً: نظرية الأزمات نماذج وأنماط
348	السيناريو الأول
349	السيناريو الثاني
349	ثالثاً: نظرية الخطر
350	نظرية القبول والعقلانية
352	المبحث الثالث: الأزمات المالية: التوصيف والخواص
352	مقدمة
352	1 - أزمة المكسيك 1994
353	2 - أزمة دول شرق آسيا 1997 - 1998
355	3 - أزمة روسيا الاتحادية في 1998
355	العناصر الأساسية للأزمة المالية: عناصر التأزم المالي
356	أ - سعر الصرف
356	ب - حركة رأس المال
356	ج - الفجوات: Spreads
357	د - الإجراءات: Regulations
357	هـ - الحركية غير المستقرة: Unstable dynamics
357	المؤشر الأول: المتدفق - المتدفق
357	المؤشر الثاني: الساكن - المتدفق
357	المؤشر الثالث: الساكن - الساكن

358	المبحث الرابع: إدارة الأزمة المالية
358	مقدمة
358	أولاً: مفهوم إدارة الأزمة المالية
360	ثانياً: السمات العامة لإدارة الأزمات المالية
360	1 - دور الاحتياطات في التدخل الحكومي الفاعل
361	2 - وقف العدوى المالية: Financial Contagion
362	3 - حماية الأسواق المالية وتدفقات الاستثمار والتجارة الإقليمية
362	4 - الابتعاد عن التنافس في خفض العملات
363	ثالثاً: الترتيبات الإقليمية اللازمة لإدارة الأزمة المالية
363	رابعاً
363	إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة المالية
363	1 - توفير السيولة المشروطة: Provider of Conditional Liquidity
363	2 - توفير السيولة غير المشروطة: Provider of Unconditional Liquidity
364	3 - الصندوق كمقرض لدول الأزمات المالية:
364	The Fund as Crises Lender
364	4 - الصندوق يعد الملجأ الدولي الأخير للإقراض
365	المبحث الخامس: العمارة المالية: الدور الجديد لصندوق النقد الدولي
365	أولاً: مفهوم العمارة المالية
366	تقوية ودعم النظام المالي
366	تحسين عمليات الإشراف
367	الصندوق كمقرض وملجأ أخير
367	الخضوع لعمليات إعادة الجدولة
367	تحرير حساب رأس المال
367	إدارة النتائج الاجتماعية للأزمات المالية
368	مضامين مفهوم العمارة المالية وعناصره
369	الإجراءات العالمية للمؤسسات المالية الدولية
369	الخلاصة
370	الخاتمة

أولاً: تركز النقطة الأولى على ما توصل إليه المؤلف بعد هذه الرحلة في	
التمويل الدولي، وتتمثل في ما يلي	371
ثانياً: وتركز النقطة الثانية على المضامين المستقبلية	372
ثالثاً: التمويل الدولي والدول العربية	372
فهرس المحتويات	374