

## \* تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة:

تشير إلى أن معدل المردودية المخصوصة على الأصول المحررة بالعملة المختلفة يجب أن تكون متساوية، وبالتالي يكون المستثمرون غير مهتمين بالاحتفاظ بالأصول بالعملة المحلية أو الاحتفاظ بالأصول بالعملة الأجنبية، وهذه العلاقة تشترط أن معدلات التغير المتوقعة في سعر الصرف تكون مساوية لفروق أسعار الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي، وعليه تأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة التالية:

$$S^* = (S_a - S) / S \quad \text{مع الإشارة إلى أن} \quad S^* = I - I^*$$

حيث:

$S^*$ : معدل التغير المتوقع في سعر الصرف

$S_a$ : سعر الصرف الفوري المتوقع خلال سنة بعد توظيف المبلغ المستثمر وتحويله

وتنطلق هذه الصيغة من الفرضيات التالية:

- الأصول المحلية والأجنبية تكون متماثلة في تاريخ الاستحقاق وبنفس درجة المخاطرة.
- عدم وجود حواجز على حركة رأس المال.
- حياد المتعاملون تجاه المخاطر.

بينما إذا كان المتعاملون يتجنبون المخاطرة فإنهم يطالبون بعلاوة الخطر لقبول الاحتفاظ

بالأصول المحررة بالعملة الأجنبية، وعليه تأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة الشكل التالي:

$$S^* + p = I - I^*$$

حيث تمثل P علاوة الخطر

وتتمثل المحددات الأساسية لعلاوة الخطر في تطاير تسعير العملة والعرض المرتبط بالأصول

المحررة بهذه العملة الأجنبية، كما يمكن تقدير علاوة الخطر باستخدام فروق أسعار الفائدة الحقيقية بين البلد المحلي والأجنبي.<sup>1</sup>

3- نظرية ميزان المدفوعات:

يعتبر الاقتصادي جون مينارد كينز هو من وضع أسس هذه النظرية، حيث اعتبر أن سعر صرف

العملة يتحدد عند المستوى الذي تتعادل فيه الكميات المطلوبة العملات الأجنبية مع الكميات المعروضة منها، وبذلك يشكل حالة العجز والفائض في ميزان المدفوعات المعيار الأساسي لتقييم العملات المختلفة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Dupuy. M et Al, « Finance internationale », Dunod , Paris, 2006, p.87.

<sup>2</sup> نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج، عمان، 2007، ص 125

في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة في الطلب على العملة الوطنية نتيجة زيادة الصادرات ومنه ارتفاع في قيمتها الخارجية، والعكس في حالة العجز، فإن ذلك يعني زيادة المعروض النقدي من العملة الوطنية نتيجة زيادة الواردات ومنه انخفاض في قيمتها الخارجية، وعليه تركز هذه النظرية على الأسس التالية:

- يعتبر وضع ميزان المدفوعات العامل الحاسم في تحديد سعر صرف العملة الوطنية.
- يتحدد سعر الصرف وفقاً لقوى العرض والطلب.
- ميزان المدفوعات متغير مستقل وسعر الصرف متغير تابع.

لكن ورغم دور هذه النظرية في تفسير سعر الصرف إلا أنه يؤخذ عليها ما يلي:

- توجد علاقة تأثير متبادلة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف من خلال تأثير كل من الصادرات والواردات بشكل مباشر في سعر صرف العملة، وكذلك تغيير القيمة الخارجية للعملة يؤثر بشكل واضح في الصادرات والواردات.
- يمارس ميزان المدفوعات تأثيره في سعر الصرف من خلال العمليات الاقتصادية وهذا يستدعي استبعاد معظم فقرات رأس المال قصير الأجل باعتبارها موازنة تقوم بها الدولة لتجنب الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، وذلك غير ممكن لأن حساب رأس المال جزء لا يتجزأ من حساب ميزان المدفوعات.
- تحتاج النظرية إلى مرونة كافية لأسعار الصرف لضمان إيجاد حالة من الانسجام بين القيمة الداخلية والقيمة الخارجية للعملة.

#### 4- نظرية كفاءة السوق:

يعد السوق كفاءً إذا الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة، وتكاليف المعاملات ضيقة، و تغيرات أسعار الصرف عشوائية، وبذلك يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية، كإعلان العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، عجز الميزانية، التضخم،،، ومفاده أنه لا يمكن لأي مضارب أن يحقق كاسب باستمرار، كما يمكن اعتبار التسعيرة الآجلة مؤشر قوي على السعر الأني المستقبلي، حيث يرى المنظرون أن أسواق الصرف تعد كفاءة، في حين يؤكد الممارسون على عدم وجود كفاءة نسبية في أسواق الصرف.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية، دارزهران، عمان، 2008، ص ص 159، 160

# المحور الرابع

## الأسواق المالية الدولية

أولاً: ماهية الأسواق المالية الدولية:

## 1- مفهوم الأسواق المالية الدولية:

تلعب الأسواق المالية الدولية دوراً مهماً في اقتصاديات مختلف دول العالم من خلال تعبئة المدخرات واستثمارها دولياً، حيث نتج عن نتج عن توسع المشاريع الاستثمارية والمعاملات التجارية الدولية زيادة الحاجة للتمويل الدولي، والذي أدى بدوره إلى زيادة الحاجة للأسواق المالية الدولية. وتمثل السوق المالية الدولية في مجموعة المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة، فهي تمثل المجال الذي تنشأ فيه وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون و الأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات ذات البعد الدولي، سواء كانت طويلة الأجل كالأسهم والسندات الدولية أو قصيرة الأجل كالأوراق التجارية الأوروبية، أو حتى في شكل أصول بنكية كالودائع والقروض بالعملة الأجنبية، ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد.

- ومن بين العوامل التي أدت إلى قيام وتوسع الأسواق المالية الدولية وتعزيز دورها في الاقتصاد نجد:
- تطور وسائل الاتصال منذ بداية القرن العشرين في مختلف أنحاء العالم، حيث توج ذلك بتدشين شبكة الاتصالات الدولية في مطلع التسعينيات والتي سمحت بتوفير المزيد من المعلومات المالية والتسهيلات اللازمة لتداول الأدوات الاستثمارية وتحويل الأموال.
  - ظهور الأسواق المالية المحلية في كل أغلب النامية في مطلع الثمانينيات والتسعينيات مما سمح لها بتعبئة إمكاناتها الاستثمارية الداخلية وتوجيهها دولياً.
  - دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين بتعبئة المدخرات المحلية من مصادر تمويل مختلفة واستثمارها في الأسواق المالية المعروفة.
  - دخول الأسواق المالية الدولية مرحلة النمو المتسارع والتوسع عبر الحدود خاصة مع بروز دور اليورو دولار.

## 2- خصائص الأسواق المالية الدولية:

وتتميز الأسواق المالية الدولية بخصائص متعددة نذكر منها:<sup>1</sup>

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي كسوق لندن بالنسبة لليورو دولار.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر، عمان، 2009، ص ص 184، 185

- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو بلد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص في القيمة الإجمالية للتبادلات الدولية.
  - اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها.
  - تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر بين أطراف العقود.
  - قيام مؤسسات غير وطنية ( متعددة الجنسيات ) بممارسة وظائف المشاركة أو الضمان أو الإدارة للتبادلات المالية الجارية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معينة.
  - أغلب الأسواق تسودها المضاربة، وبالتالي تعاني من تقلبات وحساسية عالية للشائعات.
- ونظرا لهذه الخصائص فإن إعطاء الصفة الدولية لسوق مالية معينة يعد أمرا نسبيا، وذلك نظرا لكون غالبية الأسواق القائمة وحتى الحديثة منها في الدول النامية تتعامل جزئيا بشكل أو بآخر بأدوات صادرة عن مؤسسات أجنبية، وقد تمتد تأثيرات معينة من هذه الأسواق خارج اقتصادياتها المحلية، كما تساهم شبكات الاتصالات الدولية في إخراج الكثير من الأسواق المحلية بما فيها الصغيرة من عزلتها التامة.

### 3- وظائف الأسواق المالية الدولية:

يقوم السوق المالي الدولي على مجموعة الوظائف التالية:

- توفر السوق المالي الدولي مجموعة من المحافظ الاستثمارية للمستثمرين سواء من حيث نوعها أو آجالها.
- توفير الاتصالات بين البائعين والمستثمرين، ونشر المعلومات اليومية عن موجز الأسهم المباعة والأسعار الحقيقية للتعامل.
- تقديم المعلومات المالية للجمهور والمتعلقة بالأصول المالية المتوفرة في السوق، إضافة للمعلومات المالية والاقتصادية المتعلقة بالوضع المالي للشركات.
- تعمل على مساعدة المنشآت في التمويل طويل الأجل وتفادي التقلبات العنيفة، وهي ضمانة كبيرة عند الإفلاس والهزات المالية المدمرة.
- تهيئ عنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار والتي تزيد من فاعلية هذا السوق، فهي تحمي المتعاملين في السوق من محاولات الغش والاحتيال من خلال وضع قواعد مرتبطة صارمة لتداول الأوراق المالية فيها.

## ثانيا- تقسيمات الأسواق المالية الدولية:

كما هو متعارف عليه في الأسواق المحلية فإن الأسواق المالية الدولية تنقسم إلى:

### 1- السوق النقدية الدولية:

وهي الآلية التي يتم من خلالها الحصول على الأموال المستثمرة لفترة قصيرة، ويتم فيها تبادل الأصول قصيرة الأجل، تركز على الودائع بالعملات الأجنبية التي تحوز عليها البنوك من مختلف الأطراف والتي يتم التعامل بها لفترة وجيزة، حيث أن هذه السوق لا تتيح التمويل فقط وإنما تتيح الحصول على التمويل وفق العملة المرغوبة انطلاقاً من تنوع الودائع على مستوى البنوك. هناك سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لفترة قصيرة بأسعار فائدة تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال، و متانة المقترض وشهرته وسمعته، وهناك سوق ثانوية يجري فيها تداول الموجودات المالية قصيرة الأجل بأسعار تحدد وفق قوى العرض والطلب، فهي سوق تشمل مجموعة أنشطة المقرضين والمقترضين لفترات قصيرة ويقوم الأفراد والمؤسسات بتغذية هذه السوق. وتتمثل أهم مصادر رؤوس الأموال في السوق النقدية في:

### 1-2- سوق اليورو دولار:

ترجع بوادر ظهور اليورو دولار إلى نهاية الخمسينيات من القرن العشرين التي شهدت تطورا ملحوظا في التجارة الدولية، مما سبب زيادة الطلب على الدولار لتسوية المبادلات الدولية، وهو ما ساهم في زيادة تواجده في عديد البنوك عبر العالم. ويستخدم مصطلح الدولار الاوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخصوصا المصارف الأوروبية، ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وفي بعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار) تقبل الودائع وتمنح القروض بالدولار فقط). وتتميز القروض التي تقدمها المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية بضخامة قيمتها وقصر مد استحقاقها، وتشكل الدولارات الأمريكية في تلك المصارف قيام نتيجة بعض المصارف والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء منها وإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار لعدة أسباب أهمها ارتفاع معدلات الفائدة عليها.

## 2-1- سوق اليورو عملات:

لم يقتصر الأمر على الدولار فقط، بل أصبح هناك سوقا للعملات الأوروبية موازيا لسوق الدولار الأوروبي يمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض، حيث تعتبر المصارف التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض. ولم يعد قبول الودائع بالدولار فقط وانتقل إلى عملات أجنبية رئيسية أخرى كالمارك الألماني والجنيه الإسترليني، الين الياباني.... إلخ، وتغيرت التسمية من اليورو دولار إلى اليورو عملات.

وتعتبر اليورو عملات عن الودائع بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل على مستوى بنوك متواجدة خارج النظام النقدي للعملة المعنية، حيث يمكن لمختلف العملات الأجنبية أن تتواجد كودائع في مختلف البنوك العالمية في لندن، طوكيو، باريس، سنغافورة وغيرها، وجاء استعمال مصطلح اليورو للدلالة على تواجد هذه العملات خارج حدود نظامها النقدي الأصلي وليس للدلالة على تواجدها في أوروبا فقط، فالـيورو دولار مثلا لا يعبر عن الدولار المتواجد كودائع في بنوك أوروبا، بل يشمل أيضا حتى الدولار المتواجد في بنوك طوكيو وكندا وغيرها.<sup>1</sup>

## 3-1- سوق اليورو قروض:

ظهر في ستينيات القرن العشرين من خلال تقديم قروض للدول ذات الملاءة المالية العالية، وتزايد ليشمل الدول النامية في منتصف السبعينيات خاصة مع تطور سوق اليورو عملات، ثم تراجع في الثمانينيات بسبب أزمة المديونية التي تعرضت لها أغلب الدول النامية وتوقفت البنوك الأوروبية عن تقديم القروض نظرا لمخاطر عدم القدرة على التسديد التي واجهتها.

ويتمثل اليورو قرض في القرض الذي يتم تحريره بعملة مختلفة عن عملة البلد الذي حرر فيه، إذ يرتبط اليورو قروض باليورو عملات، ويعتبر تداول العملات الأجنبية خارج حدود الدول المصدرة لها كودائع ومنحها في شكل قروض سببا ظهور ما يسمى \* اليورو قروض\*.

ويتميز اليورو قروض بالخصائص التالية:

- مدة الاستحقاق تتراوح بين 5 و 10 سنوات.
- قيمة القرض والتي تقدر ب 10 مليون دولار كحد أدنى.

<sup>1</sup> Emmanuel Nyahoho ; Finances internationales : théorie, politique et pratique, 2eme édition, Presses de l'Université du Québec, 2002, p 184.

- سعر الفائدة لليورو قروض، تمنح بصفة متغيرة يتم مراجعتها كل شهرين أو 3 أو 6 أشهر في الغالب، وتتكون من سعر فائدة مرجعي قاعدي يسمى ب LIBOR<sup>1</sup> مضاف إليه هامش معين يمثل الجانب المتغير في سعر الفائدة على اليورو قروض.
- ويتم تقديم اليورو قروض وفق ما يلي:
- تحديد الاحتياجات من طرف الجهة المالية المقترضة (القيمة المالية، فترة الاستحقاق.....).
- دراسة السوق المصرفي واتجاهات القروض.
- اختيار المقترض للعرض والمتعلق بالجانب المالي ممثلا في معدل الفائدة ومختلف العملات.
- ارسال مراسلة للبنك المركزي الذي يتم اختياره تضمن الشروط المتعلقة بالقرض.
- اعداد المذكرة الإعلامية المتعلقة بالتعريف بالمقترض.
- المشاركة في توفير القيمة المالية لليورو قروض من طرف عدد معين من البنوك.
- التوقيع على عقد القرض في جلسة علنية
- 2 سوق السندات الدولية:

## 1-2- مفهومها:

تعود جذور سوق السندات الدولية إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية وبالضبط سنوات الخمسينيات، وكانت هناك الحاجة الملحة للحصول على التمويل لإعادة بناء الاقتصاد الأوروبي، حيث قدمت الولايات المتحدة الأمريكية أغلب رأس المال الذي كانت تحتاجه أوروبا من خلال هذه الأخيرة لسندات في الأسواق الأمريكية تسمى سندات \*YANKEE BONDS\*، حيث كان أغلب المقترضين حكوميين. وفي فترة الستينيات توجه العديد من المقترضين إلى إصدار سندات بالدولار في أسواق مالية أخرى خاصة في أوروبا، وهو ما مهد لظهور السندات الأوروبية التي تم إصدارها لأول مرة عام 1963 من طرف شركة Auto strad الإيطالية بإصدارها لسندات اليورو دولار والتي عرفت فيما بعد تطورا ملحوظا باعتباره تخلو من القيود تواجه الأنواع الأخرى المحلية والأجنبية.

و السندات الدولية هي سندات تصدر بعملة مخالفة لعملة الدولة التي تتداول فيها، ويتم تداولها وبيعها في أكثر من دولة واحدة عند إصدارها، ويتم بيعها بواسطة مجموعة دولية من البنوك دون اتباع خطوات الإصدار المتبعة في البورصات المحلية، وتتأثر بكل من الضرائب وتوزيع المناطق

<sup>1</sup> LIBOR (London Interbank Offered Rate): تعني معدل الفائدة المعروض لقروض ما بين البنوك في سوق لندن النقدي، وهو معدل تقوم جمعية المصرفيين البريطانيين على إصداره بصورة يومية، وهو يغطي معدلات الفائدة على 10 عملات، ويعد أهم آلية لتحديد معدل الفائدة على المستوى الدولي ولعدد كبير من العقود المالية مثل المقايضات والخيارات والقروض والمستقبليات.



الزمنية والتغيرات القانونية والتنظيمية وحصص قروض البنوك المجموعة والتقليدية في سوق الاقراض والتوزيع في إصدار السندات.

## 2-2- أنواعها:

تنقسم سوق السندات الدولية إلى قسمين هما:

- سوق السندات الأجنبية: يتم إصدارها من قبل مؤسسات أجنبية غير مقيمة في البلدان التي يتم فيها الإصدار والمحرة بنفس عملة ذلك البلد، كإصدار السندات المحررة بالدولار الأمريكي في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف مؤسسات أوروبية، وعادة ما يتم بيع السندات الأجنبية من أحد البنوك الاستثمارية في الدولة المضيفة ويتم تداولها في سوق المال الخاص بهذه الدول ويخضع لقوانين الحماية الخاصة بها.

- سوق السندات الأوروبية: يتم إصدارها من قبل مؤسسات أجنبية غير مقيمة في البلدان التي يتم فيها الإصدار والمحرة بعملة تختلف عن عملة ذلك البلد، كإصدار السندات المحررة بالدولار الأمريكي في أوروبا من طرف مؤسسات أجنبية، ولم تقتصر تسمية هذه السندات الأوروبية على أنها أصدرت في أوروبا فقط، وإنما للدلالة على أجنبية العملة.

## 2-3- أدوات تقليل الخطر في سوق السندات الدولية:

توجد العديد من الوسائل التي يمكن اللجوء إليها لتقليل من الخطر الذي يمكن ان يتعرض

له المقرضون في سوق السندات الدولية منها:

- توفير ضامن للإصدار: يمكن للقرض أن يستفيد من كفالة ضامن، ففي حالة عجز المصدر عن الدفع أو عدم الالتزام بنود العقد يتم الدفع من قبل الضامن.

- ترتيب الإصدار: ترتبط درجة ترتيب الإصدارات ضمن خصوم المصدر، وذلك حسب مستوى المخاطر، فكلما كانت درجة ترتيب الإصدار عالية كلما نقص الخطر المتعلق بالمقرض.

- بنود عقد الإصدار: تسمح بنود عقد الإصدار المعدة بدقة للمقرضين باختيار الإصدار المناسب من حيث درجة الخطر التي يمكن للمقرض تحملها كما توضح الإجراءات المتبعة في حالة العجز عن التسديد.

- التصنيف الائتماني: لكي يستطيع المصدر الحصول على قرض من سوق السندات الدولية يجب أن يتصف القرض بدرجة أقل من خطر القدرة على السداد، والذي يمكن تصنيفه انطلاقاً من تحليل وضعية المقرض، أو انطلاقاً من تصنيفه من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني أهمها:

standar poors and moodys إضافة إلى fitche and coface التي تختص في تقييم الديون التجارية التي تستحق في أقل من 6 أشهر.

وتزايدت المنافسة بين مؤسسات التصنيف الائتماني مما أدى إلى ظهور مؤسسات تصنيف تتخصص بنوع محدد فقط من الأوراق المالية، وتقوم هذه المؤسسات بالتصنيف انطلاقاً من بيانات كمية ونوعية على المقرض والمقرض، قبل إصدار تقريرها والذي يرفق بتفسير لذلك التصنيف.

والجدول التالي يوضح تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف الدولية:

جدول رقم (01): تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف الدولية

الخصائص	وكالات التصنيف		
	fitche	standar poors	moodys
أقصى درجة الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
جودة متوسطة	AA+	AA+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة	C	CCC+	Caa
		CCC	Ca
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD	D	
	DD		
	D		

Source : F Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris 2010, p. 146

### 3- سوق الأسهم الدولية:

#### 3-1- مفهوم سوق الأسهم الدولية:

تم إنشاء سوق الأسهم الدولية بشكل رسمي سنة 1983 وعرفت نموا متسارعا مطلع التسعينيات من القرن الماضي، وذلك تماشيا مع تطبيق برامج الخصخصة في العديد من الدول، مما سمح بجمع مبالغ مالية ضخمة جدا خصوصا مع التوسع الدولي لتنوع المحفظة المالية وتجنب المخاطر المختلفة، حيث ظهرت العديد من الأطراف الفاعلة في بيع وشراء الأسهم في الأسواق المالية الدولية كصناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط.

تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة، بينما التوزيع تقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة، وعليه فإن سوق الأسهم الدولية هي مكان التقاء المحتاجين لرؤوس الأموال لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على المستوى العالمي بصورة كفؤة، أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على ما تحتاجه من أموال لغرض الإنشاء أو التوزيع بين بلدان أجنبية مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية.

وتختلف الأسهم الدولية عن الوطنية في طبيعة المكتتبين فيها وإعفاءها الجبائي، فالمكتتبون مختلفو الجنسية، كما يعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها ومعرفة طبيعتها.

ويتم إصدار الأسهم الدولية بطريقتين:

\* إصدار مباشر: تقوم الشركة بتوفير أسهمها مباشرة لمن يكتتب فيها في ساحات مالية متعددة على المستوى الدولي، وذلك بالاستعانة بمجموعة من البنوك المتواجدة في أوطان متعددة، حيث تضطر المؤسسات في مثل هذا الإصدار إلى التسجيل في بورصات عالمية متعددة والخضوع لتشريعات وقوانين عدة دول وما يترتب على ذلك من تكاليف مرتفعة.

\* إصدار غير مباشر: يكون الإصدار وطنيا لكن بيع الأسهم للمكتتبين يكون في دول خارجية عبر الفروع الخاصة بالبنوك الأجنبية المتواجدة في الوطن عن طريق وصولات الإيداع الدولية.

### 2-3- الأطراف الفاعلة في سوق الأسهم الدولية:

#### \* صناديق الثروة السيادية:

يرجع تاريخ إنشاء أول صندوق سيادي في سنة 1953 من طرف دولة الكويت لتتوالى عمليات إنشاء مثل هذه الصناديق منذ فترة السبعينات من القرن العشرين، وبعدها ظهور صناديق سيادية في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة، إلا أن الاهتمام بهذه الظاهرة ما فتئ في التزايد منذ بداية العقد الأول من القرن الحالي بسبب ارتفاع أعدادها وحجم أصولها المالية ومستويات تدخلها في الأسواق المالية العالمية، مما أدى إلى تباين ردود الأفعال تجاهها، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 التي أعقبت عمليات إنقاذ مالي لشركات عديدة.

عرفها صندوق النقد الدولي بأنها \* عبارة عن صناديق استثمارات ذات عرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشؤها لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتتميز صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحكومة، وهي مجموعة متغيرة الخصائص، منها صناديق استقرار المالية العامة، وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطيات، صناديق التنمية، صناديق الاحتياطيات غير المقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة.<sup>1</sup>

#### ✓ خصائص صناديق الثروة السيادية:

تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص يمكن إبرازها كما يلي:<sup>2</sup>

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى للاستثمار وليس لإدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف تستثمر أساسا في السندات، وهذا رغم ان بعض الدول كالصين والنرويج توكل مهم إدارة صناديقها إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، صناديق الثروة السيادية، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، 2008/09/15، ص 03

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، العدد 6، 2010، ص 02

- تتميز صناديق الثروة السيادية عن صناديق المعاشات العمومية في كون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة وهي تهدف إل تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى.
- تتميز عن المؤسسات، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية، وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، و الأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار ووظيفة الشركات الأساسية التي هي انتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

### ✓ أهداف صناديق الثروة السيادية:

- تتباين أهداف الصناديق السيادية باختلاف أنواعها ومبررات إنشائها، ورغم ذلك يمكن إبراز أهم الأهداف فيما يلي:
- حماية الاقتصاد والموازنة العامة من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن التقلبات الحادة في مداخيل الصادرات.
- تنويع مداخيل البلد وبالتالي التقليل من الاعتماد على صادرات السلع غير المتجددة.
- تعظيم عوائد احتياطات الصرف الأجنبية
- مساعدة السلطات النقدية على امتصاص السيولة غير الرغوبة.
- توفير أداة لتمويل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية
- تحقيق النمو المستدام \* طويل الأجل\* لرأس المال في البلدان المالكة للصناديق.
- تحقيق أهداف استراتيجية وسياسية واقتصادية.

### ✓ أنواع صناديق الثروة السيادية:

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لمعايير معينة إلى عدة أنواع أهمها:<sup>1</sup>

- **وفقا لمجال عمل الصندوق:**
- صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها داخل البلد، على غرار صندوق ضبط الموارد في الجزائر، وصندوق الاستقرار في روسيا.
- صناديق سيادية دولية: يمتد نشاطها خارج البلد، مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار، وصندوق النقط النرويجي.

### ■ وفقا لموارد الصندوق:

<sup>1</sup> نبيل بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48، 49، 2010/2009، ص ص 99، 100

- صناديق سيادية نفطية: تتأتى مواردها أساسا من الصادرات النفطية، مثل صندوق ضبط الموارد الجزائري، وصندوق النفط النرويجي.

- صناديق سيادية غير نفطية: تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف، علما أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية، على غرار سنغافورة والصين

■ وفقا لوظيفة الصندوق:

- صناديق ادخار: مثل صندوق ضبط الموارد في الجزائر

- صناديق استثمار: تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة، مثل هيئة أبوظبي للاستثمار.

● وفقا لدرجة الاستقلالية:

- صناديق سيادية حكومية: هي صناديق تابعة للحكومة، ولا تتمتع باستقلالية القرار، ولا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة على غرار صندوق ضبط الموارد الجزائري.

- صناديق سيادية مستقلة نسبيا: هي صناديق سيادية تتمتع بالاستقلالية النسبية عن الحكومة، حيث تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، على غرار صندوق النفط النرويجي.

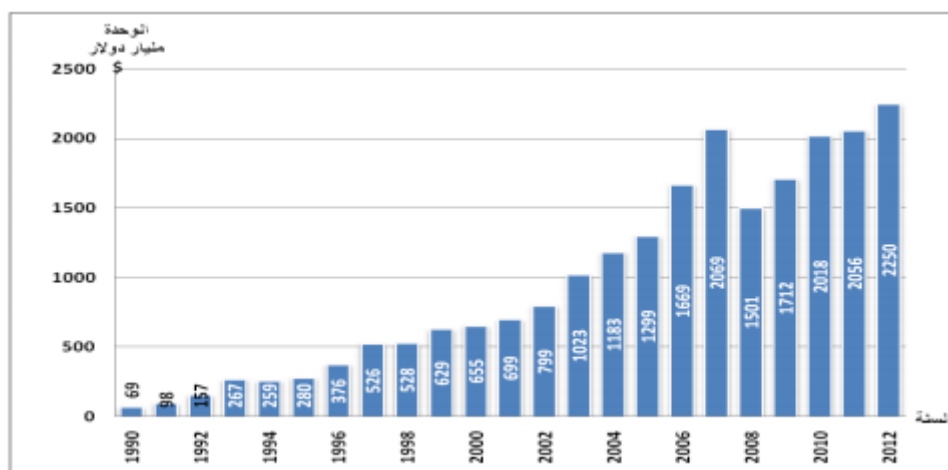
\* صناديق التحوط:

تعد صناديق التحوط أحد اوجه التطور المالي تعتمد على تقنيات تسيير حديثة تسمى التسيير البديل، مما يجعلها متميزة ومنفردة عن باقي المستثمرين المؤسسيين.

يعود ظهور صناديق التحوط إلى سنة 1949 حيث قام \* روبرت ويسلو بتأسيس أول صندوق تحوط من خلال اعتماده استراتيجية الرفع المالي، وبقي الغموض يسود الاستثمار في صناديق التحوط حتى منتصف الستينيات، وفي نهاية الستينيات وحتى منتصف السبعينيات، وما شهدته أسعار الأسهم من انخفاض أنداك سجلت صناديق التحوط خسائر كبيرة مع خروج حجم كبير لرؤوس الأموال منها، وهو ما تسبب في حالة من الغموض مرة أخرى إلى غاية منتصف الثمانينيات، حيث دفع تقرير حول عوائد أحد صناديق التحوط المرتفعة إلى رجوع الاهتمام مرة أخرى للاستثمار في صناديق التحوط وعادة بشكل كبير للنشاط في مختلف الأسواق المالية الدولية.

والشكل الموالي يوضح حجم الأصول المسيرة من طرف صناديق التحوط خلال الفترة (1990-2012)

الشكل رقم (03): حجم الأصول المسيرة من طرف صناديق التحوط خلال الفترة (1990-2012)



Source : www.hedgefundresearch.com

ويمكن القول بأن صناديق التحوط هي أدوات استثمار من نوع خاص يكون استثمارها بين عدد محدود من الشركاء، تعتمد على تقنيات مختلفة للتغطية من المخاطر التي تحدث على مستوى الأسواق المالية، وتستعمل أثر الرفع المالي وغالبا لا تخضع للقوانين.

#### ✓ خصائص صناديق التحوط:

تتميز صناديق التحوط بالخصائص التالية:

- لا تخضع لأية قوانين خاصة بالإشهار أو التسجيل
  - تتركز أغلب أنشطتها في الوحدات الضريبية
  - لا يرتبط عملها بمؤشر معين، وتعمل على تنويع محفظتها المالية بشكل كبير
  - لا تتأثر بأداء الأسواق كونها تراهن على تغيرات الأسعار لتحقيق مردودية مطلقة
  - تستعمل أثر الرفع المالي والبيع على المكشوف في تعاملاتها
  - لا تفتح رأسمالها إلا لعدد محدد ومميز من العملاء خصوصا المستثمرين المؤسساتيين.
- و الملاحظ أن عمليات صناديق التحوط تتميز بعدم الشفافية وذات حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها، لكون مسؤولية الرقابة تقع على عاتق المستثمرين خصوصا كونهم يتمتعون بالخبرة في الإدارة والتسيير، كما تراهن صناديق التحوط على عدم كفاءة الأسواق وتستغل إمكانيات الحصول على معلومات أكثر وبسرعة من باقي المتعاملين لتحقيق نتائج إيجابية تفوق ما يحققه باقي المنافسين.

## ✓ التقنيات المستخدمة من طرف صناديق التحوط:

- تستخدم صناديق التحوط مختلف الأدوات المالية الحديثة منها والتقليدية في تنوع دائم لاستغلال كل الفرص المتاحة أمامها، أما التقنيات التي تعتمد عليها في التسيير فهي تقنيات التسيير البديل والتي تركز أساسا على الاقتراض، وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:<sup>1</sup>
- السحب على المكشوف: ويقصد به إعطاء أمر بيع أصل لا نملكه حاليا، في انتظار انخفاض سعره مستقبلا، ويتم اقتراض هذا الأصل من وسيط مع التعهد بإرجاعه لاحقا.
  - الرفع المالي: يقصد به اقتراض الأموال من الغير لتمويل الاحتياجات الخاصة بالاستثمار
  - البيع على الهامش: ويقصد به دفع جزء من ثمن الأصل المراد شراؤه من أموال المستثمر الخاصة، ودفع الجزء الباقي عن طريق الاقتراض.
- وباستخدام هذه التقنيات تضع صناديق التحوط كل مقرضها في كل المخاطر التي تتعرض لها، وتقع بذلك مسؤولية كبيرة على هؤلاء المقرضين من الناحية الرقابية، ونظرا لكون صناديق التحوط تعد مصدرا مردودية مرتفعة لهم، فإن تنافسهم الكبير لجلب عدد أكبر من صناديق التحوط عادة ما يؤدي إلى التساهل في مراقبة الخطر، وعم أخذ الضمانات الكافية، وهو ما تسبب في أزمات عديدة على مستوى الأسواق المالية.

<sup>1</sup> Alexander Elder, "Vendre et vendre à découvert", Valor éditions, 2013, P5.



لاشك أن موضوع التمويل الدولي حظي ولا يزال يحظى بأهمية كبيرة من قبل الباحثين الاقتصاديين، حيث تلجأ إليه الدول للحصول على التمويل للقيام بالاستثمارات المختلفة بغرض الوصول إلى أهدافها من خلال تحقيق أعلى ربح ممكن، وذلك نظر لما يتسم به من تنظيم وتسهيل للمعاملات الاقتصادية الدولية، وما زاد من أهميته هو بروز أشكال مختلفة نتيجة للتغيرات والتطورات التي أملت الساحة الاقتصادية الدولية.

وكان التمويل الدولي في سبعينيات القرن العشرين ممثلاً في القروض الخارجية والمساعدات الدولية مع ضعف للإستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة نتيجة اعتماد الدول النامية خصوصاً على القروض الخارجية، لكن مع بداية الثمانينيات ظهرت أزمة المديونية التي عانت منها عديد الدول النامية، و تراجع دور البنوك في منح القروض الخارجية، وعرف التمويل الدولي تحولاً رئيسياً في التدفقات الرأسمالية الدولية، واتجهت الدول النامية للاعتماد أكثر على الإستثمار الأجنبي المباشر الذي وصل آنذاك لنسب قاربت نسبة القروض الخارجية في تركيبة التمويل الدولي، بل فاقتها مطلع التسعينيات من القرن الماضي وأخذت أبعاداً أوسع منها، إضافة إلى نمو نسبة الإستثمار الأجنبي غير المباشر نتيجة تطور الأسواق المالية الدولية.

وعلى أساس ذلك تناولت هذه المطبوعة مختلف المحاول المتعلقة بالتمويل الدولي، حيث تم تقسيمها إلى أربعة محاور، خصص المحور الأول لتقديم عموميات حول العولمة المالية و التمويل الدولي، من خلال استعراض مختلف العوامل التي ساهمت في تطور العولمة المالية وعلاقتها بالتمويل الدولي وإبراز أهم أشكاله، ومختلف التطورات التي شهدتها من بداية ظهوره، في حين خصصت المحاور الأخرى لتناول أهم المتغيرات والفروع ذات العلاقة بالتمويل الدولي، حيث تناول المحور الثاني ميزان المدفوعات بذكر أهم أقسامه ووضعيته، وإجراءات تصحيح اختلالاته. في حين تطرق المحور الثالث إلى أسعار الصرف بتوضيح أنواعها و عملياتها، ومختلف أنظمة الصرف الموجودة ومميزاتها، و كذا أسواق الصرف وأقسامها، كما استعرض أهم النظريات المفسرة لسعر الصرف. و تناول المحور الرابع الأسواق المالية الدولية باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل الدولي خاصة في الآونة الأخيرة من خلال تقديم المفاهيم المتعلقة بها، والتطرق لمختلف تقسيماتها والمتمثلة في سوق النقد الدولية، وسوق الأسهم والسندات الدولية.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

### • باللغة العربية

- إيمان عطية ناصف، مبادئ الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2008.
- السيد محمد أحمد السريبي، التجارة الخارجية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003.
- جوزيف دانيالز، دايفيد فانهوز، تعريب محمود حسن حسنى، اقتصاد النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، الرياض، 2010.
- هوشيار معروف: تحليل الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، عمان، 2009.
- زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الاسكندرية، 2003.
- زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 1999.
- يونس محمود، اقتصاديات دولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- كامل بكري، الاقتصاد الدولي، التجارة الخارجية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002.
- مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي نائر، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
- محمد أحمد السريبي، التجارة الخارجية الدولية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- محمد دويدار، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.
- محمد سيد عابد، التجارة الدولية، مكتبة وطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
- نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج، عمان، 2007.
- سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية، دار زهران، عمان، 2008.
- عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي (مدخل حديث) الطبعة الأولى، بغداد، 2008.

- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية "دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009.
- عصام عمر مندور، محددات الإستثمار الأجنبي المباشر في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية، دار التعليم الجامعي، القاهرة، 2010.
- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة 1، دار مجدلأوي للنشر، عمان، 1999.
- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2004.
- جلال عزير، حاجي العلجة، آليات اصلاح النظام النقدي الدولي الراهن في ظل تحديات الأزمة المالية العالمية 2008 - 2016، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 17، السداسي الثاني 2017.
- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48، 49 / 2009 / 2010.
- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهن، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، العدد6، 2010.
- صلاح الدين حامد، أسعار صرف العملات، مجلة إضاءات مالية و مصرفية، معهد الدراسات، العدد 79، الكويت، 2011.
- رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عوامة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، مؤسسة ابن خلدون للدراسات الإنسانية، الجزائر، 2000.
- صندوق النقد الدولي، صناديق الثروة السيادية، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، 15/09/2008.
- مجلة التمويل والتنمية، المجلد 54، العدد 4، ديسمبر 2017.

#### باللغة الأجنبية

- Alexander Elder, "Vendre et vendre à découvert", Valor éditions, 2013.
- Brahim Guendouzi, « Relations économiques internationales », édition El Maarifa, Alger, 1998.
- Dominique Plihom, Les investisseurs Institutionnels, nouveaux acteurs de finance Internationale, cahiers Français, N 289 ( janvier- Fevrier 1999).

- Dominique Salvadore, « Economie internationale », traduction 9<sup>o</sup> Edition, Deboeck, 2008.
- Dupuy. M et Al, « Finance internationale », Dunod , Paris, 2006.
- Emmanuel Nyahoho : « Finances internationales : théorie, politique et pratique », 2<sup>eme</sup> édition, Presses de l'Université du Québec, 2002.
- F. Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, 9eme édition, Paris 2010.
- Hervé Joly et d'autres, Le Taux de Change Réel D'équilibre Une introduction, Ministère de L'économie et des Finances, PARIS, 1996.
- Montiel P, « Exchange rate misalignment: concepts and measurement for developing countries», Oxford University Press, Edited With L. Hinkle, 1999.
- Peyrard. J, « Risque de change », Librairie Vuibert, juillet, Paris, 1996.
- [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com)