



جامعة - أحمد زيانة- غلزلان  
كلية العلوم الاقتصاية، العلوم التجارفة  
و علوم التسبفر

# مطبوعة محاضرات حول المائفة الدولفة

موجهة لطلبة الماسفر: ففص مائفة و فجارة دولفة

من اءراء

الءكفورة: مءفاف صابرفنة

السنة للامعفة: 2021-2020

## فهرس المحتويات

الصفحة	الفهرس	
2	فهرس المحتويات .....	
5	تقديم المطبوعة .....	
<b>الفصل الأول: مدخل إلى المالية الدولية</b>		
7	مفهوم المالية الدولية.....	أولاً:
9	دور النقود في المالية الدولية : .....	ثانياً:
10	تطور نظام النقد الدولي.....	ثالثاً:
10	الخلفية التاريخية .....	
10	نظام الذهب الكلاسيكي (1870-1914).....	-1-
10	نظام الاسعار المرنة و القيود ( 1914-1944):..	-2-
11	نظام بروتن وودز و صندوق النقد الدولي ( 1944-1973).....	-3-
<b>الفصل الثاني: ميزان المدفوعات</b>		
16	مفهوم و مكونات ميزان المدفوعات.....	أولاً
18	توازن و تكييف ميزان المدفوعات	ثانياً
20	الاختلال في ميزان المدفوعات:.....	ثالثاً
23	تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات.....	رابعاً
<b>الفصل الثالث: العملات الأجنبية و تسوية أسعارها ( Forex )</b>		
26	أهمية التعامل بالعملات الأجنبية : .....	أولاً
26	أدوات تنطوي على التعامل بالعملات الأجنبية.....	ثانياً
28	الفرق بين السوق النقدية و سوق العملات.....	ثالثاً
29	التفاعل بين السوق النقدية و سوق العملات.....	رابعاً

30	الأسواق الرئيسية للعملة الأجنبية:.....	خامسا
32	العملاء في سوق العملات الأجنبية و المعاملات التي تتم فيه .....	سادسا
35	العملات المتداولة في سوق العملات الأجنبية .....	سابعا
الفصل الرابع : أنظمة سعر الصرف.....		
39	نظام سعر الصرف الثابت .....	أولا
40	نظام سعر الصرف المرن.....	ثانيا
41	نظام الرقابة على الصرف .....	ثالثا
الفصل الخامس: النظريات المحددة لسعر الصرف		
46	نظرية تعادل القوى الشرائية.....	أولا
50	نظرية تكافؤ معدلات الفائدة.....	ثانيا
52	نظرية توازن حقيبة الاوراق المالية .....	ثالثا
الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية		
54	تعريف الأسواق المالية الدولية	أولا
54	اسباب ظهور الاسواق المالية الدولية	ثانيا
55	وظائف الاسواق المالية الدولية .....	ثالثا
55	المتعاملون في الاسواق المالية الدولية .....	رابعا
56	الاستثمار في الاسواق المالية الدولية .....	خامسا
58	الآلية التعامل في اسواق الاوراق المالية الدولية .....	سادسا
الفصل السابع: اسواق السندات الدولية		
62	السندات الأوروبية	أولا
63	السندات الأجنبية	ثانيا
64	الاشكال المختلفة للسندات الدولية	ثالثا
67	عناصر النظام المالي لاصدار السندات	رابعا
الفصل الثامن : المشتقات المالية ..		
69	: مفهوم و تعريف المشتقات المالية:.....	أولا
70	ادوات المشتقات المالية " .....	ثانيا
70	عقود الخيار .....	-1-

74	العقود المستقبلية .....	-2-
80	عقود المبادلات " .....	-3-
<b>الفصل الثامن: الشركات المتعددة الجنسيات</b>		
85	المفهوم و الأهمية و النشأة للشركات المتعددة الجنسيات	أولا
88	الاستراتيجيات و الاهداف المالية للشركات المتعددة الجنسيات	ثانيا
89	تنظيم الشركات المتعددة الجنسيات	ثالثا
<b>الفصل العاشر : العمليات و النشاطات الدولية</b>		
93	الصادرات.....	أولا
94	اتفاقيات الترخيص الدولي .....	ثانيا
95	اتفاقيات الامتياز الدولي .....	ثالثا
96	عقود الادارة في الخارج .....	رابعا
96	العقود الاخرى في الخارج .....	خامسا
97	الاستثمارات المباشرة في الخارج .....	سادسا
100	التحالفات الاستراتيجية .....	سابعا
101	راس مال الخطر.....	ثامنا
<b>الفصل الحادي عشر: الازمات المالية</b>		
103	تعريف الأزمات المالية .....	أولا
103	مؤشرات الازمات المالية.....	ثانيا
105	اسباب الازمات المالية .....	ثالثا
107	عرض امثلة ونماذج عن ابرز الازمات المالية.....	رابعا
117	قائمة المراجع	

## تقديم المطبوعة :

تحتل دراسة العلاقات الاقتصادية الدولية فيما بين مختلف دول العالم مكاناً متميزاً في الفكر الاقتصادي، و أمام تزايد أهمية و حجم المعاملات المالية الدولية ظهرت المشكلات المتعلقة بالتعامل بالعملة العالمية الرئيسية و العملات الدولية من حيث أسعار الصرف و أسعار الفوائد على هذه العملات، فعلى صعدى الشركات تؤثر أسعار الصرف تأثيراً مهماً و مباشراً على المبيعات و التكلفة و الأرباح، أما على صعيد الدول فتؤثر أسعار الصرف على الاستقرار النقدي و النمو الاقتصادي و ميزان المدفوعات.

و أصبحت هذه العناصر و التعاملات الرئيسية تجر المنشأة أو المستثمر على القيام بالنشاط المالى دولياً مثل الاستثمار المباشر و غير المباشر و الاستيراد و التصدير و المضاربات الدولية، و الحصول على مصادر تمويل دولية و كذلك العمليات الانتاجية و التسويقية الدولية.

ان ذلك يتطلب الإلمام بالتعامل بأسواق تحويل العملات و بأدوات التعامل في هذه الاسواق التي تتطلب أيضاً البحث عن أدوات مالية تحمي الشركات من مخاطر التغير في اسعار العملات و التي توفرها أسواق المشتقات المالية كأدوات المستقبل مثل العقود الآجلة و المبادلات و الخيارات.

و استناداً إلى ما تقدم فإنه يتعين وجود منهج واسع للمالية الدولية يتضمن إطاراً نظرياً و تطبيقياً عملياً في هذا المجال و يولي أهمية كبيرة للتكيف مع البيئة الاقتصادية و المالية العالمية الجديدة فضلاً عن أن هذا المنهج في المالية الدولية يشمل العمليات المالية الدولية للشركات متعددة الجنسيات و البنوك العالمية.

نسعى من خلال هذه المطبوعة الى تقديم منظور واسع في المالية الدولية من الناحية النظرية و التطبيقية حيث سيتناول كل فصل جملة من المفاهيم الجوهرية و المعايير و المبادئ و التي تسهل على الطالب استيعاب مفاهيم الاساسية للمادة.

# الفصل الأول: مدخل إلى

## المالية الدولية

## الفصل الأول: مدخل إلى المالية الدولية

### أولاً : مفهوم المالية الدولية :

تعني المالية الدولية كل ما ينبثق عن التبادل الدولي من:

- تسوية مدفوعات أثمان الصادرات و المستوردات؛
- تدفق القروض بشكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة و الشركات المتعددة الجنسيات الى الدول النامية بهدف تمويل مشاريع تنمية، و من الدول النامية الى الدول المتقدمة تسديدا للقروض المستغلة و فوائدها، أو تحويلا لأرباح الاستثمارات أو توظيفاً لمخزونات مواطني هذه الدول. و يترتب عن ذلك تبادل مستمر للعمالات من عملة محلية إلى عملة عالمية، و من عملة عالمية الى عملة محلية، و من عملة عالمية الى عملة عالمية أخرى وهكذا.

و من الطبيعي أن يؤدي اختلاف العرض و الطلب على عملة ما الى اختلاف سعر صرفها من عملة الى اخرى، مما أدى الى ظهور سوق هامة للتعامل بالعمالات الأجنبية تهدف إلى تحقيق الأرباح من خلال المضاربة على تقلبات أسعار العملات و تهدف إلى التحوط و حماية التدفقات المتوقعة من الخسائر التي قد تنتج عن هذه التقلبات.

ومن هنا أصبحت إدارة مخاطر الصرف و أسعار الفائدة سمة رئيسية من سمات المالية الدولية, حيث تطورت أسواق المشتقات المالية بالإضافة الى أدوات التعامل في سوق العملات و السوق النقدية، لتصبح الأدوات الأساسية للمضاربة من جهة و تغطية المخاطر المذكورة من جهة أخرى.

و من المعروف في موضوع العلاقات الاقتصادية و المالية الدولية هناك عناصر أساسية تخلق التبادلات:

1. تبادل السلع و الخدمات من خلال التجارة و الأعمال الدولية بشكل طلب خارجي على الانتاج المحلي أي الصادرات و الطلب المحلي على السلع و الخدمات الأجنبية أي الواردات؛
2. التبادل المالي النقدي الذي هو عادة يرافق تبادل السلع و الخدمات بين الدول؛

3. التدفقات النقدية نتيجة تبادل مالي اي التدفقات النقدية المالية الدولية لإنتاج رؤوس الأموال بين الدول لأغراض الاستثمار الخارجي المالي و غير المالي و كذلك حركة عوامل الانتاج من العمل و رأس المال و الأرض و التنظيم؛

4. التكتلات الاقتصادية و المالية و السياسية الدولية و التعاون و التحالف بين دولتين أو أكثر.

ان المالية الدولية تهتم أساسا بالعنصر الثاني و الثالث المتعلق بالتبادل المالي النقدي و التدفقات المالية بين الدول و تظهر أهمية المالية الدولية نظرا للعلاقات المالية و النقدية الفعلية الضخمة التي تشكل نسبة عالية في مكونات الاقتصاد العالمي و أن هذه العلاقات يمكن أن نصنفها إلى المجموعات الرئيسية التالية:

✓ **المجموعة الأولى:** الحسابات المترتبة على التبادلات التجارية الناجمة عن الصادرات و الواردات سواء كانت

تبادل السلع أو خدمات بين الدول

✓ **المجموعة الثانية :** تدفق رؤوس الأموال بين الدول بأشكالها المختلفة كالقروض و الاستثمارات و التعويضات والمنح.

أما الاستثمار المالي الدولي فهو التعامل الدولي بالأموال من خلال استثمارها في أدوات الاستثمار المتاحة دوليا، مثل الأوراق المالية و السندات و العقارات و العملات و المشتقات المالية و مصطلح "الاستثمار" يستخدم بصورة مختلفة في الاقتصاد و المالية فبض الاقتصاديين يشير الى الاستثمار الحقيقي كما هو الحال في شراء أو إنشاء مصنع أو الاستثمار في العقارات.

و تلعب المالية الدولية دورا فعالا في عملية التبادل في الأسواق العالمية سواء كانت هذه الأسواق مالية أو سلعية إذ تسهل مهمة انتقال الأموال بين الدول و القطاعات المختلفة سواء من خلال تداول المنتجات المالية التي يتم الاتجار فيها أو باعتبارها الوجه الآخر لقيمة انتقال السلع و الخدمات بين الدول، و هذا أفرز أنواع مختلفة من عمليات التبادل مثل أسواق الأوراق المالية و العمليات الآجلة و بورصات السلع.

و يتم صياغة القواعد الخاصة للتعامل بهذه المبادلات المالية الدولية و اتخاذ الإجراءات اللازمة لضمان سلاسة المعاملات و التبادلات و تحقيق العدالة لجميع المستثمرين.



## ثانيا: دور النقود في المالية الدولية :

تستخدم النقود كوسيلة أساسية في تنفيذ الجانب المالي من التبادل الدولي للسلع و الخدمات و كذلك لتأمين العلاقات الاقتصادية بين الدول، و هذا يحتم وجود طريقة لقياس نقدي دولي عالمي لأسعار و قيم السلع و الخدمات، يؤمن سلاسة و سهولة التبادل التجاري الدولي، و تسوية المدفوعات المستحقة الجارية بين الدول المختلفة ، و نظرا لعدم وجود عملة واحدة مقبولة من قبل المجتمع الدولي تطلب الأمر إيجاد صيغة تحدد اسعار العملات المختلفة بين بعضها البعض و خاصة هناك مجموعة كبيرة من العملات بعدد الدول ذات التجمعات الاقتصادية كدول اليورو.

و لا بد أن نشير هنا الى أن أهم وظيفة للنقود هي أن تكون وسيط في المبادلات سواء بين الأفراد و المؤسسات أو الدول، و لكن يوجد فرق جوهري بين التبادل النقدي داخل الدولة الواحدة بين أفرادها و مؤسساتها و التبادل النقدي و المالي بين دول العالم المختلفة، إذ ان التبادل النقدي داخل الدولة الواحدة يتسم بالسهولة و كذلك عملية استخدام العملة الواحدة في تقييم السلع داخل البلد نظرا لوحدة النظام النقدي ووحدة قيمة النقود داخل الدولة، فيمكن دفع قيم السلع و الخدمات التي يتم تبادلها داخليا بعملة هذه الدولة دون الحاجة الى تقييم لقيمة العملة بعد كل صفقة تجارية.

بينما في التبادل بين الدول لا يمكن أن نستخدم العملة الوطنية كقيمة للمبادلات مما يحتم علينا إيجاد طريقة لتسوية المبادلات التجارية و المالية الدولية لان الواقع يقول مايلي :

1. عدم وجود وحدة نقدية مشتركة تتفق عليها جميع الدول و يتخذها المتعاملون أساسا لعملية المبادلة الاقتصادية لحساب قيم السلع و الخدمات المتفق على تبادلها؛

2. عدم وجود عملة قانونية جولية متفق عليها للوفاء بالالتزامات الدولية الناجمة عن هذه المبادلات.

من هنا فان المشكلات التي ظهرت نتيجة التعامل التبادل الاقتصادي بين المقيمين في الدول المختلفة كان في موضوع كيفية حساب قيمة هذه المعاملات و كيفية تبادل هذه القيمة و تسويتها، كل هذا أدى الى الحاجة إلى سوق صرف أجنبي و تحديد سعر الصرف لكل عملة من العملات الدولية المتداولة.

## ثالثا: تطور نظام النقد الدولي

← الخلفية التاريخية :

#### - نظام الذهب الكلاسيكي (1870-1914)

عمل نظام النقد الدولي على مدة نصف قرن سبق الحرب العالمية الاولى وفق قواعد نظام الذهب الكلاسيكي. و قد ارتكز نجاح هذا النظام على مصداقية الدول الناتجة عن ضمانها غير المشروط لتحويل العملة الورقية التي تصدرها الى الذهب بسعر ثابت و عدم اخلاها بهذه الضمانة مهما كانت الاسباب و على الرغم من المحددات النقدية التي كانت تواجهها الدول و المتمثلة في محدودية موجوداتها من الذهب الا أن تجربتها خلال فترات الحروب حي كانت تعلق تلك الضمانة بهدف تمويل الحرب بواسطة التضخم، دلت على ارتفاع كلفة قروض الحكومة المترتب على انخفاض مصداقيتها يفوق بكثير الفوائد التي قد تجنيها تلك الحكومة من التزام بمحددات نظام الذهب الكلاسيكي النقدية. و عليه فقد تميز هذا النظام بتوقعات تضخمية متواضعة مما ترتب عليه اسعار فائدة منخفضة ادت الى تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاد العالمي.

#### - نظام الاسعار المرنة و القيود ( 1914-1944):

أدت الحرب العالمية الأولى و التي علقت الدول الكبرى خلالها تعهداتها بتحويل عملاتها الورقية الى ذهب الى اضعاف مصداقية هذه الدول خاصة و أنها لجأت الى فرض قيود على تحويل عملاتها المحلية الى عملات أخرى، و حال انتهاء الحرب في عام 1918، لم تعد تلك الدول الى نظام الذهب بل استمرت في اتباع نظام أسعار الصرف المرنة حتى عام 1926، مما أدى الى حدوث التضخم كبير أجبرها الى العودة الى نظام الذهب في ذلك العام في محاولة لكبح جماح التضخم، و معالجة العديد من العلل الاقتصادية التي ترتبت عليه مثل انتشار اجراءات الحماية و تخفيض العملات التنافسي و مانتج عنها من سوء تخصيص للموارد الاقتصادية أدى في المحصلة الى انخفاض الانتاجية و تعميق الركود الاقتصادي.

الا أن الدول الكبرى لم تنجح الى العودة الى نظام الذهب الكلاسيكي بسبب الرفض السياسي لما يترتب عن الضبط المالي الناتج عن هذا الاجراء على شعوب تلك الدول. حيث قامت فرنسا بتخفيض قيمة الفرنك سنة 1928 و أعلنت عام 1931 عن توقفها عن قبول الجنيه الاسترليني لتسوية معاملاتها الخارجية و الاصرار على الذهب بدلا منه، و على أثر ذلك أعلنت بريطانيا عن انهاء قابلية تحويل الجنيه الاسترليني الى ذهب.

و بالنظر الى ان بريطانيا آنذاك كانت مركز الرئيسي لنظام الذهب ، فقد ادى انهاء قابلية تحويل الجنيه الاسترليني الى ذهب الى انها هذا النظام، و قد تبعت الدول الكبرى بريطانيا في انهاء قابلية تحويل عملاتها الى ذهب و بانتهاء عام 1934 كان الدولار الامريكى هو العملة الرئيسية الوحيدة القابلة للتحويل الى ذهب.

و حيث أن خروج الدول الكبرى من الكساد العظيم ما بين 1929 و 1933 لم يتأتى الى قرب اندلاع الحرب العالمية الثانية سنة 1944 حيث بات انتصار دول الحلفاء على دول المحور مسألة وقت، و من ثم فقد اجتمع ممثلو الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا و حلفاءهم من الدول الكبرى في جويلية 1944 في فندق ماونت واشنطن في مقاطعة بريتونودز لوضع نظام نقدي علمي جديد.

#### - نظام بروتونودز و صندوق النقد الدولي ( 1944-1973):

ركز ممثلوا الدول الكبرى المجتمعون في بروتونودز جل اهتمامهم على تلافي تكرار توقف النظام النقدي الدولي عن العمل كما حدث بين الحربين العالميتين و مما أدى الى كوارث اقتصادية سادت في جميع أنحاء العالم و كان لابد من انشاء مؤسسة تعمل على ادارة النظام الجديد وفق الاسس المتفق عليها، حيث تم وضع النظام الاساسي لصندوق النقد الدولي و الذي اشترط على الدول الاعضاء (معظم الدول):

- السعي الى تعزيز التعاون النقدي الدولي ؛
- تسهيل نمو التجارة الخارجية عن طريق ازالة المعوقات؛
- تعزيز استقرار اسعار الصرف؛
- انشاء نظام مدفوعات متعدد الأطراف؛
- بناء احتياطي كافي من العملات الأجنبية لدى الصندوق لتحقيق الشروط المذكورة.

#### أ- احتياطات الصندوق:

و قد تم بناء هذا الاحتياطي من قبل الدول الأعضاء حيث خصص لكل منهما حصة على أساس حجم الناتج الوطني الاجمالي و أهمية التجار الخارجية في كل الدول، و تولت كل ن هذه لدول دفع حصتها من الذهب (25% من الحصة و سميت شريحة الذهب و بالعملات المحلية 75% من الحصة ). و قد سمحت اتفاقية صندوق النقد الدولي للأعضاء أن تقترض منه ما يعادل شريحة الذهب دون شروط و ما يعادل 100% من الحصة على اربع مراحل، تزداد شروط اقتراض كل مرحلة عن سابقتها، حيث كان هدف الصندوق من هذه الشروط اتباع الدول الأعضاء لسياسة الاقتصاد الكلي التصحيحية

و الصحيحة. وعلى مر الزمن تم تصحيح التسهيلات الممنوحة للأعضاء في ضوء التطورات الدولية كما يلي:

1- تم إنشاء ترتيبات إقراض تحت الطلب في عام 1952 لتمكين الدولة العضو من تجهيز سيولة آنية لا تحتاجها الا لطمأنة الأسواق أنها قادرة على الدفاع عن سعر صرف عملتها ريثما تحصل على الدعم المطلوب من الصندوق

2- تسهيلات التمويل التعويضي: أدخل في عام 1963 لمساعدة الدول على تغطية النقص في احتياطياتها من العملة الأجنبية بسبب حوادث طارئة، مثل الكوارث الطبيعية تقضي على الانتاج الزراعي و غيرها

3- صندوق الائتمان الذي انشئ في عام 1976 على اثر الاتفاقية التي سمحت للصندوق ببيع ذهبه و الذي فقد دوره المحوري في نظام النقد الدولي، حيث خصص عائد بيع الذهب لقروض تنمية خاصة.

4- تسهيلات التمويل الإضافية : و تتضمن تسهيلات اضافية تحت الطلب جاءت نتيجة لأزمة النفط ما بين 1974-1976 تحت مسمى " تسهيلات النفط" و التي منحت للأعضاء لتمكينها من الاستمرار في شراء احتياجاتها من النفط على اثر الارتفاع الحاد في اسعاره.

5- تسهيلات التمويل: و التي تهدف الى تمكين الدول الأعضاء ن شراء محاصيل اساسية و لتدعيم مصادر أموال الصندوق، و سمح له سنة 1980 بالاقتراض من الأسواق العالمية.

#### ب- نظام أسعار الصرف:

يعتبر ضمان قابلية تحويل الدولار الأمريكي الى ذهب بالاضافة الى تثبيت اسعار بقية العملات بالدولار من أهم اركان اتفاقية بروتوودز، و قد سمح للعملات بالتذبذب صعودا و هبوطا بما لا يزيد عن 1% و هو سعر التعادل المعلن، حيث كان على الدول الكبرى ان تتدخل لشراء أو بيع عملتها في الأسواق الحرة للحفاظ على هذا السعر. و عليه فقد احتفظت الولايات المتحدة الأمريكية باحتياطياتها من الذهب في حين احتفظت بقية الدول باحتياطياتها من الدولار. و قد سمح للدول بإعادة النظر بسعر تعادل عملتها مرة في كل سنة مع إمكانية تخفيض العملة بما لا يزيد عن 10% من سعر صرفها إذا مادعت الحاجة لذلك.

## ج- حقوق السحب الخاصة:

هي عبارة عن قيود دفترية تقيّد لحساب الدول الأعضاء كل حسب حصته لدى الصندوق و يجوز استعمالها لتسوية المدفوعات الخارجية متعددة الأطراف بين الدول، و تشكل إضافة صافية لحصص الدول الأعضاء، دون الحاجة الى استخراج المزيد من الذهب أو تحقيق عجز دائم في ميزان المدفوعات الأمريكي.

و قد تم تخصيص ما مجموعه 20 مليار وحدة حقوق سحب خاصة خلال الفترة 1970-1981، و قد أجازت خطة التخصيص للدول استعمال 70% مما خصص لها من حقوق السحب الخاصة، و الاحتفاظ بما لا يزيد عن ثلاث أمثال المخصص. و يدفع الصندوق فائدة يتم احتسابها على اساس معدل أسعار الفائدة على الدولار و الجنيه الاسترليني و المارك الألماني و الين الياباني و الفرنك الفرنسي، على موجودات الدول من حقوق السحب الخاصة و يتقاضى نفس الفائدة تقريبا على مخصصات تلك الدول منها.

في البداية يتم احتساب سعر تحويل حقوق السحب الخاصة على أساس الوحدة من الدولار (1USD=1SDR) لا انه مع تزايد الطلب على الذهب و عرض الدولار بدا وضحا سنة 1971 أن الولايات المتحدة الأمريكية لن تتمكن من الحفاظ على دور الدولار المركزي و عليه فقد قرر الرئيس نيكسون في 15-08-1971 ايقاف تحويله الى ذهب و بموجب اتفاقية سميثسونيان تم تخفيض الدولار مقابل الذهب ب 8,5% ليصبح 38 دولار للأونصة، و رفع المارك الألماني و الين الياباني بنسبة 12%، كما و تم توسيع هوامش الذبذبة حول سعر التعادل الرسمي لتصبح 4,5% بدلا من 1%، و قد ارتأت الدول الأوروبية حصر هوامش التذبذب في عملاتها في حدود 2,5% متخذة بذلك الخطوة الأولى نحو توحيد عملاتها في اليورو و الذي تم نهاية القرن الماضي. و قد ترتب على هذه الخطوة أن أصبحت العملات الأوروبية تتقلب في حدود أقل من بقية العملات الرئيسية مما جعل رسمها البياني أشبه بنفق. و لضمان حدود التذبذب كان على الدول الأوروبية البدء بتنسيق سياساتها المالية و النقدية و توحيد تشريعاتها الاقتصادية و قد لجأت تلك الدول الى اعادة النظر في الاسعار المركزية لعملاتها حيث كانت ترفع اسعار تعادل العملات القوية مثل المارك الألماني و تنخفض اسعار العملات الضعيفة مثل اللير الايطالي عدة مرات. و قد أدى نجاح نظام الافعى الأوروبية الى التوصل الى اتفاق على نظام النقد الأوروبي عام 1979 الذي كان الهدف منه تثبيت اسعار التعادل دائمة بين الدول الأعضاء و السيطرة على معدلات التضخم في دولهم , وقد استمرت عملية اعادة النظر في أسعار التعادل حتى عام 1986 حيث تم تثبيت اسعار التعادل بهوامش اضيق و استعمل سعر الفائدة للمحافظة على هذه الهوامش و على الرغم

من الضغوط التي تعرضت لها المجموعة الأوروبية في بداية تسعينات القرن الماضي و خاصة على اثر توحيد ألمانيا و ما تبعه من ارتفاع في اسعار الفائدة على المارك الالماني و انسحاب بريطانيا من النظام ، فقد تم تأسيس المعهد النقدي الأوروبي في عام 1994 ليصبح البنك المركزي الأوروبي في عام 1998. كما و شكلت اتفاقية سميشونيان الخطوة الأولى من حقبة شهدت تقلبات الدولار.

# الفصل الثاني: ميزان

## المرفوعات

## أولاً : مفهوم و مكونات ميزان المدفوعات

### 1- مفهومه:

ميزان المدفوعات هو عبارة عن سجل محاسبي يبين جميع المبادلات الاقتصادية التي تحدث بين المواطنين المقيمين في دولة معينة و المواطنين المقيمين في دولة أجنبية أخرى خلال فترة زمنية معينة.

و هنا يطرح مشكل تعريف الإقامة حيث لا يرتبط هذا الاخير بالجنسية حيث أن المواطنين من منظور ميزان المدفوعات هم الأفراد المقيمون عادة في إقليم الدولة و بغض النظر عن الجنسية، و يترتب على ذلك أن الأفراد الذين يقيمون بشكل عرضي على أرض الدولة كالسواح لايعتبرون من المقيمين كما أن الطلاب و العمال المقيمين في الخارج لفترة طويلة يعتبرون مقيمين في البلد المضيف أما الدبلوماسيين و العسكريين فيعتبرون مقيمين في دولة الجنسية الأصلية و ليس في الدولة المضيفة.

بالنسبة للاقتصاد الجزائري فمعيار الإقامة يتحدد بممارسة العون لنشاط اقتصادي خلال فترة زمنية حددت بسنة فما فوق.

### 2- مكوناته:

ان تعدد المعاملات الاقتصادية مع العالم الخارجي لا يمكن حصرها و تدوينها بصورة مفصلة في ميزان المدفوعات و لذلك ان المعمول به فعلا هو اعداد شق موجز لهذا الكم من المعاملات و تجميعه في فقرات أساسية تعطي انطباع للقارئ عن طبيعة هذه العلاقات وأهمية هذا البلد و المشاكل التي يعاني منها، و في ضوء ذلك تم الاتفاق على أن يتكون ميزان المدفوعات من :

#### 1- الحساب الجاري : هو الحساب الذي يشمل كافة المبادلات من السلع و الخدمات و هو الذي يتابع أثر

تدفقات الموارد الحقيقية بين الاقتصاد الوطني و الخارجي و التي تتضمن كافة المعاملات للقيم الاقتصادية و التي تقع بين الجهات المقيمة و جهات غير مقيمة في ذلك البلد بما في ذلك خدمات عوامل الانتاج، و يشمل هذا الحساب جميع المعاملات الاقتصادية الدولية التي من شأنها التأثير على حجم الدخل



الوطني بصورة مباشرة سواء بالزيادة و النقصان لذلك يطلق عليه احيانا اسم حساب الدخل و يضم هذا الميزان نوعين من الموازين:

● **الميزان التجاري:** الميزان التجاري هو الميزان الذي يعرض القيمة النقدية للصادرات و القيمة النقدية للصادرات و القيمة النقدية للواردات و القيمة النقدية للواردات خلال فترة زمنية معينة و الميزان التجاري الموجب يعرف ب " الفائض التجاري " و فيه الصادرات تكون أكثر من الواردات و الميزان التجاري السالب يعرف ب " العجز التجاري " و فيه الواردات تكون أكثر من الصادرات و يعرض في الميزان التجاري تعاملات السلع، فميزان السلع عبارة عن بيان موجز لكافة المعاملات الخاصة بالصادرات و الواردات من السلع المادية فقط و التي تتم خلال فترة اعداد الميزان و تمر بالحدود الجمركية و يطلق عليها أيضا اسم ميزان التجارة المنظورة، و يقال ان الموقف في صالح الدولة اذا كانت قيمة الصادرات للسلع أكبر من قيمة الواردات للسلع ( فائض ) و العكس في غير صالح الدولة اذا كانت قيمة الصادرات السلعية أقل من قيمة الواردات السلعية (عجز)

● **ميزان الخدمات :** و يشمل كافة المعاملات الخاصة بتقديم الخدمات كالنقل و التأمين و السياحة و الصيرفة و الدخل الاستثمارية مثل الفوائد و الايرادات الاسهم و يسمى بميزان التجارة غير المنظورة أيضا.

و يعد الحساب الجاري من أكبر حسابات ميزان المدفوعات كونه يعكس حقيقة المعاملات الخاصة بالسلع و الخدمات مع العالم الخارجي و كذلك لارتباطه الوثيق بحسابات الدخل الوطني و يؤثر عليه من حيث الحجم و الهيكل.

## 2- حساب التحويل من طرف واحد:

و يشمل هذا الحساب الهبات و الهدايا و المنح و المساعدات و أية تحويلات أخرى لا ترد سواء كانت رسمية أو خاصة، مثلا تحويلات المغتربين الى ذويهم و تعويضات الحروب.

## 3- حساب أس المال ( العمليات الرأسمالية):

و يشمل هذا الحساب حركة رؤوس الأموال الدولية اذ يسجل كافة التغيرات التي تطرأ -خلال فترة اعداد الميزانية- على أصول الدولة أو حقوقها تجاه الغير و تدخل في هذا الحساب كافة العمليات التي تمثل تغيير في مركز المديونية و الدائنية للدولة المعنية و يشمل نوعين من رؤوس الأموال هما:

✓ رؤوس الأموال طويلة الأجل : و هي التي تتجاوز سنة واحدة كالقروض طويلة الأجل و الاستثمارات المباشرة ( شراء و بيع الأوراق المالية / الأسهم و السندات) و تحسب في حساب رأس الأموال طويلة الأجل جميع التغيرات التي تطرأ خلال فترة اعداد الميزان على قيم الأصول التي يملكها المقيمون و كذلك على قيمة الخصوم التي يلتزم بها المقيمون لحساب الأجانب

✓ رؤوس الأموال قصيرة الأجل و يطلق عليها اسم الحساب النقدي و تشمل كافة التغيرات التي تطرأ على قيمة الأصول و الخصوم النقدية و أن مكونات هذا الحساب هو النقود مثل العملات الأجنبية، الودائع المصرفية الأجنبية في البنوك المحلية، القروض قصيرة الأجل ، الأوراق المالية قصيرة الأجل و الكمبيالات التي تتسم بسيولتها الكبيرة و سهولة انتقالها بين الدول.

#### 4- ميزان الذهب و النقد الأجنبي:

هو الميزان الذي يعكس الجانب الاخر للعمليات المالية و النقدية التي تتم عبر الحسابات الثلاث السابقة و نقصد بانه يعكس حركة الذهب و هنا نعتبر الذهب بوصفه نقدا و ليس سلعة و كذلك النقد الأجنبي بين القطر و العالم الخارجي.

#### 5- فقرة السهو و الخطأ:

و تستخدم لغرض الموازنة الحسابية للميزان و ذلك لان التسجيل في ميزان المدفوعات يتم وفق نظرية القيد المزدوج و أن بعض الفقرات في ميزان المدفوعات تظهر فيها اختلافات و فروقات ناجمة عن تباين في قيمة العملة عند تقييم السلع و الخدمات نتيجة اختلاف أسعار الصرف أو لتغطية بعض الفقرات الخاصة التي تتعلق بالأمن الوطني

#### ثانيا: توازن و تكييف ميزان المدفوعات:

كما ذكرنا سابقا فان ميزان المدفوعات عبارة عن سجل للمعاملات الاقتصادية للدولة مع العالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة (سنة)، و طالما أن نظرية القيد المزدوج التي تستخدم حسابيا عند إعداد الميزان ستؤدي الى توازن

حسابي له، فان تعادل جانبي الميزان في حد ذاته ليس من شأنه إظهار مركز الدولة الاقتصادي و علاقته بالاقتصاد الخارجي، و هنا ينبغي أن نفرق بين مفهوم التعادل المحاسبي و مفهوم التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات، اذ أن المفهوم المحاسبي للتعادل هو تعادل أصول و خصوم كل بنود الميزان بعد إضافة السهو و الخطأ، أما المفهوم الاقتصادي للتوازن فهو عبارة عن الرصيد السالب أو الموجب لفقرات محددة من بنود الميزان و هي التي تتخذ كمعيار لقياس حالة التوازن الاقتصادي، و أن اختيار هذه البنود يعتمد على السياسة الاقتصادية المرغوب بهاو على المشاكل التي تتطلب تدخلا سريعا من جانب الدولة، و لغرض معرفة اختلال ميزان المدفوعات لابد أن نركز على مختلف مكونات العناصر التي تدخل ضمن الميزان، أي مختلف الحسابات التي يتكون منها الميزان و ليس على الميزان بأكمله، أي استخلاص بعض الاجراءات و حسابات ميزان المدفوعات و مقارنة القيمة الكلية للجانب الدائن بالقيمة الكلية للجانب المدين فيها، و هذا وحده هو الذي يبرر اقتصاديا وصف ميزان المدفوعات بأكمله بأنه متوازن في حالة تعادل هاتين القيمتين أو مختل في حالة اختلافهما، و يعزى ذلك الى فكرة التوازن لميزان المدفوعات الى انه لا يمكن لأي قطر أن ينفق أكثر من دخله الجاري على حساب انخفاض احتياطاته النقدية، أو الاقتراض أو الحصول على المنح الخارجية و لا يمكن لأي بلد أن ينفق اقل من دخله الجاري ما لم يؤدي ذلك الى زيادة احتياطاته النقدية و لذلك فمجموع المبالغ المدينة يجب أن يعادل مجموع المبالغ الدائنة في ميزان المدفوعات.

و هنا يكون السؤال المطروح: كيف يتم وصف ميزان المدفوعات بالتوازن أو الاختلال؟

أي ما هي المكونات الفردية أو الحسابات التي إذا ما استخلصناها في ميزان المدفوعات فان مقارنة القيمة الكلية للجانب الدائن فيها بالقيمة الكلية للجانب المدين انها تتيح لنا وصف الميزان بأنه متوازن أو مختل؟

و لغرض الاجابة على هذا السؤال يجب أن نميز بين نوعين من المعاملات الاقتصادية التي تدخل في ميزان المدفوعات حسب الهدف من تنفيذها و هي :

✓ **المعاملات التلقائية:** و هي تلك المعاملات التي تجرى لذاتها و بغض النظر عن الوضع الإجمالي لميزان المدفوعات لما تحققه من ربح أو إشباع للحاجات التي تقوم بها مثلا: التصدير أو الاستيراد للسمع و تقديم أو الحصول على الخدمات و تلقي أو القيام بالاستثمارات الأجنبية، وهذه العمليات التي تجري بغض النظر الى حالة ميزان المدفوعات و تتمثل في عمليات الحساب الجاري، حساب رأس المال طويل الأجل، حركة رأس المال قصير الأجل لغرض المضاربة فقط، حساب التحويلات من جانب واحد، حساب الذهب لأغراض التجارة.

## ✓ المعاملات التعويضية (الموازنة):

و هي تلك المعاملات التي لا تجري لذاتها و انما تتخذ لمعالجة حالة ميزان المدفوعات مثل استيراد الذهب أو تصديره لأغراض نقدية، هذه المعاملات لا تتم لو لم تكن هناك معاملات تلقائية سبق القيام بها، اذ هي لا تتحقق الا من أجل تعويض، تسوية او موازنة ما تم من معاملات مستقلة و ان صفة الموازنة هنا نعني بها موازنة محاسبية و ليس اقتصادية و أحيانا تسمى بالتعويضية.

## ثالثا: الاختلال في ميزان المدفوعات:

### 1- مفهوم الاختلال في ميزان المدفوعات:

و يعني زيادة الجانب الدائن عن الجانب المدين في ميزان المدفوعات ، وعندما نتكلم عن الاختلال فإننا نقصد حالة اللاتوازن بين مدفوعات ومقبوضات ميزان المدفوعات الخارجية لقاء المعاملات المستقلة في الميزان

### 2- أنواع الاختلالات في ميزان المدفوعات:

توجد عدة أنواع من الاختلالات لميزان المدفوعات والتي تختلف باختلاف أسباب حدوثها فقد يكون الاختلال ناتج عن سبب واحد أو جملة من الأسباب و هذا باختلاف الدول والظروف المحيطة بها أو الفترة التي حدث فيها الاختلال .ومن بين أنواع الاختلالات في ميزان المدفوعات نذكر ما يلي :

- **الاختلال المؤقت :** هو الاختلال الناتج عن مظاهر اقتصادية قصيرة الأجل ، ولن تستمر إلا لمدة محدودة تكون سنة فقط دون تكرارها ، ويزول بزوال الأسباب المؤدية لحدوثه وهو يمثل مشكلة كبيرة في المستقبل، و لا يستدعي اتخاذ اجراءات صارمة لتصحيحه لأنه لايمس البنية الاقتصادية ومن أهم الأنواع المدرجة تحته نجد:

### ✓ **الاختلال الموسمي :** ويقصد به التقلبات التي تطرأ على ميزان المدفوعات على مدار العام نتيجة العوامل

الموسمية مما قد يترتب عليه زيادة الصادرات في فترة ثم زيادة الواردات في الفترة التالية وتدهور ميزان المدفوعات في النصف الثاني من العام.

### ✓ **الاختلال العارض :** هو الاختلال الناتج عن أسباب غير متوقعة في فترة ما، كحدوث كوارث طبيعية

تؤدي إلى إتلاف محاصيل زراعية موجهة للتصدير، مما يؤدي الى عجز في الميزان التجاري أو تحسن في الأحوال الجوية تساعد على تنامي المحاصيل، وبالتالي تحقيق فائض بزيادة الصادرات أو حدوث عجز

نتيجة زيادة الواردات من مواد التسلح و المواد الغذائية و انتشار موجة التخزين عند نشوب حروب غير متوقعة مع إضافة التعويضات التي تنشأ عنها.

✓ **الاختلال الدائم** : هو الاختلال الذي يستمر وجوده فترات طويلة ، و هو ما يمكن أن ينطبق على الاختلال الموجود في الدول النامية، أي الاختلال المرتبط بالبنية الاقتصادية أو الهيكل الاقتصادية، و تتطلب مكافحتها إجراءات صعبة التحقيق، وتظهر نتائجها في المدى الطويل ويظهر هذا الاختلال نتيجة عامل واحد أو أكثر من العوامل التالية:

- التغيرات الدائمة في ظروف العرض و الطلب الدولي، و تأثيرها في توزيع الموارد بين الفروع الإنتاجية للدولة و التأثير على الهيكل الاقتصادي؛
- هذه الظروف تؤدي إلى تراجع الطلب على صادراتها؛
- قد يعود إلى التغير المستمر في أذواق المستهلكين الأجانب؛
- انخفاض مستويات الإنتاج و القدرة التنافسية في دائرة الأسواق الدولية مع إضافة تأثير مركز الدائنية و المديونية لهذه الدول.

### ✓ **الاختلال الهيكلي**:

يرتبط هذا النوع من الاختلال لهياكل الإنتاج والدخل و التوظيف و يظل قائما حتى يتم إحداث التغيير الهيكلي في قطاعات الاقتصاد و قد يسمى باسم الاختلال المزمّن، و الذي يظهر نتيجة مجموعة من التقلبات الهيكلية الطويلة الأجل، و من بين الأسباب التي تستدعي ظهوره هي:

• التغيرات التي تصيب هيكل النفقات النسبية المكتسبة التي تؤدي إلى اختلاف المزايا النسبية بين

الدول؛

• تغير هيكل الطلب الخارجي وتحوله إلى بعض السلع على حساب البعض الآخر.

### ✓ **الاختلال الدوري**:

هو اختلال ناشئ عن التقلبات الدورية التي تتعرض لها الدول الآخذة بنموذج اقتصاد السوق، و تقوم التجارة الدولية بنقل هذه التقلبات من دولة لأخرى، ففي حالة الرواج يزداد الطلب على الواردات وبالتالي يزداد مستوى

الإنتاج و التوظيف، أما في حالة الكساد فينخفض الطلب على الواردات مما يؤثر بدوره على مستوى الإنتاج و التوظيف، هذا بالإضافة إلى تفاوت مرونة الصادرات و الواردات، ومن هذه الناحية تتفاوت الآثار المترتبة على موازين مدفوعات الدول مما يؤدي إلى اختلالها. النوع الأول ( المؤقت ) لا يثير أي مشكلات ولا يستدعي القيام بأي سياسة للتخلص منه كونه يزول بزوال التغيرات التي حدثت خلال الفترة أما النوع الثاني ( الدائم) فإنه يدعو إلى اتخاذ إجراءات للحد منه .

### 3- أسباب اختلال ميزان المدفوعات:

هناك أسباب عديدة للاختلال في ميزان المدفوعات والتي تعكس طبيعته كما ذكرنا سابقا و يمكن اختصارها فيما يلي:

✓ تقييم سعر صرف العملة، توجد علاقة و وثيقة بين موقف ميزان المدفوعات و سعر الصرف ففي حالة تقييم سعر صرف العملة بأكبر من قيمتها الحقيقية يؤدي ذلك الى ارتفاع اسعار السلع و الخدمات من وجهة نظر الدول الأخرى مما سيؤدي الى انخفاض الطلب على تلك السلع و الخدمات و حدوث خلل في ميزان المدفوعات نتيجة لانخفاض الصادرات و ارتفاع الواردات، و يؤدي التضخم في كثير الأحيان الى اختلال ميزان المدفوعات نتيجة لانخفاض الصادرات و ارتفاع الواردات، و يؤدي التضخم في كثير من الأحيان الى اختلال ميزان المدفوعات و هو المسؤول الأول عن اختلال نظام المدفوعات و لذلك فان تخفيض التضخم الداخلي يؤدي الى تحسين نظام المدفوعات عن طريق تخفيض الواردات نتيجة انخفاض الدخل و انخفاض الطلب و تحسين نظام المدفوعات عن طريق تخفيض الواردات نتيجة لانخفاض الدخل.

✓ اسباب هيكلية و هي التي تتعلق بهيكل انتاج محلي و من ثم هيكل صادرات وواردات البلد، فالدول النامية عادة تتميز اقتصادياتها و من ثم صادراتها بالتركيز السلعي أو اعتمادها على سلعة أو سلعتين في التصدير و ارتفاع درجة الانكشاف الخارجي  $D=(X-M)Y$ ، مما يؤدي الى تأثرها بحالة الأسواق العالمية.

✓ اسباب دورية: و هي الأسباب التي تأتي نتيجة حدوث تقلبات دورية في اقتصاديات الدول المتقدمة و تسمى بالدورات التجارية مثل حالة الرخاء أو الركود التي تحصل.

✓ الظروف الطارئة: كما هو الحال في حدوث كوارث طبيعية كالفيضانات و الجفاف أو نتيجة ظروف سياسية مما يؤدي الى التأثير على الصادرات و بالتالي الحصول على النقد الأجنبي أو بسبب تغير أذواق المستهلكين و الاختراعات العلمية أو الحروب.

#### رابعاً: تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات:

تتمثل الاجراءات التي تتبعها الدولة في تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات فيما يلي:

#### 1- اتباع مجموعة من السياسات النقدية و المالية الانكماشية:

حيث أن اتباع هذه السياسات يؤثر على حجم الانفاق و الدخل الوطني و بالتالي يؤثر على ميزان المدفوعات، فعلى سبيل المثال تكون السياسة الانكماشية ملائمة اذا كانت الدولة تعاني من ضغط تضخمي في الداخل و لديها عجز في ميزان مدفوعاتها، و بالتالي فان اتباع مجموعة من السياسات النقدية و المالية والانكماشية يساعد على تخفيض الطلب المحلي الزائد من السلع و الخدمات، و هذا بدوره يخفض الواردات و يشجع الصادرات و يمنع التضخم مما يترك أثاره على ميزان المدفوعات و يتم تخفيض الطلب الكلي على السلع و الخدمات بهدف تصحيح و معالجة الاختلال و العجز في ميزان المدفوعات و هذا من خلال:

#### أ- السياسة المالية:

- تخفيض الانفاق الحكومي
- زيادة الضرائب
- تشجيع الادخار

#### ب- السياسة النقدية:

- عمليات السوق المفتوحة؛
- الأسعار العليا للفائدة؛
- المتطلبات العليا للاحتياطي
- الأسعار العليا لسعر الخصم وإعادة الخصم

و يتضح لنا أن الإجراءات السابقة تؤثر على تحسين الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال:

- القدرة على تخفيض الطلب الكلي على السلع و الخدمات؛
- تحديد ما يمكن أن ينتج عن تخفيض الطلب الكلي من نقص الواردات و زيادة في الصادرات.

## 2- تخفيض سعر الصرف:

ان تخفيض سعر صرف العملة يمكن أن يؤثر على كافة بنود ميزان المدفوعات ( الصادرات و الواردات من السلع، و الخدمات، و التحويلات من جانب واحد و حركات رؤوس الأموال)و مع ذلك فالاعتبار الرئيسي هو أثر تخفيض سعر الصرف على كل من الصادرات و الواردات من السلع و الخدمات، اي على الحساب الجاري عادة بالقسط الاكبر من اجمالي مركز المدفوعات الخارجية، و لهذا فهو يحتل المكان الرئيسي في مناقشة اثار تخفيض سعر الصرف على ميزان المدفوعات.

## 3- القيود المباشرة على العملات الخارجية: و يتم ذلك من خلال:

✓ القيود النقدية المفروضة على المعاملات الخارجية كالرقابة على الصرف بمختلف أشكالها و وسائلها؛

✓ القيود المالية المفروضة على المعاملات الخارجية كالضرائب و الاعانات؛

✓ القيود التجارية المفروضة على المعاملات الخارجية كحصص الاستيراد و الاحتكار

ان جميع هذه القيود تستهدف التأثير على عناصر معينة في ميزان المدفوعات بطريقة مباشرة، على عكس السياسات النقدية و المالية و الانكماشية، و تخفيض سعر الصرف التي تؤثر على ميزان المدفوعات.



# الفصل الثالث: العملات

الاجنبية و تسوية أسعارها (

Forex)

## أولاً: أهمية التعامل بالعملات الأجنبية :

ان العولمة الاقتصادية التي يشهدها العالم زادت من أهمية التعامل بالعملات الأجنبية و التي أصبحت ضرورة للعمليات التجارية الدولية و العلاقات بين الدول و التي يترتب عليها قبض جزء من قيمة صادراتها من هذه السلع و رؤوس الأموال بعملات أخرى غير عملتها الوطنية و دفع جزء من مستوردات الدولة بعملات أخرى غير عملتها الوطنية، الأمر الذي يحتم خلق أسواق لتبادل العملات الأجنبية، و تتم معظم المدفوعات الخارجية للدول عادة بعدد محدود من العملات الأجنبية و التي تسمى بالعملات الرئيسية

و يعتبر الدولار الأمريكي العملة الرئيسية الأولى في العالم لأنه:

- 1- من أكثر العملات استعمالاً في تمويل التجارة الدولية؛
- 2- عملة الدفع في تجارة النفط؛
- 3- عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى؛
- 4- عملة احتياط رئيسية تحتفظ بها الدول ضمن موجوداتها من العملات الأخرى.

و حتى تلعب العملة دورها كعملة رئيسية و عملة احتياط فلا بد لها و أن تكون عملة قابلة للتحويل، و هي العملة التي لا تفرض دولتها قيوداً على مدفوعاتها الخارجية أو على موجودات الدول الأخرى من عملتها، أي ان لهذه العملة الحرية بالدخول و الخروج من و الى الدول الأخرى دون أية قيود أو دون اخذ الموافقة من السلطات النقدية بإخراج العملة.

## ثانياً : أدوات تنطوي على التعامل بالعملات الأجنبية :

و هذا لا يعني أن أسواق العملات الأجنبية تقتصر على العملات الأجنبية بل هناك أدوات مختلفة يتم التعامل بها بهذه الأسواق :

1. **الحوالات الخارجية:** و تعتبر أوامر يصدرها البنك الى مراسليه بناء على طلبات عملائه و تقسم الحوالات الخارجية الى حوالات خارجية صادرة و حوالات خارجية واردة.

ففي الأولى فان البنك المحلي يأمر مراسليه بدفع قيمة الحوالة بالعملة الأجنبية للمستفيد بعد أن يكون قد قبض الحوالة بعملة وطنه

أما في الثانية فان البنك المحلي يدفع للمستفيد قيمة الحولة بعملة وطنية بعد أن يكون قد قبض هذه القيمة بعملة أجنبية من بنكه المراسل.

2. **الشيكات المصرفية بالعملات الأجنبية:** و هي أوامر دفع يصدرها البنك المحلي بصفته الساحب يأمر فيها مراسليه بدفع مبلغ معين بعملة أجنبية لمصلحة المستفيد، و من الجدير بالذكر أن الساحب و المسحوب عليه في الشيكات المصرفية هي بنوك ( البنك المحلي و البنك المراسل)، و في العادة يحتفظ البنك المحلي لدى البنك المراسل بحساب بالعملة الأجنبية و ذلك لتنفيذ الحوالات الخارجية و الشيكات المصرفية و غيرها من أوامر الدفع الأخرى

3. **شيكات المسافرين (ا لشيكات السياحية):** و هي عبارة عن أوامر دفع يصدرها البنك المحلي بناء على طلب عميله يطلب فيها دفع مبلغ معين و بعملة قابلة للتحويل أو قد تكون بأكثر من عملة واحدة قابلة للتحويل و يقوم البنك المحلي باستلام العملة المحلية مقابل شيكات المسافرين بعملة أجنبية، كما و يقوم البنك المراسل بتسليم العملة المحلية مقابل الحصول على عملة أجنبية

4. **الاعتمادات الشخصية:** و هي عبارة عن رسالة شخصية يوجهها البنك المحلي الى مراسليه في الخارج يطلب فيها دفع اية مبالغ يسحبها حامل الرسالة و ذلك ضمن سقف محدد بعملة رئيسية و ضمن مدة محددة

5. **أوراق النقد الأجنبي:** و تعتبر جميع العملات الأخرى باستثناء العملة المحلية من أوراق النقد الأجنبي و تتعامل البنوك بشكل اعتيادي بشراء و بيع أوراق النقد الأجنبي و خاصة أوراق نقد العملات الرئيسية التي لا يخضع إدخالها أو إخراجها من و الى مراكز التعامل العالمية الى قيود أو محددات و قد ستم شراء و بيع النقد الأجنبي مقابل النقد المحلي أو مقابل بعضه البعض، حيث تفرض البنوك هوامش واسعة بين أسعار الشراء و أسعار البيع من أجل تغطية المصاريف التي تتحملها .

بالإضافة الى أدوات أخرى مثل الودائع تحت الطلب و الودائع لأجل بالإضافة الى شهادات الإيداع و القروض المجمع و السندات.

ثالثا: الفرق بين السوق النقدية و سوق العملات:

أولاً: السوق النقدية : و هي تمثل السوق التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل مثل: أذونات الخزينة و الأوراق التجاري و شهادات الإيداع و غيرها

← و من مزاياها:

1. هي سوق جملة و ذلك كون تعامل المؤسسات الكبيرة مع بعضها البعض و عملية التداول من خلال المتعاملين و السماسرة تتم على أساس الصفقات الكبرى؛
2. مدة التعامل في هذا السوق قصيرة الاجل حيث غالبا لا تزيد عن سنة واحدة؛
3. من أهم ما يميزها ايضا هو انخفاض درجة مخاطرة الادوات التي يتم التعامل بها في هذا السوق و هذا يرجع لى كفاية و ملاءة المقترضين و قدرتهم على الوفاء.

← أما عن المشاركين في السوق النقدية :

1. البنوك التجارية: حيث أن اهم دور لها هو الحفاظ على درجة عالية من السيولة النقدية و الوفاء بالالتزامات المترتبة عليها.
2. البنوك المركزية: و التي تعتبر بالدرجة الأولى بنوك إصدار النقد الضروري للحفاظ على كمية عرض نقد متوازن و اتباع سياسات نقدية من شأنها الحفاظ على استقرار الأسواق.
3. الشركات المالية و المؤسسات الكبرى: و يتمثل دورها في الحفاظ على السيولة و الوفاء بالالتزامات المترتبة عليها و من هذا المؤسسات صناديق التقاعد و صناديق الادخار و شركات التأمين... الخ
4. الأفراد: يأتي دور الأفراد في السوق النقدي من خلال الحسابات تحت الطلب و الآجلة بالإضافة الى أدوات الاستثمار قصيرة الأجل.

ثانياً: سوق العملات: تقوم هذه السوق على تبادل صفقات مالية كبيرة بين المتعاملين و بين المؤسسات المالية الاخرى، و تشكل العملات الأجنبية أكبر الأسواق الدولية و أكثرها سيولة. كما أن عددا محدودا من العملات الأجنبية التي يجري التعامل بها في أسواق العملات الأجنبية لتسوية قيمة السلع و الخدمات التي تمثل التجارة الدولية، حيث أن الاسواق المعاصرة للعملات الأجنبية تغلب عليها التدفقات المالية و ليس السلعية أو الخدمية

## رابعاً: التفاعل بين السوق النقدية و سوق العملات

و يمكن توضيح التفاعل بين السوق النقدية و سوق العملات من خلال المثال التوضيحي التالي :

- نفترض انه تم ايداع مبلغ مليون جنيه استرليني لمدة ثلاث شهور في بنك تجاري، كما أنه تم اقراض 1.5 مليون دولار أمريكي لعميل لمدة 3 أشهر، علما بان الإيداع و الإقراض تم بتاريخ 1 أكتوبر

و بالتالي فان عملية الايداع تمثل تدفقا نقديا داخلا من الجنيهات كما أن عملية الاقراض تمثل تدفقا نقديا للخارج من الدولارات.

و بعد مرور ثلاث أشهر أي بتاريخ 12/31 من العام نفسه سنشهد تدفقا نقديا خارجا من الجنيهات يمثل دفع مبلغ الوديعة للمودع مضافا اليه الفوائد المتحققة ، و سنشهد أيضا تدفقا نقديا داخلا من الدولارات يمثل قيمة القرض مضافا اليه الفوائد المستحقة

و ما سبق نجد أن ادارة البنك قد عملت على تحقيق ربح من خلال الفرق بين ما تم أخذه من فوائد الدولارات و بين ما تم دفعه من فوائد للجنيهات

و لنفرض أن الفائدة على الجنيهات كانت 10% و أن الفائدة على الدولارات كانت 14% و بالتالي فان نسبة الربح المحققة تساوي الى 4%

ان مثل هذه العملية تمثل تفاعلا في السوق النقدية و لتوضيح كيفية التفاعل في سوق العملات الأجنبية من خلال نفس المثال، نجد أن البنك التجاري لتأمين مبلغ الدولارات المراد إقراضها (1,5 مليون) يقوم بشراء الدولار بسعر ايني في 10/1 و يبيعه بسعر اجل حق 12/31 حتى يستطيع إعادة الجنيهات للمودع

مما سبق نجد أنه على ادارة البنك التجاري تحقيق الربح في سوق العملات لا يقل عن نسبة الربح المتحققة في السوق النقدي و بواقع 4% و يتحقق ذلك من واقع سعر البيع الايني للاسترليني أعلى من سعر الأجل بنسبة 4%.

## خامسا: الأسواق الرئيسية للعملات الأجنبية:

مع تطور لاتصالات و التحويلات الالكترونية فقد حدث هناك تقارب ملحوظ بين جميع الأسواق الوطنية الرئيسية الكبرى في العالم، حيث أصبحت مجملها تشكل سوقا دوليا واحدا، الا أن هذا التطور لا ينفي بقاء بعض هذه الأسواق أكثر نشاطا من غيرها، و أن بعضها مازال يحتفظ ببعض الصفات الخاصة به و التي تميزه عن غيره.

و يتميز سوق العملات الأجنبية عن غيرها من الأسواق المالية بشكل خاص و الأسواق التجارية بشكل عام بعدم وجود مكان محدد لاتصال البائع و المشتري، ففي سوق الأسهم يتصل المشترون و البائعون مع بعضهم البعض بمكان يعرف ببورصة الأسهم و السندات.

أما في سوق العملات الأجنبية فتتم عمليات الشراء و البيع عن طريق الاتصال بأجهزة التليفون و الاتصال الالكتروني.

و من بين أسواق العملات الأجنبية هناك سوق لندن للعملات الأجنبية حيث يعتبر سوقا رئيسيا للعملات الأجنبية و مركزا رئيسيا لسوق اليورو و الدولار و يمكن وصف هذا السوق بما يلي:

- يتألف السوق من عدد من البنوك التجارية البريطانية و البنوك الأجنبية العاملة في بريطانيا بالإضافة إلى الوسطاء الذين يتخصصون في إجراء العمليات بين البنوك العاملة داخل لندن فقط.
- تتصل البنوك مع بعضها البعض و مع الوسطاء بأجهزة التليفون و الحاسوب حيث تكون في كل بنك غرفة أو أكثر مخصصة للتعامل بالعملات الأجنبية (dealing room) ، حيث يجلس عدد من المتعاملين (dealers) في هذه الغرفة و تكون هذه الغرفة مزودة بأجهزة الحاسوب و الاتصالات التي تربط البنك مع الوسطاء.
- لا تتعامل جميع البنوك العاملة في لندن بشكل دائم بالعملات الأجنبية لذلك نجد بعضها لا يحتفظ بغرفة خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية، و تقوم هذه البنوك بشراء احتياجاتها من العملات و بيع الفائض لديها منها عن طريق البنوك التي تتعامل معها.
- بموجب نظام سوق لندن فان البنوك العاملة في السوق لا تشتري و لا تباع العملات من بعضها البعض مباشرة بل يتم ذلك من خلال الوسطاء، لذلك تقوم هذه البنوك بالاتصال بالوسطاء طالبة شراء عملية

معينة أو عارضة بيع عملة معينة و ليقوم هؤلاء الوسطاء بدورهم بالاتصال ببقية البنوك لتنفيذ العمليات المطلوبة مقابل عمولات محددة.

- أما بالنسبة لتعامل بنوك السوق مع البنوك الخارجية و عملائها في الخارج فان ذلك لا يتم من خلال الوسطاء بل من خلال الاتصال المباشر بين هذه البنوك و عملائها.
- أسس و قواعد التعامل في سوق العملات :

تقوم البنوك في أسواق العملات الأجنبية بعطاء سعيرين أحدهما للشراء و الآخر للبيع و تترك الحرية للمتعاملين لاختيار اتجاه التعامل الذي يرغب به، و هناك بعض البنوك تعطي سعرا واحدا فقط اي باتجاه واحد رغبة منها في شراء أو بيع العملات الأجنبية.

و اللغة المستعملة في اسواق العملات الاجنبية هي اللغة الانجليزية و في بعض الاحيان يتم التعامل بلغات أخرة مثل اللغة الفرنسية مثلا الا انه تبقى اصطلاحات الانجليزية مثل ( Swap, Spot, For ward, Hedging) هي المستعملة دوليا حتى مع استعمال اللغات الأخرى

هناك قانون غير مكتوب في السوق ينص على: " انه عندما يتم الاتفاق على سعر معين فان هذا السعر يكون ملزما و لا يمكن التراجع عنه " ، و لتجنب الخسائر التي قد تنتج عن عمليات السوق فانه يجب على المتعاملين أن يحرصوا على مايلي:

- ضرورة إنهاء العملية و الاتفاق على السعر بسرعة و بدون تباطؤ ذلك خشية التذبذب الشديد في الأسعار؛
- ان يبقى المتعاملون في السوق على اتصال مستمر بتقلبات الاسعار و بكافة الظروف المحيطة بالسوق؛
- ان يوسع المتعاملون الهامش ما بين سعري الشراء و البيع خاصة في ايام التذبذب الشديد في الاسعار؛
- ان يقوم المتعاملون بإعطاء الأسعار للعلم فقط و عدم الالتزام بها الا بعد التأكد من رغبة الطرف المقابل في اجراء عملية مؤكدة؛
- ان قيام المتعاملين بإعطاء أسعار ملزمة لا يعي التزامهم باية مبالغ تفرض عليهم اذا كانت تقل أو تزيد عن الحدود المتعارف عليها لكل عملية.

سادسا: العملاء في سوق العملات الأجنبية و المعاملات التي تتم فيه :

اولا: العملاء في سوق العملات الاجنبية:

### 1. البنوك و المؤسسات المالية خارج السوق

تتعامل البنوك و المؤسسات المالية مع سوق العملات الاجنبية كوسيط لعملائها الراغبين في التعامل مع سوق العملات الاجنبية، حيث تقوم بالنيابة عنهم بشراء و بيع العملات الأجنبية المختلفة اللازمة لعمليات تحويل مستورداتهم و صادراتهم

### 2. البنوك و المؤسسات المالية داخل السوق:

تقوم هذه البنوك ايضا بالتعامل مع سوق العملات الاجنبية لحسابها الخاص أو بالنيابة عن عملائها داخل السوق، و تقوم بذلك من خلال الوسطاء حيث يتصل البنك مع الوسيط اما عارضا ببيع عملة أو طالبا شراءها بسعر معين، ليقوم هذا الوسيط بدوره بالاتصال مع البنوك الاخرى في السوق مقدما العرض لها و اذا ما تم قبول هذا العرض وفق السعر المعين فان الوسيط يقوم بتنفيذ العملية و تبليغ البنكين بذلك و يتقاضى الوسيط عادة عمولة لقاء قيامه بهذه المهمة

### 3. المؤسسات غير المالية:

تقوم بعض مؤسسات الاعمال بدخولها لسوق العملات الاجنبية و لذلك كنتيجة لنشاط هذه المؤسسات التجارية و الاستثمارية التي تحتم عليها دخول هذه الاسواق كمشترية أو بائعة لهذه العملات ، و هي قد تقوم بذلك مباشرة أو من خلال البنوك أو المؤسسات المالية التي تتعامل معها

### 4. البنوك المركزية:

و تعتبر من العملاء المهمين في سوق العملات الأجنبية، فبالإضافة إلى تعاملها مع السوق كمشترية أو بائعة للعملات الأجنبية كجزء من عمليات إدارة احتياطات الدولة، فانها تجد نفسها مشترية أو بائعة للعملات الأجنبية من أجل المحافظة على سعر صرف عملتها الوطنية.



و حتى في ظل النظام المعموم فان البنوك المركزية تدخل أسواق العملات مشترية للعملات الاجنبية و بائعة لعملتها الوطنية عند حدوث طلب متزايدة على العملة المحلية في السوق يرفع سعرها عن الحد المرسوم من قبل الدولة، أو قد تدخل بائعة للعملات الأجنبية و مشترية لعملتها الوطنية عند حدوث طلب على العملات الأجنبية في السوق يخفض سعر عملتها عن الحد المرسوم.

## 5. الأفراد:

هناك بعض الشركات المتخصصة في التعامل بالعملات الاجنبية مرخصة للعمل في التعامل بالعملات الاجنبية من خلال بنك معتمد يودع المتعاملون أموالهم فيه بشكل منفصل عن الشركة المذكورة، ويفوض المتعاملون البنك بقبض قيمة ما يشترونه من عملات و دفع ما يقابلها من عملات مباعه.

### ثانيا: المعاملات التي تتم في سوق العملات الأجنبية

توجد عدة أنواع من المعاملات التي تأخذ مجراها في سوق العملات الأجنبية وهي:  
المعاملات الفورية والصفقات الآجلة والعمليات التي تجمع بين المعاملات الفورية والعمليات الآجلة وهي عمليات المبادلة والعمليات المستقبلية وخيارات العملة  
وسوف نتعرف على كل من هذه العمليات فيما يلي:

### 1. عمليات الصرف الفورية "Spot Transaction":

هي عقود لشراء وبيع العملات الأجنبية تستغرق تسويتها يومين من أيام العمل التجاري حيث يتم التعامل على سعر يتفق عليه اليوم، وهو اليوم الذي اعتمد فيه سعر الصرف للعملتين المتبادلتين يوم ويسمى هذا اليوم بيوم إجراء العملية أو يوم التعامل أو يوم الاتجار بالعملات ويراعى ألا يصادف تاريخ تسوية صفقة العملة يوم إجازة بنوك في أي من بلدي العملتين، أي أنه يجب أن تتم التسوية خلال يوم عمل في البنوك في كلتا الدولتين وإلا تأجلت التسوية إلى يوم العمل التالي، كذلك لا تتم التسوية إذا وافق تاريخها يوم إجازة في نيويورك حتى لو كان الدولار غير مشترك في الصفقة وذلك لأن العملات تسعر مقابل الدولار، كأن يباع إسترليني مقابل مارك ألماني مثلاً، ففي هذه الحالة يتم تحديد سعر كل من هاتين العملتين مقابل الدولار من أجل التوصل إلى سعر الصرف الفوري بينهما، ومن الطبيعي ألا يتم ذلك إذا كان سوق الصرف الأجنبي في نيويورك مغلقاً، ولكن بطبيعة الحال، إذا صادف تاريخ التسوية يوم إجازة بنوك في أي من بلدي العملتين أو في نيويورك فإن التسوية تؤجل إلى أول يوم عمل .

## 2. عمليات الصرف الآجلة "Forward Transaction"

وتسمى أيضاً بالعقود الآجلة على العملات و يعرف العقد الآجل بأنه عقد يتعهد فيه أحد الطرفين بشراء العملة محل التعاقد من الطرف الآخر الذي يتعهد ببيع هذه العملة في تاريخ مستقبلي متفق عليه لقاء سعر محدد في تاريخ التعاقد .

ويسمى السعر المحدد في العقد بسعر الصرف الآجل وهو سعر الصرف السائد وقت إبرام الصفقة مضافاً إليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل بمعنى أن الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل هو الفرق بين سعري الفائدة على العملتين ، أي أنه يتم احتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الآجل استناداً إلى ثلاثة عناصر:

✓ سعر الصرف الفوري السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة.

✓ سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما اقترض قيمة العملة المبيعة التي سيتم السداد بها عند

استحقاق العقد الآجل.

✓ سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة

لفترة العقد الآجل.

## 3. عمليات الصرف المستقبلية:

وتُسمى أيضاً بالعقود المستقبلية على العملات، فعملية الشراء هذه تعني بطبيعة الحال الحصول على وعد بتأمين كمية معينة من العملة الأجنبية المرغوبة في تاريخ محدد في المستقبل وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة بنقطين أساسيتين وهما:

(1) للعقود المستقبلية بورصات منظمة تُنسق عمليات التداول وتعطيها طابعاً موحداً بينها سوق النقد الدولي الذي هو أحد أقسام البورصة الميركانتيلية في شيكاغو و تختص هذه السوق بتداول العقود المستقبلية على الين الياباني ،الفرنك السويسري ،الجنه الإسترليني ،الدولار الأسترالي .... وغيرها، أما بالنسبة للعقود الآجلة فيتم تداولها في السوق غير المنظمة

(2) في العقود المستقبلية التسليم الفعلي للعملة التي تم التعاقد عليها بموجب هذه العقود نادر الحدوث، فالغالبية العظمى من العقود المالية المستقبلية تأخذ اتجاهاً عكسياً قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء تنقلب إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي، حيث تتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة ، أما في العقود الآجلة يتم إنهاء العقد بالاستلام والتسليم عادةً

## 4. عمليات المبادلة "Swap Operations" :

وهي مبادلة عملة بعملة أخرى بين طرفين مختلفين على أن يعيد كل من الطرفين إلى الطرف الآخر عملته التي قام بتبديلها بسعر صرف يتفق عليه عند عقد المبادلة مبني على أساس سعر الصرف الآني السائد عند إبرام عملية المبادلة، وعلاوة أو خصم يحددها فرق سعر الفائدة بين العملتين اللتين تمت مبادلتهم عند إبرام عملية التبديل . حيث تجمع عملية مبادلة العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلاً في نفس الوقت أو العكس ، أو بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين ويفصل بينهما فترة زمنية، وتستخدم هذه العقود من قبل المتعاملين في سوق العملات الأجنبية، كوسيلة ملائمة تمكنهم من التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف

### 5. خيارات العملة " Currency options "

وهي عقود تعطي الحق دون الالتزام، لمشتري الخيار بتنفيذه) بشراء في حالة حق خيارال شراء أو بيع في حالة حق خيار البيع مقدار معين من عملة من العملات لقاء عملة يحصل عليها بائع الخيارو التي تمثل سعر الخيار و ذلك ضمن فترة سريان يتفق عليها بين الطرفين ( النموذج الأمريكي) أو في تاريخ معين ايضاً يتفق عليه الطرفان ( النموذج الأوروبي)، تتحدد قيمة عقود الخيار وفقاً لأربعة عوامل :

- 1- مدى تقلب سعر الصرف و ذلك في فترة ما بين ابرام العقد و تاريخ التنفيذ؛
- 2- عنصر الوقت، فكلما طالت المدة حتى تاريخ انتهاء عقد الخيار كلما زادت قيمة عقد الخيار؛
- 3- سعر التنفيذ: فكلما ارتفع السعر انخفضت قيمة خيار الشراء و ارتفعت قيمة خيار البيع؛
- 4- النسبة بين سعر ي الفائدة الخاليين من المخاطر في كلا البلدين.

### سابعا: العملات المتداولة في سوق العملات الأجنبية

توجد المئات من العملات في سوق العملات الأجنبية، ولكن التداول يتركز بشكل أساسي في هذه السوق على العملات الرئيسية التالية:

#### - الدولار الأمريكي :

ويعد الدولار من أكثر العملات التي يتم التعامل بها في سوق بيع وشراء العملات الأجنبية، نظراً لأنه مقبول بدرجة أكبر من العملات الأجنبية الأخرى في نطاق التعامل الدولي، ولأنه يتخذ كعملة احتياطية في العديد من الدول، ولأنه العملة الأوسع التي يتم التدخل من خلالها للتأثير على أسعار العملات الأجنبية في الأسواق المالية والنقدية الدولية.

#### - اليورو:

صمم اليورو ليكون العملة الأساسية في التداول من خلال تسعييره وفق الطريقة الأمريكية للتسعير . وكما هو حال الدولار الأمريكي يتميز اليورو بحضور قوي عالمياً مدعوماً من اتحاد النقد الأوروبي، لكنه مازال يعاني من النمو غير المتوازن لدول الاتحاد الأوروبي، والبطالة العالية، والمعوقات الحكومية للتغيرات الهيكلية.

وبشكل عام يعتبر ثاني أقوى عملة في العالم بعد الدولار الأمريكي، ومن الجدير بالذكر أن الدول المشاركة في اليورو هي: إسبانيا - ألمانيا - بلجيكا - فنلندا - فرنسا - اليونان - جمهورية أيرلندا - إيطاليا - لوكسمبورغ - هولندا - النمسا - البرتغال - سلوفينيا - مالطا - قبرص - سلوفاكيا - استونيا - لاتفيا - ليتوانيا.

### - الين الياباني

تعد اليابان ثاني أكبر الاقتصاديات المتطورة في العالم، وعملته الين الياباني ثالث أكثر العملات تداولاً بالعالم حيث يتمتع الين بحضور عالمي أقل مقارنة بالدولار الأمريكي واليورو، كما يتمتع الين الياباني بسهولة مرتفعة حول العالم وعلى مدار الساعة ويتركز الطلب على الين الياباني بشكل أساسي من قبل التكتلات الاقتصادية والمالية اليابانية. ويعتبر الين الياباني حساس جداً للتغيرات في سوق الأسهم الياباني (مؤشر نيكاي) وكذلك لسوق العقارات.

### - الجنيه الإسترليني

هو العملة الرسمية المستخدمة في المملكة المتحدة، والتي يعد اقتصادها من أكبر الاقتصاديات في العالم حيث يمتلك قطاع زراعي وصناعي قويين، ويمثل قطاع الخدمات الجزء الرئيسي من الناتج المحلي الإجمالي، كما وتشهد السياحة تطوراً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، ولقد وضع الإسترليني موضع الاستخدام والتداول في إنكلترا عام 1158 من قبل الملك هنري الثامن، ويقع في المرتبة الرابعة بعد الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني. وهو إحدى العملات العالمية الأكثر تداولاً وبشكل موازي للدولار الأمريكي والين الياباني واليورو والفرنك السويسري، بالإضافة إلى ذلك يعتبر الجنيه الإسترليني الأكبر قيمة بين العملات الرئيسية، كما تعتبر التغيرات التي تطرأ على سعر صرفه مقابل العملات الأجنبية الأخرى المتداولة متوسطة إلى قليلة .

### - الفرنك السويسري " Swiss Franc "

هو العملة الرسمية في كل من سويسرا و إمارة ليختنشتاين، وهو خامس أكثر العملات تداولاً في سوق العملات الأجنبية، ويعتبر العملة الوحيدة لدولة أوروبية رئيسية ليست عضواً في اتحاد النقد الأوروبي وليست عضواً في الدول الصناعية السبع الكبرى في العالم.

كما يشار لزوج العملات الأجنبية بين المتداولين في سوق العملات ب USD/CHF ، وتتميز هذه العملة بأن تقلب سعر صرفها في سوق العملات الأجنبية هو متوسط إلى ضعيف، لذلك فهي عملة مستقرة نسبياً وخصوصاً في علاقتها مع اليورو ونتيجةً للاستقرار السياسي والاقتصادي القوي في سويسرا، يستخدم الفرنك السويسري كعملة ادخار آمنة من قبل المستثمرين الأفراد و المؤسسات المالية حول العالم، فمثلاً خلال أحداث الحادي عشر من أيلول حدث ارتفاع كبير في سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار الأمريكي نظراً للإقبال الكبير على شراء الفرنك السويسري وبيع الدولار الأمريكي.

### - الدولار الأسترالي " Australian Dollar "

إن الدولار الأسترالي هو العملة الرسمية في أستراليا ويشار إلى الزوج AUD/USD بين المتعاملين في سوق العملات الأجنبية. ب وهو سادس أكثر العملات تداولاً في سوق العملات الأجنبية ويشكل ما نسبته 5% من الصفقات المتداولة يومياً، وتتميز هذه العملة بتقلب سعر صرفها بشكل بسيط مستفيدةً من الاستقرار السياسي والاقتصادي لأستراليا، ويعتمد الاقتصاد الأسترالي على الإنتاج الصناعي المحلي وتصدير مواد الخام ومنتجات القطاع الزراعي .

#### - الدولار الكندي " Canadian Dollar " :

الدولار الكندي هو العملة الرسمية لكندا ويشار إلى الزوج USD/CAD بين المتعاملين في سوق العملات الأجنبية .

ويعتبر التقلب في سعر صرف هذه العملة بسيط جداً وهو مرتبط بشكل كبير بتقلبات أسعار النفط في العالم، ومن الجدير بالذكر أن الاقتصاد الكندي مشابه للاقتصاد الأمريكي بشكل كبير فقد تطور من اقتصاد زراعي قبل الحرب العالمية الثانية إلى أن أصبح اقتصاداً صناعياً ومدنياً بشكل أساسي وذلك مع التزايد في حجم قطاعات الخدمات والصناعة والتعدين.

الفصل الرابع : أنظمة أسعار

الصرف:

## أولاً : نظام سعر الصرف الثابت

ان نظام سعر الصرف الثابت يتطلب توفر الشروط الثلاث التالية و هي:

1. تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بالذهب؛
2. ضمان قابلية تحويل العملة الوطنية للصرف بالذهب او العكس بلا قيد ولا شرط طبقا للمعدل الثابت المحدد بوزن وحدة العملة بالذهب؛
3. حرية تصدير و استيراد الذهب.

وفي ظل هذا النظام تحدد البنوك المركزية أسعار صرف بالنسبة لعملتها غالبا على أساس الدولار ولا تترك للتقلب وفقا لظروف الطلب و العرض في السوق الحرة.

و تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي بالبيع او الشراء باي كميات بحيث تمنع سعر الصرف من الانحراف عن السعر المحدد بأكثر من نسبة معينة في الاتجاهين غالبا ما تكون النسبة في حدود 1% من السعر المحدد.

ويدار نظام أسعار الصرف الثابتة بالطريقة نفسها التي يتم بها التدخل في سوق سلعة معينة ففي ظل نظام طلب و عرض معينين للعملة الأجنبية تقوم الجهة التي تحافظ على تثبيت السعر ( البنوك المركزية ) ببيع ما يعادل فائض الطلب او شراء ما يعادل فائض العرض من العملة الأجنبية.

ومن الواضح ان هذا يتطلب ضرورة الاحتفاظ بمخزون او رصيد من العملة الأجنبية التي يمكن بيعها مقابل العملة المحلية اذا وجد فائض في الطلب و بالمقابل فانها تقوم بعملية الشراء اذا وجد فائض في العرض و لكن من الذي يحدد الكمية التي سيقوم البنك المركزي بشرائها او بيعها من العملة الاجنبية عند سعر الصرف المحدد؟

ان ميزان المدفوعات في الدولة هو الذي سيحدد هذا القدر، و مادامت لدى البنك المركزي الاحتياطات الضرورية فانه يستطيع ان يستمر في التدخل في سوق الصرف الاجنبي كي يحافظ على سعر الصرف.

اما اذا كانت الدولة تعاني من عجز دائم في ميزان المدفوعات فسيواجه البنك المركزي نقصا في العملة الاجنبية و قد يقرر البنك المركزي قبل وصوله الى هذه النقطة انه لم يعد يستطيع المحافظة على سعر الصرف و سيتم تخفيض

العملة و يقصد بالتخفيض هنا تعديل سع الصرف الثابت بحيث تصبح قيمة العملة ارخص بالنسبة للعملات الأجنبية الأخرى.

### ثانيا: نظام سعر الصرف المرن

تحتفي في نظام سعر الصرف المرن العلاقة المحددة بين العملات المختلفة عما هو متبع في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة حيث تسمح البنوك المركزية في ظل نظام أسعار الصرف المرنة بتعديل سعر الصرف و ذلك كي يساوي بين الطلب و العرض من العملة الاجنبية دون ان تتدخل في اسواق الصرف الأجنبية.

و يطلق على نظام الصرف المرن اسم نظام تعويم، و تعالج السلطات الخلل في ميزان المدفوعات عن طريق اتخاذ السياسات المناسبة في مجالات الحد من الواردات، و إحداث تغييرات معينة في مستويات الأسعار، و كذلك إحداث تغييرات في مستويات الدخل، و إحداث تغييرات في أسعار الفائدة، أو وضع قيود على انتقال رؤوس الاموال. ف جهاز الأسعار يتكفل بإحداث التغييرات المناسبة في معدلات الصرف و التي تنعكس بدورها في التأثير على قيمة كل الصادرات و الواردات و انتقال رؤوس الأموال.

و يميز الاقتصاديون في هذا المجال بين نوعين من التعويم هما:

#### ← التعويم النظيف:

و يتم هذا النوع من التعويم عن طريق قيام السلطات التنفيذية بترك سعر الصرف حرا ، و يتجدد وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي، في الوقت نفسه تقوم بإنشاء ما يعرف باسم أموال موازنة الصرف عن طريق تخصيص أرصدة مناسبة من الذهب و الاحتياطات النقدية التي يتسنى من خلالها للسلطات النقدية أن تتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بائعة أو مشتريه بقصد حماية قيمة العملة الخارجية من التأثيرات العارضة أو المؤقتة و التي تسببها عمليات المضاربة غير الموازنة.

#### ← التعويم غير النظيف:

و يتم هذا النوع من التعويم عن طريق تدخل السلطات التنفيذية في أسواق الصرف الأجنبي بائعة أو مشتريه بغية التأثير على قيمة عملتها لتحقيق أهداف معينة فقد تدخل السلطات النقدية بائعة لعملتها الوطنية بهدف زيادة



الطلب العالمي عليها ، و قد تدخل هذه السلطات النقدية كمشتريه لعملتها الوطنية بهدف زيادة الطلب عليها و بالتالي رفع قيمتها لمنع رؤوس الاموال من الهرب للخارج حتى و لو كان ميزان المدفوعات فائضا.

### ثالثا: الرقابة على الصرف الأجنبي

يعرف نظام الرقابة على الصرف الأجنبي بأنه: إشراف حكومي منظم على سوق الصرف الأجنبي، أي على عرض الصرف الأجنبي و الطلب عليه في هذه الدولة.

نستنتج من هذا التعريف مايلي:

❖ عدم السماح بحرية تحويل العملة الوطنية الى العملات الاخرى إلا في ظل القواعد المنظمة التي تضعها الدول.

❖ إخضاع حركة تصدير و استيراد الصرف الأجنبي لقواعد معينة.

❖ اختفاء سوق الصرف الأجنبي بمعناه المعروف وفقا لقاعدة الذهب، او نظام تعويم العملات.

و هكذا فانه في ظل نظام الرقابة على الصرف يوجد أكثر من سعر للصرف و بالتالي أكثر من سوق للصرف الأجنبي.

### - أسباب الرقابة على الصرف

تتمثل الأسباب التي تدعو الدولة لإتباع نظام الرقابة على الصرف الأجنبي بمايلي:

1. التغلب على النقص الذي تعاني منه الدولة في الأرصدة الأجنبية من عملات و ذهب و الحد من الطلب عليها.

2. المحافظة على العملة فوق المستوى السائد وفق ظروف العرض و الطلب.

3. رفع الأسعار الداخلية كي تساعد في إنعاش بعض الصناعات الهامة، إذ تعتبر الرقابة وسيلة لمكافحة الكساد و تشجيع الانتعاش.

4. ضمان الحصول على واردات معينة من الخارج و خاصة للمواد الأولية.

5. مكافحة خروج رؤوس الأموال من الدولة إلى الخارج سواء أكان رأس المال مملوكا لأجانب أو مواطنين.

## - مبادئ نظام الرقابة على أسعار الصرف

تتمثل مبادئ نظام الرقابة على الصرف في النقاط التالية:

1. تركيز جميع عمليات الصرف في يد سلطة واحدة تمثل مجمع مركزي للعملات الأجنبية، و يطلق على هذه السلطة اسم 'مراقبة النقد او مراقبة الصرف' ، و قد يشارك البنك المركزي للدولة في توجيه هذه المراقبة و إتمام عملياتها.
  2. إلزام جميع المصدرين بان يورد لمجمع العملات الأجنبية كل ما يحصل عليه من عملات أجنبية نتيجة عمليات تصديره، و إلزام كل مستورد بان يشتري العملة الأجنبية التي يريدتها من المجمع نفسه، و يتم البيع و الشراء عندئذ بسعر صرف تحدده الدولة.
  3. تحريم التعامل في الصرف بالنسبة لبعض العمليات، إذ قد تحرم الدولة الاحتفاظ بالذهب و تفرض تسليمه لمراقبة الصرف، و هي تحظر إطلاقا تصدير رأس المال الى الخارج، و هكذا تفرض رقابة على الصرف بين العمليات الجارية و حركات رأس المال، فتسهل العمليات الجارية و تمنع حركات رأس المال، و قد تلجأ أيضا إلى نظام تجسيد حسابات الأجانب فيها.
- و هكذا تعتبر الرقابة على الصرف الأجنبي إحدى الوسائل الهامة للتأثير في كل من المدفوعات و التجارة الدولية، و تهدف الى تحقيق التوازن بين المتحصلات و المدفوعات الأجنبية، ليس من خلال قوى السوق و لكن من خلال الرقابة المباشرة و غير المباشرة على الصرف الأجنبي حيث ترأب الحكومة كل المتحصلات و المدفوعات بالعملات الأجنبية فتسلم كل العملات الأجنبية المكتسبة الى البنك المركزي الذي يقوم بدوره بتخصيص المدفوعات الأجنبية بالنسبة للعملات المختلفة و يقوم البنك المركزي كسلطة رقابية بتنظيم الطلب و العرض من العملات الأجنبية بغية المحافظة على سعر الصرف.

## - أهداف نظام الرقابة على أسعار الصرف

تتمثل أهداف نظام الرقابة على أسعار الصرف بمايلي:

1. المحافظة على القيمة الخارجية للعملة بأعلى من قيمتها الحقيقية؛
2. حماية الصناعة الوطنية من المنافسة الأجنبي؛
3. دعم خطط التنمية الاقتصادية للدولة من خلال الدراسة التفصيلية للواردات التي تدعم خطط التنمية؛
4. تنمية الاحتياطي النقدي من الذهب و العملات الأجنبية القابلة للتحويل القابلة للتحويل؛

5. توجيه رؤوس الأموال الأجنبية نحو المجالات التي تنسجم فيها الاستثمارات الأجنبية مع متطلبات السياسات الاقتصادية للدولة؛
  6. استخدام نظام الرقابة على الصرف كإدارة للسيطرة على قطاع التجارة الخارجية في الدولة؛
  7. تحديد الأولويات التي ستتبع في استخدام الصرف الأجنبي؛
  8. تحديد من يحق له الحصول على العملة الأجنبية طبقاً للأولويات التي تضعها السلطة النقدية؛
  9. تحديد كيفية تخصيص القدر المتاح من الصرف الأجنبي بلاد العالم المختلفة من خلال تفضيل الاستيراد أو الحد منه؛
  10. تشجيع السياحة في الدولة عن طريق شراء الصرف الأجنبي المتحصل عن معاملات السياحة بسعر اعلي من متوسط الأسعار التي يشتري بمقتضاها المتحصل من غيرها؛
  11. تحقيق مجموعة من الأهداف السياسية، أو ممارسة الضغوط الاقتصادية.
- وسائل الرقابة على الصرف الأجنبي:

تقسم وسائل الرقابة على الصرف إلى وسائل مباشرة ووسائل غير مباشرة:

### ✓ الوسائل المباشرة أولاً:

يستخدم البنك المركزي عدة وسائل مباشرة تقيد من كمية و استخدامات الصرف الأجنبي منها:

#### 1. التدخل المباشر

ويقصد بالتدخل المباشر قيام الحكومة بالتدخل في سعر الصرف الأجنبي و ذلك لتثبيت سعر الصرف عند مستوى أعلى أو اقل من سعر الصرف السائد في سوق الصرف الأجنبي.

ويتضمن التدخل في هذه الحالة القيام ببيع او شراء العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية عند الأسعار المحددة، فعندما تحدد الدولة لعملتها سعراً اعلي فان الطلب عليها سيكون اقل من العرض و لذلك يتدخل البنك المركزي لشراء العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية على سعر الصرف المحدد و بالمقابل سيقوم البنك المركزي ببيع العملة المحلية على سعر الصرف المحدد حين تحدد لها الدولة سعراً اقل، و حيث يكون الطلب عليها أكثر من العرض، و سيعتمد نجاح عمليات تثبيت سعر الصرف على حجم الموارد التي تتاح للبنك المركزي، سواء في شكل عملات أجنبية في حال تثبيت السعر الأعلى أم في شكل العملات المحلية في حال تثبيت السعر الأدنى، و قد يواجه البنك

المركزي صعوبات بالغة للحصول على العملات الأجنبية كما أن زيادة العرض من العملة يكون على حساب الآثار التضخمية التي قد يواجهها الاقتصاد القومي، لذلك فإن التدخل المباشر لا بد و ان يكون مؤقتا.

### - تقييم الرقابة على سعر الصرف الأجنبي

إن الرقابة على الصرف الأجنبي قد تواجه بعض العيوب نذكر منها:

1. تقليل حجم و قيمة التجارة الدولية، فعندما تقيد إحدى الدول وارداتها من الدول الأخرى، تقوم هذه الدول بإتباع سياسة المعاملة بالمثل؛
2. إن الرقابة على الصرف عن طريق فرض قيود الكمية على الصرف تشكل عنصر اضطراب رئيسا لتجارة البلد الخارجية و لكثير من المشروعات الإنتاجية المعتمد عليها بقطاع التجارة الخارجية؛ فالتصريح بالاستيراد يصبح غير مؤكد، و التصدير يصبح غير مجد نظرا لسعر الصرف المقوم بأعلى من قيمته الحقيقية؛
3. إن العديد من المعايير المستخدمة في الوسائل المختلفة للرقابة على الصرف الأجنبي تكون غالبا تحكومية و تتحدد بطرق إدارية مما قد يؤدي إلى تحقيقها لمصالح فئة دون أخرى؛
4. إن مجرد فرض قيود على الصرف في حد ذاته يلقي ظلالة من الشك على مكانة عملة البلد، مما قد يؤثر سلبا على تدفق رأس المال الأجنبي الخاص، مهما حاول البلد تقديم ضمانات قانونية بتحويل الأرباح؛
5. قد يترتب على تطبيق نظام الرقابة على الصرف الأجنبي نوع من الاستخدام غير الكفاء للموارد الناتج عن الحد من المنافسة الأجنبية للمنتجات المحلية فضلا عن التمييز بين أسعار الصرف لمصلحة الواردات الضرورية؛
6. إن تطبيق نظام الرقابة على أسعار الصرف الأجنبي مكلف كما يؤدي الى قيام سوق سوداء للصرف الأجنبي.

الفصل الخامس :

النظريات المحدودة للتسعير

الصرف

## أولاً: نظرية تعادل القوى الشرائية:

صاحب هذه النظرية هو الاقتصادي السويدي جوستاف كاسل Justaf Cassel حيث ظهرت في عام 1916 و قد أطلق على هذه النظرية اسم نظرية تعادل القوة الشرائية و تتمثل الفكرة العامة لهذه النظرية في ان القوى الشرائية للعملة داخل الدولة هي التي تحدد قوتها الشرائية في الخارج أي أن الأسعار الداخلية هي التي تحدد سعر الصرف الخارجي.

و تقول النظرية بان هناك مستوى تدور حوله تقلبات أسعار العملات الورقية المستقلة، فيحل محل 'حدي دخول و خروج الذهب' و يتوقف هذا المستوى فيما بين عملة و أخرى على العلاقة بين الأسعار السائدة في الدولتين ، و يطلق على هذا المستوى اسم 'حد تعادل القوة الشرائية' و بناء عليه فان سعر الصرف التوازني بين عملتين هو السعر الذي يساوي بين قوتهما الشرائية.

### 1. فروض النظرية

تقوم نظرية تعادل القدرة الشرائية على الفروض التالية:

- . المعرفة بسعر الصرف التوازني؛
- . عدم حدوث تحركات رؤوس أموال يعتد بها خلال الفترة التي تحددت لتغير سعر الصرف فيها؛
- . عدم حدوث تغيرات هيكلية في الاقتصاد القومي تنعكس على تكاليف العرض و الطلب أي الإنتاج و الاستهلاك؛
- . سيادة مبدأ حرية التجارة الدولية.

### 2. التفسير العلمي للنظرية

بما أن نظرية تعادل القوة الشرائية تفترض بان سعر الصرف لدولة ما يتحدد من خلال النسبة بين مستوى الأسعار الداخلية مقوما بالعملة الوطنية، و مستوى الأسعار العالمية مقدرا بالعملة الأجنبية و عليه فان.

$$F = \frac{M}{L} ، \text{ او ان } M = F \times L$$

حيث أن: F = سعر الصرف

M = مستوى الأسعار المحلية مقوما بالعملة الوطنية.

ل = مستوى الأسعار العالمي مقوما بإحدى العملات الأجنبية.

و تفسير هذه المعادلة هو أن مستوى الأسعار المحلية (م) يتكافأ مع سعر الصرف (ف) مضروباً بمستوى

الأسعار العالمية (ل).

و كما هو معروف فإن قياس مستوى الأسعار يتم عن طريق استخدام فكرة الأرقام القياسية للأسعار و بالتالي

يمكن التعبير عن هذه النظرية وفقاً للأرقام القياسية على الشكل التالي :

$$\frac{ع2 ف1 ع1}{ع1 ف2 ع2} = 1 \leftarrow ف1 = 2 ف$$

ف1: سعر الصرف الجديد.

ف2: سعر الصرف القديم.

ع1: الرقم القياسي لتغير الأسعار المحلية.

ع2: الرقم القياسي لتغير الأسعار العالمية.

و تفسير هذه المعادلة أن ارتفاع الأسعار المحلية مقارنة بمستوى الأسعار العالمية في ظل افتراض سعر معين للصرف

إنما يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف تلقائياً، و هذا ما يؤدي إلى زيادة كل من الواردات و الطلب على الصرف

الأجنبي و انخفاض الصادرات و عرض الصرف الأجنبي .

### 3. تقييم نظرية تعادل القوة الشرائية

أثارت هذه النظرية في الواقع العديد من الانتقادات و التي من أهمها:

- صعوبة تركيب أرقام قياسية تعبر عن القوة الشرائية تعبيراً دقيقاً، فمعظم هذه الأرقام تحتوي على الكثير من السلع التي لا تدخل في نطاق التجارة الدولية و بالتالي لا يكون لأسعارها تأثير مباشر على سعر الصرف؛
- من المستحيل عملياً معرفة الوقت الذي كان فيه سعر الصرف متوازناً. و هذا يعني استحالة النظر إلى فترة معينة على أنها فترة أساس من الممكن أن نحسب على أساسها التغيرات التي تحدث في سعر الصرف في

الفترات اللاحقة. لا تخضع تقلبات سعر الصرف لتقلبات الميزان التجاري فقط كما تقتضي النظرية إذ أن النقود الأجنبية تطلب و تعرض أيضا بسبب الاستثمارات الدولية طويلة الأجل، او بسبب حركة رؤوس الأموال الدولية كل هذا من شأنه التأثير في سعر الصرف؛

● لا يتحدد سعر الصرف على أساس مستويات الأسعار فقط كما تدعي النظرية فهناك عوامل أخرى غير الأسعار تؤثر في التجارة الدولية ، و بالتالي في سعر الصرف، مثل: تغير أذواق المستهلكين، أو جودة السلعة، أو ظهور سلعة بديلة...

ان وجود هذه لانتقادات لا يعني أن هذه النظرية عديمة الجدوى فمن الناحية العملية تعتبر فكرة القوة الشرائية من العوامل التي يمكن الاسترشاد بها - خصوصا بعد حدوث اضطرابات نقدية دولية- في معرفة ما إذا كان سعر الصرف السائد يقوم العملة المحلية في السوق الخارجي تقوئما فعالا بالارتفاع او الانخفاض بالنظر إلى نسب التغير التي تحدث في مستوى الأسعار الداخلية و الخارجية.

مثال توضيحي:

في أمريكا تشتري سلعة بمبلغ دولار واحد، و نفس السلعة في أوروبا تشتري بمبلغ 2 يورو، فان سعر الصرف بين الدولار و اليورو هو 2 يورو/دولار، و إذا حصل ارتفاع مقداره 25% مثلا في المستوى العام للأسعار في أوروبا معنى هذا أن السلعة قد ارتفع سعرها إلى 250 يورو و بذلك يصبح بإمكان أي مستثمر أن يستغل الاختلاف في السعر بين الدولتين ليقوم بشراء كميات كبيرة من السلعة في السوق الأرخص و بيعها في نفس الوقت في السوق الأعلى ، و قد يظهر هذا الوضع بشكل مؤقت الى حين نزول اختلافات الأسعار.

ان تساوي سعر الصرف بين عملتين لدولتين مختلفتين تقوم نظرية تعادل القوى الشرائية، فعندما تكون قوتها الشرائية هي نفسها في كلا الدولتين، و تقول هذه النظرية على ان سعر الصرف بين عملة دولتين يجب أن يساوي نسبة مستوى سعر سلة ثابتة من البضائع و الخدمات في كلا الدولتين، فعندما ترتفع الأسعار في إحدى الدولتين ( تضخم) فان قيمة عملتها يجب ان تنخفض لتمكن من العودة لتعادل القوى الشرائية.

على مبدأ قانون السعر الواحد فباستثناء المواصلات تستند نظرية تعادل القوة الشرائية على تكاليف العمليات الأخرى تقوم الأسواق التنافسية بمعادلة سعر السلعة نفسها في بلدين مختلفين و ذلك عند معاملة الأسعار بنفس العملة ، فعلى سبيل المثال إذا كان سعر منتجات مجموعة X يساوي(750) يورو في فرنسا فإنها يجب أن تكلف



(500) دولار في نيويورك عندما يكون سعر الصرف بين منطقة اليورو و الولايات المتحدة يساوي 1.5 يورو/دولار، أما إذا كان سعرها في فرنسا (700) يورو فقط فان المستهلكين في نيويورك سيفضلون شراءها من فرنسا ، و إذا ما طبقت تلك المعادلة على نطاق واسع فان شراء المستهلكين الأمريكيين للبضائع الأوروبية سيرفع من قيمة اليورو و بالتالي سيرفع تكلفة البضائع الأوروبية، و تستمر تلك العملية حتى تتساوى أسعار البضائع مرة أخرى في السوق الأمريكي و السوق الفرنسي.

و هناك ثلاثة عوامل يجب أخذها بعين الاعتبار في قانون السعر الواحد:

- ✓ إن تكاليف المواصلات و الحواجز أمام التجارة و تكاليف العمليات الأخرى يمكن أن تكون مؤثرة؛
- ✓ تكون الأسواق تنافسية للبضائع و الخدمات بين الدول؛
- ✓ يطبق قانون السعر الواحد على البضائع القابلة للتداول، بينما لا يمكن تداول بعض المواد بين الدول مثل المنازل و الكثير من الخدمات المحلية ، و يمكن تفسير نظرية تعادل القوى الشرائية بأسلوبين الأول النظرية المطلقة و الثاني النظرية النسبية.

(1) نظرية تعادل القوى الشرائية المطلقة: هي التي تم شرحها في النص أعلاه و هي تعول على مساواة مستويات السعر بين الدول ف سعر الصرف بين منطقة اليورو و الولايات المتحدة يساوي مستوى السعر في منطقة اليورو مقسوما على مستوى السعر في الولايات المتحدة الأمريكية.. و كمثال على ذلك لنفترض أن نسبة مستوى السعر هي (1.3) لكن سعر الصرف بين اليورو و الدولار هو (1.5) فعند تطبيق نظرية تعادل القوى الشرائية فإنها تقول بان سعر اليورو سيرتفع ( بكسب القيمة ) و ان سعر الدولار سينخفض ( يضعف ) حتى يصل الى مستوى (1.5).

(2) نظرية تعادل القوى الشرائية النسبية: فتعود على نسبة التغيرات في مستويات السعر اي نسب التضخم، و تقول هذه النظرية على ان نسبة ارتفاع سعر العملة يساوي الفرق في نسب التضخم بين الدولة الأجنبية و دولة العملة محل البحث، فعلى سبيل المثال اذا كانت نسبة التضخم في منطقة اليورو (3%) و كان التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة (5%) فان الدولار الأمريكي سينخفض مقابل اليورو بنسبة (2%) في السنة.

## ثانيا: نظرية تكافؤ معدلات الفائدة

تقوم هذه النظرية على أساس أن السعر الآجل للعملة، سعر الاستلام المؤجل أو سعر التسليم المؤجل لعملة معينة يجب أن يعكس التباين أو الاختلاف في معدل الفائدة بين الدولتين.

و بحسب هذه النظرية فإن المستثمر الذي سيوظف أمواله بالخارج في الدولة التي يكون فيها سعر الفائدة مرتفع بالنسبة لدولته لن يحصل على معدل عائد اعلي من ذلك المعدل الذي يحصل عليه في دولته لان الاختلاف في العائد يجب أن يعوض من خلال الفرق بين السعر الفوري و السعر الأجل للعملة.

### 1. التفسير العلمي للنظرية:

$$\frac{\text{السعر الاجل} + 1}{\text{معدل الفائدة الدولة الاجنبية}} = \frac{\text{السعر الفوري} + 1}{\text{معدل الفائدة الدولة المحلية}}$$

مثال:

لنفرض أن السعر الفوري للعملة X مقابل العملة Y هو:

$$X/Y = 0.708$$

و إن معدل الفائدة السنوي ل X = 6%

و إن معدل الفائدة ل Y = 4%

و عليه فانه يمكن حساب السعر الأجل خلال سنة للعملة X مقابل العملة Y كمايلي:

$$\frac{1.06}{1.04} = \frac{\text{السعر الاجل}}{0.708}$$

: X/Y 0.7216 لاحظ أن

$$1.0192 - 1.00 = 1.92\%$$

و هذه النسبة (1.92%) تعادل التباين بين معدل الفائدة بين الدولتين (4% - 6%) تقريبا.

## 2. تقييم نظرية تكافؤ معدلات الفائدة

تساعد نظرية تكافؤ معدلات الفائدة في عملية ربط الأسواق النقدية المحلية بأسواق الصرف الأجنبي و يكفي لغرض اختبار هذه النظرية مقارنة سعر الاستلام او سعر التسليم المؤجل في فترات مختلفة.

و في حال ارتفع الفروقات بين السعر الآجل و التباين بين معدلات الفائدة بين الدولتين فان مراجعة معدلات الفائدة سيقود الأسعار نحو التوازن في أسواق الصرف.

### ثالثا: نظرية المرونة :

و تقوم هذه النظرية على المرونة بشكل أساسي على ان سعر الصرف هو سعر الصرف الأجنبي الذي يحافظ على توازن الدفعات، و لنوضح ذلك بمثال: يكون الميزان التجاري للدولة (X) سالبا عندما يكون حجم وارداتها ضخما الأمر الذي يؤدي الى انخفاض سعر عملة تلك الدولة و بالتالي يصبح سعر الصادرات اقل و بالمحصلة ينخفض الدخل الأجنبي لكن يرتفع الدخل المحلي ، ان هذا الارتفاع في الدخل المحلي سيؤدي إلى زيادة الاستهلاك المحلي لكلا البضائع الأجنبية و المحلية و بالتالي سيزداد الطلب على العملة الأجنبية للدولة (X) أي أن الدولة (Y) ستسمر بخفض الدخل الأجنبي الأمر الذي يقود إلى انخفاض الاستهلاك المحلي لكلا البضائع و الخدمات الأجنبية و المحلية، سيؤدي الى انخفاض الطلب على عملة الدولة (Y).

أي إن سعر الصرف المتعامل فيه في نيويورك سوف يكون مساوي لأسعار الصرف في مختلف دول العالم فإذا كان سعر الدولار تجاه الباون الإسترليني في نيويورك هو:

$$\text{New York (NY)} = \$ \frac{1.61}{\$1}$$

و عندما يزداد الطلب على عملة معينة يرتفع سعرها و يقل الطلب على الأخرى فعند انخفاض قيمة الباون في سوق لندن سوف يتوجه الطلب على هذا السوق عندها ينخفض الطلب على الباون في سوق نيويورك حتى يتحقق التساوي في السوقين .

$$\text{London} = \$ \frac{1.58}{\$1}$$

و يفضل استخدام نظرية المرونة عند تحديد أسعار صرف العملات لفترات طويلة لأنه عند تطبيقها على فترات قصيرة فان سعر الصرف يكون اقل مرونة بالإضافة إلى أن هناك بعض العوامل التي قد تؤثر على سعر الصرف.

#### رابعاً: نظرية توازن حقيبة الأوراق المالية:

و التي تقوم على ان الطلب على المال يعتمد على الطلب على الأصول المالية و ليس على العملة نفسها، لذلك فان ازدياد الطلب على نوع معين من الأصول في إحدى الدول سيؤدي الى زيادة الطلب على عملة تلك الدولة مما يرفع من قيمتها في سوق الصرف الأجنبي ، و كثيرا ما يحصل ذلك عندما يصبح نوع معين من الأصول جاذبا للمستثمرين.

ان جميع تلك النظريات هي فقط لفهم كيفية عمل سوق تبادل العملات "Forex" و هناك العديد من العوامل التي تؤثر على أسعار الفائدة و التي من الصعب تتبعها جميعا إلا أن أسعار الصرف تتقلب دوما تبعا لاضطرابات الأسواق و قوى المضاربة و الاستثمارات قصيرة الأجل، و بما أناسواق السلع تتأقلم بشكل أبطأ من أسواق رأس المال فانه بإمكاننا الافتراض بان العملات تتأثر بأسواق رأس المال على المدى القصير بينما تتأثر بأسواق السلع على المدى الطويل.

# الفصل السادس: الأسواق

## المالية الدولية

## أولاً: تعريف الأسواق المالية الدولية :

يمكن تعريف السوق المالية الدولية الى عدة مفاهيم تتمحور ا حول التعاريف التالية :

1. تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات دولية أخرى
2. يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراءً وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية؛
3. سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين للأوراق المالية من دول أخرى

و بالتالي تعتبر السوق المالية الدولية مصدراً رئيسياً للحصول على التمويل الدولي ، كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف و استثمار الاموال الفائضة العابرة للحدود ، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات والمتدخلون في هذا السوق ، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية والنقدية بقيمة مالية أكبر ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالميا.

## ثانياً : أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية.

ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية ، أو سواء على مستوى الدول والحكومات لدفع عجلة التنمية لديها، و من أهم الأسباب التي أدت الى ظهور الأسواق المالية الدولية

- ✓ ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى 1175 خاصة في إيطاليا، ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة و السندات الاذنية؛
- ✓ ظهور البنوك كمؤسسات مالية وفق قوانين اسس تحكمها منذ سنة 1401 ، و هو تاريخ نشة بنك برشلونة في اسبانيا ، و الذي كان يقبل الودائع ويخصم الكمبيالات ، ثم تلاه أقدم بنك حكومي تأسس في البندقية فيس سنة 1587 موجاء بعده بنك أمستردام في هولندا سنة 1609 الذي اشنته بلدية أمستردام لكي يسير الودائع ،وبعدها ازدهرت أعمال البنوك بأشكالها المختلفة وانتشارها في العالم؛
- ✓ ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في أنفر بيلجيكا عام 1536 ، ثم في أمستردام عام 1608 ، ثم في لندن عام 1666 ، ثم في باريس عام 1808 ، وتلاها في القرن التاسع عشر و العشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- ✓ ظهور الثورة الصناعية و النهضة التكنولوجية التياً أدت إ الى توسع المشاريع الاستثمارية و نطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول؛
- ✓ دفعت الحاجة للتمويل إ الى ظهور شركات المساهمة الضخمة و التي أ أتاحت للأفراد المشاركة في رأ س مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية؛
- ✓ هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الانتاج و للتوسع في النشاط الاقتصادي ،من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات و امكانيات الأفراد ، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية و جغرافية متعددة عبر العالم؛
- ✓ توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي لأجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية مما أ أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول
- ✓ زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أ أطراف دولية ، مما نتج عنه ظهور أ أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية ؛
- ✓ تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إ ما مساهمين جدد في المؤسسة أو تنويع مصادر ا الاقتراض لديها ، وكذا إ اصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.

### ثالثاً: وظائف الأسواق المالية الدولية:

- للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف ، يمكن إ إيجازها فيما يلي :
- ✓ حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي ؛
- ✓ تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية؛
- ✓ المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية ؛
- ✓ تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق ؛
- ✓ تطوير الأساليب و الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية ؛
- ✓ تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها ؛.
- ✓ توفير قواعد واجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية ؛
- ✓ توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشملاً لأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية؛
- ✓ المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إ الى المجالات الأكثر ربحية يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي؛
- ✓ تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات. والمشروعات.

#### رابعاً: المتعاملون في السوق المالية الدولية:

هناك أ أطراف عديدة تتعامل في سوق النقد الدولية ،أهمها:

- ✓ البنوك المركزية و التي تتولى مهمة ا لاشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات. للعملات الأجنبية؛
- ✓ البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة ؛
- ✓ شركات السمسرة في الاوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية ا الأخرى؛
- ✓ الصناديق الاستثمارية الاقليمية والدولية ؛
- ✓ شركات التأمين وصناديق التقاعد ؛.
- ✓ المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للانشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية؛
- ✓ البورصات العالمية ،كبورصة لندن ونيويورك ل لوراق المالية ؛
- ✓ الشركات الضخمة و الشركات المتعددة الجنسيات ، و شركات الاستثمار الإقليمية و العالمية؛
- ✓ الحكومات والدول والمنظمات و الاتحادات الاقتصادية ؛
- ✓ كل جهة رسمية أ أو غير رسمية طالبة أ أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

#### خامساً: الاستثمار في الأسواق المالية الدولية:

ان تحقيق الاستثمار الناجح لتشكيلة الاوراق المالية في اسواق المال الدولية دون التضحية بالعائد المتوقع مرهون بما يلي:

- (1) **مقدار العائد** : وهو ما يعكس حجم الأرباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالباً ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الاموال المستثمرة؛
- (2) **درجة المخاطر**: وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة او بما يسمى بعنصر عدم التأكد في مجال تقييم المشروعات. اذ ان الأسهم التي تحمل عوائد او مردودات مماثلة ليست بالضرورة تحمل نفس معدلات الخطورة مما يدفع المستثمر وضع تقييم للوصول الى حالات من الموازنة ما بين معدلات الارباح وما ينشأ عنها من مخاطر لكي يجعل قراره اقرب الى الصواب؛
- (3) **الوقت** : ان شراء الاوراق المالية محدد بفترة زمنية يتحدد بموجبها الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالاسهم والسندات ، اذ ان عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها



.وهكذا يمكن تحديد المتحركات الاساسية في سوق الأوراق المالية بما يلي:

❖ **سعر الفائدة :** يؤثر اختلاف سعر الفائدة بشكل معاكس على أسعار الاوراق المالية اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض عمليات التعامل في السوق المالية وبالعكس فأن انخفاض اسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في الاسواق المالية ... أما قياس درجة تلك المؤثرات فيتم باستخدام نسب التغيير في الاصول والخصوم التي تتأثر بتلك التغييرات او التذبذبات

❖ **السيولة :** وهو الموجود النقدي المتوفر لدى المستثمر او المصرف او المؤسسة المالية وبالشكل الذي يضمن سد الاحتياجات بحيث لا يضطر لبيع الاوراق المالية التي بحوزته والتي قد تسبب الخسارة احيانا ويتم قياس السيولة بالتعرف على نسبة الاستثمارات المالية الى مجموع الودائع او الموجودات.

❖ **الائتمان:** يبرز دور هذا المتحكم في المصارف والمؤسسات في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للاوراق المالية على السداد في الاوقات المقررة وخاصة عند اختلا التوازن ما بين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض.

❖ **رأس المال :** ويمثل حالة القدرة على عدم تغطية قيم الاوراق المالية المصدرة ولا سيما عندما تكون هناك خسائر ... الامر الذي يتطلب الاهتمام بهذا العنصر ومراقبة حقوق الملكية التي ينتفع بها البنك او المؤسسة المالية او قرار المستثمر .

هذا ويحتاج المستثمر الذي يريد خوض التعامل في الاسواق المالية الدولية الى مجموعة من المعلومات تتيح له فرصة اتخاذ القرار وبمعرفة كافة الملايسات الناتجة عما يتخذه من القرارات ، تلك المعلومات التي يمكن تقسيمها الى ماهو سابق لاتخاذ قرار الاستثمار وما هو لاحق له ولا سيما تلك التي تتيح للمستثمر تقدير مايجتاره وما لا يجتاره من اوراق مالية او سندات بما في ذلك المعلومات التي تهيئ له متابعة عناصر محفظته ... وما يصدر من نشرات تلخيص لخصائص اسهم الشركات والسندات المطروحة واوضاع الهيئات المصدرة وكذلك اوضاع الاكتتاب نفسه ، الا انه غالبا ما تتسم هذه السوق ( السوق الدولية للاوراق المالية) بعدم وضوح ماهية المستثمرين ومعرفة مايتخذونه من مواقف وما يتبعونه من سلوك حتى من خلال مصادر الاعلام المتوفرة وخاصة بالنسبة الى المؤسسات المشتركة فالبنوك الكبرى وصناديق الاستثمار التي بدأت في سوق الاسهم والسندات الدولية لا تفصح الا نادرا وبصورة مبهمه عن السياسة التي تلعب دورا مهما تنتهجها

بشأن الاستثمار والتي كثيرا ما تعتمد على عنصر الحدس وتأثير العوامل النفسية هذا الى جانب عليه فإن مسألة التعامل في هذه الاسواق يعتمد على امرين :

- **الاول :** اهمية الدور الذي يلعبه تجار الاوراق المالية وبيوت السمسرة بشأن توجيه المستثمرين وتقديم النصح اليهم ومساعدتهم في كيفية ترشيد واتخاذ قراراتهم
- **الثاني :** اهمية العمل على زيادة وعي المستثمرين بما هم يقومون به او يقدمون عليه وضرورة العمل على زيادة المامهم بمختلف جوانب السوق التي يريدون الاشتراك او التعامل فيها . حيث ان سوق الاوراق المالية الدولية تعتبر مؤسسة مستقلة تحكمها ظروف فنية مختلفة اذ ان الوضع الاقتصادي للشركة او حتى الوضع الاقتصادي ككل لا يعكس بالضرورة اتجاهات الاسعار كما هو شأن السوق السلعية - فقد يكون وضع الشركة جيدا وكذلك الوضع الاقتصادي متينا الا ان الاسعار قد تتجه نحو الهبوط ... والعكس صحيح فالتحركات الدورية في الاسعار قد تتأثر بأحداث فنية او سيكولوجية وغيرها ... ومن هنا برز قسمين من الاسهم والسندات في السوق المالية فئة منها تتجاوب مع حركة السوق وبيطئ ، وفئة اخرى تتحرك بصورة اكثر وبفعالية في مثل تلك الظروف فالتحليل الفني الصائب هو الذي يصل الى تحديد افضل الاوقات للدخول في السوق التي تبين بدورها الفرق ما بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح

#### سادسا: الية التعامل في أسواق الأوراق المالية الدولية:

تصدر الاوراق المالية اما مقومة بعملات حقيقية متداولة في دولة من الدول وهذا هو الغالب او بوحدة نقدية ( حسابية ) او مركبة لا تتداول بالفعل وانما تستخدم فقط كوحدة للقياس وذلك لما لها من مزايا العملات الحقيقية لتجنب ما قد يطرأ على العملة من تقلبات قد تضر بمصلحة المتعاملين في السوق المالية ويتم التعامل بها في هذه الأسواق على وفق مؤشرات يتم على ضوءها تحديد التوجهات التي يمارسها المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون في الأسواق المالية وهي

\***المؤشرات الاقتصادية :** تتأثر حركة اسعار الاسهم والسندات في السوق المالية بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهينات والتوقعات في السوق مثل حالة الاعلان عن ميزانية مالية ضخمة او منهاج استثماري طموح ...والذي يعني توقع ارتفاع الاسعار بشكل عام كما ان القيام بضخ اموال اضافية للسوق من شأنها ان تنعكس على حالة واوضاع الاوراق المالية في البورصة في البلدان السائرة في طريق النمو وهكذا في

اعتماد احصاءات الانتاج الصناعي او الناتج القومي او الدخل القابل للتصرف كمؤشرات في اسواق البورصة في الدول المتقدمة

\* **المؤشرات النقدية المالية :** وهي من اهم المؤشرات لمعرفة اتجاهات الاسعار في السوق المالية اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي الى توجه المستثمرين نحو الايداع في المصارف والقيام ببيع اسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتنخفض اسعارها في حين تتجه الاموال نحو السوق المالية في حالة هبوط اسعار الفائدة في المصارف او ازمة الاسواق المالية الدولية وتداعياتها أ.د.عبدالرسول عبد جاسم تحويلها الى سوق السندات كما ان زيادة عرض النقد سواء أكان في اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو أو المتطورة يؤدي الى ارتفاع اسعار الاسهم وبعكسه فأن انخفاض معدلات نمو عرض النقد سوف يعمل على انخفاض اسعار الاسهم ، وعليه فأن تدخل البنوك المركزية في توسيع عرض النقد او تقليصه ينعكس على تحول اسعار الفائدة نحو الارتفاع او الانخفاض ومن ثم التأثير على اتجاهات الاسعار في السوق المالية تبعا لذلك

\* **حجم التداول في البورصة :** ان عدد الاسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعات صعود الاسعار او هبوطها بالمستقبل اذ ان كثافة حجم التداول يعني تفاؤل المستثمرين واقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الاسعار نتيجة لذلك اما اذا حققت السوق تقدما او عرضا ولم يرافقه تداول كثيف ..فعندها تبقى الاسعار على حالها او تتجه نحو الانخفاض او الجمود النسبي للمشاركة وبالتالي توجه المستثمرين نحو تصفية استثماراتهم حيث تستمر الاسعار بأوجهات النزول ومن هنا يتبين لنا بأن كثافة التداول وزيادة الأسعار هي التي تولد الطلب والتي تعقبها حصول الزيادات المتتالية بعد ذلك ، فالطلب اذن ليس وحده الذي يؤدي الى زيادة الاسعار في الاسواق المالية، اذ أن لهذه السوق خصائص تختلف عما هي عليه في الاسواق الاستثمارية واسواق السلع الاستهلاكية تلك الخصائص التي تعكس فاعلية الية العملية الاستثمارية في تلك الاسواق والمتمثلة بما يأتي

- الطابع الفردي لهذه الاسواق : مما يجعل المستثمر يواجه اطرافا قوية في جانب الاصدار والتسويق ممثلة بالهيئات العامة والشركات الكبرى وهي التي لها القدرة على الخوض في السوق الدولية
- انه من الصعب على المستثمر ان يلم الماما كافيا بالاوضاع السائدة في الاسواق بصفة عامة وكذلك بأوضاع الهيئات التي يستثمر اوراقها وكثيرا ما يعتمد المستثمر في هذا الشأن اما على صيغة معلومات عامة واما على

نصائح وارشادات المتاجرين بالاوراق المالية .هذا اذا ما علمنا بأن غالبية المستثمرين يلتجؤون الى خدمات المتخصصين نظرا لما يفرضه هؤلاء من شروط ومن رسوم قلما ترتبط بنوعية الاداء وفاعليته.

- يحتاج حملة الاوراق المالية وخاصة حملة السندات الى تعميق درجة حمايتهم ليس من المخاطر في السوق العادية والناجمة عن تغيير سعر الفائدة او أسعار الصرف او ائتمان الاوراق المالية وانما المخاطر الناجمة عن تخلف المدينين ( وخاصة في سوق السندات ) عن اداء التزاماتهم والمتمثلة في صعوبة الحصول على العملات الأجنبية عند التسديد او التأخر عن دفع الفوائد والأقساط او فرض الرقابة على الصرف أو فرض الضرائب.

الفصل السابع: أسواق

السندات الرومية

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

وترجع أهمية السندات الدولية عموماً إلى كونها:

- أداة استثمارية طويلة الأجل تسهم في إعادة توزيع المدخرات على جميع المقرضين على المستوى الدولي.
- أداة ملائمة لتوظيف هذه الأموال في مجال مضمون وقليل المخاطر.
- ذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها إذ يمكن التنازل عنها بالبيع في السوق الثانوية.

وتنقسم أسواق السندات الدولية إلى نوعين رئيسيين هما:

✓ السندات الأوروبية.

✓ السندات الأجنبية.

**أولاً: السندات الأوروبية:**

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

← خصائص السندات الأوروبية:

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

2/ لا تكون هذه السندات متاحة للاشتراك الجمهور في إصدارها وإدارتها، ولكن عليه إدارة وتنظيم الإصدار الذي يتم عن طريق بنوك الاستثمارات أو التجمعات المصرفية التي يخول إليها هـد إصدار وترويج السندات نيابة عن

المقترض مقابل عمولة، تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار، ويتم بعد ذلك تشكيل مجموعة البيع التي تتمثل في مجموعة واسعة الانتشار من البنوك والوسطاء الذين يملكون حسابات غير مقيمة بالعملة الأجنبية، وتتولى مجموعة البيع سلفة الذكر تسويق الإصدار بين المستثمرين النهائيين، من الأفراد والمؤسسات.

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

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

### ثانيا : السندات الأجنبية:

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

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

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

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

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

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

### ثالثا: الأشكال المختلفة للسندات الدولية:

يمكن إيجازها فيما يلي:

#### **أ- سندات بفائدة ثابتة:**

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

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

#### **ب- سندات بفائدة معومة:**

هي أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة، حيث يتم تغيير معدلات الفائدة على هذه السندات دوريا كل 6 أشهر وربما لفترات أقل من ذلك وتتغير أسعار الفائدة وفقا لما يطرأ من تغيرات على أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية، على سبيل المثال قد تنص شروط الإصدار الأصلية على جعل سعر الفائدة ممثلا بسعر الفائدة السائد بين البنوك في لندن ليور +  $\frac{1}{4}\%$  أو  $\frac{1}{2}\%$  ويجري تغيير السعر كل 6 أشهر أو أقل من ذلك، حسب شروط الإصدار وتوفر السندات مقومة الفائدة ضمانات بالنسبة للمستثمر من حيث الاستقرار النسبي لأسعار السندات نفسها في سوق التداول، ومن ثم تقليل مخاطر انخفاض قيمة السند وتحقيق خسائر رأسمالية



للمستثمر.

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

### ج- سندات بحق تحويل إلى أسهم:

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

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

### د- سندات أخرى بشروط أخرى:

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

### رابعاً: عناصر النظام المالي لإصدار السندات:

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

### أ- المشاركون في عملية الإصدار:

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

وتأخذ التجمعات المصرفية الدولية عادة ثلاثة أشكال:

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

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

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

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

#### ب- مكونات عملية الإصدار:

هناك مجموعة من العناصر التي يأخذها المستثمر والمقترض بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار شراء السندات أو قرار إصدارها، وتمثل هذه العناصر في:

- نوعية العملة التي يتم بها إصدار السندات.

- آجال الاستحقاق.

- مقدار العائد ونوعيته.

- المخاطر المختلفة التي تتعلق بقرار الشراء بالنسبة للمستثمر.

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

أما بالنسبة لآجال الاستحقاق فإن المستثمر يفضل عادة تلك السندات التي تتميز بانخفاض آجال استحقاقها وارتفاع عائدها، ويعتمد ذلك بطبيعة الحال على الاتجاهات التي تأخذها أسعار الفائدة في المستقبل.

حيث تؤثر التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة على العائد المحقق من الاستثمار في هذه السندات وهذا العائد يتكون من جزئين هما:

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

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

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

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

# الفصل الثامن:

## المشتقات المالية

## أولاً : مفهوم و تعريف المشتقات المالية:

يمكن تعريف المشتقات المالية كونها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية ( عملات أجنبية، أوراق مالية)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية و يتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطرة الشديدة نظرا لارتفاع درجة حالة عدم التأكد التي تحيط بأسعارها كونها تتعامل مع المستقبل، و على الرغم من ذلك فالمشتقات المالية تحقق للمستثمر مزايا الرفع المالي الذي تحققه نتيجة استخدام اسلوب الهامش الذي يحقق فرضا واسعة لجني الارباح تيجة لتقلب اسعار الأدوات المالية الاصلية التي تعد الاساس التي يقوم عليه عقود المشتقات، و تعد عقود المشتقات المالية من أهم الادوات المالية للتحوط بهدف حماية الاستثمارات في الادوات المالية الحالية ضد المخاطر لأن السمة الأساسية لأسعار الأدوات المالية في الوقت الحاضر هي التغير مما يؤثر بالضرورة على معدلات العائد ( المخاطر السوقية) التي تجعل الاداة المالية من خلال تحركات الاسعار ( اسعار السلع و الخدمات، اسعار الفائدة، اسعرا الصرف، اسعار الاوراق المالية).

و تتصف المشتقات المالية بخاصيتين:

- تتغير قيمتها استجابة للتغير في اسعار الصرف او سعر الفائدة أو سعر الاوراق المالية او اية مؤشرات ائتمانية أخرى؛
  - تتم تسويتها بتاريخ مستقبلي.
- ← قيمة العلاوة في اسواق المشتقات المالية:

القيمة التي تؤثر على قيمة العلاوة في اسواق المشتقات المالية:

- (1) تاريخ الاستحقاق؛
- (2) سعر التنفيذ و سعر المضاربة؛
- (3) السعر الاني الجاري و السعر الاجل الجاري أو الفرق بين اسعار الفائدة بين عملي دولتين
- (4) كون خيار الشراء أو خيار البيع؛
- (5) الاسلوب الامريكي لتنفيذ عقد الخيار او الاسلوب الاوروبي للتنفيذ؛
- (6) تقلبات الأسعار.

ثانيا: ادوات المشتقات المالية:

## 1. عقود الخيارات:

أولاً: تعريف الخيارات : يعرف الخيار في عرف الاقتصاد المعاصر، وفي الأسواق المالية، فيراد به حق شراء أو بيع سلعة ما في تاريخ محدد بسعر متفق عليه سلفاً، ولا يترتب على مشتري الخيار التزام ببيع، أو شراء وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه، ويصبح المضارب مالِكًا للخيار بمجرد دفع قيمته، فالاختيار اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني المشتري الحق . وليس الإيجاب . لشراء أو لبيع أوراق مالية، أو سلع حسب شروط منصوص عليها في العقد.

ثانيا: . أركان عقد حق الخيار:

- 1). مشتري الحق : هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق اختيار بيع أو شراء.
- 2). محرر الحق : هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق .
- 3) سعر التنفيذ: هو السعر الذي يتم به تنفيذ العقد يتحدد عند إبرام العقد، وعادة ما يكون هو السعر الجاري للأصل في السوق
- 4) تاريخ التنفيذ : هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد
- 5) .. المكافأة: هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه للمحرر نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

ثالثاً: أنواع عقود الاختيار: لعقود الاختيار أنواع تختلف باختلاف معيار التصنيف وهي كما يلي :

← من حيث طبيعة العقد : يوجد نوعان هما

- حق خيار الشراء" : option Call" هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه

هذا الحق يسمى العلاوة أو المكافأة أو سعر الخيار، وينفذ المشتري العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- 1 . 2 . حق خيار البيع: option Put هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد. ويحصل في مقابل ذلك على المكافأة من مشتري الحق، وينفذ مشتري الحق العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

← من حيث موعد التنفيذ : هناك نوعان أيضا

- عقد الخيار الأمريكي: وهو عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية أو أي أصل آخر بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهاؤه

- عقد الخيار الأوروبي: هو تماما مثل الأمريكي ما عدا أنّ التنفيذ غير مسموح به، ولا يتم إلا في تاريخ انتهاء.

← حسب التغطية:

- عقد الخيار المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأصل محل العقد.

- عقد الخيار غير المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأصل محل العقد.

← حسب الربحية تصنف الخيارات حسب الربحية في ثلاث مجموعات هي التالية "a parité" :

أو : "at the money" متكافئ خيار . "en dedans" أو : "in the money" مريح خيار .. خيار غير مريح "money the out" : أو "dehors en" ويعتمد هذا التصنيف على مقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي من الممكن فيه تنفيذ الخيار في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه بالنسبة للخيار الأمريكي، وفي الموعد المحدد لانتهاؤه العقد بالنسبة للخيار الأوروبي. ونقول بأنّ :

■ خيار شراء أو بيع متكافئ : إذا كان سعر التنفيذ يساوي سعر السوق للأصل محل التعاقد .

■ خيار شراء مريح : إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق للأصل محل التعاقد وبأن خيار البيع مريح إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق.

■ خيار شراء غير مريح، إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، وبأن خيار بيع غير مريح إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق.

مثال عن خيار الشراء لغرض المضاربة:

في 2020/1/1 اشترى احد المستثمرين عقد خيار شراء بالشروط التالية:

عدد الاسهم 200 سهم و كان سعر السهم الواحد 38ون، و كان السعر الذي يعتقد المشتري انه مناسب لعقد الرهان عليه و يسمى بالعر الضارب أو سعر التنفيذ هو 40ون للسهم، و ان تاريخ التنفيذ في 2020/3/31 و كان توقع المشتري ان يرتفع سعر السهم الى 50 ون خلال الاشهر القادمة، و العلاوة 3 ون للسهم الواحد

المطلوب: تبيان موقف المستثمر وفق البديلين الاتيين:

- البديل الأول: ارتفاع سعر السهم السوقي الى 50ون للسهم

- البديل الثاني: انخفاض سعر السهم السوقي الى 35 ون

الحل: ان الصفقة تنعقد بمجرد ان يدفع المشتري قيمة العلاوة الى الطرف الثاني و يعطيه حق شراء الایهم ب 40 ون، و للمشتري الحق ان يستدعي الاسهم من الطرف الثاني حيث يرى ذلك مناسباً له على شرط ان يتم الاستدعاء خلال الفترة المحددة في العقد و هذا يعني له حق الخيار في ان يطلب الاسهم لانه اشترى عقد خيار شراء و على الفور نقول بان الطرف الثاني قد باع خيار الشراء للطرف الاول

■ البديل الأول : و هنا يقوم المشتري بالشراء لان الفرق بين سعر السوق 50 ون و سعر التنفيذ

40 ون و تكون المعادلة كالآتي:

$$\text{سعر التنفيذ} = 40 \times 200 = 8000$$

$$\text{سعر السوق} = 50 \times 200 = 10000$$

$$\text{عمولة الشراء} = 3 \times 200 = 600$$



$$1400 = \text{صافي الارباح} = 10000 - (8000 + 600)$$

و هو المبلغ المحصل عليه من المحرر

ن ارتفاع السهم الى 50 ون في 2020/3/31 يعني ذلك ان سعر السوق قد تجاوز سعر التنفيذ اذن من مصلحة المستثمر ان يمارس حقه في تنفيذ العقد و بذلك يطلب من المرر الخيار اما تقديم 200 سهم له بسعر التنفيذ و هو 40 ون و يقوم ببيعها في السقة الحالي و هو 50 ون للسهم، أو الحالة الاكثر شيوعا يطلب اجراء تسوية نقدية مع محرر الخيار و في هذه الحالة تتم التسوية بان يقوم المحرر بدفع المبلغ التالي للمستثمر ( مشتري الخيار)

$$8000 = 40 \times 200 \text{ ون}$$

$$10000 = 50 \times 200 \text{ ون}$$

$$2000 = 8000 - 10000 \text{ ون}$$

و بعد ذلك يتم تحديد صافي الربح للمستثمر بعد خصم العلاوة غير المستردة و البالغة  $600 = 3 \times 200$  ون و بالتالي فان صافي ربح المستثمر يكون (  $1400 = 2000 - 600$  ) و بالطبع ستكون الخسارة التي يتحملها الطرف الثاني " المحرر " مساوية تماما للربح الذي حققه الطرف الاول

البديل الثاني: و هنا لا يقوم المشتري بالشراء لان الفرق بين سعر السوق 35 و سعر التنفيذ 40 و تكون المعادلة كالآتي:

$$- \text{ سعر التنفيذ} = 8000 = 40 \times 200$$

$$- \text{ سعر السوق} = 7000 = 35 \times 200$$

$$- \text{ عمولة الشراء} = 600 = 3 \times 200$$

ان انخفاض سعر السوق للسهم الى 35 ون و يعني اقل من سعر التنفيذ بتاريخ التنفيذ 2020/3/31، فليس من مصلحة مشتري الخيار ان يمارس حقه في تنفيذ العقد الخيار بل مصلحته ان يشتري الاسهم من السوق اذا رغب في ذلك و في هذه الحالة سيمتنع عن تنفيذ عقد خيار الشراء و يكفي بالتضحية بالعلاوة و التي دفعت من قبله للوسيط و بالتالي ستكون صافي خسارة المستثمر 600 ون

و هنا نستطيع ان نورد الملاحظات التالية بصدد خيار الشراء:

- ان ممارسة حق تنفيذ الخيار من عدمه من حق مشتري الخيار فقط
- ان مشتري الخيار سيدفع لمحور الخيار و في جميع الاحوال قيمة العلاوة بغض النظر عن تنفيذ الخيار أو عدمه و بالتالي فانه يخسر قيمة العلاوة البالغة 600ون
- ان ما يحققه المشتري من ربح أو خسارة يقابله تماما خسارة و ربح بنفس المقدار يتحملها محور الخيار
- في حالة ما اذا كان بائع الخيار لا يملك الاصل اي الاسهم الذي باع خيار شراءها اي هنا يكون البيع على المكشوف، فعند ارتفاع السعر خلال الفترة العقد ستكون خسارة كبيرة عليه لان يدفع السعر الذي ينفذ بعد العقد

## 2. العقود المستقبلية:

### أولاً: ماهية العقود المستقبلية

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين : الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل. يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد. وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية، أذون الخزانة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين . كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه.

ثانياً: نشأة أسواق العقود المستقبلية: تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور العقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول والنحاس وغيرها من المعادن. والجدير بالذكر أنّ تلك الأسواق في بدايتها كانت لا تخرج عن كونها أسواقاً حاضرة، حيث كان يتم التعاقد والتنفيذ أي تسليم السلعة محل التعاقد ودفع الثمن فوراً وتعد سوق شيكاغو للعقود المستقبلية هي أول سوق منظمة لتلك العقود وقد أنشئت تلك السوق في عام .وقد أدى وجود هذه السوق إلى تطور في العقود الآجلة وأصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق، وهو ما أطلق عليه العقود المستقبلية .

وقد أدى هذا التطور إلى دخول الأوراق المالية مجال التعامل في تلك الأسواق وذلك منذ السبعينات، بل لقد أصبحت عقود المستقبل للأوراق المالية تمثل الجزء الأكبر من حجم التعامل في أسواق العقود المستقبلية، حيث وصل حجم التعامل في العقود المستقبلية للأوراق المالية في عام 1992 بالولايات المتحدة حوالي 50% من إجمالي حجم التعامل في تلك الأسواق

**ثالثا: الأصول الرئيسية التي تبرم عليها العقود المستقبلية:** إذا كانت العقود المستقبلية قد بدأت زراعية، أي على محاصيل زراعية في عام 1840، ثم لحقت العقود على المعادن، ثم العقود على الأصول المالية، فلقد شهدت اية القرن العشرين ظهور عقود مستقبلية على الخدمات . وإذا ما اقتفينا أثر الحركة التاريخية لتلك العقود، نجد أنه بسماع دول أوروبا الغربية بتقلب أسعار صرف عملات، وذلك في عام 1971، وجدت أسواق العقود المستقبلية الفرصة سانحة لكي تتخطى حدود العقود على الأصول الحقيقية إلى العقود على الأصول المالية. ففي عام 1972 أنشئ أول سوق منظم للأصول المالية هو سوق النقد الدولي ، وذلك كفرع للبورصة التجارية في شيكاغو ليتداول فيها أول عقد مستقبلي على أصل مالي هو العملات الأجنبية، تبعثها بعد ذلك العقود المستقبلية على أسعار الفائدة وذلك في عام 1975 . وفي عام 1976 بدأ تداول العقود على أذون الخزانة، لحقت العقود المستقبلية على سندات الخزانة في عام 1977، ثم جاءت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم في عام 1980

**رابعا: سمات العقود المستقبلية:**

✓ **تنميطية العقود:** والمقصود بذلك تنميط شروط العقد الذي يفيد في توفير السيولة والكفاءة لسوق العقود كما يفيد في الحد من فرص الاختلاف في وجهات النظر، طالما أنّ شروط العقد متعارف عليها من كافة المتعاملين. ويتعلق تنميط شروط العقد المستقبلي بما يلي

- وحدة التعامل : ويقصد بوحدة التعامل حجم العقد، أي عدد الوحدات التي يتضمنها
- شروط التسليم : تتضمن شروط التسليم محل التنميط، التاريخ أو التواريخ التي سيتم فيها التسليم ومواصفات أو درجة جودة الأصل محل التعاقد ومكان التسليم وكيفية التسليم
- حدود التقلبات السعرية : تفرض أسواق العقود حد خلال يوم واحد. وإذا ما ارتفع السعر إلى الحد الأقصى أو انخفض إلى الحد الأدنى في لحظة ما خلال اليوم، فلا يمكن أن يتخطى

السعر تلك الحدود إذ يظل هذا السعر سائدا حتى ذلك اليوم، وفي اليوم التالي يبدأ التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق، ويمكن أن يرتفع أو ينخفض السعر في اليوم التالي، بشرط ألا يتعدى الحد الأقصى المحدد. ولعلّ السبب في وضع حد أقصى للتغيرات السعرية هو الحد من آثار التقلبات السعرية العنيفة الناجمة عن المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد إلى السوق. فضلا عن كونها تسهم في جعل الهامش المبدئي صغيرا نسبيا

● حدود المراكز : هي العدد الأقصى للعقود التي يمكن أن يحتفظ المضارب، والمتحوطون لا يتأثرون بحدود المراكز لأنّ الهدف من الحدود هو منع المضاربين من ممارسة نفوذ أو تأثير غير ضروري على السوق.

● . نظام الهامش والتسوية اليومية : و هو نظام صارم لضمان نجاح سوق العقود المستقبلية، من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية بالتزاماتها بالتزاماتها وذلك بتقديم ضمان نقدي معين، يسمى الهامش، ويسري هذا الهامش على جميع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية سواء أطراف العقد أو السماسرة المتعاملين معهم و يتم تقديم الهامش على مرحلتين : .

- المرحلة الأولى : الهامش الذي يقدمه كل من المشتري والبائع للعقد المستقبلي : لأن كلاً من المشتري والبائع في العقد الآجل أو المستقبلي عليهما التزامات متقابلة وأي تغيرات في الأسعار تكون في مصلحة طرف على حساب مصلحة الطرف الآخر، ويكون الضامن في هذه الحالة هم السماسرة الذين يتعرضون لخطر عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته، ونتيجة لهذا التخوف يطلب السماسرة من عملائهم هامش مبدئي يحدده بيت التسوية، ويتمثل في مبلغ نقدي أو ما يعادله من أوراق مالية على درجة عالية من السيولة مثل أذون الخزانة، يودعها كل طرف لدى السمسار الذي يتعامل معه والذي لا بد أن يكون من أعضاء السوق، وذلك لاستخدامها لتغطية الخسائر التي قد يتعرض لها. وكون بيت المقاصة أو التسوية هو الذي يحدد نسبة الهامش لا يخلّ بحق السمسار في فرض هامش أعلى من الهامش الذي يقرره بيت التسوية. وتتوقف قيمة الهامش أيضا على حجم العقد وحدود التقلبات السعرية المسموحة، وطبيعة الأصل محل التعاقد والسوق الذي يتداول فيه العقد. ثم هامش الصيانة و الذي : يمثل الحد الأدنى الذي يجب ألا يقلّ الهامش المبدئي عنه المبدئي الهامش من 80% إلى 70 نسبة ويمثل طلب تعليمة

رصيد الهامش إذا انخفض الهامش إلى مستوى أقل من هامش الصيانة بسبب تقلبات الأسعار، حيث ينخفض الهامش بمقدار الخسائر ويرتفع بمقدار المكاسب، فإنّ السمسار يطلب على الفور من العميل أن يرفع رصيد الهامش إلى مستوى الهامش المبدئي وذلك بسداد الفرق نقداً، وفي حالة عدم استجابة العميل بسرعة لهذا الطلب فإنّ السمسار يقوم بتصفية الحساب حتى لا يتعرض لمخاطر عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته.

- **المرحلة الثانية :** كما يحصل السماسرة على هامش مبدئي من عملاء العقود لتأمين عمليات التقاص والوفاء بالتزامات، فإنّ غرفة المقاصة تحصل بدورها على هامش لتأمين وفاء السماسرة بالتزاماتها ، ويتحدد هذا الهامش في ضوء الهوامش المبدئية وعدد العقود التي تكون لدى السمسار

#### رابعاً: استخدامات العقود المستقبلية:

1. المضاربة: تقدم العقود المستقبلية الفرصة للمضاربين للحصول على الارباح من خلال استخدام ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي اذ يكفي ان يدفع متعامل العقود المستقبلية سواء كان مشترياً أو بائع اقيمة الهامس المطلوب حتى يدخل في السوق أما مستثمراً عادياً يسعى لتحقيق ارباح معقولة أو مضارباً يسعى لتحقيق مكاسب مالية ناتجة عن التقلب في الاسعار.

و المضاربون على العقود المستقبلية انواع، منهم المضاربون على الارباح الصغيرة و هم المضاربون الذي ينفذون صفقات البيع و الشراء خلال أوقات قصيرة و يهدفون الى الاستفادة من التذبذب في اسعار السوق و منهم المضاربون على اليوم الواحد و يطلق عليهم المضاربون اليوميون، و النوع الاخر هم مضاربون المركز الذين يحتفظون بمراكز قد تستمر الى عدة ايام أو اسابيع أو أكثر و يقومون بتوزيع المخاطر بين تواريخ الاستحقاق أو عدد من الاصول كالسلع و الاوراق المالية.

ان ادارة سوق العقود تضع حدا أدنى و حد أعلى مسموح به للتقلبات التي تحدث يومياً و لا يجوز تخطيها حتى و لو اقتضى الامر قف التعامل مع العقد، و كذلك وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها معاً.

ان سعر الاصل في العقود المستقبلية أعلى من نظيره في السوق الحاضرة و يطلق على الفرق بينهما مصطلح **أساس** و اذا كان هذا الفرق موجبا يطلق عليه **علاوة** أما اذا كان سالبا يطلق عليه **خصم**، و يرتفع سعر

العقد كلما طالت فترة العقد و يطلق على الفرق بين سعره في تاريخين احدهما أقرب و الاخر بعيد مصطلح

مدى

← مثال عن استخدام العقود المستقبلية لغرض المضاربة:

في 2020/01/01 دخل أحد المستثمرين مضاربا في سوق الذهب بمبلغ 100000 ون، و يتوقع ارتفاع الذهب مستقبلا و كان سعر الذهب الحاضر 200 ون للاونصة و سعر الذهب في العقود المستقبلية للذهب، التسليم بعد سنة 220 ان الهامش المطلوب دفعه 10%

- الافتراض الاول:

اذا حصل ارتفاع في سعر الذهب في السوق الحاضرة الى 220 ون للاونصة و في السوق المستقبلية التسليم 2020/12/31 الى 250 ون للاونصة الواحدة و أن الهامش المبدئي المطلوب دفعه للوسيط 10%

أولا: صافي الربح المتحقق في حالة الشراء في السوق الحاضرة

$$\text{العائد المتحقق للاستثمار} = \text{المبلغ} \times (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) \div \text{سعر الشراء}$$

$$\text{العائد المتحقق للاستثمار} = 100000 \times [(200 - 220)] \div 200 = 10000$$

أي ان العائد 10%

ثانيا: صافي الربح المتحقق في حالة شراء عقد في السوق المستقبلية:

العائد المتحقق للاستثمار

$$\blacksquare \text{ كلفة الهامش للأونصة الواحدة} = 10 \times 200 = 20 \text{ ون}$$

$$\text{قيمة العقود المستقبلية التي يمكنه شراؤها بما لديه من مال يعادل: } 100000 \div 20 = 5000$$

$$\blacksquare \text{ صافي الربح المتحقق من العقود} = 5000(250 - 200) = 125000 \text{ ون}$$

اي ان العائد = 125% و هو ما يعادل تقريبا 8 اضعاف العائد الذي كان سيتحقق باتثمار الذهب في السوق

الحاضرة

## - الافتراض الثاني:

إذا حصل انخفاض في سعر الذهب في السوق الحاضرة الى 190 ون و في السوق المستقبلية الى 180 ون للاونصة

أولاً: صافي الخسارة المتحققة في حالة انخفاض السعر الفوري للذهب الى 180

العائد المتحقق للاستثمار =  $[(200-180)1000000] \div 2000 = 10000$

أي ان العائد = 10%

بانخفاض سعر الاونصة في سوق العقود المستقبلية الى 180 ون

كلفة الهامش للأونصة =  $200 \times 10\% = 20$  ون

■ قيمة العقود التي يمكنه شروها بما لديه من مال =  $100000 \div 20 = 5000$

■ صافي الخسارة المحققة من العقود =  $(180-200)5000 = -100000$

أي ان العائد = 100% و هو ما يعادل تقريباً نصف الخسارة باستثمار الذهب بالسوق الحاضرة

و ذلك يؤكد ارتفاع درجة المخاطر في العقود المستقبلية

2. استخدام العقود المستقبلية لغرض التحوط:

لغرض تخفيض مخاطر المستثمرين في تقلب اسعار العملات و اسعار الاوراق المالية و اسعار الفائدة و أسعار

السلع الاخرى المتجانسة يتم التحوط في العقود المستقبلية عن طريق شراء العقد أ يبعه

فلو فرضنا ان مقاولاً وقع عقد تنفيذ جسر و يحتاج الى كمية كبيرة من الحديد في السنة القادمة و نظراً لاحتمال

تغير الاسعار و لضمان تنفيذ العقد بدون خسارة بسبب ارتفاع الاسعار يقوم المقاول بشراء عقد مستقبلي على

الحديد بسعر اليوم

من جهة أخرى لو فرضنا أن مستثمراً لديه محفظة من السندات الدولية و يتوقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة

السوقية للسندات فانه حتى لا يتعرض لمخاطر انخفاض أسعار السندات يدخل سوق العقود المستقبلية بائعاً

للسندات المتاحة لدية في المحفظة و اذا حصل ارتفاع في اسعار الفائدة عندها ستخفض قيمة السندات لانخفاض فائدتها عن سعر السوق فيقوم ببيع السندات وفق العقد المستقبلي و بالتالي يكون قد تحوط ضد احتمال انخفاض اسعار السندات

← مثال على استخدام العقود المستقبلية لغرض التحوط:

في 2020/1/1 تعاقدت شركة مختصة في تجارة السيارات مع احدى الشركات الالمانية على استيراد سيارات بقيمة 50 مليون يورو على ان يسدد المبلغ بتاريخ 2020/ 6/30 و لغرض التحوط من مخاطر ارتفاع قيمة اليورو مقابل عملة البلد المحلي في تاريخ التسديد لقيمة العقد أبرمت ذات الشرطة في 2020/1/1 في سوق العقود المستقبلية بواسطة البيوت المالية اربعة عقود مستقبلية لشراء اليورو بقيمة 12.5 مليون ون مع الاشارة الى :

■ سعر اليورو الفوري مقابل العملة X في 2020/1/1 هو 0,666 /x يورو

■ سعر التسوية المتفق عليه في العقد هو 0,664 /X يورو

■ سعر اليورو مقابل العملة X في تاريخ استحقاق العقد 2020/6/30 هو 0,710 /X يورو

و المطلوب هو تبيان الفائدة التي تحصلت عليها شركة البلد المحلي من العقد المستقبلي

1. القيمة الاجمالية للصفقة بالعملة X

$$33=0,66 \times 50 \text{ مليون } x$$

2. تكلفة شراء العقود المستقبلية بالعملة X حسب سعر التسوية

$$35.5=0.710 \times 12.5 \times 4 \text{ مليون } x$$

3.2-33=200 الف x المبلغ الذي ستفعه الشركة بشراء العقود المستقبلية مقابل تامين نفسها.

### 3. عقود المبادلات Swaps :

أولاً: مفهوم عقد المبادلة: عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال يوافق الطرف (أ) على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين . فرضاً مليون دولار . كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار،

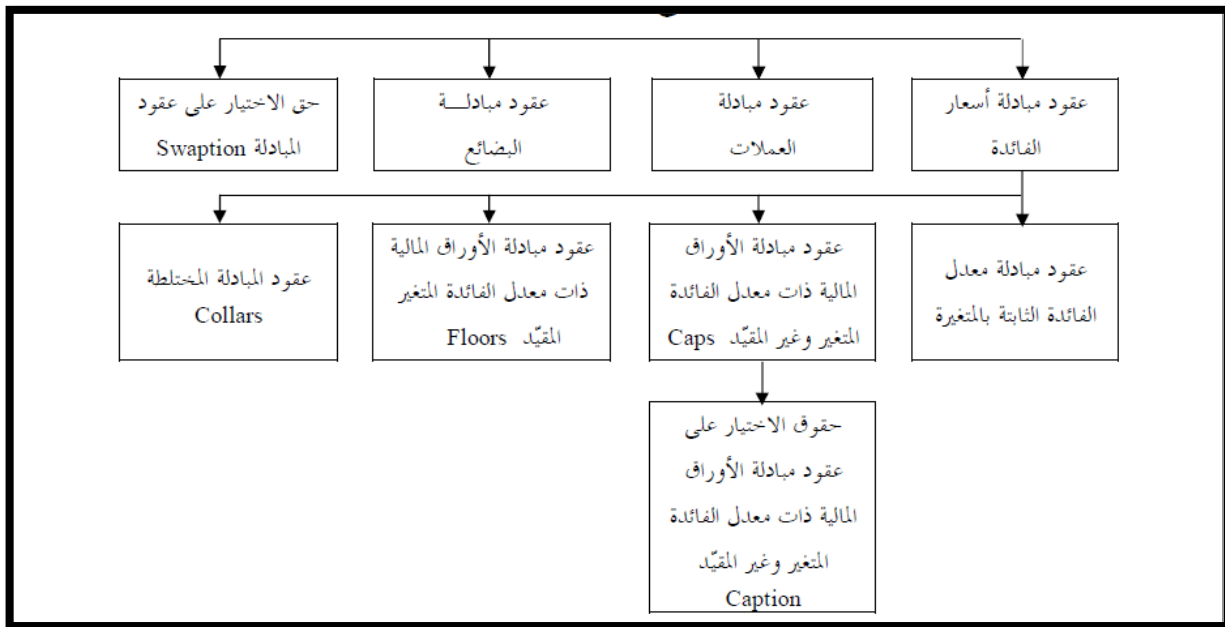


وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات. وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار كما أنّ المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويقها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، بل إنّ تسوية عقد المبادلة تتم على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،...)

**ثانيا: نشأة وتطور عقود المبادلة:** يمكن إرجاع منشأة عقود المبادلات إلى عام 1970، عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية. أما أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة فقد حدث عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM مع Bank World ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة ويوضح الجدول الآتي مقدار عقود المبادلات المتداولة عبر السنوات من عام 1987 حتى عام 1997. ويوضح الجدول أنه في عام 1997، كانت عقود مبادلات أسعار الفائدة تمثل نسبة 93% من عقود المبادلات، أما النسبة الباقية وقدرها 7% فقد كانت لعقود العملات.

**ثالثا: أنواع عقود المبادلة:** يمكن تلخيص أنواع عقود المبادلة في الشكل التالي:

### الشكل رقم 1: أنواع عقود المبادلة

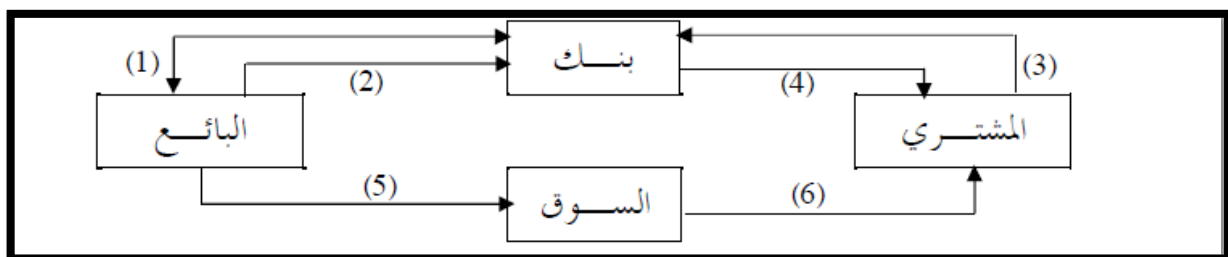


**المصدر:** سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، دراسة حالة بنك PARIBAS،

مذكرة ماجستير في البنوم و التأمينات، جامعة قسنطينة، (2005-2006)، ص 87

- عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملة: تعتبر عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلات ا لعملة" هي أهم أنواع عقود المبادلة . في مبادلة أسعار الفائدة، سوف يدفع أحد الأطراف فائدة تعتمد على معدل يتغير، بينما الطرف الآخر سوف يقوم بدفع معدل فائدة ثابت، بينما في عقود مبادلات العملة، فإنّ أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار بمعدل متغير، بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى وليكن الين الياباني بمعدل ثابت. والتغيرات في معدلات الفائدة تحدّ الراجحين والخاسرين في مبادلات أسعار الفائدة، بينما التغيرات في أسعار الفائدة في البلدين، وكذلك التغيرات في أسعار الصرف بين العملاتين تحددان الراجحين والخاسرين في عقود العملة . والمشاركون في سوق المبادلات لهم دوافع مختلفة، فهي تغطي رغبات المضاربين والمراجحين والمتحوظين، ومع ذلك فإنّ الدافع الأساسي لعقود المبادلات والغرض الرئيسي من سوق المبدلات هو قيام المنشآت بصياغة وإدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف. ولن نضيف أكثر عن مبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملة، لأنه لنا عودة لها وبالتفصيل في الفصل الثالث .
- **عقود مبادلة البضائع** : هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة. على سبيل المثال شركات تكرير البترول ترغب في دفع سعر محدد (ثابت) للبترول خلال فترة معينة من الوقت، وعلى هذا الأساس تقوم شركات تكرير البترول باتخاذ موقف مبادلة طويل الأجل، وذلك للحصول على الفرق بين السعر الحاضر للبترول وسعر محدد سلفاً، فإذا كان السعر الحاضر أقل من السعر المحدد سلفاً، فإنّ شركات تكرير البترول تقوم بدفع هذا الفرق، ويوضح الشكل الموالي الكيفية التي تعمل عقود مبادلة البضائع.

## الشكل 2: الية عمل عقود مبادلة البضائع



المصدر: سميرة محسن، مرجع سابق ص 88

ويوضح الشكل السابق أنّ عقد مبادلة البضائع يتم وفق الخطوات الاتية:

1. يرغب البائع أو المنتج في سعر محدد (ثابت) للمنتجات أو البضائع، لذلك يقوم بالتعاقد مع أحد الأطراف التي ترتب له عقد مبادلة (عادة بنك) وفي هذه الحالة يقوم البنك بدفع السعر المحدد للبائع خلال الفترة المتفق عليها.
2. بعد الفترة المتفق عليها يقوم البائع بدفع متوسط أسعار السوق للمنتجات (البضاعة) للبنك
3. على الجانب الآخر، يرغب المشتري في دفع سعر محدد (ثابت) للمنتجات، وبالتالي يقوم بالترتيب مع البنك لعقد مبادلة، على أن يقوم المشتري بدفع السعر المتفق عليه والمحدد سابقا للبنك، وذلك بعد الفترة المتفق عليها .
4. يقوم البنك بدفع متوسط أسعار البضاعة للمشتري وذلك بعد الفترة المتفق عليها
5. يقوم المشتري بشراء البضاعة من السوق بالسعر الجاري، في هذه الحالة يكون كل من الطرفين المشتري والبائع قد حدد السعر الذي يرغب فيه كل منهما، أما الخسائر أو الأرباح الناجمة عن اختلاف هذه الأسعار عن الأسعار الجارية في السوق، فسوف يتحمل عبأها القائم بترتيب عقد المبادلة، وتتمثل أرباح البنك في الهامش بين السعر الذي يحدده البائع والسعر الذي يحدده المشتري.

# الفصل التاسع:

## الشركات المتعددة

## الجنسيات

## أولاً: المفهوم و الأهمية و النشأة للشركات المتعددة الجنسيات:

عرفت الاعمال الدولية بأنها دراسة المشكلات التي تبرز حين تعبر المنشآت والعمليات الإدارية الحدود الإقليمية وتصبح متعددة الجنسيات في التركيب والمجال. ويؤكد هذا التعريف الغرض للإعمال الدولية. كما عرفت الأعمال الدولية بأنها الأعمال التي تقوم بها منشأة داخل دولتين مستقلتين أو فيما بينهما. وهذا التعريف يتضمن المفهوم العام للأعمال الدولية كالتنسيق الدولي، والتمويل الدولي، والمقارنة بين نظام التجارة والتصدير والاستيراد.

وهناك تعريف آخر للأعمال الدولية يصفها بأنها أنشطة الاعمال التي تعبر الحدود القومية أيا كانت، تحركات سلع أو خدمات أو رؤوس أموال، أو حركات أفراد أو انتقال تكنولوجيا أو حتى الإشراف على الموظفين. وهذا التعريف يوضح بشكل عام النشاطات المختلفة التي يقوم بها العمل الدولي. أما الشركات الدولية فتمثل الشركات التي تقوم بتنفيذ الأعمال الدولية. وتحمل هذه الشركات مسميات متعددة منها الشركة الدولية والشركة متعددة الجنسيات والشركة العالمية. وإن جميع هذه المسميات يحمل المعنى نفسه للشركة الدولية. فالشركة الدولية هي الشركة التي تنشأ بموجب اتفاقية دولية بين حكومات أكثر من دولة تحدد نطاق عمل الشركة الجديدة وشكلها القانوني ونمط ملكية رأسمالها وأسلوب إدارتها.

وتقوم الشركة الدولية بأي نشاط أو مجموعة من الأنشطة الدولية، التي تبدأ من التصدير والاستيراد واتفاقيات استخدام العلامات التجارية والاسم التجاري وبراءة الاختراع، إلى التصنيع على نطاق واسع في عدد من الدول. كما تختلف درجة دولية هذه الشركات باختلاف زيادة أهمية مبيعاتها الدولية، والأرباح الناجمة عن هذه العمليات واتساع أنشطتها التسويقية والانتاجية والاستثمارية وقراراتها الاستراتيجية.

وتمثل الشركات متعددة الجنسيات أحد أشكال الشركات الدولية بسبب تطورها واتساع عملها حول العالم، ولديها نظرة عالمية عميقة في إدارتها وفي عملية اتخاذ قراراتها. فقد عرفت الشركات متعددة الجنسيات بأنها الشركات التي تمتلك وتتحكم في أنشطة اقتصادية موزعة على بلدان متعددة، وتشارك في الأنشطة الدولية المختلفة وتقوم بالتصنيع في العديد من الدول، ولديها ارتباطات والتزامات مالية كبيرة، وتحصل على إيراداتها الإجمالية من العمليات الدولية .

وعرفت الشركات متعددة الجنسيات بأنها شركات يؤسسها أفراد أو مساهمين وتتمتع بشكل قانوني محدد في عقد التأسيس في دولة ما تسمى دولة المقر التي يوجد فيها المركز الرئيسي للشركة، ويتم تأسيس وإنشاء الشركة تبعاً لقانونها الوطني وتأخذ جنسية هذه الدولة، وتخضع لجميع قوانين دولة المقر، أو قوانين الدولة المضيفة لنشاطها وفروعها والشركات التابعة لها.

وعليه فإن الشركات متعددة الجنسيات يكون رأسمالها بحجم كبير، ولا يقل حجم انتاجها أو مبيعاتها أو استثماراتها عبر البحار في جولة مختلفة عن (25%) من قيمة الأموال المستثمرة فيها، أو في حدود (10) مليارات دولار أمريكي، وكذلك لا يقل عدد فروعها أو الشركات التابعة لها عن (20) دولة. وتعد الشركة من الشركات متعددة الجنسيات إذا كان (20%) موجوداتها عبر البحار. وأكدت دراسة قامت بها مجلة الأعمال الدولية (International Business) على أن الشركة متعددة الجنسيات تصبح عالمية حينما تبلغ مبيعاتها وأرباحها من العمليات الخارجية حوالي (35%) من إجمالي المبيعات والأرباح.

وتأسيساً على ما تقدم يمكن تعريف الشركات متعددة الجنسيات بأنها مجموعة من الشركات مختلفة الجنسيات ترتبط بعضها ببعض الآخر من خلال ما تمتلكه من أسهم أو أشكال السيطرة الإدارية أو عقد اتفاق معين مكونة بذلك وحدة اقتصادية متكاملة ذات أسس اقتصادية. وتقسم الشركات متعددة الجنسيات تبعاً لثلاثة معايير تتمثل في نوع العمليات والحجم وميدان العمليات.

وتسمى الشركات بالمسميات الآتية:

- ✓ الشركات القومية متعددة الجنسية: حين يكون للشركة المنشأة أم واحدة من جنسية معينة.
- ✓ الشركات الدولية متعددة الجنسية: حين يكون للشركة اثنان أو أكثر من المنشآت الأم المسيطرة عليها من جنسيات متعددة.
- ✓ الشركات عابرة الأقطار: حين تملك أساليب متعددة ترتبط بها هذه الشركات بعضها ببعض والتركيب القانوني للمنشأة عابرة القارات أو الأقطار.

و بالعودة الى نشوء الشركات متعددة الجنسيات يشير باركر (Parker 2000) إلى أن جذورها تمتد إلى القرن الرابع عشر، فقد كانت الشركات الإنجليزية والهولندية والفرنسية متعددة الجنسيات تسعى إلى الحصول على الموارد الطبيعية التي لا تتوفر في بلدانها. غير أن الأشكال الحديثة للشركات متعددة الجنسيات يمكن أن يعود تاريخها إلى

القرن التاسع عشر وعلى وجه التحديد في الفترة 1870-1914م، حينئذ كان المستثمرون الأوروبيون يقومون بتصدير السلع والخدمات إلى جميع أنحاء العالم ولديهم استثمارات في مختلف البلدان. ففي القرن التاسع عشر كانت الشركات متعددة الجنسيات تبحث عن الموارد ومن أبرز الأمثلة علة هذه الشركات ما يأتي:

- ❖ الشركات الانكلوهولندية: (Unilever, Royal Dutch Shell)؛
- ❖ الشركات البريطانية: (Lever and Courtaulds) (ICI)؛
- ❖ الشركات البلجيكية: (Union Miniere, Solvay, Cokeril)؛
- ❖ الشركات الفرنسية: (Rhone-Power, Michelin)؛
- ❖ الشركات الألمانية: (Bayer and Siemens)؛
- ❖ الشركات الهولندية: (Philips)؛
- ❖ الشركات السويسرية: (Nestle)؛
- ❖ الشركات الأمريكية: (International Harvester, United Fruit Company, )  
(Standard Oil, singer swing machines).

و في القرن العشرين تطورت الشركات المتعددة الجنسيات وأصبحت تبحث عن الاسواق، و خلال القرن العشرين بدأ التنافس بين الشركات المتعددة الجنسيات الأوروبية و الأمريكية و قد أسفر هذا التنافس عن تبوء الشركات الأمريكية المرتبة الاولى خلال الفترة 1914 الى غاية 1997م و في عملية الاستثمار الاجنبي المباشر غير ان هذه الشركات واجهت تحديات كبيرة من الشركات اليابانية

و في عقد السبعينات من القرن العشرين بلغ عدد الشركات المتعددة الجنسيات 7000 شركة، و ما يزيد عن 40 الف شركة حتى عام 1995. لقد تجاوزت المبيعات المتحققة من قبل الشركات المتعددة الجنسيات خارج بلدانها الاصلية مبلغ الصادرات العالمية للسلع و الخدمات.

و قد تطورات الشركات المتعددة الجنسيات لعدة اسباب منها:

- ✓ ازالة القيود المحددة للاستثمارات الاجنبية في العديد من البلدان؛
- ✓ انخفاض تكاليف النقل؛

✓ انفتاح الاسواق الدولية لرؤوس الاموال و الاسواق المحلية ما يسهل عملية اقتناء الاسهم و السندات في الشركات الاجنبية؛

✓ يوفر الاستثمار الخارجي مزايا تنافسية للشركات المتعددة الجنسيات اكثر من الشركات المحلية؛

✓ ملائمة التكاليف الانتاجية و سياسة الدولة تجاه الاستثمارات الاجنبية.

**ثانيا: الاستراتيجيات و الاهداف المالية للشركات المتعددة الجنسيات :**

### **1. الاستراتيجيات:**

ان اعداد استراتيجية يكون اكثر تعقيدا في الشركات المتعددة الجنسيات و ذلك لانه يتعين عليها ان تأخذ في الحسبان اسواق عديدة، و عملات عديدة، و ثقافات متعددة و غيرها. و من ثم يمكن تحديد الاهداف الاستراتيجية فضلا عن الاهداف المالية. و تختلف ادارة الشركة و استراتيجيتها تبعا لجنسية طل من الشركات المتعددة الجنسيات. فالشركات الانجلوساكسونية يتمثل هدفها المالي في تعظيم ثروة المساهمين . و لذلك يتعين على الشركة ان تخفض المخاطرة بهدف تحقيق معدل عائد معين. و ان سعر الاسهم يياخذ بعين الاعتبار المخاطرة و معدل العائد. و الشركات الاربوية تهدف الى تعظيم ثروة المنشأة. و هذا الهدف هو اوسع من اهداف الشركات الانجلوساكسونية، و ذلك لانه ياخذ بعين الاعتبار الموارد البشرية، و الوضع في السوق و العاملين و المستهلكين و بالتالي فان اهداف الشركة لا تنطوي حصرا على خدمة المساهمين. أما الشركات اليابانية يتمثل هدفها منذ زمن طويل في النمو و زيادة الحصة السوقية و تعظيم رقم الاعمال و الايرادات بدلا من ربيحة سهم واحد.

تعتمد إستراتيجية مجموعة الشركات المتعددة الجنسيات على جملة امور و قرارات إستراتيجية تتبناها هذه الشركات و تلتزم بها لفترة طويلة. يمثل اغلب هذه القرارات في دعم وجود مجموعة الشركات في بعض الأسواق، و توسيع تشكيلة المنتجات، و انتاج منتجات و تقديم خدمات و توسيع أهداف حصص السوق و الدخول في أسواق خارجية و اقتناء شركات جديدة و إعادة تمركز النشاطات و اعتماد تنظيم جديد و انتشار أماكن العمل.

### **2. الأهداف المالية للشركات المتعددة الجنسيات:**

تعدد الاهداف المالية للشركات المتعددة الجنسيات و تختلف تبعا للبلدان و احيانا داخل البلد نفسه و تبرز أهم الاهداف فيمايلي:



- رفع التدفقات النقدية؛
- رفع معدل العائد عن حقوق الملكية؛
- رفع معدل العائد عن الاموال المستثمرة (الموجودات)؛
- تعظيم قيمة الشركة.

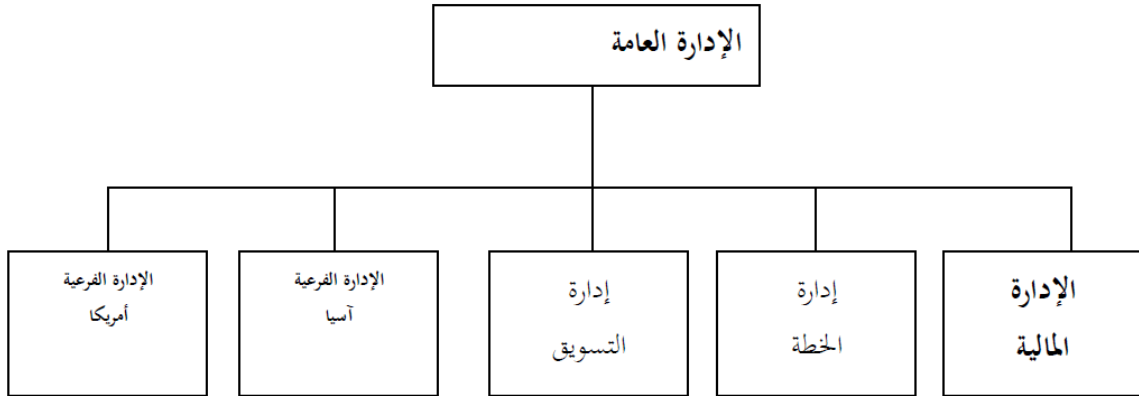
### ثالثا:تنظيم الشركات المتعددة الجنسيات :

يتم تنظيم الشركات المتعدد الجنسيات وفقا لما يلي:

- ✓ ربط الفرع بالادارة العامة للمنشأة الام و بالمدير العام؛
  - ✓ تكوين تقسيم دولي؛
  - ✓ وضع هيكل مجموعة الشركات المتعددة الجنسيات: التنظيم حسب المناطق الجغرافية أو الفروع القطاعية.
1. ربط الفروع بالإدارة العامة:

يستخدم تنظيم ربط الفروع بالادارة العامة حينما يكون عدد الفروع المنشأة الام قليلا. و في هذه الحالة فان القرارات المالية المهمة تنحصر لدى الادارة العامة للمجموعة كما يوضحه الشكل الموالي:

### الشكل رقم : ربط الفروع بالادارة العامة



المصدر: سعود شايد مشكور، كتاب المالية الدولية "نظرية و تطبيق" ديسمبر 2008،

ص 14 <https://www.researchgate.net/publication/329643524>

و حينما يزداد عدد لشركات الفرعية الأجنبية فانه يتعين على الشركة المتعددة الجنسيات ان تتبع التقسيم الدولي.

## 2. التقسيم الدولي:

يهدف التقسيم الدولي الى رقابة نشاطات الشركات المتعددة الجنسيات في الخارج. و هذا التقسيم يعالج الاعمال الدولية، كما ان هذا التقسيم يعمل على تأمين خط الاتصال بين ادارة مجموع الشركات المتعددة الجنسيات و مدراء الفروع الاجنبية

## 3. انواع هياكل تنظيم مجموع الشركات المتعددة الجنسيات:

توجد في الحياة العملية اربعة انواع من هياكل تنظيم الشركات المتعددة الجنسيات هي :

✓ **التنظيم الوظيفي:** و يستخدم حينما تقوم الشركة بتصنيع عدد محدود من المنتجات، و بموجبه يكون مدير القسم مسؤولا من الناحية الوظيفية على المستويين الوطني و الدولي. و لا يستخدم الهيكل التنظيمي في حالة وجود منتجات عديدة؛

✓ **التنظيم الانتاجي:** و يقوم هذا التنظيم على اساس ان لكل تقسيم مسؤولية اشراف على خط معين من المنتجات، و على مستوى مجلس الادارة توجد وظائف مختلفة و مناطق متخصصة. و يأخذ كل تقسيم على عاتقه التنبؤ و الرقابة على جميع النشاطات المتعلقة بخط الانتاج. و يعد هذا النوعم التنظيم من الانواع واسعة الانتشار اذ انه يستعمل خصوصا عندما تكون هناك تغييرات سريعة في التكنولوجيا او عندما تكون خطوط الانتاج متنوعة؛

✓ **التنظيم الجغرافي:** و يساعد هذا التنظيم في تكييف المنتجات بشكل افضل الى البلدان المختلفة، و يستعمل هذا التنظيم خصوصا في القطاعات التي يكون فيها اختلاف المنتجات بشكل كبير. و كل منطقة من المناطق تكون لها ادارتها الخاصة بالتسويق و المالية و الانتاج. و تتلقى في الوقت نفسه مساعدة و مشورة مجلس ادارة مجموعة الشركات المتعددة الجنسيات. الامر الذي يمنح هذا الهيكل استقلالية في ادارة الشركة على مستوى المنطقة الجغرافية؛

✓ **الهيكل المختلط:** و يجمع الهيكل المختلط ما بين التنظيم الجغرافي و التنظيم حسب المنتجات، إذ يمكن ان يكون هناك تنظيم حسب المنتجات بالنسبة للمنتجات المتجانسة و تنظيم جغرافي بالنسبة للمنتجات

التي تتطلب تكييف معين لكل بلد على حدة. و يعد الهيكل التنظيمي من أكثر الهياكل التنظيمية استخداما في الشركات المتعددة الجنسيات.

الفصل العاشر:

العميات و النشاطات

الدولية

لقد اتخذ تطور الفعاليات والنشاطات الدولية للشركات خلال السنوات الماضية أشكالا مختلفة. فقد دخلت عمليات جديدة للتعامل الدولي، بعد أن انت الصادرات تمثل الجزء الأكبر من النشاطات الخارجية لأغلب بلدان العالم. ومن أبرز العمليات الجديدة، التي تضاف إلى التعامل بالتدفق السلعي، يتمثل في تحويلات التكنولوجيا الصناعية وكذلك تحويلات المهارة في المجالات المختلفة اختلافا كبيرا مثل التعليم ( التكوين ) والإدارة وغيرها. لقد ساعدت الاستثمارات في الخارج عوامل عدة كان من أبرزها تدويل الأسواق وزيادة إمكانية تأسيس الشركات في بعض البلدان وتقليل الرقابة على المبادلات والتكنولوجيا الجديدة وغيرها.

### أولا: الصادرات:

اتضح أهمية ونمو التجارة الدولية خلال العقد الماضيين من قبل غالبية الشركات التي ساهمت فيها. و هنالك العديد من الشروط يتعين أن تتوفر في الشركة لكي تسمح لها أن تكون شركة مصدرة وهي:

1- أن يكون سعر المنتج أكثر انخفاضا من الأسعار الأجنبية المنافسة؛

2- أن يكون المنتج ذو نوعية أفضل ويتلاءم مع الأسواق الأجنبية؛

3- أن يكون قسم أو شعبة الصادرات أكثر تنظيما.

وبعد تحليل واختيار الأسواق تقوم الشركة بوضع سياستها للصادرات وتوجه أدواتها الضرورية نحو تطبيق هذه السياسة. وهناك احتمالات عديدة تعرض أمام المصدرين :

(1) بيع مباشر إلى المسترئين الصناعيين وإلى وكالات الموزعين أو وكالات تجارة الجملة؛

(2) بيع بواسطة الوكالات المحلية مقابل العمولة؛

(3) اللجوء إلى الشركات الدولية؛

(4) اللجوء إلى طرائق من نوع ( piggy back ) أو طريقة التحميل أي بمعنى آخر يعقد اتفاق مع

مجموعة من شركات وطنية مقيمة في الخارج توافق على تمثيل شركات أخرى في هذه الأسواق الخارجية؛

(5) اللجوء إلى شركات تجارية مرتبطة بالبنوك.

### ثانيا: -اتفاقات الترخيص الدولي

تمنح الشركة، بموجب اتفاق الترخيص، الحق لشركة أجنبية بأن تقوم بتصنيع منتجاتها. وهذا الحق يمكن أن يكون استثنائي أو غير استثنائي. كما أن هذا الحق يمكن أن يتمثل في براءة الاختراع والعلامات التجارية والنماذج (الموديلات) والعملية التكنولوجية وحقوق الطبع وغيرها. وفي مقابل هذا الحق فإن الشركة تستلم تعويض مالي معين. وبشكل عام فإن الشركة تقدم مساعدة تقنية بطريقة تتمكن فيها الجهة المجازة أو المرخصة من تطبيق الحق الممنوح لها.

## 1. مزايا الترخيص الدولي :

تنقسم مزايا اتفاقات الترخيص الدولي إلى شقين هما مزايا تتعلق بالشركة المانحة للإجازة ومزايا للشركة المجازة. فبالنسبة لمزاسا الشركة المانحة للإجازة تكون عادة قصيرة الأجل ويمكن إجمالها بما يلي:

(1) يساعد بيع الترخيص الشركة في الحصول على دخل يمكنها من تصنيع منتجات في الخارج يصعب عليها انتاجها بمفردها إذا لم تمتلك الأموال الكافية واللازمة لذلك؛

(2) يتكرر بيع الترخيص عندما لا تتمكن الشركة من تنفيذ استثمارات مباشرة في بلد ما بسبب القيود التجارية المفروضة؛ وتجدر الإشارة إلى أن غالبية شركات صناعة السيارات في العالم تمنح تراخيص تصنيع إلى منتجين أجنبى يقومون بالتصنيع محليا مثل شركة فورد، وشركة أمريكان موتورز، وشركة بيجو، وشركة رينو وغيرها.؛

(3) تمنح الشركات تراخيص لبعض المنتجات عندما تفضل تركيز جهودها على منتجات أخرى.

أما بالنسبة لمزايا الشركة المرخصة فإنها تستفيد من المساعدة التقنية للشركة التي باعت الترخيص كما يمكنها أن تقوم بتصنيع منتج معين لديها وضوح عنه مسبقا من الناحية الصناعية أو الفنية وقد تم استعماله من قبل المستهلكين النهائيين.

## 2. مآخذ اتفاقات الترخيص الدولي

(1) يمكن أن تدخل الشركة المرخصة في منافسة مع الشركة المانحة للترخيص في أسواق أخرى وخاصة بعد انتهاء تاريخ الترخيص؛

(2) تفقد الشركة المانحة للترخيص نوعا ما جزءا من السيطرة على المنتج عند تحويل الترخيص للخارج؛

(3) تستلزم عقود الترخيص في العديد من البلدان الحصول على موافقات السلطات المحلية؛

(4) عندما تجري الشركة المرخصة تغيير في المنتج فإن ذلك يتطلب منها تطوير براءة اختراع جديدة ومن ثم تصبح منافسة خطيرة في أسواق أخرى؛

(5) تؤدي عقود الترخيص بشكل عام إلى عرقلة الصادرات، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع التكاليف في البلد.

### ثالثاً: اتفاقات الامتياز الدولي:

#### 1. عقد الامتياز الدولي

يمثل عقد الامتياز الدولي العقد الذي يضعه مانح الامتياز تحت تصرف الجهة الممنوحة بحيث يمتلك حقوق في العلامات والعناوين التجارية مثل المهارة الفنية والتجارية و خط منتجات وخدمات.

تتعهد الجهة آخذة الامتياز بجلب وسائل وهي رأس المال ومستلزمات البيع، فهي تؤمن النشاط والإدارة، كما تلتزم باحترام القواعد التجارية والإدارية لصاحب الامتياز. ويتم تسديد حق القبول وحق صاحب الامتياز الذي يحسب دورياً على أساس المبيعات.

ففي أوروبا تتم إدارة الامتياز من خلال قانون المجموعة الأوروبية المشتركة، وقد تطور الامتياز بشكل واسع في المملكة المتحدة وفرنسا وألمانيا. وتطور منذ زمن قريب في اسبانيا والبرتغال وبدء في الانتشار في بلدان أوروبا الوسطى والشرقية.

#### 2. أنواع عقد الامتياز الدولي:

✓ الامتياز المباشر: يعقد مباشرة صاحب الامتياز اتفاقات الامتياز مع الشركاء في البلدان التي يقيمون فيها؛

✓ نظام الفروع: يساعد هذا النظام على الحضور الفعلي في السوق والاطلاع بشكل مباشر على السوق؛

✓ نظام الفرع المشترك: يستعمل صاحب الامتياز شبكة الامتياز مع شريك محلي؛

✓ امتياز رئيسي: يمتلك حق اختيار الممنوحين للامتياز في بلد معين وفي بيع الامتيازات واستلام مبالغها.

#### 3. مجال الامتياز الدولي:

يمكن ان يستعمل الامتياز في مجالات كل من التوزيع (التسويق) ومجال المطاعم السريعة ( الوجبات الغذائية السريعة)، وقطاع الفندق، والخدمات، والصناعة.

إن الاختلاف الجوهرى بين اتفاقات الترخيص واتفاقات الامتياز يكمن في طبيعة النشاط. إذ أن الطرف المرخص ( المجاز) يقوم بتصنيع المنتج من خلال براءة الاختراع في حين يقوم الطرف الممنوح امتيازاً بتوزيع السلع والخدمات.

ويعتمد نجاح الامتياز في الخارج على شروط عدة منها:

- نوعية المنتج والخدمة المقدمة؛
- معرفة السوق الأجنبية؛
- الأخذ في الحسبان الاختلافات الاجتماعية والاقتصادية للبلد؛
- تكييف عقود الامتياز مع التشريع المحلى؛
- تحفيز وتشجيع المتقدمين للحصول على الامتياز؛
- متابعة دقيقة ومتواصلة للعمليات من قبل صاحب الامتياز.

#### رابعا: عقود الإدارة في الخارج:

بموجب عقد الإدارة تقوم إحدى الشركات بمساعدة شركة أخرى في إنجاز أعمال إدارية عامة أو خاصة خلال فترة زمنية معينة. وغالبا ما تطلب هذه العقود من قبل حكومة البلد التي تمتلك إحدى الشركات، لكنها ترغب بالاحتفاظ في المساعدة الفنية. وهذا ما حصل في العقود الإدارية المبرمة مع الشركات البترولية عندما أمتت هذه الشركات التي لديها امتياز في البلدان المضيفة لها. ويمكن أن تسمح هذه العقود للشركة التي تقدم المساعدة التقنية بامتلاك أو حيازة بعض المواد الأولية. كذلك يمكن أن تأخذ هذه العقود دورها وشكلها الطبيعي في إطار التعاون المشترك بين الشركات ( joint-venture). وعادة ما تطلب العقود من قبل البلد الذي لديه مشكلات إدارية في بعض القطاعات.

#### خامسا: العقود الأخرى في الخارج:

تشمل غالبا عقود المعامل الجاهزة والعقود الخاصة:

1- عقود المعامل الجاهزة:



يعني مفهوم العقود الجاهزة العقود التي تتضمن إنشاء معمل يحول إلى مالكة عندما يتم تشغيله بالكامل. وغالبا ما وقعت هذه العقود مع بلدان الشرق والبلدان البترولية، وقد اتسع مجال استخدامها في السنوات الأخيرة. وهي عقود تختصر في الغالب على إنشاء الجسور والمطارات والموانئ وطرق المواصلات.

## 2- العقود الخاصة :

يجري دعوة بعض الشركات للعمل في الخارج وذلك نتيجة لقدرتها التكنولوجية والفنية العالية مثل الشركات العاملة في مجال الهيدروكربونات والشركات العاملة في مجال شبكات الطرق.

وهنالك اتفاقات تعاون تكنولوجي وقعن غالبا، لمدة محددة، بين اثنين أو أكثر من الشركات أو مجموعات الشركات التي ترغب بالتعاون من خلال تبادل المعلومات المشتركة أثناء بحوثها في بعض المجالات. وأخذت اتفاقات التعاون في المجال التجاري بالتزايد المضطرد، وذلك بغية زيادة كفاءة المجموعة الشركات المتعددة الجنسيات.

## سادسا: الاستثمارات المباشرة في الخارج:

يمثل الاستثمار المباشر استثمارا متحققا بقصد حيازة مساهمة طويلة الأجل في شركة تقع في الخارج بحيث يحتفظ بسلطة كاملة لاتخاذ القرار في هذه الشركة. وهنالك عدد كبير من هذه القرارات المساهمة اتخذ من قبل المستثمرين الأجانب في الشركات المحلية عند التحول إلى الخصخصة في العديد من البلدان.

وتأخذ الاستثمارات المباشرة أشكالا مختلفة هي الشركة المشاركة (joint-venture)، والاندماج (fusion)، والافتناءات (acquisitions)، والعروض أو العطاءات العامة للشراء، والتحالفات الاستراتيجية، وشركات رأس المال الخطر وغيرها.

### 1. الشركة المشاركة :

يقصد بالشركة المشاركة هي شركة، سواء كانت صغيرة أو كبيرة، متكونة بواسطة اثنين أو أكثر من الأشخاص المعنويين أو الحقيقيين، أو منظمات فيها على الأقل وحدة تشغيلية تستهدف ممارسة نشاطاتها في إطار تكوين شركة جديدة بغية تحقيق ربح بصفة دائمية. ويتم بشكل عام تقسيم الملكية من قبل المساهمين بأسلوب متساو تقريبا، وتحت السيطرة المطلقة لأحد المتعاقدين.

تتمتع الشركة المشاركة أو الفرع المرتبط بعدد معين من المزايا، لكن هناك عدد من المآخذ إذا لم يتحقق أي شيء من النقاط الإيجابية في هذا الشكل من الاستثمارات. ومن أبرز المزايا التي يوفرها اللجوء إلى الشركة المشاركة هي:

- ✓ يحدد أهمية الاستثمار في الخارج و خاصة بالنسبة للشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم عندما يشكل تمويل الاستثمار عبئا ثقيلا على الشركة بمفردها؛
- ✓ يمثل حماية نسبية ضد المخاطرة السياسية وانتزاع الملكية؛
- ✓ يمكن أن ينشأ أثر للتعاون بين الشركتين في حالة تركيز جهودهما بقوة في المجالات المختلفة؛
- ✓ يفتح أسواق مالية جديدة ويسمح باستعمال أدوات جديدة للتمويل؛
- ✓ يساعد على الانتفاع من المزايا الضريبية للشركة الأجنبية؛
- ✓ يلبي طموحات القوميات المحلية.

أما مآخذ الشركة المشاركة فيكمن إجمالها فيما يلي:

- ✓ صعوبة إدارة الشركة المشاركة وذلك لاختلاف الأساليب الإدارية المستخدمة؛
- ✓ إذا اتقنت الشركة أكثر من (50%) من رأس المال فإنها يمكن ان تواجه مشكلات إدارية جراء عدم رضا الأقلية؛
- ✓ إذا اقتنت الشركة أقل من (50%) من رأس المال فإنها يمكن أن تواجه صعوبات في إدارتها؛
- ✓ بعض التعهدات المتخذة في بداية العمل يمكن ان تكون صعبة التطبيق بعد فترة من الزمن مثل التعهد بالتمويل وتصدير نسبة من الانتاج؛
- ✓ في حالة إخفاق الشركة المشاركة فإن الخسائر يمكن أن تسبب مشاكل كثيرة للشركة التي يتعين عليها أن تنسحب أو تكون عرضة لمنافسة جديدة والتي غالبا ما تفقد السوق.

وعلى الرغم من كل المآخذ الآتية الذكر فإن الشركة المشاركة تعد شكلا من أشكال الإنشاءات والتأسيسات الأكثر استخداما من قبل الأجانب في بعض البلدان.

## 2. الاندماجات والاقترانات:

طرح العديد من الشركات، خلال عقد التسعينات من القرن العشرين، عمليات التنويع الخارجي وذلك بإجراء الانضمامات والاقترانات في الأنشطة المتجانسة سواء كان على المستوى الدولي أو على مستوى التجمع الإقليمي.

أولاً: أهمية سوق الاندماج والاقترانات الدولية:

ففي عام 1998م حصلت العديد من الاندماجات الدولية، وقد ساعد الارتفاع الكبس رفس أسعار الأسواق الأوروبية والأمريكية في النصف الأول من ذلك العام على العامل بالأوراق المالية عن طريق مبادلة الأسهم. وبعد الازمة المالية الآسيوية، في عام 1998م، تم اقتناء عدد كبير من الشركات الآسيوية.

وقد زادت نشاطات الاندماج والاقترانات بعد هبوط أسعار الأسواق الرئيسية، التي أتبعته الإصلاحات الاقتصادية في عقب تدخ صندوق النقد الدولي (International Monetary Fund) IFM بسبب الاختلافات التي حصلت فيها. وقد شملت هذه الاندماجات والاقترانات قطاع التأمينات والقطاع المالي وقطاع السيارات وقطاع المشروبات الغازية.

ثانياً: مزايا ومآخذ الاندماجات والاقترانات:

- ✓ تعد وسيلة سريعة للإنشاء في الخارج، وتمثل تكنولوجيا جديدة؛
  - ✓ تساعد في تحقيق وفورات الحجم، وخاصة في مجال البحث والتطوير، وفي عمليات تدويل العلامات التجارية؛
  - ✓ تسمح بالإنتاج الميداني ( أي في المكان المطلوب ) وهيبذلك تقلل من مخاطر الصرف الناجمة عن الصادرات؛
  - ✓ تشكل وسيلة سريعة لزيادة الحصة السوقية؛
  - ✓ عندما تكون عملة البلد ضعيفة، فإن الاندماج يمكن أن يمثل فرصة مناسبة لشراء شركة بسعر منخفض.
- إن تقييم الشركات المقتناة أو المندجة يجب أن يجري بعناية فائقة، وذلك لأن مشاكل التكامل تظهر مخاطرها بعد الاندماج.

ثالثاً: العطاءات العامة للشراء أو العطاءات العامة للمبادلة :

تتحقق في أغلب الأحيان الاندماجات والاقترانات إما عن طريق العطاءات العامة للشراء وإما عن طريق العطاءات العامة للمبادلة، وتعد العطاءات ( العروض ) العامة للشراء أو للمبادلة أسلوب مالي يساعد في إعادة البنية الأساسية للشركات إما بشكل ودي وإما بشكل غير ودي ( عدائي ). ويسدد السعر نقداً أو عن طريق دفع أسهم أو سندات. وعندما يحصل العطاء العام للشراء أو للمبادلة، وفي الوقت الذي لا يعبر عن رضا أو موافقة الإدارة فإن ذلك أن العطاء ( العرض ) غير ودي أو عدائي.

إن إجراء العطاء العام للشراء المألوف في الولايات المتحدة الأمريكية، لم يستعمل بسهولة في كل مكان. وهناك العديد من البلدان تستخدم استراتيجية الدفاع ضد العطاء العام للشراء. وتجدد الإشارة إلى أن هذا الأجراء لم يعرف بشكل واسع في غالبية البلدان الأوروبية وحتى ولو كان معروفاً فإنه يمثل حالات نادرة الاستعمال، لكنه يشاع استخدامه في المملكة المتحدة، وقد تطور في السنوات الأخيرة في فرنسا.

أما في البلدان الناطقة بالإنجليزية ( أنكلو - ساكسون anglo-Saxon ) فيتحكم في العطاء العديد من العوامل، بينما في البلدان اللاتينية فإنه يتمتع بمزايا ناجمة عن متطلبات الحاجة الصناعية أو نمو حصة السوق.

وهناك ثلاثة أنواع من استراتيجيات الدفاع ضد العطاء العام للشراء وهي دستورية ( نظامية ) ومالية وقانونية. تنصب الاستراتيجية الدستورية ( النظامية ) في تجنب أو تأخير تغيير رقابة الأجهزة الإدارية. وتتمثل في أشكال عدة هي تعديل حقوق تصويت المساهمين، ورقابة مجلس الإدارة وإمكانية اجتماع الهيئة العامة للمساهمين. وتنصب الاستراتيجية المالية في ارتفاع تكاليف الاقتناء ارتفاعاً كبيراً. ولذلك فإن هذه الاستراتيجيات تستند إلى تغيير حجم رأس المال ( زيادة رأس المال ) أو هيكل الثروة ( صافي المركز المالي ). أما استراتيجيات الدفاع ذات الصفة القانونية فتسعى إلى حماية الشركات من الناحية القانونية وحماية حقوق المساهمين فيها.

### سابعاً: التحالفات الاستراتيجية:

أصبحت التحالفات الاستراتيجية أجد الاتجاهات الرئيسية للعولمة ، وقد وصفت هذه التحالفات على أساس سلطة موحدة لاثنتين أو أكثر من الشركات في آن واحد، مما يؤدي إلى اختلاف الأشكال التقليدية للمنظمة، ويمكن ان يؤدي ذلك إلى تضارب المصالح. وهذه التحالفات يمكن ان تكون صناعية، مثال ذلك التحالف بين الشركة البريطانية والشركة الفرنسية بهدف الصناعة طائرات الكونكورد، أو مالية مثل التحالف بين الاسواق المالية.

يميز كل من جاريت ودوسنج ( B \_Garette, P\_Dussange ) بين التحالفات الكلية ( global coalitions ) و التحالفات الاستراتيجية الرامية للحصول على وفورات الحجم. فالتحالفات الكلية تميل إلى هيمنة المهارات والخبرات التكميلية وموارد الشركات المشاركة بهدف التحرك على أسواق جديدة واقتناء أهليات (كفاءات) جديدة. وهذه التحالفات تساعد في الحصول على فرص لم يكن بمقدور الشركاء وحدهم الحصول عليها. أما التحالفات الاستراتيجية فتبحث عن وفورات الحجم لغرض تعويض الحجم الضعيف.

### ثامنا: رأس المال الخطر:

يمثل رأس المال الخطر شكل تمويل يلائم بشكل خاص حالة تطوير الشركات في القطاعات ذات التكنولوجيا العالية. ورأس المال الخطر هو شكل خاص من أشكال التمويل يتمثل في وضع أموال مملوكة ( حقوق ملكية ) ضرورية تحت التصرف والمساعدة من الناحية الإدارية.

يمكن أن تكون الحصص في الأموال المملوكة ( حقوق ملكية ) عن طريق المساهمة في رأس المال، أو الاكتتاب بالسندات الممكن تحويلها إلى أسهم وحسابات مجمدة للمساهمين. كذلك يمكن أن تكون الحصص في الأموال المملوكة بالقروض المشاركة وهي القروض المشتركة والسندات المشتركة والسندات المضمونة.

إن تكوين شركة رأس المال الخطر في الخارج يمكن أن يشكل، بالنسبة لمجموعة الشركات المتعددة الجنسيات، وسيلة للدخول في التكنولوجيا المتقدمة. كما تساعد هذه الشركة في تنفيذ متابعة تطور الشركات المستحدثة ( المبتكرة )، والتعاون المحتمل مع الشركات الأخرى في رأس المال\_الخطر، وإجراء تقييم ملائم لتطور بعض الأسواق.

ومن الجدير بالذكر أن المساهمة في رأس المال الخطر لا يستخدم للأجل الطويل. فبمجرد ما أن تتطور وتنمو الشركة بواسطة وسائلها الخاصة فإنه يعاد بيع المساهمة. وحينما يتوقف نمو الشركة الممولة وتقل العوائد المتحققة خلال فترة حياة المشاركة، فإن المستثمرين لا يستلمون الفوائد وحصص الأرباح. ويعتمد الاستثمار على فائض القيمة عند البيع.



# الفصل الحادي عشر:

## الالتزامات المالية

أولاً: تعريف الأزمات المالية:

يمكن تعريف الأزمة المالية التي تواجه الدولة بأنها عبارة عن موقف فيه درجة عالية من التهديد المفاجئ للمصالح المالية وغير المتوقع من قبل صانعي القرار وتشير الدراسات في ضوء هذا إلى ضرورة توفير ثلاث شروط في الظروف التي تسمح بحدوث الأزمة وهي: المفاجأة وعدم التوقع، التهديد للمصالح الأساسية للدولة، والحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار.

أو أتمَّ الإرتفاع مفاجئ وكبير في سحوبات الودائع من البنوك التجارية، وينبع من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية. فعندما تكون الودائع غير مضمونة يؤدي هذا إلى إنخفاض نوعية محفظة القروض وتزايد القروض الرديئة (غير العاملة) منها يمكن أن يؤدي إلى أزمة مصرفية. ولعلَّ هروب الودائع من المصارف في كوريا واندونيسيا نتيجة للمشاكل المتمثلة في تدهور نوعية الموجودات المصرفية وتدهور الثقة في الجهاز المصرفي سبب مهم في تحديد الأزمة المصرفية في تلك الدول.

### ثانيا: مؤشرات الأزمات المالية

توجد بعض المؤشرات التقليدية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية.

### 2-1 المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية:

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية، وتتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية في الدولة، وينجم عنها حالة من عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي، ومن بين هذه المؤشرات:

- ارتفاع معدلات البطالة.
  - ارتفاع معدلات التضخم والمستوى العام للأسعار.
  - ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.
  - ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.
  - انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
  - انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.
  - انخفاض معدل نمو الصادرات.
- نمو الديون الخارجية و ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.

### 2-2 المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية:

يمكن إجمال أهم المؤشرات التي تنبؤ بقرب حدوث الأزمات المالية، والتي تتصل بالأسواق النقدية والمالية، فيما يلي:

- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر (كالأصول العقارية) على أسواق الائتمان.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك.



- غياب الشفافية والإفصاح.
  - ارتفاع تدفق الأموال الساخنة (الديون الخارجية قصيرة الآجال) لما لها من أثر سيء على القطاعات المالية، بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها.
  - غلبة سيطرة صناعات معينة على سوق الأوراق المالية.
- انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية. و يمكن توضيحها أكثر من خلال الجدول التالي:

### الجدول 1: المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض لأزمات مالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	- ارتفاع معدل التضخم
- قطاع التصدير أكثر تركيزاً	- نمو سريع في التدفق النقدي
- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية	- انخفاض حقيقي في معدلات نمو الصادرات
- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل	- عجز مالي متزايد
- تحرير السوق المالي حديث النشأة	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد
- إطار ضعيف في الإشراف على الأموال وتنظيمها	- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة من الناتج الوطني الإجمالي
- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية	- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة (غير العاملة) إلى إجمالي القروض
- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم	- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة من الناتج الوطني الإجمالي
	- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون بالعملات الأجنبية

**المصدر:** عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية (مصر)، 2005، ص: 39

### ثالثاً: أسباب الأزمات المالية:

رغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها إلا أن هناك عوامل مشتركة توجد في معظم الأزمات ألا وهي:

- ✓ **نقص الشفافية:** ويقصد بها عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية من العملات . الأجنبية، مما يؤدي إلى فقدان الثقة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
- ✓ تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل والتي يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، مما يعمل على زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية .وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية. وهذا ما يؤدي إلى موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج .
- ✓ ضعف الإشراف والرقابة الحكومية، مما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة وقدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.
- ✓ وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة، خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية والفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب.
- ✓ **الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي:** يمر الاقتصاد بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط" . وفي إبان مرحلة النمو، تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا، ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحها المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجددا
- ✓ الانقسام المتزايد بين الاقتصاد العيني المتمثل في تدفقات السلع والخدمات والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينات، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الرمزي .وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضا بين المضاربة والاستثمار. وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي للرأسمالية المعاصرة.

رابعاً: عرض أمثلة و نماذج عن أبرز الأزمات المالية:

سنحاول استعراض بعض الأزمات التي هزت الاقتصاد العالمي و ذلك على سبيل المثال لا الحصر و منها:

### 1 : أزمة بورصة نيويورك (Wall Street) 1929:

شهدت مدة ما بعد الحرب العالمية الأولى استقراراً نقدياً ومالياً دولياً واستفاد المواطنون خاصة في أمريكا من سياسات الإقراض الميسرة التي جاءت نتيجة للإصلاحات النقدية والمالية ، واستخدموا هذه القروض لشراء المواد الاستهلاكية والأجهزة المنزلية ، وبمرور الوقت زادت حدة هذه الديون . أما أن الحكومة الأمريكية لم تكتف بأن يسرت القروض الداخلية ، وإنما شجعت أيضاً القروض الخارجية لتحقيق هدفاً استراتيجياً هاماً بالنسبة لها ، ألا وهو ربط اقتصاديات الدول الأوربية برأس المال الأمريكي بغرض السيطرة واستمر هذا الازدهار الاقتصادي إلى عشرينات القرن العشرين وشهدت فيه الولايات المتحدة ثراءً غير مسبوق ، إذ غمرت الأموال المصارف والشركات الأمريكية الكبرى . فأعيد توظيف جانب كبير من هذه الأموال في سوق الأسهم ، مما جلب مزيداً من الانتعاش والازدهار الاقتصادي وفي عام 1929 ، كانت هناك ثروات جديدة تجمع كل يوم من خلال بورصة نيويورك لقد ساعد على تحقيق ذلك تلك التسهيلات التي تميزت بها أنظمة الإقراض في ذلك الوقت مما مكن ذوو الدخل المتدنية من شراء أسهم تأمينات مالية لا تتجاوز قيمتها 10 بالمائة ، إذ أنهم كانوا يدفعون 10 بالمائة فقط من سعر الطلب لشراء الأسهم ، وتقوم المصارف بإقراضهم بقية الصفقة % 90 من قيمتها بمعدلات فائدة باهظة في ذلك الوقت فكانت تصل إلى % 15 وبسبب هذه التسهيلات الائتمانية ارتفعت الأسعار في البورصة إلى مستويات مثيرة ، وغير منطقية بالمرّة وهو ما أدى إلى تهاافت الجميع على شراء الأسهم . وانتشرت حمى البورصة كانتشار النار في الهشيم.

وبدأت الأسعار بالهبوط في سبتمبر وأوائل أكتوبر 1929 وفي 18 أكتوبر هبطت السوق بشكل هائل ومفاجئ ، وكان أول أيام الذعر الحقيقي 23 أكتوبر عندما انتشرت شائعات بأن فيضاناً من صفقات تحويل الموجودات إلى سيولة نقدية في طريقه إلى وولستريت . فالمستثمرين الذين شهدوا ارتفاع قيم أسهمهم طيلة شهور ، استشعروا الكارثة الوشيكة فقرروا بيع أسهمهم وتم بيع ستة ملايين سهم وانخفض مؤشر داو جونز ، وازداد التهاافت على البيع بإقبال مزيد من المستثمرين على تسهيل أسهمهم لسداد ديون الائتمان المترتبة عليهم ، ودفع مستحقات الوسطاء الذين ضغطوا عليهم بعد انخفاض الأسعار، وفي 24 أكتوبر هبط الاقتصاد هبوطاً عنيفاً عندما تم بيع وبأسعار زهيدة حوالي 13 مليون سهم في مختلف القطاعات والصناعات وهرعت المصارف والشركات الاستثمار بشكل مسعور لشراء الأسهم لإيقاف التدهور ، لكن بعد فوات الأوان وفي اليوم التالي 25 أكتوبر أصدر الرئيس هربرت هوفر من البيت الأبيض بياناً يعلن فيه إن الاقتصاد الأمريكي متين في أساسه وجوهره لكن عبثاً مضت آل المحاولات الرامية لاستدراك الوضع وفي 29 أكتوبر تم بيع 76 مليون سهم وانحارت الأسعار أكثر من ذي قبل وكتبت صحيفة نيويورك تايمز (في عددها الصادر في 30 أكتوبر) انحارت أمس أسعار الأسهم مخلفة خسائر رهيبية تقدر بمليارات الدولارات إنه أسوأ يوم في تاريخ أسواق البورصة.

والنتيجة أنه ما بين 29 أكتوبر و 13 نوفمبر تبخرت 30 مليار دولار من سوق بورصة نيويورك ، واستغرق الأمر 25 عاماً بعد ذلك حتى استعادت بعض الأسهم قيمتها الأصلية . وفي سنة 1930 ظهرت الحقيقة المرعبة وهي أن الاقتصاد الأمريكي يواجه أزمة خطيرة وليس مجرد ركود طفيف . وارتفع معدل البطالة ليصل إلى 8% بعد أن كان % 0.9 فقط عام 1929 وأصبح المعدل 25.1 في عام 1933 وسرعان ما انتشر هذا الكساد الاقتصادي الأمريكي إلى دول العالم الأخرى.

وبحلول عام 1932 كان مؤشر داو جونز قد انخفض إلى 41 نقطة فقط ، وبلغت خسائر المستثمرين 74 مليار دولار وانهار أكثر من 1100 مصرف أمريكي . وبعد أن اصطفت طوابير العملاء لتسييل ممتلكاتهم إلى نقدية لتغطية ديونهم ومصاريفهم في الأيام العجاف وتلاشت الثقة بالاقتصاد الأمريكي وارتفعت معدلات البطالة إلى 25%

**2: أزمة أكتوبر 1989:** منذ انهيار أسواق الأوراق المالية في أكتوبر 1987، تراجع المستثمرون عن التعامل مع البورصة الأمريكية عما كانت عليه سابقاً، فخلال سنة 1988 تأرجحت سوق الأسهم الأمريكية في حدود ضيقة دون أن يكون لها اتجاهها محددًا، فبدأت الهيئات المستثمرة تفضل أمان التوظيفات قصيرة المدى على غلة الأسهم غير المؤكدة، فعلى مدى سنة 1988، باعت الهيئات المستثمرة العامة أسهماً أمريكية بحوالي 7 مليار دولار، كما قام الأفراد بتصفية ما يعادل 105 مليار دولار، وفي خلال أشهر قليلة بعد الأزمة، قامت الشركات وبشكل لم يسبق له مثيل بعمليات الاندماج أو الافتراق والبيع وكانت النتيجة تقليل العمليات وإعادة التنظيم الهيكلي.

وفي هذا الإطار، اشترت الشركات سنة 1988، أسهما بحوالي 113 مليار دولار وتراجع تمويل البورصة الأمريكية من خلال هذه المبالغ بنسبة 25%، كما بلغ حجم عمليات الاندماج 200 مليار دولار أغلبها أموال مقترضة، الأمر الذي أدى إلى وصول حجم ديون الشركات الأمريكية إلى 2000 مليار دولار.

وفي يوم 13 أكتوبر 1989، بدأت الاضطرابات إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن إحصائيات تشير إلى تصاعد حدة التضخم، وارتفعت أسعار الجملة والتجزئة خلال شهر سبتمبر بنسبة 9% و 5% على التوالي. كما جاء في التقارير احتمال قيام بنك الاحتياطي الفدرالي بتخفيض أسعار الفائدة. وفي صبيحة هذا اليوم، فقد مؤشر "داوجونز" من قيمته حوالي 7% عن اليوم السابق، كما فقد مؤشر "نيكي" بطوكيو حوالي 1.8% أيضاً من قيمته، وفي لندن أضع مؤشر "فايننشال تايمز" حوالي 6.4% من قيمته، أما في باريس فقد تراجع مؤشر "كاك" أكثر من 7%.

**3: أزمة المكسيك:** لقد تضررت المكسيك على نحو قاس خلال أزمة المديونية في عقد الثمانينات من القرن الماضي، ولكنها قد مرت بإصلاحات كبيرة تضمنت سياسات التحرير الاقتصادي والمالي كالانفتاح على المنافسة الأجنبية الواسعة، رفع التنظيم الحكومي، والإصلاح المالي.

و نتيجة لهذه الإصلاحات, بدأ المستثمرون الأجانب بتوظيف أموالهم بكثافة في المكسيك التي خصصت ما يزيد عن 90 مليار دولار ما بين 1990 - 1993 في الاستثمار. ثلثا هذه الاستثمارات تقريبا كان على شكل استثمارات المحفظة المالية, و نظرا لتحرير القطاع المالي من القيود لجذب رؤوس الأموال الأجنبية, أدى ذلك إلى زيادة المعروض من رؤوس الأموال في الأسواق المحلية فتوسعت البنوك في منح الائتمان, في حين سيطر الوهن على قطاع الإشراف و الرقابة على البنوك, و تخلت الحكومة المكسيكية من المؤهلين في القطاع المصرفي منذ سنة 1982 على إثر انتشار عمليات التخصيص التي شهدها هذا القطاع وعدم مراعاة نوعية المساهمين الجدد فيه من القطاع الخاص .

لكن الملاحظ أن الرساميل دخلت مجددا إلى المكسيك (بعدها هربت من المكسيك بإتجاه الولايات المتحدة الأمريكية أثناء أزمة الدين في الثمانينات و أعاد الأثرياء المكسيكيون أموالهم إلى وطنهم متوقعين تحسن الوضع في التسعينات). كانت بغالبها قصيرة الأمد هادفة إلى الحصول على الربح السريع عبر المضاربات المالية في الأسهم و الأوراق المالية و جزء بسيط منها فقط أستخدم لخلق موجودات مادية كالمصانع و المعدات, وهكذا فإن المكاسب كانت وهمية أكثر منها حقيقية.

ومع التوافر المتزايد للرساميل الأجنبية التي أخفت حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية و تزايد الاعتماد عليها, واجهت المكسيك هبوطا حادا في الادخار المحلي الذي تراجع بنسبة 82% من إجمالي الناتج المحلي عام 1988 إلى 16% عام 1994. و التي استخدمت هذه الأموال لتمويل استهلاكها المتزايد للمواد المستوردة. و بالرغم من أن عمليات التصدير من المكسيك تزايدت في هذه الفترة إلا أن فاتورة الواردات تصاعدت بسرعة أكبر متسببة بعجز في الحساب الجاري بما يقارب 30 مليار عام 1994. كان هذا الارتفاع في العجز الحسابي الحالي غير مسبوق في التاريخ الحديث حتى في أعقاب أزمة الدين بالمكسيك عام 1982, فإنه لم يتجاوز 8 مليار دولار, كما أن قرار التخفيض لسعر العملة يعني المخاطرة بالاحتياطات من عملات أجنبية لدى البنك المركزي. و هذا الذي حدث بالمكسيك حين تدخلت الحكومة ببيع جزء من احتياطات العملة الأجنبية لديها من 25.4 مليار دولار في 1993 إلى 6,3 مليار دولار في 1994.

في هذه الفترة, حصل تطوران هامان (واحد اقتصادي والآخر سياسي) أديا إلى انخيار البيزو لاحقا. أولاً, بدأت معدلات الفائدة بالارتفاع في الولايات المتحدة بالتزامن مع انتعاش اقتصادي مما أدى إلى هروب استثمارات المحفظة و الرساميل قصيرة الأمد بصورة مفاجئة من المكسيك إلى أسواق الولايات المتحدة المالية. ثانياً, عانت المكسيك في هذه الفترة سلسلة من الاضطرابات السياسية أضعفت ثقة المستثمرين فأدخل كل هذا, الاقتصاد المكسيكي في ركود حاد أواخر عام 1993 وبدأ تدفق رأس المال إلى داخل المكسيك بالتباطؤ وأسعار الأسهم وصلت إلى قمتها في فيفري عام 1994. ومع كل هذا فقدت عملة البيزو المكسيكية نصف قيمتها في أربعة أشهر, انخفضت من حوالي 3.5 إلى حوالي 7 للدولار الأمريكي الواحد. ولتنقذ الحكومة المكسيكية عملتها قامت بإنفاق 50 بليون دولار في احتياطات الصرف الأجنبي دعماً للبيزو, ومع نهاية عام 1994 كانت الحكومة المكسيكية قد أنفقت كامل

احتياطاتها من الصرف الأجنبي، مما جعلها أي الحكومة أمام خيار صعب وهو تخفيض قيمة البيزو وفي 31 ديسمبر 1995 كان قد انخفضت بحوالي 40% من قيمتها في منتصف 1994.

#### 4: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

قُبِلَ إنتهاء النصف الأول من سنة 1997، بدأت الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا وكانت البداية من تايلاند، ثم تبعها الفلبين، ماليزيا وبعدها إلى إندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة ثم هونغ كونغ

حيث برزت عدة إختلافات في تفسير الأزمة المالية الآسيوية وهي أربعة إتجاهات:

– **الاتجاه الأول:** تفسير الأزمة لا يزيد عن تحريف جديد لفكرة الاستثناء الآسيوي القديم، فبدلاً من فكرة النمو القائم على القيم الآسيوية جيء الآن بديل نشوب الأزمة بفعل رأسمالية المحسوبية وهي نوع من رأسمالية غير نظامية، تلعب فيها شبكات المعارف والأصدقاء والأقرباء دوراً طاغياً في تقرير العلاقات الاقتصادية؛

– **الاتجاه الثاني:** الأزمة ترجع إلى السحب الفجائي للأرصدة قصيرة الأجل من جانب المستثمرين الغربيين والبيع المبكر واسع النطاق في البورصات الأجنبية من جانب المضاربين؛

– **الاتجاه الثالث:** يرى كروجمان (KRUGMAN) أنّ الأزمة نشأت عن الإغراءات المتأصلة عند الوسطاء الماليين في ظل ضعف الضوابط المقيّدة لهم للقيام باستثمارات غزيرة، فحيث يكون المستثمرون في إطار معين يحميهم على الاعتقاد بأن الحكومة تحميهم من خطر المجازفة، فإنهم سوف يقرضون للوسطاء الماليين بفائدة في إستثمارات مضاربة تنطوي على مجازفة عالية؛

– **الاتجاه الرابع:** يركز مانويل مونت (MANUEL MONTES) على تايلاند البلد الذي بدأ بنشوب الأزمة، فيشير إلى أن نمو الاقتراض الخارجي والإخفاق في فرض الضوابط الفعالة جاء في أعقاب الليبرالية (التحرير)

المزدوجة للنظام المالي المحلي والضوابط الخارجية على رأس المال والحساب الجاري

وقد تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص فريدة بالمقارنة بأي أزمة اقتصادية أخرى، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:

- أنها حدثت في أسرع مناطق العالم نمواً.
  - أنها حدثت بشكل مفاجئ وعنيف وحاد وبدون أي تدرج.
  - عدم قدرة أحد على التنبؤ بحدوث الأزمة.
- ونظراً للروابط القوية بين اقتصاديات دول شرق آسيا، كان من الطبيعي أن تنتقل الأزمة بين الدول الآسيوية والتي بدأت عمالاتها الوطنية تعاني من التدهور المستمر، وسبق ذلك بقليل انهيار أسعار الأوراق المالية في بورصاتها.

ولعله يكون من الصواب التوقف عند كل دولة من دول المنطقة التي تأثرت بالأزمة الآسيوية وسنبداً من تايلاند كونها أول من بدأت بها شرارة الأزمة.

**-أزمة تايلاند:** بدأت بوادر الأزمة الآسيوية في شهر جويلية 1997 من تايلاند، أين قام ستة من كبار تجار العملة في عاصمتها بانكوك بالمضاربة على خفض سعر البات التايلندي، وذلك بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى إلى زيادة طلبات البيع بكميات هائلة، وشكل هذا بدوره ضغوطاً شديدة في اتجاه خفض قيمة العملة التايلاندية، وعندما فشلت الحكومة التايلاندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية بعد أن تآكل احتياطي النقد الأجنبي لديها، لجأت إلى خفض رسمي في قيمة العملة، فنتج عن هذا القرار وبصورة فورية تراجع حاد في أسعار الأسهم حيث قرر المستثمرون الأجانب الانسحاب من سوق الأوراق المالية التايلاندية.

ويرجع إشتداد الأزمة من جويلية 1997 إلى شعور المتعاملين والمضاربين واقتناعهم بضعف الأسواق المالية وتدهور القطاع المالي والنقدي في تايلاند/ وبعد محاولات من جانب الحكومة للحفاظ على سعر الصرف، أعلنت فك ارتباط عملتها الوطنية بالدولار الأمريكي، فشرعت في تعويمها. وتبع ذلك في نفس اليوم انخفاض البات بنسبة 20%، وكان تراجع مستوى الاحتياطات النقدية التايلاندية من العملات هو احد الأسباب التي عجلت تعويم البات، إذ انخفض من 32 بليون دولار عام 1996 إلى حوالي 6.6 بليون دولار عام 1997، وهو مستوى لم يكن يكفي لتغطية قيمة الواردات التايلاندية لمدة ستة أسابيع. كما ساهم في تعويم البات ارتفاع حجم الديون الخارجية التايلاندية إلى 89 بليون دولار منها 73 بليون دولار ديوناً على القطاع الخاص.

**-ماليزيا:** لو قارنا ماليزيا بدول جنوب شرق آسيا التي تعرضت للأزمة لوجدنا أن الاقتصاد الماليزي رفض لجوئه إلى صندوق النقد الدولي. ذلك أنه، عندما انتقلت الأزمة المالية إلى ماليزيا وسقطت عملتها أمام الدولار في نهايتها اعترفت القيادة السياسية فيها بقيادة زعيمها د. ماهتير محمد بتفشي الفساد وبأن الانهيار الاقتصادي كان متوقعاً.

وكانت هذه مكاشفة مهمة أمام الذات، ساعدت ماليزيا على مواجهة أزمتها المالية بنفسها، حيث لجأت إلى تغيير سياستها من تعويم سعر الصرف قبل الأزمة إلى سياسة سعر الصرف الثابت. مع فرض قيود على حركة رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار المباشر، والتوجه نحو دفع البنوك الكبرى للاستحواذ على البنوك الصغرى المتعثرة، لتنجح في المحافظة على أقل الخسائر من حيث انخفاض قيمة عملتها، بحيث لم تتجاوز 19% فقط من هذه القيمة قبل الأزمة فضلاً عن استطاعتها تحقيق معدلات نمو، وإن قلت نسبتها، وإنقاذ اقتصادها من الركود. فكان أمام البنك المركزي التدخل، و رصد أكثر من 20 بليون دولار لدعم الرينجيت بعد أن انخفضت قيمته. و مع هذا أدى ما تقدم، إلى ضعف الثقة في الاقتصاد الماليزي، فاستنزفت الأزمة نحو 137 بليون دولار خلال أشهر قليلة، الأمر الذي دفع الحكومة الماليزية إلى إرجاء تنفيذ العديد من مشروعات البنية التحتية مع وضع قيود على واردات السلع الاستهلاكية وعلى خروج رؤوس الأموال.

-أزمة اندونيسيا: عانت أسواق المال كثيراً بعد قرار الحكومة توسيع نطاق سعر صرف الروبية من 8% إلى 12%، قبل أن تقوم في 14 جويلية عام 1997 بإلغاء نظام سعر الصرف الثابت وتعويم الروبية مع خفض سعر صرفها، إذ أنه أقل من ثلاثة أشهر من بداية الأزمة فقدت الروبية أكثر من 27% من قيمتها، الأمر الذي دفع الجمهور إلى التهافت على شراء الدولار والسلع، ودفع المستثمرين إلى تصفية استثماراتهم وقد سجل سوق الأسهم في جاكرتا انخفاضاً كبيراً. وواصلت العملة الأندونيسية تذبذبها وانخفاضها إلى أن بلغ سعر صرف الروبية 3005 روبية للدولار في 28 أوت 1997 و بنسبة انخفاض 23.61% عن مستواه في 1 جوان 1997. وفي 15 سبتمبر 1997، بلغ الانخفاض في سعر الروبية الأندونيسية 24.6% مقارنة بقيمتها في 31 ديسمبر 1996 وقد استمر الانخفاض في سعر الروبية الأندونيسية نتيجة للاضطرابات السياسية والاقتصادية التي مازالت تعاني منها أندونيسيا.

-أزمة كوريا الجنوبية: في كوريا الجنوبية، فقد أدت بعض العوامل السلبية التي يعاني منها الاقتصاد القومي كالعجز في ميزان المدفوعات وزيادة الديون الخارجية، إلى زيادة الضغوط على سعر صرف الوون الكوري، وأدى تزايد عمليات المضاربة على سعر العملة الكورية إلى انخفاض الوون الكوري. ومع حلول عام 1997 فقد الوون الكوري الجنوبي نحو نصف قيمته في مواجهة الدولار الأمريكي. وخلال الستة أشهر التالية لبداية الأزمة فقد رأس المال السوقي بالبورصة الكورية بما يقرب 50% من قيمته. وقد أدى ذلك، إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي في كوريا. الأمر الذي دفع العديد من المستثمرين الأجانب إلى الخروج من السوق الكورية. من جهة أخرى، بلغت قيمة الديون المشكوك في تحصيلها لأكثر من تسع مؤسسات مالية ما يقرب من أربعة أضعاف رؤوس أموالها (حوالي 376% منها). فترتب على تراكم هذه السياسات المالية الخاطئة، أن فقد المستثمر الأجنبي الثقة في الجدارة الائتمانية للنظام المصرفي لهذه الدولة.

-أزمة الفلبين: قبيل الأزمة، قامت شركة واحدة باقتراض مبالغ كبيرة قدرت قيمتها بـ 150 مليون دولار أمريكي بهدف ظاهري هو استثمارها في مجال تجارة الأجهزة الكهربائية، ورغم أن مصادر هذه القروض كانت من ثلاثة عشر بنكاً وطنياً، فإن أياً من هذه البنوك لم يتفطن إلى أن الغرض الأساسي من الاقتراض كان المضاربة في سوق العقارات بالفلبين، ونظراً للمخاطر العالية التي تحيط بمثل هذا النوع من الأنشطة، فقد تعثرت الشركة في سداد مديونياتها، فأثر ذلك على الكفاءة المالية لهذه البنوك.

كما أن عملة الفلبين تأثرت هي الأخرى، فقد انخفضت من 26.35 بيزو للدولار إلى 28.2 بيزو للدولار، وانخفاض بلغ 7% خلال أسبوعين ثم استمر الانخفاض حيث وصل سعر صرف البيزو الفلبيني للدولار في 28 أوت 1997 وبنسبة انخفاض 13.9% مقارنة بقيمته في 1 جويلية 1997، ثم انخفض إلى 32.25 بيزو للدولار



في 28 أكتوبر من نفس السنة بنسبة انخفاض وصلت إلى 26.4% كما كان عليه في 1 جويلية 1997. وحتى 6 يناير 1998 فَعَدَّ نحو 71.5% من قيمته عما كان عليه سابقاً.

كذلك عرفت دول أخرى قريبة جغرافياً من منطقة دول جنوب شرق آسيا أزمات أثرت على جوانب الحياة الاقتصادية والمالية فيها، وهي كل من اليابان و روسيا.

## 5- الأزمة المالية 2008

رغم أن الأزمة المالية الحالية لم تظهر بشكل واضح حتى سنة 2008 ، إلا أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000 ، حيث انخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى أقل من 1 % كما تزامن ذلك مع انفجار فقاعة شركات الانترنت، ثم أخذت قيمة العقارات ترتفع، وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر، سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراداً وشركات على شراء المساكن العقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقاً لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك، وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوى الدخل المنخفضة وغير القادرين على التسديد، والمسماة بالقروض " الرديئة" ، وذلك دون التحقق من قدرتهم على السداد.

و يمكن أن نجمل خلاصة ما حدث في النقاط التالية:

1) شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001م-2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر، والذي يقوم على منح المقترضين قروضاً بدون ضمانات كافية، وبمخاطر كبيرة مقابل سعر فائدة أعلى، والهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات الإقراض و قد بلغت تلك القروض نحو 1,3 تريليون دولار في مارس 2007.

وذكرت بعض التقارير أن الحكومة الأمريكية كان لها دور كبير في التشجيع على الإقراض العقاري لكسب رضا مواطنيها.

2) ثم توسعت المؤسسات المالية الكبرى في منح القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات بما يزيد عن سبعمائة مليار دولار. ومنح هذه القروض كان قائماً على فرضية عدم وجود خسارة أبداً، حتى لو لم يتمكن المقترض من سداد قرضه، فإن سعر الممكن سيزيد مع الزمن، وسيتمكن هذا المقترض من بيع بيته أو يتم الحجر عليه وبيعه بسعر أعلى.

3) ولكن الذي حصل هو أن ارتفاع سعر الفائدة أدى إلى تغيير في طبيعة السوق الأمريكية، ومن ثم قلَّ الطلب على العقار نتيجة ارتفاع أسعاره المبالغ فيها، وبالتالي بدأت أسعاره تتهاوى تدريجياً حتى انخفضت انخفاضاً شديداً.

4) أدرك المواطن الأمريكي أنه أمام خيارين: إما أن يستمر في تسديد قرض أصبح أعلى من سعر منزله فيما لو سدده دفعة واحدة، أو يمتنع عن التسديد ويترك منزله لكي يستولي عليه البنك، وهو الحل السليم في نظره. وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو مائة مليار دولار.

5) تبع ذلك ازدياد عروض المنازل المرهونة للبيع، مما أدى معه إلى الضغط أكثر على أسعار العقار، وزاد عدد المنازل المعروضة للبيع في الولايات المتحدة 75 % عام 2007 م، حيث بلغ عددها 2،2 مليون منزلاً.

6) أصبحت شركات التأمين في مأزق كبير، بسبب تأمينها على تلك القروض المعدومة.

7) شعر المواطن الأمريكي الذي كان يربط ودائعه بالبنوك المقرضون للبنوك بالفائدة بخطر شديد، وبدأ بفك ودائعه من البنوك.

8) ضعفت قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري والاستهلاك، وهدد بحدوث كساد كبير. وبالتالي انخفضت إيرادات البنوك، وبدأت بتسريح موظفيها.

9) أصبحت مطلوبات البنوك وشركات التأمين أكثر من إيراداتها، وهو ما أدى إلى إعلان بعض البنوك إفلاسها، للاستفادة من نظام إفلاس الشركات المعمول به في أمريكا، وذلك لحمايته من دائنيه، والهروب من المطالبات المستقبلية.

#### ← أسباب الازمة و جذورها

حيث يمكن تقسيم الأسباب التي أدت إلى الأزمة المالية العالمية إلى قسمين: أسباب مباشرة وأسباب غير مباشرة وسيتم تناول كل منهما بالتفصيل.

#### أولاً : الأسباب المباشرة:

##### ● التوسع الائتماني غير المحسوب:

عندما توافرت الأموال لدى البنوك الأمريكية في السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين ، توسعت هذه البنوك في منح الائتمان ، وهو أمر في حد ذاته لا غضاضة عليه اذ لا يجوز أن تبقى الأموال في البنوك بدون توظيف ، ولكن الخطأ كان في منح الائتمان دون تطبيق قواعد وضوابط منح الائتمان المعروفة.

##### ● القروض العقارية الرديئة:

شهدت المدة من عام 2005 حتى عام 2008 في الولايات المتحدة توسع شركات التمويل العقاري بشكل غير طبيعي في منح القروض العقارية ورهن المنازل التي يشتريها الأمريكيون بقروض بلغت في بعض الحالات % 100 من قيمة العقار ودون دراسة للتأكد من مقدرة المشتري على السداد. وحتى نتبين مدى ضخامة الإقراض العقاري

في الولايات المتحدة يكفي أن نذكر أنه القروض كانت عام 1974 حوالي 680 مليار دولار ارتفعت عام 2008 إلى ما يزيد عن 14 تريليون دولار.

• تعاضم الاستهلاك الترفي عن طريق الاقتراض:

شهد الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأولى من القرن الحالي تزايد الإستهلاك في الولايات المتحدة بشكل كبير حتى بلغ حوالي % 86 من الناتج المحلي الإجمالي عام 2008 بعد أن كان حوالي % 82 عام . 2002 والمشكلة هنا ليست في تزايد الإستهلاك في حد ذاته ولكن في حصول كثير من الأمريكيين على قروض لشراء العديد من السلع بالتقسيط وبشكل يفوق بكثير قدراتهم على السداد.

• ضعف الرقابة على المؤسسات المالية:

يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وشركات التأمين وشركات التمويل العقاري وسوق رأس المال وشركات التوريق وشركات التخصيم . ولا شك أن هذه المؤسسات المالية تلعب دوراً هاماً وخطيراً في اقتصاد أي دولة . فهي بمثابة القلب بالنسبة لجسم الإنسان ، حيث تتلقى الأموال وتعيد توظيفها ، تماماً كما يتلقى القلب الدم ويعيد ضخه في شرايين الجسم . وعلى الرغم من ذلك فإن هذه المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية لرقابة كافية من الجهات الرقابية . وليس أدل على ذلك من أن الأزمة المالية الحالية قد بدأت من القطاع المالي.

### • تدهور الاقتصاد الأمريكي في السنوات 2000-2008

شهد الاقتصاد الأمريكي في السنوات 2000-2008 تدهوراً شديداً مما جعله لا يستطيع أن يصمد في مواجهة بدايات الأزمة المالية مما جعلها تستشري وتزايد يوماً بعد يوم . ونورد فيما يلي بعض الأرقام التي توضح مدى تدهور الاقتصاد الأمريكي:

تراجع فائض الموازنة العامة للدولة من حوالي 255 مليار دولار عام 2000 إلى حوالي 92 مليار دولار عام 2001 ثم تحول إلى عجز بلغ 230 مليار دولار عام 2000 ، وأخذ هذا العجز يتزايد سنة بعد أخرى حتى وصل إلى حوالي 455 مليار 2008 من مفترض أن السبب الرئيسي لذلك هو التزايد غير / دولار في عام 2007 الطبيعي للإنفاق العسكري.

ب - ارتفاع معدل التضخم حتى بلغ في السنة الأخيرة نحو % 5 بعد أن كان يتراوح بين % 2 و % 3 سنوياً

ج - انخفاض معدل النمو الاقتصادي اذ لم يتعد % 2 سنوياً في المتوسط في السنوات الأخيرة بعد أن آن قبل ذلك نحو % 4 سنوياً في المتوسط في السنوات الأخيرة من القرن العشرين.

د - ارتفاع معدل البطالة خلال السنوات الثماني الأخيرة إلى نحو % 5.5 بعد أن كان قد انخفض في أواخر القرن العشرين إلى نحو % 4

هـ - تزايد عجز الميزان التجاري سنة بعد أخرى حتى بلغ عام 2007 نحو 850 مليار دولار

و -تزايد العجز في ميزان الحساب الجاري حتى بلغ نحو 700 مليار دولار في السنة الأخيرة 2007  
ز -تزايد المديونية الخارجية بحيث أصبحت الولايات المتحدة هي أكبر دولة مدينة في العالم.  
يكفي أن نذكر أن صافي المديونية الخارجية للولايات المتحدة قد بلغت عام حوالي 3 تريليون دولار 2008/  
2007 ظهور وتنامي أدوات مالية جديدة للتعامل في البورصات وأهمها المشتقات ( Margin Trading )  
والتعامل بالهامش

### ثانيا الأسباب غير المباشرة للأزمة :

1. انتقال معظم اقتصاد العالم إلى اقتصاد السوق والذي تغيب عنه ملامح العوامل الإنسانية والربح الاجتماعي وأصبحت أهم مرتكزات الاقتصاد الرأسمالي هو الربح المادي فقط.
2. الفائض الكبير من السيولة لدى القطاع المصرفي والذي يبحث عن فرص مربحة للاستثمار وتحقيق أقصى الأرباح بأقل وقت ممكن.
3. تساهل وغض النظر عن موقف المقترض حول مقدرته على سداد القرض والشك في موقفه المالي ومقدار دخله.
4. توريق الديون عبر السندات مصنعة وفق درجات المخاطرة اذ تمنح درجات إلى سندات القروض العقارية الأقل مخاطرة والمضمونة أما الدرجات الأخرى فيمنح إلى السندات ذات درجة المخاطرة العالية والمشكوك في تحصيل القرض وتم ألوائح الدعايات والإشاعات مما أدى إلى انتشارها ليس في الأسواق المالية الأمريكية فقط بل امتدت إلى أسواق العالم.
5. المضاربة لضمان عدم تعرضهم للخسارة وفي الأغلب سندات من الدرجة الأولى لصناديق استثمارية في الخليج واسيا أما السندات الأخرى فتباع إلى آبار موظفي بنوك الاستثمار ويحصلون على أرباح عالية من خلال دفع شركات التأمين مبالغ التعويض.
6. كثرة الخداع والحيل المحاسبية لإخفاء القروض العقارية الرديئة لصالح مديري بعض البنوك وإخفاء الديون المعدومة . ونتيجة لذلك الخداع أصبح من الصعب استمرار البنوك في الاقراض دون جدوى.

# قائمة المراجع

## المراجع :

### أولا : المراجع باللغة العربية

- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009،
- إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، مجلس الغرف السعودية 10 أكتوبر 2009
- ايمان محمود عبد اللطيف/ الازمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، أطروحة دكتوراه مقدمة الى جامعة سانت كليمنتس// 2011 منشورة على الموقع الالكتروني / <http://stclements.edu/grad/grademan.pdf>
- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان/ الاسواق المالية الدولية، تقييم الاسهم و السندات/ دار علي للطباعة و النشر/ بسكرة/ الجزائر / 2019
- بن سعيد محمد، العولمة والتكتلات الاقتصادية من المنظور الجزائري، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة سيدي بلعباس، دفعة 2008-2009،
- دريد كامل ال شبيب/ المالية الدولية /دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع/عمان/ 2011
- سامي قنطقجي ، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية ، دمشق ، دار النهضة، 2007
- سعود شايد مشكور، كتاب المالية الدولية "نظرية و تطبيق" ديسمبر 2008، <https://www.researchgate.net/publication/329643524>
- سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، دراسة حالة بنك PARIBAS، مذكرة ماجستير في البنوم و التأمينات، جامعة قسنطينة، (2005-2006)،
- شقيري نوي موسى، محمد عبد الرزاق الحيطي، صالح طاهر الزرقان، عبد الله يوسف سعادة/ التمويل الدولي و نظريات التجارة الخارجية/ دار المسيرة للنشر و التوزيع/الأردن/ 2012
- طارق حماد عبد العال، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، بدون تاريخ

- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية (مصر)، 2005
- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك / مجموعة النيل العربية طباعة نشر توزيع، 2001، ص 276
- عرفات ابراهيم الفياض، ادارة الأعمال الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع/عمان 2013
- عرفات ابراهيم فياض / الادارة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية/ دار المستقبل للنشر و التوزيع
- كمال رزيق، عبد السلام عقون / سياسة ادارة الأزمة المالية العالمية/مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع/الأردن / 2011
- ماهر كنج شكري، مروان عوض / العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق/معهد الدراسات المصرفية، عمان الاردن / 2004
- مفتاح صالح / مطبوعة جامعية حول المالية الدولية /جامعة بسكرة 2005-2006
- محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، مجموعة الزاد للنشر ( المملكة العربية السعودية)، 2009، ص (9-7)
- محمود العجلوني ، إدارة الأزمات في القطاع المصرفي ، المجلة الاقتصادية ، بغداد ، دار الوثائق ، 2009
- مداخلة بعنوان الأزمة المالية الراهنة و أثرها على الاقتصاد الجزائري من اعداد: أ.طالب دليلة، أ.عياد سيدي محمد، أ.وهراني كريم. منشورة على الموقع الالكتروني:  
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/>
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الثاني، الجزائر، 2000،
- هيل عجمي جميل، الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق، العدد 1، المجلد 19، 2003
- وليام أندراوس، التمويل و الادارة المالية ،دار الفكر الجامعي ، 2008
- يوسف مسعداوي/دراسات في المالية الدولية/دار الراية للنشر و التوزيع /الأردن / 2013

### Références en Langues étrangères :

- Bouoiyour J., V. Marimoutou et S. Rey (2003). Taux de change réeld'équilibre et politique de change au Maroc : Une approche nonparamétrique, Economie internationale, No.97, p.81-104.

- Cours du Professeur Philippe, "Monnaie et finance internationales" du Bacchetta, Université de Lausanne Philippe HEC Lausanne 2009.
- Crockett Andrew D (1994). " Évolution du système monétaire international. " In: Revue d'économie financière. Hors-série, 1994. Bretton Woods : mélanges pour un cinquantenaire. pp.139-150.
- Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), "Finance internationale : rappels de cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées", Dunod , Paris.
- Ziad M'hamed Ziad M'hamed/ Régimes de change et développement : Une analyse quantitative/Revue Sciences & Technologie -ANDRU (2010), N°7, p. 199-214, MESRS-Alger.