

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة  
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الملتقى الوطني الأول حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية

يومي 04 و 05 فيفري 2019

## عنوان الورقة

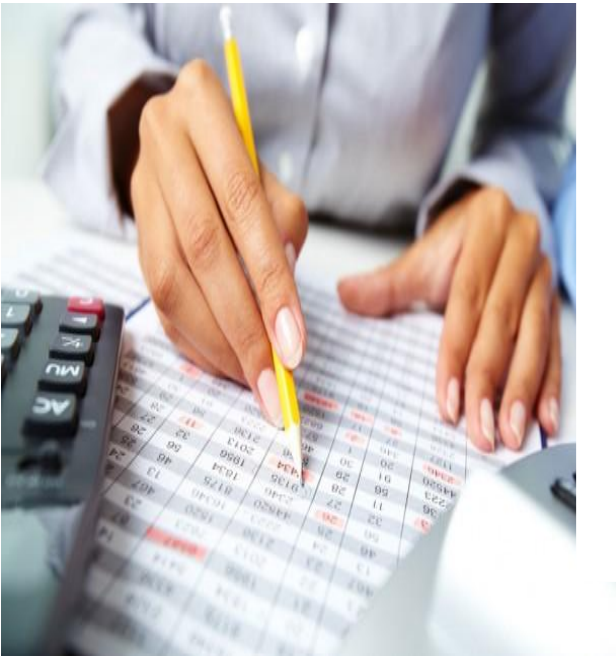
أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية

*The impact of international finance on developing economies*

من إعداد:

الدكتور: عطاء الله بن طيرش جامعة غرداية

الدكتور: كاكي عبد الكريم جامعة الجلفة



## تمهيد:

يعبر التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون المصطلح من كلمتين، حيث تشير كلمة التمويل إلى ندرة المعروض من رأس المال في دولة ما مقارنة بالقدر المطلوب منه، ونتيجة ذلك هو حدوث والطلب من رأس المال، ويستدعي ذلك سد هذه الفجوة وهذا ينطبق على الوحدة الاقتصادية أي على المستوى الجزئي ( Micro ) أو مجموع الوحدات الاقتصادية في دولة معينة ( Macro ) أي على المستوى الكلي.

ولهذا فإن الكلمة الأولى تعني عمومية التحليل في مسألة انتقال رؤوس الأموال من حيث أماكن وفرتها (أصحاب الفائض) إلى حيث أماكن ندرتها (أصحاب العجز)، ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلى غير ذلك من مؤسسات الوساطة المالية، فضلا عن انتقال رؤوس الأموال عن هذا النحو التي تكون من أهدافها الأساسية الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال.

أما الكلمة الثانية من مصطلح التمويل الدولي تشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دوليا، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم.

كما أن الطبيعة الدولية في التمويل تبين مدى اختلاف الدول في مجال الفائض والعجز في عنصر رأس المال، والعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلى أخرى أو من سوق إلى أخرى هو شكل العلاقة بين الادخار و الاستثمار على مستوى الوطني، والجدير بالذكر أن ندرة رأس المال بالنسبة للطلب عليه في دولة تؤدي إلى ارتفاع عائده في هذه الدولة، ومن ثم فإن رأس المال سيتدفق داخل هذه الدولة.

وليس المقصود بتحركات رؤوس الأموال انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل آلات ومعدات وأصول مختلفة، فهذا يدخل في مجال التجارة الدولية للسلع، ولكن المقصود بهذه التحركات هو انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات اقراض واقتراض بين الدول المختلفة، ويشير الأمر الأخير إلى تأثير هذه التحركات الرأسمالية في تغير الحقوق والالتزامات المترتبة عليها .

فإذا قام أحد المستثمرين أو إحدى المؤسسات أو إحدى الحكومات بطرح سندات للبيع في أسواق المال بألمانيا، وقامت المؤسسات بنوك ومواطنون في ألمانيا بشراء هذه السندات فإن ذلك يعتبر انتقالا لرأس المال على المستوى الدولي ويحدث بذلك حقوقا لهؤلاء الذين اشتروا السندات والتزامات أجنبية لهؤلاء الذين قاموا بطرح هذه السندات للبيع، غير أن استخدام حصيلة بيع هذه السندات في دفع فاتورة الواردات من السلع الإستثمارية سيدخل ضمن التجارة الدولية في السلع والخدمات.

ولكن المستثمر الذي يقبل على شراء السندات المطروحة للبيع لن يقدم على شرائها إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر من العائد الذي يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية الأخرى داخل ألمانيا، وهذا يشير إلى أن

الانتقال الدولي لرأس المال يتحرك وفقا لمقدار العائد المحقق من هذا الوعاء الاستثماري (السندات) مقارنا بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء كان ذلك داخل الدولة أو خارجها. غير أن التحليل السابق هو تبسيط شديد لتحرك رؤوس الأموال إذ نجد في بعض الأحيان أن صافي الانتقال أو التحرك لرأس المال يتجه نحو خارج الدولة رغم ما تعانيه من ندرة في رأس المال وهذا عائد إلى أزمات الدين الخارجي وعدم الإستقرار المالي من ناحية ضف إلى ذلك عمليات المضاربة على تغيرات أسعار الصرف واختلاف مستويات الفائدة من ناحية ثانية، وإلى عدم استقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية من ناحية ثالثة. ولمعالجة هذا الموضوع تم تقسيم الموضوع إلى سبعة أقسام كما يلي:

1- مفهوم المالية الدولية

2- مفهوم النظام المالي الوطني

3- مفهوم النظام المالي الدولي

4- مفهوم المركز المالي الدولي

5- التمويل الدولي قصير الأجل (السوق النقدية)

6- التمويل الدولي متوسط وطويل الأجل ( سوق رأس المال )

7- أسواق التمويل الدولي الثانوية

### 1- مفهوم المالية الدولية:

هناك العديد من التعريفات لمصطلح المالية الدولية أو التمويل الدولي، لكن على العموم نعطي المفاهيم الآتي:  
- يشير مصطلح التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة<sup>1</sup>، ويتخذ التمويل الدولي أشكالا عديدة منها: الاقتراض الدولي بجميع أنواعه، الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، الهبات، المضاربة، التحكيم، وغيرها.<sup>2</sup>

- يتألف مصطلح التمويل الدولي International finance من كلمتين، الكلمة الأولى، التمويل، والذي يعني توفير المصادر المالية لتغطية نفقات جارية أو رأسمالية وفق شروط معينة تتضمن السعر والأجل، أما الكلمة الثانية، الدولي، فتعني مجموعة من الدول.<sup>3</sup>

- مصطلح المالية الدولية، يعني كل ما ينبثق عن التبادل الدولي من تسوية مدفوعات أسعار الصادرات و الواردات، وكذلك تدفق الأموال في شكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة إلى الدول النامية بهدف تمويل مشاريع تنموية، ومن الدول النامية إلى الدول المتقدمة تسديدا للقروض وفوائدها أو تحويلا لأرباح الاستثمارات، أو توظيفا

<sup>1</sup> هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات حلب ، سوريا، 2007، ص: 26.

<sup>2</sup> مسعود مجبنة، دروس في المالية الدولية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص: 10-11.

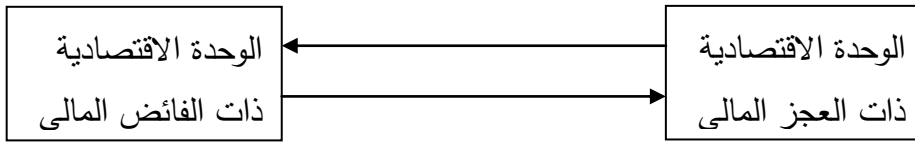
<sup>3</sup> سرمد كوكب الجميل، التمويل الدولي: مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، الدار النموذجية، بيروت، 2011، ص: 28.

لمدخرات مواطني هذه الدول، وبالتالي يترتب عن ذلك تبادل مستمر للعملات من عملة محلية إلى عملة أجنبية والعكس صحيح.

## 2- مفهوم النظام المالي الوطني:

النظام المالي عبارة عن وحدات ومؤسسات مالية تشكل القطاع المالي في الاقتصاد، وهي جزء أساسي مهم من الهيكل الاقتصادي العام للدولة، يساهم في تسيير التعاملات المالية وتمويل المشاريع والأنشطة المختلفة في هذا الاقتصاد، وهو المسؤول عن تحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز

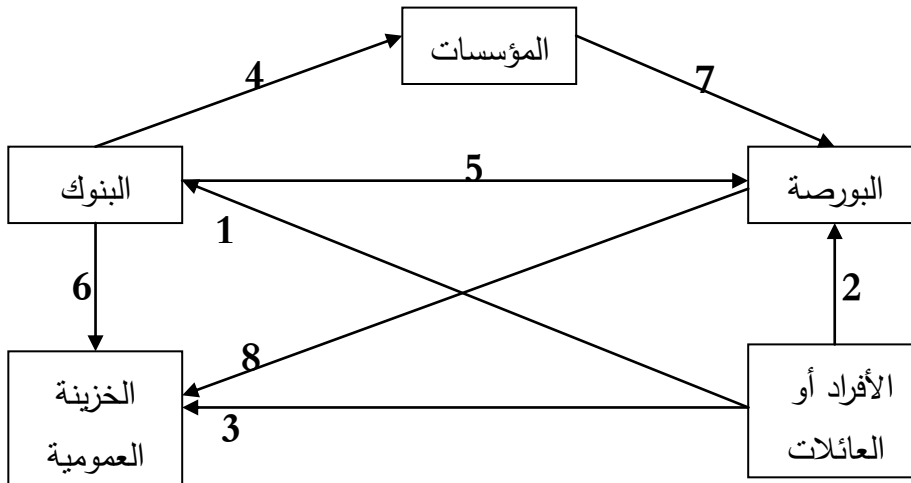
الشكل رقم 1: التمويل المباشر



الشكل رقم 2: التمويل غير المباشر



الشكل رقم 3: مكونات النظام المالي



- المالي<sup>1</sup>، وهناك صيغتين من التمويل، كما هو موضح في الشكلين رقم 1 و 2، كما يمكن توضيح مكونات النظام المالي المحلي أو الوطني لأي دولة في الشكل رقم 3.
- 1- الأموال المودعة في البنوك في شكل ودائع عاجلة أو آجلة؛
  - 2- تداول الأفراد للأوراق المالية في البورصة؛
  - 3- شراء سندات الخزينة العمومية؛
  - 4- تقديم قروض للمؤسسات؛
  - 5- تداول البنوك للسهم والسندات؛
  - 6- تقديم قروض للخزينة العمومية؛
  - 7- إصدار المؤسسات للأسهم والسندات؛
  - 8- تمويل الخزينة العمومية عن طريق إصدار سندات الخزينة العمومية في البورصة.

### 3- مفهوم النظام المالي الدولي:

ينصرف النظام المالي الدولي إلى المصادر المختلفة للتمويل الخارجي التي تلجأ إليها البلدان النامية لتمويل عملية التنمية أو لتغطية العجز في ميزان المدفوعات.<sup>2</sup>

### 4- مفهوم المركز المالي الدولي:

هو المكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية.

وجدير بالذكر التذكير ببعض المراكز المالية التي أصبحت معالم بارزة على صعيد المال، هما: وول ستريت، نيويورك، لندن، زيورخ، سنغافورة، هونغ كونغ، باناما، لوكسمبورغ، وأيضا بعض الدول الصغيرة التي تسمى أحيانا Exotiques، وأهمها جزر البهاما، وهناك شروط أساسية يجب توفرها في أي مركز مالي حتى يصبح مركز مالي معروف، وهذه الشروط هي على النحو الآتي:

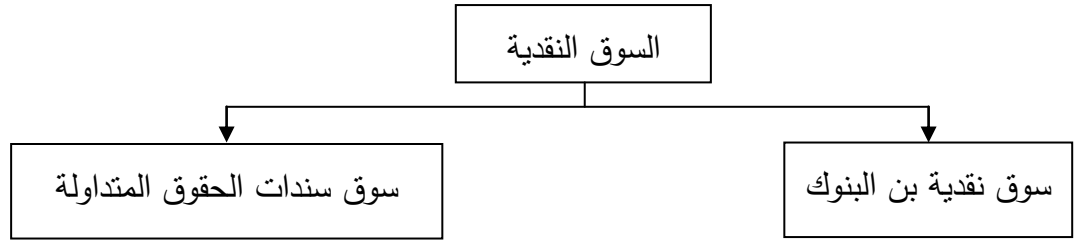
- طبيعة النظم السياسية والاقتصادية التي تلعب دورا مهما في المساعدة على تطوير المراكز المالية لتصبح عالمية؛
- توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين؛
- يجب أن يوفر للمستثمرين كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة حول وضعية الشركات العاملة؛

<sup>1</sup>دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص: 25.

<sup>2</sup>سعيد النجار، الاقتصاد العالمي والبلاد العربية في عقد التسعينات، دار الشروق، الطبعة الأولى، القاهرة، 1992، ص: 195.

- يجب أن يحتوي على بيئة تحتية لوجستية خاصة فيما يتعلق بوسائل الاتصال ونظام المكننة الآلية، والتقنية على صعيد الخبراء والكادر المهني المتخصص؛
- يجب توفر أسواق مالية مستقرة ومنفتحة على العالم الخارجي وبلا قيود على جميع أنواع العمليات المصرفية الدولية؛
- يجب توفر يد عاملة متخصصة تمتلك تكوينا وكفاءة عالية تمكنها من التجاوب مع متطلبات العمل في هذه الأسواق؛

#### الشكل رقم 4: أقسام السوق النقدية



- السرية والكتمان في التعامل مع الزبائن والحفاظ على أسرارهم؛
- سياسة نقدية ومالية تركز على مقومات الاستقرار؛
- تعدد اللغات.<sup>1</sup>

#### 5- التمويل الدولي قصير الأجل (السوق النقدية):

##### 5-1- تعريف السوق النقدية:

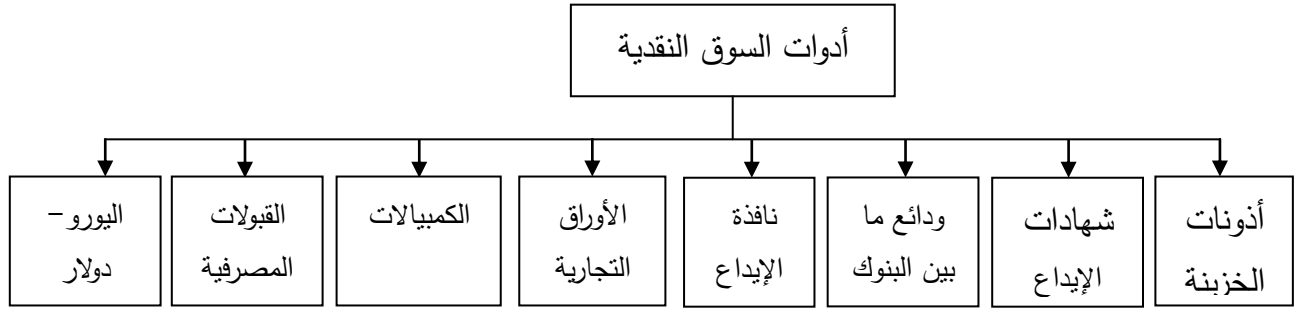
تشكل النقدية الإطار الذي تتم فيه عمليات القرض قصيرة ومتوسطة الأجل بين مختلف الهيئات المالية المسموح لها بالدخول إلى هذه السوق، حيث يتم في هذه السوق قيام الهيئات المالية المتدخلة بتمويل عجزها (أرصدها السالبة) باللجوء إلى هيئات مالية متدخلة أخرى تتمتع بفوائض مالية (أرصدها موجبة)، وتنقسم السوق النقدية إلى:

##### 5-1-1- سوق نقدية بين البنوك:

حيث يتمثل المتخلون في هذا الجزء من هذا السوق حصريا في البنوك التجارية ومؤسسات القرض الأخرى (المؤسسات المالية بمفهوم القانون الجزائري)، ويتركز النشاط في هذا الجزء من السوق على تبادل القروض بين البنوك التي لها فوائض مالية خلال فترة التبادل والبنوك التي لها حاجة إلى تمويل خلال نفس الفترة.

محفوظ جبار، عمر عبده سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة -، الجزائر، العدد 03، 2008، ص: 80-81

## الشكل رقم 5: الأدوات المستخدمة السوق النقدية



### 5-1-2- سوق سندات الحقوق المتداولة:

والتي تشكل مجالا أوسعاً للمعاملات سواء من زاوية الأدوات المستعملة أو من زاوية المتخلين في هذه السوق.<sup>1</sup>

### 5-2- أدوات السوق النقدية:

هناك العديد من الأدوات المستعملة في السوق النقدي، حيث يمكن توضيحها في الشكل التالي:

### 5-2-1- أدونات الخزينة (Treasury Bills):

هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وسنة، تصدر من قبل الحكومة، وتستخدم هذه الأداة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو للامتصاص الفائض النقدي ولتشجيع المواطنين على الادخار، وفي بعض الدول تمنح مزايا وإعفاءات ضريبية، ويتم تداولها على أساس معدلات الخصم، إذ يحدد سعر التداول باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء وسعر خصم البيع، وهو السعر الذي يعرضه الوسيط المالي على حامل أدونات الخزينة، ويتم حساب معدل الخصم حسب القانون الآتي:

$$\text{معدل الخصم التجاري} = \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة السوقية}}{\text{القيمة السوقية}} \times \frac{360}{t}$$

t: فترة الإستحقاق.

<sup>1</sup> ونجد في هذا السوق ثلاثة أنواع من الحقوق المتداولة، أولاً سوق شهادات الودائع التي تصدرها البنوك لفترات قصيرة ومتوسطة الأجل (لمدة تتراوح عادة بين 10 أيام و 7 سنوات)، نجد في المقام الثاني سوق شهادات الخزينة التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية (لفترات تتراوح أيضاً بين 10 أيام و 7 سنوات)، ونجد أخيراً سوق أدونات الخزينة التي تصدرها العمومية (تتراوح فترات إصدارها عادة بين 13 أسبوعاً و 5 سنوات).

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص: 378-379.

يعد معدل الخصم ربحاً للمستثمر الذي يقوم بشراء أدوات الخزينة وهذه العملية يطلق عليها البيع بخصم، ومعنى ذلك أن مصدر الأداة يقوم ببيع الورقة المالية بأقل من سعرها الاسمي في السوق، والفرق وفق المعادلة المذكورة يعتبر معدل الخصم، والذي هو في الوقت نفسه ربح للمستثمر.<sup>1</sup>

#### 5-2-2-شهادات الإيداع (Certifiats of deposits):

هي عبارة عن شهادات إيداع تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادات الإيداع سعر فائدة محددًا، كما وتبين شروطها المذكورة على خلف الشهادة طريقة احتساب و دفع الفائدة عند الاستحقاق وشروط تداول الشهادة وفقا لمعادلة حسابية محددة، لذلك نجد أنه يترتب على البنك المصدر لها التزام مالي مباشر بالنسبة للقيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها.<sup>2</sup>

#### 5-2-3-ودائع ما بين البنوك (Interbanks Deposits):

تحتفظ البنوك عادة بنسبة كبيرة من موجوداتها سواء كانت بالعملة المحلية أو الأجنبية على شكل ودائع ما بين البنوك المراسلة، وتكون على شكل حسابات جارية، وتحت الطلب، ولأجل حسب الحاجة، وتستخدم هذه الودائع لتسديد الالتزامات المترتبة عليها وتستثمر جزءا منها في أدوات السوق النقدي.

#### 5-2-4-نافذة الإيداع (Deposit Window):

تعد نافذة الإيداع لأجل قصير ( من يوم ولغاية أسبوع) من إحدى أدوات البنك المركزي غير المباشرة وتشكل بالوقت نفسه قناة استثمار للأموال القصيرة الأجل غير المستثمرة بالنسبة للبنوك في أدواتها في السوق النقدي، وتعد من أقصر أدوات البنك في التعاملات.

#### 5-2-5-الأوراق التجارية (Commercial Papers):

وهي سندات إذن لحاملها يتعهد مصدرها ( المقترض) بدفع قيمتها الاسمية وفوائدها بتاريخ محدد، وهي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية الكبيرة وشركات المساهمة الكبيرة الحجم، وعند استحقاق سدادها تقوم البنوك المشار إليها بدفع قيمة تلك الأوراق مع فوائدها لحاملها في تاريخ الاستحقاق نيابة عن الشركة، وتعتبر أداة من أدوات الاقتراض قصير الأجل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 176-177.

<sup>2</sup>ماهر شكري كنج، مروان عوض، المالية الدولية، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص: 74-75.

<sup>3</sup>خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص: 336-337.

## 5-2-6-الكمبيالات (Promissory Notes):

محرر مكتوب من قبل البائع يأمر فيه المشتري دفع مبلغ معين للمستفيد والذي في الغالب هو البائع نفسه كما يمكن أن يكون طرف ثالث مبين في الورقة، ويمكن أن يكون الدفع فوري أو لأجل.<sup>1</sup>

## 5-2-7-القبولات المصرفية (Bankers Acceptances):

هي سحبوات زمنية بقيمة البضاعة المؤجلة الدفع وهي ناشئة بالأصل عن عملية تجارية مضمونة الدفع أو القبول لدى بنك أو مؤسسة مالية وقد نشأت هذه الأداة المصرفية في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية، وهي نوع من التسهيلات التي يقدمها البنك مقابل عمولة، ويؤيد البنك قبول دفع قيمة هذه السحوبات عند الاستحقاق وذلك بكتابة كلمة مقبولة (Accepted) على وجه السحوبات وتصدرها الشركات أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال قصيرة الأجل وذلك بإصدار سحب على بنك طالبة منه دفع مبلغ محدد من النقود لحامل السحب خلال فترة محددة، وعند قبول البنك لهذا القبول يصبح السحب قابلا للتداول في السوق الثانوي إلى تاريخ الاستحقاق.<sup>2</sup>

## 5-2-8-اليورو-دولار (Euro-dollar):

هي ودائع الدولار الأمريكي في البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة في البنوك الأوروبية، ولقد ظهرت هذه السوق نتيجة الطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفائدة على القروض بالدولار التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى بسبب إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الطلب على الدولار بسبب امتداد نشاطها إلى أوروبا وأسيا والشرق الأوسط، ولم يقتصر الأمر على اليورو-دولار بل أصبح هنالك سوق للعملات الأوروبية كاليورو-جنيه الإسترليني واليورو-الين الياباني، وأصبحت هذه العملات جزءا من هذا السوق.<sup>3</sup>

## 6-التمويل الدولي متوسط وطويل الأجل ( سوق رأس المال ):

### 6-تعريف سوق رأس المال:

<sup>1</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السادسة، الجزائر، 2007، ص: 33-34.

<sup>2</sup> خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سبق ذكره، ص: 339.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص: 339.

يعرف سوق رأس المال على أنه ذلك السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي يكون أجل استحقاقها أكثر من سنة، والمتمثلة في ( السندات، السندات العمومية، الأسهم العادية، والأسهم الممتازة)<sup>1</sup>، وينقسم سوق رأس المال حسب الشكل التالي:

#### 6-1-1-1 تعريف السوق الحاضرة:

وهي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، ويتم خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات.

#### 6-1-1-2 تعريف السوق المستقبلية:

وهي أسواق العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.<sup>2</sup>

#### 6-1-1-3 تعريف السوق الأولية(سوق الإصدارات)(Primary Market):

هي الأسواق التي يتم فيها ترويج وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات وسندات حكومية، وتتم العملية من خلال بنك استثمار رئيسي يضمن الإصدار.<sup>3</sup>

#### 6-1-1-4 تعريف السوق الثانوية(سوق التداول)(Secondary Market):

يقصد بالسوق الثانوي، السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، وذلك بحسب أنظمة وإجراءات تصنعها إدارة البورصة وتشرف عليها هيئات مراقبة حكومية.<sup>4</sup>

#### 6-1-4-1-1 السوق المنظم(البورصة)(Stock Exchange):

السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة الأوراق المالية، ما هي إلا سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا في هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو

<sup>1</sup>عزاوي اعمر، الداوي خيرة، تأثير العولمة على الأسواق المالية، مجلة دراسات-العدد الاقتصادي-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار تليجي-الأغواط-، الجزائر، العدد 18، 2012، ص: 133.

<sup>2</sup>دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 50-51.

\*بنوك الاستثمار (Investment Banks) أو بنوك الاستثمار، تقوم بشراء إصدارات الأوراق المالية من الشركات المصدرة بهدف بيعها إلى المستثمرين النهائيين في أسرع وقت ممكن، وكذلك تلعب دور الوسيط المالي، وتقديم خدمات الاستثمار، عرض المشورة المالية.... الخ.

<sup>3</sup>محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق رأس المال السورية، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سوريا، 2002، ص: 03.

<sup>4</sup>أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، بدون سنة، ص: 71.

"البورصة"<sup>\*\*</sup>، وفي أوقات محددة، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات.<sup>1</sup>

#### 6-1-4-2- السوق غير المنظم (الموازي) (Unorganized Market):

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصة، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة OTC<sup>\*\*</sup>، التي تتولاها بيوت السمسرة، ويتم التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية، أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من الوسائل سريعة الاتصال)، تربط بين السماسرة واتجار والمستثمرين، ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها.<sup>2</sup>

#### 6-1-4-3- السوق الثالث (The Third Market):

هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل: صناديق المعاشات، والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.<sup>3</sup>

#### 6-1-4-4- السوق الرابع (The Fourth Market):

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.<sup>4</sup>

#### 6-1-4-5- سوق مالية احتكارية (Financial Monoplistic Market):

<sup>\*\*</sup>اشتقت من اسم شخص يدعى فان دي بورص، من بلجيكا، كان يعيش في القرن السادس عشر.

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، القاهرة، 2002، ص: 28.

<sup>\*\*</sup> Over The Counter .

<sup>2</sup> تاجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، دار مجد، الطبعة الأولى، لبنان، 2012، ص: 30-31.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص: 21.

<sup>4</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

هي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تحدد الجهة المصدرة سعر تداولها، إذ تحتكر تلك الجهات عملية الإصدار وتسعير الأداة المصدرة، كإصدار السندات من قبل الحكومة بسعر فائدة 3,5%، إذ تحتكر الحكومة عملية الإصدار وتسعير فائدة السندات.<sup>1</sup>

## 6-2- أدوات التمويل الدولي متوسطة وطويلة الأجل:

### 6-2-1- السندات (Bonds):

يمثل أحد الأدوات المالية التي تمثل مديونية على من أصدرها، وتعطي لمن يحوزها فائدة دورية ثابتة، وتتضمن السندات جدولاً من المدفوعات المستقبلية<sup>2</sup>، وفي الإطار الدولي للسندات فإن أهم سوق للسندات هو ما يسمى سوق السندات اليورو-دولار<sup>\*</sup>، وهي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتم التعامل بها خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطات النقدية الأمريكية، وذلك على نقيض سوق سندات المقترضين الأجانب في الولايات المتحدة، والذي يسمى بسوق سندات اليانكي<sup>\*\*</sup>.<sup>3</sup>

### 6-2-2- القروض المشتركة (المجمعة) (Syndicated Loans):

تعرف القروض المشتركة أو قروض التجمع البنكي، بأنها قروض كبيرة القيمة نسبياً تنظم لصالح مقترض معين بمشاركة بين مجموعة من البنوك والمؤسسات التمويلية، وذلك إما لوجود قيود ائتمانية تحد من المقترضين في توزيع مخاطرها أو الأمرين معاً.<sup>4</sup>

لقد ازداد استخدام القروض المشتركة في السنوات الأخيرة وذلك بسبب النمو الكبير في حجم المشروعات المحلية والدولية وحاجاتها إلى تمويل ضخم، وكذلك لكبر حجم المخاطر الملقاة على عاتق البنك الواحد والتي لا يستطيع أن يتحملها بمفرده في هذه الحالة.<sup>5</sup>

### 6-2-3- القروض التصديرية (Export Credits):

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص: 140.

\* Euro-dollar Bonds Market.

\*\* Yankee Bonds Market.

<sup>3</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

<sup>4</sup> ليلي محمد وليد بدران، دراسة بحثية بعنوان: مدى كفاية قروض التجمع البنكي كأداة ائتمانية وكأسلوب لتوزيع المخاطر، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010، ص: 24.

<sup>5</sup> نشرة توعوية بعنوان إضاعات، القروض المشتركة، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد 12، 2015، ص: 02.

في إطار سعيها الدؤوب لزيادة صادراتها إلى بقية دول العالم تقوم الدول الكبرى وعدد متزايد من الدول الناشئة بتقديم الدعم المالي لصادراتها، وذلك عن طريق منح قروض تصديرية قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل بأسعار فائدة تقل عن أسعار فائدة السوق، وضمان المخاطر غير التجارية (السياسية) التي قد يتعرض لها تسديد تلك القروض.<sup>1</sup> وتصنف القروض التصديرية إلى مجموعتين هما:

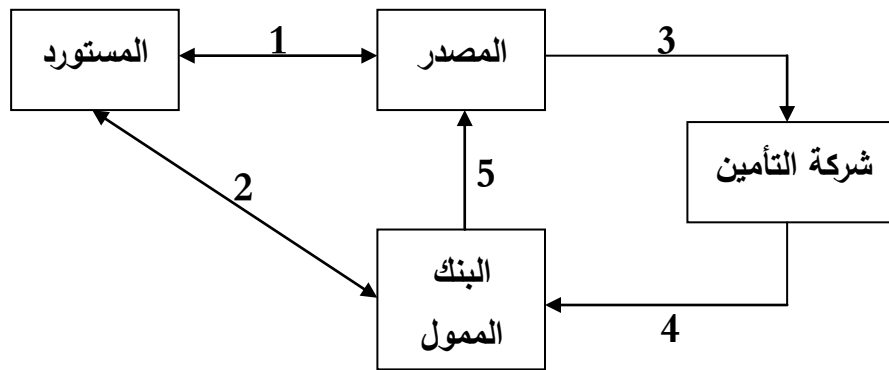
### 6-2-3-1- ائتمان المشتري (Buyers Credit):

عبارة عن آلية يقوم بموجبها بنك أو مجموعة من البنوك بلد المصدر بإعطاء قرض المستورد، بحيث يستعمله هذا الأخير بتسديد مبلغ الصفقة نقدا للمصدر، ويلعب المصدر دور الوسيط ما بين المستورد والبنوك بغرض إتمام عملية القرض.<sup>2</sup> ويتيح قرض المشتري في الواقع المجال لإبرام عقدين هما:

-**العقد الأول:** يتعلق بالعملية التجارية ما بين المصدر والمستورد، تبين فيه نوعية السلع ومبلغها وشروط تنفيذ الصفقة؛

-**العقد الثاني:** يتعلق بالعملية الناجمة عن ذلك والتي تتم بين المستورد والبنك المانح للقرض، ويبين هذا العقد شروط إتمام القرض وانجازه مثل: فترة القرض وطريقة استرداده ومعدلات الفائدة المطبقة.<sup>3</sup> ويمكن توضيح سير عملية قرض المشتري (ائتمان المشتري)، بواسطة الشكل التالي:

شكل رقم 7: خطوات عملية قرض المشتري



<sup>1</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص: 144.

<sup>2</sup> حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية-دراسة مقارنة-، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 104.

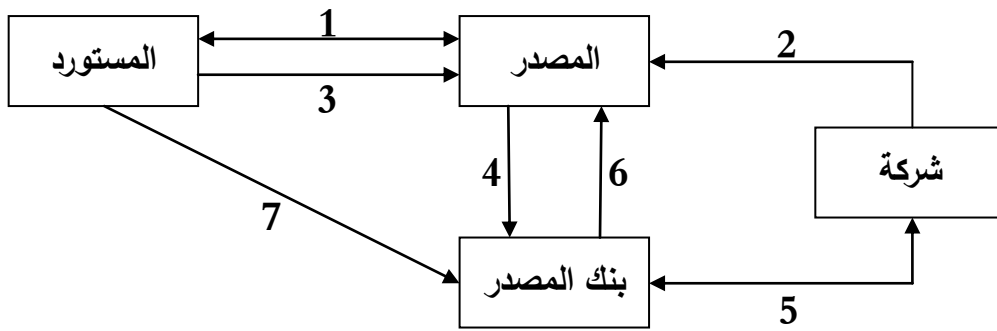
<sup>3</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

- 1- عقد توريد بضائع بشروط دفع فورية بين المصدر والمستورد؛
- 2- عقد قرض بين المستورد والبنك الممول يسدد عن طرق سندات أذنية مسحوبة على المستورد أو سحبات زمنية مقبولة منه؛
- 3- تعهد المصدر بسداد أقساط التأمين الذي تقوم به شركة التأمين؛
- 4- ضمان تقدمه شركة التأمين للبنك الممول ضمانا للقرض الممنوح للمستورد؛
- 5- تمويل فوري من البنك الممول إلى المصدر مقابل صور عن مستندات الشحن في حدود القرض الموقع مع المصدر.

#### 6-2-3-2- ائتمان الموردين (البائعين) (Suppliers Credit):

هو آلية من آليات تمويل التجارة الخارجية على المدى المتوسط والطويل الأجل، وهو قيام البنك بمنح قرض للمصدر لتمويل صادراته، ولكن هذا القرض ناشئ بالأساس عن مهلة للتسديد القرض يمنحها المصدر لفائدة المستورد، ولذلك يبدو قرض المورد على أنه شراء لديون من طرف البنك على المدى المتوسط.<sup>1</sup> ويمكن توضيح سير عملية قرض المورد (ائتمان الموردين) بواسطة الشكل التالي:

شكل رقم 8: خطوات عملية قرض المورد



- 1- عقد بين المصدر والمستورد لتوريد بضائع بالدفع المؤجل (قصير، متوسط، طويل الأجل)؛
- 2- عقد ضمان من شركة التأمين للمصدر ضد مخاطر عدم الوفاء التجارية وغير التجارية؛

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص: 124-125.

3- يحرر المستورد ورقة تجارية (الكمبيالات أو السندات)، أو عدة أوراق تجارية حسب الحالة؛

4- يقوم المصدر بتقديم الأوراق التجارية للخصم لدى بنك المصدر؛

5- ضمان شامل للأوراق التجارية التي يحتفظ بها البنك؛ وذلك عن طريق خطاب ضمان أو حوالة حق؛

6- تمويل فوري مقابل صور من مستندات الشحن أو الكمبيالات المقبولة من طرف المستورد سدادا لقيمة البضاعة المشحونة، منقوصا منها قيمة العمولة التي يتلقاها بنك المصدر، وذلك حسب تاريخ الاستحقاق؛

7- قيام المستورد بسداد الكمبيالة في تاريخ الاستحقاق، واستلام البضاعة.

جدول رقم 1: مقارنة بين قرض المشتري وقرض المورد

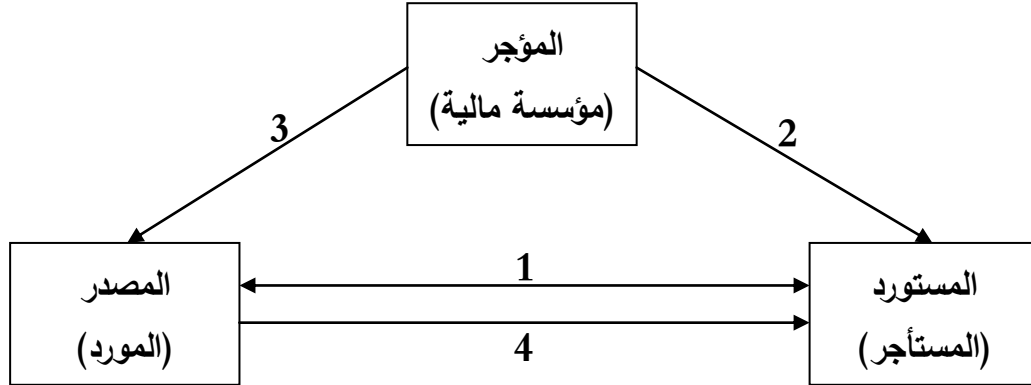
| قرض المشتري(المستورد)   | قرض المورد(المصدر)  |
|---|---|
| 1-يمنح للمستورد بوساطة من المصدر؛<br>2-يتطلب إبرام عقدين هما:<br><b>العقد الأول:(العقد التجاري)</b><br>ويتعلق بالعملية التجارية ما بين المصدر والمستورد، بحيث تبين فيه نوعية السلعة ومبلغها وشروط تنفيذها؛<br><b>العقد الثاني:(العقد المالي)</b><br>ويتعلق بالعملية المالية الناجمة عن ذلك، بين المستورد والبنك، بحيث تبين فيه فترة القرض، وطريقة استرداده، معدلات الفائدة. | 1-يمنح للمصدر بعدما منح مهلة للتسديد للمستورد؛<br>2-يتطلب إبرام عقد واحد، يتضمن بالإضافة إلى الجانب التجاري للصفقة شروط وطرق تمويلها، وهذا ما يعني أنه يتضمن العقد المالي أيضا؛<br>3-يتطلب قبول المستورد للكمبيالة المسحوبة عليه، وهذه الكمبيالة قابلة للخصم وإعادة الخصم لدى الهيئات المالية المتخصصة. |

6-2-4-التأجير التمويلي(Financial Leasing):

هو القيام بعمليات استئجار الأصول الثابتة والمعدات أو التجهيزات خاصة عوض شرائها، مقابل التزام المستأجر (Lessee) بدفع دفعات استئجار متتالية للمؤجر (Lessor) خلال مدة العقد، ونظريا فإن الاستئجار

يشبه تماما الاقتراض إلى حد كبير، ويتخذ التأجير التمويلي عدة أشكال أهمها: عقود استئجار تشغيلية\*، أو عقود استئجار مالية أو رأسمالية\*\*، ويمكن توضيح سير عملية التأجير التمويلي بواسطة الشكل الموالي:

الشكل رقم 9: خطوات عملية الايجار التمويلي الدولي



1-يقوم المستأجر (المستورد) بالتفاوض مع البائع (المصدر) على المعدات والآلات المراد استيرادها، وكل شروط تسليمها وأسعارها؛

2-يتقدم المستورد إلى مؤسسة مختصة من أجل تمويل العملية عن طريق الإيجار، وتتسأ عقد التمويل التأجيري بين المؤجر-وهي غالبا مؤسسة مالية- والمستأجر، تحدد فيه كل شروط التأجير من دفعات وعدد السنوات وكيفية صيانة الأصل، وإمكانية التملك في الأخير....الخ؛

3-يقوم المؤجر بامضاء عقد التوريد مع المورد (المصدر)، ويقوم بدفع قيمة الأصل؛

4-يقوم المصدر بتسليم الأصل مباشرة إلى المستورد، والذي بدوره يقوم بتسديد دفعات الإيجار حسب الكيفية المتفق

7-أسواق التمويل الدولي الثانوية:

7-1-التمويل الجزافي(Forfaiting):

\*عقود استئجار تشغيلية (Operating Lease)، تكون ترتيبات هذا الاستئجار قصيرة الأجل بحيث يتحمل المؤجر خلالها مخاطر القدم أو التغيير التي قد تحصل لهذه المعدات والتجهيزات.

\*\*عقود استئجار مالية أو رأسمالية (Capital or Financial Lease)، تكون ترتيباته طويلة الأجل تمتد صيانتها على مدة حياة الأصل الاقتصادية.

تعتبر هذه التقنية أداة من أدوات تمويل التجارة الخارجية، وتتضمن بيع سندات أو كمبيالات من أجل الحصول على تمويل نقدي فوري، وتنشأ هذه الالتزامات المالية نتيجة قيام أحد المصدرين ببيع سلع إلى مستورد في بلد آخر، ورغبة من المصدر في الحصول على تمويل مقابل سندات الدين التي في حوزته، فإنه يقوم ببيعها إلى أحد البنوك أو مؤسسات التمويل المتخصصة دون حق الرجوع من المصدر، ويتم هذا البيع بأن يسلم المصدر السندات أو الكمبيالات المباعية، والتي تستحق عادة خلال فترة زمنية تمتد إلى 05 سنوات من تاريخ الصفقة إلى المستورد مقابل الحصول على قيمتها فوراً.<sup>1</sup> ويمكن توضيح خطوات سير عملية التمويل الجزافي، وذلك حسب الشكل الموالي:

1- عقد توريد بضائع بالدفع المؤجل بين المستورد والمصدر؛

2- تسليم البضاعة للمستورد مقابل كمبيالات المستورد أو السحوبات المقبولة منه؛

3- تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة من المستورد إلى بنك المستورد في بلده الذي يكفلها؛

4- تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة إلى المصدر؛

5- عقد الفورفيتينغ (الخصم) بين المصدر والفورفيتير (الخاصم)؛

6- تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة إلى الفورفيتير؛

7- دفع قيمة الكمبيالات أو السحوبات إلى المصدر؛

8- تقديم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة للدفع إلى البنك الكافل؛

9- الدفع بتاريخ استحقاق الكمبيالات أو السحوبات إلى الخاصم.

## 7-2- الفوترة (Factoring):

الفوترة<sup>2</sup>، هي تقنية تتولى من خلالها مؤسسة مالية تحمل مخاطر تحصيل فواتير مؤسسة تجارية مقابل عمولة، وتحل من خلالها في حقوق هذه الأخيرة<sup>2</sup>، وهي تقنية تمويل قصيرة الأجل، حيث تقوم مؤسسة ما بالتخلي على كل

<sup>1</sup>حسين بلعجوز، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

<sup>2</sup>يعتبر عقد تحويل الفاتورة ترجمة للمصطلح الفرنسي Affacturage، وللمصطلح الانجليزي Factoring، ونشأ نظام عقد تحويل الفاتورة في إنجلترا في القرن 18، ثم انتشر في الولايات المتحدة الأمريكية عندما كانت مستعمرة بريطانية، والأصل في نشأته يرجع لذلك البائع البريطاني الذي كان يتعامل مع السوق الأمريكي دون أن يعرفه، ثم تطور فيما بعد في أوروبا مع بداية 1960، مع إنشاء أول مؤسسة مصرفية متخصصة في النظام تسمى Factor.

<sup>2</sup>ميلاد عبد الحفيظ، النظام القانوني لتحويل الفاتورة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان-، الجزائر، 2011/2012، ص: 23.

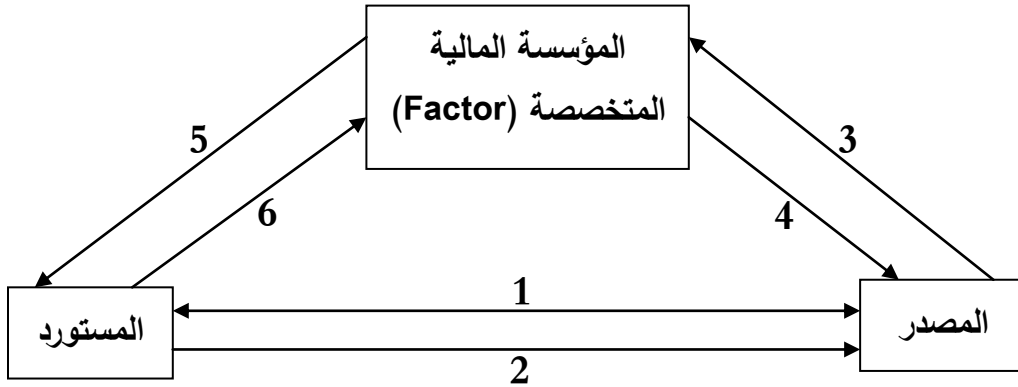
حقوقها (الفواتير) إلى شركة عقد تحويل الفاتورة Factor الذي يختلف عن البنك، وهي غالبا فرع من بنك كبير، تقوم هذه الأخيرة بتغطية الفواتير، متابعة المدينين، التحصيل، المتابعة القضائية في حالة عدم الدفع.<sup>1</sup> وبصفة عامة نلخص الفوترة الدولية وفق الشكل التالي:

1-المصدر يبيع السلعة إلى المستورد؛

2-يوقع المستورد على سندات مديونية بقيمة المنتج المباع ويقوم بإرسالها إلى المصدر؛

3-يقوم المصدر ببيع الفاتورة إلى المؤسسة المالية المختصة؛

الشكل رقم 11: خطوات عملية الفوترة الدولية



4-المؤسسة Factor تمنح المصدر نسبة معينة من قيمة الفاتورة-تصل إلى 80%-؛

5-تقوم المؤسسة بإخطار المدين مطالبا إياه بسداد سندات المديونية في تاريخ الاستحقاق؛

6-يقوم المستورد بسداد قيمة سندات المديونية في تاريخ الاستحقاق.

**خاتمة:**

لقد فسحت العولمة المالية الباب واسعا لحراك حر و غير مقيد لرؤوس الأموال الباحثة عن منابع الأرباح و البحث عن المناخ الخصب لتعظيم الفرص و قد كان لحدة التنافس بين مختلف المراكز المالية و المؤسسات الانتاجية الدولية الدور البارز في خروج رؤوس الأموال من مواطنها الأصلية إلى الأسواق الجديدة عن طريق إنشاء

<sup>1</sup>بن طلحة صليحة، معوشي بوعلام، دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل و تحصيل الحقوق، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص: 05.

فروع أو مراكز نشاط ، فلم يعد رأس المال محكوماً بجنسية و لا بوطن فالعالم كله وطنه و ساحة تواجده و نقاط عمله و في خضم هذه الحركية تستفيد البلدان المستقبلية لهذه التدفقات من موارد مالية ضخمة تعول عليها لتمويل اقتصادياتها و خدمة مسار تنميتها ، لكن تأثيرها الإيجابي لن يتحقق على المدى الطويل ما لم يتوفر المناخ الملائم أو الأرضية الخصبة التي تسمح باظهار نتائجها أو بتعبير آخر أن حجم المنافع التي يولدها التمويل الدولي تعتمد و بشكل كبير على مدى القدرة على استيعابه و يعد التطور المالي ضرورة في مقدمة هذه القدرات لضمان الاتساق الحيوي للأنشطة المالية و المصرفية و صيانتها بشكل دائم و مستمر حتى يسمح لها باكتساب قوة دفع جديدة و خدمة هدف النمو المستقر و تلافي الآثار السلبية و الأزمات التي يمكن أن تحدث .