

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
Faculty of Economic Sciences, Commerce and Management Sciences  
المجلس العلمي للكلية

رقم 05/ج غ / ك ع ا ت ع ت / 2021

### مستخرج من محضر المجلس العلمي للكلية

بمقتضى الأمر رقم 03/06 المؤرخ في 2006/07/15 المتضمن القانون الأساسي العام للوظائف العمومي.

بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 339/20 المؤرخ في 2020 /11/22 المتضمن إنشاء جامعة غليزان

بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 130/08 المؤرخ في 2008/05/03 المتضمن القانون الأساسي الخاص بالأستاذ الباحث.

بمقتضى القرار الوزاري رقم 976 المؤرخ في 2021/09/20 الذي يحدد القائمة الاسمية لأعضاء المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير والمتضمن الأستاذ : مزوري الطيب أستاذ محاضر "أ" كرئيس للمجلس العلمي بالكلية

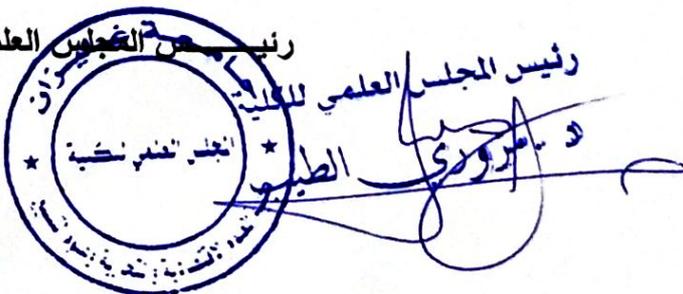
بمقتضى محضر المجلس العلمي للكلية المؤرخ في 2021/11/02 في دورته العادية.

#### قرر المجلس العلمي للكلية :

بناء على محضر المجلس العلمي للكلية المؤرخ في 2021/11/02 المتضمن تقييم السند البيداغوجي المقدمة من طرف الأستاذة "نادي مفيدة" أستاذة محاضرة صنف "أ" والذي يحمل عنوان "محاضرات في مقياس مالية دولية" موجهة لطلبة سنة الثالثة ليسانس تخصص إدارة مالية، يوافق المجلس العلمي على اعتماد المطبوعة المذكورة أعلاه كمسند بيداغوجي لفائدة الطلبة.

في 2021-11-17

رئيس المجلس العلمي للكلية  
الطبيب  
رئيس المجلس العلمي  
الطبيب





جامعة أحمد زبانة- غليزان  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية  
وعلوم  
التسيير

# مطبوعة محاضرات حول المالية الدولية

موجة لطلبة سنة ثالثة ليسانس: تخصص إدارة مالية

إعداد: و. ناوي مفيدة

السنة الجامعية: 2021-2022



## قائمة المحتويات

الصفحة	الفهرس
3	قائمة المحتويات
6	تقديم المطبوعة
الفصل الأول: مدخل إلى المالية الدولية	
7	أولاً: مفهوم المالية الدولية
9	ثانياً: التمويل الدولي
11	ثانياً: تاريخ النظام النقدي والمالي الدولي
الفصل الثاني: العوامة المالية	
18	أولاً: تعريف العوامة المالية مراحلها
20	ثانياً: مظاهر والعوامل المساعدة على تطور العوامة المالية
الفصل الثالث: ميزان المدفوعات	
24	أولاً: ماهية ميزان المدفوعات
34	ثانياً: توازن والاختلال ميزان المدفوعات
38	ثالثاً: محور تسوية الاختلال الداخلي والخارجي في ميزان المدفوعات
الفصل الرابع: سعر الصرف	

44	عموميات حول سعر الصرف	أولا
46	أنظمة سعر الصرف	ثانيا
48	النظريات المفسرة لسعر الصرف	ثالثا
50	كيف تختار الدولة نظام سعر الصرف الخاص بها العوامل التي تؤثر عليه	رابعا

### الفصل الخامس: سوق الصرف الأجنبي

53	عموميات حول سوق الصرف	اولا
54	وظائف سوق الصرف	ثانيا
56	عمليات سوق الصرف الأجنبي	ثالثا

### الفصل السادس: المشتقات المالية

61	ماهية المشتقات المالية	أولا
62	أسواق المشتقات المالية	ثانيا
64	أنواع المشتقات المالية	ثالثا

### الفصل السابع: الأسواق المالية الدولية

71	ماهية الأسواق المالية	اولا
74	أقسام السوق المالية الدولية و المتعاملون فيها	ثانيا
82	مؤسسات إدارة السوق المالية	ثالثا

### الفصل الثامن: الأزمات المالية العالمية

88	عموميات حول الازمة المالية	أولا
----	----------------------------	------

89	أسباب الأزمات المالية	ثانيا
92	أزمات العصر القديم ( 1929 – 2000 )	ثالثا
99	أزمات العصر الحديث	رابعا
102	آثارها على دول النامية	خامسا
105	نموذج لأزمة سعر الصرف (أزمة المكسيك):	سادسا
108	قائمة المراجع	

## تقديم المطبوعة

أدى التوسع المتسارع في ظاهرة العولمة وتداعياتها إلى تحويل العالم إلى ما يشبه "قرية كونية"، نتيجة لتزايد مستويات الترابط والتكامل بين الدول، ولا سيما على الصعيدين الاقتصادي والمالي. وقد ساهم هذا التشابك في تعقيد العلاقات الاقتصادية الدولية وتعزيز نموها، مما استلزم تطوير أدوات وآليات فعالة لتمويل المعاملات المالية العابرة للحدود.

وفي هذا السياق، أصبح من الضروري على الدول توثيق المعاملات التي تتم بين المقيمين وغير المقيمين ضمن إطار زمني محدد – غالبًا ما يكون سنة مالية – من خلال تسجيلها في نظام محاسبي شامل. ويساهم هذا التوثيق في تحديد مصادر الاختلال في ميزان المدفوعات، سواء كان ذلك ناتجًا عن فائض في الأصول أو في الخصوم، وهو ما يستدعي تبني آليات مناسبة لمعالجة هذه الاختلالات وضمان استقرار التوازن المالي الخارجي.

علاوة على ذلك، تفرض طبيعة المعاملات الدولية ضرورة الإلمام بأسواق صرف العملات الأجنبية، وما يرتبط بها من أدوات مالية متقدمة تهدف إلى التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف. وتُعدُّ أسواق المشتقات المالية – كالعقود الآجلة، والمبادلات، والخيارات – من أبرز الأدوات التي تتيح للدول والفاعلين الاقتصاديين إدارة هذه المخاطر بفعالية.

وانطلاقًا من هذه المعطيات، تبرز الحاجة إلى إطار نظري وتطبيقي متكامل لفهم المالية العامة الدولية وأدواتها المتنوعة. وتسعى هذه المطبوعة إلى تقديم تصور شامل ومتكامل حول المالية الدولية من منظورين: النظري والتطبيقي، حيث يتناول كل فصل مجموعة من المفاهيم الأساسية، والمبادئ، والمعايير المعتمدة، بما يساهم في تعزيز فهم الطالب للمرتكزات الجوهرية لهذا التخصص.

### أهداف المطبوعة:

- 1) تزويد الطالب بأساس معرفي متين في مجال المالية الدولية؛
- 2) تمكين الطالب من فهم ميزان المدفوعات، وتحليل مكوناته، بالإضافة إلى التعرف على أنظمة أسعار الصرف وآليات عمل سوق الصرف الأجنبي؛
- 3) تسليط الضوء على الابتكارات المالية الحديثة؛
- 4) تعريف الطالب بالأسواق المالية الدولية وانواعها؛
- 5) التعرف على أنواع الازمات المالية التي واجهها العالم مع التركيز على البعد المالي.

## الفصل الأول: مدخل إلى المالية الدولية

أولاً : مفهوم المالية الدولية :

تتم المالية الدولية بالعلاقات المالية بين الدول و من أهمها توفير وانتقال الأموال نتيجة لتبادل السلع و الخدمات بين الدول و ما يلحقها من تبادل مالي للنقود أو انتقال رؤوس الأموال و تبادل العملات و هذه الأعمال الدولية تتطلب تسوية الحسابات المالية الناتجة عنها بين الشركات و الدول. تعني المالية الدولية كل ما ينبثق عن التبادل الدولي من:

- تسوية مدفوعات أثمان الصادرات والمستوردات؛
- تدفق القروض بشكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة والشركات المتعددة الجنسيات الى الدول النامية بهدف تمويل مشاريع تنموية، ومن الدول النامية الى الدول المتقدمة تسديدا للقروض المستغلة وفوائدها، أو تحويلا لأرباح الاستثمارات أو توظيفاً لمخزونات مواطني هذه الدول. ويتربط عن ذلك تبادل مستمر للعملات من عملة محلية إلى عملة عالمية، ومن عملة عالمية إلى عملة محلية، ومن عملة عالمية إلى عملة عالمية أخرى وهكذا.

ومن الطبيعي أن يؤدي اختلاف العرض والطلب على عملة ما إلى اختلاف سعر صرفها من عملة إلى أخرى، مما أدى إلى ظهور سوق هامة للتعامل بالعملات الأجنبية تهدف إلى تحقيق الأرباح من خلال المضاربة على تقلبات أسعار العملات وتهدف إلى التحوط وحماية التدفقات المتوقعة من الخسائر التي قد تنتج عن هذه التقلبات.

ومن هنا أصبحت إدارة مخاطر الصرف وأسعار الفائدة سمة رئيسية من سمات المالية الدولية، حيث تطورت أسواق المشتقات المالية بالإضافة إلى أدوات التعامل في سوق العملات والسوق النقدية، لتصبح الأدوات الأساسية للمضاربة من جهة وتغطية المخاطر المذكورة من جهة أخرى<sup>1</sup>

ومن المعروف في موضوع العلاقات الاقتصادية والمالية الدولية هناك عناصر أساسية تخلق التبادلات:

1. تبادل السلع والخدمات من خلال التجارة والأعمال الدولية بشكل طلب خارجي على الانتاج المحلي أي الصادرات و الطلب المحلي على السلع و الخدمات الأجنبية أي الواردات؛

<sup>1</sup> ماهر كنج شكري، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2004، ص

2. التبادل المالي النقدي الذي هو عادة يرافق تبادل السلع والخدمات بين الدول؛

3. التدفقات النقدية نتيجة تبادل مالي اي التدفقات النقدية المالية الدولية لإنتاج رؤوس الأموال بين الدول لأغراض الاستثمار الخارجي المالي وغير المالي وكذلك حركة عوامل الانتاج من العمل ورأس المال والأرض والتنظيم؛

4. التكتلات الاقتصادية والمالية والسياسية الدولية والتعاون والتحالف بين دولتين أو أكثر.

ان المالية الدولية تهتم أساسا بالعنصر الثاني والثالث المتعلق بالتبادل المالي النقدي والتدفقات المالية بين الدول وتظهر أهمية المالية الدولية نظرا للعلاقات المالية والنقدية الفعلية الضخمة التي تشكل نسبة عالية في مكونات الاقتصاد العالمي وأن هذه العلاقات يمكن أن نصنفها إلى المجموعات الرئيسية التالية:

✓ **المجموعة الأولى:** الحسابات المترتبة على التبادلات التجارية الناجمة عن الصادرات والواردات سواء كانت تبادل السلع أو خدمات بين الدول

✓ **المجموعة الثانية:** تدفق رؤوس الأموال بين الدول بأشكالها المختلفة كالقروض والاستثمارات والتعويضات والمنح.

أما الاستثمار المالي الدولي فهو التعامل الدولي بالأموال من خلال استثمارها في أدوات الاستثمار المتاحة دوليا، مثل الأوراق المالية والسندات والعقارات والعملات والمشتقات المالية ومصطلح "الاستثمار" يستخدم بصورة مختلفة في الاقتصاد والمالية فبعض الاقتصاديين يشير الى الاستثمار الحقيقي كما هو الحال في شراء أو إنشاء مصنع أو الاستثمار في العقارات.

وتلعب المالية الدولية دورا فعالا في عملية التبادل في الأسواق العالمية سواء كانت هذه الأسواق مالية أو سلعية إذ تسهل مهمة انتقال الأموال بين الدول والقطاعات المختلفة سواء من خلال تداول المنتجات المالية التي يتم الاتجار فيها أو باعتبارها الوجه الآخر لقيمة انتقال السلع والخدمات بين الدول، وهذا أفرز أنواع مختلفة من عمليات التبادل مثل أسواق الأوراق المالية والعمليات الآجلة وبورصات السلع.

ويتم صياغة القواعد الخاصة للتعامل بهذه المبادلات المالية الدولية واتخاذ الإجراءات اللازمة لضمان سلاسة المعاملات والتبادلات وتحقيق العدالة لجميع المستثمرين.

## - أسباب تطور المالية الدولية :

- ✓ انتشار موجة التحرير المالي والحد من الضوابط على حركة رؤوس الأموال؛
- ✓ تطور العولمة المالية وازدياد الترابط المالي و الإقتصادي بين الإقتصاديات العالمية؛
- ✓ الإزدهار الإقتصادي العالمي الذي زاد من الحاجيات التمويلية؛
- ✓ تطور آليات عمل البنوك والأسواق المالية بعل التطور التكنولوجي.

**ثانيا: التمويل الدولي:** يعرف على انه انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة"، وتدل كلمة تمويل هنا على ندرة عرض رؤوس الأموال الدولية مقارنة بالحاجة إليها<sup>1</sup>. كما يعرف أنه "ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دوليا"<sup>2</sup>

**أشكال التمويل الدولي:** يكون التمويل الدولي وفق ثلاثة أشكال رئيسية كما يتوضح فيما يلي :

- **الاستثمار الاجنبي المباشر:** يعرف هذا الشكل من التمويل الدولي على أنه قيام مستثمر ما بتملك حصة % 10 من رأسمال مشروع أجنبي تؤهله لامتلاك القدرة على المشاركة في اتخاذ القرار فيما تعلق بإدارة المشروع وتسييره، وتنفذ الإستثمارات الأجنبية المباشرة من مستثمرين سواء كانوا في شكل شركات عمومية دولية النشاط تكون مملوكة للدولة أو من قبل مستثمرين خواص يتمثلون أساسا فيما يعرف ب"الشركات المتعددة الجنسيات» التي تعتبر بمثابة شركات كبرى تملك فروعاً عديدة لها في دول العالم. إذ تختلف تعاريفها من حيث الأساس الذي يستند إليه في التفرقة بين شركة متعددة الجنسيات وبقية الشركات، إذ تعدد تعريفاتها كما يبرز فيما يلي :
- ✓ الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تحقق ما نسبته % 25 أو أكثر من إيراداتها في الخارج؛

- ✓ الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تمتلك على الأقل خمسة فروع تابعة لها في الخارج؛
- ✓ الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تمتلك أكثر من ثلثي نشاطها في الخارج .

<sup>1</sup> هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سوريا، 2007 ص 26

<sup>2</sup> نمذيل وحيد، اثر التمويل الدولي على التنمية الاقتصادية ، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2019، ص 03

الجدول رقم 1: تطور حجم تدفق استثمار الشركات متعددة الجنسيات ونواتج المحلي الاجمالي بالجزائر

الوحدة : مليون دولار

السنوات	حجم تدفق استثمار الشركات المتعددة الجنسيات	الناتج المحلي الإجمالي	نسبة البطالة%
1991	12	45 715	20.3
1992	30	48 003	21.4
1993	0	49 946	23.2
1994	0	42 543	24.4
1995	0	41 764	28.1
1996	270	46 941	28
1997	260	48 178	28
1998	607	48 188	28
1999	292	48 641	29.3
2000	280	54 790	29.5
2001	1 108	54 745	27.3
2002	1 065	56 760	25.7
2003	634	67 864	23.7
2004	882	85 325	17.7
2005	1 156	1 03 199	15.3
2006	1 841	1 17 027	12.5
2007	1 834	1 34 978	13.8
2008	2 675	1 71 000	11.3
2009	3 053	1 37 212	10.2
2010	2 331	1 61 207	10
2011	2 721	1 99 071	10
2012	1 602	2 05 789	10

المصدر : الديوان الوطني للإحصائيات.

- الاستثمار في المحفظة المالية: يعبر الإستثمار في المحفظة المالية على أنه القيام بالمعاملات التي تتعلق سواء بالأسهم (أوراق ملكية) أو بالسندات (أوراق دين) على مستوى الأسواق المالية الدولية .وتجدر الإشارة إلى أن حيازات الأسهم التي تمنح حاملها القوة التصويتية التي تمكنه من التدخل في إدارة المشروع تقيد على أنها استثمار مباشر ولا تدخل في حساب الإستثمار في المحفظة المالية .
- القروض والمساعدات الدولية: تعبر القروض الدولية عن التزام تعاقدى بين طرفين أجنبيين تلتزم فيه جهة مقرضة بتحويل قيمة مالية إلى جهة مقرضة لفترة متفق عليها وبسعر فائدة محدد قد يكون ثابتا وقد يكون متغيرا. تتمثل مصادر القروض الدولية في مصادر خاصة قد تكون ثنائية كالبنوك أو قد تكون متعددة الأطراف كنادي لندن وهو عبارة عن مجموعة من الدائنين الخواص، كما قد تكون مصادر رسمية ثنائية كالبنوك المركزية للدول أو رسمية متعددة الأطراف كالهيئات الدولية كالبنك العالمي وصندوق النقد الدولي .
- ما المعونات الدولية فتعرف على أنها كافة التحويلات التي تتم وفق شروط ميسرة بعيدا عن القواعد و الأسس التجارية السائدة وفقا لظروف السوق. وتبرز حسب عدة أشكال كما يبرز فيما يلي :
- المنح: وهي عبارة عن التحويلات النقدية و العينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء اعتبارات اقتصادية أو سياسية أو إنسانية، و هي تحويلات لا ترد، و هي لا تتضمن المعونات العسك رية فرغم تشابها مع المعونات الأجنبية إلا أنه هناك اختلاف في الأهداف .

- القروض الميسرة : هذا النوع من المعونات تحكمه قواعد و شروط تختلف عن غيرها السائدة في الأسواق المالية الدولية من ناحية مدة السداد أو فترات السماح التي تكون أطول . فلقد قامت الهيئة الدولية للتنمية IDA بعقد قروض تسدد في حدود خمسين سنة بفترة سداد قدرها عشر سنوات تبدأ الدولة المقترضة السداد في السنة الحادية عشر بدفع 1% من أصل القرض سنويا لمدة 10 سنوات ثم 3 % من أصل القرض سنويا إبتداءا من السنة الحادية عشر ولمدة 30 عاما الباقية وتحمل الدولة المقترضة فوائد بقيمة 0,75% فقط وهذا لتغطية المصاريف الإدارية.

### ثالثا: تاريخ النظام النقدي والمالي الدولي

**مفهوم النظام المالي والنقدي الدولي**: النظام النقدي والمالي كغيره من الأنظمة هو نظام معين يتألف من عناصر محددة، ذات علاقات متداخلة فيما بينها، وبالتالي لها طريقة عمل خاصة، ومنه فيمكن تعريف النظام المالي النقدي هو مجموعة القواعد والتنظيمات والسياسيات النقدية والمالي التي تتبعها كل دولة في المجال النقدي، والمالي، أما على المستوى الدولي هو مجموعة من القواعد والآليات والمؤسسات المرتبطة بتنظيم الأوضاع النقدية والمالي لدول العالم المختلفة بما يكفل تمويل حركة التجارة الدولية المتعددة الأطراف وتحقيق نمو الإقتصاد العالمي والاستقرار في العلاقات الاقتصادية الدولية .

النظام المالي العالمي هو نظام مركب له مكونات أساسية وأخرى فرعية تربط بينها علاقات عمل ويعمل وفق قواعد وإجراءات محددة في بيئة معينة تتصف أساسا بحدة المنافسة والمعلومة الكونية<sup>1</sup> .

### تطور النظام النقدي الدولي

#### - 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

<sup>1</sup> محمد بوحديدة، النظام المالية الاسلامي، دار كليك للنشر، الجزائر، 2011، ص74

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<sup>1</sup>.

#### - 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 مانج 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 الذهب. 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 الامريكي 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 1939-1945، فقد أصبح من الصعب وضع نظام نقد عالمي جديد ينقذ العالم من الفوضى المالية التي سادت ما بين الحربين الا في عام 1944 حيث بات انتصار الحلفاء على دول المحور مسأله وقت.

<sup>1</sup> ماهر كنج شكري، مرجع سبق ذكره ص 23

ومن ثم فقد اجتمع ممثلو الولايات المتحدة وبريطانيا وحلفاؤهم من الدول الكبرى في تموز 1944 في فندق ماونت واشنطن، في مقاطعة بروتون وودز، ولاية نيوهامبشير لوضع نظام نقدي عالمي جديد<sup>1</sup>.

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

ركز ممثلوا الدول الكبرى المجتمعون في بروتون وودز 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 انحاء 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 دول العالم):

- 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<sup>2</sup>.

#### أ- احتياطات الصندوق:

و قد تم بناء هذا الاحتياطي من قبل الدول الأعضاء حيث خصص لكل منهما حصة على أساس حجم الناتج الوطني الاجمالي وأهمية التجار الخارجية في كل الدول، وتولت كل من هذه لدول دفع حصتها من الذهب (25% من الحصة و سميت شريحة الذهب و بالعملات المحلية 75% من الحصة ). وقد سمحت اتفاقية صندوق النقد الدولي للأعضاء أن تقترض منه ما يعادل شريحة الذهب دون شروط وما 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<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> ماهر كنج، مرجع سبق ذكره، ص 24-25

<sup>2</sup> ماهر كنج، مرجع سبق ذكره ص 25

<sup>3</sup> ماهر كنج، مرجع سبق ذكره ص ص 25-26

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 انشيء 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 بروتن وودز، وقد سمح للعملات بالتذبذب صعودا وهبوطا بما لا يزيد عن 1% وهو سعر التعادل المعلن، حيث كان على الدول الكبرى ان تتدخل لشراء أو بيع عملتها في الأسواق الحرة للحفاظ على هذا السعر. وعليه فقد احتفظت الولايات المتحدة الأمريكية باحتياطياتها من الذهب في حين احتفظت بقية الدول باحتياطياتها من الدولار. وقد 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 الى ذلك<sup>1</sup>.

بدأت نقاط الضعف النظام تتبين في بداية الستينات، حين قام استاذ الاقتصاد في جامعة يال الأمريكية روبرت تريفن بوضع معضلة المسماة Triffin Paradox التي تنبأت بانحيار النظام.

<sup>1</sup> ماهر كنج، مرجع سبق ذكره، ص 27

وتتلخص هذه المعضلة انه يجب على احتياطات العالم ان تنمو بشكل منسجم مع نمو التجارة الدولية والتي كانت تنمو بمعدلات تفوق معدلات النمو الاقتصادي وعليه يجب على الدوله مصدره عملة الاحتياطي العالمية الولايات المتحدة ان تحقق عجزا دائما في ميزان مدفوعاتها لتمكين بقية الدول من بناء احتياطاتها، الا انه من ناحية اخرى فان تزايد العجز المذكور كان يصاحبه تزايد الشكوك في قدرة الولايات المتحدة على تحويل مطلوباتها الخارجية الى ذهب بالسعر المتفق عليه.

ومن ثم قامت فرنسا التي كانت تعارض دور الدولار المركزي منذ البداية وابتداءا من عام 1962 بتحويل دولاراتها الى ذهب على الرغم من معارضة الولايات المتحدة، وقد شجع ذلك بقية الدول على تحويل الدولار الى ذهب مما ادى الى اول ازمة عالمية سنة 1968 تم خلالها وضع سعرين للذهب لاول السعر الرسمي 35 دولار للاونصة والثاني معوم يتحدد بناء على العرض والطلب في الاسواق. وقد كانت هذه محاولة لفصل دور الذهب النقدي عن دوره كسلعة صناعية، وبتزايد الازمات النقدية خلال تلك الفترة 1962-1968 حيث تم تخفيض الجنيه الاسترليني في عام 1967 بنسبة 14,3% ومن ثم الفرنك الفرنسي في عام 1969، قرر الصندوق خلق احتياطي مساعد للدولار، بهدف الحفاظ على نظام برتون وودز وحل معضلة تريفين، وذلك بتخصيص الاول لحقوق السحب الخاصة<sup>1</sup>.

### ج- حقوق السحب الخاصة:

هي عبارة عن قيود دفترية تقيد 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 وعرض الدولار بدا وضحا سنة 1971 أن

<sup>1</sup> ماهركنج، مرجع سبق ذكره ص 28

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 سميتسونيان 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 , و قد 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 الألماني 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 سميتسونيان الخطوة الاولى من حقبة شهدت تقلبات الدولار. لقد جاء تخصيص حقوق السحب الخاصة متأخرا جدا، وقد كان من الممكن من الناحية النظرية نجاحه في الحفاظ على نظام بروتن وودز لو عمل به في بداية الستينات من القرن العشرين. و بايقاف تحويل الدولار الى الذهب وتخفيضه في عام 1971 و من ثم 1973 مقابل الذهب انهار نظام ( الاسعار الثابتة) بروتن وودز وحل محله عهد اسعار الصرف المرنة<sup>1</sup>.

#### 4- فترة اسعار الصرف المرنة 1973-1985

نسارع القول هنا ان نظام بروتن وودز بمكوناته من اهداف ومؤسسات دولية انشأت لتحقيقها مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية لا يزال عاملا وبشكل مؤثر جدا، الا ان نظام اسعار الصرف العائد

<sup>1</sup> ماهر كنج، مرجع سبق ذكره ص 30-31

له انهار عام 1973، حثت شهد هذا العام أزمة النفط الأولى والتي نتج عنها ارتفاع حاد في اسعار النفط، وكان المستفيد الأول منها الدولار الأمريكي بعد الدول المنتجة والمصدرة للنفط.

فقد أدى الطلب المتزايد على الدولار لتسوية مدفوعات البترول الى ارتفاع سعره وتدفق اموال المستثمرين والمضاربين عليه، وبشكل خاص اموال الدول المصدرة للبترول مما وضع الولايات المتحدة ومصارفها في وضع مثالي لاعادة تدوير فوائض البترول من دول الفائض الى دول العجز واعادة وضع الدولار ليكون عمله العالم المركزية.

الا ان نظام الاسعار المرنة لم يعترف به رسميا حتى عام 1976، حيث تم ذلك في اجتماعات الصندوق في جامايكا، وافر رسميا بعد مصادقة الدول الاعضاء في نيسان 1978، وبموجب هذا النظام الجديد الغي دور الذهب النقدي وترك للبنوك المركزية المصدرة للعملة الرئيسية حرية التدخل في الاسواق للحفاظ على استقرار اسعار صرف عملاتها. وبالغاء دور الذهب النقدي اعاد الصندوق نصف موجوداته من الذهب الى الدول الاعضاء وتم بيع النصف الثاني خلال عام 1980 وخصصت عائدات بيعه لمساعدة الدول الفقيرة. كما وسمح للدول الاعضاء ببيع موجوداتها الرسمية من الذهب.

**أهداف وأهمية النظام النقدي والمالي الدولي:** إن وجود نظام نقدي دولي يعمل بالضرورة على تكريس

مايلي<sup>1</sup>:

- توفير السيولة الدولية بما يمكن تسهيل المبادلات الدولية، بالاعتماد على قاعدة نقدية مقبولة لتسوية الحقوق والالتزامات الدولية وتوزيعها بشكل عادل وأن تنمو بمعدلات تتناسب ونمو التجارة الدولية؛
- استقرار أسعار صرف العملات بما يضمن تفادي الاضطرابات في المعاملات النقدية الدولية، خاصة في ظل الاختلالات التي قد تفسد موازين مدفوعات بعض الدول؛
- إمكانية تحويل العملات فيما بينها قصد نمو العلاقات الاقتصادية الدولية؛
- توفير حد أدنى من التعاون الدولي؛
- إدارة الأزمات المالية العالمية.

<sup>1</sup> بوحفص رواني، دحو سليمان ، المالية الدولية، مطبوعة مقدمة لطلبة المؤسسة والتجارة الدولية، جامعة غرداية، 2019-2020، ص 11

## الفصل الثاني: العولمة المالية

### أولا/ تعريف العولمة المالية ومراحلها

تعريف العولمة المالية: تعرف العولمة المالية بمصطلح الاستثمار المالي، و هي ظاهرة مرتبطة بالنمو و التطور الرأسمالي و التراكم المضطرد في رأس المال، و تعني أيضا زيادة حركية أو حرية انتقال رؤوس الأموال و بدون قيود بين الدول أو على الصعيد العالمي، فأصبحت مؤشرا مهما لعولمة الاقتصاد العالمي.

و تتمثل العولمة المالية في مجموعة من المعاملات هي:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في الأسواق العالمية كالأسهم و السندات.
- المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري و المالي و الضمانات...
- المعاملات المتعلقة بالبنوك كالودائع و الاقتراض و الودائع الأجنبية.
- المعاملات المتعلقة بحركات رؤوس الأموال الشخصية كالقروض و المنح.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي و تحويلات الأرباح<sup>1</sup>.

ترتكز العولمة المالية على عملية التحويل المالي، لبنود حساب رأس المال "أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات"، و تعتمد هذه العملية بدورها على إلغاء الخطر على المعاملات في حساب راس المال و السياسات المالية لميزان المدفوعات، و تتكون هذه المعاملات من مختلف أشكال رأس المال مثل الديون، و أسهم المحافظ المالية، و الاستثمار المباشر و العقاري و الثروات الشخصية<sup>2</sup>.

مراحل العولمة المالية: بدأت البذور الأولى للعولمة في الستينات والسبعينات واتسعت في الثمانينات بحيث يمكن القول بأن العالم على مشارف التسعينات كان قد أصبح قرية مالية واحدة . و قد مرت العولمة المالية بالمراحل التالية<sup>3</sup>:

أ- مرحلة تدويل التمويل غير المباشر: تميزت هذه المرحلة بما يلي :

<sup>1</sup> رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية واثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي واثارها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، نوفمبر 2006، ص 5-6

<sup>2</sup> سامي عفيفي حاتم، اقتصاديات التجارة الدولية، جامعة حلوان، القاهرة ص 203

<sup>3</sup> رايس مبروك، العولمة المالية و انعكاساتها على الجهاز المصرفي الجزائري، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2004/2005،

- سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية .

- ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار، بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية

- انهيار نظام الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك ( الجنيه الإسترليني والدولار)، وذلك مع نهاية عشرية الستينات.

- اندماج البتر ودولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل، فمثلا سجلت دول الخليج العربي فائضا مقداره 360 مليار دولار خلال ثماني سنوات (1974-1981)، مما زاد في نسبة الادخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة.

- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم.

ارتفاع العجز في موازين المدفوعات للدول المتقدمة .

**ب- مرحلة التحرير المالي:** وتميزت بما يلي:

- المرور إلى مالية السوق أو اقتصاد السوق المالية، على غرار اقتصاد السوق، صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.

- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من الولايات المتحدة وبريطانيا و بذلك رفعت كافة الحوافز في وجهها دخولا و خروجا، اعتبرت هذه الاجراءات خطوة لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى المالي.

- توسع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار، وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة.

- توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي.

**ج- مرحلة ضم الأسواق المالية الناشئة:** وتميزت بما يلي:

- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداءا من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية بشبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية فيها، الشيء الذي زاد من تدفق رؤوس الأموال نحوها.

- الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية،و التي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات و تسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.

- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة، وهذا باستعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية.
- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها.
- توسع التمويل المباشر اللجوء إلى الأسواق المالية، وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية.

### ثانيا: مظاهر والعوامل المساعدة على تطور العولمة المالية

مظاهر العولمة المالية: هناك العديد من مظاهر العولمة المالية نذكر أهمها<sup>1</sup>:

- تعاضد دور رأس المال: حيث أن صناعة الخدمات المالية بعناصرها المصرفية و غير المصرفية أصبح الاقتصاد العالمي تديره و تتحكم فيه أهم البورصات العالمية مثل: داو جونز، ناس داك، نيكاي، داكس و غيرها و التي بواسطتها تنقل رؤوس الأموال من مستثمر إلى آخر داخل الدولة أو بين الدول دون أي عوائق أو صعوبات.
- ازدياد فوائض رؤوس الأموال الباحثة عن استثمارات بمعدلات أرباح عالية و هي بطبيعة الأمر مدخرات غير مستثمرة في دولة المنشأ لراس المال الأمر الذي يدفعها للبحث عن استثمارات خارجية على المستوى الدولي أفضل مما لو بقيت في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال.
- ظهور وسائل جديدة استقطبت أصحاب رؤوس الأموال، مثل المبادلات و الخيارات و المستقبلات، إلى جانب الوسائل التقليدية في الأسواق المالية كالسندات و غيرها.
- التقدم التكنولوجي الهائل بحيث يسمح للمستثمر من المتابعة الدقيقة لأمواله و تحركاتها الاستثمارية لحظة بلحظة، حيث جميع الأسواق المالية مرتبطة بعضها ببعض، مما ييسر عملية الفعل و رد الفعل على أية عملية مالية مرغوب بها.

<sup>1</sup> رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية"- بسكرة 20/21 نوفمبر 2006، ص 05

## العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية

من العوامل التي ساعدت على تطور النشاط المالي و اندماج الأسواق ما يلي <sup>1</sup>:

1. إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوروبية سنة 1958 و بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية قامت باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال سنة 1995 ثم تبعت الدول الأخرى هذا النظام و هكذا تضاعف عدد الدول التي عمدت إلى إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال و هذا العامل قد أدى إلى ادماج الأسواق المالية بحيث أصبحت بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة و خاصة من حيث تنوع المحفظة المالية للمستثمرين.

2. التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي بحيث يعتبر النمو الذي حققته بعض الدول النامية الفترة الأخيرة أحد أهم أسباب العولمة المالية نظرا لزيادة نصيبها من الناتج المحلي الإجمالي، بحيث ارتفع نصيب دول شرق آسيا في فترة ( 1965 – 1988 ) من الناتج المحلي العام من 5 % إلى 20 % و من الناتج الصناعي العالمي من 10 % إلى 23 % و زاد نصيب القطاع الصناعي من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية منخفضة الدخل 27 % سنة 1965 إلى 34 % سنة 1988 و يعود تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي إلى برامج الإصلاح الاقتصادي الذي قامت به الدول و ما يحتويه لتدعيم الصادرات، بالإضافة إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في بعض الدول النامية، أدى إلى زيادة نصيب الدول النامية من 31 % من إجمالي تجارة الدول النامية عام 1985 إلى 37 % عام 1995 كما زاد نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية 47 % سنة 1985 إلى 89 % سنة 1995 .

كما اتجهت الدول النامية نحو تحرير القطاع المالي و المصرفي وخفضت من نسبة الإحتياطي القانوني، كما عملت على خصوصية البنوك وشركات التأمين وإلغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي والدولي للأوراق المالية مما أدى إلى ادماج السوق المالية المحلية في الأسواق المالية العالمية وتسارع حركة العولمة .

3. تطور أسواق السندات الدولية : بدأت أسواق السندات الدولية تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية في مطلع الستينات من القرن العشرين أما الفترة الحالية تمثل أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل وتظم أسواق السندات الدولية نوعين رئيسيين هما :

1 - مفتاح صالح مفتاح صالح ، العولمة المالية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، جوان ، 2002، ص 216 .

- **سندات الأورو** : هي مشتقة من إسم السندات الأوروبية وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدول معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال الدولية الأخرى وبعملة غير عملة الدول التي تم فيها طرح السندات للاكتتاب .

- **السندات الأجنبية** : وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدول معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال الدولية الأخرى وبعملة نفس الدول التي تم فيها طرح السندات للاكتتاب ، مثلا : مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات والاكتتاب فيها في أسواق المال في نيويورك فهي سندات أجنبية.

4. تطور وسائل الرقابة من المخاطر : عرفت سنوات السبعينات والثمانينات ظهور العديد من الأدوات المالية الجديدة التي تسمى " الإبتكارات أو المشتقات المالية " وهي من الأدوات الاستثمارية التي تمنح مستخدميها حق البيع و الشراء الأسهم والعملات الأجنبية بسعر متفق عليه ، أو حق إجراء تسويات نقدية عندما تحدث تغيرات في أسعار الفائدة أو أسهم ، وللرقابة من هذه المخاطر يتم استخدام أنواع من المشتقات المالية أهمها :

أ- **الخيارات** : خيار الشراء أو البيع، يمنح للبائع الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم بسعر محدد خلال وقت محدد مقابل هامش فيكون فيها تنفيذ العقد اختياريا من قبل المشتري. أي يمنح للمستثمر حق بيع أو شراء عدد من الأسهم و السندات و العملات إلى طرف آخر بسعر محدد مقدما و قد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة.<sup>1</sup>

ج- **العقود المستقبلية** : و هي عقود قانونية ملزمة تنص على التبادل في المستقبل مقابل مبلغ محدد من المشتري فهي سوق عقود مستقبلية للأسهم و السندات و لكن من خلال إتفاقيات يتم تنفيذها لاحقا ، تعطي لحاملها الحق في الشراء أو بيع كمية محددة من أحد الأدوات المالية معينة بسعر محدد في وقت إبرام العقد .

د- **المقايضات** : وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين، وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما و المحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل مدفوعات خدمة الدين و المقومة بعملات مختلفة ، كما تجمع عملية المبادلة بين الشراء الفوري لعملة و بيعها آجلا في نفس الوقت أو العكس ، أي بمعنى آخر تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما للشراء و الآخر عقد بيع و قيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين و تفصل بينهما فترة زمنية . و قد عرفت أسواق المشتقات المالية تزايد مستمر، أين كانت القيمة الاسمية

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، نفس المرجع ، ص ص 219 - 220.

الخام في 2005 قدرت ب 796,33 ألف مليار دولار لتصبح 1411,27 ألف مليار دولار في 2017<sup>1</sup>.

5 - **ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي** : كانت ثورة المعلومات وما صاحبها من توسع في استخدام الحاسب الآلي وثورة البرامج بالإضافة إلى التطور التكنولوجي الهائل في وسائل الاتصال من العوامل التي ساعدت على عولمة النشاط المالي واندماج أسواق المال، كما كان لها أثر كبير في الأسواق المالية العالمية، فأصبح في الإمكان لملايين الدولارات أو أي من العملات الأخرى أن تعبر الحدود في دقائق معدودة، وهكذا فإن التطور التكنولوجي المذهل رفع من سيولة الأسواق المالية و سهولة تدفق الأموال و الحصول عليها بسرعة<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> مقدم عبد الإله، قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005-2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد5، العدد10، 2019، ص181

<sup>2</sup> مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره ، ص 220 .

## الفصل الثالث: ميزان المدفوعات

أولاً: ماهية ميزان المدفوعات

تعريف ميزان المدفوعات:

- يعرفه صندوق النقد الدولي على انه سجل يعتمد على القيد المزدوج، يتناول احصائيات فترة زمنية معينة بالنسبة الى التغيرات في مكونات او قيمة اصول اقتصاديات دولة ما بسبب تعاملها مع بقية الدول أو بسبب هجرة الأفراد وكذا التغيرات في قيمة أو مكونات ما تحتفظ به من ذهب نقدي وحقوق سحب خاصة من الصندوق وحقوقها والتزاماتها تجاه بقية دول العالم.
- هو بيان توضع فيه المعاملات الاقتصادية في شكل حقوق وديون بين الاشخاص المقيمين في الدولة والاشخاص المقيمين في الدول الاخرى خلال مدة معينة تحدد في المعتاد بسنة<sup>1</sup>.
- ويعرف كذلك ميزان المدفوعات لاي بلد بانه سجل لكل ما يدخل الى البلد وما يخرج منه من تدفقات نقدية، ويوضح ما ينفقه المستهلكون وقطاع الاعمال على السلع الاجنبية المستوردة الى داخل البلد، وما ينفقه الاجانب على البضائع المصدرة من البلد الى العالم الخارجي، وذلك من خلال الميزان التجاري.
- ومن التعاريف السابقة يمكن استخلاص على ان ميزان المدفوعات هو سجل يتم تسجيل فيه معاملات بين المقيمين والغير المقيمين في بلد لفترة زمنية معينة عادة ما تحدد بسنة واحدة.
- مفهوم الإقامة حسب نظام الحسابات الاقتصادية الجزائرية: "هي تلك التي لها منفعة دائمة لأكثر من سنة على القطر الاقتصادي، يعني أنها الوحدات الحاضرة أو الغائبة مهما كانت جنسيتها والتي لها نشاط دائم على القطر الاقتصادي"<sup>2</sup>.
- نقصد بالمقيمين في دولة معينة كل الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الذين يمارسون نشاطا اقتصاديا داخل الحدود الإقليمية للدولة لمدة سنة أو أكثر، وذلك بغض النظر عن جنسيتهم، أما غير المقيمين فهم كل الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين يمارسون نشاطهم خارج الحدود الإقليمية للدولة بما فيهم المواطنون

<sup>1</sup> عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي (مدخل حديث)، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر والتوزيع، العراق، 2008

<sup>2</sup> محمد راتول، الاقتصاد الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي بالشلف، 2005/2006، ص 54

الذين يزاولون نشاطهم في الخارج، والأجانب الذين يمارسون نشاطهم داخل هذه الدولة لمدة تقل عن سنة؛

- كما يعتبر أعضاء السلك الدبلوماسي والقنصلي ، الطلبة الأجانب وأفراد القوات المسلحة الأجنبية أنهم مقيمون بلدهم الأم وليس للبلد الذي يعيشون فيه بصفة مؤقتة.<sup>1</sup>

**فوائد ميزان المدفوعات:** فوائد ميزان المدفوعات هناك جملة من الفوائد ابرزها الآتي<sup>2</sup>:

- 1- انه حساب مختصر يضم جميع المعاملات المتعددة بين المقيمين في الدولة وباقي انحاء العالم بشكل اجمالي وموجز.
- 2- يستخدم لوصف حالة العلاقات الاقتصادية للدولة ومن ثم اخبارها عن المركز الاقتصادي الدولي الذي تحتله للمساعدة في الوصول الى قرارات تخص السياسات النقدية والمالية والتجارة الخارجية والتمويل الخارجي.
- 3- تحليل ميزان المدفوعات يبين مقدرة الدولة على مواجهة استيراداتها والمعاملات الاقتصادية الاخرى بواسطة تصديرها للسلع، او اذا كانت تعمل على حساب تخفيض اصولها الاجنبية، والعمل على تراكم مطلوبات اجنبية او فيما اذا كانت قادرة على تسلم منح من الخارج .
- 4- ومن دراسة كشف ميزان المدفوعات يتضح لنا، ان كانت الدولة دائنة او مدينة.
- 5- يوفر ميزان المدفوعات فرصة لتقييم آثار تخفيض قيمة العملة . مدى آثارها على زيادة او عدم زيادة صادرات الدولة بسبب تخفيض العملة وذلك بالنظر الى الجزء الخاص من الحساب الجاري في كشف المدفوعات .

### مكونات ميزان المدفوعات:

جرت العادة إلى تقسيم ميزان المدفوعات على مستقلة يضم كل منها مميزات من المعاملات الاقتصادية ذات الطبيعة المتشابهة أو المقاربة في أهدافها، ومن بين التقسيمات الشائعة فهذا المجال تأخذ بالتقسيم الآتي لتمييزه بالوضوح والمنطقية.

<sup>1</sup> عمروش شريف، السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات، جامعة سعد دحلب بالبلدية، الجزائر، 2005، ص 93

<sup>2</sup> وليد عبيدي النبي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، البنك المركزي العراقي، ص 2

## 1.I حساب العمليات الجارية:

هو ذلك الميزان الذي يضم كافة المعاملات الاقتصادية الدائنة والمدينة التي تتم بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة زمنية معينة وترتبط بالإنتاج والدخل خلال الفترة الزمنية محل الدراسة. إذ يعتبر من أهم مكونات ميزان المدفوعات، ويشمل كل العمليات التي لها تأثير على الدخل الوطني (الصادرات والواردات من السلع والخدمات) ويضم حسابين فرعيين هما:

### 1.1.I الميزان التجاري: وينقسم بدوره إلى الميزان أو الحساب التجاري السلعي والميزان التجاري الخدمي.

أ. الميزان التجاري السلعي: ويطلق عليه أيضا ميزان التجارة المنظورة، ويضم كافة السلع والخدمات التي تتخذ شكلا ماديا ملموسا (الصادرات، الواردات من السلع المادية التي تتم عبر الحدود الجمركية).

ب. الميزان التجاري الخدمي: ويطلق عليه أيضا ميزان التجارة غير المنظورة، وتظم كافة الخدمات المتبادلة بين الدول (النقل، السياحة التأمين، دخول العمل، عوائد رأس المال).

- أما من حيث القيد في ميزان المدفوعات فيمكن القول (إن كل عملية يترتب عليها طلب عملة البلد وعرض عملة بلد آخر تقيد في الجانب الدائن أو جانب الأصول، وكل عملية يترتب عليها عرض العملة الوطنية وطلب العملة الأجنبية تقيد في جانب الخصوم أو الجانب المدين).
- حيث أنه كل عملية تؤدي إلى زيادة دائنية الدولة أو نقص مديونيتها تدرج ضمن جانب الأصول وكل عملية يترتب عليها زيادة مديونية الدولة ونقص دائنتها تدرج ضمن جانب الخصوم.
- من المتعارف عليه دوليا أن الصادرات يتم تقييمها بطريقة **Fob** والواردات يتم تقييمها على أساس نظام سيف **Cif** وأحيانا أخرى تقيم الصادرات بطريقة **Fas**.

### 2.1.I حساب التحويلات الأحادية: يشمل كافة المعاملات الاقتصادية الدائنة والمدينة والملزمة لجانب واحد،

وتتم بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة زمنية معينة، حيث أن هذا الحساب (تخصص للمعاملات التي يترتب عليها تحويل موارد حقيقية أو حقوق مالية من وإلى بقية دوال العالم دون أي مقابل).

ويشمل هذا الحساب بندين، الأول يتعلق بالهبات والتعويضات الخاصة، والثاني يتعلق بالهبات والتعويضات العامة، فالخاصة نجد فيها تحويلات الأفراد (بما فيها تحويلات المهاجرين إلى بلادهم الأصلية)

والمنظمات النقدية منها والعينية، والعامّة تندرج فيها كلّ التعويضات التي يعتبرها صندوق النقد الدولي إجبارية، وكذا الهدايا على أنواعها.

ومن أمثلة هذه المعاملات التعويضات طبقاً للاتفاقيات الدولية المعقودة بين دولتين، كما حدث في ألمانيا الغربية وإسرائيل بعد الحرب العالمية الثانية، وكذا المنح للدول الآخذة في النمو.

ويمكن تحديد خصائص المعاملات الاقتصادية المدرجة في حساب المعاملات الجارية على النحو التالي:

◀ ترتبط بالإنتاج والدخل خلال الفترة محل الدراسة؛

◀ تتصف بالدورية والتكرار، ويتم بغض النظر عن حالات ميزان المدفوعات.

## 2.I حساب رأس المال:

ويضم كافة التغيرات التي تطرأ على أصول المقيمين وخصومهم تجاه غير المقيمين، حيث أنه (يسجل حركات رؤوس الأموال بين البلد وبقية العالم التي ينشأ عنها في مركز دائنية أو مديونية البلد الخارجية، وكذلك التغيرات في الأصول الاحتياطية الرسمية للبلد).

### 1.2.I حساب رأس المال طويل الأجل: يشمل كافة التغيرات التي تطرأ على أصول المقيمين وخصومهم غير

المقيمين، والتي يزيد عمرها عن عام، ومن بين أهم بنود حركات رؤوس الأموال طويلة الأجل، استثمارات المحفظة المالية، الاستثمارات المباشرة، القروض التجارية عند التصدير وعند الاستيراد وكذا القروض الأخرى.

### 2.2.I حساب رأس المال قصير الأجل: يشمل كافة التغيرات التي تطرأ على أصول المقيمين وخصومهم تجاه

غير المقيمين والتي لا يزيد عمرها عن عام.

ويتمثل في التغيرات الطارئة على الالتزامات (الخصوم مثل أرصدة الخارج من العملة المحلية والودائع الأجنبية في بنوك محلية، أذونات الخزنة، قروض قصيرة الأجل الممنوحة لهيئات حكومية أو مصرفية، وكذا التغيرات الطارئة على الأصول مثل الأرصدة الدائنة في نطاق اتفاق الدفع الدولية، القروض التي يمنحها القطاع الرسمي والبنوك بالخارج، وأرصدة القطاع الرسمي والبنوك من الصرف الأجنبي.

(كما يشكل هذا الحساب على... وفي الغالبية تتم حركات رأس المال قصير الأجل لتسوية ما يحدث بين

المقيمين من عمليات في حساب العمليات الجارية وحساب رأس المال طويل الأجل).

وتتم تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل لأغراض عديدة منها: التهرب من الظروف غير الملائمة، تحقيق ربح أكبر، المضاربة.

**3.2.I حساب الذهب والصراف الأجنبي:** ويضم هذا الحساب كلا من تحركات الذهب للأغراض النقدية، وكذا رصيد الحملات الأجنبية والودائع الجارية، وحقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي الدائنة والمدينة.

ويمكننا تحديد خصائص المعاملات الاقتصادية المدرجة في حساب رأس المال على الوجه التالي:

- جميع هذه المعاملات لا ترتبط والدخل خلال فترة محل الدراسة؛
- تتصف بنود حساب رأس المال طويل الأجل بالدورية والتكرار أما بنود رأس المال قصير الأجل وميزان الذهب والصراف الأجنبي فهي بنود تعويضية تتحرك في الغالب لتحقيق قضية التكافؤ الحسابي لميزان المدفوعات.

### **3.I حساب السهو والخطأ:**

إن التسجيلات في الجانب الدائن والمدين قد لا تكون متماثلة نظرا لكون مصادر المعلومات المعتمد تختلف وتتعد، ولهذا قد يحدث وأن يكون مجموع المبالغ الدائنة لا يساوي مجموع المبالغ المدنية، والفرق بينهما يمثل القيمة التي تسجل في حساب السهو والخطأ، كي يصبح ميزان المدفوعات متزنا حسابيا، كما يعرف هذا الميزان أيضا بحساب التعديلات.

## ميزان المدفوعات

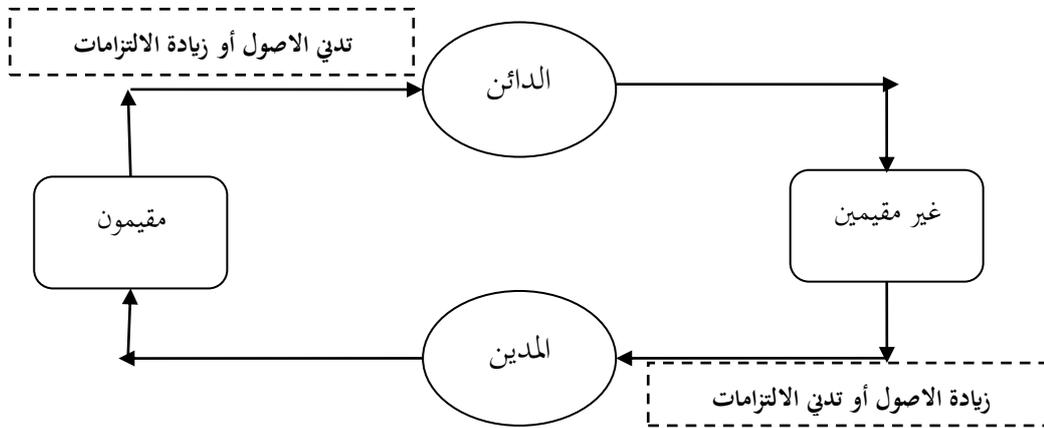
مدین ( مدفوعات، التزام )	دانن ( مقبوضات، حقوق )
1. الحساب الجاري أ. الميزان السلعي ( ورات من السلع ) ب. ميزان الخدمات ( ورات من الخدمات ) ج. تحويلات من جانب واحد ( تحويل مبالغ لخارج الدولة ) الهيئات الممنوحة إلى الدول الأخرى	صادرات من السلع. صادرات من الخدمات. تحويلات من جانب واحد ( تحويل مبالغ إلى داخل الدولة ) الهيئات الممنوحة من الدول الأخرى.
2. حساب رأس المال و الاحتياطات أ. حساب رأس المال - الاستثمارات الأجنبية إلى خارج الدولة. - القروض الممنوحة إلى الدول الأخرى. ب. حساب الاحتياطات من العملات الأجنبية	- الاستثمارات الأجنبية إلى داخل الدولة. - القروض الممنوحة من الدول الأخرى.

- **ملاحظة:** وعلى عكس مختلف العمليات الجارية وحركة رؤوس الأموال طويلة الأجل التي كانت كلها عمليات تلقائية، فإن حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل تنقسم إلى نوعين. فهناك حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل التلقائية التي كانت لأحد الأسباب سابقة الذكر، وهناك حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل لغرض تسوية حسابات ميزان المدفوعات لتحقيق التوازن، لهذا تسمى أيضا بعمليات الموازنة، وتفسير ذلك أن الدولة بإمكانها اللجوء إلى الاقتراض قصير الأجل من لغرض تسوية العجز في ميزان المدفوعات إلى حد الآن فقد تعرفنا على مختلف العمليات التلقائية في ميزان المدفوعات والتي يعبر عنها بالميزان الأساسي، فالميزان الأساسي هو إذن مجموع العمليات الجارية يضاف إليها حركة رؤوس الأموال طويلة الأجل بالإضافة إلى جزء من حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وكلها توجد في الجانب الأعلى من ميزان المدفوعات لذلك يصطلح عليها أيضا بالعمليات فوق الخط<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بوقراطة سليم، محاضرات في تقنيات التصدير والاستيراد، جامعة بومرداس، 2020-2021، ص 42

- القيد في ميزان المدفوعات<sup>1</sup>: يستخدم في ميزان المدفوعات نظام القيد المزدوج أين أن أي عملية تجارية تؤثر على جانبين في ميزان المدفوعات، حسب زاوية القيد المزدوج فهو يعتبر حساب يشتمل على جانب المدين وجانب الدائن.
- ففي جانب الدائن: تسجل كافة عمليات البيع بما فيها بيع الأصول من قبل المقيمين إلى غير المقيمين (سواء كانت هذه الأصول بضائع أو أسهم أو عملات... إلخ).
- أما في جانب المدين: فتسجل كافة عمليات الشراء بما فيها حيازة كافة نماذج الأصول التي يجريها المقيمين مع غير المقيمين.
- والشكل التالي يبين قيد التدفقات في ميزان المدفوعات:

الشكل رقم 1: قيد التدفقات في ميزان المدفوعات



### أمثلة حول عمليات القيد<sup>2</sup>:

أ- إذا افترضنا بأن مشروعاً مقيماً معيناً قام بتصدير بضائع بقيمة 100 مليون دج عملية التصدير هذه هي بمثابة بيع (تحويل) لأصول حقيقية، وبالتالي يتوجب تسجيلها في جانب الدائن تحت باب "الصادرات والواردات من البضائع"، في المقابل هذا البيع للسلع قد يترتب عليه تسديد يمكن أن يأخذ اشكالاً عدة، فإذا كان هناك شراء مقابل للبضائع وبذات الوقت، فإن العملية تسجل في جانب المدين تحت نفس الباب السابق أي "الصادرات والواردات من البضائع" لأنه جرت حيازة لأصول حقيقية بواسطة المشروع المقيم حسب الجدول التالي:

<sup>1</sup> دون مؤلف، محاضرات في المالية الدولية، جامعة بسكرة، دون سنة نشر ص ص 42-43

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ص ص 45-49

**الجدول رقم 02: التبادل بالمقابل أي تسديد الصادرات بالواردات**

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	100	-
الواردات من البضائع	-	100

ب- إذا كان تسديد ثمن البضائع المصدرة قد حصل على الفور وبالعملات الصعبة فإن المشروع المقيم سوف يتلقى ما يوازي 100 مليون دج بالعملات الصعبة ويضعها في حسابه المصرفي، على إثر ذلك فإن رصيد البلد بالعملات الصعبة سوف يزداد بقيمة 100 مليون دج، هذه الزيادة على الأصول تسجل في الجانب المدين تحت باب أصول والتزامات بالعملات الصعبة حسب الجدول التالي:

**الجدول رقم 03: تسديد الصادرات بأصول والتزامات بالعملات الصعبة**

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	100	-
أصول بالعملات الصعبة	-	100

ت- إذا كان المشروع المقيم الذي يقوم بالتصدير قد منح للمشروع غير المقيم المستورد قرضا تجاريا قصير الأجل (ذا استحقاق دون سنة)، فإن هذا الأول يتلقى سنداً ممثلاً لهذا القرض نتيجة لما تقدم، فإن رصيد محفظة السندات القصيرة الأجل التي يمتلكها البلد المذكور آنفاً سوف يرتفع، وهذا يعني أن هناك زيادة قد طرأت على الأموال أو الحقوق قصيرة الأجل العائدة إلى البلد المصدر، والتي تأخذ شكل قروض تجارية، الزيادة المشار إليها على الأصول تدون في الجانب المدين حسب القاعدة الواردة سابقاً وذلك تحت باب قروض قصيرة الأجل حسب الجدول التالي:

**الجدول رقم 04: تسديد الصادرات بقروض تجارية قصيرة الأجل**

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	100	-
قروض تجارية قصيرة الأجل	-	100

ث- وإذا افترضنا بأن القرض التجاري قد استحق قبل نهاية العام، وأن المشروع غير المقيم المستورد سدد القرض المستحق بواسطة العملات الصعبة، فهذا التسديد للقرض يستتبع بالنسبة للمشروع

المقيم زوال السلفة التي كان يكتلكها، والتي تأخذ شكل القرض التجاري، هذا الانخفاض في الأصول المالية العائدة للبلد المصدر يسجل في الجانب الدائن ككل انخفاض في الأصول، وذلك تحت باب قروض تجارية قصيرة الأجل، أما تسديد العملات الصعبة الذي يحصل في المقابل فهو يأتي ليزيد رصيد البلد المصدر بتلك العملات ويسجل في الجانب المدين تحت باب "أصول والتزامات بالعملات الصعبة حسب الجدول التالي:

#### الجدول رقم 05: تسديد قروض قصيرة الاجل بواسطة العملات الصعبة

البيان	دائن	مدين
قروض تجارية قصيرة الأجل	100	-
أصول بالعملات الصعبة	-	100

ج- كذلك فإن التصدير لبضائع بقيمة 100 مليون دج بواسطة المشروع المقيم قد يترتب عليه ايضا قرض تجاري طويل الاجل ( لمدة تتجاوز سنة)، وفي هذه الحالة تدون قيمة الصادرات في الجانب الدائن تحت باب " الصادرات والواردات من البضائع" أما في الجانب المدين فيسجل المقابل تحت باب "قروض تجارية طويلة الاجل" عملية القيد هذه تظهر في الجدول التالي:

#### الجدول رقم 06: الصادرات الممولة بقرض طويل الأجل

البيان	دائن	مدين
الصادرات من ابلضائع	100	-
قروض تجارية طويلة الأجل	-	100

ح- أما إذا كان تسديد ثمن الصادرات قد حصل نقدا وبالعلة الوطنية (دج)، فإن الرصيد النقدي بالدينار الجزائري الذي يحوزه غير المقيمين يتدني بذات القيمة، هذا التسديد بالعمل الوطنية يعتبر بمثابة تدن أو انخفاض لالتزامات المقيمين، ذلك لان النقد الوطني الذي يحوزه غير المقيمين هو بمثابة التزام المقيمين اتجاه الخارج، وبالعودة الى القاعدة التي تم ايضاحها، فان انخفاض الالتزامات هو شبيه بزيادة الأصول أو الحقوق ويسجل في الجانب المدين، لذلك فان التسديد بالنقد الوطني يتوجب

تسجيلها في الجانب المدين تحت باب أصول والتزامات بالنقد الوطني أي بالدينار الجزائري في المثال الحالي حسب الجدول التالي:

### جدول رقم 07: الصادات الممولة بقرض طويل الاجل

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	100	-
قروض تجارية طويلة الأجل	-	100

- بالاضافة الى الأمثلة الواردة أعلاه تجدر الإشارة إلى بعض الأمثلة الأخرى التي تسمح ببيان كيفية قيد العمليات الرئيسية التالية:
  - تصدير البضائع وبيع الخدمات الى الخارج تسجل في الجانب الدائن؛
  - استيراد البضائع وشراء الخدمات الى الخارج تسجل في الجانب المدين؛
  - شراء الأسهم والسندات طويلة وقصيرة الأجل للخارج ( أي حيازة رأس المال من قبل المقيمين) يسجل في الجانب المدين؛
  - بيع الأسهم والسندات قصيرة وطويلة الأجل للخارج ( أي حيازة رأس المال بواسطة غير المقيمة) يسجل في الجانب الدائن؛
  - حيازة العملات الصعبة والنقد الوطني بواسطة المقيمين والمدفوع من قبل غي المقيمين تسجل في الجانب المدين؛
  - تسديد العملات الصعبة والنقد الوطني من قبل المقيمين الى غير المقيمين يسجل في الجانب الدائن
- عمليات قيد الصفقات المجانية:** الصفقة المجانية أو الهبة هي تلك التي لا يوجد لها مقابل، وللحفاظ على مبدأ التوازن المحاسبي تم التوافق على القيد المزدوج لكل صفقة مجانية:
- القيد الاول: يتم على أساس التدفق الحاصل لصالح المقيمين أو غير المقيمين؛
  - أما القيد الموازن: فيظهر في حساب خاص يعرف ب"التحويلات دون مقابل".
- أ- إذا أقدمت الجزائر على تقديم هبة عينية بقيمة 700 مليون سنتيم لأحد البلدان التي قد تعرض لكارثة طبيعية فهذه الهبة هي شبيهة بالتصدير للبضائع من حيث طبيعة التدفق باتجاه الخارج، بالتأكيد تدون قيمة هذه الهبة في الجانب الدائن، أما المقابل المحاسبي فيتم قيده في الجانب المدين تحت باب "تحويلات دون مقابل للقطاع العام"

جدول رقم 08 : هبة عينية من الدولة الى بلد أجنبي

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	700	-
تحويلات دون مقابل الى العالم الخارجي	-	700

ب- وعلى عكس ما سبق اذا تلقت الدولة الجزائرية معونة مالية بالدولار الامريكى توازي

قيمتها 15 مليار سنتيم مقدمة من الولايات المتحدة الامريكية فهذا التحويل يأتي ليزيد رصيد

الجزائر بالعملات الصعبة، ويدون في الجانب المدين، فالقيد المحاسبي المقابل يدون في الجانب

الدائن تحت باب "تحويلات بدون مقابل للقطاع العام" حسب الجدول التالي:

جدول رقم 09: معونة بالعملات الصعبة محولة لصالح الجزائر (بملايين الدنانير)

البيان	دائن	مدين
تحويلات دون مقابل للقطاع العام من الخارج	15000	-
أصول(حقوق) بالعملات الصعبة	-	15000

ثانيا: التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات : ولما كان ميزان المدفوعات متوازنا دائما من الناحية المحاسبية فإن التوازن الذي نحكم به على ميزان المدفوعات عندما نركز النظر على بعض الحسابات فقط فيه لا بد و ان يكون له وصف آخر غير وصفه المحاسبي، وهكذا يوصف هذا التوازن بأنه اقتصادي، وأذن فإنه في كل مرة نتحدث عن التوازن في ميزان المدفوعات فإنه لا يقصد بذلك الا التوازن الاقتصادي. ومن هنا فلنكتفي بتعريف على موقف ميزان المدفوعات من وجهة النظر الاقتصادية فإننا نحتاج إلى إضافة مفاهيم جديدة لطبيعة المعاملات المسجلة في الميزان.

المجموعة الأولى: أول هذه المفاهيم هو مفهوم المعاملات التلقائية (المستقلة)<sup>1</sup>، تسمى ايضا المعاملات الاقتصادية الاساسية او المعاملات الاقتصادية فوق الخط، وهي تلك المعاملات التي تتم بصرف النظر عن وضع الميزان أي التي تتم بشكل مستقل نتيجة الاختلاف بين الدول في مستويات الإنتاج ونوعه والاختلاف في الأسعار والمداخيل والاستهلاك<sup>2</sup>. تشمل:

<sup>1</sup> عمروش شريف، مرجع سبق ذكره ص 105

<sup>2</sup> محمد راتول مرجع سبق ذكره ص 28

- جميع أنواع الصادرات والواردات المنظورة وغير المنظورة، قصد تحقيق رغبات المستهلكين؛
- التدفقات الداخلة و الخارجة للتحويلات أحادية الجانب؛
- حركات رؤوس الأموال طويلة الأجل التي تهدف إلى التملك وتحقيق الأرباح (الاستثمار طويل الأجل)؛
- بعض رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تبحث عن المضاربة ، أو تهريبها بدافع الحيلة و الحذر.

**المجموعة الثانية:** تسمى بنود التسوية ، او المعاملات التسوية التي تتضمن كافة بنود التسوية التي تتم أسفل الخط، وهي أيضا ذات طبيعة وقائية فهي لا تتم بمعزل عن باقي بنود الميزان و إنما الغرض منها هو التسوية لما تحقق من كافة البنود الأخرى فوق الخط<sup>1</sup>، وهي تشمل الاحتياطات من الذهب و الصرف الاجنبي.

نستطيع الآن أن نعرف العجز في الميزان على أنه يظهر عندما تتفوق المعاملات التلقائية المدينة على المعاملات التلقائية الدائنة، و بالتالي فإن التسوية تتم بالفارق فيما بينهما من خلال البنود أسفل الخط مثل السحب من الأرصدة الدولية، حركات الذهب لتسوية الميزان التجاري، وانخفاض الاحتياطي من العملات الأجنبية او استعمالها. أما الفائض في ميزان المدفوعات فيظهر عندما تتفوق المعاملات التلقائية الدائنة على المعاملات التلقائية المدينة. ويتطلب ذلك الموقف إضافة الفارق بينهما إلى البنود أسفل الخط حتى يتم تسوية الميزان مثل زيادة الأرصدة الدولية .وأخيرا يكون ميزان المدفوعات متوازنا من وجهة النظر الاقتصادية عندما تتساوى المعاملات التلقائية الدائنة و المدينة و بالتالي لا يظهر أي تغير في العناصر أسفل الخط.<sup>2</sup>

▪ أما معنى الإختلال في ميزان المدفوعات فالمقصود به هنا هو الإختلال الإقتصادي، بمعنى إما يكون بوجود فائض في ميزان المدفوعات (الجانب الدائن أكبر من الجانب المدين في حسابات العمليات التلقائية)، أو بوجود عجز (الجانب الدائن أقل من الجانب المدين في حسابات العمليات التلقائية). ويمكننا ملاحظة هذا الإختلال في ميزان المدفوعات عند تركيزنا فقط على الحسابات التلقائية (لحسابات فوق الخط) دون حسابات التسوية (حسابات تحت الخط).

ويعتبر تحقيق فائض مستمر في ميزان المدفوعات، مؤشرا إيجابيا على حسن الأداء الإقتصادي في ذلك البلد، أنه يعني زيادة في أصوله من النقد الاجنبي قصير الأجل ومن الذهب النقدي، وهو في نفس الوقت يعبر عن نقص في التزامات تلك الدولة المستحقة لباقي دول العالم.

<sup>1</sup> عمروش شريف، مرجع سبق ذكره ص ص 105-106

<sup>2</sup> عمروش شريف، مرجع سبق ذكره ص 106

أما في حالة تحقيق عجز في ميزان المدفوعات فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض في أرصدة البلد من الذهب والعملات الأجنبية (انخفاض احتياطي الصرف عموماً)، كما يمكن أن يؤدي إلى زيادة الإقتراض قصير الأجل بالعملة الصعبة من أجل مواجهة التزاماته تجاه الدول الدائنة<sup>1</sup>.

● **أنواع و أسباب اختلال موازين المدفوعات:** تتوقف خطورة اختلال موازين المدفوعات على نوع العجز الحاصل فيه وعلى أسبابه، حسب البنود الرئيسية. وفي الحقيقة هناك نوعين أساسيين من الاختلال في ميزان المدفوعات هما :

● الاختلال المؤقت .

● الاختلال الدائم أو الأساسي .

1- **الاختلال المؤقت:** وهو الذي يحدث نتيجة حدوث بعض المتغيرات الاقتصادية قصيرة الأجل، أي التي تحدث خلال السنة، وقد لا تتكرر في السنة الموالية أو فيما يليها من السنوات الأخرى. وفي هذا الخصوص لقد جرت العادة على التفرقة بين الأنواع التالية من الاختلالات والتي تندرج ضمن الاختلال المؤقت وهي :

أ- **الاختلال العارض أو الطبيعي:** وهو الاختلال غير المتوقع الذي يحدث في ميزان مدفوعات الدولة في سنة معينة، وهو اختلال سرعان ما يتلاشى بزوال الأسباب التي أفضت إلى حدوثه، دون الحاجة إلى تغيير أساسي في الجهاز الاقتصادي للدولة أو في سياستها الاقتصادية. ويحدث نتيجة لتوافر أحد أو بعض العوامل التالية : حدوث كوارث طبيعية، تقلبات الطقس، حدوث أزمة سياسية غير متوقعة، حدوث نزاعات مسلحة وحروب، التغيرات المفاجئة في أسعار المواد المصدرة و المستوردة، التغير في أسعار الصرف. وإذا كانت العوامل الأربعة الأولى لها أثر في اتجاه عجز ميزان المدفوعات، فإن العاملين الأخيرين لهما أثر في اتجاه العجز، كما يمكن أن يكون لهما أيضاً أثر في اتجاه الفائض، فالارتفاع المفاجئ في أسعار المواد الأساسية التي تُصدرها الدولة، له أثر على الميزان في اتجاه الفائض، كما يمكن أن يكون لإرتفاع معدلات الصرف نفس الأثر على الميزان .

ونشير في الأخير أن الاختلال الناتج عن هذه العوامل، لا يلبث أن يزول بمجرد زوال هذه العوامل، وهو ما جعلنا نسمي هذا النوع من الاختلال بالاختلال العارض .

<sup>1</sup> علي حمودي العميد، المداخل الحديثة في تصحيح اختلال ميزان المدفوعات، المديرية العامة لإحصاء وأبحاث، البنك المركزي العراقي، بدون سنة النشر، ص4

ب- الاختلال الموسمي: وهو نوع من الاختلال يصيب الميزان خلال موسم معين من السنة، وهو بالتالي يدوم لفترة أقل من السنة، ويظهر فيما يسمى بميزان المدفوعات السوقي. ويحدث هذا النوع من الاختلال بالنسبة للدول التي تعتمد في صادراتها على منتجات موسمية (كالمنتجات الفلاحية)، حيث تزيد الصادرات خلال موسم الجني، أو المنتجات التي يزيد استخدامها في موسم معين كالمحروقات التي تزيد وارداتها خلال موسم الشتاء، غير أن هذا النوع من الاختلال لا معنى له، لكونه يحدث في فترة جزئية من السنة بينما ميزان المدفوعات يُعد في نهاية كل سنة. وبالتالي يمكن للعجز أو الفائض الذي يحدث خلال تلك الفترة من السنة أن يُعوض في فترات لاحقة منها.

ج- الاختلال الدوري: وهو اختلال مرتبط بما يسمى بالدورة الاقتصادية، والدورة الاقتصادية إختصاراً هي فترة طويلة نسبياً يتراوح فيها الاقتصاد بين الرواج والكساد، بحيث تحصل فترة الرواج لمدة طويلة، ثم تليها فترة أخرى مماثلة تقريباً أين يسود فيها الكساد. وميزان المدفوعات يتبع بطبيعة الحال هذه الدورة فتزيد الواردات بشكل كبير في فترة الرواج وتقل الواردات أثناء فترة الكساد، وينتج عن هذا التقلب في الميزان ما يسمى بالاختلال الدوري

د- الاختلال المتصل بالأسعار: قد يرجع اختلال ميزان المدفوعات في بعض الدول، إلى العلاقة بين الأسعار الداخلية والأسعار الخارجية، وتتوقف تلك العلاقة على قيمة عملة الدولة في سوق الصرف الأجنبي بالنسبة للعملات الأخرى، وعلى مستوى الأسعار في الدول الأخرى. نذكر على سبيل المثال أسعار المحروقات سنة 1974 و1986، شأنها في ذلك شأن بقية المواد الأولية التي تستوردها كأسعار المواد الغذائية الأساسية كالقمح والبن... الخ والتي تتغير أسعارها باستمرار في السوق الدولية .

2- الاختلال الدائم أو الأساسي: فهو ذلك الاختلال الذي يستمر طوال سنوات عديدة بسبب الظروف الاقتصادية السيئة التي تسيطر على النشاط الاقتصادي بصفة دائمة. ويرجع هذا الاختلال أساساً إلى محاولة هذه الدول زيادة معدلات النمو الاقتصادي، الشيء الذي يتطلب لها معدات وآلات ومواد أجنبية أخرى، في الوقت الذي لا تتمكن فيه الصادرات التقليدية من جلب النقد الأجنبي لتمويل هذه المتطلبات، وهذا ما ينجر عنه ما يسمى بالاختلال الهيكلي .

إذن أسباب العجز في الاختلال الأساسي هو وجود عوامل ذات طبيعة هيكلية، تؤثر على قدرة البلد على التصدير، أو على ميله للاستيراد أو في قدرته على جذب رؤوس الأموال، أو على سداد الالتزامات على نحو يجعله يعاني عجزاً مستمراً في ميزان المدفوعات، أما مصادر هذا الاختلال فتتمثل في :

- تدهور العائد على توظيف رؤوس الأموال؛
- تدهور الميزة النسبية للصادرات؛
- محاكاة أنماط الاستهلاك السائد في الدول الأخرى الأكثر تقدماً؛
- الضغوط التضخمية؛
- ضعف مرونة الجهاز الإنتاجي..... الخ .

### ثالثاً: محور تسوية الاختلال الداخلي و الخارجي في ميزان المدفوعات

#### مفهوم التسوية و وسائل الدفع الخارجي:

- مفهوم التسوية: من المشاكل الاقتصادية التي تواجه الكثير من الدول وخاصة النامية منها، هي كيفية إعادة التوازن إلى موازين مدفوعاتها. وإعادة التوازن تتطلب مجموعة من الإجراءات التي تؤدي إلى إحداث تغييرات على كثير من المتغيرات الاقتصادية التي من شأنها التأثير على الميزان في الاتجاه الذي ترغب فيه الدولة ، ويتم إحداث ذلك في إطار برنامج شامل يتضمن داخله ما يسمى بالتسوية. وبهذا الخصوص يتم التفريق بين جانبيين من التسوية هما<sup>1</sup>:

- آليات التسوية التلقائية.
- سياسات التسوية.

<sup>1</sup> سامي عفيف حاتم، " التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم "، الكتاب الثاني، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

ونقصد بآليات التسوية التلقائية " مجموعة الآثار التي تترتب على وجود اختلال في الميزان، والتي يكون من شأنها الاتجاه بهذا الميزان نحو التوازن<sup>1</sup>، وهذا بشكل تلقائي دون تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بأي صورة من الصور".

أما عن سياسات التسوية فهي مجموعة الميكانيزمات التي تحدثها السلطات الاقتصادية في الدولة على أحد أو بعض المتغيرات الاقتصادية، بغية التأثير على عناصر ميزان المدفوعات المختل ودفعه في النهاية إلى إعادة التوازن.

**2- وسائل الدفع الخارجي:** إن الوضع العادي لميزان المدفوعات هو وضع الاختلال في حدود المعقول، ويظهر هذا من خلال البنود الأساسية للميزان في كل سنة، مما يجعل بنود التسوية أو الموازنة تتدخل قصد التسوية الحسابية للميزان، إذ تتم عملية تدبر المتحصلات من مصادر أخرى باعتماد على وسيلة أو أكثر من الوسائل التالية<sup>2</sup>:

● استخدام الاحتياطي من الذهب والعملات الأجنبية المتراكمة للدولة من سنوات سابقة، بحيث تلجأ الدولة لبيع كمية من الذهب والعملات الأجنبية لغرض تغطية ذلك العجز، إذ يُعتبر ذلك دخلاً لرأس المال وبالتالي زيادة المتحصلات التي يمكن بواسطتها تسوية العجز؛

● السحب من الأرصدة المودعة لدى الخارج، إذ يُعتبر ذلك دخلاً لرأس المال وزيادة المتحصلات لأجل تسوية العجز؛

● السحب من حقوق الدولة لدى صندوق النقد الدولي (حقوق السحب الخاصة)؛

● بيع الأسهم والسندات التي تمتلكها الدولة بالخارج؛

● تدبير قروض طويلة أو قصيرة الأجل من الخارج لأجل تسوية العجز.

و عندما لا تكفي وسائل الدفع الخارجي هذه لتغطية المتحصلات و يصبح الميزان في عجز هيكلية فإنه يمكن للدولة اللجوء الى احد او بعض او كل الخيارات التالية لتسويته<sup>3</sup>:

**الخيار 1:** اتباع سياسات مالية و نقدية لمكافحة التضخم و إعادة العلاقة النسبية بين الأسعار و التكاليف بالمقارنة بالمستويات التي تكون عليها هذه العلاقة في دول العالم الاخرى.

<sup>1</sup> جودة عبد الخالق، " الاقتصاد الدولي من المزايا النسبية إلى التبادل اللامتكافئ "، دار النهضة العربية مصر 1992. ص: 136.

<sup>2</sup> علي حافظ منصور ود. أحمد الصفتي، " النقود والبنوك والعلاقات الدولية "، دار الثقافة العربية، القاهرة 1996/1995. ص: 399.

<sup>3</sup> راتول محمد، مرجع سبق ذكره ص 79

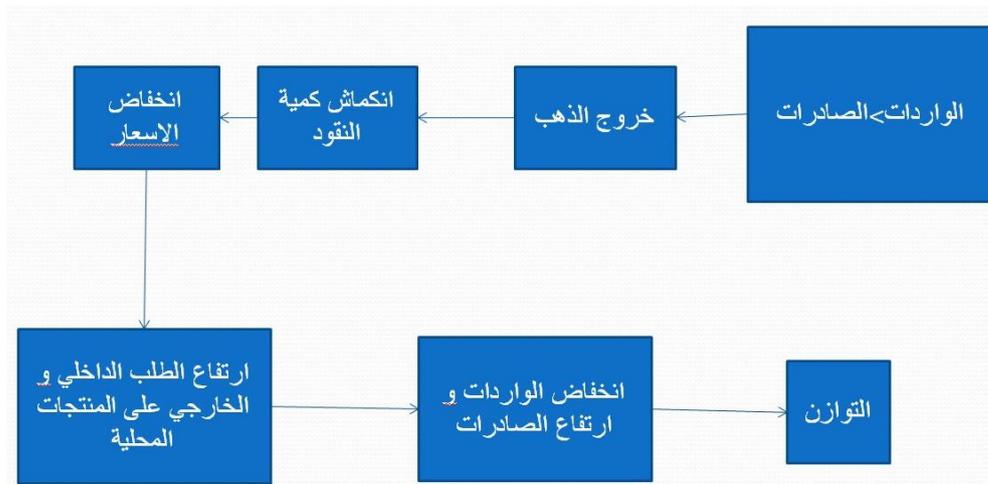
الخيار 2: التأثير على الأسعار و سعر الصرف و الدخل لإعادة صياغة العلاقة النسبية بين الأسعار و التكاليف بالشكل الذي يزيد بين قدرة التصدير و عقلنة الاستيراد.

الخيار 3: اللجوء الى اسلوب الحماية التجارية لتقييد الواردات.

آليات التسوية التلقائية لميزان المدفوعات: كان يكاد يقتصر على الميزان التجاري آنذاك) سوف نتطرق فيما يلي الى آليات التسوية من خلال مجموعة من النظريات الاساسية نوردتها مرتبة حسب تدرج الفكر الاقتصادي:

1- آلية التسوية في ظل النظرية الكلاسيكية: و هي آلية تجري في إطار ما يسمى بقاعدة الذهب الذي كان سائدا في مرحلة المدرسة الكلاسيكية، ترى هذه النظرية انه اضافة الى ان الذهب هو اساس النظام النقدي الداخلي، فان كمية النقود المتداولة في الاقتصاد الوطني تتناسب طرديا مع كمية الذهب، و تفترض سريان مفعول النظرية الكمية للنقود . ويمكن تلخيص ذلك في المخطط التالي<sup>1</sup>:

**الشكل رقم 02: سلسلة الآثار المترتبة على العجز حسب آلية التسوية التلقائية في النظرية الكلاسيكية**



المصدر: محمد راتول، الاقتصاد الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلی، الشلف، الجزائر، 2005-2006، ص 81

ففي حالة الفائض، فإنه يحدث دخول الذهب للإقتصاد المحلي يتسبب في زيادة عرض النقود الذي يؤدي حسب نظرية كمية النقود الى ارتفاع في المستوى العام للأسعار الداخلية، وهو ما يدفع لتراجع تنافسية الصادرات وقلة الطلب عليها في مقابل تزايد الطلب على الواردات كبديل للسلع المحلية مرتفعة الاسعار، وهو ما يتسبب في تلاشي الفائض في ميزان المدفوعات تدريجيا حتى العودة لحالة التوازن .

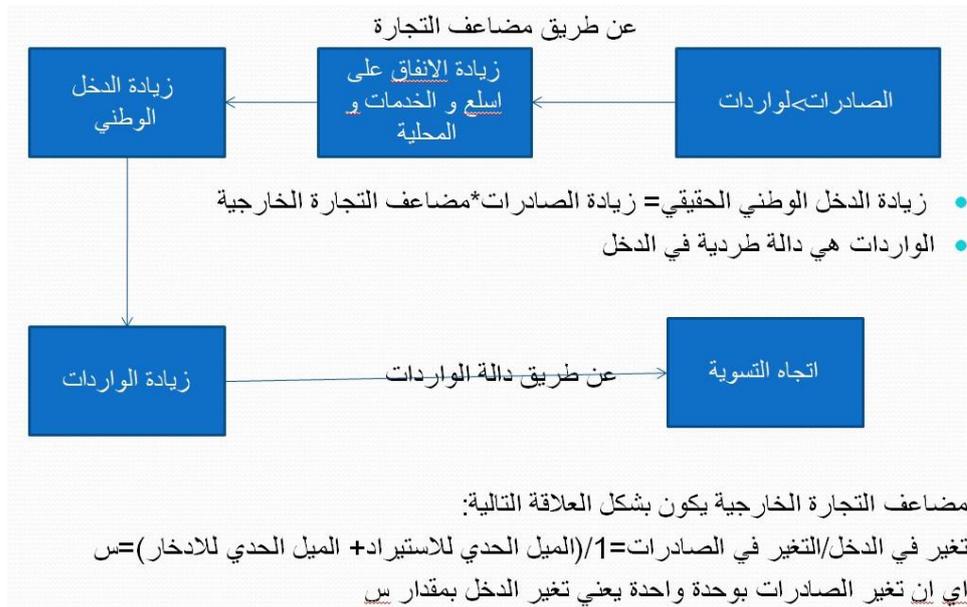
<sup>1</sup> سامي عفيف حاتم، " التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم "، مرجع سبق ذكره، ص ص: 107-109.

فالنظرية الكلاسيكية تتضمن "وجود آليات تلقائية تتكفل بتصحيح الخلل في م م عند حدوثه، و هذا هو مضمون فكرة اليد الخفية التي أطلقها سميث"

- آلية التسوية في ظل النظرية الكينزية: تنطلق من الدخل الوطني الذي تعتبره المحرك الاساسي في اتجاه التسوية ، اي تعتمد النظرية الكينزية في تحليلها لتوازن ميزان المدفوعات على فكرة أساسية وهي أن الاختلال يؤدي إلى تغيير حجم الدخل الوطني ومستوى التشغيل معتمدة في ذلك على الميل الحدي للاستيراد ومضاعف التجارة الخارجية، فعن طريق المضاعف تؤثر الصادرات على مستوى الدخل، وهذا الأخير يؤثر على مستوى الواردات عن طريق الميل الحدي للاستيراد، وترتكز هذه النظرية على فرضيتين اساسيتين هما :
- الدخل الوطني يستقر عند مستوى أقل من التشغيل الكامل للموارد؛
- الأسعار مرنة وتكون في اتجاه تصاعدي فقط .

الشكل رقم 03: سلسلة الآثار المترتبة على العجز حسب آلية التسوية التلقائية في النظرية الكينزية في

#### حالة الفائض



المصدر: محمد راتول، الاقتصاد الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف،

- آلية تسوية في ظل نظام الصرف المتحكم فيه: في ظل نظام الصرف المرن، يتسبب العجز في ميزان المدفوعات في تراجع الطلب على العملة المحلية وزيادة المعروض منها مما يدفع إلى تراجع قيمتها بشكل يزيد من التنافسية السعرية للصادرات التي يرتفع الطلب عليها في مقابل تراجع الطلب على الواردات التي تصبح مرتفعة الاسعار، وهو ما يعني تلاشي العجز وعودة ميزان المدفوعات تدريجيا لحالته التوازنية.

### آلية التسوية عن طريق التدفقات النقدية الدولية :

والتغير التلقائي في التدفقات المالية قد يكون نتيجة استثمارات خارجية طارئة في الدولة، أو نتيجة زيادة المعونات للدول النامية، أو أي نوع آخر من العمليات التي رأيناها سابقا .

إن الفائض في ميزان المدفوعات يؤدي إلى ارتفاع السيولة في البلد الذي حقق فائضا، هذه السيولة تؤدي إلى زيادة العرض من الأموال المتاحة للإقراض مسببة في ذلك انخفاضاً في معدلات الفائدة، وبالتالي خروج رؤوس الأموال من البلد ومن ثم الإسهام في عودة التوازن إلى ميزان المدفوعات. أما العجز في الميزان فيؤدي إلى انخفاض السيولة ثم انخفاض عرض رؤوس الأموال وبالتالي ارتفاع معدلات الفائدة مما سبب دخولا لرؤوس الأموال اتجاه البلد صاحب العجز، وبهذا يعود التوازن إلى ميزان المدفوعات

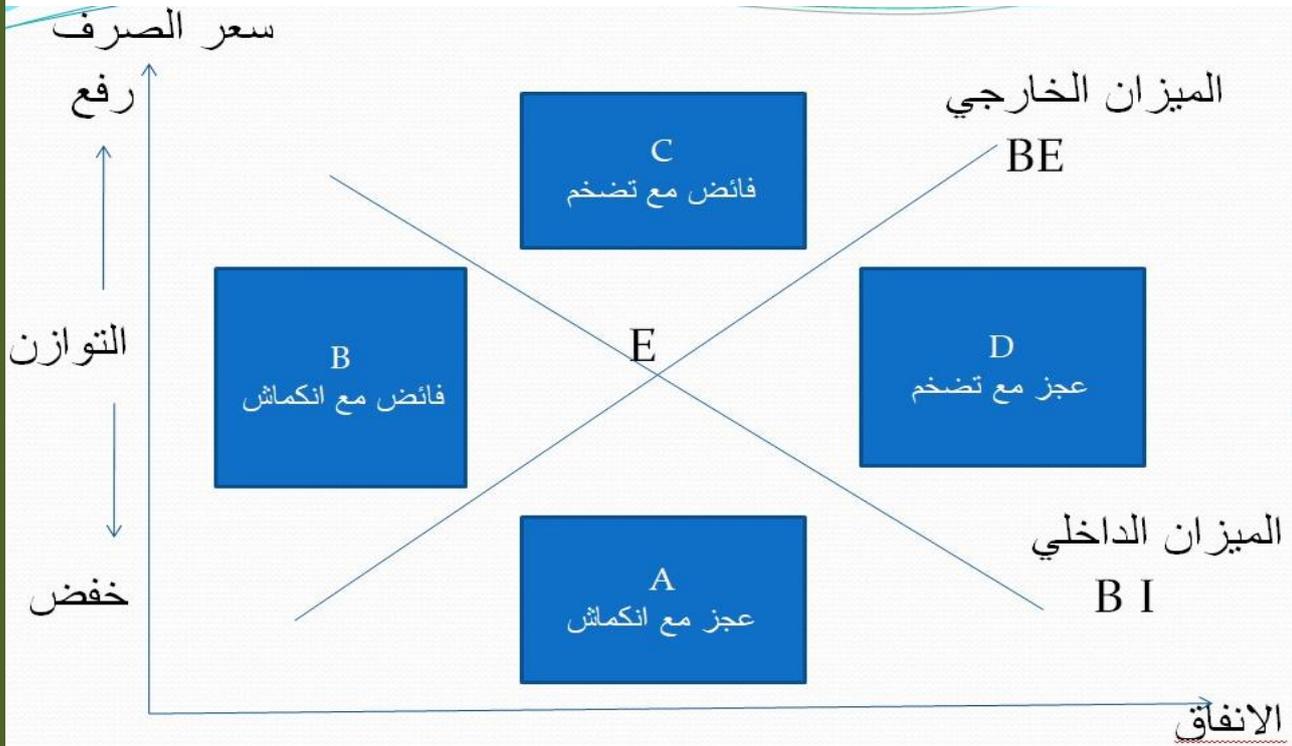
- المعالجة الآنية للاختلال الخارجي و الداخلي: حسب الشكل التالي يوضح ان اي نقطة لا توجد على المنحنيين تتضمن اختلالا داخليا و خارجيا و يتطلب الامر ازاحتها عن طريق السياسة المالية و السياسة النقدية الى الوضع التوازني اي الى النقطة E بأخذ النقاط A.B.C.D كنقاط لاتوازنية فانه يمكن الرجوع الى حالة التوازن من كل نقطة الى نقطة التوازن كما يلي<sup>1</sup>:

- النقطة A: عجز مع انكماش لإزالة العجز الخارجي و الانكماش الداخلي يتطلب الامر تحريك هذه النقطة الى النقطة E، و حتى يتسنى ذلك ينبغي إزاحتها الى اليمين و الى الاعلى و يتطلب ذلك سياسة مالية توسعية من طرف الدولة بالعمل على زيادة الانفاق) ازاحة الى اليمين (و سياسة نقدية عن طريق سعر الصرف و ذلك بتخفيض سعر العملة المحلية (زيادة سعر الصرف) لما لذلك من اهمية في زيادة الصادرات و خفض الواردات. و تكون نتيجة هذه السياسات ان يتوجه الى التوازن الداخلي و الخارجي .

<sup>1</sup> راتول محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 93-97

- النقطة (B: فائض مع انكماش) لإزالة الفائض المتزامن مع الانكماش عند هذه النقطة يتطلب الأمر إزاحتها إلى اليمين وإلى الأسفل ويتم ذلك عن طريق سياسة مالية توسعية بزيادة الانفاق و سياسة نقدية برفع قيمة العملة الوطنية (تخفيض سعر الصرف) لما له من دور في تخفيض الصادرات و زيادة الواردات ، و تكون النتيجة هي توجه الاقتصاد إلى التوازن الداخلي و الخارجي.
- النقطة (C: فائض مع تضخم) للعودة إلى نقطة التوازن الداخلي و الخارجي ينبغي التحرك إلى أسفل و إلى اليسار و ذلك عن طريق سياسة مالية مقيدة أو انكماشية تتضمن تخفيض الانفاق و عن طريق سياسة نقدية برفع قيمة العملة الوطنية (تخفيض سعر الصرف)
- النقطة (D: عجز مع تضخم) من هذه النقطة ينبغي التحرك إلى اليسار و إلى الأعلى و هو يتطلب سياسة مالية انكماشية و سياسة نقدية بتخفيض قيمة العملة الوطنية لما لها من أثر على زيادة الصادرات و تخفيض الواردات . و يتحقق نتيجة لذلك التوازن الداخلي و الخارجي.

#### الشكل رقم 04: التسوية الانية الداخلية والخارجية



المصدر: المصدر: محمد راتول، الاقتصاد الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن

بوعلي، الشلف، الجزائر، 2005-2006، ص 90

## الفصل الرابع: سعر الصرف

### أولاً: عموميات حول سعر الصرف

#### تعريف سعر الصرف:

- هو السعر الذي تقيم به العملة المحلية بالنسبة إلى العملة الأجنبية. ولذلك فإن سعر الصرف يلعب دور مهم في النشاطات الاقتصادية الخارجية التي تقوم به أي بلد سواء كان ذلك النشاط تجاري أو استثماري.
- سعر الصرف يحتل مركز محوري في السياسة النقدية حيث يمكن أن يستخدم كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر.
- كون أن سعر الصرف يمثل التكاليف والأسعار سواء داخل البلد أو خارجه فإنه يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد وبالتالي على ميزان المدفوعات بالنهاية
- ⊙ انخفاض سعر الصرف سيؤدي إلى ارتفاع تنافسية البلد والعكس صحيح.
- يمكن أن يكون سعر الصرف كهدف للسياسة النقدية من أجل تحقيق معدلات معينة في التضخم أو النشاط الاقتصادي أو ميزان المدفوعات<sup>1</sup>.
- إن أهم ما يميز العلاقات الاقتصادية الدولية تجارية كانت أو مالية هو أنها تتم وفق أساس معين يربط بين مختلف عملاتها يسمى بسعر الصرف، الذي يعرف على أنه النسبة التي تتم على أساسها مبادلة عملة دولة ما بعملة دولة أخرى. وفي هذا الصدد نجد ما يعرف بالتسعير على التأكيد الذي يعبر عن عدد الوحدات من عملة أجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، مثلاً: 1 دج = 2,0 دولار، في حين يعبر التسعير على عدم التأكيد بعدد الوحدات من العملة الوطنية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من عملة أجنبية، مثلاً: 1 دولار = 5 دج. يتمثل سعر الصرف في القيمة التي تبادل بها عملة بعملة أخرى.

<sup>1</sup> ابراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة البرمجة المالية والسياسات الاقتصادية الكلية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، 2006، ص 3

## أنواع سعر الصرف:

1. **سعر الصرف الثنائي:** سعر الصرف الثنائي هو المعدل الذي يربط بين عمليتي دولتين، ونجد فيه:

⊙ **سعر الصرف الثنائي الإسمي:** يعرف سعر الصرف الثنائي الإسمي على أنه عدد الوحدات التي على أساسها يتم مبادلة عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى، مثلا: 1 دولار = 5 دينار، 1 يورو = 2,5 دولار، 1 دج = 2,0 دولار.... الخ.

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

⊙ **سعر الصرف الثنائي الحقيقي:** يعبر سعر الصرف الثنائي الحقيقي عن المعدل الذي يمكن من خلاله مبادلة سلة من السلع والخدمات لبلد ما مقابل سلة سلع وخدمات لبلد آخر. مثلا إذا كان سعر سيارة في الجزائر هو ضعف قيمتها في اليابان فذلك يعني أن سعر الصرف الحقيقي هو 1 سيارة جزائرية مقابل 0 سيارات يابانية.

$$\text{سعر الصرف الحقيقي}^* = \frac{\text{الاسعار المحلية}}{\text{الاسعار الخارجية}} \times \text{سعر الصرف}$$

⊙ **سعر الصرف المتعدد الفعلي:** يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر الصرف لعملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية معينة بالمقارنة مع فترة أساس، حيث نجد:

أ- **سعر الصرف المتعدد الإسمي:** سعر الصرف المتعدد الإسمي هو متوسط عدة اسعار صرف ثنائية يعبر عن متوسط التطور الإسمي في معدل تبادل عملة دولة ما مقارنة بسلة عملات أجنبية مختارة تمثل غالبا عملات الشركاء التجاريين الرسميين للدولة المعنية، يعبر عنه بالعلاقة التالية :

---

\* تكمن أهمية سعر الصرف الحقيقي في كونه يعتبر محمدا رئيسيا لحركة الصادرات والواردات لاقتصاد الدولة المعنية، إذ أنه كلما ارتفعت قيمة سعر الصرف الحقيقي فذلك يعاني ارتفاعا في المستوى العام للأسعار المحلية نسبة للأسعار الأجنبية، وهذا ما يساهم في زيادة الطلب على السلع الأجنبية مقارنة بالسلع المحلية بشكل يدفع لتسجيل عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات و العكس صحيح في حال انخفضت قيمة سعر الصرف الحقيقي .

$$\text{سر الصرف المتعدد الإسمى} = \frac{\text{سر الصرف الثنائي الإسمى خلال الفترة } t}{\sum_{j=1}^n \alpha_j}$$

حيث أن:

$t$ : يعبر عن الدول الأجنبية والتي يبلغ عددها  $n$  دولة؛

$\alpha_j$ : يعبر عن الوزن الترحيحي للمعاملات التجارية للدولة المحلية مع كل دولة أجنبية عملتها ضمن سلة العملات الأجنبية المعنية، والتي يمكن حسابها من خلال نسبة صادرات الدولة المحلية للدولة الأجنبية المعنية إلى إجمالي صادراتها، أو من خلال نسبة مجموع صادراتها ووارداتها مع الدولة الأجنبية المعنية إلى إجمالي صادراتها ووارداتها.

⊙ سعر الصرف المتعدد الحقيقي: يعبر سعر الصرف المتعدد الفعلي عن تطور المعدل الحقيقي لتبادل سلة سلع محلية مع سلة سلع لدول أجنبية مختارة، وهو يعتبر أكثر أنواع سعر الصرف أهمية بالنسبة لصناع قرار السياسة الاقتصادية لما يعكسه من تطور للقوة الشرائية للعملة المحلية مقارنة بالقوة الشرائية لعملات أهم الشركاء التجاريين للدولة المعنية، وبالتالي تطور القدرة التنافسية للإقتصاد المحلي مع بقية الإقتصاديات الأجنبية التي يتعامل معها الإقتصاد المعني، حيث يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سر الصرف المتعدد الحقيقي} = \frac{\text{سر الصرف الثنائي الحقيقي خلال الفترة } t}{\sum_{j=1}^n \alpha_j}$$

سر الصرف الثنائي الحقيقي خلال فترة الأساس

## ثانيا: أنظمة سعر الصرف:

شهد النظام النقدي تطورات هامة عقب انهيار نظام بريتون وودز، تمثلت أساسا في الانتقال من نظام سعر الصرف الثابت إلى ترتيبات سعر الصرف العائم خلال فترة السبعينات، ومع وقوع أزمات العملة في المكسيك 1994 وفي جنوب شرق آسيا 1997، وروسيا 1998، والبرازيل 1999 بدأ الإهتمام بمحددات اختيار أنظمة الصرف في البلدان النامية، وعلى هذا الأساس كان لا بد من التعرف على كل نظام مع عرض مختلف المزايا والعيوب التي يتميز بها انطلاقا من أشد الأنظمة ثباتا إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هذين النظامين مجموعة من الأنظمة تكون محدودة المرونة، وبالتالي يمكن تقسيم ترتيبات الأنظمة إلى ثلاثة أنواع: ثابتة، وسيطة، ومرنة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد طيطو، العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والنمو الاقتصادي في البلدان النامية دراسة قياسية للفترة (1980-2018)، les cahiers du cread

**1-** أنظمة سعر الصرف الثابتة: من خلال هذا النظام تقوم السلطات النقدية بتحديد سعر الصرف الرسمي على أساس الظروف الاقتصادية للقطاع الخارجي وحجم احتياطات البلد من العملات الأجنبية وعليه فالعلاقة بين العملة المحلية والعملات الأجنبية تكون محددة إداريا.

● وفقا لهذا النظام تكون مركزية القرار الاقتصادي والنقدي لفائدة البلد الرائد، بالرغم من كون عملية التثبيت جد مقيدة ومتعبة، إذ أنه وكنتيجة لفائض الطلب على العملة الأجنبية قد يسمح لسعر الصرف بالزيادة عن السعر الرسمي المحدد، فيحدث تخفيض لصرف العملة المحلية .

**2-** أنظمة سعر الصرف الوسيطة: هي عبارة عن مزيج بين النظامين القسويين (النظام الثابت والنظام المرن) فهي تأخذ الإستقرار من الأنظمة الثابتة واستقلالية السياسة النقدية من الأنظمة المرنة، أي أن البنك المركزي يمكنه التدخل لتحديد تحركات أسعار الصرف بشكل مسبق وذلك للحد من تقلبات هذه الأسعار، ومن مؤيدي هذا النظام (Krugman 1992 ، Reinhart1998 و Williamson2000) بحيث يرون أن نظام الصرف الوسيط هو الأحسن أو بالأحرى يعتقدون ذلك كونه يتيح فرص أفضل لاقتصاد البلد من أجل مواجهة الصدمات الخارجية.

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

● يرى بعض أنصار هذا النظام بأن هذا الأخير لا يتخذ معيار محدد كركيزة عند تحديد قيمة العملة الوطنية بالنسبة للعملات الصعبة، بل يتم تحديدها على أساس العرض في سوق الصرف الأجنبي بشكل حر هذا ما يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعا وإنخفاضاً، فتتحسن العملة عندما ترتفع قيمتها (زيادة الطلب عليها) وتدهور عندما تنخفض قيمتها(ينخفض الطلب عليها)، وطالما أن عرض العملة والطلب عليها يستجيبان لتغيرات سعر الصرف فإن التوازن يتحقق بدون تدخل حكومي.

● علاوة على ذلك، فإن تبني نظام الصرف المرن يعطي السلطات النقدية الوطنية حرية أكبر في اختيار أهدافها الاقتصادية كما يمثل أيضا علاجا لمشكلة الخطر المعنوي " Aléa moral".

### ثالثا: النظريات المفسرة لسعر الصرف: حاولت العديد من النظريات الاقتصادية إيجاد تفسير لكيفية

تحديد سعر الصرف بين الدول بالاستناد إلى المتغيرات الاقتصادية، وفيما يلي أهم النظريات المفسرة لسعر الصرف:

#### 1- نظرية تعادل القوة الشرائية: تقوم هذه النظرية على أن قيمة تكافؤ القوة الشرائية بين عمليتي بلدين

على المدى الطويل تتحدد على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل والخارج، وترى هذه النظرية أن التغير في سعر الصرف إنما يعود إلى التغير في القوى الشرائية لكل من العمليتين في داخل كل دولة ويعتبر مفهوم تعادل القوة الشرائية أساسا هاما عند دراسة وتوقع تحركات معدل الصرف، وان كانت جذور نظرية تعادل القوة الشرائية تعود إلى القرن السادس عشر، فان صياغة هذه النظرية بصورتها (المطلقة - النسبية) يرجع إلى الاقتصادي السويدي " Cassel Gustav " في بداية العشرينيات من القرن العشرين<sup>1</sup>.

مثال: اذا كان السعر الحر للطن الواحد من القمح في الجزائر هو 2000 دج، وسعره في فرنسا هو 400 اورو، فان ذلك يعني<sup>2</sup>:

$$2000 \text{ دج} = 400 \text{ اورو} = 1 \text{ طن} \quad \text{ومنه نجد } 1 \text{ دج} = 0,2 \text{ اورو} \quad \text{أو } 1 \text{ اورو} = 5 \text{ دج}$$

وهذا سعر الصرف هو الذي يعادل او يكافئ بين القدرة الشرائية للعمليتين في البلدين، لو فرضنا أن سعر صرف الدينار الواحد اصبح اقل من 0,2 اورو كأن يكون مثلا 1 دج = 0,1 اورو يعني ذلك أن المعادلة السابقة تصبح كما يلي:

$$1 \text{ دج} = 0,1 \text{ اورو} \quad \text{أو } 1 \text{ اورو} = 10 \text{ دج} \quad \text{ومنه نجد } 2000 \text{ دج} = 200 \text{ اورو}$$

يعني ذلك أن الفرنسيين يصبح بإمكانهم شراء 2 طن من القمح بقيمة 2000 دج، لذلك يزداد الطلب على الدينار الجزائري ما يدفع سعر صرف الدينار نحو الارتفاع.

ولو فرضنا أن سعر صرف الدينار الواحد أصبح أكبر من 0,2 اورو كأن يكون مثلا 1 دج = 0,4 اورو يعني ذلك أن المعادلة السابقة تصبح كما يلي:

$$1 \text{ دج} = 0,4 \text{ اورو} \quad \text{أو } 1 \text{ اورو} = 2,5 \text{ دج} \quad \text{ومنه نجد: } 2000 \text{ دج} = 800 \text{ اورو}$$

<sup>1</sup> عبد الجليل هجيرة، " أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري - دراسة حالة الجزائر - "، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص: مالية دولية، جامعة تلمسان، 2011-2012، ص 42

<sup>2</sup> راتول محمد، مطبوعة الاقتصاد الدولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2006، ص ص 143-144

يعني ذلك ان الجزائريين يصبح بإمكانهم شراء 2طن من القمح بما يقابل 2000 دج، بالسعر الجديد، وبالتالي يزداد طلب الجزائريين على الأورو لشراء القمح الفرنسي، ويؤدي ذلك اتجاه سعر الصرف نحو الوضع الأصلي، لذلك سعر صرف الدينار بالأورو المتمثل في الوضع الاصلي وهو 1دج=2،0 اورو هو الذي يعادل أو يكافئ بين القوة الشرائية للعملة في كلا البلدين، وهو السعر الذي يتذبذب حوله سعر الصرف في السوق ارتفاعا وانخفاضاً، وأي اختلاف في سعر الصرف في السوق عن هذا السعر يولد قوى في سوق الصرف الاجنبي تدفع سعر الصرف نحو سعر التعادل. ففكرة النظرية هي أن التغيرات في سعر الصرف تتحدد من خلال العلاقة بين مستويات الأسعار النسبية في البلدان أطراف التبادل الدولي، فسعر التوازن بين عملتين هو السعر الذي يساوي بين القوة الشرائية لهما.

2- **نظرية تعادل أسعار الفائدة** : وفق هذه النظرية فإن قيام المستثمر بتوظيف أموال في الدولة بالعملة الأجنبية يتضمن خطر تغير سعر الصرف، إذ أنه لن يحصل على مردودية مرتفعة في الخارج عنها في السوق المحلية سواء كان توظيف أمواله بالعملة المحلية أو الأجنبية، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل في نفس الوقت مادام هناك فرصة للاستفادة من المراجحة، فهذه الطريقة تعتبر مهمة تفيد في متابعة الاتجاهات التي تأخذها أسعار الصرف بناء على معطيات محدودة<sup>1</sup>.

3- **النظرية الكمية** : تقوم هذه النظرية على زيادة كمية النقود مع ثبات بقيمة العوامل كسرعة تداول النقود، مما يؤدي إلى إرتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ضعف الوضع التنافسي مقابل سلع الدول المنافسة، مما يشجع على الإستيراد وتخفيض الصادرات وهذا ما يقابله ارتفاع الطلب على عملات الأجنبية، بغية تسوية المدفوعات الدولية للمتعاملين المحليين، وإنخفاض في الطلب على العملة المحلية وزيادة عرضها، وهذا ما يدفع بأسعار صرف العملات الأجنبية للإرتفاع<sup>2</sup>.

4- **نظرية الأرصدة** : تقوم هذه النظرية على اعتبار القيمة الخارجية للعملة، تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة الحساب الجاري لميزان المدفوعات من تغيير، فإذا حقق الميزان التجاري لدولة ما فائضا فان ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية وهو ما يقود الى ارتفاع قيمتها الخارجية، ويحدث العكس عند حدوث عجز في الميزان التجاري، والذي يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية بما يقود الى انخفاض

<sup>1</sup> بربري محمد أمين، "سياسة التحرير التدريجي للدينار و انعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"

، "مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة شلف، 2004-2005، ص 29

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2009، ص 228

قيمتها الخارجية. على غرار العالقة الخاصة بتكافؤ معدلات الفائدة والعالقة الخاصة بتكافؤ القدرات الشرائية، فإن الصلة بين سعر الصرف والرصيد الجاري تبدو أيضا عديمة الإستقرار، ولتوضيح هذا الاستنتاج تكفي الإشارة الى عجز الميزان الجاري للولايات المتحدة الأمريكية، الذي وعلى الرغم من اتساعه في عقد التسعينات وحتى يومنا هذا لم يؤثر مطلقا على الدولار، اذ يبدو جليا في هذه الحالة ان تحركات رؤوس الاموال لعبت دورا هاما في التخفيف من تأثير العجز في الميزان الجاري على قيمة العملة<sup>1</sup>.

5- **نظرية كفاءة السوق** : السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة، وهذا يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات سواء تعلق الأمر بالمعلومات الإقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، معدل تضخم... إلخ. وفي السوق الكفاء<sup>2</sup>

- كل المعلومات الجديدة تجدد تأثيرها التي على أسعار الصرف الآنية والآجلة؛
  - تكاليف المعاملات ضعيفة؛
  - تغيرات أسعار الصرف عشوائية؛
  - وهذا يؤدي إلى النتائج التالية:
- التسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها كمؤشر من دون مضاربة على السعر الآتي (نقد).
- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب.

#### رابعا: كيف تختار الدولة نظام سعر الصرف الخاص بها العوامل التي تؤثر عليه

كيف تختار الدولة نظام سعر الصرف الخاص بها: يقصد بالعملة القيادية او القوية كل عملة يضع المستثمرون ثقتهم فيها، كعملة بلد يتمتع باستقرار سياسي، وبمعدل منخفض من التضخم ويتبع سياسات نقدية ومالية متسقة ومتوازنة، ونظام سعر صرف حر، وهي بالأساس تتمتع بالقبول العام في الوفاء بالالتزامات خارج حدود دولتها<sup>3</sup>. وسنعرض كيف تختار الدولة نظام سعر الصرف الخاص بها من خلال<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> أمين صيد، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2013، ص 47

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 122-123

<sup>3</sup> شريف بودري، المعاملات المالية الدولية بين سيطرة الدولار الأمريكي وتنامي المكانة الدولية لعملة اليورو، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز

الديمقراطي العربي، ألمانيا، برلين، العدد3، سبتمبر 2018، ص 29

<sup>4</sup> ابراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة البرمجة المالية والسياسات الاقتصادية الكلية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2006، ص 11

1. الحجم النسبي وتكامل التجارة ربما تجد الدول الصغيرة أنه من المناسب أن ترتبط مع دولة كبيرة وخاصة إذا كانت العلاقة التجارية كبيرة مع هذه الدولة.
2. مرونة هياكل الاقتصاد.
3. القدرة على امتصاص الصدمات سواء كانت منها الاسمية أو الحقيقية.
4. تنوع هيكل الانتاج / الصادرات.
5. التركيز الجغرافي للتجارة.
6. درجة التطور الاقتصادي / المالي.
7. استقرار ومصداقية عملة الركيزة.

- وتتضمن العديد من الدراسات النظرية المتوفرة كثيراً من الارشادات، حول كيفية اختيار نظام سعر الصرف.
- المعيار الاساسي لاختيار النظام هو تخفيض تكلفة الناتج للتكيف مع الصدمات الخارجية ولذلك فإن طبيعة وحجم الصدمات المرجح أن يتعرض لها الاقتصاد، فضلاً على الخصائص الهيكلية التي تتميز بها أسواق السلع والعمل والسوق المالية فيه تمثل اعتبارات مهمة في اختيار نظام سعر الصرف.
- يميز الاقتصاديون بين الصدمات الحقيقية (الناشئة على الجانب الحقيقي في الاقتصاد) والصدمات الاسمية (الناشئة عن النظام النقدي والمالي المحلي).
- الصدمات الحقيقية تتمثل في التغيرات في معدلات التبادل التجاري، التغيرات في الطلب على صادرات السلع والخدمات، التغيرات في نمو الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين، الأحوال الجوية على الناتج الزراعي، وتأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة على جانب العرض في الاقتصاد، تداعيات تحويلات العمالة من الخارج.
- الصدمات الاسمية تنشأ في الأساس من عدم استقرار الطلب على النقود والذي يظهر على هيئة تغيرات في مدى إقبال الاقتصاديون على حيازة العملة المحلية في ضوء الابتكارات المستحدثة في الأوراق المالية أو التذبذبات في مستوى الثقة.
- يمكن أن يتم التعامل مع الصدمات الخارجية من خلال تبني سعر صرف مرناً فمثلاً يساعد تخفيض سعر الصرف على خفض الاجور الحقيقية وضمان تحويل الإنفاق من السلع الأجنبية الاعلى كلفة إلى السلع المحلية الرخيصة نسبياً ومن تم الحفاظ على الناتج وتوظيف العمالة.

■ **العوامل التي تؤثر على سعر الصرف:** هناك عدة عوامل تؤثر على سعر الصرف أهمها<sup>1</sup>:

- الدورة الاقتصادية؛
- احصائيات ميزان المدفوعات ؛
- التطورات السياسية؛
- قوانين الضريبة؛
- الأسواق المالية؛
- التوقعات التضخمية؛
- الاستثمارات الأجنبية؛
- سياسات البنك المركزي.
- إن سعر الصرف يحكمه قوانين الطلب والعرض. فكلما زاد الطلب زاد سعر العملة وكلما قل الطلب عليها قل سعرها
- إن عرض العملة المحلية يعتمد بالدرجة الأولى على السياسات النقدية للدولة حيث أن السلطات النقدية عادة تراقب النشاط الاقتصادي من أجل إبقاء عرض النقد عند مستوى يتناسب وحجم النشاط الاقتصادي؛
- فمثلاً كثيراً من عرض النقد يؤدي إلى زيادة التضخم، انخفاض في سعر العملة وارتفاع بالاسعار. وبالمقابل قليلاً من عرض النقد يعني تباطؤ النمو الاقتصادي وارتفاع في حجم البطالة.
- أما مصادر الطلب على العملة المحلية فهي:
- اقتصاد متنامي مع استقرار نسبي في الاسعار وتوفر خدمات و سلع ذات سعر تنافسي.
- توفر أدوات مالية مثل الاسهم والسندات ذات عائد مرتفع ومستوى منخفض في المخاطر.
- ارتفاع سعر الفائدة على العملة.
- الاصلاحات الاقتصادية في بلد ما قد تؤدي إلى جذب الاستثمارات الأجنبية.

<sup>1</sup> ابراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 14-15

## الفصل الخامس: سوق الصرف الأجنبي

### أولاً: عموميات حول سوق الصرف:

سوق الصرف الأجنبي : هو السوق الذي تباع فيه العملات و تشتري. ويتكون من مجموعة من البنوك و الوسطاء والهيئات الأخرى التي تعمل في سوق الصرف عن طريق الوساطة أو المضاربة أو المتاجرة في العملات الأجنبية (بنوك، مكاتب صرافة، أفراد مصرح لهم...) ومن أشهر الأسواق العالمية للصرف الأجنبي أسواق نيويورك، لندن، طوكيو و فرانكفورت.. الخ .

سوق الصرف هو المكان الغير ملموس وغير الجغرافي الذي تجري فيه الصفقات على العملات مدمج في المخطط العالمي ويحوي كل الأماكن المالية، يعمل بصفة دائمة 24 سا / 24 سا ويعرف نوا ملحوظاً<sup>1</sup>. وهناك نوعان من أسواق الصرف<sup>2</sup>:

- 1- سوق الصرف العاجل :وهو السوق التي يتم فيها الشراء والبيع مقابل التسليم في الحال، وسعر الصرف الذي تحدث عنده هذه الصفقة يسمى السعر العاجل ( الحاضر)، وتتميز الاسعار العاجلة بكثرة التغيرات والتقلبات مما يعرض المتعاملين فيها لمخاطر عديدة .
- 2- سوق الصرف الآجل : سوق الصرف الآجل هي السوق التي يتم فيها بيع عملات معينة، على ان يتم التسليم و السداد في استحقاقات محددة: (البيع الآجل)، أو شراء تلك العملات مع التعهد بتسليمها وسداد قيمتها في استحقاقات حددة) (الشراء الآجل)، واستحقاق العقود يكون عادة لفترات نمطية: ثلاثة اشهر، او ستة اشهر، او سنة على أكثر تقدير ، ويتم تنفيذ العقد الاجل بتسليم العملات وتسليمها مقابل الدفع نقدا عند الاستحقاق

إذا كان سعر الآجل أكبر من سعر الصرف العاجل فإن:

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف العاجل + علاوة.

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

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف العاجل - خصم.

<sup>1</sup> Philippe d'arvisenet, finance internationale, dunod, paris,2008 p 09

<sup>2</sup> خروف منير، المالية والتجارة الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تجارة دولية، جامعة قلمة، 2014-2015، ص 37

- وهدف السوق الاجل هو تجنب المتعاملين تقلبات اسعار الصرف الحاضر، او بمعنى أصح احتمال مثل هذه التقلبات في المستقبل ولو بنسب ضئيلة لا تتعدى 1 بالمئة أو 2 بالمئة مثلا، كل فرنسي حائز لشيك بالدولار يستطيع بيعه اليوم في سوق الصرف بالسعر الحاضر، أما إذا كانت لديه كمبالة تستحق الدفع بعد 90 يوما فانه لا يعرف على وجه التحديد المبلغ الذي سيحصل عليه مقابلها باليورو بعد انقضاء ثلاثة أشهر، نظرا لاحتمال تغير السعر الحاضر في خلال هذه الفترة بالزيادة او بالنقصان عن السعر الحالي، ومدى هذه التغيرات المحتملة هو مقياس مخاطر الصرف التي يتعرض لها الدائن او المدين بالعملات الأجنبية، وواضح انه لو ارتفع سعر العملة الأجنبية فان الدائن هو الربح والمدين هو الخاسر، ومن ثم تتيح العمليات الاجلة للمتعاملين التغطية ضد تقلبات الاسعار الحاضرة، او تحقيق ربح منها عن طريق المضاربة على الصعود او الهبوط .

**ثانيا: وظائف سوق الصرف:** يقوم سوق الصرف بوظائف نقدية دولية على جانب كبير من الأهمية يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

1- نقل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى: تتم عملية تحويل القوة الشرائية من بلد إلى آخر، بعدد من الوسائل أنبها سند السحب (الكمبالة)، ويمكن أن يكون هذا السند على أشكال مختلفة، فقد يكون سندا للاطلاع أو لأجل، وقد يرغب المصدر التأكد من دعم البنك للمستورد الذي يجهل ملاءته، وفي هذه الحالة يطلب المصدر من المستورد كتاب اعتماد معتمدا من قبل أحد البنوك يدعم فيه المستورد، وهناك أيضا الحوالة البرقية أو الأمر البرقي.

- فالسوق يقوم بأداء المدفوعات الدولية ، التي تعني نقل القوة الشرائية الدولية عن طريق المقاصة بين الديون، فقد يقوم المصدر الجزائري بسحب سند على المستورد الإيطالي، وبيعه لأحد المستوردين الجزائريين الراغبين في الاستيراد من إيطاليا وبهذا يكون مشتري السند (المستورد الجزائري)، هو الذي يدفع بالفعل السعر للمصدر الجزائري في الجزائر، وفي إيطاليا فإن المصدر للبضاعة الذي يتلقى السند بالنهاية، يحصل قيمته من المستورد الإيطالي، وعلى هذا تتم تصفية ديون الدول التجارية مع بعضها بواسطة التقاص.

<sup>1</sup> خروف منير، المالية والتجارة الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تجارة دولية، جامعة قلمة، 2014-2015، ص ص 38-39

2 - وظيفة الوقاية: الغاية من هذه العملية حماية المتعاملين في النقود الأجنبية من خطر تقلبات أسعار الصرف، وخاصة في ظل نظام العملات الورقية المستقلة، وتتميز بأنها لا تتضمن تسليم صرف أجنبي ولا يدفع ثمنه بالعملة الوطنية في الحال، بل هي مجرد اتفاق على بيع أو شراء يسلم في المستقبل، استنادا إلى سعر يتفق عليه في الحال، فمثلا إذا توقع أحد المستوردين الإنجليز الملتزم بمدفوعات للخارج في المستقبل، بارتفاع سعر الدولار الأمريكي في المستقبل، فإنه يعقد اتفاقا مع أحد البنوك في بلاده، على أن يحصل منه في ظرف مدة محددة على مبلغ معين من العملة الأجنبية، بسعر يتفق معه عليه في الحال وهذا السعر يتوقف على مقدار الفائدة التي تحصل عليها البنوك من جراء إيداع الصرف الأجنبي في البنوك الأجنبية.

3 عمليات الموازنة والتحكيم في الأوراق الأجنبية: إن الهدف الرئيسي من عمليات الموازنة، هو التخفيف من حدة التقلبات بين أسعار الصرف بالنسبة للعملة الوطنية، كما أنها تستهدف توحيد أسواق الصرف، بفضل حرية انتقال العملات بين الدول المختلفة، وقد يتجلى وضح الموازنة واضحا حين تتوسط المصارف في شراء الأوراق الأجنبية من بلد قد انخفضت فيه أسعارها لغرض بيعها الى التجار والمستوردين وغيرهم من المواطنين، الذين ترتبط بدمتهم ديون للخارج .

● كما لو كان سعر الين الياباني في السعودية منخفضا، وفي تونس مرتفعا وذلك نتيجة ظروف مختلفة، فالانخفاض الحاصل يغري المصارف التونسية، في حالة وجود حقوق للتجار اليابانيين بذمة التجار التونسيين، على شراء العملة اليابانية من السعودية، وبيعها الى المدنيين التونسيين للوفاء بديونهم وزيادة في الايضاح نفترض أن كل(25)دولارا أمريكيا تساوي 100دينار تونسي، وتساوي 100 يورو أوريبا في سوق الصرف في تونس، في هذه الحالة تكون العلاقة بين العملات البلدان الثلاثة على الشكل التالي:

● 100دينار تونسي = 25دولار أمريكي

● 100دينار تونسي = 100 يورو أوريبا

● 25 دولار أمريكي = 100 يورو أوريبا

فلو كانت العلاقة بين اليوروات الاوروبية والدولارات الامريكية في سوق الصرف الامريكي هي:

100 يورو اوروبي = 35 دولار امريكي، عندئذ سيجد المضاربون أن من مصلحتهم شراء دولارات أمريكية من السوق الأمريكية، فيحصلون مقابل كل 100 يورو أوروبي على 35 دولار أمريكي، ويبيعون هذه الدولارات في تونس مقابل 140 دينار تونسي، ثم يبادلونها بالعملة الأوروبية، حيث يحصلون على 140 يورو اوروبي، إلا أنه يلاحظ أن اندفاع المضاربين في عرض اليوروات الأوروبية في سوق الصرف الأمريكية، يؤدي إلى إنخفاض قيمتها بالنسبة للدولارات الأمريكية، حت يصبح 100 يورو أوروبي يساوي 25 دولار أمريكيا، وبذلك يعود التوازن بين أسعار الصرف بالنسبة لهذه العملات.

**ثالثا: عمليات سوق الصرف الأجنبي:** توجد عدة عمليات تتم في أسواق الصرف الأجنبي أهمها:

**أ\_ التحكيم أو المراجعة:** ويقصد بها شراء العملات في سوق صرف ما تكون فيه منخفضة السعر وبيعها في سوق صرف آخر يكون سعرها فيه أعلى بهدف تحقيق الربح. إذ أن استمرار هذه العملية نتيجة الفوارق الموجودة في سعر العملة الواحدة في نفس الوقت بين سوقين مختلفين يدفع مع توالي عملية التحكيم إلى تطابق سعر العملة بين السوقين بحكم أن عملية الشراء تدفع لإرتفاع السعر في السوق الأول من جهة وعملية البيع تدفع لإنخفاض السعر في السوق الثاني من جهة أخرى حتى يتطابق السعران الخاصان بالعملة الواحدة بين كلا السوقين.

**مثال تطبيقي:** مستثمر جزائري يمتلك ما قيمته 1 مليون يورو، وكان سعر صرف الدولار مقابل اليورو في برصتي باريس ونيويورك شراء وبيعا على النحو التالي:

**الجدول رقم 10: اسعار العملات في سوقين باريس ونيويورك**

سعر البيع (اليورو)	سعر الشراء (اليورو)	
1,2355	1,2345	بورصة باريس
1,2365	1,2358	بورصة نيويورك

نتيجة لاختلاف أسعار الشراء وبيع الدولار مقابل اليورو بين البرصتين إن المستثمر يدرك وجود فرصة تحقيق ربح في حال قيامه بعملية التحكيم وذلك وفق الخطوات التالية:

- أولاً: بما أن المستثمر يمتلك " اليورو " فإن ما يقوم به هو بيع اليورو في بورصة (شراء الدولار) وبالمقارنة بين البورصتين يد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو سعر بورصة نيويورك لأنه الأعلى (1 يورو = 1,2358) ومن ثم يبيع 1 مليون يورو ويحصل على ما يعادله من دولارات أي: 1235800 دولار.
- ثانياً: بعد أن يمتلك المستثمر الدولارات التي تعادل ما كان لديه من يورو، يحولها مرة أخرى إلى يورو بالمقارنة بين الأسعار بين البورصتين، ومن ثم يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو السعر على مستوى بورصة باريس (1 يورو = 1,2355 ) لأنه سعر يمكنه من إعادة شراء اليورو بسعر أقل مقارنة بالسعر على مستوى بورصة نيويورك. وعليه بتحويل دولاراته (1235800) إلى يورو نجد: 1235800 دولار / 1,2355 = 1000242,8 يورو.

وبالتالي في الأخير نجد أن عملية التحكيم مكنت المستثمر من تحقيق ربح قدره الفارق بين ما كان يمتلكه في البداية من يورو وما امتلكه في النهاية من يورو بعد القيام بعملية التحكيم حيث نجد:

$$100000 \text{ يورو} - 1000242,8 \text{ يورو} = 242,8 \text{ يورو.}$$

عمليات التحكيم المباشر: وهي تلك العمليات التي تنجم عن المقارنة بين سعر عملة معينة بدلالة عملة أخرى في مركزين ماليين مختلفين.

(أ) عمليات التحكيم غير المباشرة: هذا النوع من العمليات يظهر عندما تكون هناك ثلاث عملات حيث لا تكون إحدى هذه العملات المسعرة مباشرة بدلالة إحدى العملتين الأخرتين ولكنهما مسعرة بدلالة العملة الثالثة.

(ب) عمليات التحكيم على معدلات الفائدة: ينشأ هذا النوع من التحكيم عندما يكون هناك فرق في معدلات الفائدة على عملة معينة في مركزين ماليين مختلفين.

المضاربة: ويقصد بها أن يتعاقد متعامل ما على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد آجل بسعر أعلى بناءً على توقعات معينة. وبالتالي يمكن القول أن المضارب يكون مقبلاً وباحثاً عن مخاطر الصرف الأجنبي على أمل الحصول على الربح، فإذا تحققت تنبؤاته حول تغير أسعار الصرف فإنه سيحقق مكاسب وإذا لم تتحقق توقعاته فإنه سيتكبد خسائر. ويطلق عادة على المضارب الذي يتوقع ارتفاع في قيمة العملة بالمضارب على الارتفاع، أما المضارب الذي يتوقع الانخفاض، والمضاربون عادة هم الأفراد والشركات ذات الثروات الكبيرة أكثر من كونهم بنوك .

**مثال تطبيقي :** إذا كان سعر صرف الدولار مقابل اليورو هو : 1 يورو = 1,2345 دولار، وتوقع مستثمر ما أن قيمة اليورو سترتفع بعد ثلاثة أشهر - في ظل ترقب صدور بيانات إيجابية حول نمو الاقتصاديات الأوروبية وتحسن معدل العمالة والإنتاج الصناعي ( كمؤشرات دالة ومحددة لسعر الصرف مثلا) - إلى حدود 1 يورو = 1,2350 دولار، يقوم المستثمر بالدخول في عقد شراء مليون يورو لأجل 3 أشهر على أساس دفع 1234500 دولار كي يعيد بيعها بعد ذلك عند تحقق الإرتفاع لتحقيق ربح يبع مرور 3 أشهر إذا تحققت توقعات المستثمر وارتفعت قيمة اليورو فرضا إلى المستوى الذي توقعه، فإنه يدفع 1234500 دولار لشراء مليون يورو وبعد إعادة بيعها يحصل على 1235000 دولار ومن ثم يحقق ربحا قدره 500 دولار . أما إذا لم تتحقق توقعاته وتراجعت فرضا قيمة اليورو مثلا لمستوى 1 يورو = 1,2343 دولار، يكون المستثمر قد اشترى مليون يورو بـ 1234500 دولار ليعيد بيعها بسعر أقل مما دفعه أي 1234300 دولار محققا خسارة قدرها 200 دولار.

**ج التحكيم بالفائدة :** وتشير إلى التدفقات الدولية لرؤوس الأموال السائلة القصيرة الأجل للحصول على عوائد عالية في الخارج، وهي على نوعين:

- **تغطية التحكيم بالفائدة :** ويقصد بها تغطية مخاطر الاستثمار بالعملات الأجنبية في الخارج بعقد اتفاق بيع لعملة الاستثمار، لأنه حينما تنتقل الأموال دوليا للحصول على مزايا أسعار الفائدة المرتفعة في المراكز النقدية الأجنبية فإن الأمر يستلزم تحويل العملة المحلية إلى العملة الأجنبية، لكن خلال فترة الاستثمار تحدث تغييرات في سعر صرف عملة الاستثمار من جهة في حين أن المستثمر من جهة أخرى مطالب بتحويل وسيتبعها رأسماله المستثمر بالعملة الأجنبية مع ما يتحصل عليه من فائدة، وهو ما يستوجب التغطية ضد هذه المخاطر مسبقا ( عند القيام بتحويل قيمة رأس المال بالعملة المحلية إلى العملة الأجنبية) بعقد اتفاق بيع ما يتوقع الحصول عبيه بعد نهاية فترة الاستثمار بالعملة الأجنبية وفق سعر صرف متفق عليه يكون أعلى من سعر الصرف المتوقع عند نهاية فترة الاستثمار لرأس المال.

- **عدم تغطية التحكيم بالفائدة :** ويقصد به عدم تغطية مخاطر الصرف الأجنبي عند تحويل المحصلة النهائية من عملية التوظيف من العملة الأجنبية إلى العملة المحلية .

**مثال تطبيقي :** إذا كان سعر الفائدة على أذونات الخزانة لثلاثة أشهر هو 8% على أساس سنوي في سوق لندن و4% على أساس سنوي في بورصة نيويورك، فإن مقيما مثلا في أمريكا يمكنه مبادلة دولاراته إلى جنيهات

للحصول على فائدة أعلى على توظيف رأسماله (2 % على أساس 3 أشهر) مقارنة بما يحصل عليه في سوق نيويورك على أساس 3 أشهر) مقارنة بما يحصل عليه في سوق نيويورك (1 % على أساس 3 أشهر).

ونظرا للتقلبات التي يشهدها سعر صرف الدولار مقابل الجنيه، يرغب المستثمر في التغطية ضد تلك المخاطر عن طريق القيام بعملية التغطية وهو ما يأتي في إطار ما يعرف بـ "تحكيم سعر الفائدة المغطى".

في هذا الصدد إذا كان المقيم يمتلك 100 ألف دولار وسعر صرف الدولار مقابل الجنيه كان : 1 جنيه = 1,5 دولار، عندما يحول رأسماله إلى جنيه يحصل على : 66666,66 جنيه. يقوم بتوظيف ما حصل عليه من جنيه في أذونات الخزانة ويحصل على إجمالي توظيف بعد 3 أشهر قيمته :  $66666,66 + 2X 66666,66 = 1333,33 + 66666,66 = 67999,99$  جنيه.

وبافتراض أن المستثمر قام بالتغطية مسبقا قبل توظيف رأسماله في أذونات الخزانة البريطانية أي عقد اتفاق بيع مستقبلي لرأسماله الناتج عن عملية التوظيف وفق سعر صرف 1 جنيه = 1,5 دولار لأنه يتوقع تراجع سعر صرف الجنيه مستقبلا، عندها يقوم بتحويل ما لديه من جنيه إلى دولارات كما يلي:

$$67999,99 \text{ جنيه} \times 1,5 = 101999,99 \text{ دولار.}$$

وعليه فإن المستثمر قد حقق ربحا من عملية التحكيم المغطى مقداره:

$$100000 - 101999,99 = 1999,99 \text{ دولار.}$$

لو افترضنا أن المستثمر لم يحم بالتغطية (تحكيم سعر الفائدة غير مغطى) أن سعر صرف الدولار مقابل الجنيه تراجع بعد 3 أشهر (عند نهاية فترة التوظيف) إلى مستوى 1 جنيه = 1,3 دولار، وبالتالي عندما يحول المستثمر ما حصل عليه من جنيهات عند نهاية التوظيف إلى دولارات يحصل على:

$$67999,99 \text{ جنيه} \times 1,3 = 88399,98 \text{ دولار.}$$

وبالتالي نجد، المستثمر من خلال عملية التحكيم غير المغطى لسعر الفائدة حقق خسارة مقداره :

$$100000 \text{ دولار} - 88399,98 \text{ دولار} = 11600,01 \text{ دولار.}$$

د - التغطية: يقصد بها عقد اتفاق الزامي بشراء أو بيع عملة أجنبية في تاريخ مستقبلي وفق سعر متفق عليه على أن يكون التسليم والاستلام مستقبلا. وتتم عملية التغطية لتجنب خطر سعر الصرف الذي يسبب بتغيراته خسائر محتملة للمتعاملين سواء في المعاملات التجارية أو المالية.

## الفصل الثامن: المشتقات المالية

### أولاً: ماهية المشتقات المالية

نبذة تاريخية عن المشتقات المالية: شهدت المشتقات المالية تطوراً ملحوظاً، انطلاقاً من سنة 1970 في الولايات المتحدة الأمريكية ومن أهم أسواق المشتقات التي استحدثت آنذاك، سوق اللوحة التجارية لشيكاجو، وسوق التجاري للتبادل لشيكاجو، لتظهر بعدها أسواق أخرى في أوروبا، مثل سوق لندن للمشتقات المالية سنة 1980، والسوق الفرنسي للمشتقات المالية في سنة 1986، حيث شهدت الثلاثون السنة الأخيرة من القرن الماضي، زيادة مستمرة في تداول المشتقات المالية، لما توفره من فرص للمضاربة وتقليل أخطار الصرف، ومعدل الفائدة، بالإضافة إلى تجنب القوانين التنظيمية، على غرار الإحتياطي المفروض على الودائع، وكذلك التطور التكنولوجي الذي أدى إلى تطوير التقنيات والأساليب الفنية لتقييم الخدمات المالية<sup>1</sup>.

ماهية المشتقات: تعرف المشتقات بأنها أدوات مالية مشتقة، بمعنى أنه ليس لها قيمة في ذاتها وإنما تستمد قيمتها من الأصول محل العقد، والأصول التي تكون موضوع العقد قد تتضمن أصول حقيقية مثل (المنتجات الزراعية، المعادن... الخ) وتعتبر المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية، وتشكل مطالبات محتملة ولا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود<sup>2</sup>. و تتصف المشتقات المالية بخاصيتين:

- تغيير 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 الانبي الجاري و السعر الاجل الجاري أو الفرق بين اسعار الفائدة بين عملي دولتين

<sup>1</sup> مقدم عبد الاله، قبال زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005-2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 5، العدد 10، 2019، ص 169

<sup>2</sup> مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2012

(4) كون خيار الشراء أو خيار البيع؛

(5) الاسلوب الامريكى لتنفيذ عقد الخيار او الاسلوب الاروي للتنفيذ؛

(6) تقلبات الأسعار.

### ثانيا: أسواق المشتقات المالية:

الفوريكس هو سوق يتم فيه تبادل عملات مجموع الإقتصادات ذات العملات القابلة للصراف. وتجري فيه عمليات صرف من نوع آخر مثل العمليات لآجل وبسعر فائدة وعمليات أخرى مثل صفقات المبادلات swap ، خلال السنوات الماضية كبر سوق الصرف وتحول من سوق أساسيا بين البنوك (الصفقات على عملات البنوك التجارية والبنوك المركزية تمثل أغلبية في تبادل العملات) إلى سوق ينطوي على مؤسسات مالية مثل الوسطاء وصناع السوق وكذلك المؤسسات الغير مالية، شركات الاستثمار، صناديق التقاعد وصناديق التغطية. حتى سنة 2005، لم يكن الفوريكس متاح للأفراد وبفضل التجارة الإلكترونية وظهر وسطاء التجزئة سقطت كل حواجز الدخول إلى سوق الصرف. حسب أرقام BRI لشهر أبريل 2010 حجم الصفقات التي أجريت على المنصات الإلكترونية مثلت نسبة 10 % من العمليات اليومية على الفوريكس أو ما يقارب 150 مليار دولار . عكس أسواق الأسهم لا يوجد إلا سوق واحد لا يحدد فيه الموقع الجغرافي. يوجد العديد من الأماكن المالية التي تجرى فيها عمليات الصرف مثل لندن، نيويورك، طوكيو، سنغافورة، زيورخ وباريس إلخ. الفاعلين مرتبطين بشبكة عالمية واسعة للإتصالات وكل العمليات تجرى من خلال هذه الشبكة (التفاهم على النطاق السعري، والمفاوضات وإنجاز الصفقات). التطور السريع للتكنولوجيا والإعلام الآلي ساهم بشكل أساسي في سير سوق الصرف من خلال التسريع في نقل المعلومات الخاصة بسعر الصرف من مكان إلى آخر. وهذا ما أدى إلى ارتفاع فعلي في تدفق المعلومات وانخفاض في وقت (passage d'ordre) وبالتالي شفافية السوق والتقليل من فرص التحكيم . هذه الحوسبة المتنامية منكت أيضا من جعل مهام التجار أكثر آلية وإلغاء الحدود في إتمام الصفقات مثلا في الفوريكس يمكن شراء وبيع العملات الرئيسية 24 سا/ 24سا من الأحد 20 h GMT 15 إلى غاية الجمعة GMT 22 h . من الإفتتاح يوم الإثنين صباحا في استراليا إلى الإغلاق في

الأمسية في نيويورك فإن سوق الصرف لا ينام أبدا. <sup>1</sup> كما أن المشتقات المالية يتم تداولها في أسواق مختلفة، وهذا على حسب نوعها وتميزها كالتالي<sup>2</sup>:

أ- الأسواق النظامية: هي أسواق خاصة بالمشتقات التي تكون عامة، وبمعنى آخر هي عقود محددة، ولا يتم النقاش في شروط التسليم أو نسبة العلاوة إلى غير ذلك، ومن أهم الأسواق النظامية لدينا سوق شيكاغو chicao bord of trad بالولايات المتحدة الأمريكية، وأيضا chicao merchantile exchange ، أما في أوروبا فهناك أسواق للمشتقات مثل LIFFE وEurex. ومن بين أهم العقود المتداولة، نجد الخيارات والعقود المستقبلية، وهذا السوق النظامي مضبوط ومضمون من طرف سلطات السوق التي تضع اللوائح والقوانين، من أجل السير الحسن للسوق، كما أنه في هذا السوق لا يسمح بإلتقاء طرفي العقد، حيث هناك وسطاء مهمتهم تسوية العقود، كما يفرض هذا السوق على المتعاملين توفير المعلومات المالية، والمحاسبية والقانونية، ومن أهم مزايا هذا السوق أنه يوفر عدد معتبر من الطلبات الشراء والعروض في السوق، مما يوفر سيولة عالية للعقود، وأيضا توفر السوق على غرفة المقاصة.

ب- الأسواق الغير النظامية: وتسمى هذه الأسواق بأسواق OTC أي Marché de gré a gré وهي أسواق أكبر حجما من الأسواق النظامية، حيث يتم النقاش وعقد الصفقات عبر الهاتف، أو عن طريق أجهزة تكنولوجية، تسهل عملية التواصل وتبادل المعلومات، وتتم العقود عن طريق مفاوضات مباشرة بين الأطراف. العقود المبرمة في هذا السوق، تكون بدون وساطة، أي عدم وجود غرفة المقاصة، وبالتالي أهم الأخطار الموجودة في السوق الغير النظامي، هو إفلاس أو عدم إلتزام أحد الأطراف بالعقد، ومن مميزات هذا السوق هو إتاحة الحرية في تسوية العقود.

ت- تنفيذ أوامر البيع والشراء في أسواق المشتقات المالية: يتم تداول المشتقات عن طريق الأوامر أين تتم الأوامر بالترتيب، أي من يدخل أولا يتم تداوله هو الاول، ثم الثاني وهكذا. أما في الأسواق الغير النظامية فإن القائمين على السوق يقومون بعرض أسعار البيع والشراء، مع وجود خطر عدم الإلتزام، حيث أن المنظمة الأوروبية لتنظيم تفرض شرطين من أجل تنفيذ أوامر السوق:

- الإعلان الصريح من قبل طرفي البيع أو الشراء، لكافة المعلومات المطلوبة؛
- المرور الاجباري على غرفة المقاصة في حالة تسوية عقود المشتقات المالية.

<sup>1</sup> Laurence ABADIE, Catherine MERCIER-SUISSA, Finance Internationale marchés des changes et gestion ses risques financiers, ARMAND COLIN, France, 2011 , p p 35-36

<sup>2</sup> مقدم عبد الاله، قдал زين الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 172-173

**ثالثاً: أنواع المشتقات المالية:** تنقسم المشتقات المالية إلى أنواع رئيسية، الخيارات والعقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات.

• **عقود الخيارات: الخيارات: OPTIONS** هي عقود يحق بموجبها تنفيذ عملية ما يباعا او شراء لقدر معين من اصل مالي في تاريخ لاحق و بسعر يحدد وقت التعاقد وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحرير العقد، ولا تكون قابلة للرد سواء تم تنفيذ ام لم يتم التنفيذ. و سمي بالاختيار لانه يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ او عدم تنفيذ الاتفاق و لك مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد فهي اداة يستعملها المستثمرين بهدف التحوط من مخاطر تغير اسعار الاوراق المالية كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الربح. وتنقسم حقوق الخيار الى نوعين الاول يسمى **خيار الشراء** والآخر يسمى **خيار البيع**. ويمكن التمييز بين نوعين من **الاختيار الامريكى** و**الاختيار الاوروبى** و يمثل **الاختيار الامريكى** اتفاقا يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الاسهم او السندات او ربما العملات من طرف آخر بسعر متفق عليه مقدما على ان يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ ابرام الاتفاق حتى تاريخ محدد لانتهائه، اما **الاختيار الاوروبى** فلا يختلف الا في التنفيذ لا يتم سوى في التاريخ المحدد لانتهائه حسب الاتفاق .

مثال عن خيار الشراء لغرض المضاربة: في 2021/1/1 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 الايهم 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:

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

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

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

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

و هو المبلغ المحصل عليه من المحرر

ان 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 السوق 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 (  $1400 = 600 - 2000$  ) 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:

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

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

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

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 مصلحة ان يشتري الاسهم من السوق اذا رغب في ذلك و في هذه الحالة سيمتنع عن تنفيذ عقد خيار الشراء و يكتفي بالتضحية بالعلووة 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 لمحرم الخيار و في جميع الاحوال قيمة العلووة بغض النظر عن تنفيذ الخيار أو عدمه و بالتالي فانه يخسر قيمة العلووة البالغة 600 ون
- ان ما يحققه المشتري من ربح أو خسارة يقابله تماما خسارة و ربح بنفس المقدار يتحملها محرم 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.

#### • العقود الآجلة: FORWARD CONTRACTS و يقصد بها تلك العقود التي تعطي

لمشتريها الحق في شراء او بيع قدر معين من اصل مالي او عيني بسعر محدد مسبقا، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق و تعتبر العقود الاجلة عقودا شخصية يتفاوض الطرفان على شروطا بما يتفق و ظروف كل منهما، تكون مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالنسبة للعقود الآجلة اكبر لأنها لا تتداول في سوق منظم .

#### • العقود المستقبلية: FUTURES CONTRACTS تعطي لمشتريها الحق في شراء او بيع

قدر معين من اصل مالي او عيني بسعر محدد مسبقا، على ان يتم التسليم في تاريخ لاحق و يلتزم كل من طرفي التعاقد بايداع نسبة من قيمة العقد ( هامش مبدئي) لدى بيت السمسرة في شكل نقود او اوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن ان تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الاخر .

• فالعقود المستقبلية هي عقود آجلة نمطية تتداول في سوق منظمة قائلتميط هنا يمتد الى حجم العقد و تاريخ التسليم و مواصفات السلعة أو الأصل المالي، و لم يترك كمجال للتفاوض سوى: السعر و عدد العقود. و تعتبر لعقود المستقبلية واجبة التنفيذ، كما يجوز استرداد بالكامل الهامش المبدئي الذي يودعه طرفي العقد المستقبلي لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل في حالة تنفيذ العقد، و هي عقود

تكون مخاطر عدم القدرة على الوفاء اقل لأنها تتداول في البورصة كما تنطوي على تكلفة المعاملات (مثل عمولات السمسرة و الضرائب....) اقل مقارنة مع العقود الآجلة. و تتم التسوية للارباح و الخسائر في العقود المستقبلية يوميا و بالتالي تحسب يوميا لكل طرفا في العقود الآجلة فان التسوية تتم مرة واحدة في تاريخ تنفيذ العقد. تكون مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالنسبة للعقود الآجلة اكبر لأنها لا تتداول في سوق منظم .

### 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 مشتريا أو بائع اقيمة الهامش المطلوب حتى يدخل في السوق أما مستثمرا عاديا يسعى لتحقيق ارباح معقولة أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب مالية ناتجة عن التقلب في الاسعار. والمضاربون على العقود المستقبلية انواع، منهم المضاربون على الارباح الصغيرة و هم المضاربون الذي ينفذون صفقات البيع و الشراء خلال اوقات 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 اكثر و يقومون بتوزيع المخاطر بين تواريخ الاستحقاق أو عدد من الاصول كالسلع و الاوراق المالية. ان ادارة سوق العقود تضع حدا أدنى و حدا أعلى مسموح به للتقلبات التي تحدث يوميا 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 معا.

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%

أولاً: صافي الربح المتحقق في حالة الشراء في السوق الحاضرة

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

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

أي ان العائد 10%

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

العائد المتحقق للاستثمار

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

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

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

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

## - الافتراض الثاني:

اذا 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

$$\text{العائد المتحقق للاستثمار} = [100000 \times (200 - 180)] \div 200 = -10000$$

أي ان العائد = -10%

بانخفاض سعر الاونصة في سوق العقود المستقبلية الى 180 ون

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

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

$$\blacksquare \text{ صافي الخسارة المتحققة من العقود} = 5000 \times (200 - 180) = -100000$$

اي ان العائد = -100% و هو ما يعادل تقريبا 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 ببيع، فلو فرضنا ان مقاولا وقع عقد تنفيذ جسر و يحتاج الى كمية كبيرة من الحديد في السنة القادمة و نظرا 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 مستثمرا 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 بائعا للسندات المتاحة لديه في المحفظة و اذا حصل ارتفاع في اسعار الفائدة عندها ستنخفض 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

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

2. 33-33 = 200 الف x المبلغ الذي ستفعله الشركة بشراء العقود المستقبلية مقابل تأمين نفسها.

- **المبادلات: SWAPS** هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الاصول المالية او العينية ،تحدد وفقا له قيمة الصفقة آنيا على ان يتم تبادل الاصول محل التعاقد في تاريخ لاحق و تتعدد عمليات المبادلات (المقايضة) فمنها :
  - عمليات مقايضة معدلات العائد .
  - عمليات مقايضة العملات .
  - عمليات مقايضة عقود حق الخيار .
  - عمليات مقايضة الاسهم .
  - عمليات مقايضة السلع .
  - اتفاقية اعادة الشراء .
- عقود الحد الاقصى لمعدلات العائد لحماية المقرض (السقف)
- عقود الحد الادنى لمعدلات العائد لحماية المقرض (القاعدة)
- الحماية المتبادلة بين المقرض و المقرض (السقف و القاعدة)

## الفصل السابع: الأسواق المالية الدولية

### أولاً: ماهية الأسواق المالية

إن نشوء سوق الأوراق المالية و تطورها كان انعكاساً لظروف و احتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها ,فالتدرج و الواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخياً من فراغ و لا بقرار حكومي ,و إنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي و متطلباته . و منذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية ,و تعود كلمة بورصة في أصولها إلى إسم أحد كبار التجار "فان دن بورص " الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية , كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض تبادل و إجراء الصفقات المالية ,لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار و المستثمرين لإبرام العقود و الصفقات الحاضرة و المستقبلية .وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي ، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع و شراء السلع الحقيقية و بأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة .

أما نشأة بورصة الأوراق المالية بالشكل الحالي فقد جاء متأخراً إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة إنفرس البلجيكية عام 1576 و من ثم في أمستردام في هولندا عام 1608 ثم في لندن عام 1666 و بعدها في باريس عام 1808 تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام 1894<sup>1</sup>,ومع بداية القرن 19 إزداد التعامل بالأوراق المالية بيعاً و شراءً، مما حتم ضرورة إنشاء سوق تأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية ، و هي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة من أسهم و سندات و تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوى العرض و الطلب و يتم فيها التداول على صورتين :<sup>2</sup>

1: **عملية عاجلة:** إذ يتم تصفية العملية مباشرة ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري .

2: **عملية آجلة:** ويتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق .

### تعريف الأسواق المالية

تعني كلمة سوق لغة الموضوع الذي يجلب إليه المتاع للبيع ، أو الابتاع (تذكر وتؤنث) وجمعها أسواق أما كمصطلح اقتصادي فيقصد بالسوق المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمستثمرين بشأن شراء ، بيع وتبادل سلعة أو خدمة بحيث تتفاعل فيه قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار ، على أن يكون هناك اتصال

<sup>1</sup> ريمية أبو موسى ، الأوراق المالية والنقدية ، دار المعتز للنشر وتوزيع عمان ، 2005، ص 9.

<sup>2</sup> صلاح الدين السيسى ، قضايا اقتصادية معاصرة ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة دار الأدب ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، 1998 ، ص 120.

وثيق بين الباعين والمشتريين سواء كان هذا الاتصال مباشر أو بأية وسيلة أخرى ( البريد ، الهاتف شبكة الانترنت وغيرها )<sup>1</sup>

هناك العديد من التعارف الخاصة بسوق الأوراق المالية ، من بينها نذكر ما يلي :

السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يضمن الإلتقاء بين عارضي الأموال و طالبها ،<sup>2</sup> السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بيعة و شراء و ،و التمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي ،<sup>3</sup> كما تسمح بتحريك الإدخار الفردي .<sup>4</sup>

السوق المالي هو السوق الذي يعنى بشؤون الإستثمار بالأوراق المالية ،الإصدار و التداول ،ففي إطارها يجري بيع و شراء الأوراق المالية كالأسهم و السندات ،تحتمل عملياتها العوائد و المخاطر و لهذا فإن سوق الأوراق المالية هو الآلية التي يتم من خلالها شراء،بيع و تبادل الموجودات المالية<sup>5</sup> . يقصد بالسوق المالية الدولية بأنها تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء و بيعة في الأوراق المالية التي تصدرها منشأة و هيئات محلية<sup>6</sup>

و من خلال هذه التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن سوق يتم فيه بيع و شراء و تبادل الأوراق المالية من الأسهم و السندات و غيرها، الأوراق المالية وذلك في ساعات محددة ومعلنة من قبل بواسطة متخصصين يعرفون بالوسطاء الماليين كالممارسة ووكلاء الصرف و بعض المؤسسات المالية وتسمح هذه العملية بتحويل الموارد من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز .

#### ■ أهداف و وظائف السوق المالية الدولية

أهداف السوق المالية الدولية: تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية :

<sup>1</sup> حسن بن هاني ، الأسواق المالية، الطبعة الأولى ، دار الكندي ، الأردن ، سنة 2002 ، ص 03 .

<sup>2</sup> محمد مداحي ، مطبوعة في الأسواق المالية ، جامعة آكلي محمد أو لحاج -البويرة . سنة 2017 . 2018 ، ص 52 .

<sup>3</sup> عاطف وليد أندر وافي ، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي وتحرير المالي وتطورها ، طبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006 ، ص 21 .

<sup>4</sup> محمد مداحي ، مرجع سبق ذكره ، ص 52 .

<sup>5</sup> قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية " البورصات " الطبعة الأولى ، دار رسلان ، سوريا ، 2006 ، ص 202 .

<sup>6</sup> منير إبراهيم الهندي ، الأوراق المالية الدولية و أسواق رأس المال ، نشأة المعارف للنشر ، مصر ، 1999 ، ص 689 .

- 1: إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي و تهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين .
- 2: إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس و ضوابط أكثر شفافية و مصداقية .
- 3: تنسيق أسعار الفائدة على القروض و السندات الدولية الممنوحة من المتعاملين الدوليين .
- 4: تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية و ضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات و منظمات متخصصة تطلع على مهام المراقبة و الإشراف و التوجيه .
- 5: تبني الإجراءات العملية و العلمية في معالجة القضايا المالية و النقدية العالمية المستجدة ( الأزمات المالية ) .
- 6: تنظيم الأسواق المالية و النقدية الدولية و إمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات إقتصادية دولية فعالة .<sup>1</sup>

■ **وظائف السوق المالية الدولية:** تؤدي السوق المالية عدة وظائف مهمة في الإقتصاد ومن ذلك نذكر ما يلي:

- 1- تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز , و يكون ذلك بشكل مباشر حيث تلتقي وحدات العجز و وحدات مباشرة في سوق المال و هي أساسا البنوك و الشركات غير المباشرة عن طريق تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال و هي أساس البنوك و شركات التأمين و مؤسسات الإدخار و الإقراض و صناديق المعاشات , و التي تقوم بتحويلها إلى الوحدات ذات العجز التمويلي .<sup>2</sup>
- 2- إتاحة السوق المستثمرة للأوراق المالية و ذلك إسترداد المستثمر لمدخراته , و هذا من خلال شراء المدخر للأوراق المالية في السوق عند توفر الفائض لديه ثم بيعها من أجل الحصول على إحتياجاته التمويلية في فترة العجز للإلتقاء الواسع للطلب و العرض معا . فهي بما فيها من أجهزة و إمكانيات و إتصالات و سمسرة

<sup>1</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان ، الأسواق المالية الدولية ، دار علي للطباعة والنشر - بسكرة ، الطبعة الأولى ، 2019 ، ص 35 .

<sup>2</sup> أحمد أبو الفتوح علي الناقة ، نظرية النقود والأسواق المالية في الإقتصاد ، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية ، مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، 2001 ، ص 10 ،

- يعضهم و إتصلاهم ببعضهم بوسائل الإتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد مما يتوجب عليه سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و البيع مضطرا أو بالخسارة <sup>1</sup>.
- 3- يعد التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل تكلفة و لا يسبب آثارا تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف و المؤسسات المالية الأخرى , فضلا على أن سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة و مؤسساتها على توفير جزء من إحتياجاتها التمويلية من خلال طرح أذونات الخزينة و السندات الحكومية للإكتساب العام <sup>2</sup>.
- 4- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين و تبصيرهم بواقع الشركات و المشروعات.
- 5- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية .
- 6- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق للإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية.
- 7- تنظيم إصدار الأدوات المالية و مراقبتها و التعامل بها <sup>3</sup>.

## ثانيا: أقسام السوق المالية الدولية و المتعاملون فيها

### I ( أقسام السوق المالية الدولية

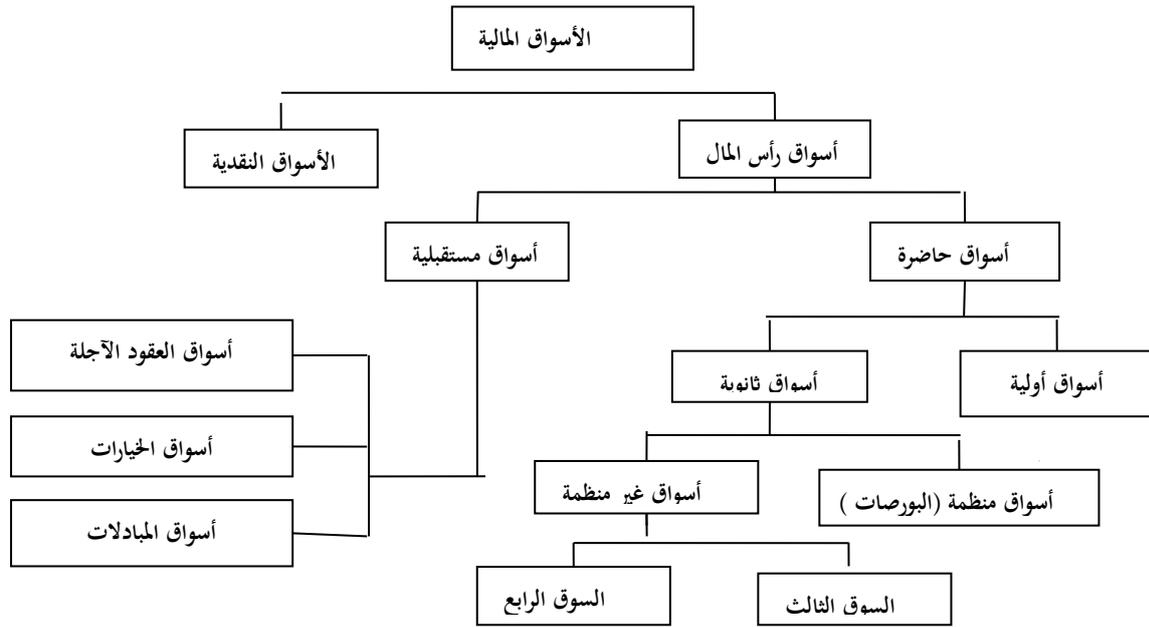
ترتكز العديد من المراجع العلمية فيما يخص أقسام الأسواق المالية على معايير مختلفة لإبراز أجزاء السوق المالي ، التقسيمات شيوعا ، هو التقسيم الذي يقر على أن السوق المالي يتكون من فرعين رئيسيين هما سوق رأس المال والسوق النقدية ، وما يتفرع عن كل واحد منهما ، كما يوضح الشكل رقم (05) التالي :

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ، رسمية قريبا قص ، أسواق مالية ، بنوك تجارية ، أسواق الأوراق المالية ، شركات التأمين ، شركات الإستثمار ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 ، ص 276 ،

<sup>2</sup> حيدر حسين آل طعمة ، مطبوعات الأسواق المالية ، النشأة ، المفهوم ، الأدوات ، طبعة مزيد ومنقحة ، مركز الدراسات الإستراتيجية ، جامعة كربلاء ، 2014 ، ص 03 .

<sup>3</sup> بن إبراهيم وبن ضيف محمد ، الأسواق المالية الدولية ، مرجع سبق ذكره ، ص 36 .

## الشكل رقم (05) : أقسام الأسواق المالية .



المصدر: محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية - الإسكندرية ، 2002، ص ص 24- 23.

### 1- الأسواق النقدية

وهي التي يتم فيها إصدار وتداول الأموال و الالتزامات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية ومستويات متدنية من المخاطر ، والتي لا تتجاوز فترات استحقاقها غالبا سنة واحدة ، "وتوفر هذه الأسواق للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآلية المناسبة لإدارة السيولة لديها بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات أو تغطية العجز الذي تواجهه في موازنتها المالية " <sup>1</sup>.

ويرتكز سوق النقد على عامل أساسي ومهم في التعاملات النقدية وهو سعر الفائدة بناء على العرض و الطلب ، و قد تكون السوق النقدية سوقا أولية (سوق الإصدار) يتم فيها إصدار الأوراق المالية لغرض الإكتتاب فيها ، كما قد تكون سوقا ثانوية ( سوق التداول ) تتداول فيها الأوراق المالية بعد الإكتتاب فيها ، و تتم الصفقات بين المتعاملين عن طريق مختلف وسائل الإتصال (الهاتف،الفاكس،و غيرها ) .

و من أهم المؤسسات العاملة في هذه السوق نجد :

### 1:البنوك المركزية

- دورها القيام بالتنظيم و الإشراف و مراقبة السوق النقدية من خلال إصدار النقد و القيام بمهام السياسة النقدية و المتمثلة في تحكّم السلطة النقدية في كمية النقود و تأثيرها في حجم الإئتمان و سعر الفائدة .

<sup>1</sup> سعد عبد الحميد مطلوع ، الأسواق المعاصرة ، مكتبة لأم القرى للنشر . المنصورة مصر ، 2007 ، ص 08 .

## 2: البنوك التجارية:

- و سميت بالتجارية لكون مطلوباتها {الخصوم} تتكون من جزء كبير من الودائع الجارية و تحت الطلب ، و موجوداتها تتشكل بنسبة كبيرة من القروض و الأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل قابلة التسويق ، و تقوم بقبول النقود و توظيفها بأنواعها لمدة قصيرة .

## 3: البنوك الإستثمارية :

- بنوك الإستثمار و الأعمال هي بنوك ضخمة من حيث حجم رأس المال ، و كذا رقم الأعمال، تقوم بتوظيف أموالها في المشروعات التجارية و الصناعية و الإشتراك في إنشاء الشركات فهي تقدم قروض لمختلف المؤسسات الكبرى و متعددة الجنسيات إضافة لقدرتها على تمويل الحكومات و الدول ، فقروضها طويلة الأجل غالبا ما تكون بملايين الدولارات و قد تصل إلى ملايين الدولارات .

- و تمثل أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية (سيتم التفصيل فيها في الجزء المتعلق بالسوق المالية

الدولية ) فيما يلي :

أ: أذونات الخزينة؛

ب: شهادات الإيداع؛

ج: الأوراق التجارية؛

د: القبولات المصرفية؛

هـ : إتفاقية إعادة الشراء.

## 2: سوق رأس المال :

- هي أسواق يجرى التعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة و طويلة الأجل و التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة ، حيث تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم و السندات.

و تنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين ، و هي :

1: الأسواق الآجلة ( المستقبلية ).

2: الأسواق الحاضرة ( الفورية ) .

**1: السوق المستقبلية :** و هي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود و إتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ، و تعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية و ذلك لأنها تقوم على مبدأ إشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم و السندات) و غيرها .<sup>1</sup>

- و هناك عدة عقود و تسمى كل سوق على اسم العقود المبرمة فيها و نجد ما يلي :

**أ: سوق عقود الخيارات :**

- و يتم فيها بيع و شراء عقود الخيار و هذه العقود تعطي لصاحبها الحق في البيع أو الشراء<sup>2</sup> لأصل معين و بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ و ينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة و ذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط<sup>3</sup> والعلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد<sup>4</sup>، وعقود الخيار في الأساس غير ملزمة لحاملها .

**ب: سوق العقود الآجلة:** هي سوق تتعلق عقودها بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة مالية عند سعر معين في تاريخ محدد، و هي عقود ملزمة لا تنطوي على حق الخيار في التنفيذ من عدمه .<sup>5</sup>

**ج : سوق عقود المبادلات**

- و هي سوق يتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة و الآخر للعملة<sup>6</sup>، ويتم من خلالها الإتفاق بين طرفين عن طريق وسيط على تبادل إلتزامات و حقوق خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية ، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ .<sup>7</sup>

**2: السوق الحاضرة ( الفورية ) :**

و يقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فوراً ، حيث يتم تسليم و إستلام الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة لا تتجاوز ثلاث أيام عمل .<sup>8</sup>

- و يتفرع من السوق الحاضرة نوعين من الأسواق المالية هما:

<sup>1</sup> هوشيار معروف ، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الأردن 2003 ، ص 65 .

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص ، 67 .

<sup>3</sup> مدحت صادق ، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية ، الطبعة الأولى ، دار غريب للطباعة والنشر وتوزيع ، مصر ، 1997 ، ص 164

<sup>4</sup> بن ضيف محمد عدنان ، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، دار النفاس للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان ، ص 91

<sup>5</sup> هوشيار معروف ، مرجع سبق ذكره ، ص 67 .

<sup>6</sup> نفس المرجع ، ص 67 ،

<sup>7</sup> محمد صالح الحناوي : وجلال إبراهيم العيد ، بورصة الأوراق المالية بيت النزرية والتطبيق ، دار الجامعية ، مصر ، 2005 ،

<sup>8</sup> بن إبراهيم الغالي ، بن محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 26 .

- السوق الأولية.

- السوق الثانوية.

#### أ: السوق الأولية:

و تعرف أيضا بسوق الإصدارات الجديدة ، حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات أو الجهات الحكومية و طرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها ، من أجل تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها .

وعادة ما يتم إصدار وتسوق الأوراق المالية الجديدة و الترويج لها بواسطة مؤسسة مالية متخصصة تسمى ببنوك الإستثمار، وعادة البنوك التجارية و بعض المؤسسات المالية الأخرى .

- وتعكس الأسواق الأولية بشكل عام كل من : <sup>1</sup>

- واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للإستثمارات؛

-تطور الإستثمارات في الإقتصاد المعني؛

- المناخ الإستثماري السائد؛

- النظام السوقي المعتمد.

و يتم الإصدار في هذا السوق إما عن طريق : <sup>2</sup>

- **الإكتتاب العام** : وهو الإكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل بغرض زيادة مواردها المالية .

- **الإكتتاب المغلق** : وهو إكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل.

#### ب: السوق الثانوية:

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي في الورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسييرها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهنة المرونة والاستمرارية للورقة المالية .

<sup>1</sup> هوشيار معروف مرجع سبق ذكره ، 61 .

<sup>2</sup> شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر ، سوريا ، 2002 ، ص 38 ،

- حيث تعرف الأسواق المالية الثانوية بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولية، وتوفر هذه السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولية وعليه فإن المستثمرين الذين يحملون هذه الأدوات قادرون بفضل هذا السوق أن يتخلصوا من هذه الأدوات، بسعر معروف في السوق ونلاحظ أن كلا من السوق الأولية والسوق الثانوية يؤثر أحدهما على الآخر، فإذا كانت هناك سوق ثانوية نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر فإن هذا يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار، ذلك أنهم يطمنون إلى إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل اكتتبوا فيه من الأوراق المالية وفي المقابل من سوق الإصدار فإن الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والإكتتاب فيها من شأنه أن يضفي تنوعاً كبيراً في إضفاء السعر العادل والسيولة للأوراق المقيدة فيه.<sup>1</sup>

وتقسم السوق الثانوية إما إلى سوق منظمة تحكمها قوانين وإجراءات رسمية، أو إما أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء، كما يلي:

#### -السوق المنظمة (الرسمية)

وتتمثل في البورصة، التي تتميز بوجودها في موقع جغرافي محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية (لكافة أنواع وأشكال الأسهم والسندات) المسجلة في تلك السوق والمستوفية لشروطها والتي تم إصدارها في السوق النقدية الأولية، ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة.

-السوق الغير المنظمة ( غير رسمية أو السوق التفاوضية): يطلق اصطلاح السوق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة (البورصة)، كما تعرف بالسوق الموازية أو فوق المنضدة، ولا يوجد لها مكان رسمي، محدد يكون الفاعلون فيها مختلف بيوت السمسرة، ويتبادلون فيها بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية وسريعة.

في الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر السوق الغير المنظمة ثاني سوق يعد بورصة نيويورك وخامس سوق في العالم بعد بورصة طوكيو ونيويورك وتايوان ولندن من ناحية حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية، ولذلك فقد تم تكوين ما يسمى بالإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية كتنظيم ذاتي يضم السماسرة والتجار في هذه السوق، ويقوم

عطية فياض، سوق الأوراق المالية في الميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص 46. 1

على تنظيم هذه السوق ومنح التراخيص للسماسرة، وبالتالي فإنه يهدف إلى حماية المستثمرين والمحافظة على مصالح أعضائه، وكذا توفير المعلومات الخاصة بالأسعار وأحجام التعامل.<sup>1</sup>

- وفي الولايات المتحدة الأمريكية تشمل السوق غير المنظمة كلا من السوق الثالث والسوق الرابع، كما يلي:

### - السوق الثالث

- تمثل قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة (البورصة) وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق، وهي أسواق على إستعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية مهما كبرت أو صغرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق هم:<sup>2</sup>

- المؤسسات الإستثمارية الكبيرة .

- شركات إدارة أموال المعاشات .

- صناديق المعاشات .

- الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية .

- شركات رأس المال للمخاطر .

- بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة

### - السوق الرابع

- وهي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة وأغنياء المستثمرين، وبذلك يتجنبون التعامل مع السمسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة إتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية<sup>3</sup> وبسرعة أكبر في إبرام الصفقات .

- والتعامل في السوق الرابعة هو بمثابة إستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة، وبذلك فالسوق الرابعة تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة مما قد يترتب عليه إجبار السمسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> سعيد توفيق عبيد ، الإستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس للنشر ، مصر ، 1998 ، ص 76 .

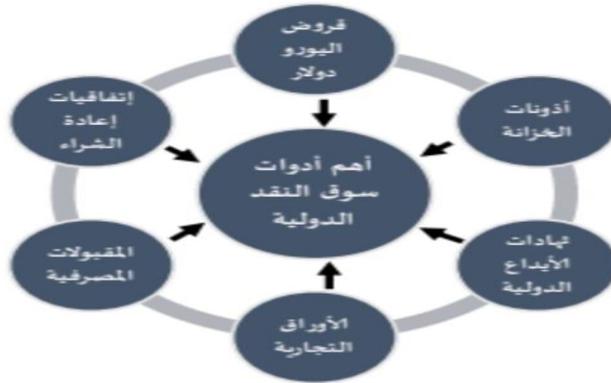
<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف للنشر ، مصر ، 1999 ، ص 109 .

<sup>3</sup> سعيد منير عبيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 77 .

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق ، ص 111 .

- أدوات السوق المالي: تندرج أدوات الأسواق المالية ضمن جزأين الأول أدوات مالية متداولة في سوق النقد الدولي والثانية أدوات متداولة في سوق رأس المال وسنقوم في هذا المبحث بتفصيل في هذه الأدوات وما مدى كفاءتها.
- أدوات التعامل في سوق النقدية الدولية .

الشكل رقم ( 06 ) أهم أدوات التعامل في السوق النقدية الدولية .



المصدر: بن إبراهيم محمد و بن ضيف محمد عدنان ، الأسواق المالية الدولية، دار على بن زيد للطباعة والنشر ، سكيكدة الجزائر ، ص 4

❖ **أذونات الخزينة:** هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الافتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثني عشرة شهرا، وهي لا تحمل سعر فائدة وإنما تباع بخصم عن طريق بخصم عن طريق المزاد العلني، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قسمتها الاسمية في تاريخ استحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنا لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق<sup>1</sup>.

وعادة ما تكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوما بالنسبة للأذونات التي تصدر شهريا .

#### ❖ **شهادات الإيداع على المستوى الدولي**

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما :

- شهادات الإيداع المصرفية.
- شهادة الإيداع الدولية.

<sup>1</sup> مبارك ابن سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول ، كنوز أشبيليا للنشر ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، 2005 ، ص 267 . 268 .

## 1: شهادة الإيداع المصرفية

فتعرف على أنها شهادة تمثل أداء دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها ، وهي قابلة للتداول بالتظهير ، وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961.<sup>1</sup>

## 2 : شهادة الإيداع الدولية

شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك ودوتش بنك بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، وحامل الشهادة الإيداع الدولية هما شهادات الإيداع الأمريكية وشهادة الإيداع الدولية، ويتم تداولها في الأسواق المالية الدولية مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك.<sup>2</sup>

## ❖ المقبولات المصرفية

تعد المقبولات المصرفية من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية أي وعد بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك بقبول أي ختم الجواله بعبارة مقبول.<sup>3</sup>

## ❖ إتفاقية إعادة الشراء

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، ويعني الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام إتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول، يتعهد بموجبه البائع بإعادة بيع نفس الأوراق المالية بعد فترة قصيرة جدا غالبا ما تكون ليلة واحدة ومدة أقصاها 72 ساعة عمل، ويسعر أعلى سعر البيع الأول يتفق عليه، ولعدها يتم تسليم والاستلام الفعلي للأوراق المالية عن عملية البيع وإعادة الشراء .

<sup>1</sup> إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك : مرجع سبق ذكره ص

<sup>2</sup> بن إبراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 44 .

<sup>3</sup> إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك ، مرجع سبق ذكره ، ص 130 .

## ❖ الأوراق التجارية الدولية

الورقة التجارية هي ورقة دين أو محرر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص آخر، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى آخر عن طريق التظهير أو المناولة، على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أذونات الخزانة، وتتخذ الأوراق التجارية ثلاثة أشكال هي :

**1 : الشيك** : هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغاً من النقود لمصلحة من يحدده الأمر .<sup>1</sup>

**2 : الكمبيالة أو السفتجة**: هي عبارة عن أداة دين قصيرة الأجل أو متوسطة لا تزيد عن خمس سنوات، يصدرها أفراد أو شركات أو دوائر حكومية، للحصول على قروض من شركات وأفراد آخرين، والكمبيالة عبارة عن عقد اقتراض يتولد عنه فوائد محددة وتستحق في تواريخ محددة .<sup>2</sup>

**3 : السند لأمر أو السند الأذني**

## ❖ قروض اليورو دولار

هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية في منطقة اليورو، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية .<sup>3</sup>

## ● الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال .

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعريضها لمخاطر الإفلاس، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل، وفيما سيتم التطرق لأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية، كما يلي :

**1: أدوات السوق المستقبلية**: تركز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها والسندات، ليشتق منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات، والهدف من وجود المشتقات المالية وفق

<sup>1</sup> شاعر القزويني : محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، القبة ، 2008 ، ص 116 .

<sup>2</sup> عبد النافع الزري وغازي فرج ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2001 ، ص 43 .

<sup>3</sup> بن إبراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 45 .

نضر مؤيديها هو نضر مؤيديها هو استخدام المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر لتلبية احتياجات لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

● **عقود الخيارات:** هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسعى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة، وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد.<sup>1</sup>

● **العقود الآجلة:** هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا، إذا فهي عبارة اتفاقية بين مشتري وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث إنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين.<sup>2</sup>

**3 : عقود المبادلات:** عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر ، وهو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد.<sup>3</sup> وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين كمبادلة أسعار الفائدة أو بقيمة عملات أجنبية كمبادلة العملة الأجنبية .

## 2 : أدوات السوق الحاضرة

تشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم و السندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية :

➤ الأسهم

➤ السندات

➤ الصكوك الإسلامية

<sup>1</sup> بن ضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص 254 .

<sup>2</sup> المرجع نفسه ، ص 254 .

<sup>3</sup> سعد عبد الحميد مطاوع ، مرجع سبق ذكره ، ص 394 .

## أ : الأسهم

يعرف السهم بأنه أداة ملكية ، وهو وثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة الأموال ، مما يخول له الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة ، وتدون على السهم قيمة اسمية ويصدر مساوية أو تزيد عن القيمة ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير والتسليم و التسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية .

## ب : السندات

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئات والمؤسسات الاقتصادية لجميع الأموال لتمويل مشاريعها وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تعريفها ، أنواعها والفرق بينها وبين الأسهم .  
كما تعرف السندات على أنها وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال القيمة الإسمية إلى حامله عند تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ محدد، فالسند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة .<sup>1</sup>

## ج : الصكوك المالية الإسلامية

يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلًا يجعل مقابل أجر معين محدد مسبقاً،<sup>2</sup> ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات ، وتحصل الشركة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك ، وهي تصدر مقابل أصول غالبا ما تكون عقارية أو أوراق مالية ، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل .

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي ، مرجع سبق ذكره ، ص 25 .

<sup>2</sup> سامي يوسف كمال محمد ، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة ، الطبعة الأولى ، ملتزم الطبع والنشر ، مصر ، 2010 ، ص 75 .

## ثالثا مؤسسات إدارة السوق المالية .

تتحكم وتدير وتنظم أسواق المال الدولية عبر العالم مؤسسات وهيئات دولية ، وتسهر على ضمان نجاحها وعملها، ومحاولة التخفيف من حدة الأزمات المالية التي تعصف بها، ومن أهم هذه المؤسسات نجد المنظمة الدولية ، لهيئات أسواق المال الدولية، وكذلك بنك التسويات الدولية .

### I .تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية

هي هيئات أرفع هيئة مهنية عالية في مجال الرقابة و الإشراف على أسواق المال الدولية وقد تأسست في عام 1983 وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقرا لها، وتضم المنظمة 124 ، عضوا من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية وهي هيئات الأوراق المالية في العالم ، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخرا، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير والأسس المنظمة للأسواق المالية .<sup>1</sup>

أ:أهداف المنظمة:وتسعى المنظمة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية :<sup>2</sup>

- 1 . التعاون معا للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية .
- 2 . تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور لأسواق المحلي .
- 3 . توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية .
- 4 . تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب التعاملات بالأسواق المالية .

### II : بنك التسويات الدولية

تم إنشاء بنك التسويات الدولية في عام 1930 كمنظمة دولية ويعتبر أقدم مؤسسة مالية دولية في العالم. في البداية، كان من المتصور أن يكون البنك المسرب المالي لتسوية التعويضات المفروضة على ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى، أما اليوم، يسعى البنك إلى تعزيز التعاون بين البنوك المركزية وتوفير تسهيلات إضافية للعمليات المالية

<sup>1</sup> بن إبراهيم الغالي وبن ضيف محمد عدنان ،مرجع سبق ذكره ، ص 54

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر : الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2010 ، ص 98 .

الدولية. مكتبها الرئيسي في بازل ، بسويسرا ، كما أن لديه فروع في هونغ كونغ الخاصة لجمهورية الصين الشعبية ومكسيكو سيتي.<sup>1</sup>

أ : مهام بنك التسويات الدولية : تكمن مهام بنك التسويات الدولية فيما يلي : رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية .

- خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي .
- تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية .
- تعزيز المناقشة وتسيير التعاون بين البنوك المركزية .
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار النقدي والمالي .
- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي .
- وضع التحليلات والإحصاءات المالية والمصرفية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاصة بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين .

- نستخلص أن سوق رأس المال تتوافر فيه مجموعة أوراق مالية تتمثل في الأسهم والسندات والمشنقات المالية والتي تتميز بكونها طويلة ومتوسطة الأجل عكس أدوات السوق النقدية التي لا تتعدى مدتها سنة والتي تكون طبيعة أوراقها المالية على شكل دين فتشترك جميعها في خاصية القابلية للتسويق العالمية ومخاطرة منخفضة و أجل استحقاق قصير .

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبنك التسويات الدولية ، حول بنك التسويات الدولية ، تم زيارة الموقع في 22-10-2021 .

## الفصل الثامن: الأزمات المالية العالمية

### اولا: عموميات حول الازمة المالية

#### مفهوم الازمة المالية :

هي اضطراب حاد و مفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في بعض المؤسسات المالية تمتد اثارها الى القطاعات الاخرى .

يعرف السيد عليوة الأزمة بصفة عامة من الناحية الاجتماعية على أنها "توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة .<sup>1</sup> الأزمة المالية هي اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في دولة ما أو عدة دول. وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك. والأزمة إما تكون عنيفة أو بطيئة، وقد تكون عامة شاملة لعدة دول أو العالم بأسره، تعرف أيضا بأنها توقف في ارتفاع الأسعار للسلع والخدمات .

كما يمكن تعريف الأزمات المالية أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتماد الودائع المصرفية، ومعدل الصرف هذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.<sup>2</sup>

#### أنواع الأزمات المالية: من بين انواع هي كالتالي:

● **الأزمات المصرفية :** تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع. فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تحطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية. وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان. وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك " Overend & Gurney " وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار " بنك الولايات المتحدة " في عام 1931 .

<sup>1</sup> فريد كورتل و كمال رزق ، الأزمة المالية مفهومها ، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية ، جامعة البليدة الجزائر ، بدون سنة ، ص 3 .

<sup>2</sup> <https://m.marefa.org/> page consultée le 03-03-2021 .

● **أزمات العملة وأسعار الصرف:** تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، ويحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي أزمة قد تؤدي لإثنيار سعر تلك العملة ، وهو يشبه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997، وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلى أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية .

● **أزمات أسواق المال " حالة الفقاعات:** تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا ما يعرف بظاهرة " الفقاعة "، حيث تتكون " الفقاعة " عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل (كالأسهم على سبيل المثال ) هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيأر أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاعات الأخرى.<sup>1</sup>

**ثانيا: أسباب الأزمات المالية:**توجد جملة من الأسباب تتضافر فيما بينها لإحداث أزمة مالية ويمكن ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي:<sup>2</sup>

**1 - عدم استقرار الإقتصاد الكلي:** إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المنشغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والإسترداد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون. وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة فيها لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل تؤثر أيضا على تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية.

1 - فريد كورتل وكمال رزيق ، الأزمة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 5-6 .

2 - ناجي التوني ، "الأزمات المالية سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية ،المعهد العربي للتخطيط ،العدد 29 ، 2004

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الإضرابات على مستوى الإقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية كانت نتيجة ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في القطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

**2 - اضطرابات القطاع المالي :** حيث شكل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، وانهيار سوق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي يحدث الأزمات المالية<sup>1</sup>، كذلك الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الإقتصاد، يمكن إبراز اضطرابات القطاع المالي فيما يلي :<sup>2</sup>

- **عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف:** إذ يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف، خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزامات الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية وسعر الصرف ثابتا مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج ، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق .
- **تحرر مالي غير وقائي :** إن التحرر المتسارع بعدة فترة من الانغلاق والتقييد يؤدي إلى حدوث أزمة فعندما يتم تحرير أسعار الفائدة المحلية كما أن التحرير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها البنك .
- **تدخل الدولة في تخصيص الائتمان :** من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على القطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية .

<sup>1</sup> محمد عبد الوهاب، الأزمات المالية حديثها وقديمها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة ، إثراء للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 ، ص 83 .

<sup>2</sup> عبد الغاني بن علي ، أزمة الرهن العقاري و أثرها في الأزمة المالية العالمية ، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة دالي إبراهيم ، سنة 2009-2010 ، ص ص 8-9 .

• **ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي** : تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المدومة ونسبتها في محفظة البنك الائتمانية، كما تعاني من الضعف القانوني السائد للعمليات البنكية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبها من رأس مال البنك

**3 - تشوه نظام الحوافز** : يساهم القائمون على الإدارات العليا في المؤسسات المالية بدورهم في حدوث الأزمات المالية من خلال سعيهم في الحصول على أرباح طائلة، أما المخاطر الناجمة عن التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجال الإدارة في تلك المؤسسات ( خاصة مع ضعف نظم الرقابة ) التي تهتم فقط بالأرباح القصيرة الأجل، يتوقف عليها حجم مكافئات الإدارة ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافئات مالية سخية لرؤوس البنوك وكذا أدى الاهتمام بالأرباح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطرة في المدة الطويلة مقلما حدث في أزمة الرهن العقاري .<sup>1</sup>

**4- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي** : مثل الاستغلال والكذب والشائعات والغش والاحتكار والمعاملات الوهمية وهذه التصرفات تؤدي إلى الظلم ،<sup>2</sup>

**5- نظام المشتقات المالية** : وهي أوراق مالية جديدة واختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على واحد ، وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى ( أوراق مالية ( قيمة الأصل ) وعندما تنخفض قيمة الأصل فإن الأصول المتولدة من هذا الأصل سيحدث لها الانهيار ( قيمة الأصل ) إذ يمكن القول أنها معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات ولا يترتب عليها أي معاملات للسلع والخدمات فهي بعينها مقامرة .<sup>3</sup>

**6- عدم تماثل المعلومات** : إن أحد و أهم العوامل الأساسية التي تساهم في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم، وينتج عنه إتخاذ قرارات خاطئة كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين

<sup>1</sup> موسى اللوزي و اخرون ، "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال - الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية " مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى الأردن ، 2011 ، ص 34 .

<sup>2</sup> بريس عبد القادر ، "إدارة المخاطر المصرفية وفقا لمقررات بازل 2 و3 ومتطلبات تحقيق الاستقرار المالي والمصرفي العالمي ما بعد الأزمة المالية العالمية، المؤتمر الدولي الأول حول إدارة المخاطر المالية وإنعكاساتها على إقتصاديات دول العالم "، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ، جامعة أكلي محمد أولحاج بويرة ، يومي 12- 13 ديسمبر 2012 ، ص 34 .

<sup>3</sup> محمد نايف فارس غرايبي ، " تحليل الأزمات المالية والتنبؤ بها . " قدمت هذه إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف ، كلية إدارة المال والأعمال ، جامعة ال البيت ، الأردن ، 2010 ، ص 43 .

من الإستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعرف التشغيل الكفاء للنظام المالي والمصرفي وانتشار ما يسمى بسلوك القطيع وإنتشار ( سريان الإشاعات ) .<sup>1</sup>

8- سياسات سعر الصرف : يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، فمثلا في ظل هذا يصعب على السلطات النقدية القيام بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات .

### ثالثا: أزمات العصر القديم ( 1929 – 2000 )

عادة ما تحدث الأزمات المالية نتيجة أزمة ثقة في النظام المالي، بسبب تدفق رؤوس الأموال الضخمة إلى الداخل يرافقتها توسع سريع في الإقراض، حيث أن تجارب العالمية أثبتت بروز أسباب أخرى، من خلال التحليل التدريجي لمختلف الأزمات المالية التي ضربت وبقوة العديد من الأسواق المالية العالمية سنتعرف لأهمها وفق تسلسلها الزمني . ولن نتعرض لجميع الأزمات لأنها عديدة، كما أن أسبابها ومداها يختلف باختلاف الأزمات، كما أن أسبابها ومداها يختلف باختلاف الأزمات، لكننا سنتعرف بالتحليل لأوائل هذه الأزمات و أهمها تاريخيا

### لمحة مختصرة لأهم الأزمات التي سبقت أزمات الكساد الكبير : (1929 – 1933)

#### جدول رقم (10) يلخص معظم الأزمات التي سبقت أزمة الكساد الكبير (1929 – 1933)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
فبراير 1637 بعد عدة سنوات من المضاربة بأوروبا انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين واعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة . <sup>2</sup>	السندات لأجل	أزمة 1637
"أزمتين متتاليتين تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا و إنجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد ." <sup>3</sup> في ديسمبر من 1720 حدث أزمة في بريطانيا إثر مخاوف تسببت في إفلاس شركة "بحور الشمال" وبنك "لوو" البريطاني .	الأسهم	أزمة 1720

<sup>1</sup> - محمد نايف فارس غرابية ، مرجع سبق ذكره ، ص 39 .

<sup>2</sup> LACOST Olivier .(2009) . **Comprendre Crisefinanciers**. Editions.Eyrolles. Paris pp :27 , 29 .

<sup>3</sup> - محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، ص: 31.

الأزمة النقدية 1797	البنوك	فبراير 1797 ، تعرض بنك إنجلترا لانحصر في الاحتياطي ويقرر تعليق التخليص نقدا مما خلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وودائعهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي .
أزمة 1810	البنوك	" بعد حصار إنجلترا من طرف نابليون سقط نظام الائتمان بما خاصة وأنها لم تستطيع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة "1
أزمة 1812	البنوك	واجه النظام الرأسمالي الذي تأسس سنة 1740 لأول أزمة مالية و إن كان سببها يرجع إلى نقص في المخزون السلعي . <sup>2</sup>
أزمة 1819	البنوك	" هي أول أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812 . وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي ,"
أزمة 1825	الأسهم	"بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية (البنوك التأمينات، تصليح السفن ، بناء القنوات ...) انحدرت قيم الأسهم انحدار شديدا في بورصة لندن فأفلست بنوك عديدة و أكثر من 3300 مؤسسة، رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا العظمى إلا أنها تعتبر أولى الأزمات التي مست البورصة ."
أزمة 1836	الأسهم و البنوك	"شهدت إنجلترا أخطر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "أندرو جاكسون" اشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة، وهو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار بأمريكا وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقتصر من بريطانيا فقد تلقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في جد ذاتها سنة 1837 ."
أزمة 1873	الأسهم	"9 ماي 1873، بورصتي فيينا والنمسا مرتا بفترة الكساد الكبير للاقتصاد العالمي بسبب المضاربة الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج حقيقي مما سبب انهيار كليا انتشر على ألمانيا وأوروبا و الولايات المتحدة الأمريكية. <sup>3</sup> "
أزمة 1866	البنوك و الأسهم	تعرض عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس، مما أدى إلى أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني، وتعد هذه الأزمة أقدم الأزمات المالية التي عرفها العالم . <sup>4</sup>
أزمة 1882	البنوك و الأسهم	انهيار بنك الاتحاد الفرنسي وتسبب إفلاس العديد من البنوك ، واهتزت بورصتا " ليون وباريس " وغرقت فرنسا في أزمة مالية . <sup>5</sup>
أزمة 1907	البنوك	بدأت الأزمة في عام 1907 بإفلاس "نيكربون" وهو أحد الصناديق الائتمانية الكبرى في مدينة

1 - داوي الشيخ الأزمة المالية العالمية ، إنعكاساته وحلولها في إطار مؤتمر الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي والغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، طرابلس لبنان أيام 13 - 14 مارس ، ص - ص 03- 04 .

2 - إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص 26 .

3 - الداوي الشيخ ، مرجع سبق ذكره ، ص 04 .

4 - ستاد نيچنكو ، ترجمة محمد عبد العزيز، الأزمة النقدية في النظام المالي الرأسمالي : أصلها و تطورها ، مطبعة جامعة العراق ، 1979 ص 104 .

5 - إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص 27 .

<p>نيويورك، بعد أن مول عملية مضاربة فاشلة في سوق الأوراق المالية. وسرعان ما اشتدت الضغوط على الصناديق الائتمان الأخرى في نيويورك إذ وقف المودعون أمام المصارف لسحب أموالهم. وخلال يومين اتحار 12 من أكبر الصناديق الائتمانية. وشهدت أسواق الائتمان جمودا، وهبطت سوق الأوراق المالية هبوطا حادا فيما لم يتمكن تجار الأوراق المالية من الحصول على اعتمادت لتمويل عملياتهم وتبخرت الثقة بالأعمال لكن لحسن الحظ فإن أغنى رجل في مدينة نيويورك المصرفي جي بي مورغان تدخل بسرعة لإيقاف حالة الذعر، وعمل إلى جانب مصرفيين وأثرياء آخرين على دعم احتياطات المصارف وصناديق الائتمان كي تتمكن من الصمود أمام التهافت لسحب الأموال. وحين اطمأن الناس إلى أن بإمكانهم أن يسحبوا أموالهم توقف الذعر ومع أن حالة الذعر لم تدم أكثر من أسبوع، فإن الآثار الناجمة عنها وعن انهيار سوق الأوراق المالية أثرت على الإقتصاد. إذ تبعت ذلك فترة ركود طويلة دامت أربع سنوات انخفض فيها الإنتاج بالمائة وارتفع معدل البطالة من 30 بالمائة إلى 8 بالمائة<sup>1</sup>.</p>		
<p>انهارت بورصة "وول ستريت" ومع هذه الأزمة بدأ الكساد الكبير في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت تأثيره إلى العالم وخصوصا أوروبا. وسوف نتطرق إلى أزمة الكساد الكبير (1929-1933) بالتفصيل في المطلب الثاني الموالي .</p>	<p>البنوك و الأسهم</p>	<p>أزمة 1929</p>

### ■ تعريف بأزمة الكساد الكبير ( 1929 – 1933 )

شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى استقرار نسبيا في العلاقات النقدية، والمالية الدولية، بفضل الإصلاحات التي أدخلت على الأنظمة النقدية ما بين ( 1929-1933 ) ولكن سرعان ما اختفى ذلك بسبب المضاربة الحادة في العقارات، وما يتصل بها لتنفجر الأزمة يوم الخميس الأسود 24 أكتوبر 1929 والتي شملت مختلف مجالات الإنتاج التجارة ، كما شملت العلاقة النقدية والمالية<sup>2</sup>.

### ( I ) : أسباب أزمة الكساد الكبير ( 1929 – 1933 )

اختلف الاقتصاديون كثيرا في أسباب ومسببات الكساد الكبير ، لكن جوهر مشكلة الكساد يعود لفترة العشرينات من القرن الماضي وما صاحبها من تفاوت هائل بين القدرة الإنتاجية للاقتصاد المحلي وقدرة الناس على الاستهلاك

ومن بين أهم مسببات الأزمة نذكر ما يلي :

<sup>1</sup> بول كروغمان ، هاني تابري ، العودة إلى الكساد أزمة الاقتصاد العالمي ، دار الكتاب العربي بيروت ، لبنان ، 2010، ص 164 - 165 .  
<sup>2</sup> داودي ميمونة ، دراسة أزمة الكساد الكبير ( 1929-1933 ) و الأزمة المالية ( 2007-2008 ) ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة وهران للعلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، 2013 - 2014 ، ص 62 .

الإرتفاع المستمر في الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف وزائد عن الطبيعي للأسباب التالية :

- التصريحات المتفائلة والصادرة عن الصناعيين مثل المدير العام لشركة جنرال موتورز سنة 1928 ، أو عن رجال السياسة كوليدج رئيس الولايات المتحدة وعن إقتصاديين مثل أفرينج فيشير الذي أكد في خريف 1929 أن أسعار الأسهم بلغت ما بدا سقفا عالميا مستمرا؛
- وفرة الإدخار وسهولة الإقراض لشراء الأسهم؛
- إنشاء شركات الإستثمارية المتعددة والتي إنتشرت في الولايات المتحدة الأمريكية ؛
- تسامح السلطات النقدية الأمريكية وذلك بعدم رغبتها في الوقوف في وجه حركة الإرتفاع ، خاصة وأن قيام بنك الإحتياطي الفدرالي برفع معدل الخصم من 5% إلى 6% في أوت 1929 يعتبر متأخرا؛
- المضاربة الوهمية حيث إرتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال ، وليس لأن توزيعات وأرباح الشركات في إرتفاع ، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لا يقابل أبدا أرباح الشركات؛
- إتجهت الأسعار نحو الإنخفاض في سبتمبر 1929 وزاد توتر الأعصاب كما يدل ذلك على عدم إنتظام التسعير في البورصة؛
- إتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق وعمليات البيع الشاملة من أجل أوامر البيع؛
- زيادة العرض وحدوث المزيد من التدهور في الأسعار نتيجة تصفية صفقات الشراء النقدي الجزئي وذلك بيع الأوراق المحلية محل الصفقة لعدم توفر السيولة الكافية لدى بعض المتعاملين لزيادة مساهمتهم و إن البعض الآخر لم تكن لديهم الثقة في إستعادة السوق لتوازنه؛
- الممارسات غير الأخلاقية : ومن أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها في الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد الكبير كالبيع الصوري والشراء بغرض الإحتكار ، وإستغلال ثقة العملاء و إتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية .<sup>1</sup>

## II ( مميزات وخصائص الأزمة :<sup>2</sup>

- لقد تسببت في زعزعت الإستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، فقد إستمرت لفترة طويلة نسبيا لمدة أربع سنوات؛

<sup>1</sup> نادية العقون ، العولمة الإقتصادية والأزمات المالية : الوقاية والعلاج دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة الحاج لخضر باتنة ، 2012 - 2013 ، ص ص 88 - 90 .

<sup>2</sup> محمد العربي ساكر ، محاضرات في الإقتصاد الكلي ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، مصر ، 2006 ، ص ص 131 -

- وكان لها صفة دورية إنطلاقاً من إرتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الرأسمالية الدورية؛
- عمق وحدة هذه الأزمة يشكل إستثنائي ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، وقد بلغ عدد البنوك التي أفلست منذ بداية عام 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10000 بنك أي حوالي 40 % من عدد البنوك الأمريكية وهذا أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار؛
- الإنخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث كان سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال الفترة 1929 - 1933 محدود 3,1% مقابل 5,5% في عام 1929 حيث يرجع سبب إرتفاع أسعار الفائدة في بداية الأزمة إلى تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة .
- اختلاف أمد وحدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير وتوقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا .
- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه إتهام النظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهورت القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وإنخفاض حجم الإحتياطيات الذهبية الرسمية

### III آثار أزمة الكساد الكبير على اقتصاديات العالم :

- إمتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي؛
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الإقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ " دعه يعمل، دعه يمر "
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية؛<sup>1</sup>
- إنخفاض مؤشر داود جونز في 29-10-1929 في بورصة وول ستريت بمقدار 3,38 نقطة من مستواه الحقيقي البالغ " 206,6 " نقطة أي بنسبة 12,8 % ؛
- دمار النظام المصرفي الأمريكي وإفلاس العديد من البنوك مثل بنوك في ميسور وإنديانا والنمسا؛
- إنخفاض معدل الودائع لدى البنوك الأمريكية بمقدار 33%، في حين إنخفضت عمليات الخصم والإقراض بنسبة أضعف؛
- الإنخفاض الكبير في أسعار الفائدة؛

<sup>1</sup> - حميشي فهيمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 30 ،

- التقلبات الحادة في أسعار الصرف واختيار النظام الذهبي؛<sup>1</sup>
- إنخفاض أسعار الجملة وإنخفاض الأرباح وتراكم رأس المال وإتفاع معدل البطالة؛
- انخفاض وكساد الإنتاج الصناعي؛
- اختيار النظام الذهبي في معظم الدول؛
- تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات المتعلقة بالذهب؛
- إنخفاض نسبة السيولة في البنوك التجارية.<sup>2</sup>
- الأزمات التي جاءت بعد أزمة الكساد الكبير

الجدول رقم 11: يوضح أهم الأزمات التي جاءت بعد أزمة الكساد الكبير وقبل أزمة (2007-2008)

الميكانيزمات	الأسواق المالية المعنية	الأزمة
المضاربين واعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة. <sup>3</sup>	السندات لأجل	أزمة 1637
"أزمتين متتاليتين تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا و إنجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد". <sup>4</sup>	الأسهم	أزمة 1720
أرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي .	البنوك	الأزمة النقدية 1797
تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة. <sup>5</sup>	البنوك	أزمة 1810
واجه النظام الرأسمالي الذي تأسس سنة 1740 لأول أزمة مالية ز إن كان سببها يرجع إلى	البنوك	أزمة

<sup>1</sup> دانييل ارنولد ، ترجمة : عبد الأمير شمس الدين ، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، بيروت لبنان ، 1992 ص 40.

<sup>2</sup> ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1989-1996 ، دار الهدى للطباعة والنشر عين مليلة ، الجزائر، 1990 ص 202، 205

<sup>3</sup> LACOST Olivier . Comprendre Crisefinanciers. Editions.Eyrolles. Paris 2009 pp :27 , 29 .

<sup>4</sup> محمد سعيد، محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية دار الفكر الجامعي ، الطبعة الأولى ، الإسكندرية ، مصر ، 2011 ص 31.

<sup>5</sup> داوي الشيخ ، الأزمة المالية العالمية ، إنعكاساته وحلولها في إطار مؤتمر الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي والغربي والإسلامي، جامعة الجنان ، طرابلس لبنان أيام 13 - 14 مارس ، ص ص 03 - 04 .

1812		نقص في المخزون السلعي <sup>1</sup> .
أزمة 1819	البنوك	" هي أول أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812. وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي ،"
أزمة 1825	الأسهم	"بعد المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية (البنوك التأمينات، تصليح السفن ، بناء القنوات ...) انحدرت قيم الأسهم انحدار شديدا في بورصة لندن فأفلست بنوك عديدة و أكثر من 3300 مؤسسة، رغم أن هذه الأزمة تركزت في بريطانيا العظمى إلا أنها تعتبر أولى الأزمات التي مست البورصة ."
أزمة 1836	الأسهم و البنوك	"شهدت إنجلترا اختيار آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي "أندرو جاكسون" اشترط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة ، و هو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار بأمريكا وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا فقد تلقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في جد ذاتها سنة 1837 ."
أزمة 1873	الأسهم	"9 ملي 1873 ، بورصتي فينا و النمسا مرتا بفترة الكساد الكبير للاقتصاد العالمي بسبب المضاربة الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج حقيقي مما سبب انهيار كليا انتشر على ألمانيا و أوروبا و الولايات المتحدة الأمريكية <sup>2</sup> ."
أزمة 1866	البنوك و الأسهم	تعرض عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس ، مما أدى إلى أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني ، وتعد هذه الأزمة أقدم الأزمات المالية التي عرفها العالم <sup>3</sup> .
أزمة 1882	البنوك و الأسهم	انهيار بنك الاتحاد الفرنسي وتسبب إفلاس العديد من البنوك ، واهتزت بورصتا "ليون وباريس" وغرقت فرنسا في أزمة مالية <sup>4</sup> .
أزمة 1907	البنوك	بدأت الأزمة في عام 1907 بإفلاس "نيكربون" وهو أحد الصناديق الائتمانية الكبرى في مدينة نيويورك ، بعد أن مول عملية مضاربة فاشلة في سوق الأوراق المالية. وسرعان ما اشتدت الضغوط على الصناديق الائتمانية الأخرى في نيويورك إذ وقف المودعون أمام المصارف لسحب أموالهم. وخلال يومين انهار 12 من أكبر الصناديق الائتمانية. وشهدت أسواق الائتمان جمودا، وهبطت سوق الأوراق المالية هبوطا حادا فيما لم يتمكن تجار

<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص 26 .

<sup>2</sup> الداوي الشيخ ، مرجع سبق ذكره ، ص : 04 .

<sup>3</sup> ستاد نيجنكو ، ترجمة محمد عبد العزيز، الأزمة النقدية في النظام المالي الرأسمالي : أصلها و تطورها ، مطبعة جامعة بغداد العراق، 1979،

<sup>4</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص : 27.

<p>الأوراق المالية من الحصول على اعتمادات لتمويل عملياتهم وتبخرت الثقة بالأعمال لكن لحسن الحظ فإن أغنى رجل في مدينة نيويورك المصرفي جي بي مورغان تدخل بسرعة لإيقاف حالة الذعر، وعمل إلى جانب مصرفيين وأثرياء آخرين على دعم احتياطات المصارف وصناديق الائتمان كي تتمكن من الصمود أمام التهافت لسحب الأموال. وحين اطمأن الناس إلى أن بإمكانهم أن يسحبوا أموالهم توقف الذعر ومع أن حالة الذعر لم تدم أكثر من أسبوع، فإن الآثار الناجمة عنها وعن انهيار سوق الأوراق المالية أثرت على الإقتصاد. إذ تبعت ذلك فترة ركود طويلة دامت أربع سنوات انخفض فيها الإنتاج بالمائة وارتفع معدل البطالة من 30 بالمائة إلى 8 بالمائة<sup>1</sup>.</p>		
<p>انهارت بورصة "وول ستريت" ومع هذه الأزمة بدأ الكساد الكبير في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت تأثيره إلى العالم وخصوصاً أوروبا. وسوف نتطرق إلى أزمة الكساد الكبير (1929-1933)</p>	<p>البنوك و الأسهم</p>	<p>أزمة 1929</p>

#### رابعاً: أزمات العصر الحديث:

#### - أزمة الرهن العقاري (2007-2008) :

تعرض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية بحيث أحدث تطور حتى أصبحت أكبر صدمة مالية من أزمة الكساد الكبير عام 1929 على حد تعبير الخبراء والاقتصاديين نظراً للخصائص والمظاهر التي ميزتها عن الأزمات الأخرى وهي ليست وليدة اللحظة بل تراكمت لأزمة النظام الاقتصادي الرأسمالي منذ بداياته .

#### الفرع الأول: أسباب الأزمة المالية 2007-2008 :

لقد تشابكت العديد من الأسباب وتضافرت مع بعضها البعض لتشكل وتتسبب في الأخير بحدوث الأزمة المالية العالمية، ويمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء اندلاعها فيما يلي:

1- **تغير ظروف الإقتصاد الأمريكي:** حيث يعاني الإقتصاد الأمريكي من عدة إختلالات منذ فترة طويلة أبرزها:<sup>2</sup>

➤ **عجز الميزانية:** يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2,9% من

الناتج المحلي الإجمالي .

1 - بول كروغمان ، هاني تابري، العودة إلى الكساد ، أزمة الإقتصاد العالمي، دار الكتاب العربي بيروت، لبنان، 2010 ص ص 164- 165 .

2 - مصطفى حسني مصطفى، "الأزمة المالية العالمية أسبابها و آثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها" ، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والاقتصادية لأزمة المالية العالمية" ، كلية الحقوق ، جامعة المنصورة ، يومي 1-2 أبريل 2009 ، ص 5 .

- **العجز التجاري** : يلاحظ أن العجز التجاري الأمريكي يزداد منذ عام 1971 ، إذ أنه يسجل أي فائض بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في سنة 2006 إلى 758 مليار دولار ، ويعود السبب الرئيسي في ذلك العجز إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الإستهلاك .
- **المديونية** : أظهرت إحصاءات وزارة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية من 3،4 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8،9 % تريليون دولار في 2007 وأصبحت هذه الديون تشكل 64 من الناتج المحلي الإجمالي .

## 2- أسباب أخرى للأزمة المالية العالمية : هناك أسباب أخرى ساهمت في نشأة ونشأة الأزمة نذكر منها :

- توريق الديون العقارية
- التوسيع الكبير في حجم المشتقات المالية التي لا تخضع للمراقبة.
- الإقراض المفرط والغير الحذر .
- ظهور عولمة الأموال الرخيصة ( انخفاض سعر الفائدة )
- اتساع الفجوة بين القطاع المالي والحقيقي لسبب الزيادة المفرطة في منح الائتمان وخلق النقود بدون مقابل من الإنتاج<sup>1</sup>.
- الرهن العقارية الأقل جودة .
- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات<sup>2</sup>.
- كذلك من أسباب الوقوع فقد كشفت عن فقاعتين يحكمان الاقتصاد العالمي ما لبثا أن انفجرا ليحدثا الأزمة : فقاعة الربا والثانية فقاعة بيع الدين وكل منهما يرتبط بالآخر .
- الارتفاع الموالي لأسعار الفائدة .

### أثار الأزمة و انعكاساتها على الدول المتقدمة :

- إفلاس الكثير من البنوك والمصارف و المؤسسات بسبب نقص السيولة وزيادة مسحوبات المودعين؛
- إفلاس بعض الشركات والتي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد؛

1 - محمد عمر شابر، ترجمة رفيق المصري، الأزمة المالية العالمية هل يمكن لتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها " مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجدة ، السعودية 2009، ص 29 .

2 - زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة ، الأسباب والدروس المستفادة، الملتقى الدولي حول إدارة المخاطر في المؤسسات الاقتصادية والتحديات، يومي 25-26 نوفمبر جامعة شلف ، 2008، ص-ص 7 - 9 .

- قيام بعض الدول بفرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانيتها بسبب ارتفاع ميزانية الدعم وتقديم المساعدات للشركات والبنوك المقبلة على الإفلاس أو لدعم الودائع أو نحو ذلك؛
- فقدان المقترضين لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض ، وليصبحوا في عداد المتشردين واللاجئين .<sup>1</sup>
- تراجع الأسواق المالية حيث شهدت بلدان عديدة تراجعاً في أسواق المال منها : تايلندا و ماليزيا؛
- تراجع أرباح المؤسسات المالية حيث خسر بنك واشنطن ميوتوال 27% من قيمة أسهمه ونزلت قسمة أسهم جنيرال اليكتريك بنسبة 8 % وتراجعت أسهم سيتي جوب أكبر البنوك أمريكا بنسبة 15 % ؛
- ارتفاع حجم الديون حيث بلغ حجم الدين الداخلي والخارجي للولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 11 تريليون دولار؛
- عجز في الموازنة حيث قدر العجز في الموازنة الأمريكية 450 مليار دولار<sup>2</sup>؛
- إنقاذ الشركات الرأسمالية الكبرى والبنوك على حساب متوسطي الدخل حيث صرح معظم المحللين أن 700 مليار دولار التي تطلبها إدارة بوش من الكونجرس هي في الحقيقة أموال دافعي الضرائب ومتوسطي الدخل؛
- إنخفاض أسعار الفائدة حيث قام البنك الفدرالي الأمريكي في يناير 2008 بخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاث أرباع إلى 5,3 % ثم تخفيضه إلى 2% . بين يناير و أبريل لنفس العام؛
- ارتفاع معدلات البطالة وصل إلى 1,6% وهو المعدل الأكبر في خمس سنوات بحيث تم تسريح ما يقارب 60500 وظيفة منذ بداية الشهر الأول من هذا العام؛
- انخفاض إجمالي الناتج المحلي فعلى سبيل مثال شهد الاقتصاد الأيرلندي في الربع الأول من عام 2008 انكماشاً في إجمالي الناتج المحلي قدره 5,1 % وكذلك انكماشاً قدره 5 % في الربع الثاني لتصبح بذلك أيرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبي دخولا في الكساد الاقتصادي؛
- ارتفاع أسعار السلع الأساسية نتيجة أسعار البترول الذي استمر لفترة معينة قبل أن يبدأ في الانخفاض .
- تراجع قيمة الدولار الأمريكي نتيجة أزمة الرهن العقاري و أزمة الائتمان المصرفي في الو.م.أ حيث أثر هذا التراجع على العملات الدولية الأخرى وقطاعات كثيرة حساسة كالعقارات .<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - جازم الببلاوي ، " الأزمة المالية العالمية الحالية ، محاولة للفهم " مقال منشور على الموقع الإلكتروني : [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com) .

د. جازم الببلاوي - موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي . [consulté le 22-10-2021](http://www.iefpedia.com) .

<sup>2</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص - ص 93 - 98 .

<sup>3</sup> - نفس المرجع ، ص ص 77 - 86 .

## خامسا: آثارها على دول النامية .

أ): بالنسبة للدول النامية التي لا تمتلك البترول :

- انخفاض المساعدات التنموية وتدفقات الاستثمار الأجنبية مما يؤدي إلى انخفاض الدخل لهذه الدول .
- انخفاض الدخل الوطني الذي يؤدي بدوره إلى تقليص معدل الإنفاق العام وتفاقم البطالة .
- اهتزاز أوضاع البنك المحلية وفقدان سيطرتها على السياسة النقدية وضبط عرض النقود<sup>1</sup> .

ب)الدول البترولية :برغم من أنها تعتبر أقل تأثر بالأزمة المالية لما تتمتع به من فوائض نقدية ، وللدور الذي يلعبه النفط والغاز في التجارة الدولية ، إلا أنه يمكن رصد بعض الآثار السلبية في مدى الطويل نذكر منها .

- انخفاض الطلب على النفط نتيجة الكساد العالمي وتراجع الإنتاج في الدول المستوردة ما ينعكس سلبا على أسعار المحروقات في السوق الدولية .

- تراجع بورصات الدول النامية نذكر على سبيل المثال تراجع لبورصة الكويت التي تحتل المرتبة الثانية من حيث العالم العربي بنسبة 6,3% وتدهور بورصة الإمارات العربية وهي سوق الأوراق المالية في أبو ظبي بنسبة 7,4% - ارتفاع معدلات البطالة نتيجة لأسباب عديدة أهمها أن عدد من الشركات المحلية قامت بالاستغناء عن عدد من موظفيها بعد قيامها بإعادة هيكلة لتحقيق نفقاتها .

- انسحاب المستثمرين من المشاريع وهذا ما حدث في المملكة العربية المتحدة، حيث انسحب عدد من المستثمرين في قطاع الألبسة لينخفض عدد المصانع العاملة في هذا القطاع إلى 90 مصنعا مقارنة مع 110 عام 2007 .

- تأثر الميزان التجاري جراء نقص التبادل التجاري خاصة من جهة الصادرات وعلى سبيل المثال نذكر الميزان التجاري المصري الذي تأثرت صادراته بنسبة 12%.

- انخفاض معدل النمو في الودائع (الحكومية، قطاع الأعمال الخاص، العام والعائلي) والناجم عن تراجع معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي سواء بالعملات الأجنبية أو المحلية .

- تراجع معدل نشاط البنوك في مجال التجزئة المصرفية (قروض شخصية، قروض تمويل السيارات، قروض التمويل العقاري... الخ) نتيجة لانخفاض الطلب الكلي على السلع الاستهلاكية أو الأغراض العقارية.

- تأثر كافة تعاملات البنوك المرتبطة بالتجارة الخارجية أو الداخلية (شيكات، تحويلات البطاقات الائتمانية )

- تأثر المنشآت السياحية والقطاعات المرتبطة بها نتيجة الانخفاض المتوقع لعدد السائحين والذي يقدر بحوالي

<sup>1</sup> - ناجي التوني، الأزمة المالية ، المعهد العربي للتخطيط ، العدد 29 مجلة جسر التنمية ، الكويت 2004 ، ص ص : 3 - 4 .

2 مليون سائح عام 2009.<sup>1</sup>

### ➤ تأثير الأزمة المالية على الاقتصاديات العربية :

- تراجع أسواق المال و التأثير على عائدات الصناديق السيادية وأسواق السلع والخدمات؛
  - تراجع تحويلات العاملين في الخارج، حيث قدرت التحويلات ب 25 مليار دولار أمريكي سنويا؛
  - انخفاض عائدات الصادرات، خاصة عائدات دول الخليج النفطية وعائدات دول شمال أفريقيا العربية؛
  - انخفاض عائدات السياحة، فقدت دول الشرق الأوسط تدفقات السياحة خلال عام 2009 بنسبة 18 %، كما انخفضت عائدات السياحة في مصر بنسبة 3,17 % في الربع الأول من 2008؛
  - تزايد البطالة وحالات الفقر وضعف خلق فرص عمل جديدة خلال فترة الأزمة(خليج ومصر والأردن)<sup>2</sup>.
- أزمة كوفيد 19 ( أزمة فيروس كورونا ) 2020** : أرغم فيروس كورونا المستجد العالم بأسره على مواجهة أحد أكثر التحديات صعوبة في التاريخ المعاصر، غير أنه سيكون من الخطأ وصفه أزمة صحية فقط، فهو أزمة إنسانية واسعة النطاق أدت إلى انهيار المجتمعات والاقتصاديات والسياسات الحكومية والدولية مما أثرت على الأسواق المالية العالمية والتجارة والسياحة والسفر وغيرها، وهذا ما سنتطرق إلى معرفته وتوسع فيه في هذا المطلب .

### I ( ظروف نشأة وتفشي فيروس كورونا

قد سجلت أول بؤرة لتفشي فيروس كورونا في وهان عاصمة محافظة هوبي بالصين، وتم إعلان في تاريخ 27 ديسمبر 2019 تم تبليغ من قبل طبيب في مستشفى في مقاطعة هوبي السلطات الصينية بمرض يشبه السارس، وعند هذه المرحلة بدأت الحالات تتضاعف. وفي 30 ديسمبر 2019 تنذر لجنة الصحة في وهان المستشفيات المحلية " بالتهاب رئوي مجهول السبب " وطلبت منها الإبلاغ عن أي حالات ذات صلة مشتبه بها في الأسبوع الماضي، وتاريخ 31 ديسمبر 2019 السلطات الصينية تؤكد أنها تحقق في 27 حالة الالتهاب رئوي فيروسي وترسل فريق خبراء صحيين إلى المنطقة، مما أدى ذلك إلى إقفال سوق " هوانان " للمأكولات البحرية بالجملة وهو موقع عدد من الحالات ومصدر محتمل للفيروس. في 05 من يناير 2020 السلطات الصحية في وهان تعرض أول معلومات عامة عن المرض، قائلة إنه لا ينتقل من إنسان إلى آخر. وفي 09 يناير الصين تعلن عن جينوم فيروس كورونا، مؤكدة علاقته بفيروس سارس وفيروس ميرس. ليتم في 20 يناير تقوم مجموعة من خبراء

<sup>1</sup> - نفس المرجع ، ص ص 86 - 77 .

<sup>2</sup> - على فلاح المناصير ، وصفي عبد الكريم الكاسبة ، الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها ، تداعياتها وسبيل العلاج ، جامعة الزرقاء الخاصة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، الأردن ، 2009 ، ص ص 22-24 .

الصحة في اللجنة الصينية تؤكد إمكانية إنتقال الفيروس من إنسان إلى آخر، ليتم بعدها بتصريحها بوجود 291 حالة مؤكدة من المرض، ليلها في 23 يناير بإغلاق العام لمدينة ووهان والمدن المجاورة و فرض الحجر الصحي ومنع نشاط التجارة البرية في جميع أنحاء البلاد ، ليتم إصدار حالة طوارئ من قبل منظمة الصحة العالمية في 30 يناير 2020.<sup>1</sup>

### تأثير كورونا على الحياة العامة و على الاقتصاد و الأسواق المالية :

- تم إعلان حالة طوارئ؛
- فرض الحجر الصحي و غلق جميع الحدود وشلل قطاع السياحة والسفر الذي نتج عن توقف الطائرات والقطارات وحتى سيارات الأجرة إستجابة لأوامر الحجر الصحي في كل بقاع العالم؛
- شلل قطاع التجارة وتراجع في قيمة ووتيرة السلع الإستراتيجية؛
- إنخفاض بعض البورصات العالمية وتراجع ملحوظ في الأسهم والسندات وإفلاس بعض البنوك؛
- غلق معظم الشركات ومؤسسات الإنتاج وإفلاسهم بسبب توقف عجلة الإنتاج والنمو؛
- تضخم معدل البطالة بسبب تصريح الهائل لمعظم العمال؛
- غلق المرافق العمومية و المطاعم و المقاهي وحتى المدارس .

■ أثرت جائحة كورونا سلبا على الحياة الاجتماعية العامة والاقتصادية خاصة مما أدت إلى تباطؤ في عجلة النمو وتراجع ملحوظ في دور الأسواق المالية العالمية و شلل كبير في قطاعات الحياة و خسائر فاضحة في الأرواح .

■ لقد شكل تكرار الأزمات في العالم ظاهرة تجعل من التعامل مع هذه الأزمات ضرورة لا بد منها، لما تضمنته من أحداث كانت نقاط تحولات جذرية أسهمت في تغيير مفاهيم و أسس وأنظمة دولية قررت مصير العديد من الدول، والتي تجسدت في أزمة الكساد العظيم 1929 وأزمة 2008 و الأزمة الأخيرة أزمة كوفيد 19 ( جائحة كورونا ) التي كانت سريعة الإنتشار فانطلقت من ووهان الصينية لتشوب كل دول العالم، وهذا بفعل العدوى، التي صنفت أزمة صحية، اجتماعية، إقتصادية ومالية وتركت بصمة خاصة في الإقتصاد العالمي و الأسواق المالية العالمية.

■ تعد الأزمات المالية العالمية واحدة من أعنف الإختلالات التي شهدها العالم، والتي انتقلت لتتال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد من المؤسسات المالية في أوروبا وأسيا وأمريكا، ولم تقتصر الأزمات على الجانب المالي والصحي والاجتماعي بل تطورت إلى مشكلة ركود إقتصادي واسع حيث أثرت تداعياتها سلبا على مستويات التشغيل وأسعار النفط عالميا وموجات من الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الأسواق وإفلاس بعض البورصات والبنوك والمؤسسات الإقتصادية والإنتاجية... إلخ

**سادسا: نموذج لأزمة سعر الصرف (أزمة المكسيك):** شهدت فترة التسعينات العديد من الأزمات منها الأزمة المالية التي عصفت بالأسواق المالية الناشئة كالمكسيك، والأرجنتين، وفنزويلا...، ويقصد بالأسواق الناشئة على أنها أسواق مالية لبلدان تعودت على تلقي تدفقات رؤس أموال خارجية ضخمة لفترة طويلة فأصبحت أكثر اندماجا في السوق الدولية واستجابة وأشد حساسية لآليات السوق، ومع توقف هذه التدفقات النقدية حدثت الأزمة المالية وأصبح الاقتصاد يواجه التزامات وديون مالية، وفيما يلي نأخذ نموذج من هذه الأزمة ونقدم شرح لأزمة المكسيك ضمن النقطة التالية :

- حدثت أزمة المكسيك سنة **1994** بعد عجز ميزان العمليات الجارية في ميزان المدفوعات أدى إلى عجز المكسيك عن سداد ديونها الخارجية مما نتج عنه انخفاض أسعار صرف العملة الوطنية " البيزو "، وتعود الأسباب الرئيسية لتفاقم أزمة سعر الصرف المكسيكي إلى النقاط التالية :
- ضعف النظم المالية بعدم كفاية الاشراف و اللوائح التنظيمية .
- اختلال الموازين الخارجية و ارتفاع كبير في قيمة العملة، نتيجة ارتباطها بسعر صرف ثابت مع الدولار .
- حدوث توسع نقدي بدرجة تؤدي الى ارتفاع الضغوط التضخمية .
- أدى الارتفاع في قيمة سعر الصرف الحقيقي، و الدين الخارجي القصير الأجل المتنامي ، و حجم العجز في الحساب الجاري، و هي الأمور التي تعقدت بفعل ضعف النظام المالي، إلى ممارسة ضغوط قوية، على سوق النقد الاجنبي .
- أدت تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية الى فائض في سيولة نظامها المالي ، مما ادى الى توسع البنوك في الاقراض للقطاع الخاص و خاصة قطاع العقارات ، مما ترتب عليه تفاقم مشكلات الديون المدومة .

- الاعتماد على قروض مقومة بالدولار ، و اتباعها لنظام سعر صرف غير مرن ، مما جعلها أكثر عرضة لمخاطر الصدمات الخارجية .
- اتباع سياسة سعر صرف معوم في 22 ديسمبر 1994 نتيجة العجز الكبير في الميزان الجاري ، و الخسائر الكبيرة في الاحتياطي النقدي من العملات الاجنبية ، و المضاربة على العملة " البيزو " الذي تدهورت قيمته .
- تدفق رؤوس الاموال المفاجئ الى الخارج على نطاق واسع، و التوقف المفاجئ في تدفق رؤوس الاموال الى الداخل، مما أدى الى ازمة عميقة في النظم المالية الداخلية على نحو هدد استقرار القطاعات الانتاجية .
- • التوسع في إستيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سترتفع فيما بعد، وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم عملة البيزو .
- • ارتفاع أسعار الفائدة، وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل، والتوسع في منح الائتمان من قبل البنوك هي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، والتي دفعت بالحكومة المكسيكية إلى انتهاج سياسة نقدية للمحافظة على استقرار العملة
- و كان نتيجة كل ذلك انهيار اسعار الاسهم و العملات، كما ولد قدرا كبيرا من عدم اليقين و الشك لدى المستثمرين حول قدرة الاقتصاد المكسيكي الاستيعابية ، و من ثم بدأ المستثمرون في سحب اموالهم من الاسواق المالية المحلية ، فكانت الازمة المالية في المكسيك .
- الاجراءات المعالجة: تطلب انفجار الازمة عدد من تدابير التصحيح الطويلة الاجل ، و دعما ماليا استثنائيا . فقد كان على العالم الرأسمالي توفير 50 مليار دولار كحد ادنى لحل المشكلة المكسيكية ، لان انخفاض قيمة) البيزو (بمقدار 15% من قيمته الجارية سنة 1995 تسببت في حالة ذعر كبير خيمت على العالم اجمع، و على المشرفين على ادارة رؤوس الاموال الخاصة في مصارف " وول ستريت "، و في صناديق الاستثمار التابعة لها، و ذلك لكونهم قد استثمروا ما يزيد على 50 مليار دولار في قروض للحكومة المكسيكية و في اسهم و سندات حكومية مكسيكية .
- و كان من التدابير التصحيحية الفورية ، التخفيض في عجز الحساب الجاري الخارجي و ذلك بدعم مالي استثنائي ، شمع بتقليص هذا العجز من 6.7% خلال الفترة (1992/1994) الى 1% من الناتج المحلي الاجمالي للفترة . (1995/1997) و على مستوى النظام المالي تم اتخاذ اجراءات تعويم سعر الصرف و تحرير الاسواق، كما ان اللجوء الى صندوق النقد الدولي و البنك العالمي، بتوفير سيولة نقدية

من العملات الاجنبية ووضعتها تحت تصرف المصارف التجارية لمساعدتها في دفع مستحقاتها المالية دون تأخير .

- و لكن هذه الاجراءات التصحيحية و هذا الدعم الهائل للمؤسسات المصرفية لم يبيكن بدون تكلفة ،اذ قدرت تكلفة المحافظة على وضع مالي سليم يعيد الثقة للمقرضين ب %12 من حجم الناتج المحلي الاجمالي لسنة 1997 تستهلك على مدى 30 سنة ، و هي كبيرة و لكنها جنبت المكسيك انخيار نظامه المالي و ربما انخيار النظام المالي العالمي، كما ساعدت الاقتصاد المكسيكي على استعادة قوته، حيث شهد معدلات نمو مرتفعة لم تبلغها المكسيك من قبل .

## قائمة المراجع:

### الكتب:

- أحمد أبو الفتوح علي الناقبة ، نظرية النقود والأسواق المالية في الإقتصاد ، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية ، مطبعة الإشعاع الفنية ، مصر ، 2001
- أمين صيد ، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2013
- السيد متولي عبد القادر : الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2010
- بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان ، الأسواق المالية الدولية ، دار علي للطباعة والنشر . بسكرة ، الطبعة الأولى ، 2019
- بن ضيف محمد عدنان ، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، دار النفاس للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان
- بول كروغمان ، هاني تابري ، العودة إلى الكساد أزمة الإقتصاد العالمي ، دار الكتاب العربي بيروت ، لبنان ، 2010
- حسن بن هاني ، الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الكندي ، الأردن ، سنة 2002
- حيدر حسين آل طعمة ، مطبوعات الأسواق المالية ، النشأة ، المفهوم ، الأدوات ، طبعة مزيد ومنقحة ، مركز الدراسات الإستراتيجية ، جامعة كربلاء ، 2014
- جودة عبد الخالق ، " الإقتصاد الدولي من المزايا النسبية إلى التبادل اللامتكافئ " ، دار النهضة العربية مصر 1992
- رسمية أبو موسى ، الأوراق المالية والنقدية ، دار المعتر للنشر وتوزيع عمان ، 2005
- سعد عبد الحميد مطلوع ، الأسواق المعاصرة ، مكتبة لأم القرى للنشر . المنصورة مصر ، 2007
- سعيد توفيق عبید ، الإستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس للنشر ، مصر ، 1998
- صلاح الدين السيبي ، قضايا ، اقتصادية معاصرة ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة دار الأدب ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، 1998
- علي حافظ منصور ود. أحمد الصفتي ، " النقود والبنوك والعلاقات الدولية " ، دار الثقافة العربية، القاهرة 1996/1995

- عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي (مدخل حديث)، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر والتوزيع، العراق، 2008
- عبد النافع الزري وغازي فرج ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2001
- عاطف وليد أندر واسي، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي وتحرير المالي وتطورها ، طبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006
- فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2009
- قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية " البورصات " الطبعة الأولى ، دار رسلان ، سوريا ، 2006
- هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سوريا، 2007
- مدحت صادق ، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية ، الطبعة الأولى ، دار غريب للطباعة والنشر وتوزيع ، مصر ، 1997
- محمد عبد الله شاهين محمد، اتجاهات التجارة الدولية وأثرها على التجارة الخارجية للدول العربية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2018
- مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012 الأردن
- منير إبراهيم الهندي ، الأوراق المالية الدولية و أسواق رأس المال ، نشأة المعارف للنشر ، مصر ، 1999
- ماهر كنج شكري، المالية الدولية العملات الاجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى الاردن، 2004

#### مقالات ومدخلات علمية:

- داوي الشيخ الأزمة المالية العالمية ، إنعكاساته وحلولها في إطار مؤتمر الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي والغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، طرابلس لبنان أيام 13 - 14 مارس

- رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العملة المالية واثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي واثارها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، نوفمبر 2006
- شريف بودري، المعاملات المالية الدولية بين سيطرة الدولار الامريكى وتنامي المكانة الدولية لعملة اليورو، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديمقراطي العربي، ألمانيا، برلين، العدد3، سبتمبر 2018
- رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العملة المالية واثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي "سياسات التمويل واثارها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-" بسكرة20/21نوفمبر2006
- زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة ، الأسباب والدروس المستفادة، الملتقى الدولي حول إدارة المخاطر في المؤسسات الاقتصادية والتحديات، يومي 25-26 نوفمبر جامعة شلف ، 2008
- مفتاح صالح مفتاح صالح ، العملة المالية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، جوان 2002،
- مقدم عبد الإله، قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005-2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد5، العدد10، 2019
- محمد طويطو، العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والنمو الاقتصادي في البلدان النامية دراسة قياسية للفترة (1980-2018)، les cahiers du cread ، مجلد 35، العدد02، 2019
- مصطفى حسني مصطفى ،"الأزمة المالية العالمية أسبابها و اثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها "، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والاقتصادية لأزمة المالية العالمية "، كلية الحقوق ، جامعة المنصورة ، يومي 1-2 أبريل 2009

### مطبوعات ومحاضرات:

- ابراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة البرمجة المالية والسياسات الاقتصادية الكلية، صندوق النقد العربي، ابوظبي،
- بوقزاطة سليم، محاضرات في تقنيات التصدير والاستيراد، مطبوعة موجهة لطلبة ماستر سنة اولى اقتصاد وتسيير مؤسسات ،جامعة بومرداس، 2020-2021

- خروف منير، المالية والتجارة الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تجارة دولية، جامعة قلمة، 2014-2015
- محمد راتول، مطبوعة حول الاقتصاد الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2005/2006
- محمد مداحي، مطبوعة في الأسواق المالية، جامعة آكلي محمد أو لحاج - البويرة . سنة 2017 .  
2018
- دون مؤلف، محاضرات في المالية الدولية، جامعة بسكرة، دون سنة نش

#### اطروحات ومذكرات:

- بربري محمد أمين، "سياسة التحرير التدريجي للدينار و انعكاساتها على تطور وضعية عناصر ميزان المدفوعات الجزائري خلال الفترة 1990-2003"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة شلف، 2004-2005
- عبد الجليل هجيرة، " أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري - دراسة حالة الجزائر - " ،مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،تخصص: مالية دولية ، جامعة تلمسان ،2011-2012
- راييس مبروك ، العولمة المالية و إنعكاساتها على الجهاز المصرفي الجزائري، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير ،جامعة محمد خيضر بسكرة،2004/2005
- نمديل وحيد، اثر التمويل الدولي على التنمية الاقتصادية ، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2019،

#### مراجع باللغة الأجنبية:

- Sid ali boukrami, la finance internationale, office des publications universitaires, alger, 1981

- Laurence abadie, catherine mercier-suisa, finance internationale marchés des échanges et gestion des risques financiers, armand colin, France,2011
- Philippe d'arvisenet, finance internationale, dunod, paris,2008
- 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 deLausanne Philippe HEC Lausanne 2009.
- Crockett Andrew D (1994). " Évolution du système monétaire international. " In: Revued'économie financière. Hors-série, 1994. BrettonWoods : mélanges pour un cinquantenaire. pp.139-150.
- Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), "Finance internationale : rappelsde cours, questions de réflexion, exercices d'entraînement, annales corrigées", Dunod , Paris.
- LACOST Olivier . **Comprendrele Crisefinanciers.** Editions.Eyrolles. Paris 2009
- Ziad M'hamedZiad M'hamed/ Régimes de change et développement : Une analyse quantitative/Revue Sciences & Technologie -ANDRU (2010),N°7, p. 199-214, MESRS-Alger.

#### مواقع الكترونية:

- وليد عيدي النبي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، البنك المركزي العراقي، ص2

- <https://cbi.iq/static/uploads/up/file-152214235072415.pdf> : موقع التصفح

تاريخ التصفح: 2021-10-22

- على فلاح المناصير ، وصفي عبد الكريم الكاسبة ، الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها ، تداعياتها وسبيل العلاج ، جامعة الزرقاء الخاصة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، الأردن ، 2009 ، ص ص 22-24 .

- <https://www.bbc.com/arabic/world-52596350>

- جازم الببلاوي ، "الأزمة المالية العالمية الحالية ، محاولة للفهم" مقال منشور على الموقع الإلكتروني : الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم -د.حازم الببلاوي - موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي (iefpedia.com).consulté le 22-10-2021.

- الموقع الرسمي لبنك التسويات الدولية ، حول بنك التسويات الدولية ، تم زيارة الموقع في 2021-10-22 .

- Bank for International Settlements (BIS) Arbitral Tribunal | PCA-CPA