



جامعة غليزان
كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

مطبوعة بيذاغوجية بعنوان :

المالية الدولية

موجهة لطلبة السنة أولى ماستر مالية وتجارة دولية

من إعداد

د. العارف خديجة

السنة الجامعية: 2022-2023

نتوجه بهذه المطبوعة إلى طلبة كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير عموماً والمعنيين بمقياس المالية الدولية في المقرر الدراسي خصوصاً، طلبة السنة أولى ماستر مالية وتجارة دولية. وعلى هذا الأساس جاء هذا العمل ليتناول مختلف مواضيع المالية الدولية، وذلك في محاضرات شاملة تركز على النقاط التالية:

🚩 المتطلبات الأساسية: (Pre-requisites)

تركز دراسة المالية الدولية (التمويل الدولي) على مواضيع الاقتصاد الكلي المفتوح التي تعالج الاقتصاد الدولي بالإعتماد على المقاربة النظرية والمؤسسية. لذلك يجب على الطالب أن تكون لديه معارف مسبقة عن :

- الإقتصاد الدولي من خلال : الفهم الجيد للإطار المؤسسي، النظرية والسياسة الاقتصادية،
- ومالية المؤسسة من خلال : معرفة الإقتصاد والسوق المالي بما فيها (الأسواق المالية والمنتجات المالية).

🚩 أهداف الوحدة التعليمية: (Learning Objectives)

بعد التذكير بالمفاهيم والمشكلات المالية الرئيسية الدولية (الوساطة المالية، المخاطر، الأسواق المالية، المنتجات، الابتكارات المالية، البيئة الدولية)، نقوم بفحص شروط وتقنيات إدارة المخاطر (سعر الصرف، سعر الفائدة، مخاطر الأسواق السيادية والمشتقات) وطرق التمويل المفتوحة الدولية (رأس مال الأسهم والاقتراضات والقضايا المطروحة في الأسواق الصناديق الدولية، تمويل التجارة الدولية). إذن يهدف هذا المقياس إلى تمكين الطلاب من معرفة أساسيات التمويل العالمية المعاصرة، من خلال:

- تحديد وتقييم الفرص والمخاطر الرئيسية المتعلقة بالاستثمارات الدولية.
- فهم وضمنان إدارة مخاطر سعر الصرف على حد سواء على مستوى الشركات ذات العمليات المالية الشركات العالمية من شركات الاستثمار التي تتخذ المواقف في أسواق الأسهم والسندات الدولية.
- إتقان التقنيات الرئيسية للإدارة والتمويل المعاملات المالية الدولية.
- تطوير الاهتمامات البحثية في التمويل الدولي.

الفهرس العام

الصفحة	المحتويات
02	المحور الأول : النظام المالي الدولي والعلومة المالية
08	المحور الثاني : النظام النقد الدولي
15	المحور الثالث : ميزان المدفوعات
24	المحور الرابع : أسواق ونظم الصرف الأجنبي
33	المحور الخامس : التدفقات المالية الدولية
41	المحور السادس : أسواق رأس المال
57	المحور السابع : المشتقات المالية

قائمة المختصرات

المختصرات	التسمية باللغة العربية	Désignation complète en langue étrangère
D		
DTS	حقوق السحب الخاصة	Droit de tirage spéciaux
F		
FMI	صندوق النقد الدولي	FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL
FDI	الاستثمار الأجنبي المباشر	FOREIGN DIRECT INVESTMENT
FOREX	سوق الصّرف الأجنبي	FOREIGN EXCHANGE
L		
LIBOR		LONDON INTER BANK OFFER RATE
O		
ODA	المساعدات الإنمائية الرسمية	Official Development Assistance

مقدمة

تسعى هذه المادة البيداغوجية من مقياس المالية الدولية إلى شرح بالكامل الآليات النقدية والمالية المتعلقة بتتمية التجارة العالمية. حيث يتطرق التمويل الدولي إلى مختلف السياسات الاقتصادية ، ولا سيما السياسات النقدية وخيارات تمويل الشركات وخيارات الاستثمار والوسطاء الماليين (البنوك والصناديق وما إلى ذلك). وحالياً، فإن العودة إلى نظام مرونة سعر الصرف اعتباراً من النهاية عام 1971، إلى جانب أزمة النفط والتغيرات الواضحة في أسعار الفائدة، كل هذه العوامل لا تزال تجدد الإهتمام بالتمويل الدولي. لذلك يجب أن نفهم بيئة الأعمال بشكل أفضل لإدارة المخاطر المالية.

وعلى هذا الأساس جاء هذا العمل ليتناول مختلف مواضيع المالية الدولية، أين سنتطرق في المحاضرة الأولى إلى مسألة العولمة المالية من خلال عرض هيكل النظام المالي الدولي وتقديم المفاهيم الأساسية، ثم التكامل الدولي الذي تولد عنه النظام المالي المعولم. ثم نتناول في المحاضرة الثانية النظام النقدي الدولي الذي نبرز من خلاله طرق تسوية المدفوعات الدولية، أيضاً مراحل تطور النظام النقدي الدولي ومختلف السمات التي تميزت بها كل مرحلة وصولاً للنظام النقدي الدولي الحالي.

وفي المحاضرة الثالثة، سنركز على ميزان المدفوعات الدولي أين نبرز مختلف مكوناته من خلال تحليل حساباته الرئيسية والأرصدة الناتجة عنه ذلك بمعرفة قيوده الدائنة والمدينة وتحليل مختلف مصادر بياناته وفي الأخير توضيح حالات الإختلال التي تحدث فيه وآليات معالجتها المختلفة.

ثم تتمحور المحاضرة الرابعة حول أسواق ونظم الصّرف الأجنبي، التي تشمل ماهية سعر الصرف وأنظمة الصرف ومحددات سعر الصرف. إلى جانب ذلك سوق الصرف الأجنبي، وعمليات التداول على الصرف. أما المحاضرة الخامسة تتناول موضوع التدفقات المالية الدولية، ذلك بالتطرق إلى مختلف أشكال التمويل الدولي، بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر، الشركات المتعددة الجنسيات.

وفي المحاضرة الخامسة نتناول فيها موضوع أسواق رأس المال، بما فيها السوق النقدية، السوق المالية، خصائصها وأنواعها. وأخيراً المحاضرة السادسة، نتطرق فيها إلى موضوع المشتقات المالية حيث نبرز ماهيتها ومختلف أنواعها الرئيسية المتداولة في الأسواق المالية.

المحور الأول : النظام المالي الدولي والعولمة المالية

تمهيد

في الأونة الأخيرة، تطورت العلاقات الاقتصادية الدولية ويعود ذلك إلى تطور نظرية التجارة الدولية، مروراً بالمدرسة التجارية من القرن 16 إلى يومنا هذا. مما نتج عنه تحرير التجارة الدولية وفق قواعد المزايا النسبية. كما نجد أن التبادل التجاري في السلع والخدمات، وعوامل الإنتاج تتوافق مع التدفقات النقدية. حيث تمثل العلاقات الاقتصادية الدولية جانب حقيقي (السلع والخدمات وعوامل الإنتاج)، وجانب نقدي (نظام الدفع واختيار العملة) هذا المكون الأخير من التجارة يسمى (بالمالية الدولية).

أيضاً في الأدبيات الاقتصادية، لما نتطرق لدراسة أي متغير على المستوى الدولي سواء كان : (المالية الدولية أو الاقتصاد الدولي- التجارة الدولية أو التمويل الدولي)، ينتج عنه تحليل مسائل عديدة للأسباب التالية :

1. العامل الجغرافي
2. العامل الزمني
3. بيئة مختلفة والنقص الجيد لمعرفة الشركاء.
4. خطر عدم الدفع
5. خطر العملة.

وفي هذا السياق التحليلي، نطرح السؤال الرئيسي كفصل تمهيدي : ماذا نقصد بالمالية الدولية؟

I. مفهوم المالية الدولية

تهتم المالية الدولية بدراسة تدفقات رؤوس الأموال بين الدولة والعالم الخارجي، ذلك بالتعرف على محددات وديناميكيات ميزان المدفوعات وأسعار الصرف، كفاءة سوق الصّرف الأجنبي وسوق رأس المال. حدة المضاربة وأزمات ميزان المدفوعات، أيضاً التدخل الأمتل في سوق الأصول، سياسة التضخم وأخيراً التنسيق الدولي لسياسات تثبيت النظام النقدي الدولي. وفي هذا الإطار، تواجه التدفقات المالية ما يسمى بالعولمة التي تتضمن حرية انتقال رأس المال وعوامل الإنتاج دولياً، مما اكتسبت المالية الدولية أهمية خاصة.

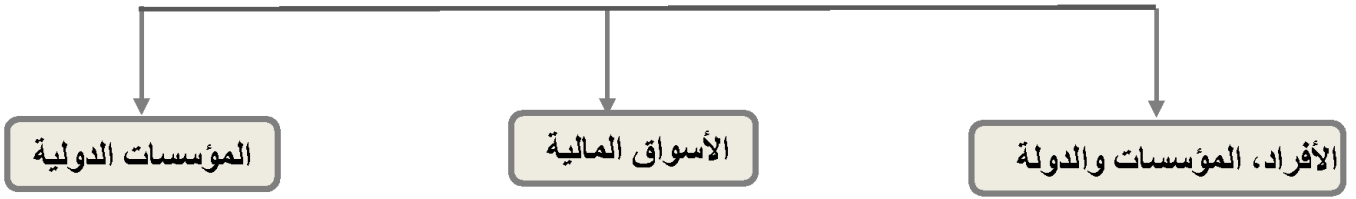
وفي هذا الصدد، سنتطرق في الفصل الأول إلى مسألة العولمة المالية، من خلال عرض تقديمي :

- لمفهوم النظام المالي الدولي،
- مما يتكون النظام المالي الدولي أو (وظيفة النظام المالي الدولي)،
- مفهوم العولمة المالية، وماهي ايجابيات وسلبياتها.

✓ هيكل النظام المالي الدولي:

يتكون النظام المالي الدولي من مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين (الأفراد، المؤسسات والدولة)، من الأسواق المالية بما فيها (السوق النقدي – سوق رأس المال – سوق العملات ... الخ)، أيضاً المؤسسات المالية الدولية بما فيها (صندوق النقد الدولي – البنك العالمي ..).

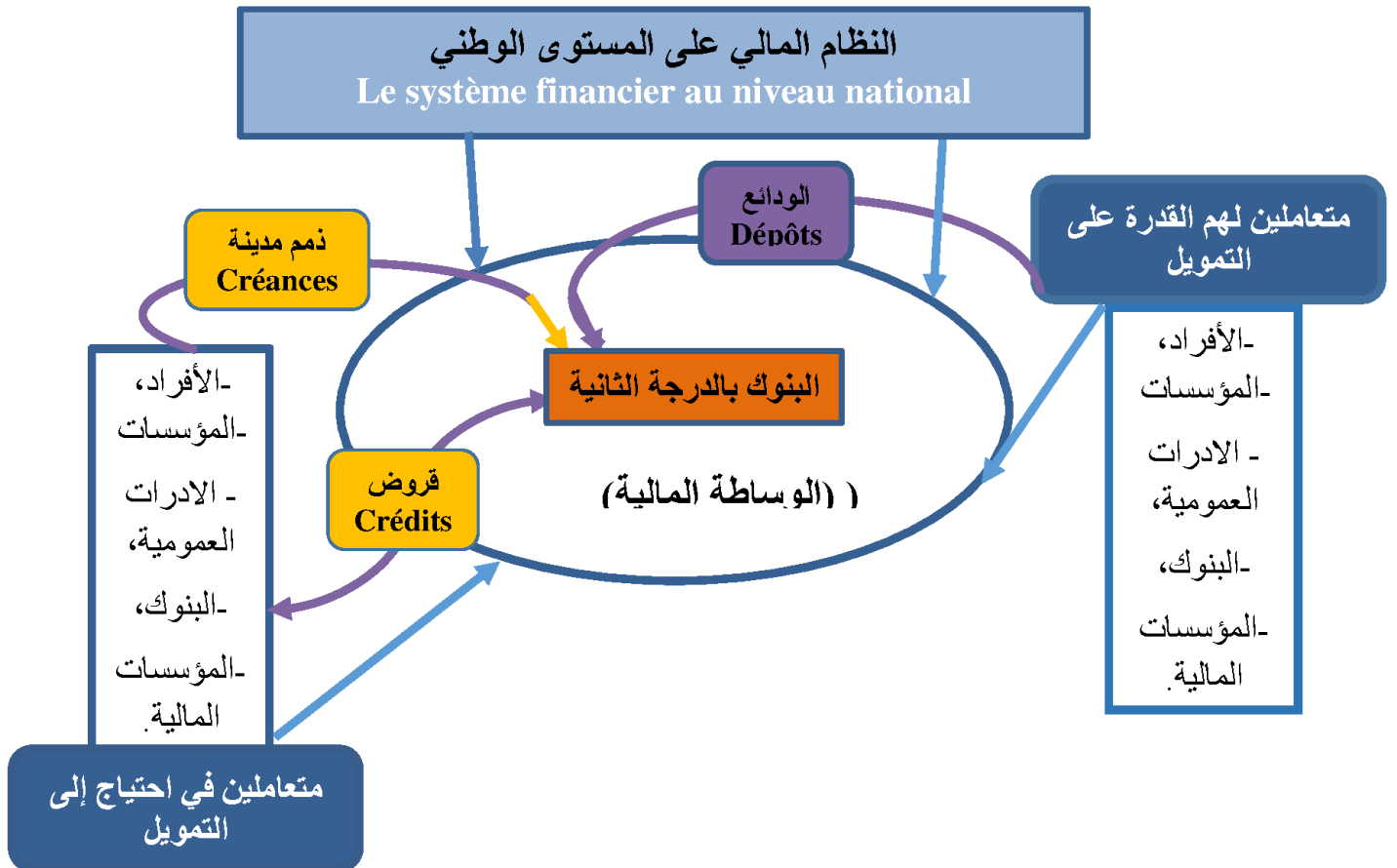
1. هيكل النظام المالي الدولي (SFI)



II. وظيفة النظام المالي الدولي :

تكمن وظيفة النظام المالي الدولي في الجمع بين المتعاملين الاقتصاديين اللذين لهم الحاجة إلى التمويل والمتعاملين الاقتصاديين اللذين لهم القدرة على التمويل. وتشرف على هذه العملية مايسمى بالوساطة المالية والتي تمثلها (البنوك بالدرجة الثانية) المقيمة في البلد. حيث تقوم هذه الأخيرة البنوك بجمع الأموال من المتعاملين الاقتصاديين اللذين لهم القدرة على التمويل في شكل ودائع لمنحه في شكل قروض للمتعاملين الاقتصاديين اللذين هم في حاجة إلى رأس المال. ويتضح ذلك في المخطط 01 :

المخطط 01 : وظيفة النظام المالي على المستوى الوطني

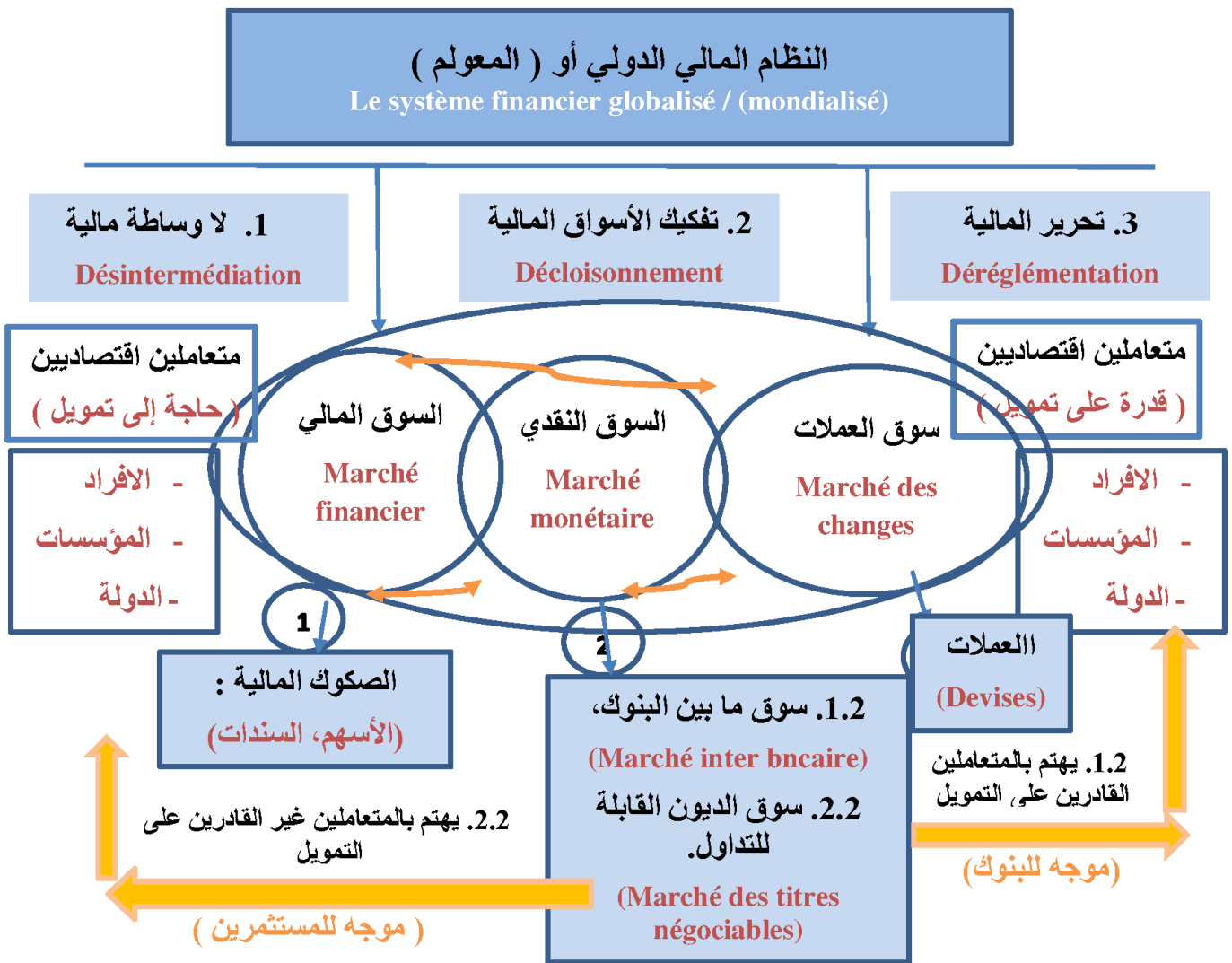


وفي هذا السياق، يمكننا معرفة أصول العولمة المالية الناتجة عن المظاهر الثلاثة :

1. الإصلاحات التي أدخلت على النظام النقدي والمالي الدولي،
2. الابتكارات التكنولوجية،
3. الابتكارات المالية.

ومنذ الثمانينات مع ازدهار التجارة الدولية، توسعت حركة النظام المالي بالاستغناء عن الوساطة المالية (البنوك)، ذلك بالانتقال من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر. الموضح في المخطط 02:

المخطط 02 : وظيفة النظام المالي على المستوى الدولي



و يتضح من الشكل أن العولمة المالية يمكن تلخيصها من خلال تدويل الأسواق المالية. و تؤدي هذه العملية إلى التكامل الدولي، اذ رافقت هذه الحركة المظاهر التالية :

1. لا-وساطة مالية- (Désintermédiation)، أو ما يسمى بالتمويل غير الوسيطي لتلبية الاحتياجات التمويلية عبر الأسواق المالية.
 2. تفكيك الأسواق المالية- (Décloisonnement)، أي تجزئة سوق رأس المال بما فيه : السوق النقدي (سوق رأس المال قصير الأجل) - السوق المالي (سوق رأس المال طويل الأجل).
- ومن هنا نجد أن مكونات النظام المالي هي ليست مسألة الفاعلين في النظام المالي أي (الجهات الفاعلة في النظام المالي) ، بل أيضا يوجد مختلف أنواع سوق رأس المال. اذن تطور حركة الأسواق المالية تسمح بتداول رؤوس الأموال بسرعة كبيرة من سوق إلى اخر ومن ورقة مالية إلى أخرى، ما يسمح بالتدويل. ومع نهاية الثمانينات، ظهر ما يسمى ب :
3. تحرير الأسواق المالية (Déréglementation)، التي شجعت على لا- وساطة المالية وتفكيك الأسواق المالية وفتحت الطريق أمام تنمية توظيف رؤوس الأموال في (المراكز المالية الخارجية – Offshore).

النظام المالي العالمي

كخلاصة :

تولد عن الإصلاحات التي مرّ بها النظام النقدي والمالي الدولي تحرير الأسواق المالية، والتي تختصر في قاعدة المجموعات الثلاث « Trois D » التي تطرق إليها الاقتصادي Henri Bourguinat في كتابه " Les Vertiges de la finance internationale. (Henri BOURGUINAT, 1992)

1. لا-وساطة مالية = التمويل المباشر (Désintermédiation)

في هذا السياق يتم توجيه رأس المال المتاح مباشرة من قبل المتعاملين الاقتصاديين في شكل أوراق مالية قصيرة أو طويلة الأجل دون المرور بالوساطة المالية (البنوك). أي التقليل من التمويل الوسيطي.

2. تفكيك الأسواق المالية = تجزئة سوق رأس المال (Décloisonnement)

شهدت مختلف الأسواق التي تم تجزئتها في البداية إلى الانفتاح، مما سمح بسرعة تداول الأوراق المالية من سوق إلى سوق اخر. ونتيجة لذلك أصبح للأوراق المالية دورا رئيسيا من حيث تعبئة المدخرات وتوفير التمويل بأقل تكلفة وبأعلى عائد ممكن، وزاد الاهتمام بأدوات التداول ذلك بظهور المشتقات المالية التي تعتبر من أهم التطورات التي مست الأسواق المالية.

3. تحرير الأسواق المالية = إلغاء القيود المالية (Déréglementation)

ألغت السلطات النقدية في أهم البلدان المتقدمة اللوائح الرئيسية لتسهيل الحركة الدولية لرأس المال التي تم تنظيمها في السبعينات بطريقة مقيدة. وتم إلغاء تنظيم مختلف الاسواق المالية تدريجيا وبدأ ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشر إلى أسواق أخرى، ورافق التحرير المالي موجة من الابتكارات المالية.

III. مفهوم العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية إحدى أهم جوانب التمويل الدولي، وهي تعبر عن تدويل عملية التمويل بشقيها غير المباشر (عبر القطاع المصرفي) والمباشر (عبر الأسواق المالية). إذ يمكن تعريفها كما يلي :

" العولمة المالية هي اندماج الأنظمة المالية المحلية ضمن المؤسسات والأسواق المالية الدولية، حيث يتضمن هذا الاندماج من الحكومات تحرير القطاع المالي المحلي وتحرير حساب رأس المال. ويتحقق الاندماج شيئاً فشيئاً عندما تشهد الإقتصاديات المتفتحة تزايد في التدفقات المالية العابرة للحدود، والتي تتضمن مشاركة للمقرضين والمقترضين المحليين في الأسواق المالية ". (Sergio L & Schmukler, 2004)

✓ **إيجابيات وسلبيات العولمة المالية (BOUZID, 2021)**

1. إيجابيات العولمة المالية

- **عامل النمو الاقتصادي (خاصة بالنسبة للبلدان الناشئة) :** حركة رأس المال إلى البلدان التي تندر فيها، تعزز نموها الاقتصادي، كما تزيد العولمة من حدة المنافسة بين البنوك، وبالتالي تحسن شروط الاقتراض والاستثمار للوكلاء الاقتصاديين.
- **تحسين سيولة السوق :** تعمل العولمة على تحسين سيولة الأسواق المالية، حيث أصبح من الأسهل والأسرع شراء أو بيع الأوراق المالية حول العالم.
- **التحوط ضد مخاطر معينة :** يتيح إنشاء منتجات مشتقة للشركات التحوط ضد مخاطر التغيرات في أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتقلبات في أسعار المواد الخام.
- **تنوع الأصول :** تسمح العولمة المالية بتنوع متزايد للأصول الدولية.
- **التخصيص الأفضل للموارد :** إن انتقال رأس المال من دولة ذات معدل ربح منخفض إلى دولة ذات معدل ربح مرتفع يجعل من الممكن تحسين ربحية استثمار رأس المال على نطاق عالمي.

2. سلبيات العولمة المالية

- **مخاطر السوق :** المخاطر المرتبطة بالتباين في أسعار الأسهم (ارتفاع أو هبوط غير منتظم).
- **فقاعات المضاربة :** فقاعة المضاربة هي تقييم لأسعار الأصول المالية التي تكون أعلى بكثير من قيمتها الحقيقية.
- **المخاطر النظامية :** الأزمة النقدية في بلد ما لها تداعيات سريعة على الكوكب بأسره (تأثير انتشار).
- **تمكين التمويل :** العمليات المالية أكبر 40 مرة من العمليات المتعلقة بشراء السلع أو الخدمات. وهي مرتبطة بشكل متزايد باحتمال تحقيق مكاسب المضاربة. لذلك نشهد انفصال المجال المالي عن الاقتصاد الحقيقي.

- فقدان سيادة الدولة : فقدت السلطات النقدية سلطاتها لصالح كبار مستثمري القطاع الخاص.
من خلال استثماراتهم المالية، يؤثر هؤلاء المستثمرون على أسعار الفائدة وأسعار الصرف.
- تطوير الملاذات الضريبية.
- الملاعة ومخاطر الائتمان.
- زيادة مخاطر الأزمات المالية : انهيار البورصة ، أزمات العملة ، الأزمات المصرفية.

المحور الثاني : النظام النقد الدولي

تمهيد:

يعتبر النظام المالي الدولي من أهم عناصر النظام الاقتصادي العالمي، إلى جانب ذلك النظام النقد الدولي. مع العلم أن النظام المالي الدولي الكفئ هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلا للنظام التجاري الدولي واستقرارا للنظام النقد الدولي والتنسيق بين هذه الأنظمة يحقق نموا للاقتصاد العالمي الموضح كالآتي :

1. النظام المالي الدولي : يتكون من أسواق التمويل الدولية،
 2. النظام النقد الدولي : يعتمد على تلك الآليات التي يديرها صندوق النقد الدولي (FMI)،
 3. النظام التجاري الدولي: يعتمد على نظام (GATT) ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة (UNCTAD) و الآن أصبح يعتمد على المنظمة العالمية للتجارة (OMC).
- ومنه سنتطرق في هذا المحور إلى مفهوم النظام النقد الدولي، مراحل تطور هذا النظام (التطور التاريخي) وقواعد النظام النقد الدولي.

1. مفهوم النظام النقد الدولي:

يُعرف نظام النقد الدولي " بأنه مجموعة من القواعد، والميكانيزمات والمؤسسات التي تهدف إلى تنظيم ومراقبة التبادلات النقدية ما بين الدول "

كما أن النظام النقد الدولي هو ذلك النظام الذي يعمل على زيادة تدفق التجارة الدولية، زيادة الاستثمارات، و توزيع منافع التجارة الدولية بعدالة، ويقم ذلك بالاستناد إلى ثلاثة معايير :

1. التصحيح : وهو الطريقة التي يمكن من خلالها معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات،
2. السيولة : توفير الاحتياطات الكافية تمكن الدول من تصحيح العجز في ميزانها بدون حصول انكماش في اقتصادها،
3. الثقة : تشير إلى كفاءة المنظمة كالية للتصحيح وتسيير الاحتياطات الدولية.

ومنه نطرح السؤال :

- ما هي هذه القواعد التي تحكم وتضبط النظام النقد الدولي ؟
- من هي الجهات الفاعلة في النظام النقد الدولي ؟

2. مراحل تطور النظام النقد الدولي

في بداية القرن 21، عرفت هذه الفترة عدم الاستقرار في النظام النقدي الدولي و التي كانت نتاج الأزمات الاقتصادية المتتالية مدة ثلاثين عاما من انعدام التوازن الاقتصادي. والتي كانت تستلزم بالضرورة تغييرا في شكل النظام النقد الدولي السائد بما يساهم في تحقيق الاستقرار النقدي للاقتصاد العالمي.

1.2. مرحلة ما قبل اتفاقية بريتون وودز

1.1.2 نظام قاعدة الذهب – Gold Standard 1870-1914

تم الاعتماد في هذه الفترة أي (قبل الحرب العالمية الأولى) على نظام الذهب، أو نقول أن المعيار المطبق هو معيار الذهب- أو معيار تبادل الذهب . ارتكز هذا النظام على تثبيت كل دولة لقيمتها بنسبة

ثابتة من الذهب، وباعتبار بريطانيا القوة المالية الرئيسية آنذاك في الاقتصاد العالمي من جهة والتأثير الإيجابي لهذا النظام على الاقتصاد العالمي من جهة أخرى، اكتسب الجنيه الإسترليني دوراً محورياً ضمن المبادلات الدولية بشكل جعله يبرز بمثابة "العملة القيادية" في الاقتصاد العالمي.

ويرتكز نظام قاعدة الذهب على استعمال الذهب (القطع الذهبية) كوحدة تبادل، ووحدة حساب ومخزن للقيمة، والتي تعبر بمثابة وظائف الذهب منذ القدم. ويعود بناء هذا النظام بشكل قانوني إلى سنة 1819 حينما ألزم البرلمان البريطاني المركزي باستبدال الأوراق النقدية مقابل الذهب في حالة طلب ذلك وفق نسب ثابتة. ونتيجة لما نتج عن هذا النظام من آثار إيجابية على الاقتصاد البريطاني، تبنت دول أخرى إبان القرن 19 هذا النظام في محاولة منها للإستفادة من ميزات، كألمانيا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية التي تخلت عنه إبان الحرب الأهلية وأعدت تبنيه سنة 1879 حين ربطت الدولار بالذهب وانتظرت سنة 1900 لتصدر ما يعرف بوثيقة «gold standard» التي أعطت الأساس القانوني لهذا النظام، وهو ما عزز من بروز نظام قاعدة الذهب كنظام صرف ثابت في شكل الوجه الرئيسي للنظام النقدي. (Paul Krugman & Maurice Obstfeld, 2003)

✚ شروط قاعدة الذهب: يمكن اختصار أهم شروط تطبيق هذا النظام فيما يلي:

- احترام قيد المقابل الذهبي حين إصدار العملة من قبل البنك المركزي، أين يتوجب على الدولة المعنية امتلاك مخزون من الذهب يكافئ حجم الكتلة النقدية المتداولة.
- تستمد قيمة العملة من كمية الذهب المقابل لها، حيث أن كل عملة تساوي وفق نسبة ثابتة وزناً معيناً من الذهب، وتؤدي هذه النسب ما بين الذهب والعملات وفق طريقة الاسعار المنقاطعة إلى أسعار صرف ثابتة بين جميع العملات.

✚ انهيار نظام قاعدة الذهب

أدت الحرب العالمية الأولى إلى انهيار نظام قاعدة الذهب، إذ أنها دفعت بالعديد من الدول إلى فرض قيود على حركة رؤوس الأموال مع العمل على تخزين الذهب والمبالغة في الإصدار النقدي لتمويل نفقاتها العسكرية. وحتى بعد نهاية الحرب، فإن كثيراً من الدول وقصد التعافي من الآثار السلبية للحرب على اقتصادياتها، لجأت لتمويل إعادة الإعمار عن طريق مزيد من الإصدار النقدي الذي انفصل عن الذهب كمعيار محدد له من جهة ودفع عديد البنوك المركزية للتخلي عن قابلية تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب، (Emmanuel Nyahoho, 2002) مما سبب آنذاك حالة من عدم الإستقرار في الأسعار التي بلغت مستويات قياسية في عديد الدول، وعجل بانهايار نظام قاعدة الذهب رغم بعض محاولات العودة إليه والتي باءت بالفشل نتيجة العجز عن الوفاء بالمرتكزات الأساسية التي يقوم عليها في ظل مخلفات الحرب العالمية الأولى.

2.1.2. نظام الصرف-ذهب ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية

ارتكز نظام الصرف - ذهب الذي بدأ العمل به سنة 1925 مع إقرار بريطانيا قابلية تحويل الجنيه إلى ذهب ثم تبعتها بالولايات المتحدة الأمريكية، وهو ما أعطى للدولار والجنيه القبول الدولي في تسوية المبادلات والإصدار النقدي باعتبارها عملات دولية تحل محل الذهب وفق نسب معينة في النظام النقدي الدولي. (Paul Krugman, 2003)

وقد كان لمجيء أزمة الكساد التضخمي سنة 1929 تحولاً رئيسياً في سير النظام النقدي الدولي، إذ أنها دفعت عديد الدول إلى اتباع سياسات حمائية لدعم اقتصادياتها المحلية التي تأثرت سلباً من تداعيات الأزمة، كان من أهمها سياسة تخفيض قيمة العملة أو ما يعرف بـ "سياسة إفقار الجار" التي كان اتباعها من طرف عديد الدول أولى مشاهد ما يعرف أيضاً بـ "حرب العملات"، وهو ما خلق حالة لا استقرار في الإقتصاد العالمي ساهمت في تزايد عدم الثقة وعدم الإئتمان في العملات الدولية الرئيسية من بينها :

الجنيه الإسترليني الذي خفضت قيمته سنة 1931، الدولار الأمريكي خفضت قيمته سنة 1934 والفرنك الفرنسي سنة 1936، وهو ما عزز من انهيار نظام الصرف_ذهب خاصة بعد انقسام الساحة النقدية الدولية إلى مناطق نقدية عديدة أهمها :

- منطقة الدولار الأمريكي،
- منطقة الفرنك الفرنسي،
- منطقة الجنيه الإسترليني،
- منطقة الين الياباني ومنطقة الروبل الروسي.

2.2. في ظل اتفاقية بريتون وودز 1944

إن انهيار نظام الصرف_ذهب نتيجة تعدد العملات الدولية المستخدمة إلى جانب الذهب بعد تعدد المناطق النقدية، وفي ظل استحالة العودة لنظام قاعدة الذهب والفوضى في التجارة الدولية والتمويل الدولي التي سادت الإقتصاد العالمي بعد الحرب العالمية الأولى، ومخلفات أزمة الكساد التضخمي. إلى جانب ذلك كانت الحرب العالمية الثانية قد ألحقت أضراراً كبيرة باقتصاديات الدول الأوروبية، وخرج الإقتصاد الأمريكي المستفيد الأكبر في تلك الفترة في ظل القوة المالية والإقتصادية والسياسية والعسكرية التي تمتعت بها آنذاك الولايات المتحدة الأمريكية. وهو ما كان من بين الأسباب الرئيسية كي تدعو الولايات المتحدة الأمريكية إلى عقد مؤتمر دولي في "بريتون وودز" بـ "نيوهامبشاير" سنة 1944 بالولايات المتحدة الأمريكية.

في 1944، تم انشاء مؤتمر " بريتون وودز " والذي بدوره قام بتأسيس البنك الدولي وصندوق النقد الدولي (FMI) ، والتي كانت تمثله 44 دولة، من بينها القوى الخمسة الكبرى والتي ستصبح ممثلة بشكل دائم في المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي كانت الولايات المتحدة الامريكه والمملكة المتحدة والاتحاد السوفياتي والصين وفرنسا وهي نفس الدول والتي حصلت على مقاعد دائمة في مجلس الامن التابع للأمم المتحدة. لوضع أسس جديدة تعمل على تفادي ما يسمى بالحروب النقدية وتسمح بتنشيط حركة التجارة الدولية من جديد.

وكان المؤتمر يهدف إلى خلق إطار مالي دولي مستقر يمكن أن يشكل حجر الأساس لنظام عالمي مسالم ولقد نجح على ذلك على الأقل لفترة من الوقت بالاعتماد على مايلي:

- القضاء على نظام الرقابة على الصرف حتى تتمكن جميع العملات من التداول بكل حرية من بلد إلى آخر؛
- ضمان استقرار الصرف باعتماد أسعار الصرف الثابتة، من خلال ربط العملات بقاعدة دولية لقياس القيم تتسم بالاستقرار وتحضى بالقبول من هذا المعدن بصفة عادلة؛

وفي هذا الاطار كانت المفاوضات تتطوي على التحدي فإذن كيف تمكنت 44 قوى متباينه تسعى كل منها لحماية مصالحها الوطنيه من الاتفاق على نظام مالي دولي جديد ؟

وفي واقع الأمر، فبينما كانت هناك 44 دولة ممثلة بشكل رسمي في مؤتمر بريتون وودز، إلا ان بريطانيا والولايات المتحدة الامريكه على وجه الخصوص كانتا اللاعبتين الرئيسيتين.

مقترح لنموذج النظام النقدي الدولي الجديد

وهكذا انصبت الجهود في إيجاد قاعدة جديدة لقياس القيم، فتمخض عنها تقديم مشروعين أحدهما أمريكي هاري دكستر وايت والأخر انكليزي، صاحبه الإقتصادي الكبير جون ماينارد كينز وعلى العموم حظي المشروع الثاني مع إدخال بعض التعديلات المقترحة من طرف كينز، بقبول أغلب المؤتمرين نظرا لقوة الإقتصاد الأمريكي، وحاجة الدول الحاضرة إلى المساعدة الأمريكية بسبب الدمار الذي لحقها من جراء الحرب. وتم عرض المقترحين كما يلي : (Emmanuel Nyahoho)

أ - المقترح البريطاني ل"جون ماينارد كينز"

تولى الإقتصادي البريطاني الشهير "جون ماينارد كينز" بلورة التصور البريطاني لمستقبل النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية، والذي ارتكز على تأسيس بنك دولي يتولى منح قروض للدول العضوة فيه ويسهل تسوية المبادلات الدولية. إذ يتم من خلال هذا المقترح وضع عملة دولية تسمى "البانكور" دون إزالة العملات الوطنية التي يتم ربط قيمتها مع "البانكور" بنسب ثابتة، يتم إصدارها من قبل هيئة يتم تأسيسها تسمى ب"الإتحاد الدولي للمقاصة" وفق الحاجيات ال واقعية للتجارة الدولية، وتتولى هذه الهيئة منح اعتمادات للدول الأعضاء بما يكفي لتغطية مبادلاتها بشرط أن تتوافق والمبادئ الأساسية للهيئة النقدية الدولية.

وقد قابلت الولايات المتحدة الأمريكية المشروع البريطاني بالرفض، لأن فيه محاولة لعزل أية إمكانية للدول القوية في السيطرة على النظام النقدي الدولي الجديد، باعتباره يرتكز على إعطاء صلاحيات إدارة الشؤون النقدية والمالية في الإقتصاد العالمي لهيئة دولية محايدة.

ب - المقترح الأمريكي ل"هاري ديكستر وايت"

تولى "هاري ديكستر وايت" وهو مساعد وكيل الخزانة الأمريكية بلورة التصور الأمريكي حول مستقبل النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية. والذي ارتكز على إنشاء مؤسسات مالية دولية في شكل صندوق النقد الدولي "و" البنك الدولي للإنشاء والتعمير" ، تتولى تنظيم الشؤون النقدية والمالية في الإقتصاد العالمي في إطار قاعدة الصرف ذهب، يكون فيها الدولار الأمريكي العملة الوحيدة المرتبطة بالذهب، في حين تتحدد قيم باقي العملات الدولية بنسب ثابتة مع الدولار.

وارتكز عمل مقترح " وايت" على منح صندوق النقد الدولي قروضا للدول الأعضاء التي تعاني من موارد المالية ممن خلال مساهمات مشكلة من الذهب وعملات أجنبية، ويلتزم الصندوق في إطار هذا المقترح بمبادلة العملات الوطنية للدول الأعضاء، والتزامها بشراء أو بيع كميات من الذهب والعملات الأجنبية مع الصندوق بما يمكن من عودة اقتصادياتها لحالتها التوازنية. ويمكن للدول الأعضاء في ظل هذا المقترح التقدم بطلب تغيير مستويات سعر صرفها في ظل العمل على تحقيق الإستقرار الأهداف الرئيسية المتمثلة في لإستقرار النقدي وتوازن ميزان المدفوعات.

كخلاصة :

بعد تقرير مقترح النظام النقدي الدولي الجديد، تغيرت مهام صندوق النقد الدولي من المحافظة على استقرار الأسعار إلى منع مخاطر السيولة لدولة ما وتجنب التخلف عن السداد أي العسر المالي، لهذا يقوم صندوق النقد الدولي اليوم بمراقبة وتقديم المساعدات المالية للدول المحتاجة وتقديم مشورات سياسية واقتصادية لإعادة بنائها وتقديم قروض طويلة الأجل.

2.1. خصائص نظام بريتون وودز

ارتكز نظام بريتون وودز على جملة من الخصائص فسرت آلية عمله وهي :

1. ثبات سعر الصرف

ارتكز النظام على ثبات أسعار صرف العملات الدولية وفق نسبة ثابتة مع الدولار الأمريكي الذي يساوي بدوره وفق نسبة ثابتة مع الذهب حددت عند مستوى : أوقية ذهب=35 دولار أمريكي، مع السماح بهامش تحرك للعملات محدد بـ 1% صعودا وهبوطا من قيمة سعر الصرف الرسمي المحدد، ولا يسمح بتغيير هذا المجال إلا في حالة الإختلالات الأساسية. وفي حال ما إذا تطلب الواقع الفعلي تغييرا في قيمة العملة يتجاوز صعودا أو هبوطا، فإن ذلك يتطلب موافقة من صندوق النقد الدولي.

2. حرية التحويل

نص نظام بريتون وودز من خلال اتفاقية صندوق النقد الدولي أحد أهم المؤسسات المالية المنبثقة عنه، على ضرورة أن تتمتع عملات الدول الأعضاء فيه بقابلية التحويل، والتي يقصد بها استعمال العملات المعنية بكل حرية في المبادلات الدولية. وقد اشترطت قابلية التحويل فقط في العمليات الجارية، لكنه ونظرا لوجود بعض الدول التي تعاني من احتياطات صرف ضعيفة غير كافية، أقر السماح للدول المعنية باللجوء لتطبيق الرقابة على الصرف فيما تعلق بالعمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات.

3. تقديم الإعانة للدول الأعضاء

نصت بنود النظام على أن صندوق النقد الدولي يتولى تقديم الدعم المالي للدول الأعضاء التي تعاني من حالة إيقاف للمدفوعات أو ما يعرف بـ "حالة عدم التوازن الأساسي"، والتي تنتج عن زيادة الإمتصاص (الطلب) عن حجم الإنتاج كما يبرز فيما يلي :

$$Y=X+I+G+X-M.....(1)$$

يمثل الطلب الكلي، نجد : $C+I+G=A$: وبافتراض أن

$$Y-A= X-M.....(2)$$

فإن ذلك يعني أن A أقل من حجم الطلب الكلي Y من المعادلة 9 نجد أنه إذا كان حجم الإنتاج وهي الحالة التي تعرف بـ "الإختلال الأساسي" M . "أقل من حجم الواردات X حجم الصادرات ويشترط في تقديم هذه الإعانة خضوع الدول المعنية إلى جملة من الشروط تخص سياساتها الإقتصادية من خلال البرامج التي يقرها صندوق النقد الدولي في إطار ما يعرف بمبدأ "الشرطية" في تقديم الإعانة للدول الأعضاء ذات العجز.

4. الدور المحوري للدولار الأمريكي

ارتكز هذا النظام على اعتبار الدولار كعملة دولية قيادية تستخدم في المبادلات المالية والتجارية أساساً بحكم ارتباط قيمتها بشكل مباشر مع الذهب، انطلاقاً من القوة المالية خصوصاً والإقتصادية عموماً التي تحوزها الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك. إذ أن رغبة أي دولة في امتلاك الذهب لا تكون إلا من خلال مبادلتها بالدولار الأمريكي الذي اعتبر العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب باللجوء إلى الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي كان يمتلك آنذاك حوالي ثلثي المخزون العالمي للذهب.

2.2.2. انهيار نظام "بريتون وودز"

إن ارتكاز العملات الرئيسية على قاعدة الدولار يتطلب احتفاظ الولايات المتحدة الأمريكية باحتياطات ضخمة من الذهب، لكن في الواقع ومنذ مطلع الستينات، في 1960 تناقص الإحتياطي الذهبي ولم يعد يغطي الدولارات الموجودة على مستوى دول الفائض نتيجة زيادة التجارة الدولية، فزادت الشكوك في عدم قدرة الولايات الأمريكية الوفاء بتعهداتها فانعدمت الثقة في الدولار وكثرت المضاربة ضده.

أيضاً ظهور مشكلة السيولة الدولية من خلال عدم قدرة الدولار بصفته وسيلة من وسائل الدفع الدولية بالوفاء باحتياجات العالم المتزايدة، إذ ظهرت الاختلالات بين حجم التبادل الدولي وحجم وسائل الدفع، مما دفع بصندوق النقد الدولي إلى إصدار حقوق السحب الخاصة **DTS**؛

إن اعتبار الدولار كعملة احتياطية قد يعمل على نقل التضخم من الولايات الأمريكية إلى بقية العالم؛ افتقار نظام أسعار الصرف الثابتة إلى أدوات يستعين بها صندوق النقد الدولي في معالجة التوقعات بخصوص تخفي أو رفع قيمة العملة، خاصة في ظل تدفقات رؤوس الأموال بين الدول؛

ومع توالي الضغوطات على الدولار الأمريكي الذي أصبح مقوماً بأعلى من قيمته الحقيقية، لم تكن عملية تخفيض قيمة الدولار مع الذهب عملية سهلة باعتبارها تتطلب تنسيقاً مع البنوك المركزية الأجنبية لتعيد هي الأخرى ربط قيم عملاتها مع الدولار عند مستويات مختلفة ومرتفعة في الغالب، وهو ما رفضته عديد الدول نتيجة تأثيرات ذلك الرفع على تنافسية صادراتها. ومن ثم ففي ظل عدم التوصل لاتفاق قام الرئيس الأمريكي "نيكسون" في 15 أوت 1971 بالإعلان عن وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وفرض ضريبة تقدر بـ 10% على الواردات الأمريكية إلى غاية توصل البنوك المركزية الأجنبية لاتفاق يقضي بإعادة تقييم عملاتها عند مستويات أعلى.

وفي ديسمبر 1971 تم التوصل لاتفاق بتخفيض قيمة الدولار الأمريكي مع العملات الأجنبية بحوالي 1% ومعها تم إلغاء ضريبة 10% مع الإبقاء على إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وتم تخفيض سعر صرف الدولار الأمريكي مع الذهب إلى مستوى 1 أونصة ذهب يساوي 38 دولار أمريكي ثم خفضت مرة أخرى في فيفري 1973 بـ 10% بحكم استمرار هجمات المضاربة على تخفيض قيمة الدولار مع الذهب، التي دفعت في مارس 1973 إلى الإعلان عن التخلي عن نظام الصرف الثابت في العالم والتوجه نحو تعويم سعر الصرف. (Paul Krugman, 2003)

ملاحظة:

تميزت نهاية "نظام بريتن وودز" بتحدي الهيمنة الأمريكية مما أدى إلى عجز الميزان المدفوعات الأمريكي، ارتفاع مستويات التضخم، يث أصبح كتلة الدولار الأمريكي المتداولة أكبر بكثير من أوقية الذهب، وبالتالي، أصبح لا يمكننا الحفاظ على قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، مما أدى إلى خلق أزمة ثقة

في الدولار ونهاية نظام بريتن وودز، أي نهاية نظام سعر الصرف الثابت في العالم. وبالتالي على مدى ثلاثين عاما والولايات المتحدة الأمريكية تتمتع ب ما يسمى " بالامتياز الباهظ " (Privilège exorbitant)، لتكوين أكبر عدد من الدولارات، كانت تصدر كما تريد ولها احتياطات من الذهب في مواجهة أزمة الثقة والأنا اختل التوازن النقدي مرة أخرى.

3.2. النظام النقدي الدولي الحالي (المعاصر):

إن العلاقات الثنائية والمتعددة الأطراف قد تساهم في حد كبير إلى نجاح الدبلوماسية المالية على نطاق واسع من خلال إعادة التفاوض والاتفاق على قواعد محددة لبناء نظام نقدي دولي جديد كما كان عليه سابقا في ظل نظام قاعدة الذهب ونظام بريتون وودز. فالبلدان الكبرى تلجأ مثلا لتطبيق سياسات توسعية من خلال خفض أسعار الفائدة أو من خلال التوسع في الإنفاق العام لتصحيح اختلالاتها قصيرة الأجل بغض النظر عن التداعيات السلبية لتلك السياسات على المدى الطويل في الإقتصاد العالمي، فبالنتالي لم يعد هنالك قواعد تضبط الدول وتقيدها إجراءاتها بما يهدف لتحقيق منافع طويلة الأجل للاقتصاد العالمي ككل.

🚩 واقع النظام النقدي الدولي الحالي

إن النظام الاقتصادي الدولي للعقد الاول من القرن الحادي والعشرين، هذه الفترة ربطت الاقتصادات الناشئة والمعتمده على التصدير عملاتها بالدولار من اجل الحصول على نمو اسرع وتجميع احتياطات النقد الاجنبي بمعدلات مذهله- قد خلق فعليا "مؤتمر بريتون وودز 2".

غير أن الدبلوماسية الاقتصادية الدولية اليوم تركز على قوى أخرى بظهور الصين كطرف اخر في العلاقات الاقتصادية بينها وبين الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها القوة الاقتصادية الثانية في العالم. فهل يمكن للصين والولايات المتحدة الأمريكية من اضافة الطابع الرسمي على مثل هذا النظام بحيث تلعب العملة الصينية دورا اكبر؟

خلاصة :

إن الاختلالات العالمية المتمثلة في تراكم الفوائض المالية المقومة بالدولار لدى الاقتصاديات الناشئة ذات الفوائض المالية الكبيرة والعجز المقابل لها في الولايات المتحدة، إضافة إلى السياسة النقدية الأمريكية غير المسؤولة عقب الأزمة المالية العالمية، أدت إلى تراجع الثقة في الدولار الأمريكي، ذلك بداية تراجع كعملة تسويات دولية، وكذا عملة احتياط رسمية نتيجة المطالبات المتكررة على المستوى الأكاديمي والسياسي بضرورة إعادة صياغة نظام نقدي جديد يعتمد على سلة من العملات تمثيلا للواقع الاقتصادي الجديد.

المحور الثالث : ميزان المدفوعات

تمهيد:

يعد ميزان المدفوعات النافذة التي يطل منها الاقتصاد الوطني على الاقتصاد العالمي لكونه ذلك السجل الذي تدرج فيه العمليات الاقتصادية التي تربط الاقتصاد الوطني بالاقتصاد العالمي بعلاقات تبادلية مزدوج فيها الدائنية والمديونية، وتتضمن حركة انتقال السلع والخدمات ورأس المال. ويستأثر ميزان المدفوعات بأهمية بالغة على مستوى التحليل الاقتصادي لأي دولة، لكونه يعكس هيكل الانتاج وقوة الاقتصاد الوطني وقدرته التنافسية، ومدى الاستجابة لتطور قوى الانتاج دولياً.

وفي إطار بيئة المالية الدولية، لا يمكننا دراسة التمويل الدولي دون مراعاة علاقة البلد مع العالم الخارجي ذلك بأخذ في الاعتبار المتغيرات التالية :

- ميزان المدفوعات،
- سوق الصّرف الأجنبي،
- سوق رأس المال.

لذلك سنتطرق في هذا المحور إلى القاء نظرة على المدفوعات الدولية من حيث أنها تمثل الوسط الذي تتداخل فيه حركة النقد والمدفوعات المتبادلة بين دول العالم.

1. مفهوم ميزان المدفوعات

هناك عدة مفاهيم :

1.1. ميزان المدفوعات (حسب صندوق النقد الدولي)

هو "بيان احصائي يوفر بأسلوب منهجي منظم مايجري من معاملات اقتصادية بين اقتصاد معين والعالم الخارجي خلال فترة زمنية محددة". (مرجع ميزان المدفوعات، 1992)

كما يعرف ميزان المدفوعات بأنه : " سجل محاسبي، تسجل فيه القيم النقدية لجميع المعاملات الاقتصادية (التجارية، المالية، النقدية) بين المقيمين في البلد وغير المقيمين أي باقي العالم الخارجي، وذلك وفق القيد المزدوج خلال مدة زمنية عادة سنة".

2.1. أهمية ميزان المدفوعات

هناك جملة من الفوائد أبرزها كالاتي :

- هو حساب مختصر يحدد العلاقات الاقتصادية للدولة من حيث مركزها الاقتصادي الدولي في اتخاذ القرارات السياسية النقدية، المالية، التجارة الخارجية والتمويل الخارجي.
- تحليل ميزان المدفوعات يبين قدرة الدولة على مواجهة استيراداتها والمعاملات الاقتصادية الاخرى بواسطة تصديرها للسلع، او اذا كانت تعمل على حساب تخفيض اصولها الاجنبية، والعمل على تراكم مطلوبات اجنبية او فيما اذا كانت قادرة على تسلم منح من الخارج
- تكشف دراسة ميزان المدفوعات إذا كانت الدولة دائنة أو مدينة.

- يوفر ميزان المدفوعات فرصة لتقييم آثار تخفيض قيمة العملة ومدى آثارها على زيادة او عدم زيادة صادرات الدولة بسبب تخفيض العملة وذلك بالنظر الى الجزء الخاص من الحساب الجاري في آشف المدفوعات.

2. المدفوعات الدولية

يترتب على وجود علاقات اقتصادية بين الدولة و العالم الخارجي التزامات مالية يجب تسويتها، ويأتي الجزء الاغلب من مصادر هذه المدفوعات من قيام التجارة الدولية في السلع والخدمات، فيما يترتب الجزء الاخر على انتقال رأس المال، وعليه يمكن ادراج مصادر الالتزامات المالية بين الدول كما يلي:

1- التجارة السلعية (صادرات واستيرادات).

2- التجارة في الخدمات.

3- حركات رؤوس الاموال: وتشمل القروض بأنواعها الطويلة والقصيرة الاجل، حركة الاستثمار المباشر بين دول العالم. وعمليات بيع وشراء الموجودات المالية على الصعيد الدولي، سواء لأغراض التسوية او المضاربة او الاستثمار.

وتستخدم النقود في تسوية المعاملات والالتزامات الدولية مثلما تستخدم في تسوية المعاملات المحلية مع فارق اساسي بين الحالتين، وهو عدم وجود وحدة نقدية تصدرها مؤسسة دولية - البنك المركزي العالمي - يتخذها المتعاملون اساساً في الحساب، وتتمتع بقوة ابراء قانونية في الوفاء بالالتزامات على الصعيد الدولي مثلما هو الحال على الصعيد المحلي. اذ يستخدم المتعاملون في المعاملات الدولية في التسوية عدداً كبيراً من المعاملات، فضلاً عن وسائل اخرى الموجودات المالية التي تتمتع بسيولة عالية، بالإضافة الى الذهب الذي ظل فترة طويلة يتخذ اساساً في تسوية المدفوعات.

طرق تسوية المدفوعات الدولية

وبصورة عامة يمكن القول ان العالم عرف تاريخياً عدة طرق لتسوية المدفوعات الدولية نذكر منها : (هجير عدنان زكي أمين، 2008)

1- التسوية عن طريق الذهب او العملات القابلة للتحويل الى ذهب

وهذه الطريقة في التسوية عرفها العالم تاريخياً إبان سيادة نظام قاعدة الذهب بأشكالها الثلاثة :

(قاعدة المسكوكات الذهبية - قاعدة السبائك الذهبية - قاعدة الصرف بالذهب، اما العملة القابلة للتحويل فهي العملات التي تعلن دولها عن امكانية تحويلها الى ذهب عند سعر تعادل معين بين العملة وما يعادلها من الذهب حسب السعر المعلن.

2- التسوية بالعملة القيادية والعملات المقبولة في التسويات الدولية

والعملة القيادية في الواقع هي الوريث التاريخي للعملات القابلة للتحويل الى الذهب، ويقصد بها تلك العملة التي تقبل بها بلدان العالم في التسويات، بسبب وجود خصائص معينة فيها، يتمتع بها الاقتصاد المصدر لهذه العملة، ومن امثلتها الباون الاسترليني في القرن التاسع عشر والدولار الأمريكي في القرن العشرين وحتى الوقت الحاضر، وقد اصبح اليورو اليوم واحدة من العملات القيادية، ولو انه اقل استخداماً في التسويات الدولية من الدولار.

3- التسوية عن طريق المقاصة الثنائية او المتعددة

وتتصف هذه الطريقة بكونها من النتائج العملية لعمل البنوك والمؤسسات المالية التي تتجمع لديها مختلف الحسابات من مختلف المصادر التي تزود فيها اوضاع الدائنية والمديونية.

ومن الناحية العملية يسوى جزء كبير من المدفوعات بين دول العالم عن طريق المقاصة فيما يسوى الجزء المتبقي من خلال التحويلات المتفق عليها، وتستخدم الاوراق المالية المختلفة في عمليات التسوية والمقاصة مثل الكمبيالات والحوالات المصرفية والاعتمادات المصرفية، فضلا على النقد الذي غالبا مايكون من العملات القيادية.

وتقوم المؤسسات المالية والنقدية بالدور الاساسي في تسوية المدفوعات الدولية، ذلك ان الوظيفة الاساسية للمؤسسات المالية اي البنوك التجارية في مختلف انحاء العالم هي تسهيل تسوية المدفوعات الدولية، حيث تحتفظ هذه البنوك بحسابات جارية لدى فروعها ومراسليها، وتتجمع لديها ارصدة من حصيلة ماتشترية بمعاملات من حقوق اجنبية (عملات اجنبية - كمبيالات او حوالات).

وفي هذه البنوك تتم عملية تحويل العملة الوطنية الى اجنبية وبالعكس، عن طريق اسعار الصرف السائدة، ويعتمد حجم الارصدة التي تفتح بين الحكومات على حجم التبادل التجاري بين البلدان، وكل هذه العمليات تحدث على اساس طريقة المقاصة، فهذه المؤسسات تتوسط بين الدائنين والمدينين، بحيث ان المصدر الوطني الذي له حق على مستورد اجنبي لايتلقى حقه من المستورد الاجنبي مباشرة، وانما من مستورد وطني آخر لا علاقة له به، وذلك من خلال عمليات المقاصة التي تجريها هذه البنوك.

3. هيكل ميزان المدفوعات: يتألف ميزان المدفوعات من أربعة أقسام رئيسية هي : (صندوق النقد الدولي، 2009)

أولاً : الحساب الجاري،

ثانياً : حساب رأس المال،

ثالثاً : حساب التسويات الرسمية.

رابعاً : حساب السهو والخطأ.

أولاً : الحساب الجاري

وينقسم إلى 3 أقسام :

1- الميزان التجاري

ويشمل ميزان التجارة المنظورة، اي (الصادرات والواردات السلعية)، وميزان التجارة غير المنظورة اي (الصادرات والواردات الخدمية). وعليه، نلاحظ ان الميزان التجاري يضم نوعاً معيناً من المعاملات التجارية، وهو ميزان السلع أي مبادلات السلع، اما الجزء الثاني اي ميزان الخدمات فيمثل المعاملات غير المنظورة، اي الخدمات التي يقدمها المقيمون الى غير المقيمين، والخدمات التي يقدمها غير المقيمين الى المقيمين.

2- ميزان التحويلات من طرف واحد

يبين هذا الحساب تدفقات الدخل الأولي بين المقيمين وغير المقيمين والتي قد تكون مستحقة التحصيل للمقيمين تسجل في الجانب الدائن أو مستحقة الدفع عليهم تسجل في الجانب المدين. يتمثل الدخل الأولي في العائد على الوحدة الاقتصادية نظير مساهمتها في عملية الإنتاج، وقد يكون إما دخلا مرتبطا بعملية الإنتاج كأجور العاملين والضرائب والدعم على الإنتاج والمنتجات، أو قد يكون مرتبطا بملكية أصول مالية غير منتجة يعبر عنه بدخل الإستثمار في شكل توزيعات أرباح وفوائد.

أيضا يسجل ضمن هذا الحساب التحويلات التي تقام من طرف واح، أي ليست تبادلية ولا يترتب على قيامها التزام مقابل. مثل قيام دولة مقيمين في دولة (بتقديم معونات/ او منح معونات و/او منح/ او مكافآت/ او هدايا الى دولة اخرى الى (غير مقيمين).

وسبق ان اشرنا الى ان القاعدة العامة في تسجيل المعاملات تقضي بأن قيمة العملية تصدير سلعة او خدمة تسجل في الجانب الدائن (تؤدي الى دخول نقد اجنبي)، فيما تسجل قيمة عملية استيراد سلعة او خدمة في الجانب المدين (تؤدي الى خروج نقد اجنبي). ويمكن ملاحظة ذلك في الشكل التوضيحي رقم 03

الحساب الجاري = حساب التجارة المنظورة + حساب التجارة غير المنظورة + حساب التحويلات من طرف واحد.

ثانيا : حساب رأس المال

تسجل في هذا الحساب كل ما يتعلق بصافي تدفق النقد الأجنبي للمعاملات الدائنة والمدينة الناتجة عن انتقال رأس المال، سواء كانت هذه التدفقات عبارة عن أصول حقيقية أو مالية. ونمیز عادة بين نوعين من المعاملات الرأسمالية: طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

• حركات رأس المال طويل الأجل:

هي تدفقات رأس المال المتعلقة بالاستثمار طويل الأجل الذي يتجاوز السنة كالقروض طويلة الأجل، والاستثمارات المباشرة، والأصول المالية (أسهم وسندات) أي بيعها وشرائها من وإلى الخارج. فاستثمار المقيمين في الخارج يمثل تدفقا خارجا، واستثمار الأجانب في البلد يمثل تدفقا داخلا. وفي حالة تصفية استثمارات المقيمين في الخارج فان ما يتسلمه المستثمرون نتيجة التصفية يمثل تدفقا داخلا. وتمثل تصفية الاستثمارات الأجنبية في الدولة تدفقا خارجا.

• حركات رأس المال قصير الأجل:

هي رؤوس الأموال الداخلة أو الخارجة بهدف الاستثمار قصير الأجل. وتتمثل في أدونات الخزينة، شهادات الإيداع قصيرة الأجل، عملا، ودائع مصرفية، أوراق مالية قصيرة الأجل، كمبيالات، اعتمادات تجارية... الخ وتتميز هذه الحقوق بسيولتها الفائقة والسهولة التي تنتقل بها من مكان إلى آخر، ما لم يكن هناك قيود على تحركاتها.

ثالثاً : حساب الإحتياطات الرسمية

وينقسم إلى 4 أقسام :

يضم هذا الحساب صافي التغيرات في التزامات الدولة الرسمية اتجاه الأجانب والتغيرات في الأصول الإحتياطية الرسمية للدولة خلال السنة وهي كالتالي :

1. ممتلكات الأجهزة النقدية من الذهب،

2. حقوق السحب الخاصة،

3. احتياطات البلد لدى صندوق النقد الدولي،

4. العملات الأجنبية الرسمية للبلد.

والغرض من هذا الحساب هو التسوية الحسابية لميزان المدفوعات سواء في التزاماتها وحقوقها مع الأجانب أو عن طريق تحركات في الأصول الإحتياطية الرسمية و تتم هذه التسوية بالكيفية التالية:

■ في حالة العجز :

- إما تسديد قيمة العجز ذهباً أو عملات قابلة للتحويل و بالتالي تخفيض مستوى احتياطياتها من الصرف؛

- أو بطلب قرض قصير الأجل من بلد دائن، و بالتالي ارتفاع مديونية البلد صاحب العجز؛

- أو بتخفيض دائنية البلد اتجاه العالم الخارجي؛

- أو بالاقتراض من السوق المالية الدولية أو من مؤسسة مالية دولية كصندوق النقد الدولي.

- في حالة الفائض:

- أما بزيادة احتياطياتها من الذهب أما بزيادة احتياطياتها من الذهب و العملات الصعبة؛

- أو بتقديم قروض قصيرة الأجل للدول المدينة ، و بالتالي زيادة دائنياتها اتجاه العالم الخارجي؛

- أو بتسديد ديونها السابقة.

ويكون ميزان المدفوعات متعادلاً دائماً من الناحية المحاسبية أي يتساوى فيه بالضرورة الجانب الدائن مع الجانب المدين، لكن من الناحية الإقتصادية لا يتحقق التوازن فيه بالضرورة، لأن هذا التوازن يعبر عنه من خلال رصيد الحسابات الثلاثة الرئيسية والتي قد تكون في حالة فائض كما قد تكون في حالة عجز.

رابعاً: حساب السهو والخطأ

هو مقدار يتم اضافته لتعديل أو تصحيح الاختلال الوارد في ميزان المدفوعات، حقيقة أن ميزان المدفوعات يبنى على أساس القيد المزدوج، أنه يجب أن يتوازن دائماً، أي أن المجموع الكلي للبنود المدينة لا بد أن يساوي بالضبط المجموع الكلي للبنود الدائنة. ولكن عملياً من الصعب الحصول على بيانات كاملة عن جانبي كل عملية تتم مع الخارج على حدة توطئة لقيدها في ميزان المدفوعات طبقاً لقاعدة القيد المزدوج، ويتوجب على محاسبي ميزان المدفوعات أن يقدروا الكثير من البنود، لهذا نجد أن المنتبغ فعلاً هو تقدير ميزان المدفوعات على أساس القيد المفرد الأمر الذي يترك مجالاً لعدم التوازن وتستخدم هذه الفقرة أيضاً في الحالات التالية :

- الخطأ في تقسيم السلع والخدمات محل التبادل نتيجة اختلاف أسعار صرف العملات.
- قد تؤدي ضرورات الأمن القومي للبلد إلى عدم الإفصاح عن مشترياته العسكرية من أسلحة وعتاد لذلك تم إدراجها بفقرة السهو والخطأ.

4. أهمية ميزان المدفوعات في الاقتصاد الكلي

تظهر أهمية استخدام محاسبة المدفوعات في تحليل الاقتصاد الكلي وذلك من خلال أرصده الأساسية والتي تحمل كل منها دلالة اقتصادية، وهي الرصيد التجاري، رصيد المعاملات الجارية والرصيد الإجمالي.

▪ **الرصيد التجاري** : يعبر عن الفرق بين الصادرات والواردات من السلع والخدمات ويسمح لنا بتقدير مكانة البلد في التجارة الدولية، ودرجة انفتاحها على العالم الخارجي، وكذا درجة تنافسية صادراتها.

▪ **رصيد المعاملات الجارية**: يعتبر هذا الرصيد ذا أهمية قصوى من الناحية الاقتصادية، إذ يبرز ما إذا كان البلد في حالة فائض أو في حالة عجز، ففي حالة تحقيق رصيد موجب، يعني أن البلد له قدرة التمويل باعتبار أنه استطاع تكوين إتحار صافي من خلال تعامله مع الخارج. أما في حالة تحقيق رصيد سالب، يعني ذلك أن البلد له إحتياج تمويل كونه يلجأ في هذه الحالة إلى إتحار خارج مما سبق يمكن إعتبار المعاملات الجارية مؤشرا مهما لقياس قدرات واحتياجات التمويل لإقتصاد.

ويشمل هذا الرصيد : **رصيد الميزان التجاري + ميزان الدخل + ميزان التحويلات الجارية**

▪ **رصيد الميزان الأساسي**: يسمح لنا هذا الرصيد بفحص وتقدير حقيقي للوضع الاقتصادي الخارجي ويتكون هذا الرصيد من : **رصيد الحساب الجاري + ميزان رأس المال طويل الأجل + تحويلات رأس المال.**

▪ **الرصيد الإجمالي** : يشمل رصيد الميزان الاجمالي مجموع الرصيد الأساسي + تدفقات رأس المال قصير الأجل من القطاع الخاص غير البنكي. ويعكس الرصيد الاجمالي التأثيرات المطبقة على أسعار الصرف، باعتبار أن كل ما هو مسجل في الجانب الدائن من الميزان، يمثل طلبا على العملة المحلية مقابل عرض العملة الأجنبية، الشيء الذي ينتج عنه تحسن في قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية المتعامل بها.

وفي الحالة المعاكسة، إذا ما سجلت العمليات الجارية (واردات) وعمليات رؤوس الأموال (صادرات) الجانب المدين من الميزان، هذا يعني أن عرض العملة المحلية قد إرتفع وارتفع معه الطلب على العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية مقابل هذه العملات. مما سبق، يتضح أن رصيد الميزان الاجمالي يعكس المركز المالي الصافي للبلد.

5. طريقة القيد في ميزان المدفوعات

تقوم حسابات ميزان المدفوعات على مبدأ القيد المزدوج، ويفترض أن لكل عملية تتم مع العالم الخارجي قيدين متساويين في القيمة، احدهما دائن والآخر مدين، مما يجعله من الناحية المحاسبية متوازنا أي جانب دائن (إيجابي) تندرج تحته كافة المعاملات التي تحصل الدولة من خلالها على إيرادات من العالم الخارجي. فمثلا عملية تصدير السلع هي قيد دائن في ميزان المدفوعات يجب أن يقابله قيد مدين في الجانب

الأخر من الميزان كاستيراد سلعة مثلا بنفس القيمة) في حالة المقايضة (أو زيادة الأصول الأجنبية أو نقصان الالتزامات الخارجية وكلها قيود مدنية.

مثال تطبيقي:

لدينا الجدول التالي يلخص الحصيلة السنوية للتجارة الخارجية للجزائر مع العالم الخارجي خلال الفترة 2013 و 2014 كالاتي:

- تحويلات العمال الجزائريين نحو الجزائر كالاتي: 14 مليار دينار- 16 مليار دينار،
- تحويلات العمال الأجانب نحو الخارج: 20 مليار دينار- 12 مليار دينار،
- الواردات من السلع نحو الجزائر: 121 مليار دينار- 125 مليار دينار،
- الصادرات (البترول + الغاز) نحو الخارج: 130 مليار دينار- 125 مليار دينار،
- الواردات من الخدمات نحو الجزائر: 24 مليار دينار- 28 مليار دينار،
- الصادرات من الخدمات نحو الخارج: 08 مليار دينار- 10 مليار دينار.

المطلوب:

- 1- شكّل ميزان المدفوعات مع تحديد الحساب الفرعي الذي تسجل فيه كل عملية؟
 - 2- حدد رصيد هذا الميزان؟
 - 3- حدد طبيعة الرصيد؟
 - 4- كيف يتم اقتصاديا معالجة حالة عدم التوازن؟
- يمكننا تسجيل العمليات السابقة (المدينة والدائنة) والاجابة على السؤال (1-2-3) في الجدول رقم 01 التالي:

2014		2013		الحسابات / العمليات
مدین (-)	الدائن (+)	مدین (-)	الدائن (+)	
-----	+125	-----	+ 130	1- حساب ميزان التجارة المنظورة - الصادرات (بترول+غاز) نحو الخارج - واردات من السلع نحو الجزائر
-125		-121	-----	
00+		+9		رصيد ميزان التجارة المنظورة
-----	+10	-----	+8	2- حساب ميزان التجارة غير المنظورة - الصادرات من الخدمات نحو الخارج - الواردات من الخدمات نحو الجزائر
-28	-----	-24	-----	
-18		-16		رصيد ميزان التجارة غير المنظورة

-----	+16	-----	+14	3- حساب التحويلات من طرف واحد
				- تحويلات العمال الجزائريين نحو الجزائر
-12	-----	-20	-----	- تحويلات العمال الأجانب نحو الخارج
	+4		-6	رصيد ميزان التحويلات من طرف واحد
	-14		-13	رصيد الحساب الجاري
	عجز		عجز	طبيعة الرصيد

- نلاحظ من الجدول، أن ميزان المدفوعات بالجزائر حقق عجز على مستوى الحساب الجاري قدر ب 13 مليار دينار سنة 2013 و 14 مليار دينار سنة 2014.

4- بما أنه هناك عجز في الميزان الجاري، يعني أن:

- عجز = الواردات < الصادرات،

- وهذا يعني اقتصادياً، أن :

- العرض < الطلب،

ومنه هناك :

فائض في الطلب على الصّرف الأجنبي،

وفي هذه الحالة، تقوم الدولة بتطبيق مبدأ الحماية في التجارة الخارجية، وهذا بالتشجيع على الصناعة المحلية، ومن جهة تقليل الواردات وبالتالي، تقليل الطلب على الصّرف الأجنبي، وفي الأخير، تخفيف العجز في ميزان المدفوعات وهو المطلوب.

6- أرصدة ومؤشرات ميزان المدفوعات

تستخدم المؤشرات كأداة لتحليل ميزان المدفوعات وتفسير الناتج عن عملياته المدينة والدائنة من أهمها نجد:

1- **رصيد الميزان التجاري** = الصادرات x - الواردات x ،

2- **الطلب الخارجي الصافي** = الصادرات (x-m) - الواردات (x-m)

3- **معدل التغطية الصادرات / الواردات** = $100 \times \frac{\text{صادرات } X}{\text{واردات } X}$

4- **معدل الانفتاح التجاري** = $100 \times \frac{X+M/2}{PIB}$

5- **معدل الولوج في السوق** = $100 \times \frac{M}{PIB + M - X}$

6- **المجهود التصديري** = $100 \times \frac{X}{PIB}$

كما يشمل ميزان المدفوعات ثلاث أنواع أساسية من الأرصدة، يحمل كل منها دلالة إقتصادية واضحة، وهي الرصيد التجاري، رصيد العمليات الجارية والرصيد الإجمالي.

1- الرصيد التجاري

يعبر عن الفرق بين الصادرات والواردات من السلع عن مكانة الدولة في التقسيم العالمي للعمل، وتخصصها في التجارة الدولية، و يبين أيضا درجة إرتباطها أو تبعيتها للخارج، وكذا درجة تنافسية صادراته.

2- رصيد ميزان العمليات الجارية

يعتبر هذا الرصيد ذوأهمية قصوى من الناحية الإقتصادية، إذ يبرز ما إذا كان البلد يعيش " تحت أوفوق قدراته"، ففي حالة تحقيق رصيد موجب، يعني أن البلد له قدرة التمويل بإعتبار أنه إستطاع تكوين إتحار صافي من خلال تعامله مع الخارج. أما في حالة تحقيق رصيد سالب، يعني ذلك أن البلد له إحتياج تمويل كونه يلجأ في هذه الحالة إلى إتحار خارجي. مما سبق يمكن إعتبار المعاملات الجارية مؤشرا مهما لقياس قدرات واحتياجات التمويل لإقتصاد ما.

3- الرصيد الإجمالي

يشمل رصيد الميزان الشامل (الإجمالي) مجموع رصيد ميزان العمليات الجارية، تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل، وتدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للقطاع الخاص غير البنكي. ويعكس الرصيد الاجمالي التأثيرات المطبقة على أسعار الصرف، باعتبار أن كل ما هو مسجل في الجانب الدائن من الميزان، يمثل طلبا على العملة المحلية مقابل عرض العملة الأجنبية، الشيء الذي ينتج عنه تحسن في قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية المتعامل بها.

وفي الحالة المعاكسة، إذا ما سجلت العمليات الجارية (واردات) وعمليات رؤوس الأموال (صادرات) في الجانب المدين من الميزان، هذا يعني أن عرض العملة المحلية قد إرتفع وارتفع معه الطلب على العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية مقابل هذه العملات. مما سبق، يتضح أن مختلف بنود الميزان الشامل تظهر بصفة جلية التطور، وكذا العوامل المحددة لسعر صرف العملة.

المحور الرابع : أسواق ونظم الصرف الأجنبي

تمهيد:

تتأثر التدفقات المالية بشكل خاص بعولمة الاقتصاديات، ذلك بالتخلي عن ضوابط الصرف ومعظم القيود التي تقيد سوق رأس المال، كما أن تعزيز المنافسة أدى إلى تحول جذري في إدارة المخاطر والتمويل الدولي، مما يطرأ ذلك على أهمية سوق الصرف الأجنبي ذلك بأنه مرهون بتقلبات الاقتصاد العالمي، بالتداول اليومي على العملات الدولية.

I . مفاهيم حول سعر الصرف

1. ما هية سعر الصرف

يشكل سعر الصرف أو سعر العملة متغيرا هاما في العلاقات الاقتصادية الدولية، التجارية أو المالية، ويعبر عنه بالسعر النسبي لعملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى. ويقصد بسعر الصرف " عدد الوحدات من العملة الأجنبية مقابل عملة أخرى وطنية أو العكس، عدد الوحدات من العملة الوطنية مقابل عملة أجنبية". وفي هذا الصدد نجد ما يعرف بالتسعير المؤكد الذي يعبر عن عدد الوحدات من عملة أجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، مثلا: 1 دج = 0.2 دولار، في حين يعبر التسعير غير المؤكد بعدد الوحدات من العملة الوطنية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من عملة أجنبية، مثلا: 1 دولار = 5 دج.

2. أنواع سعر الصرف

تبرز أهم أنواع سعر الصرف في : (Henri Bourguinat, 1992)

1.2. سعر الصرف الإسمي

يعرّف سعر الصرف الإسمي على أنه عدد الوحدات التي على أساسها يتم مبادلة عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى، مثلا: 1 دولار = 5 دينار، 1 يورو = 2.5 دولار، 1 دج = 0.2 دولار.... الخ.

في حال تغير سعر الصرف الإسمي للدولار مقابل الدينار نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب على العملة في سوق الصرف بحيث يشتري الدينار الواحد وحدات أكثر من الدولار أين يصبح مثلا 1 دج = 0.5 دولار بدل 1 دج = 0.2 دولار، نقول أن سعر صرف الدينار ارتفع، أما في حال ما إذا تغير واشترى الدينار وحدات أقل من الدولار أين يصبح مثلا 1 دج = 0.1 دولار بدل 1 دج = 0.2 نقول أن سعر صرف الدينار انخفض.

وينقسم سعر الصرف الإسمي إلى : سعر صرف رسمي أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجاري الرسمية، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية، وهذا يعني امكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد.

2.2. سعر الصرف الحقيقي

يعبر سعر الصرف الحقيقي عن المعدل الذي يمكن من خلاله مبادلة سلة من السلع والخدمات لبلد ما مقابل سلة سلع وخدمات لبلد آخر. مثلا إذا كان سعر سيارة في الجزائر هو ضعف قيمتها في اليابان فذلك يعني أن سعر الصرف الحقيقي هو 1 سيارة جزائرية مقابل 2 سيارات يابانية.

ويتحدد سعر الصرف الحقيقي من خلال تفاعل التغيرات على مستوى سعر الصرف الاسمي ومعدلات التضخم، حيث يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \frac{\text{سعر الصرف الاسمي} * \text{مؤشر الأسعار المحلية}}{\text{مؤشر الأسعار الأجنبية}}$$

مثال:

إذا كان سعر صرف الدينار مقابل الين هو : 1 دج = 0.2 ين، وكان سعر السيارة في الجزائر هو 25000 دينار مقابل سعرها في اليابان هو 10000 ين، فهذا يعني أن سعر الصرف الحقيقي يقدر وفق ما يلي :

$$2 = 10000 / (0.8 * 25000)$$

وهذا يعني أن سعر الصرف الحقيقي يساوي إلى سيارة جزائرية مقابل 2 سيارات يابانية وتكمن أهمية سعر الصرف الحقيقي في كونه يعتبر محددًا رئيسيًا لحركة الصادرات والواردات لاقتصاد الدولة المعنية، إذ أنه كلما ارتفعت قيمة سعر الصرف الحقيقي فذلك يعاني ارتفاعا في المستوى العام للأسعار المحلية نسبة إلى الأسعار الأجنبية، وهذا ما يساهم في زيادة الطلب على السلع الأجنبية مقارنة بالسلع المحلية بشكل يدفع لتسجيل عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات والعكس صحيح في حال انخفضت قيمة سعر الصرف الحقيقي. وبالنظر إلى قيمة سعر الصرف الحقيقي يمكن أن نستخلص الحالات التالية:

- إذا كان سعر الصرف الحقيقي يساوي 1 فهذا يعني أن سعر الصرف الإسمي يعكس النسبة بين المستوى العام للأسعار المحلية والمستوى العام للأسعار الأجنبية، وبالتالي فالعملة المحلية مقيمة عند قيمتها الحقيقية؛
- وإذا كان سعر الصرف الحقيقي أكبر من 1 ، فهذا يعني أن سعر الصرف الإسمي لا يعكس النسبة بين المستوى العام للأسعار المحلية والمستوى العام للأسعار الأجنبية، وبالتالي فالعملات المحلية مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية؛
- وإذا كان ساعر الصرف الحقيقي أقل من 1 ، فهذا يعني أن سعر الصرف الإسمي لا يعكس النسبة بين المستوى العام للأسعار المحلية والمستوى العام للأسعار الأجنبية، وبالتالي فالعملات المحلية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.

3. أنظمة سعر الصرف

شهد النظام النقدي تطورات هامة عقب انهيار نظام بريتون وودز، تمثلت أساسا في الانتقال من نظام سعر الصرف الثابت إلى ترتيبات سعر الصرف العائم خلال فترة السبعينات، ومع وقوع أزمات العملة في المكسيك (1994) وفي جنوب شرق آسيا (1997) وروسيا (1998) والبرازيل (1999)، مما أدى ذلك إلى الاهتمام بمحددات اختيار أنظمة الصرف في البلدان النامية، وعلى هذا الأساس كان لا بد من التعرف على كل نظام مع عرض مختلف المزايا والعيوب التي يتميز بها انطلاقا من أشد الأنظمة ثباتا إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هذين النظامين مجموعة من الأنظمة تكون محدودة المرونة، وبالتالي يمكن تقسيم ترتيبات الأنظمة إلى ثلاثة أنواع : ثابتة، وسيطة، ومرنة.

● نظام سعر الصرف الثابت

من خلال هذا النظام تقوم السلطات النقدية بتحديد سعر الصرف الرسمي على أساس الظروف الاقتصادية للقطاع الخارجي وحجم احتياطات البلد من العملات الأجنبية وعليه فالعلاقة بين العملة المحلية والعملات الأجنبية تكون محددة إدارياً. (Ghosh A, Gulde A.M & Wolf H, 2003)

وفقاً لهذا النظام تكون مركزية القرار الاقتصادي والنقدي لفائدة البلد الرائد، بالرغم من كون عملية التثبيت جد مقيدة ومتعبة تقل عن $1\% \pm$ حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة ثلاثة أشهر على الأقل. إذ أنه وكنتيجة لفائض الطلب على العملة الأجنبية قد يسمح لسعر الصرف بالزيادة عن السعر الرسمي المحدد، فيحدث تخفيض لسعر العملة المحلية.

❖ مزايا وسلبيات نظام الصرف الثابت

تبرز أهم مزايا نظام الصرف الثابت في:

- تعزيز الثقة بين المتعاملين الإقتصاديين من خلال زوال خطر سعر الصرف بما يساهم في تعزيز التجارة الدولية وحركة رؤوس الأموال؛
- الحد من المضاربة على الآجال المستقبلية؛
- تعزيز انضباط السياسات الإقتصادية الكلية بما يخدم ثبات سعر الصرف.

أما سلبيات نظام الصرف الثابت فتبرز في:

- تقييد السياسة النقدية وتوجيهها فقط لاستهداف مستوى سعر الصرف دون غيره من بقية المؤشرات الإقتصادية الكلية الرئيسية؛
- تعزيز التوجه نحو المضاربة على القيمة إذا ما كانت العملة مقومة عند مستوى لا يعكس قيمتها الحقيقية؛
- إجبارية البنك المركزي على ضرورة الاحتفاظ الدائم برصيد من العملات الأجنبية لاستخدامه في التدخل على مستوى سوق الصرف تصحيحاً لأية انحرافات في سعر صرف العملة عن المستوى المحدد لها.

2.3. نظام سعر الصرف الوسيطي

هي عبارة عن مزيج بين النظامين (النظام الثابت والنظام المرن) فهي تأخذ الاستقرار من الأنظمة الثابتة واستقلالية السياسة النقدية من الأنظمة المرنة، أي أن البنك المركزي يمكنه التدخل لتحديد تحركات أسعار الصرف بشكل مسبق وذلك للحد من تقلبات هذه الأسعار، ومن مؤيدي هذا النظام، (Krugman 1992) ، (Williamson 2000) & Reinhart (1998) ، بحيث يرون أن نظام الصرف الوسيط هو الاحسن أو بالأحرى يعتقدون ذلك كونه يتيح فرص أفضل لاقتصاد البلد من أجل مواجهة الصدمات الخارجية. (Levy-yeyati E & Sturzenegger.F, 2002)

3.3 نظام سعر الصرف المرن (العام)

يعتبر الاقتصادي " فريدمان " Friedman. M من مؤيدي نظام الصرف المرن فهو يعتقد بأن هذا النظام يتفوق على النظام الثابت، فهذا النوع من الأنظمة، يتقلب فيه سعر الصرف بدرجة أكبر مقارنة بالأنواع السابقة، بحيث أن السلطات النقدية الممثلة من طرف البنك المركزي تترك قوى السوق لتحديد سعر صرف عملتها المحلية وبمعنى آخر تترك العملة عائمة حتى تجد سعر صرفها في سوق الصرف التنافسي والحر. (Milton Friedman, 1992)

يرى بعض أنصار هذا النظام بأن هذا الأخير لا يتخذ معيار محدد كركيزة عند تحديد قيمة العملة الوطنية بالنسبة للعملة الصعبة، بل يتم تحديدها على أساس العرض في سوق الصرف الأجنبي بشكل حر هذا ما يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعا وانخفاضاً، علاوة على ذلك، فإن تبت نظام الصرف المرن يعطي السلطات النقدية الوطنية حرية أكبر في اختيار أهدافها الاقتصادية كما يمثل أيضا علاجا لمشكلة الخطر المعنوي.

❖ أشكال نظام الصرف المرن

يأخذ نظام الصرف المرن شكلين رئيسيين هما :

- أ- **التعويم الموجه** : تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفاً لهذا التأثير تجنباً لهجمات مضاربة قد تنتج عن ذلك. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الإحتياطيات الدولية، وتطورات السوق الموازية، وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشراً أو غير مباشر.
- ب- **التعويم الحر**: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف خفضاً محدوداً في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديد مستوى معيناً له.

❖ مزايا وسلبيات نظام الصرف المرن

تبرز أهم مزايا نظام الصرف المرن في:

- تحرير استخدام السياسة النقدية في استهداف المؤشرات الاقتصادية الكلية بكل حرية دون تقييد؛
 - عدم حاجة البنك المركزي للإحتفاظ برصيد دائم من العملات الأجنبية؛
 - الحد من المضاربة على القيمة.
- ورغم ذلك فإن لنظام الصرف المرن سلبيات أهمها:
- تعزيز من اللايقين وتراجع الثقة بين المتعاملين الإقتصاديين نتيجة تقلبات سعر الصرف مما يؤثر سلباً على حركة التجارة الدولية ورؤوس الأموال؛
 - تعزيز التوجه نحو المضاربة على الأجل المستقبلية؛
 - الحد من فعالية السياسات الاقتصادية الكلية.

وبالرجوع تاريخياً، يعتبر نظام الصرف الثابت من الركائز الأساسية لنظام النقد الدولي، منذ قاعدة الذهب.

4. محددات سعر الصرف

ينأثر سعر عملة البلد بمجموعة من العوامل الاقتصادية منها:

- **مستوى التنمية الاقتصادية**
فارق التنمية الاقتصادية بين البلدان له دورا هاما، لأن البلد الذي له اقتصاد ديناميكي يسمح له بجذب رؤوس الأموال الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة وبالتالي ترتفع قيمتها.
- **مستوى التضخم**
فارق التضخم بين الدول يؤثر على سعر الصرف، لأن البلد الأكثر تضخما يصبح أقل تنافسية، وبالتالي تفقد العملة قيمتها وتنخفض قيمتها.

- **سعر الفائدة**
مستوى سعر الفائدة الرئيسي المحدد من طرف البنك المركزي يؤثر على سعر الصرف، فإذا ارتفعت معدلات الفائدة على الودائع بالعملة المحلية، ترتفع قيمة العملة وبالتالي يزداد الطلب على العملة المحلية.

- **رصيد الميزان التجاري**
يعتبر الميزان التجاري المصحح لسعر العملة فهو يؤثر عليها سواء بالايجاب أو السلب، إذا ارتفعت صادرات البلد ترتفع المداخيل إلى جانب العرض وبالتالي يزداد الطلب على العملة هذا في الحالة العادية وإذا كان عدم توازن في سوق السلع والخدمات هذا يحدث تضخم.

II. سوق الصرف الأجنبي

1. ماهية سوق الصرف الأجنبي

هو الهيكل المادي والمؤسسي الذي يسمح بتبادل عملة دولة مقابل عملة دولة أخرى مع تحديد سعر صرف عملة دولة مقابل أخرى، مع التسليم الفعلي لعملة واحدة مقابل أخرى. حيث أن معاملة الصرف الأجنبي هي اتفاق بين المشتري والبائع على أنه يتم تسليم مبلغ ثابت من عملة واحدة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد مسبقا.

ويعمل سوق الصرف وفق 3 مستويات هي :

- **المستوى الأول:** المعاملات بين البنوك التجارية وعمالها حيث تتولى البنوك النيابة عن عملائها في شراء وبيع العملات الأجنبية من أسواق الصرف لتلبية حاجياتهم المختلفة منها؛
- **المستوى الثاني:** المعاملات بين البنوك عن طريق وسطاء يتولى الوسطاء شراء وبيع العملات الأجنبية لحساب البنوك التجارية فيما بينها لموازنة رصيدها من العملات الأجنبية؛
- **المستوى الثالث:** المعاملات بين البنوك ومختلف فروعها الأجنبية.

يتميز سوق الصرف بثلاثة خصائص رئيسية هي : (Henri Bourguinat, 1992)

- **الوحدة في الزمن:** تنفذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية طوال اليوم دون توقف، وذلك كون أن انتهاء أوقات عمل سوق صرف في دولة ما يقابله بداية عمل سوق صرف في دولة أخرى

وهكذا يمكن شراء وبيع العملات الأجنبية طوال 24 ساعة في أي وقت بفعل تطور تكنولوجيا الإتصال والمعلومات.

- **الوحدة في المكان :** وهو مفهوم ليس ذو بعد جغرافي بقدر ما هو مفهوم يعني امتداد شبكة تنفيذ عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية لتشمل مختلف أنحاء العالم، بحيث يمكن في أي سوق صرف ما تنفيذ أي عملية بغض النظر عن موقعها.
- **الوحدة في العمليات:** تتشابه إجراءات وأدوات وحتى التكنولوجيا المستخدمة في تنفيذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية بين مختلف أسواق الصرف العالمية.

2. أنواع سوق الصرف الأجنبي

تصنف أسواق الصرف الأجنبي إلى:

- أ- **سوق الصرف العاجل:** هو السوق الذي تتم فيه مبادلات العملات فيما بينها بسعر يتحدد عند التعاقد، والتسليم فوراً أو بعد يومين على الأكثر، ويطلق على سعر الصرف المتعامل به في هذا السوق بسعر الصرف العاجل : ويمثل سعر الصرف هذا (العاجل) الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي.

❖ مزايا سوق الصرف العاجل

1. سوق ما بين البنوك (Interbancaire) وهما الفاعلين الرئيسيين.
2. سوق مستمر (Continu) يتم تسعير العملات القابلة للتحويل بحرية 24 س/ 24 سا.
3. سوق التبادل الحر (Gré à Gré) يتفاوض الوسيطان بحرية على أسعار الصرف ومبلغ المبادلة.
4. هي أسواق أكثر سيولة من أسواق المال الأخرى.

ب- **سوق الصرف الاجل:** هو السوق الذي تتم فيه عمليات شراء وبيع العملات في تاريخ أجل بحيث يتم تحديد سعر التبادل وتاريخ التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد. والسعر المعمول به في هذا السوق هو سعر الصرف الأجل ويختلف هذا الأخير عن سعر الصرف العاجل (الأنبي) في الفارق الموجود بينهما غالباً، إذ نجد أنه:

إذا كان سعر الأجل أكبر من سعر الصرف العاجل فإن:

$$\text{سعر الصرف الأجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{علاوة.}$$

إذا كان سعر الصرف الأجل أقل من سعر الصرف العاجل فإن:

$$\text{سعر الصرف الأجل} = \text{سعر الصرف العاجل} - \text{خصم.}$$

3. عمليات الصرف الأجنبي

1.3. عملية التحكيم والمضاربة

ويقصد بها شراء العملات في سوق الصرف أين ما تكون فيه منخفضة السعر وبيعها في سوق صرف اخر، أين يكون سعرا أعلى بهدف تحقيق الربح. إذ أن استمرار هذه العملية نتيجة الفوارق الموجودة في سعر العملة الواحدة في نفس الوقت بين سوقين مختلفين، يدفع ذلك عملية التحكيم إلى تطابق سعر العملة بين السوقين بحكم أن عملية الشراء تدفع لارتفاع السعر في السوق الأول من جهة، وعملية البيع تدفع لانخفاض السعر في السوق الثاني من جهة أخرى، حتى يتطابق السعران الخاصان بالعملة الواحدة بين كلا السوقين.

مثال:

مستثمر جزائري يملك ما قيمة " مليون يورو " ، وكان سعر الصرف الدولار مقابل اليورو في بورصتي باريس ونيويورك كالآتي:

سعر بيع الدولار	سعر شراء الدولار	
1.2355	1.2345	بورصة باريس
1.2365	1.2358	بورصة نيويورك

يتضح من الجدول أن هناك تباين واختلاف في أسعار البيع والشراء الدولار مقابل اليورو بين البورصتين، وبالتالي فإن المستثمر يدرك وجود فرصة لتحقيق الربح في حالة التحكيم.

أولاً: يقوم المستثمر ب:

1. عملية بيع اليورو على مستوى بورصة شراء الدولار

وبالمقارنة بين البورصتين يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو السعر الأعلى الذي يظهر على مستوى بورصة نيويورك أي:

$$1 \text{ يورو} = 1.2358 \text{ دولار}$$

بيع المستثمر ل مليون يورو ليتحصل على ما يعادلها بالدولار: **1.235.800 دولار.**

ثانياً : يقوم المستثمر ب :

2. عملية بيع الدولار على مستوى بورصة بيع الدولار، لاعادة شراء اليورو

بعد أن امتلك المستثمر الدولارات التي تعادل ما كان لديه من يورو، يحولها مرة أخرى إلى يورو، وبالمقارنة بين البورصتين، يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو السعر الأقل الذي يظهر على مستوى بورصة باريس، وعليه يقوم بتحويل دولاراته (1.235.800 دولار) إلى يورو كالآتي:

$$1.235.800 / 1.2355 = 1.000.242,8 \text{ دولار}$$

- وبالتالي في الأخير نجد أن عملية التحكيم مكنت المستثمر من تحقيق ربح قدره الفارق بين ما كان يملكه في البداية من يورو وما امتلكه في النهاية من يورو.

$$1000.0000 - 1000.242,8 = 242,8 \text{ يورو}$$

وبالتالي نجد أن :

- استمرار بيع اليورو (شراء الدولار) على مستوى بورصة نيويورك: يدفع تدريجيا لانخفاض سعر شراء اليورو (بيع الدولار) على مستوى بورصة باريس.
 - استمرار شراء اليورو (بيع الدولار) على مستوى بورصة باريس: يدفع تدريجيا لارتفاع سعر بيع اليورو (سعر شراء الدولار) على مستوى بورصة نيويورك.
- وهكذا فإن تطابق الأسعار شراء وبيع العملات بين مختلف البورصات العالمية وزوال الفروقات يؤدي ذلك إلى زوال الجدوى من القيام بعملية التحكيم.

2.3. عملية المضاربة

مثال:

إذا كان سعر الصرف يورو دولار هو : 1.2345 أي :

$$1 \text{ يورو} = 1.2345 \text{ دولار}$$

وتوقع المستثمر أن قيمة اليورو سترتفع بعد 3 أشهر في ظل ترقب صدور بيانات ايجابية حول نمو الاقتصاديات الأوروبية، وتحسن مستوى الإنتاج الصناعي، كمؤشرا هام لسعر الصرف مثلا إلى حدود:

$$1 \text{ يورو} = 1.2350 \text{ دولار.}$$

- هنا يقوم المستثمر بالدول في عقد شراء مليون يورو لأجل 3 أشهر على أساس دفع : 1.234.500 دولار، كي يعيد بيعها إذا ارتفعت الأسعار لتحقيق ربح بعد 3 أشهر،
- إذا تحقق ذلك، فهو يدفع : 1.234.500 دولار لشراء مليون يورو وبعد إعادة بيعها يحصل على : 1.235.000 دولار،

اذن المستثمر حقق ربح قدره: 500 دولار.

- إذا لم تتحقق توقعاته وأصبح : 1 يورو = 1.2343 دولار، يكون المستثمر قد اشترى مليون يورو ب 1.234.500 دولار ليعيد بيعها بسعر أقل مما دفعه هو : 1.234.300 دولار ، محقق خسارة قدرها : 200 دولار.

3.3. عملية التحوط أو التغطية ضد الصرف

يقصد بتغطية الصرف، بعملية عقد الصرف الأجل، وهو اتفاق إلزامي بشراء أو بيع عملة أجنبية في تاريخ مستقبلي وفق سعر صرف معين، متفق عليه اليوم، على أن يكون التسليم أو الاستلام في وقت لاحق. وتتم هذه العملية (عملية التحوط) لتجنب خطر سعر الصرف الذي يسبب خسائر للمتعاملين.

مثال:

مستثمر جزائري استورد قيمة مليون يورو مادة أولية لإنشاء مصنع، مقابل أن يتم التسديد بعد 6 أشهر، وعلى افتراض أن سعر الصرف اليورو دينار = 110 يعني:

$$1 \text{ يورو} = 110 \text{ دينار،}$$

وأن المستثمر يتوقع ارتفاع سعر الصرف - قيمة اليورو - مستقبلا بعد - 6 أشهر - ليصل سعر الصرف إلى:

$$1 \text{ يورو} = 120 \text{ دينار}$$

■ يعني تكلفة استرداد المادة الأولية يتوقع ارتفاعها نتيجة ارتفاع اليورو مستقبلا من 110.000.000 دج إلى 120.000.000 دج.

■ على هذا الأساس يلجأ المستثمر الجزائري إلى التغطية ضد خطر سعر الصرف، بأن يعقد اتفاق شراء مستقبلي ل مليون يورو مقابل سعر الصرف الحالي :

$$1 \text{ يورو} = 110 \text{ دج.}$$

■ بعد مرور 6 أشهر، إذا تحققت توقعات المستثمر وارتفع سعر صرف اليورو مقابل الدينار، أي : 1 يورو = 120 دج، عندها يكون المستثمر قد حقق ربحا من عملية التغطية (تجنب خسارة قدرها

10.000.000 دج لأنه دفع مقابل مليون يورو قيمة 110 مليون دج بدل من 120 مليون دج.

■ إذا لم تتحقق توقعاته، وانخفض سعر الصرف يورو دينار إلى 105 دج، هنا المستثمر حقق خسارة من عملية التحوط قدرها : 5.000.000 دج لأنه دفع مقابل مليون يورو 110 مليون دج بدل 105 مليون دج.

المحور الخامس : التدفقات المالية الدولية

تمهيد:

تتمثل التدفقات المالية الدولية في حركة رأس المال بين الدول والتكتلات الاقتصادية العالمية لتمويل التجارة الدولية وتحقيق التنمية الاقتصادية. وتظهر هاته التدفقات الناتجة عن صافي تدفق النقد الأجنبي في حساب رأس المال والذي يشمل جميع العمليات الدائنة والمدينة للدولة في معاملاتها مع الخارج.

وفي الأونة الأخيرة، واجهت هاته التدفقات المالية ظاهرة العولمة والتي تولد عنها حركة واسعة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة و ظهور الشركات المتعددة الجنسيات والتكتلات الاقتصادية الدولية وتطور حجم المعاملات في المحفظة المالية. إلى جانب ذلك القروض الدولية والمساعدات الإنمائية.

1. الاستثمار الأجنبي المباشر

تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة استثمارات حقيقية تتم في شكل مصانع، تجهيزات، أراضي ومخزونات وتنطوي على كل من رأس المال والإدارة. ويتمثل الاستثمار المباشر في قيام المؤسسة بإنشاء شركة تابعة في الخارج. تشمل في الغالب الشركات متعددة الجنسيات في الصناعة، التعدين أو الخدمات والتي تعد أكثر اهتمام الجوانب "أما حالياً.

كما يأخذ مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر تطوراً ملحوظاً، إذ يختلف مفهومه حسب طبيعة المصدر الذي يتمتع به فحسب (TERSEN & BRICOUT, 1996)، "يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر كظاهرة معقدة من الصعب فهم جميع الجوانب¹ (TERSEN Denist & JEAN-Luc BRICOUT, 1996) وعليه تعددت مفاهيم الاستثمار الأجنبي المباشر :

- يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه "مجموعة العمليات المتعلقة بالإنتاج أو التوزيع. بحيث تترجم هذه العمليات من خلال الاستثمار المباشر في التجهيز، نقل التكنولوجيا وتقديم الخدمات. أو في شكل استثمار غير مباشر يتجلى في مختلف الترتيبات التعاقدية التي يلجأ إليها البلد المضيف للاستفادة من تقنيات الشريك الأجنبي. ومن أهم هذه الصيغ التعاقدية نجد عقد التسيير، عقد الفرانشيز أو عقد الليزنج*"
- يتمثل الاستثمار الأجنبي المباشر في انتقال حركة رؤوس الأموال بين الدولة المضيفة والدولة المستثمرة. بحيث تسمح الدولة من خلال أنظمتها القانونية بحرية تحويل الأموال الضرورية بهدف تمويل النشاطات الاقتصادية في البلد المضيف.
- يعتبر الاستثمار الأجنبي بأنه مجرد تراخيص إدارية صادرة عن السلطة المحلية للدولة المضيفة بغرض السماح للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المقيمين أو الغير المقيمين بإنجاز نشاطات اقتصادية على أراضيها. (ZOUIMA Rachid, 1992)

* بخصوص هذه الصيغ المذكورة، فإن الجزائر قد تبنت عقد التسيير بمقتضى القانون 89-07، وعقد الفرانشيز أو ما يعرف بعقد التجارية فقد كان بموجب قانون 88-29 وان كان بصيغة غير مباشرة. وفيما يخص عقد الليزنج أو عقد التأجير التمويلي فلقد استعملته بعض الشركات الجزائرية كشركة الخطوط الجوية لشراء الطائرات أو تملكها عن طريق الدفع بالتقسيط.

وفي الواقع، تستند هذه المفاهيم على ثلاثة أفكار :

- ✓ المفهوم الاقتصادي الذي يقوم على فكرة تدويل الإنتاج أو التوزيع،
- ✓ المفاهيم المالية تتأسس على فكرة تدويل رأس المال،
- ✓ في حين أن المفاهيم القانونية تبنى على فكرة تدويل شخصية المستثمر.

واعتبر Krugman Paul " الاستثمارات الأجنبية المباشرة بأنها عبارة عن تدفقات رؤوس الأموال بهدف استثمار الشركة، إنشاء أو توسيع شركات تابعة في بلد أجنبي."

1.1. الاستثمار الأجنبي المباشر من منظور المنظمات الدولية

عرّف صندوق النقد الدولي (FMI) الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه " ذلك الالتزام الموجه قصد الحصول على مصلحة دائمة في مؤسسة تعمل في إقليم اقتصاد آخر. والغرض من هذا الأخير، تمتع المستثمر المباشر بدرجة كبيرة من النفوذ في اتخاذ القرار وفي إدارة المؤسسة".

فحسب تعريف FMI الاستثمار الأجنبي يأخذ أربعة أشكال منها : (TERSEN Denis, Jean-Luc : BRICOUT)

- إنشاء مؤسسة جديدة، أو توسيع الطاقات الإنتاجية للمؤسسة التابعة للمستثمر الأجنبي.
- مساهمة المستثمر الأجنبي محددة بنسبة 10% أو أكثر من رأس المال المشروع الموجود.
- التدفقات المالية بين شركة الأم وفروعها تتم في شكل قروض.
- إعادة استثمار الأرباح إلى الخارج.

وفي أواخر الثمانينات، عرفت منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE, 1983) الاستثمار الأجنبي المباشر هو: "كل شخص طبيعي أو معنوي عام أو خاص يقيم روابط اقتصادية دائمة مع مؤسسة ما أو إنشاء فروع تابعة أو خلق مشاريع جديدة خارج الدولة الأم للمستثمر الأجنبي".

وحسب الإحصائيات الصادرة عن OCDE 2008 " الاستثمار الأجنبي المباشر هو نوع من الاستثمار العابر للحدود الوطنية المقيم في اقتصاد ما " المستثمر المباشر " للحصول على مصلحة دائمة في مؤسسة ما "مؤسسة الاستثمار الأجنبي" المقيمة في اقتصاد آخر. مع وجود مصلحة دائمة تحقق للمستثمر المباشر أن يحمل على الأقل 10% من تصويت مؤسسة الاستثمار الأجنبي". (OCDE, 2008)

2.1 أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر

يتضح من التعاريف السابقة، أن الاستثمار الأجنبي المباشر يأخذ عدة أشكال، ذلك بأخذ في الاعتبار نسبة تملك المستثمر الأجنبي لمشروع الاستثمار ومن أهمها نذكر ما يلي :

1.2.1. الاستثمار المشترك

يقصد بالاستثمار المشترك كل استثمار يشارك فيه طرفان أو أكثر من دولتين مختلفتين من خلال شركة دولية النشاط، ويتم في شكل مشروعات اقتصادية وينطوي على عمليات إنتاجية، تسويقية ومالية. وبالتالي، فالاستثمار المشترك هو اتفاق طويل الأجل بين طرفين أحدهما وطني والآخر أجنبي، قد يكون الطرف الوطني قطاعا خاصا أو عاما ومشاركة الطرف الأجنبي قد تأخذ عدة أشكال، سواء في شكل مالي، خبرة أو تكنولوجيا، أو تقديم معلومات.

2.2.1. الاستثمار الأجنبي الكامل

تعتبر مشروعات الاستثمار التي يملكها المستثمر الأجنبي بصفة كلية أكثر أشكال الاستثمارات الأجنبية تفضيلا لدى الشركات متعددة الجنسيات. وهو عبارة عن قيام هذه الأخيرة بإنشاء فروع للإنتاج والتسويق. ونجد في الجانب المقابل أن الدولة النامية تتردد كثيرا إزاء هذا الشكل، ويعود ذلك إلى الخوف من التبعية الاقتصادية وما ينتج عنها من آثار سلبية على المستوى المحلي والعالمي، أيضا الخوف من سيطرة الشركات متعددة الجنسيات على أسواق الدول المضيفة.

3.2.1. مشروعات الاندماج والاستحواذ

يقصد بمشروعات التجميع والاندماج، عمليات التملك والاستحواذ التي تقوم من خلالها المؤسسة بالرقابة على مؤسسة أخرى تكسب على الأقل 50% من رأس مالها. حيث شهدت جميع قطاعات البلدان الصناعية الكبرى هذا النوع من العمليات. وقد تأخذ هذه المشروعات شكل اتفاقية بين طرفي أجنبي وآخر وطني سواء عام أو خاص. ويقوم الطرف الأجنبي بتوفير منتج معين وذلك بتزويد الطرف الثاني بمكونات المنتج مثل أجهزة الإعلام الآلي مثلا على أن يقوم الطرف الوطني بتجميعها لتصبح منتجا نهائيا.

وحاليا نجد أشكال أخرى من الاستثمارات غير قائمة على رأس المال المشترك، تتم في شكل عقود وتراخيص وهذا طبقا لما أورده الدراسات التي تصدر عن منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE تتضمن تصنيف " CHARLES OMAN نذكر منها ما يلي: (CHARLES OMAN, 1984)

4.2.1. اتفاقية التراخيص

هو ذلك الاتفاق الذي يتم بين الشركة الأجنبية الشركة الأم أو فرع تابع لها ولا يشترط أن تكون متعددة الجنسيات وبين البلد المضيف الطرف المحلي، بحيث يلتزم الطرف الأجنبي بتوريد التكنولوجيا والمعارف التقنية لصالح الطرف المحلي لفترة محددة في مقابل دفع مبلغ جزافي وحصول الشركة الأجنبية على نسبة من المبيعات والأرباح المحققة. بالإضافة إلى إمكانية اقتناءها لمواد أولية بأسعار منخفضة كما هو الشأن في اتفاقيات التبادل التعويضي والتسوية بالمنتج.

5.2.1. عقود التسيير

تتم بمقتضاها الشركات الأجنبية بأداء خدمات إدارية وتسويقية لشركات محلية مع التزامها بتكوين وتأهيل العمال المحليين خلال فترة العقد ذلك لقاء عوائد مالية. ويكثر استعمال هذه العقود في قطاع السياحة وقطاع المحروقات أين تستفيد الشركات المحلية من مسائل معنوية عديدة، كسمعة الشركة الأجنبية وقدراتها على التسويق في الأسواق العالمية. إضافة إلى ذلك التسهيلات التي تتمتع بها الشركة المسيرة في الحصول على التمويل.

6.2.1. عقود المناولة الدولية

تسمى أيضا التعاقد من الباطن، تلتزم فيه الشركة الأجنبية اتجاه شركة وطنية بإنجاز مرحلة أو أكثر من عمليات الإنتاج، أو توريد الآلات والمعدات وقطع الغيار الخاصة بمنتج معين ويمكن التمييز بين أربعة أنواع من عقود المناولة :

- قد تكون بين مستثمرين مستقلين عن بعضهما في بلدان مختلفة، إحداها متقدمة والأخرى نامية،
- أو بين فروع الشركة المتعددة الجنسيات وشركة محلية داخل الدولة المضيفة،
- أو بين الشركة المتعددة الجنسيات وإحدى فروعها، أو فرعين من نفس الشركة ولكن في بلدان مختلفة، أو تكون بين فرعين مختلفين من الشركة متعددة الجنسيات وتقعان في نفس الدولة المضيفة.

2- الشركات المتعددة الجنسيات (القومية)

يقصد بالشركات متعددة الجنسيات، تلك الشركات التي تزاوّل نشاطها عبر الحدود وتملك فروعاً في دول أخرى. ويعرّفها (RUGMAN,1988) بأنها الشركات التي تملك أكثر من ثلثي نشاطها خارج منشأتها الأم. وهناك مؤشر للشركات المتعددة الجنسيات يحتسب من خلال متوسط نسبة النشاطات الإجمالية للمؤشرات أو المقادير المتعلقة بالمبيعات والموجودات والرواتب.

أما فيما يخص أكثر التعاريف شيوعاً وقبولاً للشركة متعددة الجنسيات ما قدمه "فرنون" VERNON في هذا الخصوص. الذي عرّف الشركات متعددة الجنسيات بأنها : " المنظمة التي يزيد رقم أعمالها أو مبيعاتها السنوي عن 100 مليون دولار والتي تملك تسهيلات أو فروع إنتاجية في ست دول أجنبية أو أكثر".

وفي هذا السياق، نجد أن التعريف الذي قدمه "فيرنون" فيما يخص الشركات المتعددة الجنسيات يركز على عنصر الحجم، أي حجم الشركة مقاساً برقم أعمالها، كما يشترط ضرورة أن تمارس الشركة نشاط إنتاجي في ست دول أو أكثر. بينما "LIVINGSTONE" يهتم أكثر بدرجة الحرية في ممارسة الأنشطة والعمليات خارج حدود الدولة الأم. أي عدم وجود رقابة أو قيود مفروضة على الشركة من الحكومة الأم بشأن ممارسة نشاطها خارج الحدود الوطنية. كما يرى أن ممارسة الشركة لأي نشاط إنتاجي في دولة واحدة أو أكثر يضفي عليها صفة الدولية.

ففي القرن التاسع عشر كانت الشركات المتعددة الجنسيات تبحث عن الموارد. أما في القرن العشرين تطورت الشركات المتعددة الجنسيات وأصبحت تبحث عن الأسواق، ذلك بتنافس الشركات الأمريكية والأوروبية وقد نتج عن هذا التنافس تصدر الشركات الأمريكية المرتبة الأولى عالمياً خلال فترة السبعينات والتسعينات خاصة فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر، إلا أن بعد هذه الفترة وإلى غاية يومنا هذا واجهت الشركات الأمريكية منافسة حادة من طرف الشركات اليابانية.

وتتمثل أهم خصائص الشركات المتعددة الجنسيات فيما يلي:

- تنوع النشاط والتكامل،
- التشتت الجغرافي للنشاط،
- السيطرة والتفوق التكنولوجي،
- استغلال الموارد التمويلية العالمية واحتكار الأسواق

3- الشركات المتعددة الجنسيات والاستثمار الأجنبي المباشر

تلعب الشركات متعددة الجنسيات الدور الرئيسي في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة حول العالم. من خلال عمليات الاندماج مع الشركات والمؤسسات الإنتاجية في البلدان الأخرى أو الاستحواذ عليها كلية. حيث تتواجد أكبر الشركات المتعددة الجنسيات في البلدان المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية واليابان. وما يتجلى خلال التسعينات، زيادة دور الشركات المتعددة الجنسيات في تحقيق تيار تدفق رأس المال الأجنبي المباشر. هذا بالرغم مما عرفته بداية الثمانينات من فرض الكثير من القيود الحمائية الكمية والقيمية على التجارة الخارجية ورؤوس الأموال، أيضاً التحكم النسبي في آليات السوق من خلال أدوات السياسة النقدية (أسعار الفائدة والصرف والائتمان) أو أدوات السياسة المالية (الدعم والضرائب الغير المباشرة).

ولكن مع انفتاح الأسواق في مطلع التسعينات، تطورت هذه الشركات ونمت بشكل معتبر وتزايدت اتجاهات الاندماج في ما بينها بوتيرة سريعة حيث ارتفعت من 151 مليار دولار سنة 1990 إلى 1144 مليار دولار سنة 2000. ومن التطورات الهامة للاستثمار الأجنبي المباشر خلال النصف الثاني من التسعينات هو أن الجزء الأكبر من تدفقات هذا الاستثمار ينتج عن عمليات الاندماج بين شركات عالمية النشاط في مختلف القطاعات الاقتصادية. بارتفاع التدفقات المرتبطة بتلك العمليات كنسبة من مجموع التدفقات الخارجية للدول المصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر.

3- الاستثمار في المحافظ المالية الدولية

برز الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار في المحافظ المالية عام 1967، الذي أعطى اهتماماً خاصاً للشركات الأم التي تمارس نشاطها خارج الحدود، وميزها عن الشركات الوطنية التي تمارس نشاطها الإنتاجي في الدولة الأم ولها نشاطات إنتاجية في الخارج بكل أنواع التوظيفات المالية التي تحتاج لإدارة ورقابة مباشرة طويلة الأمد.

ويعرّف الاستثمار المالي "Portfolio Investments" بأنه الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات" كما يعرف أيضاً على أنه: " شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية." وتتمثل أهدافه في:

- تأمين المستقبل؛
- تحقيق أكبر دخل جاري؛
- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول؛
- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم؛ حماية الدخل من الضرائب؛

تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة.

ومن صور الاستثمار غير المباشر شراء السندات والأسهم وشهادات الإيداع المصرفية الدولية وشراء سندات الدين العام والخاص وشراء القيم المنقولة والإيداع في المصارف المحلية، وشراء الذهب والمعادن النفيسة وغيرها؛ ويتميز هذا الاستثمار بهدف المستثمر الحصول على عائد مالي دون أن يتولى مهام إدارية معينة للسيطرة على المشروع.

4- القروض الدولية

يقصد بالقروض الدولية كل القروض الممنوحة من أفراد والمؤسسات الدولية، الحكومات البنوك المتعددة الجنسيات. وهاته القروض يمكن أن تكون عامة تعقدها حكومة الدول المقترضة مع حكومات الدول الأجنبية أو الهيئات التابعة لها أو مع الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين. أو أن تكون خاصة يعقدها أشخاص طبيعيين أو معنويين في الدول المقترضة مع أشخاص طبيعيين أو معنويين في الخارج أو مع منظمات التمويل الدولية. وهذا المصدر يمكن تقسيمه إلى المصادر التالية¹:

● القروض الرسمية

وهي قروض مقدمة من طرف حكومات دول الفانض أو هيئات والوكالات الرسمية، أي هي قروض ثنائية حكومية أو متعددة الأطراف من المؤسسات مالية دولية كالبنك الدولي ومؤسساته أو إقليمية، وتتسع قاعدة هذا المصدر لتشمل المساعدات والهبات وقروض الاتحاد الدولي للتنمية، وهي قروض ميسرة ذات فائدة منخفضة، وأحيانا بدون فائدة مع إعطاء فترة سماح طويلة وجواز تأجيل سداد الأقساط في حالة الضرورة وتستحق السداد بعد 50 عاما. وما يميز هذا النوع من التدفقات عن التدفقات الخاصة انه ليس بالضرورة أن يتحرك استجابة للربح بل قد يكون استجابة لتحقيق أهداف سياسية.

1.1.5. القروض الثنائية

يتم التعاقد عليها بين حكومات القطر راغبة بالاقتراض وحكومات القطر المانح بشكل رسمي عن طريق مفاوضات أو اتفاقيات بينهما_ وغالبا ما تسود عملية تقديم هذه القروض اعتبارات سياسية قد تغلب على الاعتبارات الاقتصادية، كما فعلته و.م.أ وإنجلترا وفرنسا مع الدول الاشتراكية سابقا، كان يتوجب على الدولة المقترضة أن تمنح تسهيلات عسكرية للدولة المقترضة أو أن تصوت لصالحها في المحافل الدولية.

2.2.5. القروض المتعددة الأطراف

وهي القروض والاعتمادات التي تقدمها منظمات وهيئات دولية وإقليمية إلى الدول المقترضة. وتختلف هذه القروض باختلاف الهيئات المانحة لها، إذ غالبا ما تعكس هذه الشروط وجهة نظر الدولة الأم، التي تضم تلك المنظمات كالبنك الدولي ومؤسساته، وصندوق النقد الدولي ويعد البنك الدولي من أهم المنظمات المالية الدولية التي قدمت الكثير من القروض الخارجية للدول النامية ومنها العربية لفترة طويلة، ويضم مؤسستين رئيسيتين هما مؤسسة التنمية الدولية وشركة التمويل الدولية، وأغلب هذه القروض متوسطة وطويلة الأجل تقدم لأغراض تنموية سواء في شكل تدفقات نقدية أو مساعدات فنية، أما المنظمات المالية الإقليمية فأنشأتها عدد من الدول في منطقة معينة بهدف تقديم القروض والخبرات للدول الأعضاء، كصندوق النقد العربي والبنك الآسيوي للتنمية، والبنك الإفريقي للتنمية والبنك الأوروبي... الخ.

2.5. القروض الخاصة

وهي قروض تمنحها المصادر الخاصة، أي غير رسمية وعادة ما تتميز هذه القروض بقصر مدتها وارتفاع معدلات الفائدة فيها، وبالرغم من أعبائها على الدول المدينة فإنها تعد مصدرا مهما من مصادر التمويل للعديد من الدول خاصة المثقلة بالديون، وقد توجهت بعض الدول العربية المدينة إلى هذه المصادر

نظرا لتزايد حاجتها إلى رؤوس الأموال لتمويل مشاريعها الإنمائية أو لمواجهة العجز في موازين مدفوعاتها أو بسبب عم كفاية القروض الممنوحة من المصادر الرسمية، ومن أهم أنواع هذه القروض نذكر:

1.2.5. قروض المصدرين : وهي قروض تقدمها الشركات وكبار المصدرين لتوريد السلع والخدمات إلى البلدان المدينة بشرط أن تكون مضمونة من قبل الحكومات، وبأجل سداد لا تتجاوز خمس سنوات، ويتم تحديد معدل الفائدة حسب أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية العائدة للبلد المانح.

2.2.5. قروض البنوك التجارية : وهي تسهيلات مصرفية تقدمها البنوك التجارية الأجنبية الخاصة لتمويل العجز المؤقت في حصيله الدول النامية المدينة من النقد الأجنبي، وتتميز بقصر آجال سدادها، وتحدد أسعار الفائدة كما هي سائدة في البلد المانح، وهي مرتفعة في الغالب لأنها تعتمد أيضا على حركة أسعار الفائدة في الأسواق الدولية ذات الإقراض قصير الأجل.

3.5. الديون الخارجية

تعد الديون الخارجية من الموارد الإضافية التي تحصل عليها الدول لتعويض النقص في مواردها المحلية، وبذلك في تزايد من الاحتياطات الدولية لهذه الدول وتمكنها من زيادة الإنفاق الاستهلاكي وتشجيع قطاع التصدير، علاوة على دورها في تصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات.

حيث تلجأ الدولة إلى المديونية في حالة عدم كفاية المدخرات أو رؤوس الأموال الوطنية للقيام بالمشروعات الوطنية. وللمديونية عدة تقسيمات مثل: (عبد الرحيم شيببي، سمير بطاهر، سيدي محمد شكوري، 2010)

- **المديونية الهيكلية:** تنطبق على الدول غير النفطية وترتبت بسبب السياسات التنموية المعتمدة على الاستدانة لتمويل برامج التنمية المختلفة.
- **المديونية العائدة :** وهي المديونية العائدة إلى نقص في السيولة (عجز في الموازنة).
- **المديونية الخارجية:** والتي تشمل الإلتزامات المالية التي في ذمة الدولة تجاه الخارج.
- **المديونية الداخلية :** والتي تشمل جميع الإلتزامات المالية التي في الدولة والهيئات والمؤسسات العامة تجاه الاقتصاد الوطني، وهي القروض وسندات الخزينة وأذونات الخزنة.
- **المديونية الحكومية:** والتي تبنى على أساس الديون الحكومية **Government Debt** وهي الديون المترتبة على الحكومات وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين.
- **المديونية السيادية والتي تبنى على أساس الديون السيادية Sovereign Debt :**

هي الديون المترتبة على الحكومات ذات سيادة وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات، وعندما تقوم الحكومات بإصدار سنداتها فإنها تسلك سبيلين لا ثالث لهما؛ إما طرح سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، وفي هذه الحالة يسمى الدين دينا حكوميا. أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو.

وهذا لا يمنع من أن هناك انتقادات توجه لهذا النوع من تدفقات رؤوس الأموال من أطراف عديدة، عندما توصف القروض الخارجية على أنها تعبر عن واقع التبعية في الاعتماد على الغير من قبل الدول المستدينة وفي الغالب تكون دول نامية ومن أهم مظاهر ذلك وقوع معظم الدول النامية المستدينة في فخ أزمة المديونية. وكذلك تعد القروض الخارجية ناتج حتمي لوضع وموقع الدول النامية في نظام تقسيم العمل الدولي وفي العلاقات المالية والتجارية والنقدية غير متكافئة داخل الاقتصاد العالمي.

5- المساعدات الإنمائية (كشكل من أشكال التدفقات المالية الدولية)

هي مساعدات تقدمها الحكومات وغيرها من الوكالات المتخصصة في دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية للبلدان النامية، وكذلك هي تدفقات من رؤس الأموال تقدم بشروط ميسرة إلى الدول النامية غير النفطية والتي تعاني من تحقيق تراكمات رأسمالية كافية وهناك من يحددها بمجموع قيمة المنح والهبات المالية والفنية وعنصر المنحة الذي لا يقل عن 25 % والتي تتضمنها القروض الميسرة كافة المقدمة من قبل المصادر الرسمية (الدول والمنظمات الدولية) للدول النامية ولها عدة مصطلحات مثل:

- التعاون من أجل التنمية ؛
- المساعدات الدولية ؛
- المساعدات الخارجية؛

● المساعدات الإنمائية الرسمية Official Development Assistance

ويختصر لها ب **ODA**، حيث استخدم لأول مرة هذا المصطلح في عام 1969 ويستخدم على نطاق واسع كمؤشر على تدفق المساعدات الدولية. ويشمل بعض القروض والمنح الممنوحة من الهيئات الرسمية كالحكومات والمنظمات الحكومية الدولية للدول التي تتوفر فيها الشروط والمعايير .

2.6. المساعدات الثنائية Bilateral Assistance

وتتمثل بالمساعدات التي تقدمها دولة لدولة أخرى، حيث تقوم الدول المتقدمة بتقديم مساعدات إنمائية في شكل قروض ميسرة، ومنح ومساعدات مالية وفنية إلى العديد من الدول النامية بمستويات ونسب متفاوتة بموجب اتفاقيات ثنائية، خاصة وأن الدول النامية قد لا يتاح لها الإقتراض وفقا للشروط التجارية السائدة في أسواق المال العالمية، كما لا تشجع الظروف السياسية والاجتماعية السائدة في بعض الدول النامية المؤسسات المالية الدولية على تقديم قروض تجارية لها. وما يعاب على هذا النوع من المساعدات إرتباطها بالإعتبارات السياسية والأمنية والعسكرية.

3.6. المساعدات متعددة الأطراف : Multilateral Assistance

تتمثل في قيام مؤسسات متعددة الأطراف إقليمية وعالمية بتقديم مساعدات وقروض ميسرة وتجارية للدول النامية، ومن هذه المؤسسات البنك الدولي، الصندوق الدولي المنظمة العالمية للتنمية الزراعية، والبنوك الإقليمية للتنمية كالصندوق العربي للإتماء الاقتصادي والاجتماعي والتي بدورها تمنح أو تقرض هذه الأرصدة للدول النامية المستلمة لهذه القروض.

4.6. المساعدات الأخرى الرسمية OOF

هي مساعدات من قبل القطاع الرسمي الدولي إلى الدول المتلقية للمعونة التي لا تتوافر فيها شروط الأهلية للمساعدة الإنمائية الرسمية أو المعونة الرسمية، إما لأنه لم تهدف إلى المساهمة بصورة أساسية في التنمية.

المحور السادس : أسواق رأس المال

تمهيد:

يشمل سوق رأس المال أسواق مختلفة بوظائف متعددة، تضمن هذه الأسواق الدور التمويلي. وتعد الأسواق المالية والأسواق النقدية من بين مصادر تمويل الاقتصاد، تسمح للشركات الخاصة والعامة والجماعات المحلية والدولة لتمويل استثماراتهم عن طريق التمويل المباشر أو غير المباشر.

أولاً: السوق النقدية

يعتبر السوق النقدي أحد المصادر الأساسية في تأمين السيولة للنظام المصرفي وتمكين البنك المركزي من الرقابة على النشاط الائتماني.

1. مفهوم السوق النقدي:

" هو سوق رأس المال قصير الأجل، أين يتم في هذا السوق تبادل العملة على المستوى الوطني لتمويل الاستثمار. وعلى مستوى السوق النقدي يلعب البنك المركزي دوراً رئيسياً وهو تنظيم السوق النقدية، وتلعب البنوك التجارية دور الوساطة المالية من خلال الجمع بين المتعاملين الاقتصاديين اللذين هم في حاجة إلى تمويل وذلك (بمنح القروض) واللذين لهم القدرة على التمويل من خلال (إيداع الأموال).

وهو " عبارة عن الأسواق التي يتم من خلالها عمليات الإقراض أو الاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو بين البنوك المحلية والأجنبية، أو فيما بين البنوك المحلية والمؤسسات المالية المحلية الأخرى". (محمد فرح عبد الحليم، 2013)

ومن هذا التعريف نميز في السوق النقدي بين نوعين من الأسواق:

1.1. السوق ما بين البنوك،

2.1. سوق أوراق الدين القابلة للتداول.

1.1 مفهوم السوق ما بين البنوك:

هذا السوق موجه فقط للبنوك التجارية لضمان توازن خزينة هاته البنوك، وهنا تقوم البنوك بجمع الأموال ومنح القروض مع تطبيق معدل فائدة معين وهذا حسب وضعية البنك.

- وضعية احتياج

- وضعية فائض

- وضعية توازن.

وبمفهومه الواسع، هذا السوق يدار من طرف البنك المركزي والبنوك التجارية.

2.1 مفهوم سوق أوراق الدين القابلة للتداول

هي أوراق هجينة، هي ليست أوراق نقدية تامة وليست أوراق مالية تامة، وبالتالي هي أوراق نقدية غير ملموسة مثل (la monnaie scruppturele) وهي تمثل حق دين بالنسبة للمكتتبين على الذي أصدرها.

وتقدم هذه الأوراق معدل فائدة قد يكون ثابت أو متغير، الفرق بينها وبين الأوراق المالية يكمن في مدة الاستحقاق. وقد تأخذ أوراق الدين أشكال عديدة منها نجد:

• شهادات الايداع

تطرح من طرف البنوك التجارية لمدة لا تتجاوز السنين، وهي شهادة يصدرها البنك تثبت ايداع مبلغ معين وبفائدة محددة ولمدة معينة وتتمتع بدرجة كبيرة من السيولة.

• سندات الخزينة

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة لمدة أقل من سنة، هذه الوسيلة تلجأ إليها الحكومة في حالة العجز النقدي في الميزانية نتيجة مثلاً لتأخر الإيرادات أو لتغطية نفقة معينة.

• الأوراق التجارية

تصدرها شركات تمويل الاستثمار لمدة تتجاوز السنين، كشركات التأمين، بما فيها السفحة أو الكمبيالة أو ما تسمى بالقبولات المصرفية، التي تعتبر كوسيلة دفع وقرض.

2. أهمية السوق النقدي:

- تأمين سرعة حصول المقرض على الأموال التي يحتاجها كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل إلى أرصدة نقدية سائلة.
- من وجهة نظر البنوك المركزية يعتبر وجود السوق النقدي وسيلة مهمة للتأثير على حجم الاحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية .
- تأمين السيولة النقدية وتوفير أدوات الدفع للجهاز المصرفي من أجل تمويل النشاط الاقتصادي.
- تأمين احتياجات قطاع التجارة من الضمانات البنكية والاعتمادات المفتوحة.

3. خصائص السوق النقدي:

- ليس للسوق النقدي مكان رسمي من إتمام تحويل الأموال من المقرضين إلى المقرضين.
- يصنف السوق النقدي على أنه سوق جملة لأنه يتضمن صفقات ضخمة بملايين الدولارات للصفة الواحدة.
- قلة العمولات المدفوعة لأن عمليات السوق تعتمد بصفة كبيرة على أنظمة الاتصالات الحديثة بين الأطراف المتبادلة.
- يتمتع السوق النقدي بكفاءة عالية حيث يتمكن المقرضون والمقرضون من تحويل مبالغ بمكيات كبيرة بسرعة فائقة وبتكلفة منخفضة.
- يتميز السوق النقدي بتوفر الثقة الكبيرة بين المتعاملين خاصة و أن التعامل يكون بسرعة فائقة مما قد لا يسمح بالاحتفاظ بالسجلات بصورة دائمة.

4. الجهات المتدخلة في السوق النقدي:

■ البنك التجاري:

يمثل أهم الجهات التي السوق النقدي من خلال مختلف التعاملات التي يقوم بها، حيث يقوم البنك التجاري باستخدام الودائع الجارية والودائع لأجل في تقديم قروض للتجار والمستهلكين. ويهدف البنك التجاري الى:

- المحافظة على درجة عالية من السيولة.
- الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير.
- الحصول على أعلى مردودية ممكنة مع المحافظة على القدرة على السداد.

■ البنك المركزي:

يضمن سير السوق النقدي ويضع تحت تصرف مختلف المؤسسات تنظيما يمكنها من إقامة علاقات مالية فيما بينها كإصدار الأوراق المالية وتداولها. تتمثل مهام البنك المركزي في السوق النقدي في:

- توجيه السياسة النقدية .
- مراقبة البنوك من حيث الاحتياطي النقدي المفروض عليها.
- مراقبة عملية شراء وبيع العملات الأجنبية.
- ممارسة سياسة المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء بالسندات وأذونات الخزينة.

■ المؤسسات المالية غير المزودة بإصدار النقود:

مثل صناديق التوفير، مؤسسات التقاعد والضمان الاجتماعي والتي تتمثل وظيفتها في تجميع الفوائض النقدية من أجل استثمارها.

■ **الخزينة العامة:** هي المقترض الرئيسي في السوق النقدي عن طريق طرح سندات الخزينة والسندات الحكومية قصيرة الاجل للاكتتاب العام .

5. وسطاء السوق النقدي:

يضم السوق النقدي مجموعة من الوسطاء تتمثل في:

- ✓ **السماسرة:** السماسر هو وسيط حر لا يشتري ولا يبيع لحسابه أي أوراق في السوق النقدي بل يتلقى عمولة على قيامه بجمع المؤسسات العارضة للنقود مع المؤسسات الطالبة لها ولا يظهر اسمه في أي صفقة.
- ✓ **بيوت الخصم:** هي بنوك أو مؤسسات مالية تقترض من طرف من أجل إعادة الإقراض لطرف آخر بنفس تاريخ الاستحقاق.

ثانيا : السوق المالية (البورصة)

ينصرف المعنى الواسع للسوق المالية بأنها مؤسسات مالية تتولى دور الوساطة المالية بين طالبي الأموال وعارضيهها، وتعتبر السوق المالية بأنها " سوق رأس المال طويل الأجل، وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كالأسهم.

I ماهية البورصة

هي سوق مالية، أين يتم البيع والشراء على الأوراق المالية، أو تسمى أيضا سوق التداول على القيم المنقولة بما فيها : (الأسهم والسندات – العملات – السلع والخدمات).

البورصة : هي سوق القيم المنقولة Bourse des valeurs

1. مما تتكون البورصة

تتكون البورصة من السوق الأولي و السوق الثانوي:

1.2. السوق الأولي (سوق الإصدار)

يتم في هذا السوق طرح الأسهم والسندات للبيع لأول مرة في السوق من قبل المؤسسة التي ترغب في الاكتتاب بغرض رفع رأسمالها، أين يتم بيع الأوراق المالية بسعر محدد يسمى سعر الإصدار (وهو سعر غير قابل للتفاوض)، تحدد إدارة الشركة. وهنا عملية **الاكتتاب** تتم مرة واحدة في السوق الأولي أي عملية الإصدار هي غير متكررة وغير دورية.

2.2. السوق الثانوي (سوق التداول)

هو سوق التداول على الأوراق المالية الصادرة سابقا، وهو ما يعرف بالبورصة وتتحدد الأسعار فيه وفق العرض والطلب.

3.3. ادارة البورصة

هي الهيمنة المشرفة على ادارة البورصة (أي تشرف على السوق الأولي والثانوي)، وهي المسؤولة عن تطبيق القوانين المتعلقة بالبورصة من خلال :

- تنظيم الأموال المتعلقة بقاعة التداول،
- نشاط السماسرة،
- مراقبة السوق الأولي والثانوي.

2. الرقابة على البورصة (السوق الأولي والثانوي)

1.2. فيما يخص السوق الأولي:

تقوم ادارة البورصة بمراقبة مدى توفر شروط السوق المالي وتلزم الشركات للدخول في السوق الأولي على ما يلي :

- شروط دخول المؤسسة إلى السوق الأولى :

- 1- أن يكون للمؤسسة رأس مال يصل إلى حد معين قد يختلف من بلد إلى آخر.
- 2- قد تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح لمدة 3 سنوات على الأقل مع تقديم الميزانيات المحاسبية لثلاث سنوات الأخيرة مظهورة من طرف محافظ الحسابات.
- 3- اشهار الاكتتاب لاعطاء معلومات حول المساهمين القدامى، أسعار الأسهم، أيضا تسجل الاوراق المالية في السجل غير الرسمي المؤقت للأسعار في السوق الأولى لمدة سنة، اذا أثبت للمؤسسة عدم وجود تحايل هنا لها الحق في تداول هذه الأوراق في السوق الثانوي.

2.2. فيما يخص السوق الثانوي:

1. تلتزم الشركات بنشر معلومات عن نشاطها الاقتصادي والمالي.
2. تقوم باصدار تقارير حول نشاطها كل 3 أشهر،
3. تسيّر وتراقب الجدول الرسمي للأسعار.

والفرق بين السوق الأولى والثانوي:

السوق الأولى هو سوق لتغطية الاحتياجات المالية والسوق الثانوي هو سوق لاسترجاع رؤوس الأموال قبل تاريخ الاستحقاق.

3. المتعاملون في البورصة

1- **مؤسسات السوق** : تمثل -AMF- (Autorité de marché financier) ، هي هيئة رقابية على السوق المالي بفرنسا، وتدخل في اطارها مؤسسة **EURO NEXT** ، الذي ينظم قوانين السوق (الأمن – الشفافية- التنمية)، من مهامها :

- السير الحسن للأسواق،
- اعلام المستثمرين،
- حماية المدخرين.
- التسيير والرقابة على النظام الالي لعملية البورصة،
- نشر الأسعار،
- مراقبة الوسطاء.

2- **المستثمرون** : هم اللذين يستثمرون في شتى أنواع السوق : الأسهم- السلع – المشتقات – العملات- العقارات، مما يمكنه الربح أو الخسارة.

3- **المضاربون** : هو نوع من المستثمرين اللذين يواجهون مخاطر أعلى للحصول على أرباح غير عادية.

4- **المراجعون** : هم نوع من المستثمرين اللذين يشترون أوراق مالية في سوق واحدة ومن ثم يبيعونها على الفور في سوق أخرى بغرض الربح من تباين الأسعار.

5- **السماسرة (الوسطاء)** : هو من يقوم بتنفيذ أوامر العملاء فيما يخص البيع أو الشراء. وهنا الوسيط يمنعه القانون من المضاربة لصالحه، أي بيع أو شراء أي ورقة مالية.

4. طرق التداول في البورصة

بعد أن يتلقى الوسطاء الأوامر بالبيع و الشراء يقوم الوسيط بتسجيل هذا الأمر لدى إدارة البورصة لإدراجها في احصائيات السعر ونشرها على اللوح الإلكتروني في القائمة.

❖ **كيف يتم تنفيذ أوامر البيع أو الشراء في البورصة ؟**

أولا : ماذا نقصد بأوامر البورصة

هي تلك الأوامر التي تطرح في سوق الأوراق المالية لإتخاذ قرار الشراء أو البيع من أحد الأصول المالية. هنا يعمل السمسار كوسيط بين العميل والسوق، حيث يقوم العميل بتقديم أمر التداول إلى الوسيط الذي ينفذه نيابة عنه، ثم يتم ارسال الطلب الى متعامل البورصة لجعل المعاملة فعّالة.

مثال : EURO NEXT : متعامل اقتصادي لبورصة باريس، تهيمن على سوق البورصة.

- هنا المستثمر يمكنه وضع أمر التداول الخاص به عبر منصة التداول، أو عبر الهاتف، ويتم اعلامه بجميع التفاصيل قبل التنفيذ إلى حسابه الحقيقي.

ثانيا : ماهي المعلومات التي يجب توفيرها لوضع أمر في البورصة ؟

هنا لكي يتم نقل الطلب إلى السوق ، هنا يطلب الوسيط من المستثمر المعلومات التالية :

- معلومات حول التداول في البورصة :

1- تحديد نوع التداول – بيع أو شراء / Opération ،

2- هوية الورقة المالية / identification،

3- طبيعة الورقة المالية / Nature de titres،

4- حجم الورقة المالية / Quantité،

5- نوع الأمر / Type d'ordre

6- طريقة الدفع / Règlement

7- مدة صلاحية الأمر.

❖ **أنواع الأوامر المتداولة في البورصة**

كل أوامر البورصة تجمع في سجل الأوامر الذي يسمح بمعاينة سعر الشراء والبيع.

1. الأمر بسعر السوق : Ordre au marché :

هو أمر بالشراء أو البيع بسعر السوق للإجابة على سعر السوق الحالي، ويتم استخدام هذا الأمر عندما يرغب المستثمر في تقديم طلبه في أقرب وقت ممكن، وهنا السوق له الأولوية على جميع طلبات سوق الأوراق المالية.

مثال : يعرض دفتر أوامر الطلب على الشراء البيانات التالية :

- دفتر أوامر الطلب :

- 800 ورقة مالية بسعر 5 أورو،
- 500 ورقة مالية بسعر 5.01 أورو،
- 600 ورقة مالية بسعر 5.02 أورو.
- إذا كان المستثمر يرغب في شراء 1500 ورقة مالية من هذه القيمة عن طريق الأمر بالسوق.

اذن هنا كيف سيكون سعر التنفيذ ؟

يتم حساب سعر التنفيذ على النحو التالي :

$$\text{Euro } 5.006 - \frac{(800 * 5) + (500 * 5.01) + (200 * 5.02)}{1500}$$

هنا قد يتم تنفيذ الأوراق المالية بأسعار مختلفة.

2. الأمر بالسعر الأحسن في السوق : Orde à la meilleure limite :

هنا سعر الشراء أو البيع غير معروف مسبقاً، ينفذ الأمر على أحسن سعر للبيع أو على أحسن سعر للشراء، هنا يمكن للمستثمر عدم تنفيذ الأمر بالكامل، أي تجزئة الأمر. وهذا يتوافق مع المستثمر الذي يود سواء الشراء (أي عنده الرغبة في حيازة الأوراق المالية)، أو (يريد البيع بسرعة للحصول على سيولة نقدية).

نفس المثال : لكن تنفيذ الأمر على أحسن سعر

- في هذه الحالة يتم تنفيذ شراء 1500 ورقة مالية جزئياً فقط مقابل 800 ورقة مالية بأحسن سعر 5 أورو، بمعنى سيتم وضع باقي الطلب (800-1500) في دفتر الطلبات بحد أقصى، اذن سعر التنفيذ الجزئي الأول هو 5 أورو.

3. الأمر بالسعر المحدد : Ordre à cours limité :

هنا سعر الشراء أو البيع يحدد مسبقاً من طرف المستثمر، ويسمح لنا هذا الأمر الشراء بأقصى سعر أو البيع بأدنى سعر، أيضاً يحدد لنا درجة الخطر، لكن لا يضمن لنا عدد الأوراق المالية أو الفترة التي سيتم التنفيذ فيها.

4. الأمر بالتوقف عن الخسارة :

هنا سعر التنفيذ غير محدد مسبقاً، بمجرد الوصول الى العتبة يتحول ترتيب العتبة إلى أمر بالسوق.

II . أنواع القيم المنقولة (منتجات السوق المالية)

وتعتبر القيم المنقولة هي تلك القابلة للإنتقال والتداول، منها الصكوك المالية (كالأسهم والسندات) وهي الأكثر استعمالا وتداولاً- أيضا هي سلع قابلة للتخزين والاحتفاظ لمدة طويلة : كالسلع الطاقوية (الذهب والفضة) أو عملات صعبة يتكرر استعمالها (كالدولار والين).

أولا : الأسهم

1. تعريف السهم:

هي ورقة مالية تمثل حصة من رأس مال الشركة، وهي صكوك ملكية تعطي لصاحبها، حامل السهم الحق في : التسيير والرقابة، التصويت والرباح وناتج التصفية. ويمكن تصنيفها إلى أوراق مالية ذات دخل متغير أو ثابت. ويمكن حصر الأنواع الرئيسية للأسهم فيما يلي : (محمد سعيد عبد الهادي، 2012)

الأسهم العادية

السهم العادي يمثل جزءا من ملكية الشركة مصدره السهم و له الحق في التصويت في الجمعية العمومية على القرارات الأساسية ومنها تعيين مجلس الإدارة أو تغييره، و السهم العادي له تاريخ استحقاق، و أصحابه يحصلون على ربح غير محدد و قد يخسرون حتى أصل قيمة السهم لذا يقال أن حملة الأسهم العادية يحصلون على عائد عالي و يتعرضون لمخاطرة عالية.

2.1. الأسهم الممتازة

هي الأوراق المالية الهجينة، هي نوع من الأوراق المالية التي تجمع بعض خصائص الأسهم العادية و السندات معا و لذلك نطلق عليها أوراق مالية مهجنة ،والأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث الملكية، فحامل السهم الممتاز يعتبر مالكا في المنشأة و ليس دائئا، كما أن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق معين فهي دائمة مادامت الشركة قائمة ومستمرة، والمساهم الممتاز يحصل على توزيعات أرباح و ليس فوائد مثل السندات، وبالتالي لا يحق للمساهمين الممتازين طلب افلاس الشركة في حالة عدم قدرة هذه الشركة على دفع توزيعات الأرباح.

أما التشابه بين الأسهم الممتازة و السندات فإن توزيعات الأرباح التي يحصل عليها اصحاب الأسهم الممتازة تعتبر دخلا ثابتا حيث يتم تحديده مقدما عند اصدار هذه الأسهم سواء بنسبة ثابتة أو مقدار معين من السعر الإسمي للسهم الممتاز و نظرا لأن أموال الأسهم العادية تعتبر أموال الغير من الناحية التمويلية (وليس المحاسبية) فإن استخدام هذه الأموال يزيد من درجة المخاطرة المالية للشركة مصدره هذه الأسهم وأخرى ذات دخل ثابت.

هناك أيضا : الأسهم المدرجة في البورصة / و الأسهم غير المدرجة في البورصة.

بالنسبة للأسهم غير المدرجة في البورصة: هي أوراق مالية يتم تداولها خارج البورصة بين المستثمرين وبسعر محدد بينهم، لكن يتعرض هذا الس مشاكل تثبيت السعر والسيولة. أما الأسهم المدرجة في البورصة تتضمن الأسهم الإسمية وأسهم لحاملها.

✓ الأسهم الإسمية: يتم تسجيل المساهمين في السجلات القانونية للشركة، ويتم اعلامهم بشكل مباشر.

✓ **الأسهم لحاملها:** كل عمليات التداول تتم عن طريق الوسيط المالي، الوكيل.

وهناك أوراق مالية ذات الصلة بالسهم : هي أوراق الإكتتاب في السهم هذه الأوراق يتم توزيعها من طرف الشركة المصدرة على المساهمين القدامى لتمكينهم من شراء أسهم إضافية بسعر محدد مسبقاً، ويتم ادراجها أيضا في البورصة، وتتعهد الشركة المصدرة أحيانا باستردادها بسعر الإصدار اذا لم تمارسها خلال حياتها..

2. قيم السهم:

1.2. القيمة الاسمية

وهي القيمة التي تصدر لأول مرة دون علاوة الإصدار، والتي تحددتها الشركة المصدرة ونجدها على ورقة السهم عند الإكتتاب، تسمى أيضا قيمة الإصدار.

2.2. القيمة السوقية

وهي القيمة التي تسجل وفق العرض والطلب داخل البورصة في السوق المالي.

3.2. القيمة الدفترية

وهي القيمة التي تسجل في سجلات الشركة وتمثل حصة من صافي الصول في الشركة، تختلف عن القيمة السمية في حالة وجود احتياطات وأقل في حالة خسارة.

✓ **حقوق الاكتتاب :**

هي مبالغ نقدية تمثل الفرق بين قيمة السهم قبل الاصدار وبعد الاصدار، وهي تعتبر ملكا للمساهمين القدامى. (وهي عبارة عن سهم قابل للبيع والشراء في البورصة).

$$DS = V - E * N / N'$$

V : قيمة السهم قبل الاصدار،

E: قيمة السهم بعد الاصدار،

N : عدد الأسهم القديمة،

N' : عدد الأسهم الجديدة.

وتعطي حقوق الاكتتاب الحق في الشراء للمساهمين القدامى سهم هذه الشركة بسعر الاصدار الجديد، وأخيرا للمقارنة بين قيمة السهم السابقة (القديمة) والحالية (بعد رفع رأسمال الشركة) يستعمل معدل التخفيض التقني.

$$TDT = \frac{\text{القيمة النظرية الجديدة للسهم}}{\text{القيمة السابقة للسهم}}$$

3. معايير الاستثمار في الأسهم

يلجأ المستثمرون والوسطاء عند التعامل في البورصة، تحديدا عملية التداول أي البيع والشراء أو العرض والطلب على الأسهم والسندات إلى مجموعة من المعايير.

1. تحديد النشاط الاقتصادي: بمعنى تحليل الوضعية الاقتصادية لنوع نشاط المؤسسة وهل هو قابل للتوسع أكثر أم أنه مستقر. وذلك بتحديد مردودية السهم.

✓ **مردودية السهم:** أي معرفة الأرباح التي تأخذها الشركة في النهاية.

$$\checkmark \text{ نسبة المردودية} = \frac{\text{أرباح الأسهم}}{\text{سعر الأسهم}} \times 100$$

2. تحديد المخاطر: بمعنى تحديد مخاطر المحفظة المالية (السوق والمنتجات المالية)، ويتحدد ذلك بالمعامل الرياضي B . الذي يقيس درجة حساسية الورقة المالية .

$$B = \frac{\text{COV (RM * RA)}}{\text{VAR (RM)}}$$

RM: هي مردودية السوق، وهي الفرق ما بين القيمة السوقية التي اشترت بها والقيمة السوقية التي بعت بها.

RA: هي مردودية السهم.

وكلما كان:

• معامل $B = 1$ أو يقترب من 1 ، هذا يدل على جودة السهم، ويستحسن الاستثمار فيه.

• معامل B يبتعد عن المركز 1 ، هنا يستحسن عدم الاستثمار في هذا النوع من السهم.

وللموازنة بين المخاطر والأرباح في السوق المالية يجب تنويع الاستثمارات في المنتجات الاستثمارية.

كما نعلم أن الأسهم هي أوراق مالية ذات ملكية، تقيم بالقيمة الاسمية أي (قيمة السهم قبل الاصدار) وتقيم بالقيمة السوقية أي (قيمة السهم بعد الاصدار/ أو رفع رأس المال الشركة)، يوضح كالآتي :

القيمة النظرية للسهم P هي قيمة السهم الجديدة بعد رفع رأسمال .

القيمة النظرية للسهم = قيمة السهم قبل الاصدار + قيمة الاصدار الجديدة/ عدد الأسهم

تمرين رقم 01:

شركة رأسمالها 750.000 سهم، في بداية اصدارها 01/1/2010، سعر السهم الواحد 512 دج. وفي 2011/08/1 قرّرت الشركة طرح 250.000 سهم جديد، السعر الجديد 450 دج. تتوقع الشركة أن عائد السهم يبلغ D 35 دج ، وقيمة المروددية الاقتصادية 4 نسبة مئوية.

المطلوب :

- 1- حدد قيمة السهم P بعد رفع رأسمال؟
- 2- أحسب حقوق الاكتتاب؟
- 3- تحقق أن ثروة المساهمين القدامى لم تتأثر؟ ماهو عدد المساهمين القدامى؟
- 4- أحسب معدل التخفيض التقني؟

- حل التمرين:

1- القيمة النظرية للسهم بعد رفع رأسمال

$$P = \frac{(450 * 850.000) + (512 * 750.000)}{1000.000}$$

$$P = 496,5$$

تمثل قيمة السهم بعد الاصدار

2- حقوق الاكتتاب

وهي المبالغ النقدية التي تعتبر ملكا للمساهمين القدامى

$$DS = 512 - 496,5$$

$$DS = 15,5$$

$$DS = (512 - 450) * 750.000 / 250.000$$

$$DS = 15,5$$

ومنه نجد أن حقوق الاكتتاب تعطي الحق في شراء سهم هذه الشركة بسعر الاصدار الجديد، إذن :

$$إذن : 3 أسهم قديمة = سهم جديد ، يعني : 3 * 512$$

$$1536 \text{ وهي قيمة السهم قبل الاصدار}$$

$$\text{و سعر اسهم اثناء الاصدار هو : 450 دج}$$

$$\text{اي ثروة المساهمين القدامى هي :}$$

$$1986 = 450 + 1536$$

وبمان المساهمين القدامى يحق لهم الشراء بسعر الاصدار الجديد اذن :

$$496,5 * 4 = 1986$$

وبالتالي : ثروة المساهمين القدامى لم تتأثر.

3- معدل التخفيض التقني للسهم

$$TDT = 496,5 / 512$$

$$TDT = 0.9697$$

ثانياً : السندات

1. مفهوم السند

هو ورقة مالية، وهي صكوك مديونية، تمثل ديناً على الذي أصدرها، تعطي لصاحبها (حامل السند) الحق في الحصول على معدل فائدة ثابت سنوي، يسمى بعائد السند وذلك بعد أجل معين يسمى بتاريخ الإستحقاق. وبالتالي، السندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة و المستثمر، و بمقتضى هذا الإتفاق يقوم الطرف الثاني بإقتراض الطرف الأول (الشركة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

والسند يعتبر ورقة مالية ذات دخل ثابت وهي التي تعد مستثمريها بدخل نقدي محدد مقدماً يتم دفعه على فترات دورية، وهذه السندات تعبر عن مديونية أو قروض فالسند هو جزء من قرض طويل الأجل. كما أن عملية الإصدار تتم عن طريق الاككتاب العام، وتكون عادة من طرف الحكومات عبر البنوك الشركات التي تنشأ لهذا الغرض. (علام عبد النور، 2012)

2. مكونات السند

يتضمن السند عادة:

1.2 مبلغ القرض: (القيمة الإسمية للسند)

وهو المبلغ الذي يقرضه المستثمر إلى الشركة أو المؤسسة الحكومية المصدرة للسند، والتي تدفع لأول مرة عند الاككتاب والتي سيتحصل عليها عند تاريخ الاستحقاق.

2.2 معدل الكوبون: (عائد السند)

هو نسبة الفائدة التي يتحصل عليها حامل السند، وغالباً ما يتم دفعها كل ستة أشهر أو كل سنة، وتحسب كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند أو مبلغ القرض.

3.2 تاريخ الاستحقاق

تمثل مدة انتهاء صلاحية السند يتم من خلاله استرجاع رأس المال ومعدل الفائدة.

و من ناحية أخرى نقول أن السندات تعتبر ذو تكلفة بسيطة على الشركة تتمثل في سعر الفائدة بعد استئزال الوفر الضريبي للفوائد و فيما يلي أهم أنواع السندات:

- السندات الحكومية ؛

- سندات الشركات ؛

- **سندات مضمونة من الخارج:** وهي السندات التي تكون مضمونة من طرف خارج المؤسسة، كالبنوك مثلا.
- **سندات الرهن:** وهي السندات التي تكون مضمونة بجزء من أصول الشركة،
- **سندات الدخل:** وهي السندات التي تعطي لصاحبها إلى جانب معدل الفائدة دخلا سنوي إضافي مخصص لأرباح الشركة وهذا لتشجيع أصحاب السندات الصغيرة للشراء) ؛
- **السندات القابلة للتحويل.**

ثالثا: معايير الاستثمار في السندات

يتأثر سوق السندات أو (سوق الدين) بالظروف الإقتصادية السائدة : كالتضخم - ومستوى النمو الاقتصادي، على عكس السهم. وفي هذه الحالة يعرف المستثمر مسبقا نسبة أرباحه عند الإستثمار في السندات على عكس السهم، لذلك تسمى السندات بأوراق مالية ذات الدخل الثابت.

ويحدد المستثمر المبلغ المناسب لشراء السندات حسب الظروف الإقتصادية، فلو كان يتوقع ارتفاع نسبة التضخم يكون غير مستبعد للشراء بمبلغ كبير. لكن المشكل هنا في سوق الدين هو معدل الفائدة، فهناك وكالات متخصصة في التصنيف الإئتماني منها وكالة (Moody's) ، تصنف الدول والشركات

1. الوكالات تصنف الدول حسب :

- المجموع الكلي للديون: نسبة الديون من نسبة الناتج المحلي الجمالي،
- وحجم عجز الموازنة .

2. الوكالات تصنف الشركات حسب :

- قوة مركزها المالي،
- اجمالي الديون .

فالدول التي ليس لها ديون كبيرة تدخل ضمن التصنيف الجيد AAA ، وقد تصل نسبة الإقتراض إلى 4 % في هاته الدول. والدول التي لها ديون كبيرة تدخل ضمن التصنيف D ، وقد تصل نسبة الإقتراض إلى 40 % في هاته الدول. إذن بالرجوع إلى أدوات الدين، يعتبر السند قرض يكون فيه مشتري السند هو الشخص الدائن والمؤسسة المصدرة هو الشخص المدين.

أولا : يمكننا شرح السندات بجزئها الأول : إصدار السندات و جزئها الثاني هو : الإستثمار في السندات.

- بالنسبة لإصدار السندات

يجب علينا معرفة القيمة الحالية لمبلغ السندات (الإسمي) والقيمة الحالية للفوائد المدفوعة في نهاية كل سنة. لأن سعر بيع السندات عند اصدارها بالنسبة للمؤسسة المصدرة هو نفسه سعر شراء السندات بالنسبة للمستثمر .

سعر بيع السندات = القيمة الحالية للفوائد المدفوعة + القيمة الحالية لمبلغ السندات الإسمي

- لماذا تحتسب القيمة الحالية لسعر السند ؟ لأن قيمة الدينار في الوقت الحالي، ليست هي نفسها قيمة الدينار في المستقبل، وذلك بناء على سعر الفائدة السوقي، أي أن قيمة الدينار ستتناقص مع مرور الوقت بسبب التضخم وبالتالي ستتناقص قيمة السند.

- بالنسبة للإستثمار في السندات:

تقوم المؤسسة بشراء سندات، فإن السندات تعتبر في هذه الحالة استثمار لحصولها على إيرادات (فوائد). وتظهر كأصل غير متداول مع تحصيل القيمة الاسمية للسند في تاريخ الإستحقاق، بالإضافة إلى الفوائد الدورية التي تكون في نهاية كل سنة أو نصف سنة.

✓ هنا تقوم المؤسسة بشراء السندات كإستثمار في الحالة الآتية:

1. شراء السندات بالقيمة الاسمية :

أي معدل الفائدة الاسمي = معدل الفائدة السوقي. ويعني ذلك أن القيمة الحالية لشراء السندات = القيمة الاسمية للسند .

2. شراء السندات بعلاوة الإصدار :

أي معدل الفائدة الاسمي < معدل الفائدة السوقي. وهنا تكون : القيمة الحالية لشراء السندات < القيمة الاسمية للسند.

يسبب الفرق بين معدل الفائدة الاسمي والسوقي زيادة في إيراد المستثمر يظهر في الفائدة، فيتم التعويض عنها يجعل المستثمر يدفع زيادة عن القيمة الاسمية للسند. لأن من مصلحة مصدر السند (المقترض) هو بيع السندات بسعر الفائدة السوقي، فيقوم المستثمر (مشتري السند) بتعويضه عن فرق الفائدة.

مثال :

اشترت مؤسسة سندات بقيمة 10.000 دج لمدة 3 سنوات وبسعر فائدة اسمي 6 % وكان سعر الفائدة السوقي هو 4 %.

اذن:

1. الفوائد على السند التي تحصل عليها المؤسسة (في ظل معدل الفائدة الاسمي)

$$10.000 * 6 \% = 600 \text{ دج}$$

2. الفوائد على السند (في ظل معدل الفائدة السوقي)

$$10.000 * 4 \% = 400 \text{ دج}$$

اذن تتحمل المؤسسة تكاليف على الفوائد سنويا تقدر ب 200 دج ومجموعها على مدار 3 سنوات : $200 * 3 = 600 \text{ دج}$.

لذلك تعوض المؤسسة المصدرة هذا الفرق بأصدار سندات بسعر أعلى من قيمتها الاسمية .

(الفرق بين سعر السند عند الإصدار وبعد الإصدار) أي علاوة الإصدار، لذلك يصبح سعر بيع السند = 15.000 دج على أساس سعر الفائدة السوقي $15.000 * 4 \% = 600 \text{ دج}$ ، وهو سعر السند الاسمي.

رابعاً : العلاقة بين سعر السند وسعر الفائدة

القاعدة تقول : مع ارتفاع أسعار الفائدة تنخفض أسعار السندات، ويتم إصدار سندات جديدة بسعر الفائدة المرتفع الحالي، ما يعني أن السندات الحالية ذات أسعار فائدة منخفضة تكون أقل قيمة.

معدل الفائدة المتغير (المستحدث) هو في الغالب العامل الذي يجب أخذه بعين الاعتبار.

إذا حاولت بيع سنداتك في سوق ثانوي قبل أن يصل إلى مرحلة الإستحقاق، فإذا كان السند أقل من سعر الفائدة الحالي، فقد ينهي بك الأمر إلى خسارة المال .

مثال:

نفترض أن مؤسسة حكومية قامت بإصدار سند قيمته الإسمية 1000 دولار بعد أجل الإستحقاق عامين وبمعدل فائدة 10% يتم دفعها كل نصف سنة.

اذن هنا :

- معدل الكوبون : سعر السند * معدل الفائدة.

ت ع : $1000 * 10\% = 100$ دولار . والكوبون النصف السنوي هو : 50 دولار. اذن هذه الدفعات ستستلمها مقابل كل قسيمة (فائدة) وبعد عامين ستحصل على :

50 دولار + 1000 دولار = 1050 دولار.

▪ لنفترض أن سعر الفائدة سيرتفع مقارنة بقيمة السند الآن وذلك يعني أن سعر الفائدة مرتفعة مقارنة مع نسبة المخاطرة في الإستثمار في هذا السند.

▪ إذا كان مالك السند بحاجة إلى سيولة ول يمكنه الإنتظار إلى غاية تاريخ الإستحقاق 24 شهر لإسترجاع أمواله فهنا يمكنه :

▪ أن يتفق مالك السند مع مستثمر آخر على بيع السند بشرط أن يشتريه المستثمر الثاني بسعر أقل من 1000 دولار لأنه يتوقع أن سعر الفائدة سيرتفع من 10% إلى 15%.

إذن السؤال المطروح :

- ما هو السعر الذي يدفعه صاحب السند للحصول على قيمة 1000 دولار بعد عامين؟

ت ع:

$$\frac{1000}{(1+10\%)^2} = \frac{c}{(1+i)^n} = P \text{ القيمة الحالية للسند}$$

اذن : القيمة الحالية للسند هي : 826 دولار، اذن سأدفع الآن 826 دولار للحصول بعد عامين على 1000 دولار.

✓ إذا ارتفع سعر الفائدة إلى 15% في العام الثاني، فهنا المستثمر يتوقع مبلغ أكبر يدفع من القيمة التي يعود عليها هذا السند.

ت ع : $P = \frac{1000}{(1,15)^2}$ ، إذن القيمة الحالية للسند أصبحت 856 دولار. أي هنا المستثمر يشتري

السند بقيمة 756 دولار ليحصل على 1000 دولار بعد عامين.

✓ إذا انخفض سعر الفائدة إلى 5 % ،

$$ت ع : \frac{1000}{(1,05)^2} = P = 907 \text{ دولار}$$

- عندما يرتفع العائد المتوقع إلى 15 % = تتخفض قيمة السند إلى 756 دولار،

- عندما ينخفض العائد المتوقع إلى 5 % = ترتفع قيمة السند إلى 907 دولار .

إذن نستخلص من خلال ما سبق، أنه عندما تنخفض أسعار الفائدة، يجذب المستثمرون إلى شراء هذه السندات، فيزداد الطلب على هذه السندات ، وبالتالي ترتفع قيمة السند. هنا حامل السند يستفيد من انخفاض اسعار الفائدة لإعادة بيع هذه السندات .

- **عندما تنخفض أسعار الفائدة:**

يصبح من السهل اقتراض الأموال لأن سعر الفائدة هي تكلفة بالنسبة للمقترضين. مما يتسبب في قيام العديد من الشركات باصدار سندات جديدة لتمويل المشاريع الجديدة، وسيؤدي هذا إلى زيادة الطلب على السندات ذات العوائد المرتفعة، وبالتالي ارتفاع أسعار السندات.

- **عندما ترتفع سعر الفائدة:**

عندما ترتفع تكلفة الإقتراض، يقل اصدار السند، يقل الطلب على السندات، وبالتالي تنخفض قيمة السندات .

خامسا : أهم مخاطر الإستثمار في السندات

من أهم مخاطر الاستثمار في السندات، هو خطر إعادة الإستثمار. لنفترض أنك اشترت السندات مقابل 1000 دولار وكانت بها قسيمة بنسبة 5 % عند شرائها، بالنسبة لهذه السندات ستحصل على 50 دولار سنويا، يمكن إعادة استثمارها في شراء السندات مرة أخرى. لكن سعر القسيمة اذا انخفض الى 1 % هذا يعني أن 50 دولار التي قمت باستثمارها في السندات لا تجني الآن سوى 0.5 دولار سنويا كقوائد.

المحور السابع : المشتقات المالية

تمهيد:

شكلت التقلبات الاقتصادية الكبيرة التي عرفت اقتصاديات الدول خلال السبعينات كأزمة تدهور أسعار السلع الدولية (أسعار المحروقات) خطرا كبيرا على أداء الشركات (ربحية الشركة وحصتها السوقية)، مما أدى ذلك إلى ظهور ابتكارات مالية جديدة للتقليل أو الحد من هذه المخاطر (مخاطر تقلبات أسعار السلع- وأسعار العملات وأسعار الفائدة الدولي).

1. ماهية المشتقات المالية

هي أداة مالية تعتمد قيمتها وخصائصها على قيمة وخصائص الأصل الأساسي محل التعاقد والذي يمثل اما (أسهم أو سندات، عملات، سلعة دولية)، وتستخدم بهدف التحوط ضد مخاطر تغير سعر الأصل الأساسي في المستقبل.

- ومن هذا التعريف نجد أن المشتقات المالية هي :

- 1- عقود مالية تتم بين طرفين، البائع (بائع العقد) والمشتري (مشتري العقد) بتبادل أصل معين في زمن معين وبسعر محدد مسبقا (يوم تاريخ العقد)، وبالتالي هو "عقد مؤمن".
- 2- تسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر بناء على أداء الأصل محل التعاقد.

2. أهمية المشتقات المالية

1.2 أهميتها في الحد من المخاطر

يعتبر الحد من المخاطر أو تجنبها من أهم الأغراض التي أدت إلى استخدام المشتقات المالية، حيث أن هذه الأدوات إذا تم حسن استخدامها والرقابة عليها، ستساعد الشركة في إدارة مخاطرها. وإذا تم سوء استخدامها من حيث كثرة المضاربة، هنا سيتعرض المتعاملين إلى مستويات من المخاطرة.

وبالتالي، المشتقات المالية لا تلغي المخاطر من السوق، وإنما تعيد توزيعها فقط بثمن أي بتكلفة وهي (تكلفة العقد)، حيث تستخدم هذه الأدوات لتجزئة المخاطر وتقسيمها على الراغبين في تحملها. وهم اللذين يفترض أن تكون لديهم أدوات لقياس التنبؤ بالمخاطر، مما يؤدي بدوره إلى التحكم في تكلفة المخاطر وتوزيعها.

2.2 أهميتها في زيادة إيرادات المنشآت

في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية في زيادة عدد المتعاملين مع المؤسسات المالية، أصبحت المشتقات المالية تحقق مزايا في جلب إيرادات جديدة وتنويع المحافظ الاستثمارية. وبعبارة أخرى، زيادة استخدام العقود المالية المشتقة بغرض المضاربة سيمكن المنشأة من زيادة إيراداتها، حيث يعتقد المضارب أن أسعار السوق للأدوات المالية، أو السلعة أو المؤشرات المرتبطة بها سوف تتغير، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكن أن تتيح صافي تدفق نقدي إلى الداخل، أو سيتم بيعها مستقبلا بأرباح.

3. أنواع المشتقات المالية

تتكون الأدوات المالية المشتقة من :

1. العقود الأجلية، 2. المستقبلية، 3. عقود الخيار، 4. عقود المبادلات.

1. العقود الأجلة

هي عقود بيع أو شراء أصل معين (عيني أو نقدي) بتاريخ معين وبسعر محدد مسبقا ومتفق عليه اليوم، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق.

✚ خصائص العقود الأجلة

- هي عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها،
- تتداول في الأسواق غير المنظمة (خارج البورصة)،
- لا يوجد لهذه العقود سوق ثانوية.

أول الأدوات التي تم تداولها في الأسواق ير المنظمة هي العقود الأجلة على الصّرف، هذه العقود كانت مستعملة بكثرة في القديم، الا أن تطورها اصطدم بمخاطر القروض وغياب السيولة التي ميّزت الأسواق غير المنظمة، لذلك كان لابد من ظهور غرف المقاصة التي تنظم السوق الثانوية.

2. العقود المستقبلية

هي عقود اجلة، لكنها قابلة للتداول في البورصة، وهي عقود إلزامية بحيث يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى وسيط مالي يسمى (بالهامش المبدئي)، بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته اتجاه الطرف الآخر.

1.2. مزايا العقود المستقبلية

2. متطلبات الهامش منخفضة ورافعة مالية مرتفعة، لأن الدفعة الأولى هي من 10 إلى 30 من قيمة العقد،
3. أداة للتحوط (الحماية من تقلبات السوق)،
4. الاستفادة من تقلبات السوق الصاعدة أو الهابطة،
5. تكلفة المعاملات منخفضة.

1.2. المقارنة بين الأسهم والعقود المستقبلية على الأسهم

يمكننا وضع الفرق بين الأسهم (كأدوات مالية كلاسيكية) و العقود المستقبلية على السهم (كأدوات مالية حديثة) الاتي:

1. الملكية		2. الحق في توزيع الأرباح والتصويت		3. الدفعة المطلوبة	
العقود	الأسهم	العقود	الأسهم	العقود	الأسهم
لا يوجد	يوجد	لا يملك الحق	يملك الحق	10% إلى 30%	المبلغ كاملا

3.2. المقارنة بين شراء السهم وشراء عقد مستقبلي على السهم

مثال: يمكن أن نوضح ذلك كالآتي:

شراء عقد مستقبلي على السهم		شراء السهم	
سعر السهم الواحد	كمية الأسهم	سعر السهم الواحد	كمية الأسهم
5 دج	40.000 سهم	5 دج	40.000 سهم
الهامش نقدا = 10 % من ثمن العقد القيمة المطلوبة للدفع نقدا = 20.000 دج كدفعة أولية		القيمة الإجمالية للسهم = 200.000 دج يدفع المستثمر القيمة النقدية كاملة	

وللعقود المستقبلية عدة أنواع، تتمثل فيما يلي:

العقود المستقبلية على السلع: هي عبارة عن عقد بين طرفين، يلتزم بموجبه أحد الطرفين تسليم الطرف الآخر مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد. ترد العقود المستقبلية على سلع تتوافر فيها شروط معينة، مثل: المحاصيل الزراعية كالقمح، الذرة، الشعير، القطن، البن، السكر والأرز، ومن المعادن كالذهب والفضة، ولا ترد العقود المستقبلية على السلع المصنعة كالسيارات، أو السلع غير القابلة للتخزين.

العقود المستقبلية على الأوراق المالية: تتفرع العقود المستقبلية على الأوراق المالية إلى:

- **العقود المستقبلية على الأسهم:** لا تختلف صورة العقود المستقبلية على الأسهم عن صورة العقود المستقبلية على السلع، لان الأسهم تمثل حصة شائعة من موجودات الشركة التي تشمل: السلع، الأراضي، العقارات والمعدات... الخ.
- **العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت:** تعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة، هي عبارة عن العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائعه، وتستخدم للتغطية ضد مخاطر التقلبات الحاصلة لأسعار الفائدة على الأوراق المالية، وتستخدم أيضا لغرض المضاربة مثلها مثل أنواع العقود المستقبلية الأخرى. أغلب هذه العقود يتم احلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.
- **العقود المستقبلية على العملات:** تسمى أيضا بمستقبليات العملات، وتعرف بأنها اتفاق بين طرفين، يتم بموجبه شراء أو بيع معياري من عملة معينة مقابل عملة أخرى على سعر صرف محدد، على أن يتم التسليم أو الاستلام في تاريخ لاحق مستقبلا.
- **العقود المستقبلية على المؤشرات:** تمثل التزام بين طرفي العقد، بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود، يمثل الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه أي يوم التسليم، وبين

المبلغ المتفق عليه الذي يسمى سعر الشراء. وهذا الفرق سيدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري في الحالة المعاكسة.

3. عقود الخيارات:

هي عقود مالية تعطي لحاملها الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع أصل معين بسعر ثابت محدد مسبقاً يسمى (سعر التنفيذ) من خلال تاريخ معين يسمى (تاريخ الإستحقاق)، مقابل دفع علاوة تسمى (علاوة الخيار). وفي هذا العقد لا يترتب على مشتري الخيار الإلتزام ببيع أو شراء، وإنما يمنحه مجرد حق التصرف في الأصل، ويصبح المشتري مالكا للخيار بمجرد دفع قيمته، وتشكل هذه الخيارات أهم نشاطات الأسواق المالية في البيوع الأجلة في الوقت الحاضر (نبال محمود قصبه، 2011).

وتحتل عقود الخيارات موقعا مميزا في أسواق المال العالمية مثل بورصة الخيارات لهيأة شيكاغو " CBOE التي تعد البورصة الأولى في العالم التي قدمت عقود خيارات منظمة، وحصلت هذه العقود على منزلة متميزة لما لها من دور كبير في تخفيض المخاطرة الناتجة عن التقلبات الكبيرة في أسعار الاستثمارات.

1.2. عناصر عقد الخيار

- 1- بائع العقد ومشتري العقد،
- 2- تاريخ العقد (تاريخ التنفيذ أو الإستحقاق)
- 3- نوع الأصل محل التعاقد (سهم، سند، عملة، سلعة)
- 4- كمية العقود،
- 5- سعر التنفيذ، أي السعر الذي يتم به تسوية العقد
- 6- علاوة الخيار، أي المبلغ الذي يدفعه مشتري الحق إلى بائع الحق، ويكون هذا الأخير ملزما بالبيع إذا قرّر المشتري الشراء.

ملاحظة:

ثمن الخيار: هو ليس ثمن الأصل وإنما فقط عربون يعطى لصاحبه الحق في التصرف في الأصل وليس في امتلاك الأصل.

$$\text{علاوة الخيار} = \text{سعر السوق} - \text{سعر التنفيذ}$$

مثال:

شخص يود الاستثمار في شركة فايسبوك، ولديه معطيات من خلال مراقبة السوق أن سعر سهم الفاييسبوك اليوم هو 100 دولار، ولديه توقعات بأن سعر السهم في السوق سيرتفع بعد 3 أشهر إلى 150 دولار. وقد تم تحديد سعر التعاقد عند 130 دولار (سعر التنفيذ)

المطلوب: كيف سأستفيد من هذه المعطيات؟

- في هذه الحالة، المستثمر ليس له المبلغ الكامل لشراء 1000 سهم ب 100 دولار، إذن سيقوم بدفع عربون يسمى (مبلغ الخيار) قيمته مثلا : 2000 دولار، وبعد 3 أشهر يقوم بتسديد المبلغ كاملا.
- لكن هنا المستثمر لديه الحق في شراء السهم (عقد الخيار) ب 130 دولار .

الحالة 01: اذا ارتفع سعر السهم إلى 150 دولار خلال 3 أشهر، يعني : (توقعات السوق في نفس توقعات المستثمر). = هنا ينفذ المستثمر شراء الخيار عند 130 دولار (سعر التنفيذ)

- يحقق هنا المستثمر ربح من خلال (ارتفاع السوق) ويحصل على :
 $150 - 130 = 20$ دولار .

- المستثمر له الحق (لان الاسعار في اتجاه توقعاته) والبائع ملزم بتنفيذ العقد لانه قد استلم مبلغ العربون.

الحالة 02: اذا لم يصل سعر السهم إلى 130 دولار ، وصل الى 110 دولار، في هذه الحالة بائع العقد أخذ 2000 دولار ومشتري العقد خسر 2000 دولار.
 اذن الخسارة : هي خسارة فقط ثمن العقد.

3.1. أنواع عقود الخيار

عقود خيار الشراء Call

خيار يمنح لمشتريه الحق في شراء الأداة المالية وبدون إلزام المشتري بالشراء، إن لم يكن السعر قد تحرك لصالحه (سعر السوق)، وذلك عند تاريخ معين وعلى سعر محدد مسبقا (سعر التنفيذ).

عقود خيار البيع Put

خيار يمنح لمشتريه الحق في بيع الأداة المالية بسعر محدد (سعر التنفيذ) في تاريخ معين، وفي المقابل المستثمر البائع له توقع انخفاض قيمة الأصل خلال فترة العقد، فهو يحرر خيار البيع ملزما بأن يشتري من بائع الخيار وفق العقد في حالة رغبة البائع في التنفيذ.

وحسب معيار تاريخ التنفيذ، هناك ثلاثة أنواع لعقود الخيارات تتمثل فيما يلي:

الخيار الأمريكي

يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقا، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار فهو ليس محصورا بتاريخ محدد وانما خلال فترة الخيار.

الخيار الأوروبي

يكون حامل حق الخيار محصور في تاريخ محدد هو آخر مدة الاختيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار الا في هذا التاريخ .

4. عقود المبادلات

يمكن ارجاع منشأ عقود المبادلات (المقايضات) الى عام 1980، عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية. كما عرفت عقود المبادلات على أنها : " اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية". (عبد الكريم قندوز، 2008)

و تعرف كذلك على أنها : " مبادلة أصل معين، بسعر معين محدد مسبقا وقت إبرام العقد أي (سعر الصّرف الحالي)، على أن يتم التسليم بالاجل، في تاريخ لاحق لعائد عملة أو عائد سند."

1.4. خصائص عقود المبادلات

- عقود المبادلات هي اشتراطات يجب تنفيذها لكن لا يوجد هامش مبدئي،
- تتداول هذه العقود خارج منصة التداول الرسمية

2.4. صيغ عقود المبادلات

1. مبادلة أسعار الفائدة،

2. مبادلة العملات،

3. مبادلة السلع.

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة

ان مبادلة أسعار الفائدة تتضمن عملية تبادل في مدفوعات الفائدة، وهي عادة تحدث عندما يحتاج شخص أو مؤسسة الى التحويل بفائدة ثابتة وهو قادر على الحصول على فائدة معومة (متغيرة)، فيحاول إيجاد طرف آخر يحتاج للفائدة المعومة ويكون قادرا على الحصول على فائدة ثابتة والاثنان يدعون طرفي التعاقد.

وهي عبارة عن أدوات مالية تسمح للمؤسسات المالية للمتاجرة بدفعات الفائدة الخاصة بها للحصول على مطابقة (ملائمة) أفضل لتدفقاتها من المدفوعات الخارجة والداخلية، ويتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف الملائمة بين المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية من جهة أخرى. تتركز فائدة طرفي عقد التبديل في تخفيض كلفة اقتراضهما للأموال من السوق من جهة، وإتاحة المجال أمام الشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني للحصول على الأموال بسعر فائدة ثابت لأجل أطول من تلك التي يمنحها السوق من جهة أخرى، وتستعمل بعض هذه الاتفاقيات للتحوط من مخاطرة أسعار الفائدة، ولعقود مبادلات أسعار الفائدة أنواع متعددة، أشهرها هو مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمعومة.

✓ ماذا نقصد بمعدل الفائدة المتغير؟ LIBOR

- هو معدل الفائدة السائد بين البنوك الدولية في الأجل القصير التي تقرض به البنوك مع بعضها البعض، سواء كان القرض بالدولار أو باليورو.

2. عقود مبادلة العملات

هي عبارة عن مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى. ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما الى قرض بعملة أخرى.

وهي عبارة عن " مبادلة سلسلة من التدفقات النقدية بعملة معينة مقابل سلسلة من التدفقات النقدية من عملة أخرى، بسعر محدد مسبقا (سعر الصّرف الحالي) على أساس تسليم العملة بالأجل." وتستعمل للتحوط ضد مخاطرة أسعار الصرف الأجنبية خلال مدة من السنين بدلا من التعاقد لمدة واحدة من الزمن.

1.2. خصائص عقود المبادلات

1. هو سلسلة من العقود الأجلة،
2. عقود المبادلات ليست قروض، وبالتالي لا تؤثر في قائمة المركز المالي لطرفي العقد (هي ليس إلزاما)،
3. لا توجد قيمة مبدئية كما في العقود المستقبلية، فقط اشتراطات يجب تنفيذها،
4. تستخدم لإدارة المخاطر ولأغراض المضاربة.

✓ ما الفرق بين عقود مبادلة العملات والعقود الأجلة؟

- تتفق عقود المبادلات مع العقود الأجلة أنها تتداول في الأسواق غير المنظمة، اذ هي أدوات مالية مرتفعة المخاطر التي تتداول من خلال السمسرة فقط نتائج الصفقة تدخل البورصة.
- العقود الأجلة تنطوي على أصل عل غرار عقود المبادلات لا تقوم على أصل يشتق منه أصل، لكنها تقوم على فكرة التبادل فقط.

2.2. الية مبادلة العملات

تمرين رقم 02:

- عقدت الشركة A اتفاقية مبادلة (1 مليون يورو) بمعدل فائدة على اليورو هو 6 % لمدة 5 سنوات. بمكافئها من الدولار مع الشركة B . معدل الفائدة على الدولار هو 4.5 ، فإذا كان سعر الصّرف اليورو دولار هو 1.4

المطلوب:

- متى تدفع هاته المبادلات؟
- اذن تدفع هذه المبادلات نهاية كل سنة، وهذه الاتفاقيات ستتم في شكل تيار من التدفقات النقدية باليورو من الشركة A إلى الشركة B .
- إذن أولا يجب حساب الفوائد السنوية.

حل التمرين:

1. الفوائد السنوية التي تدفعها الشركة (A) إلى الشركة (B):

ت ع:

- نهاية السنة الأولى: مليون يورو * 6 % = 60 ألف يورو
- السنة الثانية، السنة الثالثة، السنة الرابعة، = تدفع نهاية كل سنة 60 ألف يورو .
- نهاية السنة الخامسة = تدفع مبلغ المبادلة + الفوائد السنوية
- مليون يورو + 60 ألف يورو = 1.060.000 يورو.
- اذن التيار المكافئ هو بالدولار، نحول الى سعر الصّرف
- مليون يورو * 1.4 = 1.400.000 دولار. ونحسب الفوائد السنوية.

2. الفوائد السنوية التي تدفعها الشركة (B) إلى الشركة (A):

مبلغ المبادلة للتيار المكافئ هو : 1.400.000 دولار

الفوائد التي تدفع هي : 1.400.000 دولار * 4.5 % = 63 ألف دولار.

- اذن نهاية كل سنة تدفع : 63 ألف دولار.
- ونهاية السنة الخامسة تدفع: 1.400.000 دولار + 63 ألف دولار = 1.463.000 دولار.
- ويمكن توضيح الية عمل مبادلة العملات في الجدول التالي:

التدفقات النقدية	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5
التدفقات باليورو	60.000	60.000	60.000	60.000	1.060.000
التدفقات بالدولار	63.000	63.000	63.000	63.000	1.463.000

- نلاحظ من الجدول، بعد انتهاء تاريخ الاستحقاق (5 سنوات)، تم مبادلة تيار من التدفقات النقدية باليورو مع تيار من التدفقات النقدية بالدولار، أي الشركة (A) بمبادلة 1.060.000 يورو الشركة (B)، مقابل 1.463.000 دولار .

أنواع أخرى من المبادلات ...:

- إن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادلاً لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات، لذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها، ومن بين أنواع الأخرى لعقود المبادلات، نجد : مبادلة أصل الدين، مبادلة حقوق الملكية، المبادلات السلعية،... الخ. لا تزال المشتقات المالية محل جدل واسع في أوساط الاقتصاديين ورجال المال بين أهميتها البالغة في الاقتصاد الحديث من جهة، وتهديداتها بفصل الاقتصاد الحقيقي عن الاقتصاد المالي من جهة أخرى. وبالنسبة لعقود المبادلات، هناك جدل قائم واختلاف الآراء إذا كانت المبادلات من المشتقات المالية أم لا ؟

الرأي الأول : المبادلات ليست من عقود المشتقات

هو رأي قوي يستند على حجج قوية منها:

1. المشتقات هي أدوات تعاقدية، تكتسب قيمتها من قيمة الأصل محل العقد، لكن هنا في المبادلات لا يوجد أصل يشتق منه أصل، وبالتالي لا تتغير قيمتها.
2. المبادلات تقوم على فكرة التبادل، تبادل سلسلة من التدفقات النقدية المتغيرة مع الثابتة.

الرأي الثاني : المشتقات المالية تتضمن المبادلات

أو المبادلات هي إحدى صيغ المشتقات المالية نتيجة توفر العديد من الخصائص منها:

1. عقد المبادلات مثله مثل باقي المشتقات ينطوي على أجل،
2. تتفق المبادلات مع العقود الأجلة، أنها تتداول في الأسواق غير الرسمية،

3. عقود المبادلات هي عقود غير متجانسة، هي غير نمطية لذلك لا تتداول في الأسواق الرسمية، هذه الخاصية تقرب عقود المبادلات من العقود الأجلة، وتميّزها عن العقود المستقبلية، لأن العقود المستقبلية هي عقود نمطية.

الخاتمة

في تناولنا لموضوع المالية الدولية إنتهينا إلى عدد من النتائج والتوصيات نعرض أهمها في النقاط التالية:

النتائج

انتهت الدراسة إلى مجموعة نتائج تتعلق بأهمية التحرير المالي في إطار العولمة المالية، وذلك من خلال تشجيع التمويل المباشر الذي يزيد من مرونة الأسواق في ظل حرية أسعار الصّرف.

إلى جانب ذلك، توصلنا من خلال المحاضرات ، أن التحرير المالي يتطلب تثبيت الاقتصاد الكلي وتخليصه من الاختلالات التي يعاني منها، ذلك بتطوير بنيته الأساسية، ويتبع ذلك تحرير القطاع المالي بتحرير الحساب الجاري من ميزان المدفوعات، الذي يعقبه تحرير حساب رأس المال.

وفي مجال الأسواق المالية، يتطلب تنمية سوق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار الدولي وكافة أشكال التمويل الدولي.

المراجع باللغة الأجنبية

- CHARLES OMAN. (1984). *les nouvelles formes d'investissement dans les PVD*. paris.
- Emmanuel Nyahoho .(2002) .*Finance internationales : théorie, politique et pratique*. Presses de l'université du Québec.
- Ghosh A, Gulde A.M, & Wolf H. (2003). *Exchange Rate Regime : Choices and Consequences*. Cambridge: Mass: MIT, press.
- Henri Bourguinat. (1992). *Finance internationale*. Presses universitaires de france.
- Levy-yeyati E, & Sturzenegger.F. (2002). To Float or to Fix: Evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *American Economic Review*, 93(4), pp. 1-49.
- Milton Friedman. (1992). *Episodes in Monetary History*. paris: Dunod.
- OCDE. (2008). *Définition de référence des investissements directs internationaux*. Paris.
- Paul Krugman ،Maurice Obstfeld .(2003) .*International economics: theory and policy* . USA: Pearson education.
- Sergio L, & Schmukler. (2004). *Benefits and Risks of Financial Globalization: Challenges fr Development Research Group*. World Bank.
- Sami BOUZID .(2021) .L'essentiel à savooir sur la gloobalisation financière.
- TERSEN Denist, & JEAN-Luc BRICOUT. (1996). *L'investissement international*. paris: ARMAND COLIN.
- ZOUIMA Rachid. (1992). Investissement international. *revue international de droit public*(3), p. 381.

المراجع باللغة العربية

- عبد الرحيم شبيبي، سمير بطاهر، سيدي محمد شكوري. (2010). القدرة عل الاستمرار في تحمل المديونية الخارجية بالجزائر. *مجلة دقاتر*(6)، صفحة 14.
- عبد الكريم قندوز. (2008). *الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق*. لبنان: مؤسسة الرسالة ناشرون.
- علام عبد النور. (2012). *دور صناعة الصكوك الاسلامية في تحقيق التمويل المستديم*. جامعة سطيف.
- محمد سعيد عبد الهادي. (2012). *الادارة المالية*. الأردن: دار حامد للنشور.
- محمد فرح عبد الحليم. (2013). *الأسواق المالية والبورصات*. صنعاء: جامعة العلوم والتكنولوجيا.
- نبال محمود قصبه. (2011). دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية. *مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية*، (10)12.
- هجير عدنان زكي أمين. (2008). *الاقتصاد الدولي*. دمشق، سوريا: دار الفكر.

- صندوق النقد الدولي. (2009). دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي. الطبعة السادسة.
- مرجع ميزان المدفوعات. (1992). واشنطن: صندوق النقد الدولي.

