**الفصل السابع: الأسواق المشتقة**

**تمهيـــد**

هناك عدة أنواع من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الأجنبي وتسمى المشتقات المالية وهي:

* المعاملات الفورية (الأنية) Spot Transaction.
* الصفقات الآجلة For word Deals.
* المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية و الاجلة وهي عمليات المبادلة Swap Opérations.
* الخيارات Option.
* العمليات المستقبلية Financial Futurs.

بالإضافة إلى أساليب أخرى لإدارة الصرف الأجنبي, وسوف نتعرف على العمليات التي أشرنا لها في المباحث التالية:

**المبحث الاول:اسواق الاختيارات (عقود الخيارات المالية)**

تم تداول عقود الخيار لأول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ولقد انتشر استخدام هذه الخيارات فيما بعد على نطاق واسع عبر العالم، وتعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض للتجار[[1]](#footnote-2)(1).

أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل تتمثل في: الأسهم السندات، العملات الأجنبية أو حتى مؤشرات الأسهم.

كما تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية[[2]](#footnote-3)(2) حيث بدلا من شراء أسهم يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

**1- مفاهيم عامة حول عقود الخيار:**

نتناول في هذا العنصر المفاهيم الأساسية لعقود الخيار وأنواعها والمصطلحات الأساسية المتعلقة بها.

**1-1- مفهوم عقود الخيار:**

عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد, ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل[[3]](#footnote-4)(3)وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري، ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة (مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد.

وتعبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما: إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه.

ويعرف عقد الخيار أيضا على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد[[4]](#footnote-5)(4), يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

**1-2- أنواع عقود الخيار:**

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع أخذا بعدة معايير:

**أولا: الأنواع الرئيسية:** حيث تقسم إلى: خيارات الشراء وخيارات البيع.

* خيار الشراء: هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة (سعر الخيار).

ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.

* خيار البيع: هو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وبتاريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع تدفع للبائع, ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

ثانيا: حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

* خيارات أمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.
* خيارات أوروبية: يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).

**1-3- المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار**:

* أولا: سعر الممارسة (سعر التنفيذ): هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر, أو هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل محل العقد بهذا السعر.[[5]](#footnote-6)(1)
* ثانيا: تاريخ انتهاء صلاحية العقد:هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخـر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل، أي أن حامل العقد إذا لم يقم بالتنفيذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول فيما بعد.

كما يعبر عن التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ أو ممارسة حقه[[6]](#footnote-7)(2)، إذا كانت الظروف ملائمة لذلك.

* ثالثا: المكافأة أو العلاوة: هي السعر المدفوع بواسطة مشتري العقد للحصول على حق الاختيار وتسمى أيضا سعر الخيار، وعليه فإن المكافأة تعني التضحية (التكلفة) التي يجب على مشتري الاختيار تقديمها، إذا هي غير قابلة للاسترداد مهما كانت التغيرات المستقبلية.
* رابعا: عقد الشراء/البيع المعياري: يعطى الحق لمشتري العقد في شراء (بيع) 100 سهم من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد.
* خامسا: خيار الشراء المغطى: هو العقد الذي يمتلك محرره أو بائعه السهم أو الأصل محل العقد. (دون أن يلجأ لشرائه من السوق في حالة تنفيذ العقد).

**2- كيفية عمل عقود الخيار:**

سوف نركز في هذا العنصر على العقود الخاصة بالأسهم, وقبل التعرض إلى الأمثلة نورد الجدول التالي الذي يمثل ملخصا لخيارات الشراء والبيع:

**جدول رقم (15) : خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| نوع الخيار  العقـد | خيــــار الشراء | خيــــار البيع |
| المشتري | 1- حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ.  2- ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار  3- تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأسهم  4- الربح غير محدد النطاق  5- الخســارة محددة. | 1. حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2. ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار. 3. تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار الأسهم. 4. الربح غير محدد 5. الخســارة محددة. |
| البائـع | 1- ملزم ببيع أسهم في تاريخ التنفيذ.  2- له الحق في الحصول على المكافأة.  3- تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار الأسهم.  4- الربح محدد.  5- الخســارة غير محددة | 1. ملزم بشراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2. له الحق في الحصول على مكافأة. 3. تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع الأسعار. 4. الربح محدد. 5. الخسـارة غير محددة. |

**2-1- أمثلة عن عمل عقود الخيار**

أولا بالنسبة لخيارات الشراء: نعطي مثال شامل لكل من شراء وبيع عقد شراء آجل.

مثال[[7]](#footnote-8)(1): مستثمر يتوقع ارتفـاع أسعـار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيـار شراء آجل

أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 دج للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 دج للسهم.

بالنسبة لهذا المثال فإن المستثمر يشتري الخيار بسعر 5 دج × 100 سهم = 500 دج (العلاوة) ويتفق مع البائع على سعر ممارسة (السعر المذكور في العقد) هو 100 دج.

وهنـا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

الحالة (1):نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100دج في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 دج فقط ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 2 دج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.

أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي 500دج.

الحالة(2):بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 دج في تاريخ نهاية الصلاحية, في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر100 دج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 دج, وهنا يحقق ربحا يتمثل في:

115 - 100 = 15 دج للسهم العائد (الربح) = 15 × 100 سهم = 1500 دج

أما الربح الصافي = العائد - العلاوة

= 1500دج – 500 = 1000 دج

الحالة (3):يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

هذا بالنسبة للمشتري أما البائع:

في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي 500 دج .

في الحالة الثانية: يتكبد خسارة متمثلة في 1000 دج

الخسارة = العلاوة – الخسارة الكلية = 1500 -500

ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي:

شكل رقم (7) : طبيعة عمل عقود خيار الشراء

الربـح

الربـح

منحى (2)

سعر الممارسة

مجال عدم الكسب مجال الكسب

نقطة التعادل=105

ربح محدود

خسارة غير خسارة محدودة

محدودة محرر خيار الشراء

منحى (1)

سعر الممارسة

مجال الكسب مجال عدم الكسب

نقطة التعادل=105

ربح غير محدد

خسارة محددة

حامل خيار الشراء

20

10

0

5

سعر السهم السوقي

السهم

السوقي

سعر السهم السوقي

السهم

السوقي

120 110 100 90 80 70

120 110 100 90 80 70

الربح (الخسارة) من بيع خيار شراء آجل بسعر ممارسة 100دج

الربح (الخسارة) من شراء خيار

آجل لسهم بسعر ممارسة 100دج

نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة (المكافأة)

= 100 + 5 = 105 دج.

نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقي > سعر الممارسة وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

في حالة ارتفاع السعر السوقي عن سعر الممارسة يقوم بالتنفيذ رغم تعرضه لخسارة في المجال [100-105[ فمثلا إذا كان السعر السوقي 102 دج فإن الربح يتمثل في: 2 دج × 100 سهم = 200 دج والربح الصافي = 200 - 500 = -300 (خسارة) إلى أن يبلغ السعر السوقي نقطة التعادل حيث لا يحقق المشتري أي ربح ولا خسارة وبعد ارتفاع السعر عن نقطة التعادل فإن المشتري يبدأ في تحقيق أرباح.

مثال[[8]](#footnote-9)(1): عند السعر 106 العائد = 6 × 100 = 600 دج

الربح الصافي= 600 - 500 = 100 دج.

أما بالنسبة للمنحنى (2): فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة.

وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في تنفيذ عقده وذلك إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من سعر الممارسة, لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق, أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

عند نقطة التعادل : 105 دج – 100 (سعر الممارسة) = 5 دج (قيمة الخسارة).

5×100 (سهم) = 500 دج الربح (الخسارة) = 500 - 500 = 0

علاوة خسارة

ثانيا: بالنسبة لخيارات البيع:

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع آجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو50 دج وبعلاوة 75دج (كلية) وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 دج, نأخذ الحالات التالية:

1. إذا كان سعر السهم السوقي 45 دج: هنا يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع العقد (محرره) بسعر50 دج في حين يستطيع شراءها من السوق بـ45 دج للسهم.

50- 45 = 5 دج الربح = 5 × 100 = 500 الربح الصافي = 500 – 75 = 425

في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في (500-75=425 دج)

1. إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 دج مثلا 60 دج: في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة وهي75دج.

أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة.

ويمكن تمثيل هذا المثال أيضا بمنحنيات بيانية:

**شكل رقم (8) : طبيعة عمل عقود خيار البيع**

سعر الممارسة

مجال عدم الكسب مجال الكسب

نقطة التعادل ربح

غير محدود

خسارة محدودة

عدم تنفيذ العقد تنفيذ العقد

حامل خيار البيع

50 40 30

- 0.75

الربح (الخسارة) من شراء خيار بيع آجل بسعر ممارسة 50 دج

السعر

السوقي

الربح

سعر الممارسة

مجال الكسب مجال عدم الكسب

نقطة التعادل

ربح محدود

خسارة غير

محددة

50 40 30

+0.75

الربح (الخسارة) من بيع خيار بيع آجل بسعر ممارسة 50 دج للسهم (محرر الخيار)

سعر

السوق

الربح

نقطة التعادل = سعر الممارسة – العلاوة

= 50 – 0.75 = 49.25

نلاحظ من خلال المنحنيات أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة فإن مشتري العقد يقوم بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 دج.

مثلا عند السعر40 دج: يربح المشتري 10 دج للسهم × 100 سهم = 1000 دج

الربح الصافي: 1000 - 75 = 925 دج

بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري لأنه يشتري أسهم بسعر50 دج في حين تباع في السوق بـ40 دج فقط, أي الخسارة 1000دج.

أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة - العلاوة فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحا ولا خسارة, لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.

50 - 49.25 = 0.75 الربح (الخسارة) = 0.75 - 0.75 = 0

الربح العلاوة

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة في سعر الخيار (العلاوة) أي 0.75 للسهم, أما البائع فيحقق ربحا وهو قيمة العلاوة.

**ب-2-2- العوامل المؤثرة على سعر الخيار**

قبل التطرق إلى العوامل المؤثرة على سعر الخيار نتطرق إلى بعض المعادلات الرئيسية:

* القيمة الحقيقية لخيار الشراء = سعر السهم السوقي - سعر الممارسة.
* القيمة الحقيقية لخيار البيع = سعر الممارسة - سعر السهم السوقي.
* القيمة الزمنية لخيار الشراء = سعر تداول الخيار في سوق رأس المال - القيمة الحقيقية لخيار الشراء.ونلخص هذه العوامل في الجدول التالي:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| إسم المتغير | خيار الشراء | خيار البيع |
| سعر السهم السوقي | + | -  (+) تأثير إيجابي  (-) تأثير سلبي |
| سعر الممارسة | - | + |
| الوقت المتبقي من حياة الخيار | + | + |
| تقلب الأسهم | + | + |
| أسعار الفائدة | + | - |
| توزيعات الأرباح | - | + |

**جدول رقم (16) : تلخيص العوامل المؤثرة على سعر الخيار**

* سعر السهم السوقي: يلاحظ أن لمستوى السعر تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأي زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وسلبي لخيار البيع.
* سعر الممارسة: له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع.[[9]](#footnote-10)(1)
* المـدة: كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أكبر.
* تقلب السهم: كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات.

**المبحث الثاني : العقود المالية المستقبلية Financial futurs:[[10]](#footnote-11)(2)**

عرفت هذه العقود منذ أكثر من 100 عام حيث كانت تتداول في بورصات شيكاغو ولندن، وكانت السلع مثل: البن والسكر والكاكاو والذهب والفضة والبلاتين ... هي موضوع هذه العقود، وكان الهدف الأساسي من وجود هذه البورصات هو حماية التجار والصناع من تحركات الأسعار في غير صالحهم نتيجة لتغير ظروف الإنتاج أو بسبب الاضطرابات السياسية أو الاقتصادية.

وابتداء من سنة 1972 تم انشاء أول بورصة للتعامل في العقود المالية المستقبلة وتسمى (IMM) International Monetary Market وهي السوق النقدية الدولية وهي فرع لبورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) وذلك للتعامل في هذه العقود وأذونات الخزينة العامة والسنتات والنقد الأجنبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية. وفي لندن تطورت سوق العقود المستقبلة London International Financial Futurs Exchange (بورصة لندن للعقود المالية الدولية) (LIFFE) حيث يجري الاتجار بعقود الخيار والعقود المستقبلة.**1- تعريف العقود المالية المستقبلية:**

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من أحد الأدوات المالية المعينة بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أنه يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، كأن ينص العقد على تسليم ما قيمته مليون دولار أذون خزانة أمريكية في جوان 2005 تدر عائدا قدره 10.5% سنويا مثلا، أو تسليم عملة أجنبية معينة في تاريخ معين، ويتم هذا التعاقد في جلسة مزاد علني في بورصة العقود المستقبلية التي يوجد بها عدد من غرف التعامل تختص كل واحدة منها بالتعامل في العقود المستقبلية على سلعة معينة، وفي وسط الغرفة يلتقي المتعاملون من أعضاء السوق على حلبة أو حلقة في غرفة التعامل. **2- خصائص العقود المستقبلية:**

1. تتميز بأنها عقود نمطية (standard contracts) من حيث تحديد كمية العمل ونوعها وشهور التسليم, ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (Open Outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسرة.
2. يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة للقاصة (Clearing House) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقا للعقد.
3. إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلة نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلة تأخذ اتجاها عكسيا قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء ينقلب إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي وتتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.
4. تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الانخفاض.

**3- نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية:**

نظام الهامش (The Margin System) له أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية إذ يتعين على كل طرف من طرفي التعاقد –البائع والمشتري- إيداع نسبة من قيمة العقد أي هامش مبدئي (Initial Margin) لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك فور إبرام العقد، وهذا الهامش لا يعتبر دفعة مقدمة أو عربون من عند السلطة محل العقد على نحو ما يحدث في الأسهم، وإنما هي تودع كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أيهما عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على العقد.

وتختلف قيمة الهامش في العمليات المستقبلة، وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد.

وتتراوح نسبة هذا الهامش بين 0.1 و10 % من القيمة الاسمية للعقد, ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

فمثلا : يتطلب العقد الذي تبلغ قيمته 25000 جنيه إسترليني إيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار من كل من البائع والمشتري عند البداية في الصفقة، ويجري متابعة الهامش على النحو التالي:

يطلب المشتري من السمسار شراء عقد مستقبلي بمبلغ 25000 جنيه إسترليني تسليم جوان بسعر 2 دولار للجنيه, فتكون قيمة العقد 50000 دولار.

ويقوم المشتري بإيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار (أي 3 % من قيمة العقد) عن طريق السمسار, ومن المعروف أنه في سوق العقود المستقبلة يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال.

فلو حدث أن انخفض سعر الإسترليني إلى 1.98 دولار مثلا فإن المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار في الصفقة، هنا لا يطلب من المشتري زيادة قيمة الهامش، حيث ما زال الهامش المبدئي فائضا بمبلغ 1000 دولار (50000 - 500 = 49500) ولكن إذا انخفض الجنيه الإسترليني إلى 1.95 دولار وأصبحت قيمة العقد 48750 دولار، فإنه يتعين على المشتري إيداع مبلغ 250 (50000 – 48750 = 1250, 1250 – 1000 = 250) دولار قبل بداية العمل في اليوم التالي من أجل بلوغ الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الوقاية أو هامش الصيانة(Maintenance Margin) ويبلغ 1000 دولار في مثالنا، ويتراوح هذا الهامش بين 75 % و80 % من قيمة الهامش المبدئي وعلى عكس ذلك إذا أسفرت نتيجة التقييم اليومي عن تحقيق أي ربح فإنه يتم سداده للمشتري بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش (1000 دولار) على ما هو عليه.

ويظل هامش الصيانة مودعا لدى جهاز المقاصة بالسوق طالما كان المركز مفتوحا ويعاد إلى الطرف المودع عندما يتم تصفية المركز.

ويعني الأخذ بنظام الهامش إعادة تقييم العقود القائمة يوميا, ثم معرفة مقدار الربح أو الخسارة اللذين تحققا، فإذا تحرك السعر لصالح العميل فإن الزيادة في قيمة الهامش تدفع له, وإذا تحرك السعر في غير صالحه فإنه يطالب باستكمال الهامش وذلك على أساس يومي ( Dauly stlement or marking to marke) فإذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة، فإن العقد يغلق تلقائيا (أو يصفى) بعد أن يقوم بيت السمسرة بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل إذ يشتري باسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري.

**4- غرفة المقاصة: (Clearing House):**

يوجد لكل سوق من أسواق العقود المالية المستقبلية بيت أو غرفة للمقاصة لتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق وتسهيل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود. وتلعب غرفة المقاصة دورا هاما لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنتج عن العقود المستقبلية عن طريق تقديم الضمان لتنفيذ التزامات كل من البائع والمشتري.

وتؤمن غرفة المقاصة نفسها ضد مخاطر تأخر أحد أطراف التعاقد عن الوفاء بإلتزامه باستخدام هامش الصيانة.

في الصفقات المالية المستقبلية لا تكون التزامات كل من البائع والمشتري تجاه أحدهما الآخر –على الرغم من أن الصفقة قد أبرمت بينهما- وإنما يكون التزام كل منهما تجاه غرفة المقاصة التي تلعب دور البائع بالنسبة إلى المشتري ودور المشتري بالنسبة إلى البائع، وهذا يتطلب من غرفة المقاصة متابعة انتقال العقد من يد إلى أخرى بالبيع والشراء.

فعندما يتقدم المشتري الأصلي الأول (الأصلي) لبيع العقد الذي يملكه، تؤدي غرفة المقاصة دور المشتري وتدفع له قيمة العقد حسب الأسعار الجارية، ثم يلي ذلك أن تقوم غرفة المقاصة بدور البائع ويحرر عقد بيع جديد باسم المشتري الثاني بالسعر الجاري وهكذا..., ومن ذلك يتضح أن السعر في العقد الجديد قد يختلف عن السعر في العقد الأول إذا ما اختلفت الأسعار الحالية عن تلك التي كانت سائدة وقت تحرير العقد الأول, وعندما يحل تاريخ التسليم المحدد في العقد تقوم غرفة المقاصة بوضع الترتيبات لكي يقوم البائع الأصلي الذي باع العقد للمشتري الأصلي بتسليم المشتري الأخير الأصل محل العقد.

وليس من الضروري استعلام فرقة المقاصة عن الجدارة الائتمانية للطرف الذي عقدت الصفقة لصالحه، لأن مثل هذا الاستعلام يبطئ من حركة الإجراءات الخاصة بالعقود المستقبلية والتي تتميز بالسرعة.

**5- استخدامات العقود المستقبلية:**

تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة (Trading), أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية (Hedging).

**5-1- استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة):**

المقصود بالتجارة هنا المضاربة "Speculation" على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مالية مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار إما صعودا أو هبوطا.

وتجدر الملاحظة أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو امتلاكها وإنما هدفه هو انتهاز الفرص لتحقيق الأرباح من هذه التجارة.

لنفرض أن المضارب توقع بأن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يقوم بشراء تلك العقود أي يأخذ مركزا طويلا عليها (Long position), أما إذا تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم ستكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس التاريخ، فسوف يعمل على بيع عقود مستقبلية أي أن يأخذ مركزا قصيرا (Short position).

**5-2- استخدام العقود المستقبلية للتغطية:**تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المضادة (المعاكسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد (Counteracting Position) في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما للمركز الحالي الذي يراد تغطيته.

فإذا رغب أحد التجار في إبرام صفقة شراء من السوق الحاضرة في فترة مستقبلية, فإنه يستطيع أن يثبت سعرا أو مردودا ماليا مناسبا وذلك بشراء عقود مستقبلية, بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفض المردود المالي) فإن أية خسارة ستنجم على ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

وتجدر الإشارة هنا أنه من اجل ضمان إرساء أسس سوق منتظم في عمليات العقود المالية المستقبلية، قامت بورصات السوق النقدية الدولية (IMM) فرع لبورصة شيكاغو التجارية أو بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE) بتنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية كما يلي:

1. وحدة التعامل Unit of Trading
2. شهور التسليم Delivery Months
3. تاريخ التسليم Date Delivery
4. الحد الأولي لتقلب السعر (النقطة) Minimum Price Movement (Tick)
5. قيمة النقطة value Tick
6. الهامش المبدئي Initial Margin

والشكل التالي يوضح نموذج العقود المالية المستقبلية على العملة والمتداولة في بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE).

**جدول رقم (17) : العقود المستقبلية على العملة LIFFE currency futures contracts**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| العملة للمقابلة الدولار Currency Against us dollar | | | | شروط التعاقد |
| الين الياباني  Japanese Yen | الفرنك السويسري  Swiss Franc | المارك  Deutsche Mark | الاسترليني  Sterling | العملة |
| Y 12.500.000 | 125.000 S.F | 125.000 D.M | 25.000 £ | وحدة التعامل |
| مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر | مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر | مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر | مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر | شهور التسليم |
| الأربعاء الثالث من شهر التسليم | الأربعاء الثالث من شهر التسليم | الأربعاء الثالث من شهر التسليم | الأربعاء الثالث من شهر التسليم | تاريخ التسليم |
| الدولار لـ 100 ين | الدولار بالنسبة لـSFr | الدولار بالنسبة لـDM | الدولار بالنسبة لـ £ | السعر |
| 0.01 بالنسبة 100ين | 0.01 سنت بالنسبة SFr | 0.01 بالنسبة DM | 0.01 بالنسبة £ | الحد الأدنى لتقلب السعر |
| 12.50$ | 12.50$ | 12.50$ | 12.50$ | حجم النقطة وقيمتها |
| 1000$ | 1000$ | 1000$ | 1000$ | الهامش المبدئي |

من النموذج المذكور نلاحظ أن عقد العملة المستقبلي يغطي عملات مختلفة الإسترليني £ والمارك DM والفرنك السويسري SFr والين Y مقابل الدولار.

ويجري تسعير العقود وفقا لأسعار الصرف السائد، فالعقد المستقبلي يتم تسعيره على النحو المتبع في سوق الصرف الأجنبي، كما يتضح أن النقطة الواحدة أي أن الحد الأدنى لتقلب السعر في العقد تعادل 0.01 سنت فإذا افترضنا أن أحد التجار اشترى ثلاثة (03) عقود بالإسترليني بسعر 1.6800 للدولار وأن السعر وصل خلال أسبوع إلى 1.7300 دولار فإنه يكون بذلك قد حقق 500 نقطة في كل عقد نتيجة تغير السعر، ولما كانت قيمة النقطة حسب العقد النمطي هي 2.50 دولار فإن إجمالي الربح المحقق يبلغ 3750 دولار أحتسب على النحو التالي: (1.7300-1.6800)/0.0001 × 2.5 دولار قيمة النقطة × 3 عقود = 3750 دولار (إجمالي الربح).

**مثال على تغطية مخاطر أسعار الفائدة قصيرة الأجل:**

يجري تسعير عقود أسعار الفائدة قصيرة الأجل كعقود أذون الخزانة أو عقود شهادات الإيداع على أساس القيمة القياسية (Index Value Basis)، فسعر العقد المالي المستقبلي الخاص بأداة مالية قصيرة الأجل يساوي (100 - سعر الفائدة السنوي المستقبلي) والتسعير على هذا النحو يجعل العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار العقود ثابتة، فكلما كان سعر الفائدة الحالي مرتفعا، كلما كان سعر العقد المستقبلي منخفضا.

فعلى سبيل المثال، يمكن تثبيت سعر فائدة قدره 13.5 % سنويا لوديعة تستحق في مارس إذا ما اشتريت وديعة لأجل استحقاق شهر مارس بسعر 86.5 (100-13.5) فإذا تحرك السعر إلى 86.25 فإن سعر الفائدة على الوديعة يرتفع إلى 13.75 (100-86.25) وتستخرج قيمة النقطة في عقود العملة بالدولار والتي تبلغ قيمتها عادة 1.000.000 دولار لمدة 3 أشهر وذلك بالكيفية التالية 0.01 × 3/12 × 1000000 = 25 دولار فإذا اشترى أحد التجار (10) عقود مستقبلية باليورودولار، كل عقد لمدة 3 شهور بسعر 84.15 وبعد مضي عشرة أيام تحرك السعر ليصبح 84.05 فإن الربح أو الخسارة تحتسب كالآتي:

10 عقود × 10 نقاط خسارة × 25 دولار للنقطة = 2500 دولار (إجمالي الخسارة) = 25 دولار فإذا قيمتها عادة 1.\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

84.05 – 84.15

0.1

النقطة (Point Pip) في لغة النقد الأجنبي جزء من مائة من السنت في عملية التسعير فإذا قيل أن سعر الصرف للإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 $ إلى 1.5427 $ فمعنى ذلك أن السعر ارتفع بنقطة واحدة وهي 1.5427 – 1.5426 = 0.0001 نقطة.

والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1 %، فإذا تغير سعر الفائدة من 9 % سنويا إلى 9.5 % سنويا فإن ذلك يعني ارتفاع سعر الفائدة بنصف نقطة ( نقطة).

£ 25.000

الدولار الكندي 100.000

FF 62.500

SF 125.000

Y 12.5 مليون

EURO 125.000

**مثال على العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:**

لنفترض أن شخصا يرغب في شراء عقد مستقبلي لعملة الين الياباني حيث العقد النمطي 12.5 مليون ين، وتعرض قيمة العقد بالسنت الأمريكي لكل ين فإذا افترضنا أن هذا الشخص قام بشراء عقد مستقبلي لديسمبر وذلك في شهر مايو، كما أن سعر العقد هو(0.010387 $/ ين) وعلى ذلك يصبح:

القيمة الكلية للعقد بالدولار الأمريكي = 12.5 مليون × 0.010387 = 129837.50 $.

الهامش المعتاد على عقد الين هو 2300 دولار.

فإذا افترضنا أن قيمة الين قد تصاعدت بالنسبة للدولار (بسبب انخفاض في معدلات الفائدة بالولايات المتحدة، وبسبب التضخم في اليابان أو (أي سبب آخر) وأصبحت قيمة الين (0.010485 $ / ين) فإن ذلك يعني أن قيمة العقد قد ارتفعت الآن لتصبح بالدولار الأمريكي = (12.5 × 0.010485 ) = 131062.50, وبمقارنة ذلك بالوضع السابق تكون الزيادة الصافية في قيمة العقد هي 1225 $.

القيمة الجارية = 131062.50

القيمة الأصلية = 129837.50

المكسب = 1225.00

ولما كان متطلب الهامش الأصلي هو 2300 $ فإن معدل الفائدة المحقق على العقد المستقبلي عن هذه التسوية × 100 = 53.3%.

###### 1225

2300

وبالطبع عند تقدير هذا المعدل على أساس سنوي فإنه سيكون عاليا عن ذلك.

ومن الناحية الأخرى إذا افترضنا أن الين قد هبطت قيمته قابل الدولار (نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة أو تزايد التضخم في اليابان) وليكن المعدل الجديد هو 0.010325 $ / ين) فإن الموقف يصبح كما يلي:

القيمة الجارية = 12.5 مليون × 0.10325 = 129062.50

القيمة الأصلية = 12.5 مليون × 0.010387 = 129837.50

الخسارة = -775.00 $

وبالطبع معدل الخسارة = × 100 = 33.7 %

###### 775

2300

ويصبح من المتعين إضافة مبلغ 775 دولار حتى يبقى الهامش على قيمته الأصلية.

ويسعى مديرو التمويل في الغالب نحو تغطية مراكزهم المكشوفة في معاملات الصرف الأجنبي، من خلال أسواق العقود المستقبلية على العملة فمثلا إذا أنهى المدير الأمريكي اليوم صفقة ليستلم القيمة بعد ثلاثة أشهر بالين الياباني، فإذا هبط الين مقابل الدولار فإن متحصلاته ستنخفض، ومن ثم يمكن للمدير المالي أن يلجأ إلى سوق العقود كأحد الحلول من أجل بيع الين بعقد مستقبلي (أي يأخذ مركز قصير) فإذا حدث وانخفض الين فإنه سيحقق قدر من الكسب (الربح) على العقد المستقبلي يمتص به الخسارة من المقبوضات التي ستحدث بنهاية الشهرين.

**مثال**: إذا كانت صفقة تقدر بمبلغ 50 مليون ين ياباني، وكان سعر الصرف الجاري 0.009462 $/ين

بينما سعر التسوية الراهن لعقد مستقبلي على الين الياباني لثلاثة أشهر (0.009382 $/ين) في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284 £/ين)، فإن أقام مدير الشركة أحد البديلين:

الأول هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا فهو يتحمل مخاطرة انخفاض قيمة الين مقابل الدولار.

والبديل الثاني هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن

والجدول التالي يوضح نتائج البديلين:

**جدول رقم (18) : بدائل التعامل في عقد مستقبلي**

|  |  |
| --- | --- |
| **البديل الأول** | **البديل الثاني** |
| **الحصول على المستحقات بالمسار الطبيعي** | **الدخول في عقد مستقبلي** |
| قيمة الصفقة بالدولار الآن:  50.000.000 × 0.009462=473100$  قيمة الصفقة بعد 3 اشهر من الان بالدولار:  50.000.000 × 0.009284=464200$  الخسارة الناتجة عن انخفاض الين:  473100 – 464200= 8900 $ | قيمة الصفقة بالدولار الآن:  50.000.000 × 0.009462=473100$  بيع عقد مستقبلي بسعر تسوية 0.009382 $/ين  قيمة العقد المستقلبي بعد 3 أشهر:  50.000.000 × 0.009382 =469100 $  الخسارة الناتجة عن انخفاض الين:  473100 – 469100 = 4000 $ |

وهكذا يتضح أن استخدام العقد المستقبلي قد أدى إلى تخفيض الخسارة من 8900 $ إلى 4000 $.

فطالما أن السوق يعطي مؤشرا على هبوط الين، فإن بيع الحصيلة المتوقعة بعد 3 أشهر من الآن من خلال عقد مستقبلي يعني تجنب المزيد من الهبوط وبالتالي تخفيض الخسائر المحتملة.

وبالطبع إن لم يتحقق هذا التوقع، وحدث تصاعد في تاريخ التسليم في سعر الين، فإن الفرق بين المتحصلات وبين حصيلة بيع العقد ستكون أعلى بسبب تزايد الين، وسينظر إليه على أنه بمثابة ثمن مدفوع لتجنب المخاطرة.

ومن ناحية أخرى، إذا افترضنا أن هذا المدير الأمريكي ملزم بدفع 50 مليون ين بعد 3 أشهر من الآن، وهناك توقع بتصاعد سعر الين مقابل الدولار، فعليه عندئذ شراء عقد مستقبلي على الين لتحجيم (تقليل) مخاطر تصاعد الين.

فإذا كان السعر الحاضر 0.009462 $ /ين، وسعر التسوية بالعقد المستقبلي لثلاثة أشهر هو 0.009548 $ /ين، فإن هذا المدير يكون قد اشترى المخاطرة بقيمة محددة من الآن وفقا للحساب التالي بافتراض أن سعر الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر 0.009605 $/ين:

قيمة المدفوعات حاليا: 50.000.000 × 0.009462 = 473100 $.

قيمة المدفوعات لسعر الصرف المتوقع: 50.000.000 × 0.009605 =480250 $.

قيمة العقد المستقبلي على الين: 50.000.000 × 0.009548 = 477400 $.

وهكذا فإن مدير الشركة يكون قد تجنب المخاطرة بتكلفة قدرها:

[477400 – 473100] = 4300 $ ، كما أنه إذا تحقق السعر المتوقع فيكون المدير قد خفض خسائر العملة من [480250 – 473100] = (7150$) إلى (4300$)

وتحدد الإشارة إلى أن المضاربين ينجذبون إلى سوق العقود المستقبلية للعملة عندما يعتقدون أن السعر الجاري للعقود المستقبلية يختلف بشكل ملموس عن ذلك السعر الخاص الذي يتوقعونه في تاريخ التسليم.[[11]](#footnote-12)(1)

**6- مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:**

هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

**6-1- أوجه التشابه**:

* لا يخول العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم.
* يعطي العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد.
* يعطي العقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة.
* تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أذونات الخزانة ... إلخ, دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة.

**6-2- أوجه الاختلاف:**

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.

* تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد.
* لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

**7- مقارنة بين سوق العقود المستقبلية و سوق العقود الآجلة:**

توجد فروق جوهرية بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة نلخصها فيما يلي:

**7-1- مكان التعامل:** يتم التعامل في السوق المالية المستقبلية في البورصة وهي سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت سمسرة، مثل مؤسسة ميريل لينش الأمريكية Merrill Lynch، أما التعامل في سوق العقود الآجلة فيكون بين العميل والبنك.

**7-2- أسلوب التعامل:** يكون على شكل جلسة مفتوحة بالمزاد العلني, أما في سوق العقود الآجلة فيكون عن طريق الهاتف والفاكس.

والجدول التالي يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

**جدول رقم (19) : مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **بيان** | **العقود المستقبلية** | **العقود الآجلـة** |
| أسلوب التعامل | جلسة مفتوحة بالمزاد العلني | الهاتف والفاكس بين العميل والبنك |
| مكان التعامل | في سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة | عن طريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة بين العميل والبنك الذي يتعامل معه. |
| طبيعة العقود | هي عقود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية، والشهور محددة، العمولة محددة, لها سوق ثانوي بعض المضاربين. | عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد, والعمولة تكون محلا للتفاوض بين العميل والبنك ولا يتم اعلانها, ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال للمضاربة. |
| الطرف المتعاقد | تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة إخلال أحدهما بالتزاماته. | العلاقة بين البنك وعمليه علاقة شخصية مباشرة ولذلك فإن المخاطر الائتمائية تتحملها أطراف التعاقد. |
| الضمان | يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته. | الضمان هو الجدارة الائتمائية للعميل كما يقدرها البنك. |
| السيولة | تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع. | تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله. |
| التسوية | تتم من خلال غرفة المقاصة ويجري دفع الأرباح للعميل وتحصيل الخسائر منه يوميا والذي يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية. | تتوقف التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعميله، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد. |
| تسليم الأصل محل التعاقد | لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاؤها بالتسليم. | يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم. |

**المبحث االثالث: اسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)**

**1-تعريف**:

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع, وقيمة كل من العقدين واحدة إلا ان تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينها فترة زمنية (شهر, 2, 3, 6 أشهر, سنة), كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا, وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون استرليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه.

بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء.

ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني .

وفي العقد الثاني (في نقس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر.

ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) أو هامش السعر الآجل ويبلغ في المثال: 2.10 – 2 = 0.10 وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني وهذا الفرق يعبر عنه بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة.

والنقطة تعني في لغة العملة الأجنبية جزء من المئة من السنت في عملية التسعير, فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار فإن معنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال أن هناك ارتفاع بنصف نقطة.

وسعر المبادلة ليس بسعر الصرف, وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.

وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف, غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد المتعاقدين العملة شراء فوريا من جهة ما ثم يبيعها آجلا لجهة أخرى, وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة (Engineered swap) تمييزا لها عن المبادلة التامة (Pure swap) والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد في عمليتي الشراء والبيع وفي عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

**2-ستخدامات عقود المباد لة:**

1. وتمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:
2. تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترجيح المغطى بأسعار الفوائد.
3. تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل (Foward against foward), كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور, ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد, وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة علىالعملتين) لصالح المتعامل.
4. تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في البلد 2 أعلاه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.
5. إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته, فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم يبيعها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب, ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.
6. إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.
7. تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة, إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس, وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته, وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

**3-أمثلة على عملية المبادلة:**

نفترض أن مستثمرا أمريكيا متميزا يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفصيلي "مميز" (Prime Rate) غير أنه يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره 10 مليارات ين ياباني، وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75 % وهي تكلفة مرتفعة وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25 %, كما سنفترض أن مستثمرا يابانيا يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7% وهي تكلفة مرتفعة نظرا لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية وذلك بالمقارنة إلى سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5 % فقط.

في هذا المثال تتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما من معرفة المحلي قرضا بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات.

ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار والين، وكذلك كل المخاطر الإئتمانية التي تترتب على اخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر.

ولتجنب هذه المخاطر يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ % (0.125 %) مثلا، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفرا في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

بالنسبة للمستثمر الأمريكي يكون قد حقق مبلغ في تكلفة تدبير القرض بالين الياباني نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق اليابانية 7.750 % وتكلفة تدبيره نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالدولار الأمريكي ومبادلته بالين الياباني من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (7.250 % + 0.125 %, قيمة عمولة البنك = 7.375%) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين الياباني عند إبرام عقد المبادلة 7.750 - 7.375 = 0.375.

وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفرا في تكلفة تدبير القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7 % وتكلفة تدبير نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (6.500 % + 0.125 % قيمة عمولة البنك = 6.625 %) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة 7% - 6.625 % = 0.375.

مثال2: سنفترض أن أحد المستثمرين البريطانيين (A) يريد تمويل مشروع له في أمريكا، وأنه يجد صعوبة في الاقتراض بالدولار من السوق الأمريكية، ففي هذه الحالة يمكنه اقتراض المبلغ المطلوب بالإسترليني ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالدولار بمعنى أن يكون عليه التزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار, وسنفرض أيضا أن هناك مستثمرا أمريكيا (B) يريد تمويل استثمار في إنكلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني من السوق البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقترض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى أن يكون عليه التزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالإسترليني) في هاتين الحالتين، سيجد المستثمران (A) و (B) أن لدى كل منهما مركزا مكشوفا بالنقد الأجنبي، وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

فالمقترض (A) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار، إذ أنه سيعيد شراء الاسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل الاسترليني، ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك بحيث يتعهد المقترض (A) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالدولار للمقرض (B) من خلال البنك، كما يتعهد المقترض (B) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالاسترليني للمقترض (A) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط مقابل عمولة يتقاضاها من كل المقترضين دون الحاجة إلى معرفة أي منهما بالآخر، وبدون أن يدري أي من المقرضين بأن هناك عملية مبادلة قد تمت, وهذا حسب الشكل التالي:

# **شكل رقم (9) : عملية مبادلة عملتين مع توسيط البنك**

أصول ( B)

مقرض( B)

أصول ( A)

مقرض( B)

مقترض( A)

مقترض( A)

عائد الاستثمار £

عائد الاستثمار $

فوائــد £

فوائـد $

فوائــد £

فوائــد £

فوائــد $

فوائــد $

#### بنــك

وكما تجري مبادلة الالتزامات على نحو ما رأينا في المقال السابق، فإنه يمكن مبادلة الأصول المقومة بعملتين مختلفتين أيضا مثل سندات صادرة بالدولار وأخرى صادرة بالإسترليني.

كما يمكن عقد صفقة مبادلة للفوائد كأن تستبدل فائدة ثابتة بأخرى متغيرة (معومة) فإذا كان المقترض غير قادر على الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت نظرا لعدم كفاية جدارته الإئتمانية أو لارتفاع نسبة سعر الفائدة الثابت بحيث تفوق مقدرة المقترض, لهذا لم يكن أمامه سوى الحصول على القرض بسعر فائدة متغير، ونظرا لخشيته من ارتفاع هذا السعر الذي يتم تحديده مقدما كل (3) أشهر مثلا، فإنه سيحاول مبادلة التزامه القائم بسداد سعر الفائدة المتغير على القرض مقابل إلتزامه بسداد الفائدة على القرض على أساس سعر ثابت، في هذه الحالة يطلب المقترض من أحد البنوك القيام بدور الوسيط في عملية المبادلة مقابل عمولة، وهنا يتعين على هذا البنك أن يجد مقترضا آخر قد اقترض بسعر فائدة ثابت إلا أنه يفضل سداد الفائدة على القرض على أساس متغير، أو أن يقوم البنك نفسه بالاقتراض بسعر فائدة ثابت ثم يبادل إلتزامه مع إلتزام المقترض (A) وفقا للآتي:

**شكل رقم (10) : عملية مبادلة أسعار فائدة مع توسيط بنك**

مقترض( B)

مقرض( B)

مقترض( A)

مقرض( A)

س.ف.م

س.ف.ثا

س.ف. ثا

س.ف. م

س.ف. ثا

س.ف. م

#### بنــك

س.ف.ثا: سعر فائدة ثابت

س.ف.م: سعر فائدة متغير

ويوضح الجدول أن سعر LIBOR في نهاية المدة المحددة للعقد (أي في نهاية 5 سنوات) يقع أمامها N/A وهذا معناه أن السعر غير مطلوب لأنه لن يطبق وذلك لأنه لن يستخدم في تحديد أي تدفقات نقدية متعلقة بعقد المبادلة.

#### **جدول رقم (20) : التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| الرقم | LIBORT | إلتزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه B إلى A | إلتزام الفائدة الثابتة الذي يدفعه A إلى B |
| 0  1  2  3  4  5 | %8.75  LIBOR1= ?  LIBOR2= ?  LIBOR3= ?  LIBOR4= ?  LIBOR5= ? | LIBOR0 x 1000 000 =  0.0875 x 1000 000 = 87500  LIBOR1 x 1000 000  LIBOR2 x 1000 000  LIBOR3 x 1000 000  LIBOR4 x 1000 000  LIBOR5 x 1000 000 | 90.000  90.000  90.000  90.000  90.000  90.000 |

# **الفصل الثامن: تقنيات التسوية في المبادلات الدولية**

تمهيد

بسبب ضغط التطور الكبير وتوسع نطاق المبادلات الدولية العمل على حماية حقوق المصدرين والمستوردين على حد سواء ، وكانت البنوك هي التي تؤدي دور الوسيط في تمويل التجارة الخارجية بين الدول ، وقد تم استخدام آلية تحقق الأمان لجميع الأطراف للوفا بالتزاماتهم في شكل الاعتمادات المستندية والتحصيل المستندي .

**المبحث الأول : الاعتماد المستندي**

**1- تعريف :**

هو تعهد مكتوب يصدره بنك معين يسمى البنك المصدر للاعتماد أو البنك فاتح الاعتماد بناء على طلب أحد المستوردين من عملائه ووفقا لتعليماته وسمي معطي الأمر لصالح شخص آخر يسمى المستفيد ( المصدر ) بأن يدفع مبلغا معينا من النقود بالعملة المتفق عليها خلال فترة محددة مقابل تقديم مستندات معينة محددة في عقد فتح الاعتماد .

فالاعتماد المستندي لا يعتبر مجرد أداة تجارية تستخدم لتسوية معاملات تجارية دولية،ولكنه يعتبر أداة مالية له بعض خصائص أمر الدفع وبعض خصائص الضمان, ويفترض الاعتماد المستندي

وجود ثلاثة أطراف هي :

* + معطى أمر فتح الاعتماد المقتدي ( المستورد ) .
  + البنك الذي يفتح الاعتماد استجابة للأمر الصادر إليه .
  + المستفيد الذي يفتح الاعتماد لصالحه ( المصدر ).
  + بنك المصدر ( لابلاغ الاعتماد للمستفيد أو تعزيزه ) .

ويسجل المشتري ( المستورد ) كافة المصاريف المتعلقة بفتح الاعتماد المستندي الذي يتم فتحه لصالح البائع .

2- **أهمية الاعتماد المستندي :**

ويعتبر الاعتماد المستندي مهما لكل من البائع ( المصدر ) والمشتري ( المستورد ) وبالنسبة للمصاريف وللتجارة الدولية .

ا-**/ أهميته بالنسبة للبائع :**

إن تقرير البنك الوارد في الاعتماد المستندي يصدر قبل أن يبدأ في تنفيذ التزاماته في العقد المحرر بينه وبين المشتري فهو يعطيه ضمانا كاملا من أجل أن يبدأ في تنفيذ التزاماته ، أو يلتزم البنك بالتسديد حتى ولو كان المشتري غير قادر على التسديد لسبب أو لآخر .

* يمكن الاعتماد المستندي البائع من تمويل البيع ، إذ يحصل على الثمن فور تنفيذ البيع حتى إذا لم يكن المشتري قد استلم البضاعة بعد .

ب**/ أهميته بالنسبة للمشتري :**

* يكون على ثقة من أن بضاعته ستكون مطابقة للشروط المتفق عليها وخاصة عندما يطلب شهادة معاينة من قبل مؤسسة تمارس أعمال الكشف والتأكيد من المواصفات حسب الشروط المتفق عليها في الاعتماد .
* لا يضطر لدفع قيمة الاعتماد إلا إذا قدم البائع المستندات التي تشير إلى الوفاء بتنفيذ التزاماته .
* تمكن المشتري من التصرف في البضاعة والحصول على ثمنها عندما يسلم له البنك المستندات حتى رغم عدم وصول البضاعة إلى ميناء الشحن .

**ج/ أهميته بالنسبة للمصارف :**

يعتبر مصدر دخل للمصارف من خلال العمولات التي تتقاضاها والتأمينات التي تأخذها كما أنها يمكنها أن توظف هذه التأمينات فتحصل على عوائد .

د/ **أهميته بالنسبة للتجارة الدولية** :

تساعد هذه الاعتمادات على تيسير انتقال السلع والخدمات بين دول العالم وتقدم تسهيلات مالية والتي كانت في السابق تمثل حاجزا أمام تطور التجارة الدولية فالمصارف تسير استلام ثمن البضاعة حال شحنها ولا يدفع المشتري ثمنها إلا عند استلام للوثائق الخاصة بهذه البضاعة .

3- **الخطوات العملية في مسار الاعتمادات المستندية :**

1-يتضمن العقد المحرر بين المصدر و المستورد شروط بيع البضاعة وتسوية قيمتها من خلال فتح اعتماد مستندي .

2- يتقدم العميل (المستورد) إلى بنكه بطلب فتح الاعتماد ومرفق بالمستندات الخاصة بعملية الاستيراد مثل الفاتورة .

3- يقوم البنك المصدر للاعتماد بإبلاغ البنك المبلغ أو المعزز بفتح الاعتماد مع بيان تفصيل المستندات المطلوبة من البائع ( المصدر ).

4- يقوم البنك المبلغ بإخطار المستفيد ( البائع ) بفتح الاعتماد لصالح ، ويبين له كذلك الشروط الواردة في الاعتماد وقد يضيف تعزيزه للاعتماد إذا طلب البنك فاتح الاعتماد منه ذلك مقابل عمولة يدفعها إليه .

5-إذا قبل المستفيد الشروط الواردة في الاعتماد فإنه يقوم بعمل ترتيبات شحن البضاعة المتعاقد عليها للمشتري .

6- يقوم البائع بالحصول على المستندات المطلوبة مثل فاتورة الشحن من شركة الشحن وشهادة المنشأ ... الخ و إرسالها إلى البنك المبلغ .

7--يقوم البنك عند استلام المستندات بمراجعتها بدقة ، فإذا كانت مطابقة تماما للتعليمات الصادرة إليه والموضحة في الاعتماد فإنه يقوم بسداد القيمة إلى البائع.

8- قوم البنك المبلغ بإرسال المستندات إلى البنك المصدر للاعتماد والذي يقوم بدوره بمراجعتها بدقة ، فإذا وجدها مطابقة للاعتماد ، فإنه يسلمها للمستورد لاستلام البضاعة وحيازتها ، فإذا كان المستورد قد حصل على تسهيل ائتماني بقيمة الاعتماد المستندي فإن عليه سداد قيمة التسهيل مقابل استلام المستندات ما لم يكن هناك ترتيبات أخرى متفق عليها بين المستورد والبنك .

والشكل التالي يوضح الخطوات المتبعة عقب فتح الاعتماد المستندي

**شكل رقم ( 11 ) خطوات فتح الاعتماد المستندي**

(1)

المستــورد المصــــدر

ضحن البصاغة (5)

(2) (9) (10) (4) (6) (7)

(3)

بنك المصدر لللاعتماد البنك مبلغ الاعتماد

(8)

(11)

**4- أنواع الاعتمادات المستندية :**

هناك عدة أنواع من الاعتمادات ولكن القواعد ميزت فقط بين نوعين من الاعتمادات المستندية هما اعتمادات قابلة للإلغاء وغير قابلة للإلغاء ، وسنتطرق لكل أنواع الاعتمادات وهي :

**ا-الاعتماد غير المؤكد أو القابل للإلغاء** : the revocable credit

هذا الاعتماد يمكن تعديله أو إلغاؤه في أي وقت دون الحاجة إلى إخطار المستفيد ولهذا لا يعتبر اعتمادا بالمعنى الحقيقي لأنه لا يقدم أي ضمان للدفع ولذلك فإنه نادرا ما يستخدم .

**ب-الاعتماد المؤكد أو غير القابل للإلغاء : the irrevocable credit**

هو ذلك الاعتماد الذي يكون فيه البنك فاتح الاعتماد, يكون ملتزما بتنفيذ شروط الدفع أو القبول أو التداول المنصوص عليه في عقد فتح الاعتماد وبشرط أن تكون المستندات مطابقة تماما لبنود وشروط الاعتماد .ويجب أن يبين في كل اعتماد بوضوح ما إذا كان قابلا للإلغاء أو غير قابل للإلغاء وعندما لا يوضح ذلك فإن الاعتماد يعتبر قابلا للإلغاء.

وينقسم الاعتماد غي القابل للإلغاء إلى نوعين :

**1-اعتماد غي قابل للإلغاء وغير معزز : unconfirmed irrevocable**

الاعتماد غير القابل للإلغاء يتضمن التزام البنك فاتح الاعتماد بالدفع إلا أن البنك الموجود ببلد المستفيد لا يتعهد أو يضيف تعهده إلى تعهد البنك المستورد ، أي أنه لا يعزز تعهد بنك المستورد .

**2-اعتماد غير قابل للإلغاء ومعزز : confirmed irrevocable**

في هذه الحالة يضيف البنك الموجود ببلد المصدر تعهده إلى تعهد بنك المستورد وبذلك يضيف التزام بالتسديد إلى جانب التزام البنك المصدر للاعتماد .

**ج-اعتماد قابل للتحويل : transferable credit**

في هذا النوع من الاعتمادات يمكن للمصدر تحويل قيمة الاعتمادات لصالح مستفيد آخر ، ويجب على المصدر إعلام المستورد باسم الشخص الذي سيحول لصالحه الاعتماد ولا يحول الاعتماد أكثر من مرة واحدة.

**د-اعتماد غير قابل للتحويل :**

لا يحق للمصدر تحويل قيمة صادراته إلى مستفيد آخر, بمعنى آخر إذا صدر اعتماد لصالح مصدر معين يجب أن ينفذ هنا المصدر الاعتماد لصالحه ، وإلا أصبح الاعتماد لاغيا .

**ه-الاعتماد المستندي القابل للتجزئة : divisible**

في هذا النوع من الاعتمادات يحق للبائع ( المصدر ) أن يشحن البضاعة المتعاقد عليها على عدة دفعات ، وأن يحصل على قيمة كل دفعة بمجرد تسليم مستندات ( وثائق ) شحنها إلى البنك .

**و-الاعتماد المستندي غير قابل للتجزئة :** **indivisible**

يلتزم المصدر بشحن البضاعة دفعة واحدة كما يتم الدفع به مرة واحدة عند تسليم المستندات اللازمة.

**ز-الاعتماد المقابل أو الاعتماد الظهير : bade to back credit**

هي عملية تتضمن إعتمادين يفتح الأول لمصلحة مستفيد لكي يقوم بتوريد بضاعة واستنادا إلى هذا الاعتماد يفتح المستفيد اعتماد آخر لمستفيد آخر عن نفس البضاعة وفق شروط الاعتماد الأول وسمي الاعتماد الثاني الاعتماد الظهير أو المساند ، ويقوم هذا الاعتماد في الحالات التي يكون فيها المستفيد من الاعتماد الأصلي مجرد وسيط وليس منتج بضاعة .

**ح-الاعتماد الدائري أو المتجدد ( الدوار ) : revolving credit**

وهو الاعتماد الذي يفتح بمبلغ محدد ويجدد مبلغه تلقائيا خلال عدد معين من الفترات وبنفس الشروط, بمعنى أنه إذا تم استعمال الاعتماد خلال الفترة الأولى تجددت قيمته بالكامل ليصبح ساري المفعول خلال الفترة الموالية و هكذا. ويخطر البنك المستفيد بأن مبلغا جديدا أصبح تحت تصرفه ويمكن أن يستخدمه نظير تقديم مستندات جديدة .

وقد يكون هذا الاعتماد مجمعا أو غير مجمع cumulative or non comulative

والاعتماد غير المجمع هو الذي يقسم مددا مستقلة لا يتداخل مبلغ أي منها ولا يضاف إلى المبلغ الخاص بمدة أخرى .

فإذا افترضنا أن قيمة الاعتماد **1000دج** في الشهر ، وبمجرد انتهاء الشهر يصبح مبلغ الاعتماد **1000دج** من جديد, فإذا كان الاعتماد مجمعا وكان قد دفع منه مبلغ **500دج** ، فإن المبلغ الممكن سحبه في الشهر التالي يكون **1500دج** ، أما إذا كان الاعتماد غير مجمع فإن مبلغ الاعتماد في الشهر التالي **1000دج** فقط بالرغم من أن المبلغ المسحوب في الشهر السابق قد بلغ **500دج** فقط.

**ط-اعتماد مستندي بالاطلاع : the sight credit**

يتم الدفع للمستفيد بموجب هذا الاعتماد فور تقديمه المستندات المطلوبة ، وبعد قيام البنك بمراجعتها وفي حالة الاعتماد غير المعزز ، فإن البنك الذي يقوم بالإشعار قد يؤخر الدفع للمستفيد إلى أن يستلم المبلغ المذكور في حالة الاعتماد من البنك المصدر للاعتماد .

**ي-- اعتماد الدفع الأجل : the deferred payment credit**

لا يتم الدفع للمستفيد فورا عقب تقديم المستندات وإنما يتم بعد انقضاء مدة من الزمن محددة في الاعتماد وهو يمنح المشتري فترة سماح ويضمن الدفع للبائع في التاريخ المذكور في الاعتماد ، كما

#### لا يتضمن وجود كمبيالة ضمن المستندات مثل اعتماد القبول ومن ثم لا يتمتع المستفيد بإمكانية

خصم الكمبيالات والحصول على سيولة نقدية حاضرة ، ويمكن له الحصول على تسهيل مصرفي عند أجل السداد ( جاري مدين مستندي ).

**ك-اعتماد القبول : usance credit acceptance**

يهدف هذا الاعتماد إلى إعطاء المستورد الوقت الضروري للتسديد وذلك بتمكينه من بيع السلع المستوردة بموجب الاعتماد قبل حلول أجل السداد وبذلك يتفادى اللجوء إلى الاقتراض لتمويل عملية الاستيراد ، وبعد الانتهاء من تنفيذ الشروط الواردة في الاعتماد يطلب المستفيد من البنك المصدر أو البنك المرسل التوقيع بالقبول على الكمبيالة bill of exchange or draftالتي يكون قد سحبها على أيهما ثم إعادتها إليه ، وهذه الكمبيالة يسلمها المستفيد إلى البنك الذي يتعامل معه ، إما لتحصيل قيمتها في تاريخ استحقاقها أو لخصمها مقابل عمولة إذا كان في حاجة عاجلة إلى السيولة وتتراوح مدة الكمبيالة التي تسحب على قوة اعتماد القبول من 60 يوما إلى 180 يوما .

**ل-- اعتماد الدفع الآجل : the deferred payment credit**

هنا يقوم المستفيد بسحب سند على المستورد بقيمة البضاعة ليستحق الدفع بعد مدة معينة يتم الاتفاق عليها في الاعتماد ويمنح المشتري فترة سداد وفي نفس الوقت يضمن الدفع للبائع في التاريخ المذكور في الاعتماد .

**م-- اعتماد الشرط الأحمر :**

هذا النوع من الاعتمادات يسمح للمستفيد بسحب مبالغ في حدود معينة قبل تقديم مستندات الشحن تخصم قيمتها من قيمة المستندات عند تقديمها لاحقا ، وهذا يعني أن معطى الأمر يوافق مسبقا على السماح للمستفيد – وفق الاتفاق بينهما – بأن يسحب نسبة معينة من قيمة الاعتماد قبل تقديم مستندات الشحن ، ويستعمل المستفيد المبالغ المدفوعة مقدما لتمويل نقل البضائع من الداخل إلى ميناء الشحن أو تعبئة البضاعة .

وتسمى هذه الاعتمادات اعتمادات الشرط الأحمر نظرا لأن البند الذي يسمح بسداد دفعات مقدمة يطبع بالحبر الأحمر .

**ن-- اعتماد مستندي بالاطلاع : the sight credit**

هنا يقوم البنك المراسل بالدفع فورا على المستفيد مقابل تقديم مستندات والرجوع بعد ذلك على البنك فاتح الاعتماد ، وفي حالة الاعتماد غير المعزز فغن البنك الذي يقوم بالإخطار قد يؤخر الدفع للمستفيد إلى أن يستلم المبلغ المذكور في الاعتماد ومن البنك المصدر للاعتماد .

**5-- البيانات الواجب ذكرها في طلب الاعتماد المستندي :**

يذكر في طلب فتح الاعتماد المستندي النقاط التالية :

1. اسم المفتوح بأمره ولحسابه الاعتماد .
2. طريقة إخطار المستفيد عن فتح الاعتماد ( بالبريد أو بالتلكس ).
3. نوع الاعتماد المستندي المطلوب فتحه حسب الاتفاق المعقود مع البائع ( غير قابل للإلغاء – غير قابل للإلغاء ومعزز .. إلخ ) .
4. اسم المستفيد من الاعتماد ( البائع ) وعنوانه بالكامل ، وقد يطلب المستفيد في بعض الأحيان فتح الاعتماد على بنك معين ، وفي هذه الحالة يجب ذكر اسم هذا البنك أما في حالة عدم تعيين بنك بذاته فإن الاعتماد يفتح مع أحد مراسلي البنك في بلد المستفيد .
5. مبلغ الاعتماد أو الحد الأقصى للسحب منه بالأرقام والحروف[[12]](#footnote-13)(1) ، ويجب أن يوضح أيضا ما إذا كان المبلغ يتضمن تكلفة الشحن أو التأمين أو كليهما معا من عدمه .
6. صلاحية الاعتماد أو تاريخ انتهاء الاعتماد .
7. شروط الصرف من الاعتماد .
8. طريقة السحب من الاعتماد ( بالاطلاع عند تقديم المستندات أو بعد مضي مدة معينة ...).
9. بيان نوع الكمبيالات إن وجدت ( أي إذا كانت بالاطلاع أو بعد 30-60-90 يوما او أكثر من تاريخ الاطلاع أو من تاريخ التحرير ).
10. جهة الشحن وجهة التفريغ وآخر ميعاد للشحن أو الإرسال ، فإذا ذكر أن الشحن عاجل أو في الحال أو بأسرع ما يمكن ، فإن ذلك يعني أن الشحن يجب أن يتم خلال 30 يوما على أكثر تقدير من تاريخ إخطار المستفيد بفتح الاعتماد .
11. يجب أن يذكر إذا ما كان الشحن المرحلي مسموحا به من عدمه بمعنى إذا كان مسموحا بنقل البضاعة المشحونة من سفينة إلى أخرى حتى ميناء الوصول .

-12 يجب أن يذكر ما إذا كان الشحن على دفعات مسموحابه أم لا ، فإذا كان على دفعات فيجب أن يتم ذلك في المواعيد المحددة واعتبار كل دفعة قائمة بذاتها .

13- طريقة التصرف في المستندات بعد دفع قيمتها .

ويجب أن يشتمل طلب فتح الاعتماد على بيان مفصل للمستندات المطلوبة وعدد النسخ المطلوبة من كل منها ، وتطبع عادة على استمارات تعدها البنوك, والبيانات الواردة في طلب فتح الاعتماد المستندي هي نفسها الشروط والبيانات الواجب ذكرها في الاعتماد المستندي الذي يصدر لصالح المستفيد .

6**- المستندات المقدمة من المصدر والتي قيمتها طلب فتح الاعتماد :**

- فاتورة تجارية من عدد معين من النسخ والتي تبين اسم المستورد ونوع البضاعة وعدد الوحدات وسعر الوحدة والكمية والقيمة ومطابقة للمعلومات الواردة في وثيقة الشحن واجازات الاستيراد الممنوحة للمستورد ، ويجب أن يبين في الفاتورة إن كان الثمن:FOB,CIF ou Cand F

- شهادة منشأ أو شهادة جنسية للبضاعة وتصدر من الغرفة التجارية في بلد المستفيد .

- وثيقة تأمين يتعهد فيها المؤمن لصالحه .

- سند الشحن ، وهي وثائق ملكية البضاعة من طرف أشخاص آخرين وتتضمن :اسم الشاحن ، بلد المصدر ، شركة النقل ( البحرية ، الجوية ، البرية ) نوع البضاعة ... إلخ .

- مستندات أخرى,كشهادة التطابق أو شهادة الخلو من الآفات الزراعية...الخ

- كشف بمصاريف الشحن وقائمة تفصيلية بعدد وحدات البضاعة المشحونة .

- شهادة تحليل ، شهادة صحية ... الخ .

يجب أن تقدم شرحا مختصرا للمصطلحات المستعملة في الاعتماد المستندي وهي :

**- فوب (FOB) free on board :**أي أن التسليم يتم على ظهر السفينة في ميناء الشحن المحدد, أي أن ثمن البضاعة يشمل مصاريف التغليف والنقل إلى ميناء الشاحن .

**- فاس (FAS) Free Alongside Ship :**وتعني أن البائع ( المصدر ) يلتزم فقط بتسليم البضاعة بجانب الباخرة على الرصيد في ميناء الشحن .

**(CandF) - Cost and Freght** أي أن ثمن السلعة يتضمن مصاريف الشحن حتى ميناء الشحن .

**(CIF) Cost , Insurance , Freght**  أي أن ثمن السلعة يتضمن كل النفقات السابقة بالإضافة إلى التأمين حتى ميناء التسليم ويجب أن يقدم سند الشحن بأسرع وقت بعد شحن البضاعة كأن يرسل بالبريد الجوي بحيث يصل قبل وصول السفينة التي تحمل البضاعة حتى لا يتحمل المشتري مصاريف إضافية .

**المبحث الثاني: التحصيل المستندي (Documentary Collection )**

1**-تعريف التحصيل المستندي :**

هو أمر يصدر من البائع إلى البنك الذي يتعامل معه لتحصيل مبلغ معين من المشتري مقابل تسليمه مستندات شحن البضاعة المباعة إليه, و يتم التسديد إما نقدا و مقابل توقيع المشتري على كمبيالة, و على البنك تنفيذ أمر عميله و ب\ل كل جهد في التحصيل غير انه لا يتحمل أية مسؤولية و لا يقع عليه أي التزام في حالة فشله في التحصيل

ويستخدم التحصيل المستندي في مجال التجارة الدولية في الحالات التالية :

* إذا لم يوجد لدى البائع أدنى شك في قدرة المشتري و استعداده للسداد
* استقرار الظروف السياسية و الاقتصادية في بلد المستورد
* عدم وجود أية قيود على الاستيراد في بلد المستورد , مثل الرقابة على النقد , استخراج تراخيص استيراد ...الخ
* إذا كانت السلع المصدرة لم يتم تصنيعها خصيصا للمشتري

**2-اطراف عملية التحصيل المستندي :**

هناك أربعة أطراف في هذه العملية و هم:

1-الطرف معطي الأمر ( المصدر أو البائع ): و هو الذي يقوم بإعداد مستندات التحصيل و يسلمها إلى البنك

مع

أمر التحصيل

2-البنك المحول ( بنك المصدر): وهو الذي يستلم المستندات من البائع و يرسلها إلى البنك الذي سيتولى التحصيل حسب التعليمات الصادرة إليه.

3-البنك المحصل (بنك المستورد ) و هو الذي يقوم بتحصيل قيمة المستندات المقدمة إلى المشتري نقدا أو مقابل توقيعه على كمبيالة

4- المستورد (المشتري):و تقدم إليه المستندات للتحصيل

**3- مراحل عملية التحصيل المستندي :**

1. تنشأ العملية بعد التوقيع على عقد توريد بضائع معينة بين بائع في دولة ما و مشتري في دولة أخرى , و يتم إعداد الوثائق و المستندات الخاصة بصفقة البضاعة المصدرة إلى المشتري مثل (الفاتورة التجارية , وثيقة التامين , سند الشحن , شهادة المنشأ ...الخ) و يرسلها إلى البنك الذي يتعامل معه لتقديمها إلى المشتري لتحصيلها .
2. يقوم بنك البائع بعد ذلك بإرسال هذه المستندات إلى بنك مراسل له في بلد المشتري لتقديم هذه المستندات إلى المشتري لتحصيل قيمتها.و تسمى مرحلة إثبات الوثائق .
3. حيث يقوم البنك المراسل ( البنك المحصل ) بإشعار المستورد ( المشتري ) بوصول المستندات بعد التأكد من مطابقتها للشروط يقوم المشتري بتسديد قيمة البطاقة نقدا فان البنك المحصل يحول هذه القيمة إلى بنك البائع لتسجيلها في حسابه لديه أو قبول الورقة التجارية (الكمبيالة ) المسحوبة فان على البنك المحصل أن يرسلها إلى البنك المحول أو يحتفظ بها على سبيل الأمانة حتى تاريخ الاستحقاق , و عندئذ يقوم بتحصيلها من المشتري ثم يحول قيمتها إلى بنك المصدر لتسجيلها في حساب لديه , و تسمى هذه المرحلة **مرحلة الدفع** , حسب الشكل التالي

**شكل رقم 12 : الخطوات المتبعة في إجراءات عملية التحصيل المستندي**

(1) عقد توزيع البضاعة

المشتري /المستورد

البائع/ المصدر

(2) شحن البضاعة

(4) أمر التحصيل

البنك المحول

البنك المحصل

(5) المبالغ المحصلة /الكمبيالة المقبولة

**4--الأشكال المختلفة للتحصيل المستندي :**

**ا. – تسليم مستندي للمشتري مقابل الدفع الفوري Documents Against Payment D/P**  يسمح للبنك المحصل تسليم المستندات للمشتري مقابل الدفع الفوري و هو ألا يتأخر الدفع عن تاريخ وصول البضاعة إلى ميناء التفريغ ، فالمصدر يرسل البضاعة إلى ميناء التفريغ ، فالمصدر يرسل البضاعة و يسلم المستندات و الكمبيالة لمصرفه مع تقديم التعليمات بتسليمها مقابل الدفع الفوري .

**ب- تسليم مستندي للمشتري مقابل قبوله الكمبيالة المسحوبة :** يقوم البنك المحصل بتقديم المستندات للمشتري إذا قام المشتري بقبول الكمبيالة المسحوبة عليه و التوقيع عليها و تتراوح مدتها بين 30 يوما إلى 180 يوما بعد الإطلاع أو في تاريخ معين في المستقبل ، في هذه الحالة يمكن للمشتري حيازة البضاعة قبل السداد الفعلي ، و يمكن أن يبيعها لكي يحصل على المبلغ اللازم لتسديد الكمبيالة ، و هذا يعني أن المشتري قد حصل على ائتمان من البائع يمتد لفترة استحقاق الكمبيالة ، و يمكن للبائع أن يطلب من المشتري الحصول على ضمان البنك المحصل أو أي بنك آخر لهذه الكمبيالة ، و بالتالي يمكنه خصمها أو يقدمها كضمان للحصول على تسهيل ائتماني من البنك ,

**ج – تسليم مستندي مقابل توقيع المشتري على الكمبيالة** :

و في هذه الحالة لا تسلم المستندات إلى المشتري إلا بعد سداد الكمبيالة عند استحقاقها و في هذه الحالة يكون البائع قد منح المشتري فترة ائتمان ، و تبقى المستندات بحوزة البنك المحصل خلال هذه الفترة ، و لا تسلم للمشتري إلا مقابل تسديد قيمة الكمبيالة نقدا ، و هذا النوع من التسليم المستندي نادرا ما يحصل .

**5 -مزايا عمليات التحصيل المستندي :**

بالنسبة للبائع : فهي تتميز بالبساطة و قلة التكلفة كما أن تسليم المستندات للمشتري يتوقف على رغبة البائع إما بحصوله على قيمة المستندات فورا من المشتري أو منحه مهلة للدفع مقابل توقيعه على كمبيالة .

أما بالنسبة للمشتري فهي أنها طريقة أقل تكلفة من الاعتماد المستندي و توفر له الوقت لمعاينة البضاعة المشحونة إليه بعد وصولها أو مراجعة المستندات بدقة قبل دفع ثمنها ، كما أن الدفع يؤجل إلى حين وصول البضاعة .

**6 -عيوب عمليات التحصيل المستندي :**

بالنسبة للبائع فهي تتمثل في أنه في حالة رفض المشتري للبضاعة فإن البائع سوف يتكبد بعض الغرامات و المصاريف مثل غرامة عدم تفريغ البضاعة من السفينة (Démarrage) أو تسديد مصاريف التخزين أو التأمين ....الخ و إذا حدث تأخير وصول السفينة المشحونة عليها البضاعة ، فإن البائع سيتأخر بالتالي في استلام قيمة البضاعة .

يتعرض المصدر لمخاطر عند رفض المستورد القيام بسحب الوثائق لسبب من الأسباب.

**7-دور البنك في التحصيل المستندي :**

- يقدم البنك خدمة وليس قرضا و هو وكيل ويطبق البنك المكلف بتسليم المستندات أوامر عملية و ليس له حق في شكلها و لا شرعيتها و لا تفحصها و يتدخل البنك في الحالات التالية:

* في حالة التسوية بواسطة القبول .
* في حالة تعرض المستفيد لعرقلة في المجال الجمركي كعدم امتلاكه للإجراءات الضرورية .
* في حالة إرسال البضاعة بطريقة أخرى غير بحرية أي عدم إرسال البضاعة في السفينة في هذه الحالة يلعب دور المرسل إليه.
* لا يحتمل البنك أية مسؤولية ناتجة عن تأخر وصول المستندات .
* يتولى البنك فحص الورقة التجارية و التأكد من شكلها و شرعيتها و لا يتحمل أي مسؤولية بخصوص التوقيع .

# **الفصل التاسع : تقنيات التمويل المتوسطة وطويلة الأجل**

### ظهرت العديد من تقنيات التمويل المتوسطة وطويلة الأجل المستخدمة في التجارة الدولية وسنتعرض في هذا المجال إلى تمويل الصفقات الجزافية، الائتمان الايجاري ، شراء أو خصم الديونFactoring ، قرص المورد، قرض المشتري وقروض المشاركة .

**المبحث الأول : شراء سندات التصدير ( تمويل الصفقات الجزافية ) for fasting**

**1-تعريفها :**

تعتبر هذه التقنية أداة من أدوات تمويل التجارة الخارجية وتتمثل في بيع سندات إذنية أو كمبيالات bills of exchange ذات استحقاقات آجلة إلى أحد البنوك أو البيوت المالية أو مؤسسات التمويل المتخصصة للحصول على تمويل نقدي فوري .

وتنشأ هذه الالتزامات المالية نتيجة قيام أحد المصدرين ببيع سلع رأسمالية إلى مستورد في بلد آخر وتكون مقبولة من هذا الأخير ، فإذا رغب المصدر في الحصول على تمويل فوري مقابل سندات الدين التي تكون في حوزته فإنه يقوم ببيعها إلى أحد البنوك أو مؤسسات التمويل المتخصصة دون حق الرجوع على البائع ، ويتم ذلك بأن يسلم المصدر السندات أو الكمبيالات المباعة والتي تستحق خلال فترة زمنية تمتد إلى خمس سنوات من تاريخ الصفقة إلى مشتري الدين مقابل الحصول على قيمتها فورا مخصوما منها نسبة مئوية مقدما ثمن المدة بأكملها ، على أن يتحمل مشتري الدين مخاطر الصفقة ومسؤولية التحصيل .

ويطلب مشتري الدين خطاب ضمان مصرفي غير مشروط وغير قابل للإلغاء من أحد البنوك المؤهلة للتعامل دوليا في بلد المستورد ، ويكون عادة هو نفس بنك المستورد .

وهذا الضمان هو مستند مستقل عن الأوراق التجارية محل الصفقة ، وقد يطلب من مشتري الدين إضافة كفالة البنك للأوراق التجارية المباعة بأن يضيف إليها عبارة per avalوهي عبارة عن وعد بالدفع غير مشروط وغير قابل للإلغاء ، وتسجل مباشرة على الأوراق التجارية .

وبالتالي فإن التمويل الجزافي هو شراء ديون ناشئة عن صادرات السلع والخدمات وهو نوع من القروض متوسطة الأجل ، وتكون فائدة هذه القروض مرتفعة نسبيا وذلك لمواجهة الأخطار التي يتحملها المشتري الذي يحل محل المصدر ، ويفقد المشتري هذا النوع من الديون كل حق في متابعة المصدر أو الأشخاص الذين قاموا بالتوقيع على هذه الورقة أو مالك هذا الدين .

**مثال :**

تقوم شركة بتصنيع الأجهزة الإلكترونية الألمانية ببيع هواتف نقالة إلى شركة جزائرية على أقساط نصف سنوية لمدة ست سنوات مقابل سندات إذنية تحصل عليها الشركة المستوردة ، وتكون مضمونة من البنك التجاري الذي تتعامل معه ، وقد يضاف إليها كفالة من البنك المركزي الجزائري ، وعندما تستلم الشركة الألمانية السندات الإذنية بالشروط المتفق عليها فقد ترغب في تسبيل قيمتها أي الحصول على قيمتها فورا من أحد البنوك أو إحدى مؤسسات التمويل فيمكنها أن تبيعها إلى إحدى هذه المؤسسات مقابل خصم نسبة معينة من قيمة هذه السندات وبعد أن تضيف إليها عبارة without recourse أي بدون حق الرجوع على الشركة الألمانية في حالة نشل الجهة الممولة في تحصيل هذه السندات ، والشكل التالي الموضح أسفله يبين عملية تمويل الصفقات الجزافية.

**شكل رقم ( 13 ) عملية شراء مستندات التصدير ( التمويل الجزافي )**

(1)

المستــورد (2) المصــــدر

(3)

(8) (7) (3) (6) (5) (4)

بنك المستورد وهو

البنك الضامن

جهة التمويل

1. عقد بيع السلعة الرأسمالية بين المصدر والمستورد .
2. تسليم السلعة المباعة من المصدر إلى المستورد .
3. تسليم السندات الاذنية لبنك المستورد ثم للمصدر .
4. عقد الصفقة الجزائية بين المصدر وجهة التمويل for foiter
5. تسليم السندات الاذنية لجهة التمويل .
6. سداد قيمة السندات للمصدر مخصوما منها نسبة معينة .
7. تقديم السندات الاذنية لبنك المستورد لتحصيلها عند الاستحقاق للمستورد .
8. سداد قيمة السندات في تواريخ الاستحقاق .

**2-خصائص التمويل الجزافي :**

تجمع الصفقات الجزافية بين العديد من العمليات المصرفية المختلفة فهي تجمع بين الإقراض في سوق لعملات الأورو و سوق سندات الأورو من جهة وبين تمويل التجارة بمفهومها التقليدي عن طريق خصم الكمبيالات التجارية وشراء الديون من جهة أخرى وفيما يلي خصائص للتمويل الجزافي المشابهة لأشكال التمويل الدولي الأخرى وهي :

- تعقد الصفقات الجزافية وفقا لسعر فائدة ثابت مثل سندات الأورو .

- التمويل الجزافي هو تمويل متوسط الأجل مقابل سندات إذنية أو كمبيالات تستحق كل ستة شهور ، مثل الائتمان في سوق عملات الأورو .

- لها نفس المخاطر السائدة في سوق عملات الأورو .

- تخصم السندات الإذنية أو الكمبيالات في النوع من هذا التمويل مثل الخصم التقليدي لهذه الأوراق .

- تصل قيمة الصفقات الجزافية إلى قيمة قروض المشاركة في سوق بنوك الأوروعملات .

- ترتبط عمليات التمويل الجزافي بسلع رأسمالية مثل الائتمان الحكومي متوسط الأجل الممنوح لتمويل عمليات تصدير السلع الرأسمالية .

- تعتبر عمليات التمويل الجزافي شراء حقوق مالية للمصدرين مثل شراء الديون بالجملة أو ما يعرف بالفاكتورينج **(** **FACTORING).**

- تحقق عمليات الصفقات الجزافية عائدا للبنوك مثل وسائل الاستثمار للبنوك في المجالات الأخرى.

- تأخذ الجهة الممولة بعين الاعتبار عند شرائها أية صفقات جزافية كل الظروف السائدة في سوق بلد المستورد ومدى الاستقرار السائد ، ودرجة تقييم المخاطر المحيطة بهذه الصفقة ، وتقتصر مسؤولية المصدر على ضمان جودة السلع المصدرة وعلى سلامة شحنها .

**3-مخاطر تمويل الصفقات الجزافية :**

يتعرض مشتري الدين إلى المخاطر التالية:

**ا-المخاطر التجارية** : وتشتمل على احتمالات عدم قدرة المدين أو البنك الضامن على السداد أو

عدم رغبتهم في ذلك .

**ب- مخاطر التحويل** : وتتمثل في عدم قدرة أو رغبة المدين أو الضامن أو السلطات النقدية في

بلد المستورد في تحويل قيمة السندات المباعة بالعملة المتفق عليها إلى مشتري الدين وتسمى هذه

المخاطر السياسية المتعلقة بسياسة البلد الاقتصادية .

**ح- مخاطر العملة** : يواجه مشتري الدين خطر السداد لعملات تختلف عن عملة المصدر ، إذ يؤدي تقلب قيمة أسعار الصرف إلى التأثير في قيمة الصفقة كاملة عندما يتم تحويل القيمة إلى عملة المصدر مما يؤدي إلى إلحاق خسارة محققة لمشتري الدين ، ولذلك يتعين على مشتري الدين – قبل أن يعطي للمصدر التزاما نهائيا بالشراء – أن يحصل على المعلومات التالية :

- نوع العملة المستخدمة في صفقة البيع وعادة ما تكون الدولار الأمريكي أو بعملات الأورو وقيمة مستندات المديونية المطلوب تمويلها ، ومدة التمويل .

- البلد المصدر ومدى استقرار الأحوال والظروف السياسية والاقتصادية فيه .

- اسم المستورد وبلده .

- اسم الضامن وبلده .

- أدوات الدين المطلوب تمويلها ( سندات إذنية – كمبيالات ... إلخ ).

- نوع الضمان المقدم ( كفالة مصرفية مستقلة – ضمانة إضافية ).

- جدول السداد ( قيمة السندات الصادرة وتاريخ استحقاق كل منها ) .

- نوع البضاعة المصدرة إلى المستورد .

- تاريخ تسليم مستندات شحن البضاعة .

- التأكيد من وجود التصاريح والموافقات اللازمة ( تصريح الاستيراد والموافقات النقدية ... إلخ).

- مكان سداد السندات الإذنية أو الكمبيالات .

- التأكد من صحة التوقيعات على السندات ، وقد يلجأ المصدر إلى البنك للتصديق على صحة التوقيعات على السندات ..

ويكون الاتفاق بين المصدر وجهة التمويل على شراء سندات الدين ملزما لكلا الطرفين حيث يكون المصدر ملزما بتسليم مستندات الدين إلى جهة التمويل ، كما أن جهة التمويل تكون هي ملزمة بشراء هذه المستندات بنسبة خصم متفق عليها ، وعندما يتم تقديم مستندات الدين فإن مشتري الدين يكون متحملا لكل المخاطر ، ولا يمكنه الرجوع على المصدر .

**4- – المزايا المكتسبة للمصدر من عمليات الصفقات الجزافية :**

هناك عدة مزايا تتحقق للمصدر وهي :

- يدخل تمويل الصفقات الجزافية في بند الالتزامات العرضية continent liabilities ولهذا فلا تظهر في ميزانية المصدر ، ومن ثم تزداد قدرة المصدر على الاقتراض من البنوك .

- يستطيع المصدر أن يبيع **100**٪ من السندات الإذنية إلى جهة التمويل بدون حق الرجوع عليه ، ويتحصل على تمويل متوسط الأجل دون اللجوء إلى الاقتراض المصرفي .

- تكون أسعار الفائدة ثابتة مثل سندات الأورو .

- لا يتحمل المصدر مخاطر تقلبات أسعار الصرف لأن هذه المخاطر تتحملها البنوك .

- يستطيع المصدر أن يتحصل على مورد مالي سريع ببساطة بدون تعقيدات التوثيق القانوني ومشاكل ناجمة عن إدارة الائتمان ومشاكل التحصيل لأن المستندات المطلوبة تتمثل فقط في سندات إذنية أو كمبيالات يتم خصمها .

**5- تكلفة الصفقات الجزافية :**

تشمل تكلفة الصفقات الجزافية عدة بنود مختلفة وهي :

- تغطية المخاطر التجارية ويتحملها المستورد وحده الذي يجب عليه أن يتحصل على خطاب مصرفي أو على كفالة مصرفية وسداد تكلفة إصدارها .

- تغطية المخاطر السياسية ومخاطر التمويل تتحدد تكلفة تغطية هذه المخاطر حسب أحوال السوق في بلد المستورد وتتراوح نسبتها بين **0.5** ٪ و **4**٪ .

- يتحمل المصدر تكلفة التمويل التي تتوقف على الأسعار السائدة في سوق عملات الأورو ، وتحدد جهة التمويل نسبة الخصم حسب أسعار الصرف الآجلة في سوق عملات الأورو للعملة المستعملة والآجال المحددة.

- تحصل جهة التمويل على نسبة تقدر بحوالي **0.5**٪سنويا لتغطية المصاريف الإرادية الأخرى.

**مثال : على كيفية احتساب نسبة الخصم :**

نفترض أن قيمة الصفقة تبلغ مليون **( 1000000 )** دولار وأن جدول السداد الصادر به سندات إذنية مدته خمس سنوات يستحق كل سند منها كل ستة شهور ( أي **10** سنوات ) وأن نسبة الخصم تبلغ **8٪.**

ومن ثم تحسب نسبة الخصم على الرصيد المتناقص كما يلي :

|  |
| --- |
| **قيمة الأقساط بالدولار قيمة الخصم بنسبة 8٪على الرصيد**  **المتناقص كل ستة شهور** **100.000 40000\* ـ 8000** **100.000 36.000 \*\***  **100.000 32.000 ـ 16000**  **100.000 28.000**  **100.000 24.000 ـ24000**  **100.000 20.000**  **100.000 16.000 ـ 32000**  **100.000 12.000**  **100.000 8000 ـ 40000**  **100.000 4000**  **ــــــ ـــــــــ**  **100.000 220.000** |

\* نسبة الخصم بواقع **8**٪

\*\* نسبة الخصم بواقع **8**٪على مبلغ **900.000** دولار .

إن إجمالي قيمة الفائدة المحتسبة تخصم مقدما بواسطة جهة التمويل مت القيمة الاسمية للسندات

التي حصلت عليها من المصدر الذي يتلقى بدوره صافي القيمة من الممول .

**المبحث الثاني : شراء أو خصم الديون بالجملة factoring**

يعتبر شراء أو خصم الديون بالجملة أداة من أدوات تمويل التجارة الدولية وذلك عن طريق قيام إحدى المؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال وتسمى factor أو إحدى البنوك التجارية

بشراء حسابات القبض أو الدعم المدنية ( كمبيالات – سندات إذنية – فواتير ... إلخ) للمؤسسات

الصناعية أو التجارية والتي تتراوح مدتها بين **30** يوما و **120** يوما والتي تتوقع هذه المؤسسات تحصيلها من مدينيها خلال السنة المالية ، للحصول على السيولة النقدية لهذه المؤسسات قبل تاريخ استحقاق هذه الحسابات المدينة . وقد نشأ نظام الفاكتورينج في إنكلترا منذ أوائل القرن التاسع عشر ، وانتشر بين تجار المنسوجات

البريطانيين ، ثم امتد إلى صناعة الجلود والصناعات الاستهلاكية الأخرى ، فقد كان التجار

البريطانيون يجهلون السوق الأمريكية ، فلجأوا إلى التعامل مع شركات فاكتور يبيعون لها فواتير

الدين الخاصة بالمستوردين الأمريكيين مقابل نسبة من قيمة الدين يحصل عليها الفاكتور مقابل خدمته

1- **خدمات الفاكتورينج :**

تتضمن خدمات الفاكتورينج عدة أنواع منها :

### 1- توفير التمويل اللازم للعميل أو المصدر الذي باع حسابات القبض إلى المؤسسة المالية (الفاكتور) بالسماح له بسحب مبلغ نقدي قبل حلول متوسط تواريخ استحقاق هذه الحسابات ، مع خصم نسبة معينة تتراوح سعرها بين **2**٪ و **3**٪ فوق سعر الفائدة الأساسي أو التفضيلي بالإضافة إلى عمولة المخاطر التجارية ، وليس للفاكتور حق الرجوع إلى العميل في حالة عدم سداد السندات المشتراة .

2- توفير الحماية الائتمانية للعميل من خلال تحمل عبء المخاطر التجارية التي تنتج من عدم تسديد مدينيه للفواتير ، ولا يقوم العميل بمخصص الديون المشكوك فيها .

3- إمساك دفتر المبيعات الآجلة للعميل ومتابعة تسجيل الفواتير الواردة وإرسالها للمشترين مع كشوف حساباتهم ، والقيام بأعمال تحصيل مستحقات العميل لدى الغير في تواريخ استحقاقها ومتابعة تحصيلها في حالة عدم التسديد في تاريخ الاستحقاق .

4- يقوم الفاكتور بعمليات التقييم الائتماني لمديني العميل مما يحتم على المؤسسة المالية (الفاكتور)

أن يكون لديها خبرة عالية في قبول أو رفض بعض الحسابات المدينة المعروضة للبيع ، وكما يقوم الفاكتور بإعداد البيانات الإحصائية الخاصة بالمبيعات ومديني العميل ونسبة التحصيل والديون

المشكوك فيها ، وتتراوح عمولة الفاكتور في هذه الحالة بين **4/3**٪ و **2**٪ من القيمة الاسمية للسندات وذلك حسب ظروف العميل .

**2-- أطراف التعامل في الفاكتورينج :**

تتطلب عملية الفاكتورينج ثلاثة أطراف هي :

**الطرف الأول :** وهو التاجر أو الصانع أو الموزع : وهو الطرف الذي يكون في حوزته حسابات

القبض أو الذمم المدينة التي تشير بها المؤسسة المالية ( الفاكنور ).

**الطرف الثاني :** وهو العميل ويقصد به الطرف المدين للطرف الأول .

**الطرف الثالث** : وهو مؤسسة الفاكتورينج المتخصصة في هذا النشاط أو إدارة البنك التجاري .

**والشكل التالي رقم ( 14 ) يوضح العلاقة بين الأطراف الثلاثة :**

|  |
| --- |
| الطرف الثالث  الفاكتور  (3) (4) (6) (5)  (1)  الطرف الأول (2) الطرف الثاني  المصـــــدر المستــــورد |

1. يبيع المصدر منتجا استهلاكيا معينا إلى المورد وإرسال الفواتير إلى الفاكتور وليس إلى المشتري .
2. يوقع المستورد على سندات دين بقيمة المنتج المباع وإرسالها إلى المصدر.
3. يقوم المصدر ببيع حسابات القبض إلى الفاكتور.
4. يمنح الفاكتور المصدر نسبة معينة من قيمة حسابات القبض تصل إلى 80٪ إلى البائع .
5. يقوم الفاكتور بإشعار المدين مطالبا إياه بسداد سندات الدين إليه في تاريخ الاستحقاق ويحصل 100٪ من قيمة الفاتورة .
6. يقوم المستورد بتسديد قيمة سندات الدين في تواريخ استحقاقها.

**مثال** :

لنفترض أن شركة النور قد باعت منتجاتها لعملاء مختلفين بالأجل ، وأنها باعت خمسة حسابات من حسابات مدينيها إلى شركة مالية فاكتورينج ، وأن هذه الحسابات جميعها تستحق خلال شهر أكتوبر حسب الجدول التالي :

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| حسابات المدينين | المبلغ بالدولار | تاريخ التحصيل |
| أ  ب  ج  د  هـ | 100.000  4.000  50.000  8.000  12.000 | 20أكتوبر  28 أكتوبر  29 أكتوبر  لم يتم التحصيل  30 أكتوبر |

ويتبين لنا أن الفاكتور قد تلقى في 30 أكتوبر مدفوعات لحسابات ( أ ) و ( ب ) و ( ج ) و ( هـ) وبما أنه سبق له الحصول على نسبة الخصم المحددة له من كل حساب من الحسابات المذكورة فإنه يودع في تاريخ تحصيل هذه الحسابات صافي المبالغ في حساب الشركة .

وفي 30 أكتوبر فإن الفاكتور عليه أن يضيف مبلغ 8000 دولار إلى حساب الشركة والمستحق على الحساب ( د ) مخصوما منه عمولة الفاكتورينج حتى ولو لم يسدد هذه المبلغ في تاريخ استحقاقه ، فإذا لم يسدد هذا المبلغ على الإطلاق فإن الفاكتور يتحمل هذه الخسارة .

**3-عقد الفاكتورينج :**

يبدأ طلب خدمات الفاكتورينج بتحرير استمارة من المنتج أو المصدر تتضمن بعض البيانات التي تبين نشاطه ورقم أعماله ، مع توضيح نوع الخدمة التي يطلبها .

ويتقدم بها إلى الفاكتور ( مصرفا أو مؤسسة مالية ) مرفقا بها آخر ثلاثة تقارير مالية سنوية ، وقائمة بأسماء العملاء الدائمين وعناوينهم والبنوك التي يتعاملون معها ومتوسط الفواتير المعلقة ، وتستطيع المؤسسة الفاكتور أن تقرر نوع الخدمة التي يمكنها تقديمها للعميل بعد التدقيق في كل المعلومات .

وبعد الفحص فإذا اتضح أن مديني العميل لهم سجل وسمعة جيدة في التسديد ، فإن الفاكتور

( المؤسسة) يمكنه أن يعرض كافة خدمات الفاكتورينج أو بعضها أو أن يقبل الفواتير الخاصة بمديني العميل في دول معينة فقط أو في مجال معين من الصناعات دون غيرها .

و للفاكتور الحق في استبعاد المدينين الذين لا يتمتعون بجدارة ائتمانية أو عملات غير مستقرة.

**4- مقارنة مفهوم الفاكتورينج مع مفهوم التمويلات الأخرى:**

1- يختلط مفهوم الفاكتورينج مع مفهوم تمويل حسابات القبض التي تعتبر قروضا مغطاة بضمان سندات الدين الصادرة من مديني العميل التي يجب أن يتنازل عنها للجهة الممولة والجدول التالي يوضح الفروق بين الفاكتورينج وتمويل حسابات القبض في عمليات البيع للسلع الاستهلاكية:

**جدول رقم (21) الفرق بين الفاكتورينج و تمويل حسابات القبض**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| المقارنة | فاكتورينج التصدير | تمويل حسابات القبض |
| 1 | تعتبر عملية نهائية لحسابات القبض من المصدر إلى جهة التمويل | تعتبر عملية إقراض للمصدر مقابل تنازله عن حسابات القبض للمقرض كضمان للقرض |
| 2 | تسدد نسبة تصل إلى 80٪ أو أكثر من قيمة حسابات القبض ويسدد الباقي للعميل بعد خصم المصاريف والعمولات المستحقة لجهة التمويل ( الفاكتور) | تسدد نسبة تصل إلى 70٪ من قيمة حسابات القبض |
| 3 | يجب إشعار المدينين في السندات المشتراة بعملية الفاكتورينج | ليس من الضروري إشعار المدينين في الأوراق المقدمة كضمان |
| 4 | المدين للفاكتور يصبح هو المستورد الأجنبي ( المشتري) وليس المصدر | المدين للبنك الممول هو المصدر أو البائع |
| 5 | يتحمل الفاكتور المخاطر التجارية المتعلقة بحسابات القبض المشتراة ، ولا يتحمل عادة المخاطر الناتجة عن التمويل وسعر الصرف | يتحمل المصدر كل المخاطر التجارية والتحويل وتغيير سعر الصرف وتقتصر مهمة البنك على وضع حد ائتماني للمصدر |
| 6 | تقع مسؤولية المتابعة الائتمانية وتحصيل الديون على عاتق الفاكتور | تقع مسؤولية متابعة الجدارة الائتمانية للمدينين وتحصيل الديون على عاتق المقترض  ( المصدر ) |
| 7 | من الضروري وجود احتياطي نقدي | ليس من الضروري وجود احتياطي نقدي |
| 8 | تتحول ملكية الحسابات إلى الفاكتور ويمنح هذا التمويل للتجار ذوي أرقام الأعمال الكبيرة ، ولكنه يختلف التمويل حسب الغرض من نوع الخدمة ( تمويل – تحمل مخاطر تجارية – خدمات تحصيل – إعداد إحصائيات ... إلخ) | تبقى الحسابات في ملكية المقترض ، ويمنح هذا التمويل للتجار ذوي النشاط المحدود ومن أجل التمويل فقط |
| 9 | تكلفة التمويل بالإضافة إلى عمولة الخدمة المطلوبة ، وهي تزيد عادة عن تكاليف القبض | تتمثل التكلفة في الفائدة على الحساب الجاري بالإضافة إلى العمولات المعتادة وهي تنخفض عن تكلفة الفاكتورينج |
| 10 | لا يظهر من حساب القبض في عناصر ميزانية المصدر لأنه يعتبر أنه باع سلعته نقدا بعد أن قبض قيمة السندات التي باعها للفاكتور | تظهر حسابات القبض ضمن عناصر ميزانية المقترض. |

2-أما مقارنة خدمة الفاكتورينج مع شراء مستندات التصدير فتكون كما يلي :

**جدول رقم (22) الفرق بين الفاكتورينج و** **شراء مستندات التصدير**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| المقارنة | فاكتور التصدير  Factoring | شراء مستندات التصدير  Forfeiting |
| أوجه التشابه | أداة من أدوات تمويل التجارة يتضمن بيع سندات الدين ناتجة عن تصدير بضاعة من المنتج إلى المصدر إلى أحد البيوت المالية أو البنوك لتوفير السيولة النقدية | أداة من أدوات تمويل التجارة يتضمن بيع سندات الدين ناتجة عن تصدير بضاعة من المنتج إلى المصدر إلى أحد البيوت المالية أو البنوك لتوفير السيولة النقدية |
| أوجد الاختلاف | - يستخدم الفاكتوينج لتمويل صادرات السلع الاستهلاكية ولفترات ائتمان تتراوح بين 90 إلى 180 يوما .  - لا يغطى عادة مخاطر التمويل والمخاطر السياسية. | - تستخدم لتمويل تصدير السلع الرأسمالية ولفترات ائتمان تتراوح إلى خمس سنوات وأكثر .  - تتحمل جهة التمويل هذه المخاطر. |

**5**- **تكلفة خدمة الفاكتورينج :**

تحتوي تكلفة خدمة الفاتكوينج عمولات وفوائد على الدفعات المقدمة والتي يتم خصمها من القيمة الاسمية للفواتير المشتراة ، وتتراوح نسبة العمولات بين **1**٪ و **3**٪ ، أما الفوائد فتتراوح بين **2**٪ و **4**٪ زيادة على سعر الفائدة الأساسي .

**مثال01** : مصنع أحذية صينية يقوم بتوريد أحذية بشكل منظم إلى **20** شركة في الجزائر على أن تتم التسوية خلال **20** يوما ، فإذا كانت هذه الخدمات المطلوبة من المؤسسة المالية الفاكتور هي التمويل ، تحمل المخاطر الائتمانية ، إرسال إشعارين بالتسديد إلى المدينين الذين استحقت ديونهم ، مع افتراض أن خصم الأعمال خلال **3** شهور بلغ مليون دولار ، وأن الفائدة **8**٪ سنويا ، وبالتالي فإن تكلفة الفاكتورينج تحسب كما يلي :

تكلفة الخدمات :

ضمان المخاطر الائتمانية ( 1٪ من رقم الأعمال ) = 10000دولار

عمولة الفاكتورينج ( 4/3 ٪ من رقم الأعمال ) = 7500 دولار

17500 دولار

تكلفة التمويل ( 2٪ عن 3 شهور ) 20000دولار

## الإجمالي 37500 دولار

**مثال 02 :** مصنع لإنتاج نظارات قام ببيع بعض حسابات القبض إلى مؤسسة فاكتور إلا أن هذا الأخير قام باحتجاز ما نسبته **8**٪ كاحتياطي من قيمة هذه الحسابات وكانت عمولة الفاكتورينج **2**٪ونسبة الفائدة **1**٪شهريا ( أي **12**٪ سنويا ) فإذا افترضنا أن قيمة الحسابات المباعة **100.000**دولار وأنها تستحق خلال **30** يوما ، فإنه يتم احتساب قيمة الدفعة النقدية كما يلي :

القيمة الدفترية للحسابات 100.000 دولار

ناقص احتياطي 8٪ 8000 دولار

ناقص عمولة فاكتورينج 2000 دولار

## 90000دولار

ناقص فائدة على الدفعة النقدية (1٪شهريا) 900 دولار

## قيمة الدفعة النقدية التي فورا 89100دولار

ويتوقع المصنع بعد أن دخل في حسابه في البداية مبلغ 89100 دولار أن يستلم مبلغ 8000 دولار ( مبلغ الاحتياطي ) عقب تحصيل سندات الدين بواسطة مؤسسة الفاكتور.

**المبحث الثالث : التأجير التمويلي financial leasing**

تعتبر أداة التأجير التمويلي من أدوات تمويل السلع الرأسمالية اللازمة للمنشآت الإنتاجية مثل المعدات والآلات الصناعية والزراعية عن طريق عقود تأجير متوسطة أو طويلة الأجل توفر لها الأصول الرأسمالية .

وحسب هذا النظام تقوم المؤسسة المؤجرة ( المشتري ) بشراء الأصل الرأسمالي بمواصفات محددة من مورد معين ( المنتج ) وتأجيره إلى المشروع الذي يحتاج إليه ( المؤسسة المستأجرة ) لمدة محددة من الزمن ( متوسطة أو طويلة ) في مقابل سداد قيمة إيجار محددة يتفق عليها فيما بينهما ، وتسدد شهريا في أغلب الأحوال وتزيد في مجموعها عن ثمن شراء الأصول المؤجرة بحيث يتحقق للمؤجر عائد معدله يقترب من معدل الفائدة على قرض بضمان .

1**- أطراف التعامل في التأجير التمويلي :**

هناك ثلاثة أطراف في هذه العملية :

1- مستخدم الأصل الرأسمالي وهو المؤسسة المستأجرة .

2- ممول شراء الأصل الرأسمالي ( البنك أو شركة التأجير ) والذي سيقوم بالتأجير .

3- البائع أو المورد لهذه الأصول.

ولزيادة التوضيح أكثر سوف نفترض أن مصنع ( A) ينتج نوعا معينا من الآلات الإنتاجية التي يحتاج إليها المصنع ( B) والذي يكون بحاجة إلى سيولة ففي هذه الحالة فإن المصنع ( A) يقوم ببيع هذه الآلة نقدا إلى أحد البنوك أو إحدى مؤسسات التأجير التمويلي( C)( المشتري أو المؤجر ) ويقوم بتأجيرها إلى المصنع ( B)لمدة معينة مقابل قيمة إيجار شهري يتفق عليه .

ويمكن تصوير هذه العلاقة الثلاثية بين أطراف عملية التأجير التمويلي حسب الشكل التالي ( 03 ) أطراف التعامل في التأجير التمويلي

|  |
| --- |
| المشتري ( المؤجر ( C)  البنك مؤسسة التأجير عقـــد  عقد سدد أقساط سدد ثمن بيــع تأجير الإيجار الأصل نقدا تمويلي  تسليم الأصل محل عقد  المستـأجر B) الإيجار المنتج المورد (A) |

وانطلاقا من الشكل فإن التأجير التمويلي يتضمن عقدان :

**الأول :** عقد بيع يحرر بين الشركة المؤجرة والشركة المنتجة أو الموردة .

**والثاني :** عقد تأجير ويحرر بين المؤسسة المؤجرة والمؤسسة المستأجرة .

ويحتفظ المؤجر بملكية الأصول المؤجرة وعند انتهاء العقد فإن المستأجر يكون له الخيار إما أن يعيد الأصل الذي استأجره إلى المالك المؤجر ، وإما أن يستمر في استئجاره للأصل بسعر بالغ الانخفاض أو أن يشتريه بثمن رمزي يتفق عليه ، وعليه فإن التأجير التمويلي هو عادة لفترة طويلة ولا يقدم المؤجر خدم الصيانة ويتضمن فقط الإيجار ، ولا يجوز للمستأجر إلغاء العقد خلال فترة سريانه وتقدم الخدمة بواسطة البنوك أو مؤسسات التأجير التمويلي

2- **أنواع التأجير التمويلي :**

**1-التأجير التشغيلي** : وهو مصدر تمويل للمستأجر ، حيث يمده بالأصل الرأسمالي المطلوب دون

الحاجة إلى شراءه ، إلا أن هذا العقد يحرر لفترة قصيرة لا تغطي العمر الافتراضي للأصل ، وأن

دفعات الإيجار لا تغطي التكلفة الكلية للأصل .

وعادة ما يكون المؤجر هو منتج الأصل ، ويكون مسؤولا عن إصلاحه وصيانته وخدمته وقد

يتضمن حق شرط الإلغاء للمستأجر في إلغاء عقد الإيجار في أي وقت ، ويمكن للمؤجر استعادة

الأصل في تاريخ لاحق .

ومن أمثلة التأجير التشغيلي ما تقوم به شركة ( IBM) التي تؤجر الحاسبات الآلية ( الكمبيوتر ) وشركة زيروكس التي تؤجر أجهزة تصوير المستندات للمؤسسات المختلفة وكذلك شركات تأجير السيارات .

2**- تأجير تمويلي رأسمالي** : وفيه يتم خصم المبالغ السنوية التي ستدفع سنويا مقابل الاستفادة من التأجير التمويلي مضافا إليه هذه المبالغ أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل .

3**- تأجير تمويلي خدمي** : يقوم المؤجر بتوفير التمويل وخدمات الصيانة مقابل الحصول على مدفوعات دورية يدفعها المستأجر .

**3/ البيع وإعادة التأجير :**

عندما تتفق مؤسسة مع أحد البنوك على بيع أحد أصولها التي تملكها إلى البنوك ، على أن يقوم هذا الأخير بإعادة تأجير هذا الأصل مرة أخرى للمؤسسة ، والهدف من ذلك هو حصول المؤسسة على قيمة الأصل لاستثماره في مجال آخر ، ويتحقق لها الانتفاع بالأصل خلال فترة التأجير ، وفي المقابل تتخلى المؤسسة عن ملكية الأصل وتدفع إيجارا دوريا للبنك الذي أعاد تأجير الأصل لها .

أما القيمة المتبقية للأصل بعد انتهاء عقد التأجير فإنها تكون من حق البنك ، وعادة ما تكون دفعات الإيجار بالإضافة إلى القيمة المتبقية من الأصل كافية لتغطية تكلفة شرائه بالإضافة إلى تحقيق عائد مناسب لذلك.

وفي حالة البيع وإعادة التأجير تتمتع المؤسسة البائعة بوفورات ضريبية ما كانت تتاح لها لو أنها ظلت مالكة للأصل.

ولفهم أكثر نفترض الأصل المباع وأعيد تأجيره هو قطعة أرض عليها بناء ، هنا يعتبر إيجار الأرض والبناء ضمن المصاريف التي تخصم من الإيرادات عند حساب الضريبة ، أما في حالة لو ظلت المؤسسة مالك الأصل فإنه سوف لن يحسب ضمن المصاريف سوى قسط اهتلاك المبنى أما الأرض فهي ليست من الأصول المستهلكة ، ولذلك فإنه في حالة البيع وإعادة التأجير تظهر المؤسسة وكأنها استهلكت قيمة الأرض على فترة تعادل الفترة التي يغطيها عقد الإيجار .

ولا يختلف التأجير التمويلي عن حالة البيع وإعادة التأجير سوى أن التأجير التمويلي يتعلق بأصول رأسمالية جديدة تشتري مباشرة من المنتج / المورد ، وليس من المؤسسة المستأجرة ، لذلك فإنه ينظر إلى حالة البيع وإعادة التأجير على أنه حالة خاصة للتأجير التمويلي .

والصورة الأعم لعمليات التأجير التمويلي هي عندما تعقد الصفقة محليا بمعنى أن المؤجر والمستأجر من نفس الدولة ، غير أن التأجير قد يقع دوليا ، وخاصة بالنسبة للسلع الرأسمالية ويحدث ذلك إذا باع مصدر في دولة ما بعض المعدات التي ينتجها إلى شركة تأجير في نفس الدولة ، وقامت هذه الأخيرة بتأجير هذه المعدات إلى مستأجر أجنبي في دولة أخرى ، وفي هذه الحالة يشحن المنتج المعدات إلى المستأجر في الدولة الأجنبية وتظل تحت ملكية شركة التأجير خلال مدة العقد ، وغالبا ما يقوم المستأجر بشراء المعدات المؤجرة بسعر منخفض في نهاية فترة التأجير ، وبهذا تعتبر عملية التأجير كأنها عملية تصدير معدات دامت فترة تسديد قيمتها مدة عقد الإيجار.

**شكل رقم ( 16 )** **يوضح عملية تأجير تمويلي دولي**

|  |
| --- |
| سداد أقساط الإيجار شركة التأجير  عند تأجير المحلية  سداد ثمن عقـد  شراء المعدات بيـع  دولة (B) دولة(A)  شحن المعدات  المستأجر الأجنبي المنتج المحلي  المستورد أخطار استلام المعدات المصدر |

ويحدث التأجير الدولي في حالة السلع الرأسمالية التي يمكن تسجيلها دوليا كما هو الحال بالنسبة للطائرات والبواخر التي تستأجرها بعض الدول من دول أخرى.

**4/ مزايا التأجير التمويلي :**

ا**- إعطاء صورة أفضل لميزانية المؤسسة :**

إن الأصول المستأجرة لا تظهر ضمن عناصر الأصول في ميزانية المؤسسة وإنما تظهر خارج الميزانية ، وبالتالي لن تسجل اهتلاكاتها في جانب الخصوم ويقتصر الأمر فقط على تسجيل قيمة مدفوعات التأجير لهذه الأصول كمصروف في حساب الأرباح والخسائر ، ومن ثم تبدو ميزانية المؤسسة في وضع أفضل فيما لو حصلت على هذه الأصول عن طريق الشراء بأموال مقرضة أي بتحويل مصرفي ، وهذا يعطي المستأجر قدرة أكبر على الاقتراض وذلك لتمويل أوجه إنفاق أخرى كأعمال التطوير والتسويق .

ب**- استخدام الموارد الذاتية للمؤسسة لتمويل أوجه إنفاق أخرى** :

يساهم أسلوب التأجير التمويلي في تجنب المشروعات العديد من المشاكل التي تنجم عن تجميد جانب كبير من أموالها في شراء احتياجاتها من الأصول الرأسمالية ، ومن ثم فإن هذه الأسلوب يعمل على توفير الأموال الذاتية وتوجيهها إلى أوجه إنفاق أخرى.

**ج- الحد من تكلفة الضمانات :**

تتلخص في إعفاء المستأجر من تقديم ضمانات مصرفية مكلفة على نحو ما هو متبع في حالة التمويل المصرفي.

**د- تحقيق المرونة في استخدام الأصول** :

تكتفي المؤسسة بدفع أقساط الإيجار طوال مدة الاستئجار بالإضافة إلى أن أسلوب التأجير التمويلي يجنب المؤسسة تحمل تكلفة الأصل .

**ه- تحقيق مزايا ضريبة للمستأجر :**

إذا استأجرت مؤسسة الأصول الرأسمالي بدلا من تملكه فإنها يمكن أن تحقق وفرا ضريبيا إذا كانت فترة الإيجار تقل عن العمر الافتراضي الذي يتم حساب قيمة قسط الاهتلاك على أساسه لغرض الضريبة.

**5-تكلفة التأجير التمويلي :**

تتكون هذه التكلفة من عدة عناصر هي قيمة استهلاك الأصل بالكامل مع سعر الفائدة ، بالإضافة إلى علاوة محددة للشركة المؤجرة لمواجهة المخاطر والمصاريف الإدارية الطارئة ، وفي عمليات التأجير التمويلي فإن حساب الاهتلاك يسدد كاملا خلال مدة عقد الإيجار تحتسب الفائدة عادة

] 1٪ - 3٪ [ زيادة عن سعر الفائدة المصرفي على القروض متوسطة الأجل .

**المبحث الرابع : قرض المورد**

1. **تعريفه** :

هو قرض مصرفي متوسط أو طويل الأجل يمنح للمصدر الذي يمنح الآخر مهلة تسديد لزبونه ( المستورد ) وتتراوح مدة التسديد التي منحت للمستورد من طرف المصدر 18 شهرا وهو عملية تمويل صفقة تصدير يتولى فيها المصدر تمويل الصفقة اعتمادا على موارده المالية أو الاعتماد على أحد المصارف عن طريق خصم مستحقاته ( سندات الدفع أو الكمبيالة ) لدى المصرف ، وفي هذه العملية تقوم علاقة مباشرة بين المصدر وهذا المصرف الذي يوفر التمويل اللازم لصفقة التصدير وبعد انتهاء أجل الدفع المحدد أصلا بين المصدر المستورد يقوم البنك بتحصيل قيمة سداد الكمبيالة من المستورد .

وهو عبارة عن تمويل وضمان صفقة تصدير يتولى فيها المصدر تمويل الصفقة اعتمادا على موارد مالية أو بالاعتماد على أحد المصارف عن طريق قيامه بخصم مستحقاته (الكمبيالة أو سند الدفع) لدى هذا المصرف، وفي هذه العملية تقوم علاقة مباشرة وفورية بين المصدر وهذا المصرف الذي يوفر التمويل اللازم لصفقة التصدير، وبعد انتهاء أجل الدفع المحدد أصلا بين المصدر والمستورد يقوم البنك بتحصيل قيمة الكمبيالة من المستورد وإلى هذا الحد تنتهي العلاقات المالية المرتبطة بصفقة التصدير سابقة الذكر.

أما الشق الآخر من عملية ائتمان الصادرات والمتعلق بضمان التمويل الذي قدمه البنك لهذه الصفقة، فإن هيئات ضمان الصادرات التي تم إنشاؤها في عدد كبير من الدول تتولى توفير ضمان شامل لسداد الأوراق التجارية (الكمبيالات أو السندات الاذنية ) التي يحتفظ بها البنك الذي قدم التمويل، ويتم ذلك عن طريق قيام هذه الهيئة بإرسال خطاب ضمان لهذا البنك وذلك مقابل توقيع عقد ضمان ضد المخاطر التي التجارية وغير التجارية مع المصدر، ويدفع المصدر بموجب هذا العقد عمولة ضمان للهيئة التي أخذت على عاتقها تأمين القرض.

**2- مراحل قرض المورد :**

1- يقوم المصدر بسحب كمبيالة على المستورد ويرسلها للقبول .

2- يقوم المستورد بإرجاع الكمبيالة مع قبولها .

3- يقدم الورقة من أجل خصمها .

4- تسديد قيمة الكمبيالة من طرف البنك .

5- تحصيل الكمبيالة في تاريخ الاستحقاق.

**والشكل التالي رقم ( 17 ) يوضح مراحل قرض المورد**

|  |
| --- |
| 4 المصدر يقوم المستورد بإرجاع الكمبيالة  تسديد قيمة 3 وقبولها  الكمبيا لة تقديم الورقة لخصمها سحب الكمبيالة على المستورد  وإرسالهالقبول خصمها  1 2  بنك المصد ر بنك المستورد  5 تحصيل الكمبيالة في تاريخ الاستحقاق |

**4- مزايا قرض المورد وعيوبه :** لقرض المورد مزايا وعيوب نلخصها فيما يلي :

1- مزايا قرض المورد:

- يتيح للمورد الحصول على الدفع الفوري وذلك عند قيام بخصم الورقة التجارية الخاصة بهذه العملية .

- التأمينات التي يتحصل عليها تحميه من جميع المخاطر مهما كانت طبيعتها ويعتبر هذا النوع منالقرض قليل المخاطر ومضمون بنكيا.

2- عيوب قرض المورد :

- المورد يتحمل عبء الجزء غير المؤمن .

- في حالة النزاع يتحمل المورد العبء

**المبحث الخامس : قرض المشتري**

1. **تعريف :**

هو قرض مصرفي متوسط وطويل الأجل يمنح لمشتري أجنبي ، يقوم فيه البنك قرض ويسدد المبلغ للمصدر ، وذلك عند تسليم البضاعة أو المنتجات ويبرم الاتفاق أو عقد القرض بين المشتري الأجنبي والبنك المقرض ويشمل هذا القرض نوعين من العقود هما :

عقد القرض : بعد إمضاء عقد التصدير بين المصدر المستورد ، حيث يتم عقد قرض بين المصرف الممول والمستورد مباشرة ، ويقبل المستورد بموجب هذا العقد السندات الاذنية المسحوبة عليه بقيمة وارداته ، ويسمح هذا العقد بوضع مبالغ مالية من طرف البنك لصالح المشتري وذلك لفترة معينة وشروط محددة مع قيامه باحترام التزامه بالدفع الفوري .

العقد التجاري : يحدد هذا العقد واجبات كل من البائع والمشتري ويبين الطرق التي يقوم بها المشتري عند قيامه بالدفع الفوري ، ويمنح قرض المشتري لتمويل الصفقات ذات المبالغ الهامة ، فيتدخل البنك لتدعيم المستورد المصدر ، فالمستورد لا تتوفر لديه الأموال اللازمة لشراء السلعوالمصدر لا يستطيع أن ينتظر مدى طويلة لتحصيل هذا المبلغ .

ويتم إرسال العقد إلى هيئة ضمان الصادرات لمراجعته وإقراره ، وترسل صورة منه إلى المصدر ويتم بعد ذلك توقيع اتفاق ضمان بين المصدر وهيئة ضمان الصادرات ، ويتحدد بموجب هذا الاتفاق مقدار عمولة الضمان التي يدفعها المصدر لهيئة ضمان الصادرات ، مقابل ضمان سداد القرض الممنوح من البنك الممول للمستورد ويستلم بعد ذلك المصدر قيمة صادراته من البنك الممول مقابل قيامه بشحن البضائع محل التعاقد وإرسال صور من سندات الشحن للبنك ، وتنتهي عملية تمويل الصادرات السابقة عند حلول أجل القرض المتفق عليه مضافا إليه الفوائد المستحقة .

**2- ائتمان المستثمرين:**

وهو تمويل أو ضمان صفقة تصدير يقدم فيها طرف ثالث إئتمانا للمستورد يمكنه بموجب هذا الاتفاق سداد قيمة صادراته، وهذا الطرف الثالث يكون غالبا مصرف تجاري يقع في دولة المصدر، بعد إمضاء عقد التصدير بين المصدر والمستورد، حيث يتم عقد قرض بين المصرف الممول والمستورد مباشرة، ويقبل المستورد بموجب هذا العقد السندات الأذنية المسحوبة عليه بقيمة وارداته، ويتم إرسال العقد إلى هيئة ضمان الصادرات لمراجعته وإقراره، وترسل صورة منه إلى المصدر، ويتم بعد ذلك توقيع اتفاق ضمان بين المصدر وهيئة ضمان الصادرات، ويتحدد بموجب هذا الاتفاق مقدار عمولة الضمان التي يدفعها المصدر لهيئة ضمان الصادرات مقابل ضمان سداد القرض الممنوح من البنك الممول للمستورد، ويتسلم بعد ذلك المصدر قيمة صادراته من البنك الممول مقابل قيامه بشحن البضائع محل التعاقد وإرسال صور من سندات الشحن للبنك، وتنتهي عملية تمويل الصادرات السابقة عند حلول أجل استحقاق القرض المنوح للمستورد، حيث يتولى البنك الممول تحصيل قيمة القرض المتفق عليه مضافا إليه الفوائد المستحقة.

**3- ائتمانات التصدير الرسمية**:

تتولى هيئات ضمان الصادرات الرسمية تقديم التمويل والضمان للصادرات سواء كان ذلك للمستوردين الأجانب أو المصدرين المحليين، وقد تتولى مؤسسة مالية عامة متخصصة في مجال تشجيع الصادرات تقديم التمويل اللازم للصادرات وبشروط ميسرة من تلك الشروط التي تطلبها البنوك التجارية للائتمان, وترتبط الشروط الأخيرة لتقديم الائتمان بذلك الإجماع الذي تم الاتفاق عليه من منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) الذي وقعته 22 دولة في 1976 وبدأ سريانه في 1978، وقد ترتب على اشتداد درجة المنافسة بين هذه الدول في الحصول على صفقات تصديرية في الدول النامية، أن ظهر ما يسمى بالتمويل المختلط للصادرات حيث يتم تمويل الصادرات على أساس مجموعتين من الشروط.

المجموعة الأولى: تشمل على تمويل مسير للصادرات وبشروط الإعانة، حيث تنخفض أسعار الفائدة إلى حد كبير وبدرجة أقل من الحد الأدنى الذي حددته دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية.

أما المجموعة الثانية: من الشروط فإنها تتم على أساس نظام تمويل الصادرات المتفق عليه بين الدول السابقة، أي أن التمويل يتم بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة السوقي على شرط أن لا ينخفض عن ذلك الحد المتفق عليه في سنة 1978.

**4-تحليل الترتيب الدولي لتمويل الصادرات :**

جرى عقد اتفاق بين دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية في 1978 بشأن ترتيب تمويل الصادرات في كل من هذه الدول، وقد استهدف هذا الترتيب تنسيق أساليب تقديم ائتمانات التصدير وتخفيض مستوى الإعانة بقدر يسمح للقرار التجاري والكفاءة الإنتاجية بممارسة دورها في الحصول على نصيب محدد من السوق الدولية، فمن المعروف أن هناك عناصر كثيرة تؤثر في قدرة الصادرات على المنافسة والنفاذ إلى الأسواق الدولية، ومنها: الأسعار، الجودة، أسعار الصرف، التقدم التكنولوجي واعتبارات التسويق والاعتبارات القانونية والضريبية الأخرى.[[13]](#footnote-14)(1)

ومن هنا فإن اهتمام الحكومات المختلفة بأوضاع موازين مدفوعاتها دفعها إلى الدخول في سياق تقديم الائتمان المدعوم للمصدرين بهدف زيادة الصادرات، وقد تبادلت الدول المختلفة الاتهامات الخاصة بإتباع أساليب وسياسات تنافسية غير شريفة في مجال تنمية الصادرات، وقد دعت هذا الأخيرة إلى عقد ترتيب سنة 1978 بين دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية وقد استهدف هذا الترتيب:

1. وضع حد أدنى وثابت لأسعار الفائدة تلتزم باتباعه دول منظمة التعاون بحيث لا تنخفض مستوى الأمانة إلى حد معين، ويحدث تنسيق تلقائي بين أساليب دعم وائتمان الصادرات.
2. وضع حد أقصى لآجال الاستحقاق أو فترة السداد، واختلفت هذه الفترة وفقا لمتوسط دخل الفرد في الدول المستوردة وفي كل الأحوال يجب ألا تزيد عن 10 سنوات.
3. اقتصاد الدعم الرسمي الذي تقدمه الحكومات للصادرات على التأمين والضمان ضد المخاطر العادية وبشرط ألا تطغى عمليات التمويل والضمان على أكثر من 85% من قيمة صفقة التصدير، وهو ما يعني أن الدفعة النقدية التي يقدمها المستورد يجب ألا تقل عن 15% من قيمة الصفقة.

وكان من نتيجة تصاعد أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل في أسواق المال الدولية في بداية الثمانينات والتي بلغت في بعض الأحيان 15 % أن ارتفعت تكاليف الدعم الرسمية لتمويل الصادرات في دول منظمة التعاون إلى نحو 7 مليون دولار عام 1981، ويرجع ذلك إلى أن أسعار الفائدة المتفق عليها في ترتيب 1978 تراوحت بين 7.5 – 8.75 % وقد نتج عن ذلك تعديل شروط الترتيب سنة 1983 ليصبح أكثر ملائمة للتغيرات التي تحدث على أسعار الفائدة في السوق، ويتم تعديلها كل ستة (6) أشهر.

وعلى الرغم مما حدث من مرونة شروط الترتيب بين دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية إلا أن معظم الدول قد بدأت إتباع طرق أخرى للحصول على نصيب أكبر من السوق العالمية, ومنها تمويل الصادرات على أساس النظام المختلط للتمويل، وقد سبق القول أن هذا النظام ينطوي على تمويل جزء من صفقة التصدير على أساس مساعدات للتنمية، والجزء الآخر يتم تمويله اعتمادا على شروط الترتيب المتفق عليه بين دول المنظمة وقد زاد اللجوء لهذا النظام بين معظم الدول المتقدمة الآونة الأخيرة.

**5- مراحل قرض المشتري :**

1. إبرام العقد التجاري بين المستورد والمصدر.
2. إبرام عقد القرض بين بنك المصدر والمستورد .
3. التسديد الفوري من البنك إلى المصدر .
4. تحصيل مبلغ الكمبيالة للبنك عند تاريخ الاستحقاق من المستورد .

|  |
| --- |
| التسديد الفوري (3)  المصدر  (1)إبرام العقد التجاري  بنـك المصدر اتفـاق العقد (2) المستـــورد  تحصيل مبلغ الكمبيالة (4) |

**والشكل التالي رقم ( 18 ) :مراحل قرض المشتري :**

**3-الفرق بين قرض المورد وقرض المشتري :**

1- يمنح قرض المشتري للمستورد بوساطة من المصدر بينما يمنح قرض المورد للمصدر بعد منح هذا الأخير مهلة للمستورد .

2- يتطلب قرض المشتري إبرام عقدين ، أما قرض المورد يتطلب إبرام عقد واحد ، ويتضمن قرض المشتري الجانب التجاري للصفقة وشروط وطرق تمويلها وهذا هو العقد المالي ، أما قرض المورد يتطلب قبول المستورد بالكمبيالة المسحوبة عليه وتكون قابلة للخصم وإعادته.

**المبحث السادس : القروض المشتركة (Syndicated loans)[[14]](#footnote-15)(1)**

تعتبر القروض (المشتركة) أداة تمويل للمقترضين الذين يحتاجون إلى قروض كبيرة الحجم بالأورودولار ولآجال تصل إلى خمس (5) سنوات وقد تمتد أحيانا إلى 10 سنوات, كما يمكن أن تكون ذات اجل قصير (بين شهر او شهرين على الأكثر).

ويعرف القرض المشترك بأنه قرض كبير القيمة إذ تتراوح قيمته بين بضعة العشرات من ملايين الدولارات إلى ما يتجاوز البليون دولار، ونظرا لضخامة قيمة هذه القروض فإنه يشترك في منحها مجمع "كونسوريتوم" (Consrtium) من البنوك الدولية والمؤسسات الدولية الكبرى من مختلف دول العالم, ويساهم كل منها بمبلغ معين في قيمة القرض لتوفير المبلغ المطلوب الذي قد تستحيل عملية توفيره من بنك واحد فقط نظرا لضخامة قيمة مبلغ القرض وكذلك توزيع مخاطر عدم السداد.

ويحقق سوق العملات الدولية للمقترض سرعة الحصول على قروض المشاركة خلال فترة قصيرة من الزمن بسبب خبرة العاملين في السوق والسرعة, (ويعتبر نوعا من الدعاية للعميل وللبنوك المقرضة له في الأسواق المالية الدولية).

**1-أطراف التعامل في القروض المشتركة Borrower :**

**أ- المقترض:** فالمقترض إما أن يكون من الشركات الكبرى أو حكومة أو إحدى الهيئات الدولية ويسعى المقترض إلى تحقيق الأهداف التالية:

* + الحصول على القرض بالحجم المطلوب.
  + تحقيق المرونة في الشروط المعروضة.
  + الحصول على أقل تسعير ممكن للفوائد والعمولات على القرض.
  + تكوين علاقات جيدة مع مجموعة البنوك المشاركة في تمويل القرض.

**ب- مجموعة البنوك المقرضة Lending Bank:**

يتكون كونسوريتوم البنوك من فئات مختلفة تتفاوت في الأهمية حسب قيمة الشريحة التي تشارك بها في القرض وتتكون هذه البنوك من:

**ب-1- المدير الرئيسي: Lead Manager:**

يعتبر في معظم الأحيان وكيلا عن المقرضين (Agent Bank)، ولو أنه ليس بالضرورة أن يكون المدير الرئيسي هو الذي يقوم بدور البنك الوكيل، وقد يكون هناك أكثر من بنك رئيسي واحد إذا كانت قيمة القرض كبيرة وفي هذه الحالة يعقد اجتماع يضم جميع المديرين الرئيسيين لاختيار واحد منهم كوكيل وآخر يكون مسؤولا عن الإجراءات الخاصة بالقرض وبنك ثالث لإعداد المستندات الخاصة بالقرض والمذكرة الإيضاحية وبنك رابع مسؤول عن الدعاية والإعلان, وبنك خامس يتولى مهمة إعداد ميزانية النفقات، ويلتزم المدير الرئيسي بتمويل الشريحة الأكبر من القرض وضمان نجاح تسويقه بين مختلف البنوك العاملة في السوق.

**ب-2- المدير Manager:**

يطلق اسم المدير على البنك إذا كانت قيمة مساهمته في القرض أقل من تلك التي يساهم بها المدير الرئيسي، وعليه الموافقة على مضمون المذكرة الاعلامية والشروط التي ستتضمنها الدعوة التي ستوجه إلى سائر البنوك المشاركة.

والمذكرة الإعلامية تتضمن التعريف بالمقترض ونشاطه وسجله الائتماني وميزانياته والتقارير السنوية ستوجه إلى يه الموافقة على مضمون المذكرة يق بين مختلف البنوك العاملة في السوق. الخاصة بنشاطه وحسابات الأرباح والخسائر وتتضمن المذكرة أيضا معلومات عن الدولة التي ينتمي إليها المقترض ونظامها الاقتصادي والمالي وسياستها النقدية ونظامها المصرفي.

**ج- المدراء المساعدون Co-manager:**

يحتل المدراء المساعدون المستوى الثالث في المجموعة الإدارية للقرض وحصتهم اقل من حصة المدراء الذين يعلونهم وأقل من طبقة المدراء الرئيسيين.

**د- المشاركون العاديون Ordinary Participants:**

تأتي هذه البنوك في مؤخرة المجموعة الإدارية للقرض ويأتي ترتيبها حسب نسبة مشاركتها في القرض.

**هـ- الفئة الخاصة:**

بمعنى أنها لا تعتبر من طبقة المديرين أو المديرين المساعدين أو المشاركين العاديين، وإنما تأتي مرتبتهم في وثائق الاعلان عن القرض في نفس مرتبة المديرين المساعدين أو بين هؤلاء والمشاركين العاديين.

**و- البنك الوكيل Agent Bank:**

هو همزة وصل بين المقترض ومجموعة البنوك المقرضة ويبدأ دور الوكيل عند موعد التوقيع على اتفاقية القرض، ويعهد إليه بالمهام التالية:

* + إعداد مستندات عقد القرض وكذلك إعداد المذكرة الإعلامية.
  + مراجعة كافة شروط عقد القرض قبل التوقيع عليه.
  + إصدار الإشعار بالسحب إلى البنوك المقرضة.
  + احتساب سعر الفائدة.
  + إعداد سجل يحتوي على تفاصيل الإجراءات المتعقلة بالقرض.
  + فحص التقارير السنوية والميزانيات المقدمة من المقترض.
  + إعلام مجموعة البنوك المقرضة لكل المعلومات والبيانات عن المقرض.

**شكل رقم (19) : هيكل البنوك المساهمة في القرض حسب طبقتها**

المدير الرئيسي

البنك الوكيل

المـدراء

المدراء المساعدون

المشاركون العاديون

**2-البنوك التي يسترشد بها في تحديد سعر الفائدة :**

تتولى هذه البنوك، والتي يطلق اسم البنوك المرجع، ويبلغ عددها ثلاثة بنوك وتكون مهمتها تحديد سعر الفائدة المعروض على الودائع بالعملات الأوروبية الدولية بين البنوك العاملة في سوق لندن والذي يطلق عليه اسم (LIBOR).

**3-كيفية احتساب معدل الفائدة على القرض :**

يجري تحديد معدل الفائدة على قروض المشاركة بعد احتساب سعر الليبور بواسطة البنوك المرجع وإضافة الهامش المتفق عليه إليه، وتتراوح الفترات التي يحتسب منها معدل الفائدة بين 3 شهور و6 شهور.

وقد يتغير سعر الليبور خلال فترة 3 أو 6 أشهر حسب تغير أوضاع العرض والطلب في سوق عملات الأورو، أما الهامش الذي يضاف إلى سعر الليبور فيكون بنسبة ثابتة طوال فترة حياة القرض ويتم احتساب معدل الفائدة على القرض على أساس عدد الأيام الفعلية التي انقضت على استخدام القرض كالآتي:

معدل الفائدة (الليبور + الهامش) × (قيمة القرض الأساسية × عدد الأيام)

360 يوما

وهي نفس الطريقة التي تحتسب بها معدلات الفوائد على الودائع بين المصارف في السوق، ويتم دفع معدل الفائدة كل 3 أو6 أشهر من تاريخ السحب طبقا لما تم الاتفاق عليه.

**4-تكاليف القرض الأخرى :**

يتحمل المقترض-إلى جانب سداد معدل الفائدة مع القرض- بعض العمولات الأخرى نلخصها فيما يلي:

**أ- عمولة الإدارة Management Fee:**

وهذه العمولة تدفع مرة واحدة وتحتسب كنسبة مئوية من إجمالي قيمة القرض يتفق عليها بين مجموعة البنوك المقرضة والمقترض وتقرر نسبتها بين 1% - 1,5% ويقوم المقترض بسدادها للمدير الرئيسي عقب التوقيع على اتفاقية القرض أو خلال مدة معينة ينص عليها في عقد القرض، وهي عمولة مقابل الخدمات التي أداها البنك الذي تم تفويضه لعمل ترتيبات القرض مثل نفقات الاتصالات والسفر وتكاليف الاستشارات القانونية وإعداد وطبع المذكرة الإعلامية وطبع اتفاقية القرض ومصاريف الإعلان ... الخ, ويطلق عليها عمولة المشاركة (Syndication Fee).

وبعد أن يقتطع المدير نسبة معينة فإن المبلغ المتبقي يعتبر حصة مشتركة توزع بين البنوك المشاركة على اختلاف طبقاتها حسب أهمية المبلغ المشارك به في القرض بما في ذلك المدير الرئيسي ويطلق عليها عمولة المشاركة.

**ب- عمولة الارتباط Commitment:**

تنص عقود قروض المشاركة على التزام المقترض بأداء عمولة ارتباط تتراوح نسبتها بين0,5% و0,75% سنويا على الجزء غير المسحوب من القرض وفقا لجدول السحب المتفق عليه في عقد القرض، والسبب في تحصيل هذه العمولة هو أن البنوك تكون مضطرة إلى الاحتفاظ بمبلغ مساو خلال الفترة المحددة للسحب، ومقابل هذه التضحية فإن المقرض يحصل على عمولة الارتباط .

**مثال لتوضيح الكيفية التي يتم بها توزيع العمولة بين البنوك المقرضة :**

سوف نفترض الآتي:

قيمة القرض: 100 مليون دولار.

عمولة الإدارة: 1 %(أي 1مليون دولار).

* + عدد المديرين:5 بنوك اكتتب كل منها بمبلغ 20 مليون دولار (عمولة1%) 5 × 10 = 50
  + عدد المدراء المساعدين:4 بنوك اكتتب كل منها بمبلغ 10 ملايين دولار (عمولة0,5%) 4 × 10 = 40
  + عدد المشاركين العاديين: بنكان اكتتب كل منها بمبلغ 5 ملايين دولار (عمولة0,25%) 2 × 5 = 10

موقف المدير الرئيسي:

قيمة الاكتتاب الأصلي لكل بنك 20 مليون دولار

ناقص ما تم الاكتتاب به خصما من حصته - 10 مليون دولار

قيمة ما اكتتب به كل مدير من الخمسة بنوك = 10ملايين دولار

قيمة ما يحصل عليه كل مدير من العمولة

نسبة 1 % على 10 ملايين دولار 100.000 دولار

يضاف إليه نصيبه من الحصة المشتركة :

40 مليون دولار × 0.5 % = 200.000 دولار (40 × 0.5 %)

10 مليون دولار × ¾ % = 75000 دولار (10 × 0.75 %)

###### 275000

5

5/1 المستحق من الحصة = 55000 دولار

إجمالي العمولة المستحقة لكل مدير 155000 دولار

خلاصة توزيع عمولة الإدارة المحصلة:

العمولة المستحقة للمديرين 5 × 155000 = 775000 دولار

عمولة المدراء المساعدين 4 × 50000 = 200000 دولار

(4 × 10 ملايين × 0.5 %)

عمولة المشاركين العاديين 2 × 12500 = 25000 دولار

2× (0.25 % × 5 ملايين)

**5-سحب القرض: Draw down :**

يكون على المقترض عادة إشعار البنك الوكيل كتابيا برغبته في السحب قبل 5 أيام على الأقل من التاريخ الذي حدده البنك لذلك, ويقوم البنك الوكيل بجمع المبالغ التي ساهمت بها البنوك المشاركة في القرض ثم يقوم بدفعها إلى المقترض في التاريخ المحدد في الإشعار.

**6-التسديد المسبق Prepayment :**

يتم سداد قرض المشاركة عادة وفق جدول زمني محدد ومدرج ضمن اتفاقية القرض وقد يتضمن السداد فترة سماح (Grace Period) يبدأ السداد بعد انقضائها، ويسمح للمقترض بالدفع المسبق قبل تاريخ السداد ولكن عليه أن يدفع تعويضا للبنوك المقرضة لأن هذه البنوك تكون قد اقترضت بدورها من السوق النقدية الدولية لفترات معينة يتزامن استحقاقها مع تاريخ سداد المقترض للقسط المستحق.

**7-حالات التقصير :**

وهي الحالات التي يتأخر فيها المقترض عن تسديد القرض بسبب:

* تعثره المالي أو إشهار إفلاسه.
* توقفه عن تنفيذ المشروع.
* توقفه عن ممارسة نشاطه التجاري أو بيعه لمؤسسة أو رهنه.
* تأخره في تسديد الضرائب والرسوم المستحقة عليه.

ويؤدي وقوع إحدى حالات التقصير هذه إلى فقدان المقرض حقه في استعمال رصيد القرض إذا لم يكن قد استعمله بالكامل، ويحق بالتالي للبنوك المقرضة اعتبار الدين كله مستحق الأداء فورا.[[15]](#footnote-16)(1)

**الفصل العاشر: أسواق العملات الدولية**

**المبحث الأول : ماهية أسواق العملات الدولية**

لقد كانت بداية سوق الأورودولار (الدولار الأوروبي) بسبب تجنب المخاطر التي تهدد رأس المال فعندما توترت العلاقات بين دول الكتلة الاشتراكية وبين الولايات المتحدة في منتصف الخمسينيات عمدت هذه الدول إلى تحويل أرصدتها الدولارية المودعة في البنوك الأمريكية خشية تجميدها إلى البنوك الأوروبية وخاصة البنوك اللندنية، واحتفظت بها في صورتها الدولارية، ومن ثم أطلق اسم سوق الأورو-دولار على هذه الأرصدة بالدولار الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية والمودعة في البنوك الأوروبية, وقد اتسع مضمون سوق الأورودولار ليشمل العملات الدولية التي تودع في بنوك خارج حدود الدولة المصدرة لهذه العملات كأن يودع الجنيه الاسترليني والمارك الألماني في بنوك فرنسية أو سويسرية ... إلخ.

وعلى الرغم من أن الدولار هو العملة المسيطرة في سوق عملات الأورو فإن عمليات سوق عملات الأورو لم تقتصر على البنوك المتواجدة في أوروبا وحدها، بل امتدت لتشمل البنوك الآسيوية في سنغافورة وهونغ كونغ وطوكيو وأطلق على هذا السوق "سوق الدولار الأسيوي" وقد امتدت إلى مراكز الأوفشور الموجودة في بعض الدول مثل دولة البحرين، جزر الباهاماس وبرمودا وكايمان ايلاند وبناما ويرجع السبب في استعمال أكثر لفظ (سوق عملات الأورو) عليها هو أن هذه السوق نشأت في البداية في أوروبا، وأن البنوك الأوروبية تلعب دورا رئيسيا في هذه السوق.

يعتبر الدولار الأمريكي بالنسبة لباقي العملات الأجنبية عملة هامة تحتل مركزا مرموقا لأسباب عدة أهمها: ثبات قيمته نسبيا مما يجعل البنوك المركزية في العالم حريصة على الاحتفاظ به ضمن احتياطاتها إلى جانب أن الاقتصاد الأمريكي الذي يتخذ مركزا قياديا في التجارة الدولية قد جعل من الدولار وسيلة دفع نقدي دولي، وأصبح عملة دولية مقبولة لتنفيذ معظم الصفقات المالية التي تنجز في أسواق النقد العالمية ولهذا أصبحت تتردد لدينا بعض المصطلحات في هذه الأسواق مثل: سوق اليورودولار، سوق البترودولار.

ولفهم أكثر حول تعريف ونشأة هذه الأسواق سوف نتناول في هذا المبحث العناصر التالية:

1. تعريف أسواق العملات الدولية.
2. نشأة العملات الدولية.
3. تطور أسواق العملات الدولية.

**1- تعريف أسواق العملات الدولية :**

لقد استمدت هذا السوق تسميتها بهذا المصطلح عندما بدأت البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار وتلتزم برد هذه الودائع عندما يحين أجلها للسداد بالدولار وهذه الطريقة تخالف العرف السائد لدى البنوك التجارية والقاضي برد الودائع بالعملات المحلية.

ولكن ما يجرى ويحصل في الوقت الحاضر في الأسواق الأوروبية قلل من دور اليورودولار ودلالته وخاصة بعد أن قامت البنوك الأوروبية بتعميم تجربتها على البنوك التجارية الأخرى في معظم أنحاء العالم, كما أن الأمر أصبح مختلفا حيث لم يقتصر دور البنوك الأوروبية على قبول الودائع بالدولار فقط بل ذهبت إلى أبعد من ذلك بقبول ودائع بعملات أجنبية رئيسية كالمارك الألماني والفرنك السويسري.

ولذلك اقترح لتسميتها بـ "Eurodevises" وهي عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك وهناك شرطان أساسيان لأن تكون الوديعة أوروبية (دولية) وهما:

الشرط الأول:المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب عليها أن تكون بنكا تجاريا والمودع يمكن أن يكون بنكا آخر أو أي شخص أو مؤسسة أخرى غير بنكية.

الشرط الثاني:أن يكون البنك في مكان خارج البلد الذي تحمل الوديعة عملته وتسمى البنوك التي تقبل وتقرض عملات أوروبية بالبنوك الأوروبية.[[16]](#footnote-17)(1)

ومن هنا أصبحت سوق العملات الأوروبية تعني في الوقت الحاضر مجموعة أو شبكة كاملة من العمليات النقدية والمالية ذات الطابع الدولي, كذلك فإن الأطراف المتعاملة في هذه السوق لم تعد هي البنوك التجارية وحدها بل شملت البنوك المركزية, والمؤسسات المالية الدولية، والمشروعات دولية النشاط والسلطات والهيئات العامة في مختلف الدول.[[17]](#footnote-18)(2)

**2- نشأة أسواق العملات الدولية :**

نشأت هذه الأسواق في أواخر الخمسينيات وبالتحديد في عام 1958 عندما وافقت المصارف البريطانية على التعامل بودائع الدولارات التي بحوزتها خاصة بعد تكدس فائض كبير من الدولارات الأمريكية لديها, فقد ساعد العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي على انسياب كميات ضخمة من الدولارات إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية بعيدة عن سيطرة السلطات النقدية الأمريكية عليها.

والسبب في نشوء هذا العجز يرجع إلى التوسع في بناء القواعد العسكرية في أنحاء العالم، وبرامج المساعدات للدول النامية الحليفة لأمريكا، والحرب الكورية, وبعدها الحرب الفيتنامية, كما أن جزءا هاما من العجز ظهر في حساب رأس المال ضمن ميزان المدفوعات الأمريكي بسبب اتجاه رؤوس الأموال الأمريكية إلى الاستثمار في الخارج, كما أن عامل قبول الدولار كعملة احتياطية دولية موثوق بها، إضافة إلى انعدام القيود على التحويلات الخارجية قد ساعد كثيرا على نشوء هذه الأسواق وتوسع نشاطها وبالدرجة الأولى سوق اليورودولار وخصوصا بعد زيادة العائدات النفطية ونشوء ما سمي بالدولارات النفطية "بترودولار" التي تمثل هي الأخرى نوعا من الدولارات التي تقع خارج دائرة التأثير الفعلي للولايات المتحدة الأمريكية الدولة المصدرة لهذه الدولارات.

ونتيجة لوجود أموال سائلة خارج سيطرة السلطات النقدية المحلية لأية دولة، فقد أصبحت محاولاتها لتحقيق استقرار في اقتصادياتها الداخلية غير فاعلة نظرا لتسرب الدولارات إليها من خلال أسواق العملات هذه وبسبب ذلك اتخذت السلطات النقدية الأمريكية نفسها بعض الترتيبات قصد منها الحد من تدفق رؤوس الأموال الأمريكية إلى الخارج، حيث قام البنك الاحتياطي الفيديرالي بتحديد أقصى سعر للفائدة التي يمكن للمصارف الأمريكية أن تدفعه على الودائع.[[18]](#footnote-19)(3)

وبما أن سعر الفائدة على الدولار الأوروبي كان أعلى من سعر الفائدة الذي حدد في أمريكا, فقد أصبحت أسواق الأورودولار أكثر جاذبية بالنسبة للودائع الأمريكية كما حفزت المصارف الأمريكية على الاقتراض من هذه الأسواق لتعويض الودائع التي سحبت منها.

ورغم أن سوق الدولارات الأوروبية قد قامت بتوفير السيولة النقدية لمختلف دول العالم الرأسمالي والاشتراكي والمتخلف إلاّ أن متابعة التركيب الهيكلي للديون المستحقة للمصارف العاملة في هذه السوق يوضح أن ثمة تركيزا واضحا لهذه الديون من حيث توزيعها الجغرافي تمثل في بضع دول بنسبة 70% من إجمالي الحقوق الخارجية لتلك المصارف وذلك في سنة 1983 ومعظم هذه الديون مستحق لبنوك خاصة أمريكية أو لبنوك ذات أصل أمريكي.[[19]](#footnote-20)(1)

**3- عوامل تطور أسواق العملات الدولية** :

1**- التحويل الحر للعملات:**

بتحول معظم دول أوروبا من نظم الرقابة على الصرف إلى نظام التحويل الحر للعملات في أواخر سنة 1958 أصبح في الامكان إجراء عمليات تبادل الصرف الأجنبي في الأسواق النقدية المختلفة بدون قيود.

**2- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي:**

لقد ساهم العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي خلال فترة الستينات في نمو السوق بدرجة كبيرة نتيجة توافر الدولار في أوروبا بعد أن أصبح في الامكان إيداعه لدى البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية مقابل الحصول على فائدة.

**3- تعليمة θ Régulation:**

سعت البنوك وعملاؤها إلى تجنب القيود التي تضعها السلطات النقدية الوطنية والتي ترفع من تكلفة الائتمان أو تضع حدا للفوائد على الودائع, ولهذا لجأت إلى سوق الدولار الأوروبي ومن أهم القيود المفروضة هي تلك التي وضعها بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي الأمريكي) والتي تسمى تعليمة θ والتي تحدد الحد الأعلى لسعر الفائدة المدفوعة على الودائع لأجل بالدولار وكان سعر الفائدة متدنيا, وكانت سوق الأورودولار تدفع سعر فائدة أعلى للودائع بما في ذلك الفوائد على الحسابات الجارية، وبإمكان هذه السوق أن تقرض بسعر فائدة أقل من ذلك الذي تتقاضاه البنوك الأمريكية، وفي نفس الوقت تحقق عائدا مقبولا، وفي إمكان البنوك اليورو عملات أن تمارس نشاطها بهوامش ربح أفضل من تلك التي تعمل بها البنوك المحلية للأسباب التالية:

1. عدم الالتزام بإيداع نسبة من الودائع لديها كاحتياطي قانوني لدى البنك المركزي مثل سائر البنوك التجارية المحلية ولتوضيح ذلك نفترض أن نسبة الاحتياطي القانوني 10% فإن البنك المحلي تحتفظ في الواقع بنسبة 90% فقط من قيمة الوديعة, في حين أنه يدفع فائدة للمودع عن كامل قيمة الوديعة، فإذا افترضنا أن سعر الفائدة هو 15% فإن تكلفة الأرصدة بالنسبة للبنك تساوي:

سعـر الفـائدة 15 %

1- الاحتياطي القانوني 1- 0.10

= = 16.67 %

أي أن تكلفة الأرصدة لمبلغ الاحتياطي القانوني تساوي 1.67 %.

1. عدم تحمل بنوك الأورو عملات مصاريف التأمين على الودائع.
2. عدم وجود ضرائب تفرض على بنوك الأوروعملات.
3. غياب القيود المفروضة على السلطات النقدية بعدم تجاوز حد أعلى لسعر الفائدة على الودائع.
4. غياب القيود التي يصدرها اتحاد البنوك في الدولة للبنوك للالتزام بالحدود القصوى للعمولات التي تتقاضاها البنوك من عملائها.
5. عدم وجود التزام على بنوك الأوروعملات بتخصيص جانب من محفظته الائتمانية للقروض التفضيلية ومنها القروض المقدمة للفلاحين التي تتميز بسعر فائدة منخفض ويوضح الشكل التالي الفرق بين أسعار الفائدة في الأسواق المحلية وسوق الأورودولار.

**شكل رقم (20) : الفرق بين أسعار الفائدة في الأسواق المحلية وسوق الأورو دولار**

الأورو دولار

هامش فائدة بنك الأورو

هامش فائدة

البنك المحلي

عرض الودائع في بنك الأورو

الطلب على القروض في بنك الأورو

الطلب على القروض في البنك المحلي

عرض الودائع في بنك المحلي

الفائدة على الإقراض في السوق المحلية

الفائدة على الاقراض في بنوك الأورو

الفائدة على الودائع في بنوك الأورو

الفائدة على الودائع في السوق المحلية

0

حجم سوق الائتمان المحلي حجم سوق الأورودولار

التي يتقاضاها البنك المحلي، أما الفائدة على الودائع في اليورو بنك فإنها تزيد عن نظيرتها في السوق النقدية المحلية.

4- ساهمت بلدان أخرى قبل ألمانيا, سويسرا واليابان في تطور سوق عملات الأورو عندما اتخذت إجراءات للحيلولة دون تدفق نقد رؤوس الأموال إلى أسواقها للاستثمار فيها وذلك بتحويلها إلى الأسواق النقدية الخارجية أي أسواق اليوروعملات.

**5- الفوائض المالية للبلدان المصدرة للنفط:**

نتج عن مضاعفة سعر البترول عقب حرب أكتوبر 1973 فوائض مالية كبيرة والتي حصلت عليها الدول الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للبترول وقد عرفت هذه الفوائض بالبترودولار أو الدولارات البترولية (Petro-Dollars)، فقامت بإيداعها في البنوك الأوروبية خاصة وكان يطلق على أساليب استثمار هذه الودائع تعبير تدوير الدخول النفطية.

**المبحث الثاني اسواق اليورو(EURO MARKET)**

* وهناك نموذجان من اليورو أسواق الأول بشكل السوق النقدية الدولية والثاني يشكل جزءا من السوق المالية الدولية.[[20]](#footnote-21)(1)

عملات اليورو: (Euro–Devises) وقروض اليورو (Euro-Credits) ويجب التطرق إلى اليورو دولار وباقي عملات اليورو الأخرى.

**1- اليوروعملات :** يشكل اليورو–دولار الجزء الأهم من عملات اليورو، أما اليورو عملات الأخرى تختلف فيما بينها من حيث أهميتها:

**أ- اليورو- دولار: (الأورو دولار):** المبالغ باليورو الدولار هي ودائع مصرفية محررة بالدولار ومودعة لدى مصرف يوجد خارج الولايات المتحدة الأمريكية ويمكن تعريف هذه المبالغ على أنها التزامات بنك-اليورو بالدولار, واليورو دولار هو موضوع سلف وقروض في سوق يتألف وسطاؤه من البنوك الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية أما البنوك التي تشارك في سوق اليورودولار فتعرف بمصارف اليورو: (Euro Banques) ويقصد بذلك المصارف التجارية الأوروبية الكبرى وفروع البنوك الأمريكية التي تخصص جزءا من نشاطها لعقد سلف أو قروض اليورودولار.

**الخصائص الرئيسية للمبالغ باليورودولار:**

* + المبالغ باليورودولار هي أصول بالنقد الكتابي، ولا تأخذ أبدا شكل الأوراق النقدية.
  + المبالغ باليورودولار تدار خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ولا يعتبر الدولار كـ"يورودولار" إلا إذا ظهر في ميزانية البنوك غير الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية, هذا ويفقد اليورودولار طبيعته (أي لا يصبح معتبرا ليورو-دولار) إذا استخدام في مدفوعات (تسديدات) داخل الولايات المتحدة الأمريكية.
  + سوق اليورو دولار هي سوق العمليات الضخمة، وتتجاوز مبالغ العمليات عادة المليون دولار كما أن أحد طرفي هذه العمليات هو غالبا ما يكون دولة أو مشروعات كبيرة والتي تبدو مخاطر إقراضها متدنية.
  + سوق اليورو-دولار هي سوق دولية وتتحدد معدلات الفائدة اعتمادا على طلب وعرض اليورودولار وبمعزل عن معدلات الفائدة المحلية.

**ب- اليوروعملات الأخرى:**

هي مجموع الأصول النقدية التي تدار خارج منطقة تداولها القانوني تسمى يوروعملات، ولذلك فالتسمية حسب اليورودولار، فإن الأصول بالعملات القابلة للتحويل والموضوعة بتصرف المؤسسات المالية الموجودة خارج منطقة التداول القانوني لهذه العملات، تعرف باليورومارك، يوروفرنك سويسري، يورو-جنيه استرليني، يوروفرنك فرنسي ... إلخ, ومجموع الأصول النقدية التي تدار خارج منطقة تداولها القانوني تسمى بيوروعملات, وتمثل المبالغ باليورو دولار أكثر من (4/3) ثلاثة أرباع المبالغ الإجمالية باليورو عملات، والمصطلح (يورو) (Euro) يعني أن هذه العملات كانت تدار في أوروبا، لكن الودائع بالدولار أو الجنيه في طوكيو مثلا تعتبر أيضا، يوروعملات رغم وجود خارج أوروبا.

إذا اقتصر سوق اليورو عملات على العمليات بين البنوك فإنه يلعب دور السوق النقدية حيث تعرض البنوك ذات القدرة على الإقراض الفائض في مواردها عندما تكون معدلات الفائدة مغرية، وتقترض البنوك ذات الحاجة إلى الاستدانة عندما تتوافق شروط الاقتراض مع مصالحها، أما إذا نظر إلى سوق اليوروعملات من زاوية كونه موضع عمليات، تأخذ شكل سلف و قروض للقطاع غير المصرفي، فإن هذه السوق تصبح كناية عن سوق للاقراض، ويجب بالتالي تمييزه عن سوق الصرف الذي يحصل فيه بيع وشراء العملات فورا أو لأجل.

**2- اليورو-قروض (Euro–Crédits) :**

اقتصر دور سوق اليورو–دولار في البداية على عمليات الاقراض والايداع قصير الأجل، فكان حاملو اليورودولار يقدمون على إيداعات تحت الطلب أو قصيرة الأجل, كما أن السلف باليورو-دولار كانت تتم لفترات تتراوح عادة ما بين 30 و60 يوما، ولما ارتفع الطلب على السلف ذات الأجل الطويل تجمعت المصارف ضمن ما يسمى كونسورتيوم (Consortiums Syndication,) لكي تقوم بتقديم يورو قروض متوسطة وطويلة الأجل قد تصل إلى 10 سنوات أو 15 سنة إلى جانب قروضها قصيرة الأجل، هذه القروض غالبا ما تكون على شكل خطوط قروض أو سقوف قروض (Roll over) أو (ligns de crédits) توضع تحت تصرف المقترض لفترة محددة, وهي قروض قابلة للاستخدام في الأجل القصير (ستة أشهر) وقابلة للتجديد أيضا، وتمنح من خلال موارد سوق اليورودولار تحت الطلب أو قصير الأجل، وتتميز هذه القروض بما يلي:

مبالغ الهامة ومعدلات فائدة قابلة للتعديل في فترات دورية منتظمة كل 3 أو 6 أو 9 أو 12 شهرا في كل مرة يحدد معدل فائدة جديد بين البنوك الكبرى (أي من السنة الأولى) استنادا إلى معدل الفائدة على الودائع بتلك العملة في سوق لندن لليوروعملات (LIBOR) (London Interbank offered Rate) بالاضافة إلى ذلك هناك مراكز أخرى يمكن أن تكون مرجعا في تحديد سعر الفائدة، وحتمت بالتالي استعمال مصطلحات أخرى كـ "PIBOR" السعر في باريس و"SIBOR" (السعر في سنغافورة) و"BIBOR" (السعر في البحرين) ...إلخ.

إن الودائع باليوروعملات وكذلك قروض الأورو أصبحت الأداة الأساسية لتمويل رؤوس الأموال بين بلد وآخر، سواء أكان ذلك في الأجل القصير أم أيضا في مرحلة لاحقة بفضل تقنيات جديدة لتمويل رؤوس الأموال في الأجلين المتوسط والطويل.

**3- خلق ومضاعفة وإتلاف اليوروعملات واليوروقروض :**

كما نشرنا فيما سبق، فإن اليورودولار تعرف على أنها عملات مودعة لدى بنوك تعمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليها، فاليورودولار حسب هذا التعريف هو دولار مودع في مصرف يوجد خارج الولايات المتحدة الأمريكية أي أن ما يميز اليورو دولار عن الدولار هو معيار مكانة ممارسته المصرف لنشاطه، وليس معيار جنسية المصرف، على سبيل المثال إيداع 1 مليون دولار أمريكي في إحدى الفروع اللندنية لبنك Morgan الأمريكي تعتبر وديعة باليورودولار لكن كيف يتم التوصل إلى خلق وإتلاف اليورودولار؟ وكيف تدون هذه العمليات في ميزانية البنوك؟ وسوف يتم توضيح ذلك من خلال الأمثلة التالية:

العملية الأولى:

طلبت شركة (General Motors) في الولايات المتحدة الأمريكية قرضا بقيمة 20 مليون دولار، من بنك (دولار، من بنك ونن خلال الأمثلة التالية:

ي ميزانية البنوك خلق واأمريكيمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليهاويل.

Chase), النقد الجديد الذي تم خلقه يظهر في موجودات بنك (دولار، من بنك ونن خلال الأمثلة التالية:

ي ميزانية البنوك خلق واأمريكيمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليهاويل.

Chase) كسلفة إلى شركة (GeneralMotors) ويظهر في الآن عينه في مطلوبات بنك (دولار، من بنك ونن خلال الأمثلة التالية:

ي ميزانية البنوك خلق واأمريكيمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليهاويل.

Chase)على أنه وديعة لـ (General Motors) لدى بنك (دولار، من بنك ونن خلال الأمثلة التالية:

ي ميزانية البنوك خلق واأمريكيمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليهاويل.

Chase) ولذك يحصل التغير التالي في ميزانية بنك (دولار، من بنك ونن خلال الأمثلة التالية:

ي ميزانية البنوك خلق واأمريكيمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليهاويل.

Chase).

**بنك (دولار، من بنك ونن خلال الأمثلة التالية:**

**ي ميزانية البنوك خلق واأمريكيمل (توجد) خارج نطاق تداول العملات المشار إليهاويل.**

**Chase)**

|  |  |
| --- | --- |
| **التغيير في الأصول (الموجودات)** | **التغيير في المطلوبات** |
| قرض إلى General Motors :20+ | وديعة عائدة General Motors :20+ |

لم ينجم عن هذه العملية خلقا لليورودولار بل انحصر ب الدولار.

العملية الثانية:

سددت (General Motors) الدين المتوجب عليها لـ (IBM) البالغ قيمة 20 مليون دولار من حسابها لدى بنك (Chase)، أما (IBM) فقد أودعت هذا المبلغ لدى (Citybank) في الولايات المتحدة.

**بنك (Chase)**

|  |  |
| --- | --- |
| **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** |
| ................................. | وديعة عائدة General Motors :20- |

**بنك (Citybank)**

|  |  |
| --- | --- |
| **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** |
| ................................. | وديعة عائدة IBM :20+ |

على أثر ذلك لم يحصل خلق اليورودولار بل جرى فقط تداول الدولار داخل النظام المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية.

العملية الثالثة:

أرادت (IBM) توظيف هذه الوديعة لفترة معينة (سنة على سبيل المثال), وكان قد عرض عليها بنك (Barclays) في لندن معدل مردودية (فائدة) أكثر أهمية من ذلك المعروض من قبل كافة البنوك الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية على إثر ذلك أقدمت (IBM) على تحويل وديعتها من (Citybank) إلى (Barclays) في نفس الوقت فإن (Barclays) المتلقي لوديعة بالنقد الأجنبي (بالدولار) من (IBM) طلب من هذه الأخيرة تحويلها لحسابه المفتوح لدى مراسله في الولايات المتحدة الأمريكية في (Morgan)، عند ذلك تجري القيود التالية:

**بنك (Citybank)**

|  |  |
| --- | --- |
| **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** |
| ................................. | وديعة عائدة IBM :20- |

**بنك (Barclays) بنك (Morgan)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات**   |  |  | | --- | --- | | **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** | | ............. | وديعة عائدة لـ IBM :20- | |
| وديعة لدى (**Morgan**) 20+ (حساب لدى المراسل | وديعة لأجل عائدة لـ IBM :20- |

يتبين أن هناك خلقا لـ20 مليون يورودولار لأنه ظهرت وديعة بالدولار لدى بنك (Barclays) اللندني، الموجود بالتأكيد خارج الولايات المتحدة الأمريكية، لكن يلاحظ أن هذا الخلق لليورودولار لم يترافق مع تقلص الكتلة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية لأن تحويل وديعة (IBM) من (Citybank) قابله ارتفاع في ودائع (Barclays) لدى مراسله (Morgan)، مما تقدم يتضح أنه لا يوجد خروج فعلي للدولار من الولايات المتحدة الأمريكية (خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية) بل حدث خلق لليورودولار من دون أي انخفاض للكتلة النقدية الأمريكية.

العملية الرابعة:

يستخدم بنك (Barclays) الذي يتوجب عليه توفير مردود لوديعة (IBM) جزءا من هذه الوديعة لكي يوظفه ويؤمن المردود المطلوب، لذلك سوف يعمل على اقراض 80 % من الوديعة المشار إليها إلى (Thomson)، مع الاحتفاظ بجزء من الوديعة (20%) على شكل احتياط, هذا القرض هو بالتأكيد يورو-قرض محرر بالدولار وموضوع يتصرف (Thomson).

**بنك (Barclays)**

|  |  |
| --- | --- |
| **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** |
| قرض إلى Thomson:16+ | وديعة عائدة لـ Thomson:16+ |

هناك أيضا خلق إضافي لـ16 مليون يورد دولار، يلاحظ من خلال هذا المثال أن نمو اليورو دولار هو إلى حد بعيد غير مرتبط بنمو الكتلة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية لأنه يحدث على وجه مستقل من خلال ودائع أولية باليورو دولار، إذا قررت (Thomson) تحويل وديعتها إلى بنك آخر، مختلف عن (Barclays)، ويوجد خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية، وإذا منح هذا البنك الجديد قرضا باليورو دولار على أساس الوديعة التي كان قد تلقاها، فإن هذه العملية، يمكن حينها أن تستمر نظريا إلى ما لا نهاية، إن القروض الجديدة باليورو دولار ترتبط بطلب الوكلاء غير المصرفيين على هذه القروض وبتكوين احتياطات من قبل المصارف التي لا تقرض سوى جزءا من الودائع المتلقاة، إضافة إلى ذلك هناك تسريات قد تحدث وترتبط بإمكانية تحويل اليورو دولار إلى دولار.

العملية الخامسة:

تستخدم (Thomson) جزءا من وديعتها، لدى (Barclays) لتسديد مشتريات تبلغ قيمتها 6 مليون دولار، إلى الشركة الأمريكية (Microsoft) التي تمتلك حسابا لدى (Bank of America) في الولايات المتحدة الأمريكية، على اثر ذلك تنخفض وديعة (Thomson) لدى (Barclays) بقيمة 6 مليون دولار، لكن في المقابل تنخفض وديعة (Barclays) لدى مراسله (Morgan) أيضا بقيمة 6 مليون دولار ولما كان (Morgan) هو الذي يقوم بالتسديد من حساب (Barclays) إلى (Microsoft) التي تمتلك حسابا لدى (Bank of America)، فإن القيود تظهر على الشكل التالي:

**بنك (Barclays) بنك (Morgan)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **التغيير في الموجودات**   |  |  | | --- | --- | | **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** | | ............. | وديعة عائدة لـ Barclays : -6 | | **التغيير في المطلوبات** |
| وديعة لدى Morgan : 6- | وديعة عائدة لـ : Thomson : 6- |

**بنك (Bank of America)**

|  |  |
| --- | --- |
| **التغيير في الموجودات** | **التغيير في المطلوبات** |
| ………… | وديعة عائدة لـ Microsoft :-6 |

إن حجم اليورو دولار، بعد إنجاز العملية الرابعة، كان قد بلغ 36 مليون, من ثم انخفض بقيمة 6 مليون دولار لكي يصل إلى 30 مليون بعد إتمام العملية الخامسة، نتيجة التسديد لصالح (Microsoft) الذي انعكس عبر وديعة لدى القطاع المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية (تحديدا لدى Bank of America)، ولما كان انخفاض وديعة (Barclays) لدى مراسله (Morgan) قد قابله ارتفاع في ودائع عون غير مصرفي (Microsoft) لدى مصرف مقيم (Bank of America)، فإن الكتلة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية بقيت على حالها، كما وأنه إتلاف اليورو دولار لم يقابله أي دخول صاف للدولار إلى الولايات المتحدة الأمريكية.

للمزيد من الإيجاز:

- هناك خلق لليورو دولار عندما يحصل إيداع جديد للدولار لدى النظام المصرفي الموجود خارج الولايات المتحدة الأمريكية لكن خلق اليورودولار هذا لا يقابله أي انخفاض في الكتلة النقدية الأمريكية.

- هناك أيضا خلق لليوردولار عندما يقوم بنك يمتلك ودائع باليورودولار (موجودة بالتأكيد خارج الولايات المتحدة الأمريكية) على منح يورو-قرض بالدولار إلى أعوان غير مصرفيين، وآلية مضاعف اليورودولار هي مقيدة بالاحتياطات التي تكونها المصارف، وبالتحويل إلى الدولار لجزء من اليورودولار الذي تم خلقه.

- هذا التحويل من يورودولار هو بمثابة اتلاف لليورودولار، دون أن تتأثر بذلك الكتلة النقدية الأمريكية.

**المبحث الثاني : أسواق السندات الدولية: International Bond Market**

تعتبر أسواق السندات الدولية حديثة نسبيا، إذ أنها بدأت تحتل مركزا هاما في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين، وأصبحت السندات في الفترة الحالية تمثل أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل، ومن ثم أصبحت تمثل جانبا هاما من الاستثمارات التي تدخل حافظة الاستثمار المالي لأي مؤسسة.

وترجع أهمية السندات الدولية عموما إلى كونها:

- أداة استثمارية طويلة الأجل تسهم في إعادة توزيع المدخرات على جميع المقرضين على المستوى الدولي.

- أداة ملائمة لتوظيف هذه الأموال في مجال مضمون وقليل المخاطر.

- ذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها إذ يمكن التنازل عنها بالبيع في السوق الثانوية.

وتنقسم أسواق السندات الدولية إلى نوعين رئيسيين هما:[[21]](#footnote-22)(1)

1. **السندات الأوروبية.**
2. **السندات الأجنبية.**

**1- السندات الأوروبية :**

هي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم وفي أسواق رأس المال لدول أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو زيورخ ...إلخ، فإن هذه السندات يطلق عليها أورو سندات (Euro-bond) وعادة ما تتولى تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار.

**خصائص السندات الأوروبية:[[22]](#footnote-23)(**1)

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

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

3/ تكون عادة الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الضرائب.

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

**2- السندات الأجنبية :**

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

ويتم طرح هذه السندات وبيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد في دولة معينة إصدار هذه السندات وترويجها داخل حدود هذه الدولة، وبعملة نفس الدولة، ويتم توزيع الإصدار بين المكتتبين بنفس أسس توزيع الإصدارات المحلية.

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

وتتميز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت هذه التكاليف بتكاليف إصدار سندات الأورو.

فتكلفة السندات المصدرة بالدولار في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار، ولكن في مراكز مالية أخرى غير الولايات المتحدة، ولتكن لندن أو زيورخ، وعلى الرغم من ذلك فإن سندات اليورو، تزيد عن 3 أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في كافة الأسواق الدولية.

ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نظرا للقيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات.

**3-الأشكال المختلفة للسندات الدولية :**

يمكن إيجازها فيما يلي:

**أ- سندات بفائدة ثابتة:**

وهو الشكل التقليدي لعملية الإصدار لسندات دولية، ومثل هذه السندات تحتل فائدة محددة وأجل استحقاق محدد وتدفع الفائدة المستحقة عليها دوريا كل عام.

وتتحدد معدلات الفائدة الثابتة لهذه السندات لحظة إصدارها (بالاستناد إلى أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية على نفس العملة التي أصدرت بها هذه السندات، وتوفر هذه النوعية من السندات تشكيلة واسعة من العملات وآجال الاستحقاق والعوائد الثابتة بالنسبة للمستثمرين، أما بالنسبة للمقترضين فإنها توفر حالة من التأكيد بشأن تكلفة الإقراض الممثلة في معدلات الفائدة الثابتة فضلا عن تحديد أجل محدد ومعروف مقدما لاستحقاق السندات.

**ب- سندات بفائدة معومة:**

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

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

**ج- سندات بحق تحويل إلى أسهم:**

هذا النوع من السندات يعطي الحق لحاملها أن يحولها إلى أسهم في أي فترة سابقة على تاريخ استحقاقها، بحيث يصبح حامل السند مالكا لأسهم الشركة التي أصدرت السندات, ويتم تحديد سعر التحويل من سند إلى سهم مسبقا في شروط الإصدار الأصلية، ويصبح المستثمر شريكا في الأرباح المحققة في المستقبل.

ويستهدف هذا النوع من السندات تشجيع المستثمرين على شراء هذه السندات وذلك في حالة كون الشركة المصدرة شركة صغيرة وفي حاجة ملحة إلى أموال إضافية للتوسع.

د**- سندات أخرى بشروط أخرى:**

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

**4-عناصر النظام المالي لإصدار السندات :**

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

**أ- المشاركون في عملية الإصدار**:

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

وتأخذ التجمعات المصرفية الدولية عادة ثلاثة أشكال:

التجمع المصرفي القائد: وهو الذي يتولى إدارة السندات وترويجها والحصول على عمولة من المؤسسات أو الجهات المقترضة.

وأما الشكل الثاني: من هذه التجمعات المصرفية فإنها تتكون من مجموعة من البنوك التي تتولى توزيع السندات المطروحة للبيع عن طريق الشكل الثالث وهم مجموعات البيع التي تنتشر عبر مناطق جغرافية واسعة الانتشار على مستوى العالم.

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

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

**ب- مكونات عملية الإصدار:**

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

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

ويفضل المستثمر التعامل في السندات المقومة بالعملات التي تتمتع باستقرار نسبي في أسواق الصرف الأجنبي، كما أن السندات التي تصدر بمزيج (سلة) من العملات تعتبر أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين نظرا لتأمينها حدا أدنى من التقلبات في أسعار الصرف.

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

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

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

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

أما بالنسبة إلى حجم التعامل في هذه الأسواق فقد قفز من مليار من الدولارات عام1959 إلى حوالي ألف مليار دولارعام 1982 ومع هذا التوسع في حجم المعاملات فقد توسع بالمقابل عدد المصارف والمؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق.

فقد شهد عام 1970 وحده تأسيس 25 فرعا للمصارف الأمريكية في لندن وحدها، وستة فروع في سويسرا وبلغ عدد المصارف الأمريكية في أوروبا الغربية عام1975 أكثر من220 مصرفا, بالإضافة إلى المصارف المشتركة، وبيوت المال والشركات المتعددة الجنسيات التي يمولها ويدير شؤونها رأس المال الأمريكي.[[23]](#footnote-24)(2)

وفي نهاية عام1981 كان نحو 600 مصرفا تابعا لـ85 دولة تعمل خارج الموطن الأصلي لمقراتها الرئيسية, وكانت هذه المصارف تسيطر على نحو450 مصرفا تابعا وتمتلك شبكة تبلغ 5000 فرعا أجنبيا ولديها ما يزيد عن 1000 شركة منتسبة, والدليل على توسع وانتشار هذه الأسواق ندرجه في الجدول الموالي الذي يؤكد تعاظم حجم المعاملات من 50 مليار دولار عام 1970 إلى 240 مليار دولار عام 1975، ثم 1000 مليار دولار عام 1982 ثم إلى 3000 مليار دولار عام 1990 وبلغ حجم التعامل باليورو دولار عام 1992 قرابة 14,5 ألف مليار دولار في حين بلغت إصدارات السوق الأولية 400 مليار دولار في نفس السنة.

والجدير بالذكر أن أهمية الدولار في المعاملات في الأسواق الدولية تقلصت من 95% عام 1970 الى60% عام1975 ويرجع السبب في ذلك إلى انخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي بصورة متواصلة عدا النصف الأول من عقد الثمانينات، حيث شهد الدولار ارتفاعا كبيرا بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على ودائع الدولار في المصارف الأمريكية وازدادت أهمية الدولار في بداية عقد التسعينات حيث بلغت 75% من إجمالي المعاملات في الأسواق المالية.

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

**الجدول رقم (23) : تطور سوق اليورودولار من 1970 إلى 1992**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **السنــة** | **مجموع المعاملات** | **الرقم القياسي** | **نسبة الدولار في المعاملات** |
| بداية 1970  بداية 1972  بداية 1974  بداية 1975  بداية 1982  بداية 1992 | 50 مليار دولار  90 مليار دولار  180 مليار دولار  240 مليار دولار  1000 مليار دولار  14.5 ألف مليار دولار | 100  180  360  480  2000  6000 | 95 %  80 %  70 %  60 %  ـ  75 % |

**المصدر:** هيثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص: 107.

**المبحث الرابع : مزايا – مخاطر- آثار أسواق العملات الدولية**

تحتل أسواق العملات الدولية مكانة كبيرة وهذا راجع إلى المزايا التي تتمتع بها ولكن بالرغم من هذه المزايا فهناك بعض الآثار التي تترتب عنها، لذلك فإن بعض الدول لا زالت تتخوف من آثارها السلبية على سياستها النقدية والمالية بصورة خاصة وعلى النظام النقدي بصورة عامة.

لذلك سوف نسلط الضوء في هذا المبحث على العناصر التالية:

##### **1- مزايا أسواق العملات الدولية :**

تتميز أسواق العملات الدولية بعدة مزايا نذكر منها ما يلي:

1. لقد لعب سوق الأورو دولار دورا رئيسيا في زيادة العرض من الأموال بالعملات الأجنبية مما يسهل عمليات التمويل فيه وخفض تكلفتها.
2. ترتب على هذا الدور الذي يؤديه سوق الأورودولار تضييق الفجوة بين أسعار الفائدة على القروض الدولية.
3. بسبب حرية تنقل الأموال في هذه السوق من دولة إلى أخرى فقد انعكس ذلك على التدفق النقدي الداخل والخارج على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية, فصارت أسعار الصرف لهذه العملات تتذبذب صعودا أو هبوطا حسب زيادة أو نقصان عرض العملات الأجنبية في سوق الأورو دولار ويشترك في هذه السوق: البنوك المركزية, البنوك التجارية، مكاتب السمسرة، الشركات، الهيئات الحكومية، صناديق الاستثمار.[[24]](#footnote-25)(1)
4. إن أسواق العملات الدولية يقصد بها القروض المقومة بعملات دولية رئيسية مختلفة يأتي الدولار في مقدمتها التي تمنحها الحكومات أو المؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول, فهي بهذا تمثل تماما وضع المنطقة الحرة، التي تقع دائرة عملها خارج الحدود الإقليمية للدولة صاحبة العملة المتداولة.

وتتركز أنشطة هذه الأسواق الفعلية في أهم المراكز المالية التالية: لندن، ليكسومبورغ، فرانك فورت، باريس، بروكسل، أمستردام، كذلك في كل من نيويورك، تورنتو، جزر الكريبي، بنما، طوكيو، سنغافورة، البحرين. [[25]](#footnote-26)(1)

1. يتم التعامل في هذه الأسواق بالدرجة الأولى بين المصارف نفسها، حيث تمثل نسبة التعامل بين المصارف نسبة 50% من حجم المعاملات في السوق الواحدة، وتنصب أغلب الأنشطة على قبول الودائع بالعملات الدولية الرئيسية وإقراضها واستثمارها في نفس الدولة أو في دولة أخرى.

والجدير بالذكر أن عملية تحويل الودائع من مصرف لآخر ومن فرع لآخر ومن دولة لأخرى، تتكرر عدة مرات كي تصل أخيرا إلى المقترض (المستثمر) لتمويل بعض العمليات التجارية أو الاستثمارية, كما تقترض من المصارف نفسها بقصد تحسين مركزها النقدي والمالي (سيولة واحتياطات).

1. إن عمليات الإقراض والاقتراض جميعها معفاة من الضرائب والقيود على التحويل الخارجي، ذلك لأن الأسواق غير خاضعة لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول ولهذا تكتسب جاذبية كبيرة.
2. أسعار الفائدة في هذه الأسواق معومة وتتحدد دوريا كل ثلاثة أو ستة أشهر وهي ذات صلة وثيقة بأسعار الفائدة المعمول بها في لندن (ليبور) يضاف إليها هامشا يتراوح معدله من (0.5 % إلى 2.5 % وذلك حسب المركز المالي والثقة الائتمانية للمقترض, وهذه الآلية في أسعار الفائدة هي التي مكنت المصارف الدولية من منح قروض متوسطة الأجل، يتم تمويلها عن طريق ودائع قصيرة الأجل متوفرة لديها، حيث تربط تكلفة الاقتراض بهذه الودائع بالفائدة التي تتقاضاها على قروضها للمستثمرين.

ونظرا للفرق بين أسعار الفائدة في أسواق العملات الدولية وبين أسعار الفائدة لدى المصارف المحلية في دولة ما, أصبح من الأفضل الاقتراض من هذه الأسواق، ففي حالة أن تكلفة القرض على الدولار في المصارف الدولية أقل نسبيا من تكلفتها محليا في المصارف الأمريكية, فإن من الأجدر للمستورد الأمريكي الاقتراض من سوق العملات الدولية ويمتنع عن الاقتراض من المصارف الأمريكية.[[26]](#footnote-27)(2)

1. إن فروق أسعار صرف العملات الدولية موضوع التعامل وفروقات الفوائد على تلك العملات، وكذلك الفروقات في أسعار بيع العملات في السوق الآجلة والسوق الآنية (الفورية) إضافة إلى رسوم عمليات التمويل المصرفية تعتبر من أهم مصادر الربحية في هذه الأسواق.
2. وجود التنافس الحر في هذه الأسواق يوفر للمدين شروطا أفضل بحيث يمكنه اختيار الأفضل والأنسب, إضافة إلى معرفة خفايا الأمور والتقنيات التمويلية اللازمة لتسهيل وتشجيع عملية انتقال رؤوس الأموال إلى الأسواق المحلية, وبالتالي تحقيق التوازن في السيولة النقدية بصورة أسرع.
3. دمج الأسواق المحلية بالأسواق الدولية.
4. إن فترة القرض في أسواق العملات تتراوح بين الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة، وذلك حسب نوع الاستثمارات النقدية والمتمثلة في:
   1. شهادات الإيداع المصرفية الدولية المقومة بالدولار تمثل الاستثمار النقدي قصير الأجل.
   2. الإقراض المصرفي بالعملات الدولية ويعتبر من ركائز التعامل المتوسط الأجل.
   3. السندات الدولية تستخدم كأداة للإقراض طويل الأجل.[[27]](#footnote-28)(1)

##### **2- مخاطر أسواق العملات الدولية :**

يمكن أن نلخص أهم مخاطر أسواق العملات الدولية في النقاط التالية:[[28]](#footnote-29)(2)

أ- تركزت ردود الفعل وانتقادات بعض الدول المعارضة لعمل هذه الأسواق على سلوكية بعض المصارف المركزية الأوروبية، بسبب تصعيدها لظاهرة التضخم في هذه الأسواق، وذلك بإيداعها جزءا من احتياطاتها في سوق العملات بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر، عن طريق بنك التسويات الدولية, مما ساعد كثيرا على توسيع القاعدة الائتمانية لهذه الأسواق، وذلك أن عمليات إعادة الإقراض لهذه الاحتياطات قد ولد مضاعف (مكاثر الودائع). حيث:

الوديعة الأصلية

نسبة الاحتياطي القانوني

مضاعف الودائع =

ب- إن وجود مراكز أو تجمعات مصرفية كبيرة لاستقطاب رؤوس الأموال غير الخاضعة لسيطرة أي من السلطات النقدية, قد ساعد على سرعة تحريك هذه الأموال من مكان لآخر ومن عملة لأخرى، مما أوجد اختلالا في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات –سواء تجاه بعضها البعض أو تجاه الدولار الأمريكي- وأكبر دليل على ذلك ما حدث للجنيه الإسترليني والليرة الإيطالية، نهاية عام 1992 حيث اضطرت هذه العملات إلى الخروج من نظام النقد الأوروبي.

ج- مخاطر هذه الأسواق قد تظهر بسبب التقديرات والسياسات الخاطئة والمتبعة من قبل بعض الدول وخاصة النامية منها, بحيث أنها توافق على شروط اقتراض ليس بمقدورها الوفاء بها وتنفيذها حسب العقد، مما يزيد من تكبيلها في المستقبل بصورة أكبر.

د- إن سرعة وحرية انتقال رؤوس الأموال تجعل السلطات النقدية المحلية غير قادرة على السيطرة عليها مما يؤدي إلى آثار سلبية وخيمة على الاقتصاد الوطني، فإذا كانت أسعار صرف العملة المحلية في حالة اضطراب مستمر فإن هروب رؤوس الأموال وانتقالها بسرعة وسهولة للخارج، يؤدي إلى قيام المضاربات النقدية وإلى زيادة عدم الاستقرار في البلاد.

ولكن بالرغم من هذه المخاطر فإن هناك من يعتقد بأن عملية السيطرة عليها وتنظيمها ممكنة في حالة حصرها عن طريق التعاون والتنسيق الدولي المستمر من جهة وموافقة جميع الدول والأنظمة على سياسات موحدة منسقة فيما بينها من جهة ثانية.

ومن هنا جاءت الدعوة إلى ضرورة تنظيم هذه الأسواق عن طريق توحيد السياسات النقدية للدول الصناعية بعقد اجتماعات دورية لرؤساء الدول الصناعية واجتماعات القمة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، كما قامت بعض الدول بتحديد مجالات الاقتراض من هذه الأسواق، كما فعلت كل من السويد، البرازيل، بريطانيا.

**3- آثار أسواق العملات الدولية [[29]](#footnote-30)(1) :**

يمكن إيجاز آثار أسواق العملات الدولية على النظام النقدي الدولي فيما يلي:

أ- عملت هذه الأسواق على تقوية مركز الدولار الأمريكي بين العملات الدولية، وذلك عن طريق التوسع في استخدام هذه العملة كعملة رئيسية في التمويل والتجارة الدوليين, فالدولار لا يزال يغطي أكثر من نسبة 75% من إجمالي العمليات التجارية الدولية، نتيجة لذلك ازدادت الثقة مجددا بالدولار وقلت الرغبة في تحويله إلى ذهب.

ب- تعتبر هذه الأسواق همزة وصل بين الأسواق النقدية المحلية في الدول النامية إن وجدت والأسواق النقدية في الدول المتقدمة, مما أضفى مزيدا من المرونة في النظام النقدي الدولي، عن طريق تحركات واسعة لرؤوس الأموال من سوق لآخر لملاحقة فروق أسعار صرف العملات وفروقات أسعار الفائدة في الأسواق المختلفة بهدف الانتفاع منها.

ج- ساعدت هذه الأسواق على تمويل وتغطية العجز في موازين مدفوعات بعض الدول التي تعاني من العجز عن طريق الاقتراض من المصارف الدولية العاملة في هذه السوق, كما فعلت وتفعل أغلب الدول النامية, مما ساعد على تضخيم مديونيتها الخارجية, كما ساعدت هذه الأسواق بعض الدول ذات الفائض في ميزان مدفوعاتها على التقليل من آثار الفائض في ميزان المدفوعات على اقتصادياتها المحلية عن طريق تشجيع مواطنيها على إيداع واستثمار مدخراتهم في أسواق العملات الدولية للاستفادة من مزاياها كما حدث فعلا في ألمانيا أوائل السبعينات.

د- عملت هذه الأسواق على تجميع وتعبئة رؤوس الأموال، مما أدى إلى تخفيض أو توحيد معدلات أسعار)

الفائدة على العملات المختلفة وزيادة قوى المنافسة ورفعت من كفاءة القطاع المصرفي.[[30]](#footnote-31)(1

**المبحث الخامس : أنواع أسواق العملات الدولية**

توجد أسواق العملات الدولية هذه على نوعين ووجه الاختلاف بينهما هو الفترة الزمنية للمعاملات الجارية في السوق علما بأن الفترات الزمنية للمعاملات غير محددة بل يمكن تمديدها حسب متطلبات التطور الاقتصادي في العالم, وسنتطرق سوق النقد الدولية سوق رأس المال الدولية فيمايلي:

**1- سوق النقـد الدولية :**

**أ- مفهوم سوق النقد الدولية:**

هي المكان أو الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لآجال قصيرة ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل.[[31]](#footnote-32)(2)

وبالتالي فهذه السوق مختصة بالودائع المصرفية بالعملات الدولية القابلة للتحويل والتي يتم التعامل بها يوميا أو لفترة زمنية محددة قصيرة الأجل ويطلق على هذه السوق سوق القروض النقدية.[[32]](#footnote-33)(3)

ويعتبر سوق لندن وسوق نيويورك من أكبر أسواق العملات في العالم حيث يحتل سوق لندن مركزا رئيسيا لسوق اليورودولار, كما يعتبر مركزا رئيسيا لجميع العملات الأجنبية، ويتميز سوق لندن بعدة خصائص نذكر منها:

1. يتألف من عدد كبير من البنوك التجارية البريطانية والبنوك الأجنبية العاملة في بريطانيا بالإضافة إلى الوسطاء الذين يختصون في إجراء العمليات بين البنوك العاملة في داخل لندن فقط.
2. تتصل البنوك مع بعضها البعض ومع الوسطاء بأجهزة الهاتف والتلكس من خلال غرفة خاصة تتوفر على أجهزة اتصال مختلفة تربط البنك مع الوسطاء مباشرة حتى تسهل مهمة المتعاملين.
3. لا تتعامل جميع البنوك العاملة في لندن بشكل دائم بالعملات الأجنبية لذلك نجد بعضها لا يحتفظ بغرفة خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية وتقوم مثل هذه البنوك بشراء احتياجاتها من العملات الأجنبية وبيع الفائض لديها عن طريق البنوك التي تتعامل معا.
4. بموجب نظم سوق لندن فإن البنوك العاملة في السوق لا تشتري وتبيع العملات من بعضها مباشرة بل يتم ذلك من خلال الوسطاء.
5. أما بالنسبة لتعامل بنوك السوق مع البنوك الخارجية وعملائها في الخارج فإن ذلك لا يتم من خلال الوسطاء بل عن طريق الاتصال المباشر بين هذه البنوك وعملائها.[[33]](#footnote-34)(1)

**ب-مزايا سوق القد الدولية:** تتمثل هذه المزايا فيمايلي:

* 1. من الممكن طلب قروض قصيرة الأجل من سوق النقد الدولي (الأوروبي) على أساس أسعار فائدة ثابتة طول فترة القرض, أو طلب القروض المتوسطة أو طويلة الأجل ويطلق عليها اسم القروض ذات الفترات المتجددة حيث يتم الاتفاق على سعر فائدة غير ثابت طول فترة القرض، ويتحدد لفترات زمنية قصيرة، وذلك بتجزئة فترة القرض إلى فترات كل 3 أشهر, 6 أشهر..., بحيث يبقى سعر الفائدة ثابتا طول هذه الأشهر، ثم يتغير بعدها لفترة تالية. وهكذا يتحمل المدين أعباء ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة وهذه الطريقة لتحديد أسعار الفائدة تسهل على الدائن (المقرض) عملية إعادة التمويل.
  2. تتحدد القيمة الإجمالية للقرض والتي تفوق مبلغ نصف مليون دولار عند توقيع العقد كما تتحدد قيمة الأقساط واجبة الدفع في أوقات معينة، ومن الممكن الاتفاق على أن تبقى الطلبات غير محددة, حيث يحق للمدين طلب أي مبلغ متى يشاء، بشرط أن لا يتجاوز حد معين, وفي حالة احتياج المدين إلى موارد مالية إضافية فإن المقرض يتعهد بتقديم الدعم والمساندة المالية على شكل قروض إضافية للمقترض.
  3. تعتبر القروض في أسواق النقد الدولية ذات أهمية كبيرة بالنسبة للشركات والمؤسسات الكبرى في توفير احتياجاتها من الأموال الطائلة لتمويل المشاريع الكبرى وفي الغالب لا تطلب ضمانات على القروض الممنوحة للمتعاملين في هذه السوق، ذلك أن المتعاملين هم عادة المصارف الكبرى، والشركات العالمية، وشركات التأمين واسعة الانتشار في العالم, والمصارف المركزية والحكومات والمؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.
  4. تمتاز هذه الأسواق بأنها غير خاضعة لأي سلطة نقدية محلية كانت أو دولية.
  5. يعتبر عامل الثقة الائتمانية هو أساس التعامل في مثل هذه الأسواق لذلك نجد الأطراف المتعاملة فيها تحاول بشتى الطرق الحفاظ على السمعة الدولية, وذلك بتطبيق شروط العقود المتفق عليها, ولهذا السبب فإن أغلب المعاملات تتم عن طريق الهاتف أولا ثم يتبعها خطاب التأكيد.[[34]](#footnote-35)(1)

**ج- أقسام سوق النقد الدولية:**

ج-1-السوق الأولية: يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لآجال قصيرة وبأسعار فائدة تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال، ومتانة أو جدارة المقترض وشهرته وسمعته الدولية.

ج-2- السوق الثانوية: يجري فيها تداول الموجودات المالية القصيرة الأجل وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب لهذه الموجودات, فهذه السوق عبارة عن مجموع أنشطة المقرضين والمقترضين لآجال قصيرة, ويقوم الأفراد والمؤسسات بتغذية هذه السوق.

فالسوق الأولية تتيح للمقترضين الحصول على الأموال بينما السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة للمقترضين وبالتالي تشجعهم على إقراض أموالهم بمعدلات فوائد مقبولة.

**د- أهمية سوق النقد الدولية:** تعتبر ذات أهمية للأسباب التالية:

1/ تعتبر كمؤشر للعائد الممكن الحصول عليه من خلال توظيف أموال يشعر أصحابها بضرورة بقائها في حالة سيولة دائمة.

2/ تعطي دلالة حول كلفة الاقتراض للأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى تمويل قصير الأجل، وبالتالي حول سهولة أو صعوبة الاقتراض من السوق النقدية بشكل عام.

3/ تعتبر الأسواق النقدية مهمة في عمليات رسم وتوجيه السياسة المالية للدولة.

ويمكن أن تتضح أهمية السوق النقدية فيما يلي:

- من وجهة نظر المستثمر (المقرض): تعتبر هذه السوق مهمة من حيث عامل المخاطرة لكونها تقلل كثيرا من خطر خسارة المال، حيث تكون المخاطرة في النقود مصغرة إلى الحد الأدنى لأن الموجودات المستثمرة فيها لآجال قصيرة, وأي تغير في معدلات الفوائد لا يؤثر في أسعار هذه الموجودات بشكل جوهري لأن قيمة الإستحقاقات المضمونة لهذه الموجودات تكون قابلة للخصم لفترة قصيرة فقط.[[35]](#footnote-36)(2)ى وفي الغالب لا تطلب ضمانات على القروض الممنوحة للمتعاملين في هذه السوق، أموالرة القرض إل فية وتقو

- من وجهة نظر الاقتصاد القومي: إن وجود سوق نقدية فعالة يعني أن الموجودات المالية قصيرة الأجل يمكن تحويلها بسرعة إلى مبالغ نقدية سائلة تستخدم في إجراء عمليات الدفع.

- من وجهة نظر المصارف المركزية: إن وجود سوق نقدية نشطة يعتبر مؤشرا هاما ووسيلة أهم لزيادة أو تقليص احتياطي المصارف التجارية وبالتالي التأثير في معدلات الفوائد قصيرة الأجل مباشرة وفي معدلات الفوائد الطويلة الأجل بشكل غير مباشر عن طريق التعامل المباشر بالموجودات المالية طويلة الأجل.

- من وجهة نظر المقترض (الخزينة العامة, المصارف التجارية، بعض المؤسسات المالية غير المصرفية..) يُؤمن لهم سرعة الحصول على الأموال أما بالنسبة للمقرض (المصارف التجارية, المؤسسات المالية, الدولة, الحكومات الأجنبية, المصارف المركزية, بعض المستثمرين المحليين والأجانب) تؤمن لهم السوق النقدية إمكانية تحويل موجوداتهم إلى نقود سائلة.[[36]](#footnote-37)(1)

**ه- أدوات التعامل في سوق العملات الأجنبية:**

هناك عدة أدوات يتم استخدامها والتعامل بها في سوق العملات الأجنبية وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

ه-1- شهادات الإيداع: وهي عبارة عن وثيقة تشهد فيها الجهة المصدرة بأنه تم ايداع مبلغ معين وبفائدة معينة ولمدة معينة وهي تشبه الودائع لأجل إلا أن شهادات الإيداع تمتاز بقابليتها للتداول وبالتالي فهي تعتبر أصلا سائلا بالنسبة لحاملها وهي التزام قصير الأجل بالنسبة لمصدرها وتصدر شهادات الإيداع بفئات مختلفة قد تكون نمطية وقد تكون بفئات بناء على طلب مشتريها، وقد تكون هذه الشهادات اسمية أو تصدر لحاملها, وتمتاز هذه الأخيرة بسهولة تداولها, ومن الجدير بالذكر هو أن هذه الشهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية.

ه-2-القروض المجمعة: وهي قروض كبيرة يتم تأمينها نيابة عن المقترض من قبل مجموعة من البنوك ونظرا لكون هذا القرض كبيرا جدا فلا يستطيع المقترض الحصول عليه من بنك واحد إلا أن المقترض يفوض إحدى البنوك لإدارة هذا القرض وتجميعه وتوزيعه بين البنوك ويسمى هذا البنك المدير الرئيسي للقرض.

ويتم تسعير هذه القروض على أساس سعر فائدة أساسي مقوم وهامش معين فوق السعر الأساسي للفائدة قد يكون سعر الإقراض بين البنوك في لندن وهو الليبور (LIBOR).

أما الهامش فيعتمد على سمعة المقترض وملائته المالية ومركزه المالي والضمانات المقدمة وغيرها.[[37]](#footnote-38)(2)

ه-3- سندات الخزينة: وهي سندات تصدرها الحكومة لآجال تتراوح من 3 أشهر إلى سنة، ويوجد عملاء يوفرون لهذه السندات سوقا ثانوية مهمة تدعمها وتخلق بها نسبة سيولة عالية.

ه-4- قبولات المصارف الكبيرة: والقبول المصرفي هو سند مسحوب على مصرف من قبل عميل يكون غالبا مصدر أو بائع يطلب فيه من المصرف الدفع له أو لشخص ثالث مبلغ من المال محدد في المستقبل في موعد يحدد سلفا, والسند المقبول من قبل المصرف يمكن بيعه في السوق الثانويه أو الاحتفاظ به حتى موعد استحقاقه من قبل المصرف نفسه الذي قبله، ومن الملاحظ أن معظم هذه القبولات المصرفية تنتج عن عمليات التجارة الدولية.[[38]](#footnote-39)(2)

ه-5- الحوالات الخارجية: وهي عبارة عن أوامر دفع يصدرها بنك محلي وبناء على طلب عملائه يأمر فيها مراسليه بالدفع لأمر المستفيدين من هذه الحوالات وبالعملات القابلة للتحويل، وأيضا أوامر يتسلمها البنك المحلي من مراسليه في الخارج يطلبون من البنك المحلي بالدفع لمصلحة المستفيدين من هذه الحوالات بالعملة المحلية.

ه-6- الشيكات المصرفية بالعملات الأجنبية: وهي أوامر دفع يصدرها البنك المحلي بصفته الساحب يأمر فيها مراسليه بدفع مبلغ معين بالعملةفرع 5.فر الأجنبية لمصلحة المستفيد، ويفضل العملاء الشبكات المصرفية لسهولة اقتنائها ولقابليتها للتداول والتظهير أو التسليم إذا كانت لحاملها.

ومن الجدير بالذكر أن الساحب والمسحوب عليه في الشبكات المصرفية هي البنك المحلي والبنك المراسل وفي العادة يحتفظ البنك المحلي مع البنك المراسل بحساب بالعملة الأجنبية وذلك لتنفيذ أوامر الدفع.[[39]](#footnote-40)(3)

ه-7- الأوراق التجارية: وتعتبر من أقدم وسائل السوق النقدية القصيرة الأجل ومن وسائل التمويل الهامة في ميدان التجارة الخارجية والداخلية وتصدر هذه الأوراق عادة الشركات أو المؤسسات التي تتمتع بالملاءة المالية والسمعة التجارية الطيبة وغيرها لآجال أقصاها 270 يوم، ويتم شراؤها من قبل المصارف والشركات والمؤسسات غير المصرفية لما تتمتع به من أمان وسيولة.

والسوق الثانوية لهذه الأوراق تكون عادة ضعيفة وذلك نتيجة احتفاظ المستثمرين بها إلى موعد استحقاقها مما يعطي إمكانية حصول تذبذبات مهمة في أسعارها.[[40]](#footnote-41)(1)

**و- أسس وقواعد التعامل في سوق العملات:**

تقوم البنوك في أسواق العملات الأجنبية بإعطاء سعرين احداهما للشراء والآخر للبيع ويترك حرية للمتعامل باختيار اتجاه التعامليار لعملات الأجنبية بإعطاء سعرين احداهما للشراء والآخر حصولة تذبذبات هذه الأوراق تكون عادة ضعيفةلي مع البنك المراس الذي ير\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_غب به وهناك بعض البنوك تعطي سعرا واحدا فقط أي باتجاه واحد رغبة منهم في شراء أو بيع العملات الأجنبية.

وقبل تسمية الأسعار في السوق يقوم المتعاملون بدراسة المواضيع المتعلقة بالعملات الأجنبية وأسعارها وأسعار الإغلاق لهذه العملات.

واللغة المستعملة هي اللغة الإنجليزية وهناك قانون غير مكتوب في السوق ينص على أنه عندما يتم الاتفاق على سعر معين فإن هذا السعر يكون ملزما ولا يمكن التراجع عنه, ولتجنب الخسائر التي تنتج عن عمليات السوق فإنه يجب على المتعاملين أن يحرصوا على ما يلي:

1/ ضرورة إنهاء العملية والاتفاق على السعر بسرعة وبدون تباطؤ وذلك خشية من التذبذب المستمر للأسعا\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ر.

2/ أن يوسع المتعاملون الهامش بين سعري الشراء والبيع خاصة في أيام التذبذب الشديد في الأسعار.

3/ أن يظل المتعاملون في السوق على اتصال مستمر بتقلبات الأسعار وبكافة الظروف المحيطة في السوق.

4/ أن يقوم المتعاملون بإعطاء الأسعار للعلم فقط وعدم الالتزام بها إلا بعد التأكد من رغبة الطرف المقابل في إجراء عملية مؤكدة.

5/ إن قيام المتعاملين بإعطاء أسعار ملزمة لا يعني التزامهم بأية مبالغ تفرض عليهم إلا كانت تقل أو تزيد عن الحدود المتعارف عليها لكل عملية.

6/ لا يوجد حد أدنى للصفقة إلا من قبل بعض البنوك في لندن التي تعتبر مبلغ 100 ألف جنيه إسترليني هو الحد الأدنى. [[41]](#footnote-42)(1)

**2- سوق رأس المال الدولية :**

**أ- مفهومها:**

وهي السوق التي يقوم فيها المقرض بعرض قروض مالية طويلة الأجل مقابل الحصول على موجودات مالية يعرضها المقترضون، وبالتالي فإن نسبة العائد التي تحدد نتيجة العرض والطلب تعد أساسية من حيث كونها تحدد الطلب على هذه القروض وفي هذه السوق يجري شراء وبيع الموجودات المالية الطويلة الأجل باستحقاق يتجاوز السنة.[[42]](#footnote-43)(2)

وبالتالي فإن وظيفة هذه الأسواق هي تقديم رؤوس الأموال النقدية للمستثمرين حيث تقوم المصارف بتجميع الأموال عن طريق طرح السندات للاكتتاب العام.

**ب- مزايا سوق رأس المال الدولية:**

إن أهم ما تتميز به سوق رأس المال الدولية ما يلي:

1/ المتعاملون في هذه الأسواق هم الذين يتمتعون بالثقة الائتمانية من الدرجة الأولى مثل: الشركات الكبرى الخاصة والعامة، المؤسسات الدولية، حكومات الدول النامية المستقرة.

2/ إن هذه الأسواق غير خاضعة لأي قيود أو مراقبة تفرضها السلطات النقدية المحلية أو الدولية, ولهذا فإنها الأسواق الوحيدة التي تتحقق فيها شروط المنافسة الحرة بدرجة كبيرة نسبيا.

3/ قيمة القروض المطلوبة في هذه الأسواق قد تصل إلى 500 مليون دولار وفترات القروض تتراوح ما بين 5 إلى 15 سنة أما أسعار الفائدة فإنها تتحدد حسب درجة الثقة الائتمانية التي يوليها الدائن (المقرض) للمقترض.

4/ لقد ظن 5 إلى 15 سنة أما أسعار الفائدة فإنها تتحدد حسب درجة الثقة الائتمانية التي يوليها الدائن (المقرض) للمقترض. للإكتتاب العاهرت في العقد الثامن من هذا القرن أشكال وتقنيات جديدة للتمويل في مثل هذه الأسواق، فبالإضافة إلى عمليات التمويل بواسطة القروض، فقد أخذت سوق الأوراق المالية تزداد أهمية واتساعا, فالمقرض يفضل الحفاظ على السيولة العالية بهدف الاستثمار في كل مكان يحصل فيه على مردود أكبر, ولهذا فإنه يحاول عن طريق حصوله على الضمانات أن يجعل أمواله المستثمرة سريعة الحصول (الاسترداد) وقريبة منه, وذلك عن طريق استخدام الأوراق التجارية والسندات والكمبيالات التي يستطيع بيعها في أي وقت في هذه الأسواق.

5/ التطور الثاني الذي ظهر في هذه الأسواق هو شمولية وعالمية الأسواق المالية بحيث أصبح في الإمكان التعامل مع جميع الأسواق في العالم بصورة متواصلة طول ساعات اليوم الواحد باستخدام أحدث أجهزة الاتصال المتوفرة اليوم، ومما شجع هذه التطورات هو انفتاح الأسواق وإلغاء الحواجز والقيود المحلية التي تفرضها أحيانا السلطات النقدية.[[43]](#footnote-44)(1)

**ج- أهم التطورات التي حدثت في أسواق رأس المال الدولية:**

نذكر من هذه التطورات ما يلي:

ج-1- القروض الدائرية:والمقصود بها التسهيلات والإمكانيات المتوفرة لخلق مصادر تمويلية جديدة عن طريق عرض سندات (شهادات دين) قصيرة الأجل وبصورة مستمرة ودورية طوال السنة وتقوم المصارف التجارية بعرض هذه الشهادات (السندات) على صغار المستثمرين للاكتتاب بها واستثمار أموالهم فيها.

وفي مثل هذه الحالة يكون المصرف هو المسؤول عن توفير الأموال اللازمة (قيمة القروض المطلوبة), ويكون هو الضامن للمقترض، وذلك بإصدار خطاب ضمان يؤكد فيه التزامه بتوفير التسهيلات التمويلية وتستخدم في الغالب لتغطية عمليات إصدار سندات قصيرة الأجل.

ج-2- قروض العطاءات:وجدت هذه التسهيلات لخلق مصادر تمويلية جديدة وذلك عن طريق إصدار شهادات دين "مذكرة" قصيرة الأجل ويطلب من المصارف والمؤسسات المالية الأخرى تقديم عروضها (عطاءاتها)، بشأن شراء عدد معين من هذه المذكرات بسعر محدد عند إصدارها وتستخدم طريقة المزايدة السرية لشراء مثل هذه الأذونات، وخاصة أذونات الخزانة، وطريقة التمويل هذه فيها مخاطر يتحملها المدين (المقترض) ذلك لأنها غير مضمونة من قبل المصارف بواسطة خطاب الضمان المصرفي الذي يلتزم فيه المصرف بتوفير قيمة القروض.[[44]](#footnote-45)(1)

ج-3- تسهيلات الخيار التمويلية: تسمح تسهيلات الخيار للمدين باختيار أدوات وطرق تمويلية مختلفة تكون أكثر ملائمة ومناسبة لظروفه الخاصة بحيث توفر له مرونة عالية في التعامل مثل الأوراق التجارية الأوروبية, المذكرات الأوروبية، القروض المصرفية طويلة الأجل.

ج-4- الأوراق التجارية الأوروبية (الكمبيالات): إن شهادات الدين (الكمبيالات) هذه خاصة بالمتعاملين من الدرجة الأولى من حيث الثقة الائتمانية، وتعرض في الأسواق المالية الأوروبية وتمتاز بفترات قصيرة الأجل تتراوح ما بين يوم واحد و270 يوم.

ج-5- المقايضة بالعملات الأجنبية: تتم عملية المقايضة بالعملات الأجنبية بين طرفين (س) و(ص) وتعتمد أساسا على قدرات وعلاقات كل منهما في التعامل مع أسواق المال الدولية (البورصة).

وعلى افتراض أن (ص) بحاجة إلى قرض بالدولارات وأن (س) بحاجة إلى قرض بالماركات الألمانية، وكان بامكان (ص) طلب قرض من سوق الدولارات الخارجية بسعر فائدة قدره 11 % بينما باستطاعة (س) أن يحصل على القرض من نفس السوق بسعر فائدة قدره 10 % نظرا لعلاقاته الوطيدة مع المتعاملين في السوق المالية الخارجية.

وعلى افتراض أنه بمقدور الطرفين طلب القروض من سوق الماركات المحلية بسعر فائدة قدرة، وكان بامكان (ص) طلب قرض من سوق الدولارات الخارجية بسه 8 % بالنسبة (ص) و8.5 % بالنسبة (س)، فإن من الأفضل أن يطلب (س) القرض بالدولارات من السوق الخارجية بسعر فائدة 10 %, ويطلب الطرف (ص) القرض بالماركات من السوق المحلية بسعر فائدة 8 %, ويتعهد كل طرف أن يتبادل أو يتقايض بالعملات مع الطرف الآخر بشرط أن يدفع كل طرف ما عليه من أسعار الفائدة وكذلك تسديد قيمة القرض والفوائد حسب الشروط المتفق عليها.

وعلى هذا الأساس يحصل الطرف (ص) على توفير في أسعار الفائدة بنسبة 1 % ويحصل الطرف (س) على توفير في سعر الفائدة بسعر 0.5 % وذلك في حالة عدم وجود اتفاق آخر لتوزيع الأرباح بين الطرفين علما بأن كل الشروط الخاصة بعملية المقايضة توثق على أساس سعر الفائدة الحاضر (الحالي).

أما المشاكل المتعلقة بعملية المقايضة فإنها تنبع في حالة عدم تمكن أحد الطرفين من تنفيذ الالتزامات في مواعيدها المتفق عليها, مما يؤدي إلى تورط الطرف الآخر في مصاعب مالية تؤدي إلى انعدام الثقة الائتمانية به في الأسواق المالية الدولية.[[45]](#footnote-46)(1)

**د- أقسام أسواق رأس المال الدولية:**

تنقسم إلى عدة أسواق وهي:

د-1- الأسواق الحاضرة: تتم فيها المعاملات بصورة فورية حيث تتم عملية الاستلام والتسليم فور إتمام الصفقة.

د-2- الأسواق الآجلة: تتم فيها المعاملات من خلال العقود والاتفاقيات حيث يتم تنفيذ الصفقات في أوقات لاحقة لإبرام العقود والاتفاقيات، أي يوجد بعد زمني بين عملية الإبرام أو الاتفاق وعملية التنفيذ.

د-3- الأسواق المنظمة: ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية.

د-4- الأسواق غير المنظمة: وفيها تتداول الأوراق المالية من خلال المصارف التجارية وبيوت السمسرة.

د-5- أسواق رأس المال الحكومية: وفيها يقتصر التعامل على أوراق معينة تصدرها الحكومة من خلال المصرف المركزي أو وزارة المالية.

د-6- السوق الأولية (سوق الإصدار): وتمثل السوق التي يتم فيها الاكتتاب الأولي للأوراق المالية حيث تتيح فرصا متعددة من الأوراق المالية والتي تمثل بدورها أشكالا مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، ومن ناحية أخرى فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصا للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو وهذه السوق تخلقها أو تصنعها مؤسسات متخصصة تعرض فيها للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية عادة يطلق عليها المتعهد أو مصرف الاستثمار أو وجهة الاكتتاب.

د-7- السوق الثانوية (سوق التداول): وتمثل السوق التي يتم فياه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها والاكتتاب فيها في السوق الأولية, وبالتالي فإنها توفر السّيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية للشركات والمؤسسات حيث يمكنهم تحويلها إلى نقدية بسهولة نسبية.

**ه- أهم شروط سوق المال:**

وجود تدفق مستمر للأموال تبحث عن الاستثمار وفي نفس الوقت وجود مؤسسات مالية قادرة على امتصاص هذه الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر ربحا وأمانا التي تتيحها وجود مثل هذه السوق.

وهذه المؤسسات المالية يجب أن تتمتع بالخبرة الكافية في التعامل بالموجودات المالية مما يؤهلها للحصول على ثقة المستثمرين, وبالتالي تتيح لها تسويق خدماتها بسهولة وفعالية, وبحيث تعتمد على وجود عرض مستمر من الأموال التي يرغب أصحابها في استثمارها لآجال طويلة, يتم بعدها إيصال هذه الأموال إلى مقترضين ممتازين بحاجة إليها, ويتم كل ذلك عبر ميكانيكية تختلف من مؤسسة لأخرى ومن بلد لآخر.[[46]](#footnote-47)(1)

والمخطط الموالي يوضح أنواع أسواق العملات الدولية بنوعيها السوق النقدية الدولية وسوق رأس المال الدولية.

**شكل رقم (21) : أنواع أسواق العملات الدولية**

أسواق النقد والمال الدولية

سوق النقد الدولية

سوق رأس المال الدولية

سوق الحصول على الأموال وتداول الموجودات المالية لفترة قصيرة الأجل

سوق أولية

سوق ثانوية

سوق الأوراق المالية الدولية

سوق حاضرة

سوق آجلة

سوق يجري فيها بيع وشراء الموجودات المالية طويلة الأجل

سوق منظمة (البورصة)

سوق غير منظمة (تداول من خلال المصارف وبيوت السمسرة)

سوق رأس المال الحكومية أوراق مالية تصدرها الحكومة (البنك المركزي – وزارة المالية)

السوق الأولي

السوق الثانوي

**المصدر:** صلاح الدين حسين القيسي, مرجع سبق ذكره، ص: 77.

**المبحث السادس : نظام الأوفشور**

إن نظام الأوفشور أو ما شاعت تسميته بالتسهيلات المصرفية لا يخلو عن كونه عبارة عن مراكز مالية مبتكرة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية وهي منتشرة في أنحاء العالم.

وحتى نتمكن من إعطاء مفهوم شامل لنظام الأوفشور سوف نتطرق في هذا المبحث لتعريف وتطور نظام الأوفشور.وأهداف نظام الأوفشور وأهم أسواقه.إيجابيات وسلبيات نظام الأوفشور.

**1- تعريف نظام الأوفشور وتطوره :**

**أ- تعريف نظام الأوفشور:**

تعد بنوك الأوفشور أحد أوجه العولمة كما هو معروف هي الجزء الأكثر تطورا في النظام الرأسمالي, وبنوك الأوفشور هي مؤسسات مالية وسيطة عبر الحدود تقدم خدماتها لغير المقيمين, هذا لا يعني أن إنشاء مثل هذه البنوك يجب أن يكون على الحدود بين دولتين أو أكثر, فهناك بنوك أوفشور في داخل البلد مثل التسهيلات المصرفية الدولية في الولايات المتحدة الأمريكية, وسوق الأوفشور في اليابان والتسهيلات المصرفية الدولية في بانكوك ومركز الأوفشور الدولي في لبوان وماليزيا.

ويعرف قاموس اكسفورد للتمويل والبنوك, بنوك الأوفشور بأنها ممارسة تقديم الخدمات المالية في مواقع تجذب الزبائن غير المقيمين إليها نتيجة انخفاض الضرائب, هذا يعني أن الفرق الأساسي بين البنوك التقليدية وبنوك الأوفشور هو أن خدمات الأخيرة هي عادة لا تكون لمواطني البلد الذي تعمل فيه.

**ب- تطور نظام الأوفشور:**

ظهرت بنوك الأوفشور نتيجة التشريعات المالية المصرفية الصارمة خلال فترة الستينات والسبعينات من القرن الماضي في الدول الصناعية مثل متطلبات الاحتياطي القانوني وتحديد معدلات الفائدة وفرض قيود على التعامل ببعض المنتجات المالية, والرقابة على رأس المال, وإجراءات الإفصاح المالي, وتعتبر الإجراءات الصارمة هذه السبب الأساسي لظهور وتطور بنوك الأوفشور.[[47]](#footnote-48)(1)

فإثر الإعلان عن هذا النظام الجديد قامت المصارف الأمريكية والمؤسسات المالية التابعة لها بإقامة مثل هذه المناطق الحرة (أسواق العملات) في أنحاء مختلفة من العالم, وخاصة في أوروبا وفي الشرقين الأوسط والأقصى و لعل أكثر هذه المراكز نشاطا هي تلك التي أنشأت في جزر الكاريبي والبحرين.

وأشارت التقديرات إلى أن حجم عملياتها يبلغ نحو 1500 مليار دولار سنويا والجدير بالملاحظة أن أهم مصادر تمويل نظام الأوفشور هي أسواق العملات الدولية, وبالدرجة الأولى سوق اليورو دولار وخصوصا بعد زيادة العائدات النفطية عام 1974-1975 وعام 1979 ونشوء ما سمي بالدولارات النفطية والتي تمثل هي الأخرى نوعا آخرا من الدولارات التي تقع خارج دائرة التأثير الفعلي للولايات المتحدة الأمريكية.[[48]](#footnote-49)(1)

وتجدر الإشارة إلى أنه بعد عام 1996 حصلت هناك زيادة كبيرة في التعامل بالحسابات المصرفية بغير الدولار, مما شجع على التوسع في إنشاء بنوك الأوفشور.

أما في ما يتعلق بظهور بنوك الأوفشور في قارة آسيا فقد بدأت نشاطاتها بعد عام 1968, عندما انطلقت في سنغافورة سوق الدولار الآسيوي, وإصدار الوحدات النقدية الآسيوية, وقد تم إنشاء سوق الدولار الآسيوي ليكون بديلا لسوق لندن لليورو دولار للاستثمار في الفائض النفطي في كل من اندونيسيا وماليزيا.

أما في أوروبا فكانت البداية من خلال جذب المستثمرين إلى لوكسمبورغ من ألمانيا وفرنسا وبلجيكا في بداية السبعينات في القرن الماضي نتيجة انخفاض الضرائب على الدخول, والعمل بقاعدة السرية المصرفية, ونتيجة لذلك ارتفعت قيمة الأصول لهؤلاء المستثمرين بمعدل 8% سنويا للفترة من 1987-1997, أما في الشرق الأوسط فكانت البداية في دولة البحرين لتلعب دور مركز التحصيل للفائض للمنطقة خلال منتصف السبعينات بعد إصدار التشريعات المصرفية المناسبة وتقديم التسهيلات الضريبة التي قادت إلى إنشاء بنوك الأوفشور, وفي الوقت الحاضر هناك ما يزيد على 500 بنك اوفشور منتشرة في مختلف أنحاء العالم.[[49]](#footnote-50)(2)

**ج- الرقابة على أعمال بنوك الأوفشور:**

إن الحرية المتاحة لبنوك الأوفشور لا تعني أنها تعمل بحرية مطلقة دون رقابة على نشاطاتها, ففي عام 1975 كانت هناك أول محاولة للتقتيش والرقابة على عمل الأنشطة الدولية للبنوك بموجب اتفاقية بازل, وفي عام 1992 تم إصدار ما يسمى بالحد الأدنى للمعايير للرقابة على المجموعات المصرفية الدولية ومؤسسات عبر الحدود (الأوفشور) التابعة لها من قبل لجنة بازل, وفي عام 1996 صدر تقرير أطلق عليه تقرير 1996 حول الرقابة على الأنشطة المصرفية عبر الحدود تمت المصادقة عليه من قبل مراقبي البنوك من140 دولة, حيث تم تشكيل مجموعة عمل تضمنت أعضاء لجنة بازل ومجموعة مراقبي البنوك حيث قاموا بإعداد التقرير المذكور والذي تضمن 29 توصية تعالج العديد من المشاكل العلمية المرتبطة بتنظيم عمل بنوك الأوفشور, وتم تقسيم التقرير إلى قسمين:

القسم الأول: ركز على الوسائل التي يتمكن من خلالها مشرفو البلد المعين الحصول على المعلومات التي يحتاجونها للقيام بالرقابة الفعالة على نشاطات بنوك الأوفشور.

القسم الثاني: ركز على الحاجة إلى القيام بالرقابة الفعالة على جميع العمليات المصرفية لبنوك الأوفشور.[[50]](#footnote-51)(1)

**2- أهداف نظام الأوفشور وأهم أسواقه :**

**أ- أهداف نظام الأوفشور:**

تهدف بالدرجة الأولى إلى استعادة جزء من الدولارات الأمريكية المتسربة إلى الخارج وإعادة توطينها داخل الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق إعفاء البعض منها من الضرائب والقيود في حالة بقائها ضمن المناطق المالية الحرة، لكن الهدف الخفي من وراء هذه الخطوة أو النظام الجديد هو إحكام الهيمنة الأمريكية على النظام النقدي العالمي، عن طريق إخضاع الدولارات التي تجوب أنحاء العالم إلى سيطرتها وتوجيهها وفقا للسياسات التي تؤمن المصالح الأمريكية، وربما أحيانا إشاعة حالات الارتباك والفوضى في الأسواق المالية والعالمية، وتهديد الأنظمة الأوروبية الحليفة.[[51]](#footnote-52)(2)

**ب- أهم أسواق الأوفشور**:

ب-1- سوق اليورودولار: يعتبر جزءا هاما من أسواق الأوفشور والتي تعتبر مراكز مالية عالمية توجد في أماكن عديدة لا تخضع لقوانين أي بلد وليست مجبرة للخضوع لأية قوانين حكومية.

**ب-2- جزر البهامس**: أصدرت السلطات النقدية نوعين من التراخيص يدعى الأول العمل المباشر وهذا النوع يتطلب تواجد فعلي للوحدات.

والثاني يدعى العمل غير المباشر وهو لا يتطلب تواجد فعلي للوحدة في جزر البهامس، ولكن تم التسجيل فقط لدى الشركات النقدية بموجب بعض السندات.[[52]](#footnote-53)(3)

هذا بالإضافة إلى المراكز المالية الموجودة في سنغافورة والبحرين التي تم الحديث عنها في الفرع (ب).

بالإضافة إلى أسواق أخرى توجد بكل من لوكسمبورغ، قبرص، كيمان ...إلخ.

**3- ايجابيات وسلبيات نظام الأوفشور :**

**أ- الإيجابيات:**

بشكل عام يمكن القول أن من المبررات الأساسية التي تدفع الدول إلى الموافقة على إنشاء بنوك الأوفشور هو حرية الدخول إلى أسواق رأس المال الدولية.

- جذب المهارات والخبرات الأجنبية المطلوبة.

- إدخال عنصر المنافسة الجديدة إلى النظام المالي المحلي ولو انها تساعد في نفس الوقت على توفير الحماية للمؤسسات المحلية.

- بعض الدول تطمح إلى تحقيق الاستفادة من الأنشطة المربحة التي يتم تمويلها من قبل بنوك الأوفشور وخلق فرص عمل جديدة لأبناء البلد.

وتشرك جميع بنوك الأوفشور بوجود العناصر التالية:

1. انخفاض الضرائب أو عدم وجودها.
2. الخدمات المقدمة هي بشكل أساسي للزبائن من غير المقيمين.
3. هناك شرط توفر وسائل الاتصال المتقدمة والخدمات المصرفية المتطورة.
4. نظام قانوني يدعم المحافظة على السرية المصرفية.
5. درجة عالية من الاستقرار السياسي, فلا يوجد هناك مستثمر يرغب بالاستثمار في عملة بلد لا يستطيع توفير الحماية والأمان لعملته بما يضمن حقوق المستثمرين.
6. التركز في بلدان صغيرة ذات موارد طبيعية محدودة.

**ب- السلبيات:**

بالإضافة إلى وجود ايجابيات لبنوك الأوفشور توجد هناك سلبيات لها وتتمثل في:

1. إن بنوك الأوفشور تعمل على تزويد الأفراد والشركات بوسائل يمكن من خلالها تجنب دفع الضرائب بشكل متعمد، ومن المعروف أن دفع الضرائب يمثل التزام قانوني تجاه الدولة، وبالطبع فإن تقليص حجم الضرائب المدفوعة إلى الدولة سوف يؤدي إلى إضعاف قدرتها على تقديم المزيد من الخدمات.
2. إن خاصية سرية العمل المصرفي ومرونة القوانين والأنظمة التي تعمل بموجبها بنوك الأوفشور سوف تسمح بجذب المزيد من الأموال المتأتية من ممارسة نشاطات عالمية محرمة, فعلى سبيل المثال هناك تزايد ملحوظ في عدد هذا النوع من البنوك في انتجو وبربود (هي مراكز مالية للأوفشور) التي تشتهر بغسيل الأموال حسب ما ورد في أحد تقارير الحكومة الأمريكية في عام 1997، وقد ثبت ارتباط العديد من هذه البنوك مع بنوك أوفشور في روسيا وبلدان أخرى.
3. إن صفة الالتفاف على القوانين والأنظمة التي تعمل بموجبها بنوك الأوفشور جعلت من نشاطات وسمعة هذه البنوك موضع شك وتساؤل مستمر مما يقود البعض إلى الاعتقاد أنه سوف لا تكون هناك عملية انتشار وقبول واسع لهذه البنوك، كما هو الحال بالنسبة للبنوك الاعتيادية.

وفي دراسة لصندوق النقد الدولي عام 1999 قام بها كل من أريكو ومواسالي أشارت إلى تراجع دور بنوك الأوفشور بانخفاض قيمة الأصول بين الحدود، ورغم هذه النظرة التشاؤمية حول مستقبل بنوك الأوفشور هناك من يدافع عن بعض هذه البنوك باعتبارها أصبحت معروفة وتدار بشكل جيد مثل تلك الموجودة في سويسرا، لوكسمبورغ، البهاماس، سنغافورة، هونغ كونغ.[[53]](#footnote-54)(1)

ة جذب الزبا\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **الفصل الحادي عشر : المديونية الخارجية و الدول النامية**

**تمهيد :**

احتلت قضية المديونية الخارجية المستحقة على الدول النامية معظم الدراسات الاقتصادية الدولية خلال الثمانينات , و تعود بداية الديون الخارجية إلى نهاية الستينات و بداية السبعينات من القرن العشرين , إلا أن الأزمة لم تنفجر بعد خلال سنوات الستينات و السبعينات , و لم تشعر خلالها الدول المدينة بضيق الأزمة بسبب العوامل التالية :

-استقرار أسعار صرف العملات المختلفة

-الحصول على فائض نفطي كبير للدول المصدرة للنفط

-انخفاض أسعار الفائدة

-عدم حلول آجال استحقاق الديون.

لكن الديون بدأت تتجه نحو الأزمة عندما تغيرت الأوضاع الدولية بشكل كبير و ذلك لتوافر عوامل عديدة هي :

-انهيار أسعار الصرف الثابتة سنة 1973

-ارتفاع أسعار الطاقة بشكل كبير سنة 77و79/80

-حالة الركود التضخمي

-ارتفاع أسعار الفائدة الدولية في نهاية السبعينات و بداية الثمانينات من القرن العشرين , و بدأت العديد من الدول المدينة الكبرى تعلن توقفها عن دفع التزاماتها الخارجية بعد أن وصلت هذه الالتزامات إلى مستويات قياسية غير مسبوقة لا تستطيع الدول المدينة الوفاء بها مثل: المكسيك , الأرجنتين , البرازيل

. وقد كان هذا الإعلان بمثابة دق ناقوس الخطر لتحذير الدول الدائنة و المدينة و المؤسسات المالية الدولية من استمرار حالة المديونية بالشكل الراهن.

**المبحث الأول: أسباب المديونية الخارجية:**

هناك عوامل داخلية عديدة ساهمت في تأزم الوضعية بالنسبة للمديونية بالإضافة إلى عوامل خارجية و هي :

**1-الأسباب الداخلية للمديونية الخارجية :**

* 1. **تزايد الطلب الكلي و ضعف المدخرات الوطنية :**

اتبعت الدول النامية أنماطا للاتفاق المبنية على الزيادة في الاستهلاك الكلي من السلع و الخدمات بمعدلات تفوق كثيرا إمكانيات الإنتاج المحلي و هذا يشجع الواردات على حساب الصادرات, و لهذا عجزت الإدخارات المحققة محليا عن الوفاء بمتطلبات الاستثمار المستهدف, و نظرا لتبني الدول النامية لبرامج طموحة للنمو, و كان نتائج ذلك حدوث فجوة موارد مالية مما جعل هذه الدول تضطر إلى الاعتماد على القروض الخارجية لتغطية هذه الفجوة بالإضافة إلى عاملي انخفاض أسعار الفائدة و تراكم الفوائض المالية للدول المصدرة للنفط و بحث أصحاب هذه الفوائض عن فرص الاستثمار.

**1.2 سوء تسيير الدين الخارجي :**

لم يتوفر لمعظم الدول المدينة تصور واضح لكيفية إدارة و تسيير عملية الاقتراض الخارجي و تقييم جدارة الدول المدينة في تسديد الدين عند استحقاقه و لهذا فان التسيير الجيد للدين هو جزء أساسي من التسيير الاقتصادي الكلي السليم, و لذلك فان مسيري الدين الخارجي يجب أن تتوافر لديهم معلومات وافية عن حجم الدين و أسعار الفائدة و فترات التسديد و آجال الاستحقاق و كفاءة استخدام الدين و الإنتاجية المترتبة على هذا الاستخدام و حجم الاحتياطات الخارجية و أسعار الصرف و تطورات أسعار الفائدة و مصادر الإقراض الأخرى البديلة. و يشير تقرير البنك الدولي عن التنمية في سنة 1985 إلى أن هناك دراسة أجريت عن عشرين دولة نامية فيما يتعلق بتسيير الدين الخارجي, و قد خلصت هذه الدراسة إلى وجود أربعة بلدان فقط من عشرين دولة هي التي تقوم بتسيير ديونها بشكل جيد و منتظم, و عليه فان التسيير السيء للديون الخارجية في معظم الدول المدينة أدى إلى زيادة تأزم وضع الديون الخارجية لهذه البلدان .

**1.3 فشل السياسات الإنمائية :**

اتبعت معظم الدول النامية سياسات التنمية المعتمدة على الإحلال محل الواردات و لكن هذه السياسة لم تنجح في تحقيق الهدف المنشود و هو تخفيض الواردات ,و لكن الأمر أدى إلى إنتاج موجه للسوق المحلية و ليس للتصدير وتدهور حالة ميزان المدفوعات عوض تحسينه , و انخفاض الصادرات نظرا لسياسة الإحلال التي تقضي على المفاهيم المرتبطة بالمزايا النسبية في حين اتبعت دول جنوب شرق آسيا سياسات التنمية المعتمدة على التوجه نحو الخارج , و في ظل هذا الوضع الذي أدى إلى تزايد حجم و قيمة الواردات اكبر من حجم الصادرات , و كان الاتجاه الحتمي نحو الدين الخارجي لتمويل العجز المتزايد في ميزان المدفوعات .

**1.4 عدم وجود بيئة جاذبة لراس المال و هروبه نحو الخارج :**

أن البيئة الملائمة أو الجاذبة لراس المال تتمثل في توفر العوامل السياسية و التوجهات الاقتصادية و الاجتماعية,و كان من نتيجة عدم وجود هذه البيئة في البلدان النامية هي عزوف الاستثمارات الأجنبية عن إنشاء أو المشاركة في الإنشاء , و مع وجود عوامل أخرى سلبية مثل التسيب والفساد الإداري و البيروقراطية اتجهت رؤوس الأموال للخارج.

كما أن التجارب السالفة للحكومات المختلفة في هذه البلدان تؤثر في قرار أصحاب رؤوس الأموال, و أن السلوك مثل التأميم و المصادرة و الأخطار السياسية و الانقلابات العسكرية و تغيير نظام الحكم تؤدي بالضرورة الى تفاقم ظاهرة هروب رؤوس الأموال للخارج تجنبا لهذه الأخطار.

**2-العوامل الخارجية:**

**2-1- التبادل اللامتكافئ و تدهور شروط التبادل التجاري للدول النامية**:

تخصصت الدول النامية في قطاعات إنتاجية أو صناعية غير رائدة و اقل مردودية معتمدة على تكنولوجيا ضعيفة، كما تخصصت أيضا في تصدير مواد أولية بأسعار لا تتحكم فيها و إنما يتحكم في سعرها العرض و الطلب عليهما في السوق في حين أن الدول المتقدمة تخصصت في قطاعات استراتيجية صناعية و زراعية ذات تكنولوجيا متطورة بالإضافة إلى تدهور شروط التبادل التجاري للدول النامية نتيجة لزيادة أسعار الواردات بمعدل اكبر من معدل تزايد أسعار الصادرات إلى تفاقم العجز الخارجي و اللجوء إلى تمويل هذا العجز عن طريق الاقتراض . فحصيلة صادرات الدول النامية تتميز بالتذبذب و ترتبط بظروف الاقتصاد العالمي و تميل أسعارها إلى الانخفاض في المدى الطويل , أما الواردات فإنها تتميز بكونها سلعا مصنعة و مواد غذائية تميل أسعارها إلى الارتفاع .

**2**-2-الأزمات النقدية الدولية **:**أن تطور سوق الاورو- دولار الذي تبوأ مكانة هامة في زيادة التمويل الدولي و بشكل واسع في ظل الحرية الخالية من القيود التي تفرضها السلطات النقدية في الدول قد أدى إلى تنافس البنوك الدولية في اقراض الدول النامية التي كانت ترغب في الحصول على قروض خارجية , بالإضافة إلى عجز ميزان المدفوعات الأمريكي , مع تهاطل الفوائض المالية للدول النفطية , كل هذا أدى إلى إقبال الدول المدينة و خاصة دول أمريكا اللاتينية على الاقتراض من هذه السوق مما زاد في تعقيد الأزمة مع بداية الثمانينات .

**2-3- طبيعة الديون المقترضة :**

يشير تقرير البنك الدولي عن التنمية سنة 1985 إلى أن نصيب القروض المعقودة باسعار فائدة معوضة بالنسبة لمجموع الديون الخارجية للدول النامية قد بلغ 42,7% من مجموع الديون سنة 1983 مقابل 16,2 سنة 1974 .

كما أن معظم الدول النامية قد لجأت إلى المصادر الخاصة للحصول على القروض و قد أدى إلى ارتفاع نسبة الديون الخاصة إلى مجموع الديون الخارجية لجميع الدول النامية إلى حوالي 70% سنة 1980 مقابل 5.9% سنة 1970 نظرا لسهولة عملية الاقتراض و قد أدى إلى تعقد مشكلة الديون الخارجية في بداية الثمانينات .

**2-4- ارتفاع أسعار النفط و أسعار الفائدة :**

يؤدي ارتفاع الأسعار إلى التأثير على أوضاع المديونية الخارجية للدول النامية في عدة نواحي منها

1.4.2 – تزداد مديونية الدول النامية غير المصدرة للنفط بسبب ارتفاع تكلفة استيراد البترول و بالتالي ترتفع تكلفة الواردات و بالتالي يزداد العجز الخارجي و ينتج عن ذلك لجوء هذه الدول إلى الاقتراض الخارجي و هو ما يزيد من حجم المديونية و تزداد معها اعباء المديونية

2.4.2 – بارتفاع أسعار النفط فان الدول المصدرة للنفط حصلت على فوائض مالية كبيرة و وظفت هذه الأموال في أسواق المال الدولية , و تنافست البنوك الدولية في إعادة تدوير هذه الفوائض من خلال إقراضها , و عملت على تسهيل إقراضها مما أدى إلى اعتماد هذه الدول على الاقتراض و هو ما يزيد من تفاقم وضعية المديونية الخارجية للبلدان النامية .

3.4.2- بارتفاع أسعار النفط ايضا ترتفع تكلفة الإنتاج في معظم دول العالم و هو ما يؤدي إلى حدوث ارتفاع أسعار جميع المنتجات مما يزيد من ارتفاع تكلفة الواردات للدول النامية و بهذا تستطيع الدول المتقدمة المعتمدة على النفط أن تنقل عبء ارتفاع أسعار النفط إلى الدول النامية المصدرة و المستوردة للنفط على حد سواء أن أسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة في السبعينات شجع العديد من الدول النامية إلى اللجوء للاقتراض الخارجي بشكل موسع , ولكن بعد هذا الانخفاض اتجهت أسعار الفائدة في الأسواق الدولية إلى الارتفاع الكبير منذ نهاية السبعينات بسبب ارتفاع معدلات التضخم مما أدى إلى زيادة أعباء الدين الخارجي بشكل كبير على عاتق الدول النامية المدينة التي عجزت عن تسديد ديونها المستحقة في بداية الثمانينات , و قد أشارت التقارير الدولية إلى أن متوسط سعر الفائدة الذي اقترضت به الدول النامية من المصادر الخاصة قد بلغ حسب سعر الليبور (Libor **)** حوالي 16.6% سنة 1981.

**المبحث الثاني : آثار المديونية الخارجية على الدول النامية**

1. **اثر المديونية على ارتفاع معدل خدمة الدين :**

أدت المديونية الخارجية للدول النامية إلى ارتفاع معدل خدمة الدين بشكل كبير و الذي يسمى مؤشر خدمة الدين بالنسبة للصادرات الذي يساوي نسبة مجموع الأقساط بالاضافة إلى مجموع الفوائد إلى مجموع صادرات الدولة المدينة .

مجموع الأقساط +مجموع الفوائد

معدل خدمة الدين = ـــــــــــــــــــ

مجموع حصيلة الصادرات

وكلما ارتفع هذا المعدل سيؤدي إلى أن معظم حصيلة النقد الأجنبي المحصل عليها من الصادرات ستوجه لتسديد اعباء الديون و خدمة الديون , و تظهر الاحصائيات العامة إلى تطور مدفوعات خدمة الديون في الدول النامية فهو يزداد بالضعف من 1980الى 1990 حسب ما يشير اليه الجدول الموالي الذي يوضح نسبة الدين العام الخارجي إلى الصادرات من السلع و الخدمات لبعض الدول العربية في الفترة الممتدة من 1980الى 1995 .

1. **اثر المديونية الخارجية على الاستيراد و اضعاف عملية التنمية :**

تحتاج الدول النامية في عملية التنمية إلى السلع الرأسمالية و الآلات و المعدات التي ليس لها القدرة على إنتاجها و كذا بعض المواد الغذائية الأساسية التي لا تستطيع إنتاجها , و هذا يتطلب منها استيرادها , و لكن الاستيراد و طالما انه موجه لتسديد الديون الخارجية سيكون نصيب التنمية ضعيفا نظرا لعدم قدرة الاقتصاد المحلي على توفير الأموال اللازمة لعملية التنمية و الاستيراد .

ويمكننا احتساب قدرة الاقتصاد المحلي على الاستيراد من خلال المعادلة التالية :

## ( D+P ) - (Xe + F )

Ci =

Pi

حيث أن : = Ci قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيراد

Xe = حصيلة الصادرات من السلع و الخدمات

F = تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد المحلي

Pi= سعر الوحدة من الواردات

P = تحويلات الأرباح و عوائد الاستثمارات الأجنبية الخاصة

D = مبالغ خدمة الديون الخارجية

و توضح المعادلة أن قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيراد تتأثر بعامل كبير و هو مبالغ خدمة الديون الخارجية التي تقلل من حصيلة الصادرات و تدفق رؤوس الأموال إلى الاقتصاد المحلي

3**- أثر المديونية الخارجية على ميزان المدفوعات:**

أحدثت المديونية الخارجية نزيفا في انتقال العملة الصعبة إلى تسديد الديون و خدمتها ووجدت هذه الدول نفسها تعيش حالة سيئة بين العجز و الاستدانة و استمرار العجز و تزايد الاعتماد على القروض الخارجية و في القرن الثامن عشر كانت حركة رؤوس الأموال تزيد عن حجم الصادرات و الأقساط و الأرباح للخارج و بالتالي تحسن ميزان المدفوعات، أما في القرن العشرين فإن تدفقات الموارد إلى البلاد المختلفة وصلت إلى درجة كبيرة في نموها، حيث أصبح ما تستنزفه من أرباح و موارد يفوق كثيرا حجم ما ينفق، و بالتالي إحداث العجز في موازين المدفوعات

أما أثر المديونية على التضخم فكان في عدة اتجاهات:

\* عند دخول القروض الأجنبية للدولة المدينة يقابله زيادة في عرض النقود في تلك الدولة و بالتالي ينتج عن تنفيذ المشروعات الممولة عن طريق الاقتراض الخارجي زيادة في الكتلة النقدية , و هذا بامكانه أن يؤدي إلى بروز تيارات تضخمية خلافا لو كان الأمر بالتمويل المحلي للمشروعات الصادر من المدخرات المحلية كما أن تسديد أقساط الدين له تأثير على ارتفاع الأسعار و خاصة إذا كانت صادرات الدولة المدينة تستهلك محليا , و تزايد أعباء الديون تفرض على الدولة المدينة زيادة الصادرات و هو الأمر الذي يدفع إلى انخفاض عرض السلع محليا مما يزيد في ارتفاع أسعارها .

\* زيادة أعباء الدين تؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية و إضعاف القدرة على زيادة التصدير مما يؤدي إلى اتجاه الأسعار نحو الارتفاع.

1. **اثر المديونية الخارجية على انخفاض الادخار المحلي و الاحتياطات الأجنبية :**

يؤثر تفاقم المديونية الخارجية و زيادتها على الادخارات المحلية في البلدان المدينة , و تعمل على اضعافها , و في المقابل تعمل على تشجيع الاستهلاك المحلي , و هذا يعود الى ان قادة البلدان المدينة ينظرون إلى أن التمويل الأجنبي يمكن أن يكون بديلا , و بالتالي لا تتمكن من تعبئة الادخار المحلي . كما ان اعباء الدين الخارجي اثرت بدورها على تكوين مدخرات محلية , كما تؤثر المديونية الخارجية على انخفاض الاحتياطات الأجنبية من العملة الصعبة اذ يعمل تسديد المديونية على استنزاف احتياطاتها من العملات الأجنبية لتسديد ديونها و اعبائها .

**المبحث الثالث : الحلول المقترحة لأزمة المديونية .**

1. **إعادة جدولة الديون**:

يقصد بها لجوء الدولة المدينة إلى الدائنين بهدف الرغبة في الدخول في مفاوضات للاتفاق على تأجيل سداد ديونها والهدف منها إعطاء الدولة المدينة وقت يسمح لها بتحسين حالة ميزان مدفوعاتها و نميز بين حالتين لاعادة الجدولة :

* 1. **اللجوء الإرادي إلى إعادة الجدولة:** وهي الحالة التي تلجا فيها الدولة المدينة إلى إعادة جدولة ديونها و تكون الدولة في موقف قوة خلال طلبها مع الدائنين 2.1**- اللجوء الإجباري إلى إعادة الجدولة**: و هي الحالة التي تكون فيها الدولة المدينة في مركز ضعف أثناء طلبها مما يؤدي إلى فرض شروط قياسية عليها تكون مضطرة لقبولها من طرف الدائنين, و هي الحالة التي مرت بها الجزائر سنة 93-94 عندما وصل معدل خدمة الدين اكثر من 80 %

**2-شروط إعادة جدولة الديون**

1 -عدم قدرة الدولة المدينة على تسديد استحقاقات الديون

2 -لا تشمل إعادة جدولة الديون سوى القروض المقدمة من الجهات الرسمية للدول الدائنة.

3 -تعيد جدولة ما بين 85 % إلى 90% من الديون المستحقة في الفترة المحددة بفترة سماح خمس (5) سنوات

4-تحمل الدول المدينة بالفوائد الناجمة عن التأخير على الأقساط المؤجلة .

1. التزام الدول المدينة بتنفيذ سياسات وتوجيهات تتعلق بالجوانب الاقتصادية و الاجتماعية و مطالب صندوق النقد الدولي التي عليها تنفيذها و المتمثلة فيما يلي :

أ-العمل على تخفيض القيمة الخارجية للعملة الوطنية

ب-تحرير الأسعار العامة

ج-تحرير التجارة الخارجية

د-رفع الرقابة عن الأسعار المحلية

هـ رفع الدعم عن المواد الضرورية و تجميد الأجور

و- رفع أسعار الفائدة المدينة للحث على الادخار و الاستثمار لرفع نمو الناتج المحلي على المدى الطويل

**3-إعادة التمويل :**

تعتبر إعادة التمويل الأداة المفضلة من طرف المؤسسات التي تستعمل بصفة مستمرة في نطاق تسيير الخزينة و بهدف تحصيل المدين على شروط تمويل جديدة افضل من شروط الديون القديمة

و مصطلح) (Reprofilage يعني التعبير الذي يصف نتيجة معينة و هي تغيير تشكيلة الديون و مواعيد استحقاقات التسديد مما يؤدي إلى تخفيض خدمة الديون المسددة سنويا .

فإذا كان حجم الديون كبيرا و مدته طويلة فان خدمة الديون المدفوعة سنويا تكون متوسطة أو ضعيفة أي بتعويض الديون المستحقة التسديد على المدى القصير بديون أخرى تستحق التسديد على المدى المتوسط و الطويل , و يؤدي ذلك إلى تمديد مدتها و تخفيض عبء المديونية على موارد التصدير.

**4--التسهيلة المالية** :

هو تركيب تسهيلة مالية بهدف تغطية استحقاقات المبلغ الأساس لجزء من الديون المصرفية المستحقة و ينقسم المبلغ الإجمالي للتسهيلة إلى قسمين :

القسم 1-يوجه لاعادة تمويل مبلغ الأساس للديون القابلة لإعادة التمويل و التي مدتها الأصلية تساوي على الأقل سنتان (02)

القسم 2-يخصص لاعادة تمويل الديون التي مدتها الأصلية بين 12 و 24 شهرا

بالنسبة للتكاليف المالية المرتبطة بالتسهيلة الموجهة لإعادة تمويل جزء من المبلغ الأساسي من الديون الخاصة , فإنها تتمثل في معدل الفائدة الجديد و العمولات المختلفة إضافة إلى تكاليف أخرى مرتبطة بتحقيق العملية نفسها و المتمثلة في تنقلات المفاوضين و مصاريف المحامين و مصاريف المكتب المستشار ....إلخ.

**5-أساليب أخرى**

تعمل هذه الأساليب على تخفيض عبء الدين الخارجي و تتمثل فيما يلي :

**1.5–عمليات تحويل الديون Debt swapping :**

تتم عمليات تحويل الدين عادة بالنسبة للمستثمرين و المقيمين و غير المقيمين و الذين يحتفظون بعملات أجنبية في الخارج

فمثلا عندما تكون دولة مدينة لأحد المصارف أو أي جهات مقرضة، فإنه يمكن لهذه الجهات الدائنة أن تبيع هذا الدين لطرف ثالث و ذلك بمنحه خصما معينا على هذا الدين، و يحصل الطرف الثالث بعد شرائه للدين على عملة محلية بقيمة هذا الدين ، و بسعر الصرف السائد بين العملتين أي العملة المحلية و العملة التي تم بها تقييم الدين .

و لهذا فإن نظام تحويل الدين يستفيد منه كل من الدائن و المدين و الطرف الثالث , فالدولة المدينة يمكنها خفض رصيد الدين الخارجي مع توفير الجو المناسب لعودة رؤوس الأموال الوطنية .

أما الجهة الدائنة فإنها تسترد دينا منقوصا بنسبة الخصم بشكل مضمون أفضل من أن توضع ديونها في بند الديون المشكوك في تحصيلها .

أما الطرف الثالث و هو الذي قام بشراء الدين و تحويله بالعملة المحلية فإنه يكون قد استفاد من نسبة الخصم المقررة على الدين .

أما سلبيات هذا النظام هي مشاكل زيادة التوسع النقدي أو الاقتراض الداخلي مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم .

5. **2-مبادلات الدين بأسهم: debt-Equity-Swap**

و تتمثل في إمكانية تحويل الدين الخارجي لاحد الجهات الدائنة إلى حقوق ملكية من خلال إمتلاك الدائن لحصص من أسهم رأس مال المؤسسات أو الشركات الوطنية و يوفر هذا الأسلوب للمستثمر الأجنبي أداة لامتلاك أصول في الدول المدينة ، فإذا استطاع أحد المستثمرين شراء سندات من دين مقومة بالعملة الأجنبية من أسواق المال الدولية ، وكانت هذه السندات مثلا مصدرة من الجزائر فإنه يمكن بهذه الطريقة تخفيض الدين الخارجي بقيمة هذه المستندات عن طريق قيام الجزائر بشراء هذه السندات من المستثمر الأجنبي مقابل الدفع بالعملة المحلية ،و يطلق على هذه العملية برسملة الديون dept capitatization إشارة إلى تحويل الديون إلى مساهمات في راس مال هذه الدول الشركات .

و هناك عقبات و مشاكل تواجه هذه الطريقة كآداة لتخفيف مشكلة هذه الديون الخارجية و هي:

1. ضعف أسواق المال المحلية في عدد كبير من البلدان المدينة و هو ما يعيق إمكانية شراء أسهمها لإحدى الشركات .
2. القوانين و التشريعات لبعض الدول المدينة قد لا تسمح بامتلاك الأجانب لحصص في راس مال الشركات الوطنية , إذ أن معظم هذه الشركات هي شركات عمومية

ج - انعدام وجود المناخ السياسي و الاقتصادي الملائم لجذب الاستثمارات الاجنبية .

1. ضعف دور القطاع الخاص و تزايد تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي و قد تكون العملة مقومة باكبر من قيمتها الحقيقية و هو ما يضيع الخصم الذي حصل عليه المستثمر عند شرائه للدين .

هـ- وجود مشكلة خارجية ترتبط بقيام بعض الدائنين ببيع الديون الخارجية المستحقة على دولة مدينة مقابل خصم معين مع امتناع بنوك أخرى دائنة عن الاشتراك في هذه العملية , و يؤدي ذلك إلى وجود ظاهرة تسمى ب "الراكب المجاني " (Free Rider ) حيث تستفيد البنوك الدائنة و التي لم تشترك في عملية تخفيض الدين الاختياري من خلال تحسن المركز المالي للدولة المدينة و ارتفاع القيمة السوقية لدينه بعد ذلك دون أن يتحمل أية تكاليف

و - مشكلة القيم السوقية المناسبة للدين , حيث تعارض بعض البنوك الدائنة التسليم بالخسائر الكامنة في الخصم الذي يتم على القيمة التعاقدية للقرض و ذلك عند محاولة بيع الدين في سوق التداول .

**3.5-إعادة شراء الدين Debt-Buy Bak**

حسب هذا الأسلوب تقوم الدولة المدينة بشراء ديونها من البنوك التجارية و على الرغم من أن هذه الديون القائمة لم تستحق بعد الا أن الدولة المدينة قد ترغب في تخفيض رصيد الدين الخارجي و الاعباء المترتبة عليه عن طريق إعادة شراء أو سداد هذا الدين بالقيمة السوقية له و هي اقل من القيمة الاسمية للدين

و ما يواجه هذا الأسلوب من مشاكل عدم توافر الموارد التمويلية الكافية للدولة المدينة لشراء ديونها الخارجية غير انه يمكن أن يتاح هذا التمويل عن طريق مصادر أخرى بشروط ميسرة من حيث اعباء التسديد قد يمكن الدولة من إعادة شراء دينها و تخفيف أعبائها الخارجية , و يمكن للمؤسسات الدولية أن تساعد في هذه العملية بتوفير الموارد المالية اللازمة المسيرة لاعادة شراء الديون التجارية .

و الجدير بالذكر أن بعض الدول قد قامت باستخدام جزء من احتياطاتها الخارجية في إعادة شراء الديون التجارية ذات الأعباء الكبيرة , و استفادت من عملية الخصم الذي يتم على القيمة الاسمية أو القيمة التعاقدية للدين .

**4.5- توريق الدين (Securitization)**

وهي عملية تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية و تسمى الأدوات المالية التي تسمى في هذه التقنية بسندات التخارج, اذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول, و عادة ما تعكس القيمة السوقية للورقة أي قيمة التداول في السوق الثانوية مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة , و مقدار الخصم من القيمة التعاقدية قبل تحويله إلى ورقة مالية بالإضافة إلى المستويات النسبية لأسعار الفائدة السائدة على هذه الأوراق .

وهذا الأسلوب تواجهه مشكلة وهي كيفية تحديد القيمة السوقية للورقة المالية التي تكون اقل من القيمة التعاقدية لأصل الدين

و القيمة التعاقدية للدين هي القيمة الحالية للمدفوعات من ( الأقساط + الفوائد ) المبينة في العقد الأول بين الدائن و المدين على أساس افتراض أن هذه المدفوعات ستكون في الوقت المحدد لها , اما القيمة السوقية لهذا العقد فهي القيمة الحالية لتوقع السوق عن تيار المدفوعات الذي سيتم فعلا بمقتضى العقد و تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بأسلوب فني دقيق يأخذ في عين الاعتبار كافة التوقعات المتعلقة بالمركز المالي للدين اعتمادا على مؤشرات تقييم الجدارة الائتمانية .

و خلاصة القول أن أزمة تسيير الديون الخارجية قد شارك في صنعها و تأزيمها كافة الأطراف المدينة و الدائنة , و كان سلوك الطرفين يسير ليس لصالح حل الأزمة و لكن الأطراف كانوا شركاء غير حكماء و بالتالي فان كل منهما يتحمل مسؤوليته في حل الأزمة , و أن الموارد الإضافية المقدمة من الخارج للدول المدينة يجب أن تستخدم في رفع معدلات الاستثمار و زيادة الدخول و محاربة الأمية و الفقر و الأمراض , لا أن تستخدم في إعادة تسديد القروض السابقة و خاصة في الدول المثقلة بالديون و لا في المستوردات الاستهلاكية الكمالية .

**الخــاتمـة**

تعد الموضوعات التي سبقت الإشارة إليها من الموضوعات المسطرة في برنامج المالية الدولية,

و قد تم الإضافة إليها كمدخل للمالية الدولية فصول أخرى مثل مفهوم التمويل الدولي في الفصل الأول و تطور التمويل الدولي في الفصل الثاني, و أخيرا مصادر التمويل الدولي

أما باقي الفصول فقد تعرضنا إليها بإسهاب مثل ميزان المدفوعات و كل ما يتعلق به و أسواق سعر الصرف الأجنبي, و تقنيات التغطية الداخلية مثل إجراء المقاصة و المطابقة و التعجيل

و التأخير في تغطية المراكز المكشوفة و إصدار الفواتير بالعملة الأجنبية و إدارة الأصول و الخصوم , أما تقنيات التغطية الخارجية التي تمثلت في الاقتراض قصير الأجل و خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية و اللجوء لشركات تحصيل الديون و الحصول على ضمانات حكومية ثم انتقلنا إلى الأسواق المشتقة و هي عبارة عن أسواق مالية آجلة و التي تتمثل في أسواق الاختيارات التي تعتبر عقود قانونية غير ملزمة سواء لمشتري عقد خيار الشراء أو خيار البيع ثم أسواق العقود المستقبلية و هي عقود قانونية ملزمة و لكنها آجلة و استعمال نظام الهامش فيها و دور غرفة المقاصة و أسواق عقود المبادلة

و في الفصل الثامن كان لابد من الإشارة إلى تقنيات التسوية في المبادلات الدولية قصيرة الأجل

و هي الاعتماد المستندي و التحصيل المستندي , أما تمويل التجارة الخارجية بالتقنيات الطويلة

و المتوسطة الأجل فقد اشرنا إلى شراء مستندات التصدير أو ما يسمى بتمويل الصفقات الجزافية ثم شراء أو خصم الديون بالجمل وقرض Leasing و التأجير التمويلي و FACTORING المورد و قرض المشتري و القروض المشتركة . كل هذه التقنيات تخص تمويل التجارة الدولية

و عمليات التسوية أما الفصل العاشر فقد تولى مهمة توضيح أسواق العملات الدولية التي تتمثل

في أسواق اليورو و أسواق السندات الدولية و نظام الاوفشور.

و ختمنا هذه المطبوعة بدراسة المديونية الخارجية التي أثقلت كاهل الدول النامية و تعرضنا إلى أسبابها التي تلخصت في أسباب متعلقة بهذه الدول ذاتها و أسباب خارجية مفروضة عليها ثم آثارها على ارتفاع خدمة الدين و الاستيراد و التنمية و ميزان المدفوعات و ضعف الادخار المحلي و في الأخير اشرنا إلى الحلول المقترحة لازمة المديونية كإعادة جدولة الديون و إعادة التمويل و التسهيلات المالية و الأساليب الأخرى .

1. (1) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية, الدار الجامعية، مصر، 2003-2004, ص: 559. [↑](#footnote-ref-2)
2. (2) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003, ص: 53. [↑](#footnote-ref-3)
3. (3) المرجع السابق, ص: 53. [↑](#footnote-ref-4)
4. (4) موسى مطر شقيري-نوري موسى-ياسر المومني، المالية الدولية, دار الصفاء للنشر والتوزيع, عمان, ص: 111. [↑](#footnote-ref-5)
5. (1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 50. [↑](#footnote-ref-6)
6. (2) محمود سحنون، الاقتصاد النقدي المصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003, ص: 142. [↑](#footnote-ref-7)
7. (1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 19. [↑](#footnote-ref-8)
8. (1) المرجع السابق، ص: 61. [↑](#footnote-ref-9)
9. (1) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 590. [↑](#footnote-ref-10)
10. (2) مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ص: 177. [↑](#footnote-ref-11)
11. (1) بهاء الدين سعد, التمويل الدولي لمنظمات الأعمال الجزء (2)، 2002, ص: 234. نقلا عن:

    William F. Sharpe and Gordon J. Alexander, Investments, Forth Ed. Prentice-Hall, 1990 p 613 [↑](#footnote-ref-12)
12. (1) عندما يذكر مبلغ الإعتماد و كان مسبوقا بإحدى الكلمات التالية:circa-about-approximatrly-environ فهذا يعني حوالي أو زهاء,أما إذا اقترنت هذه الكلمات بكمية البضاعة أو بسعر الوحدة فإن ذلك يعني السماح بالزيادة أو بالنقصان في المبلغ أو الكمية أو السعر في حدود 10 بالمائة ,أما إذا سبقت مبلغ الاعتماد كلمة forفإنها تعني قيمة الاعتماد بالضبط دون زيادة أو نقصان. [↑](#footnote-ref-13)
13. (1) دافيد م. شيني، ترتيب ائتمانات للتصدير في منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، مجلة التمويل والتنمية, باريس, سبتمبر 1985, مجلد 22 رقم 3، ص: 35. [↑](#footnote-ref-14)
14. (1) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر, 2001، ص: 79. [↑](#footnote-ref-15)
15. (1) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية, مرجع سابق، ص ص: 91 – 92. [↑](#footnote-ref-16)
16. (1) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع, عمان, 2002, ص ص: 67 -68. [↑](#footnote-ref-17)
17. (2) زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 1999، ص: 274. [↑](#footnote-ref-18)
18. (3) هيثم صاحب عجام، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 104. [↑](#footnote-ref-19)
19. (1) زينب حسين عوض الله, مرجع سابق، ص: 275. [↑](#footnote-ref-20)
20. (1) وسام ملاك, الظواهر النقدية على المستوى الدولي, دار المنهل اللبناني، لبنان, ص: 526. [↑](#footnote-ref-21)
21. (1) عادل المهدي، التمويل الدولي، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر, 1993، ص: 122. [↑](#footnote-ref-22)
22. (1) عادل المهدي، مرجع سابق، ص: 124. [↑](#footnote-ref-23)
23. (2) هيثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص: 105. [↑](#footnote-ref-24)
24. (1) جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص: 68. [↑](#footnote-ref-25)
25. (1) هيثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص: 108. [↑](#footnote-ref-26)
26. (2) المرجع السابق ، ص: 108. [↑](#footnote-ref-27)
27. (1) المرجع السابق، ص: 109. [↑](#footnote-ref-28)
28. (2) المرجع السابق ، ص ص: 109-110. [↑](#footnote-ref-29)
29. (1) المرجع السابق، ص: 111. [↑](#footnote-ref-30)
30. (1) المرجع السابق، ص: 112. [↑](#footnote-ref-31)
31. (2) صلاح الدين حسن القيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة, 2003، ص: 71. [↑](#footnote-ref-32)
32. (3) هيثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص: 112. [↑](#footnote-ref-33)
33. (1) موسى سعيد مطر وآخرون، المالية الدولية، الدار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان 2003، ص: 34. [↑](#footnote-ref-34)
34. (1) هيثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص ص: 112-113. [↑](#footnote-ref-35)
35. (2) صلاح الدين حسين القيسي، مرجع سابق، ص: 71. [↑](#footnote-ref-36)
36. (1) المرجع السابق، ص: 72. [↑](#footnote-ref-37)
37. (2) موسى سعيد مطر وآخرون، مرجع سابق، ص: 33. [↑](#footnote-ref-38)
38. (1) صلاح الدين حسين القيسي، مرجع سابق، ص: 72. [↑](#footnote-ref-39)
39. (2) موسى سعيد مطر وآخرون، مرجع سابق، ص: 30. [↑](#footnote-ref-40)
40. (3) صلاح الدين حسين القيسي، مرجع سابق، ص: 73. [↑](#footnote-ref-41)
41. (1) موسى سعيد مطر وآخرون، مرجع سابق، ص: 35. [↑](#footnote-ref-42)
42. (2) صلاح الدين حسين القيسي، مرجع سابق، ص: 73. [↑](#footnote-ref-43)
43. (1) عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، مجدلاوي، الأردن, عمان, 1999، ص ص: 332 – 333. [↑](#footnote-ref-44)
44. (1) هيثم عجام، مرجع سابق، ص: 115. [↑](#footnote-ref-45)
45. (1) عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق، ص: 334–335. [↑](#footnote-ref-46)
46. (1) صلاح الدين حسن القيسي، مرجع سابق، ص: 74 -76. [↑](#footnote-ref-47)
47. (1) <http://WWW.albayan.co.ae/Albayan/2003/05/26/eqt/2htm>. [↑](#footnote-ref-48)
48. (1) عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق، ص: 337. [↑](#footnote-ref-49)
49. (2) http:// www.albayan.com. [↑](#footnote-ref-50)
50. (1) [http://www.albayan.com](http://WWW.albayan.com). [↑](#footnote-ref-51)
51. (2) عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق، ص: 336. [↑](#footnote-ref-52)
52. (3) جمال جوادان الجمل، مرجع سابق، ص: 71. [↑](#footnote-ref-53)
53. (1) <http://www.albayan.com>. [↑](#footnote-ref-54)