

مفهوم مصطلح "التمويل الدولي":

يشير مصطلح التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون المصطلح من كلمتين، تشير الأولى إلى ندرة المعروض من رأس المال، مقارنة بالمطلوب منه مما يؤدي إلى فجوة بين العرض والطلب على رأس المال، ويتطلب ذلك ضرورة سد هذه الفجوة. وبالتالي يهتم في مسألة انتقال رؤوس الأموال من حيث أماكن وفرتها (الوحدات الاقتصادية ذات الفائض النقدي) إلى حيث أماكن ندرتها (الوحدات الاقتصادية ذات العجز النقدي)، ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلى غير ذلك من مؤسسات الوساطة المالية، وذلك بغية الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال.

وتشير الكلمة الثانية إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه **دولياً**، ويعني ذلك أن تحرك رأس المال ينطوي على تجاوز الحدود السياسية لدول العالم. وقد شاع استخدامه بعد الحرب العالمية الثانية، حيث النظام الدولي الجديد الذي ساد بعد الحرب، ونشأت على أثره المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير.

ولكن ما هي خصوصية التمويل الدولي؟

يقضي العرف أن نستمر في الإشارة إلى موضوعه الكتاب وهي التمويل الدولي، إلا أنه في الواقع ليست كلمة "دولي" هي الخصوصية المقصودة! إذ لم يبق سوى بعض الحواجز أمام التجارة الدولية والتدفقات المالية، وبعض الأحداث المالية الهامة تترك تأثيرها بسرعة على العالم، وبالتالي فكل تمويل هو "دولي". وبالإضافة إلى كون أسواق المال المحلية مرتبطة ومندمجة دولياً، فإن المشكلة التي تعترض الشركات والأفراد في مختلف بقاع العالم تبدو متشابهة إلى حد كبير.

هناك مشكلات خاصة تنشأ من العلاقات بين الدول. وأغلب هذه المشكلات تعود إلى استخدام عملات مختلفة في دول مختلفة والحاجة إلى تبادل هذه العملات. وتحدد أسعار صرف العملات وفق ترتيبات متنوعة، ولذا فإن كلاً من الأسعار والترتيبات عرضة للتغير. وللتغيرات في أسعار الصرف بين العملات تأثيرات كبيرة على المبيعات، والأرباح ومستويات حياة الأفراد. وبالإضافة إلى تعقيدات أسعار الصرف، هناك مشكلات دولية خاصة تأتي من الفرص والمخاطر المرتبطة بالاقتراض والاستثمار عبر الحدود.

وفي تحليلنا لتحركات رؤوس الأموال ليس القصد هو انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل معدات وآلات مختلفة فذلك يدخل في مجال التجارة الدولية في السلع، ولكننا نقصد بهذه التحركات، بالدرجة الأولى، انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات إقراض واقتراض بين مختلف الأطراف الداخلة في التمويل الدولي.

إذا قام أحد رجال الأعمال السوريين أو إحدى الهيئات أو الحكومة السورية بطرح سندات للبيع في السوق المالية بلندن، وقامت المصارف والمؤسسات والمواطنين الإنكليز بشراء هذه السندات، فإن ذلك يعتبر انتقالاً لرأس المال على المستوى الدولي، ويخلق ذلك بطبيعة الحال حقوقاً لمن قام بشراء السندات والتزامات أجنبية لمن قام بطرح

السندات للبيع. وعند استخدام حصيلة بيع السندات لدفع فاتورة الواردات السورية، فإن ذلك يدخل في إطار التجارة الدولية في السلع والخدمات. وفي الغالب لا يقدم المستثمر على شراء السندات المطروحة للبيع، إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر مما يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية الأخرى داخل لندن. ويشير هذا الأمر إلى أن الانتقال الدولي لرأس المال يتم وفقاً لمقدار العائد المحقق من هذا الوعاء الاستثماري وهو السندات في حالتنا، مقارنةً بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء أكان ذلك داخل الدولة أم خارجها.

أنواع التحركات الدولية لرأس المال:

انقسمت التحركات الدولية لرؤوس الأموال في إطار التمويل الدولي بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة. ويقصد بالتحركات الخاصة لرأس المال تلك القروض الممنوحة من جهات **خاصة** (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة فيها. ويأخذ هذا النوع من التحركات أشكالاً عديدة منها التالية:

- تسهيلات الموردين Suppliers Credit.
 - تسهيلات أو قروض مصرفية Bank Credit.
 - طرح سندات في الاسواق الدولية International Bonds Issues.
 - الاستثمار المباشر واستثمارات المحفظة Direct and Portfolio Investment.
- بينما يقصد بالتحركات الرسمية لرؤوس الأموال، تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقترضة، وحكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة. كما يدخل في نطاق التحركات الرسمية، تلك القروض التي تعقد بين الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية متعددة الأطراف، وعلى ذلك فإن التحركات الرسمية تأخذ أشكال مختلفة هي الأخرى منها التالية:

- قروض حكومية ثنائية Bilateral???
 - قروض دولية متعددة الأطراف Multilateral.
 - قروض إقليمية متعددة الأطراف.
- ويمكن القول: إن رؤوس الأموال الخاصة تتحرك إجمالاً، بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن، وقد ينطوي هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات كما في حالة تسهيلات الموردين، أو على الرغبة في زيادة الأرباح كما في حالة القروض المصرفية والسندات الدولية والاستثمارات المباشرة. وترتبط التحركات الرسمية لرؤوس الأموال، إلى حد كبير بالعوامل السياسية حيث ترى الدولة المانحة ضرورة تحقيق أهداف سياسية معينة في المناطق التي توجه قروضها إليها.

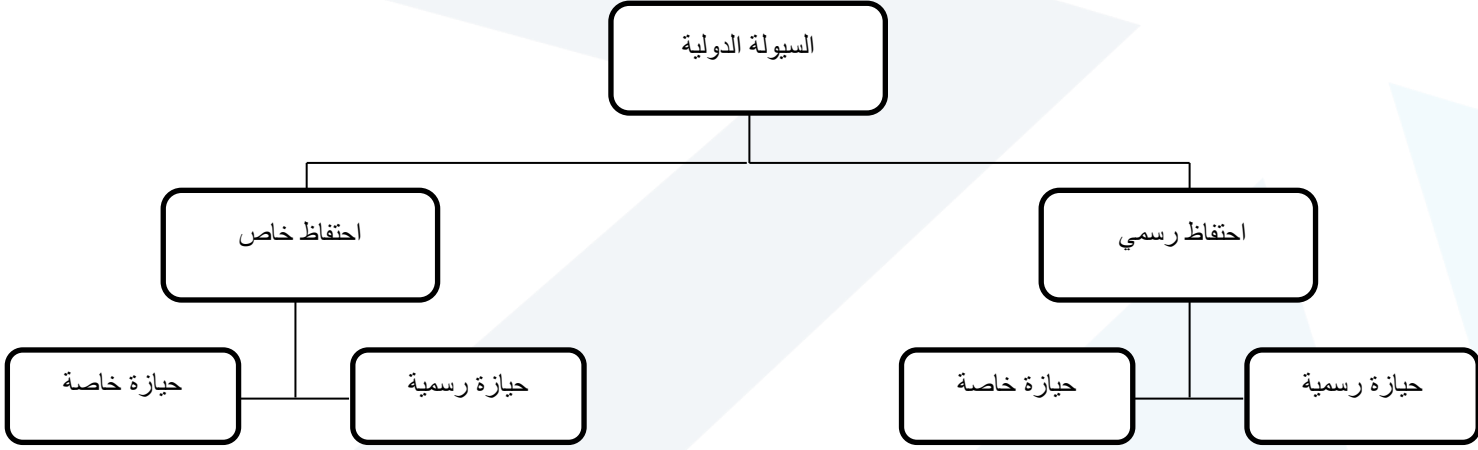
وعادة تتضمن تدفقات رأس المال الدولي. تدفقات طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل. وتتحرك التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات عبر الحدود السياسية للدول المختلفة. ويمكن التمييز في إطار التحركات طويلة الأجل بين الاستثمار في محفظة الأوراق المالية Portfolio Investment والاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Direct Investment. ولهذا التمييز أهمية خاصة بالدافع الحقيقي الكامن وراء كل من هذه التحركات. فالاستثمار في المحفظة يتضمن شراء مختلف الأصول المالية من أسهم وسندات بهدف تحقيق معدل معين من العائد دون اكتساب الحق في إدارة ورقابة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول. أما الاستثمار الأجنبي

المباشر فإنه يتضمن امتلاك أسهما في إحدى الشركات مع اكتساب الحق في إدارة ورقابة العمل داخل هذه الشركة. وقد يتضمن الاستثمار المباشر كذلك قيام المستثمر الأجنبي بإنشاء شركة جديدة وامتلاك كل أسهمها وهو في ذلك يدير ويراقب وينفذ العمل بشكل منفرد ومستقل نظراً لعدم وجود شركاء محليين. أما بالنسبة للتحركات الرأسمالية قصيرة الأجل فإنها تنطوي على التعامل بيعاً وشراء في الأصول المالية قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية قصيرة الأجل، والقروض المصرفية وأذون الخزنة، هذا فضلاً عن الودائع لأجل وشهادات الإيداع القابلة للتداول... الخ.

النقود والسيولة الدولية النقود الدولية ومشاكل الإصدار:

يمكن تعريف النقود الدولية بأنها العملة التي تتم بها التعاملات الدولية بالسلع والخدمات والأصول. ولكي تصبح العملة الوطنية عملة دولية، يجب أن تكون قابلة للتحويل Convertible. والتعريف الواسع لقابلية التحويل يقتضي ضمان حرية شراء وبيع العملات الأجنبية لكل المقيمين وبأية كمية ولأية أغراض. وقابلية التحويل الكاملة للعملة الوطنية مطلوبة. عندها يمكن للأفراد أن يعقدوا ما يشاؤون من الصفقات. ولفهم كامل المشاكل المتعلقة بالإصدار على المستوى الدولي، نحن بحاجة إلى استعراض حالات الفشل بشكل أوضح. ونشير بهذا الصدد إلى الحالات التالية:

- طبيعة السلعة العامة للنقود Public Good.
 - وجود اقتصاديات حجم في إصدارها Economies of Scale.
 - مشكلة الثقة أو المصدقية Confidence.
- ونناقش فيما يلي الحالات السابقة باختصار.
- أولاً:** يجب أن تتمتع النقود بخاصية السلعة العامة.
- ثانياً:** النقود موضوع لاقتصاديات الحجم (أي كلما ازداد عدد الأفراد المستخدمين لعملة ما، كلما زادت المنفعة المتحصلة، على اعتبار أن إمكانية التبادل بين الأفراد ستزداد).
- ويحدد البعض السيولة الدولية على أنها مقدرة الدولة على تسوية الالتزامات الدولية أو على تمويل العجز في ميزان المدفوعات. ويعتبر ذلك تعريفاً وظيفياً للسيولة الدولية. والسيولة بشكل أوسع تشمل كل الأصول المحتفظ بها من قبل الأفراد، والشركات، والمؤسسات المالية أو الحكومات في اقتصاد ما.
- ويمكننا تقسيم مصادر السيولة الدولية إلى عدد من الفروع، لكل منها أنواعها المرتبطة معها في التدفقات المالية الدولية. فالسيولة الدولية يمكن أن يحتفظ بها أطراف خاصة (عبر المصارف الدولية، الشركات متعددة الجنسيات، الأفراد... الخ) أو رسمية (عبر السلطات النقدية في البلد المقصود). وكلا النوعين يمكن أن تكون حيازته من مصادر رسمية أو خاصة.



الشكل رقم (1-1) أنواع السيولة الدولية

وتعتبر السيولة "احتفاظ خاص حيازة رسمية" الأوفر بين أنواع السيولة، ويعتبر الأفراد، والبنوك والشركات، الأطراف الرئيسية في سيولة "الاحتفاظ الخاص والحيازة الخاصة". وتتم الحيازة هنا عبر أسواق الصرف الأجنبي إما بنتيجة عمليات تجارية أو صفقات في الأصول. وكانت الحكومات في الماضي، تتحكم بكل السيولة الدولية "احتفاظ خاص" عبر ضوابط التبادل. ومع نهاية السبعينات واتباع أسعار الصرف المعمومة، أصبحت ضوابط التبادل أندريين الدول الصناعية الرئيسية ونما التوسط المالي الخاص بسرعة. وبالنتيجة نمت السيولة الدولية "احتفاظ خاص وحيازة خاصة" بشكل كبير.

الفئة التالية من السيولة الدولية هي "الاحتفاظ الرسمي الخاص بالحيازة". فنمو الاقتراض الحكومي في أسواق رأس المال الدولية كان إحدى الخصائص الأهم لما بعد صدمة أسعار النفط 1973. والعديد من الدول اقترضت لتكتمل موجوداتها من الاحتياطات الأجنبية ولتمول العجز في موازينها الجارية لأخيراً، لدينا مقياس أكثر تقليدية للسيولة الدولية وهو "الرسمية للاحتفاظ والرسمية للحيازة". وهذا يتضمن العملات الأجنبية المتحصلة من فائض ميزان المدفوعات، والاحتياطات لدى صندوق النقد الدولي، وحقوق السحب الخاصة، (SDRs) والذهب.

الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي (الأسواق والأدوات):

تنوع الأطراف الداخلة في التمويل الدولي بين وكلاء (Agents) غالباً حكومات، شركات، مصارف، وكالات ومنظمات أو هيئات دولية وإقليمية؛ وأفراد (Individuals). ويجب تأكيد اختلاف أهمية التدفقات الدولية في السلع ورأس المال، واختلاف تأثيرها بالتالي، على مستويات حياة الأفراد والدول مع التحرير المتصاعد Liberalization لهذه التدفقات.

وترجع الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي إلى عوامل عديدة، لعل من أهمها:

- العولمة المتنامية لأسواق المال والأصول الحقيقية.

- التقلبات المتزايدة في أسعار الصرف.

لقد عملت التدفقات المتنامية لرؤوس الأموال بين مختلف دول العالم، على إيجاد تقارب في معدلات العائد بين المناطق. كما ازدادت فرص الإقراض والاقتراض، مما يسمح للدول التي تمر بأوقات صعبة أن تقترض لدعم الاستهلاك المحلي وتسدد في أوقات الازدهار. ولكن هذه المنافع من تزايد تدفقات رؤوس الأموال، يقابلها تكاليف أو ثمن للعولمة، يتمثل في زيادة مخاطر الصرف الأجنبي Foreign Exchange risk ومخاطر بلد الاستثمار أو البلد المقترض Country risk.

لقد أصبحت أسعار الصرف شديدة التقلب، حتى أن درجة مخاطر الصرف قد زادت بشكل أكبر من معدلات زيادة التجارة والاستثمار الدوليين. ويجدر التنويه إلى أن العولمة قد ترافقت مع زيادة ما يسمى "الأموال الساخنة" Hot Money التي تقفز من مركز مالي دولي إلى آخر بحثاً عن العائد الأعلى. وبتيجة تقلبات أسعار الصرف المتزايدة، كان هناك نمواً موازاً في أهمية فهم طرق إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف والفائدة. وتمخضت الدراسات والأبحاث عن الخروج بثلاثة مفاهيم، أوضحت الدراسات أهميتها في تكوين الأساس النظري للتمويل الدولي، وهذه المفاهيم هي:

- تسعير المراجعة Arbitrage Pricing

- كفاءة الأسواق Market Efficiency

- تسعير الأصول Capital Asset Pricing

1- تسعير المراجعة Arbitrage Pricing

جرى العرف على تعريف هذا المفهوم بأنه يعبر عن عملية شراء الأصول المادية أو الأصول المالية في أحد الأسواق بسعر معين، بغرض القيام بإعادة بيع هذه الأصول في نفس الوقت في سوق أخرى بسعر أعلى بقصد تحقيق الأرباح كنتيجة لاختلاف السعر بين السوقين. وبناء على هذا التعريف فإن وضع المستثمر الذي يقوم بهذه العملية يعتبر مماثلاً لحالة الاستثمار الخالي من المخاطرة.

كما يمكن استخدام هذا المفهوم لوصف مجال واسع من الأنشطة المالية. فعلى سبيل المثال فإن الضرائب بالمراجعة تتضمن تحويل الربح أو الخسارة من فئة ضريبية لأخرى أو من نظام ضريبي لآخر بغرض الاستفادة من الاختلاف بين المعدلات الضريبية.

2- الأسواق المالية ذات الكفاءة Efficient Financial Markets

يقصد بكفاءة الأسواق المالية مدى توفر المعلومات المناسبة والملائمة للمستثمرين، وإلى أي حد تعكس الأسعار السائدة في هذه السوق واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية. وبالتالي يعبر السوق المالي الكفاء عن ذلك السوق الذي يعكس أسعار الأوراق المالية فيه بشكل آني ولحظي، وعلى ذلك فإن تغير الأسعار في أي لحظة إنما يعنى دخول معلومات جديدة في هذا السوق. ولما كانت هذه المعلومات الجديدة تتدفق إلى السوق بشكل عشوائي - (إذا

كانت غير عشوائية فإنها لا تصبح جديدة كما لا تصبح مفيدة أيضا) - فإن تغيرات الأسعار أيضا لا بد وأن تتم بشكل عشوائي. وبمعنى آخر، ففي السوق الكفاء، فإن تغيرات الأسعار من فترة لأخرى تعتبر مستقلة عن تأثير الأسعار في الماضي كما لا يمكن أيضا استخدامها كمؤشر لما ستكون عليه الأسعار في المستقبل. وقد أيدت ذلك العديد من الدراسات التي تمت على الأسواق المالية النشطة في نيويورك، ولندن، وباريس وطوكيو. ويعتبر مفهوم كفاءة الأسواق المالية من المفاهيم الأساسية في التمويل الدولي - وإن كان حتى الآن من المستحيل إثبات صدق أو عدم صدق الفروض الخاصة بكفاءة الأسواق المالية.

الخلاصة أن كفاءة السوق تعني أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أية معلومات جديدة عن هذه الورقة ستنعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق. بمعنى أنه في حال ظهور أية معلومة جديدة عن أية ورقة مالية يقوم المستثمرون بتحليل هذه المعلومة وعكس هذه المعلومة على سعر الورقة المالية اما بزيادة سعرها إذا كانت معلومة جيدة أو بهبوط سعرها إذا كانت المعلومة تعكس تراجع في أداء الشركة مصدرة الورقة المالية أو أداء أقل من المتوقع.