

Ministry of Higher Education and Scientific  
Research  
Djilali Liabes University - Sidi Bel Abbas



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة جيلالي ليابس - سيدي بلعباس

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
Faculty of Economics, Business and Management Sciences

# دروس في مادة المالية الدولية

لطلبة السنة الأولى ماستر  
شعبة علوم التسيير / تخصص إدارة مالية

إعداد:  
أ.د. قادري علاء الدين

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بسم الله الرحمن الرحيم

## دروس في مادة المالية الدولية

أخي الطالب/ أختي الطالبة ... إن هذه الدروس لا تغني الطالب (ة) بأي حال من الأحوال عن الكتاب أو وسائل البحث الأخرى، لذا عليك بالبحث والقراءة، ثم الإستعانة بها بعد الله سبحانه وتعالى، فهذه الدروس عبارة عن تبسيط لمادة المالية الدولية، وتشرح أهم المحاور المطلوب من الطالب (ة) فهمها من المنهج المقرر.

هذا العمل للجميع، وقيمته دعوى بالهداية لك ولي.

---

## مقدمة عامة:

تعد المالية الدولية إحدى الفروع المهمة في الإقتصاد الدولي التطبيقي، والعنصر الحاسم في العلاقات الإقتصادية الدولية، وهي تشكل حلقة وصل تربط أركان الإقتصاد العالمي، فضلا عن كونها تمثل قوة رئيسية في عملية تكامل الإقتصاديات على الصعيد العالمي.

وتعني المالية الدولية بكل ما ينبثق عن التبادل الدولي على أنها:

- تسوية مدفوعات قيم أو أسعار الصادرات والواردات ما بين الدول.
- تدفق الأموال بشكل قروض أو إستثمارات من الدول المتقدمة والمنظمات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات إلى الدول النامية بهدف تمويل مشاريع تنمية أو استثمارات مباشرة.
- تدفق الأموال من الدول النامية إلى الدول المتقدمة تسديدا لأقساط وفوائد قروضها المستحقة، أو تحويلا لأرباح استثمارات الشركات، أو توظيفاً لمخزونات مواطني هذه الدول.

يتميز الإقتصاد العالمي في عصرنا هذا بتزايد أهمية المعاملات الخارجية لاقتصاديات الدول المكونة له، فالتجارة الخارجية بين هذه الدول نمت بوتيرة متزايدة تزيد عن ضعف وتيرة النمو الإقتصادي العالمي ككل، مما زاد حصة المعاملات الدولية المتعلقة بالتجارة الخارجية في الناتج المحلي لمعظم دول العالم وبالأخص الدول الصناعية الكبرى.

صاحب هذا النمو المطرد في التجارة الخارجية نمو موازي في العمليات المالية الدولية، ونتيجة لحاجة هذه الدول، وكذلك الشركات التجارية للقيام بعمل تسوية لمدفوعاتها التجارية ولتمويل استثماراتها المحلية والخارجية المتزايدة.

وعلى صعيد آخر فقد أدى التطور الكبير في المجال الإقتصادي الناتج عن ثروة تكنولوجيا الإتصالات والمعلومات والمواصلات إلى تخفيض كبير في تكاليف التعاملات الخارجية، وإلى تعزيز نمو التبادل التجاري الدولي وإلى تزايد اعتماد إقتصاديات الدول والأسواق العالمية على بعضها البعض.

على هذا الأساس جاءت هاته المطبوعة كأساس لتكوين الطالب(ة) على المفاهيم الأساسية و الأدوات التفسيرية للمعاملات الإقتصادية في ظل المالية الدولية، وكذا كيفية تحليل معظم الجوانب الأساسية لعمل الأسواق المالية الدولية و أساليب تطويرها بما يتماشى مع محيط المنافسة الدولية. والإلمام بأهم المتغيرات الدولية والسياسية المؤثرة على النشاط الدولي وتدفق الأموال دوليا. كما تسعى لتمكين الطالب(ة) من فهم وتحليل الإشكاليات الاقتصادية والمالية المرتبطة بقضايا الإقتصاد الدولي بصفة عامة، والمسائل المتعلقة بالمالية الدولية على وجه الخصوص.

في إطار ما تقدم تأتي هذه الدروس من أجل تقديم إحاطة نظرية شاملة للمفاهيم والجوانب الأساسية في موضوعات النقود والبنوك والأسواق المالية، سيما بالنسبة لطلبة ماستر علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، على النحو الذي يتيح تزويد المتلقي وإثراء معارفه في

واحد من بين أهم مجالات علم الاقتصاد الدولي التطبيقي ككل، ويسمح بتكامل مجموع مهاراته وخبراته التي تتقاطع في عديد جوانبها مع موضوعات الاقتصاد البنكي والنقدي والاقتصاد الكلي والتجارة الدولية، وغيرها من المواضيع الأخرى.

نسأل الله التوفيق أن تكون هذه المطبوعة قد قدمت أجوبة حول التساؤلات التي يطرحها موضوع المالية الدولية، ذلك أن دراستنا لا تعدو أن تكون مساهمة في توضيح أهم مظاهر ومعالم المالية الدولية التي تعد أحد المقررات الدراسية في أقسام الإقتصاد والتسيير والعلوم التجارية في مختلف الجامعات الوطنية. وأقصى ما نطمح إليه هو أن نثير في نفس القارئ رغبة حقيقية في معرفة المزيد عن هذا الموضوع.

FOR AUTHOR USE ONLY

# الفصل الأول

## النظام النقدي الدولي

يمكن تعريف النظام النقدي على نحو من التبسيط على أنه الكيان التنظيمي الذي يضم في إطاره أنواع معينة من النقود المتداولة في مجتمع معين خلال فترة معينة، والقواعد الحاكمة لكيفية وشروط إصدار كل نوع منها ومدى قابلية بعضها للتحويل إلى الأنواع الأخرى المتداولة، ومدى الالتزام بقبولها في الوفاء بالالتزامات البعض<sup>1</sup>.

هو مجموعة من القواعد التنظيمية والإجراءات الخاصة بالتداول النقدي (عملية إصدار النقود و تداولها) في أي مجتمع من المجتمعات. بما يضمن تحقيق السياسة النقدية وأهدافها.

القواعد النقدية هي القوانين التي تحكم عملية إصدار النقود والكمية المصدرتها منها، وتسمى هذه القوانين في مجموعها بالنظام النقدي. وأن القاعدة النقدية هي العنصر الأساسي لأي نظام نقدي. وهي المقياس الذي يختاره المجتمع لحساب القيم النقدية و مقارنتها ببعضها البعض.

### وتنحصر أركان النظام النقدي بما يلي<sup>2</sup>:

- ❖ النقود المتداولة في المجتمع من حيث نوعها وشكلها (أي عرض النقود).
  - ❖ التشريعات والتنظيمات المنظمة لآداء النقود ولوظائفها المختلفة.
  - ❖ مجموعة المؤسسات التي تتولى مهمة الإصدار النقدي وتنظيمه.
- وتمثل القواعد النقدية الأساس الذي تتركز عليه العملة لأي دولة ما، وتمثل في نفس الوقت طبيعة النظام النقدي السائد.

### ويتميز النظام النقدي الجيد بأنه<sup>3</sup>:

- ❖ يشجع حركة النمو والتجارة والاستثمارات الدولية.
- ❖ يؤدي إلى توزيع عادل لمنافع التجارة بين الدول.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 89

<sup>2</sup> المرجع نفسه والصفحة سابقا.

<sup>3</sup> بسام الحجار: الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006، ص 38-37

### ولقد اقسمت النظم النقدية إلى قسمين رئيسيين<sup>1</sup>:

أ- النظم النقدية السلعية: هي تلك النظم تربط قيمة وحدة النقود بقيمة مقدار معين من سلعة مادية (مثل الذهب و الفضة)، والتي يتفق عليها المجتمع كأساس لنظامه النقدي.

ب- النظم النقدية الائتمانية: هنا لا ترتبط قيمة النقود بقيمة أي سلعة مادية بحيث تتمتع النقود الورقية بقوة الإلزام القانوني.

إن تمويل التجارة الدولية والبحث عن الاستقرار النقدي الدولي، كان ولا يزال الاهتمام السائد في مجال العلاقات الدولية. ومن خلال المسح التاريخي للعلاقات الاقتصادية الدولية، يمكن أن نحدد ثلاثة نظم نقدية مختلفة شهدها العالم الحديث، كان أولها نظام قاعدة المعدن خلال نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، ثم نظام بريتن وودز الذي استمر من نهاية الحرب العالمية الثانية حتى بداية السبعينات، ثم نظام التعويم المدار الذي قام على أنقاض نظام بريتن وودز.

### المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة المعدن

بعد اكتشاف المعادن تحوّل الإنسان إلى استخدامها في الأغراض النقدية، فتم استخدام المعادن النفيسة كالذهب والفضة للقيام بشتى وظائف النقود، ويؤخذ اسم النظام النقدي من السلعة أو السلع التي تثبت وحدة النقد بدلالتها، فإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة في آن واحد أطلق عليها اسم قاعدة المعدنين. وإذا ربطت بالفضة فقط قيل أنها تسيير على قاعدة الفضة، فإذا تم تثبيت وحدة النقود لدولة ما بالذهب قيل أنها تسمى بقاعدة الذهب وإذ لم يتم ربط العملة بأي معدن قيل أنها تتبع نظام النقد الدولي.

واستيفاء لأغراض البحث سوف تقتصر، في دراستنا للقواعد النقدية، على شكلين من أشكال قاعدة المعدن، هما: نظام المعدنين، ونظام المعدن الواحد.

### أولاً: نظام المعدنين

بموجب هذه القاعدة تحدد الدولة نوعان من النقود المعيارية كل منهما من معدن مختلف، ولكل منهما قوة إبراء غير محدودة. لذلك ترتبط قيمة النقود الورقية المصدرة بكميات معينة من كلا المعدنين، فمثلا الوحدة الواحدة من النقود تعادل 5 غرام ذهب أو 5 غرامات من الفضة<sup>2</sup>.

يمكن تلخيص شروط قيام هذا النظام بالنقاط التالية<sup>3</sup>:

- تعيين معدل قانوني ثابت بين الذهب والفضة حيث تكون لكل النقود الذهبية والفضة وزن و عيار معين. (مثال: كان في القرن

التاسع عشر 1 دولار = 16 دولار فضي)

<sup>1</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سارة: النقود والبنوك والمصرفيات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص48

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص51

<sup>3</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص 38

- حرية تحويل السبائك من المعدنين إلى قطع نقدية مجانا. وذلك حتى لا تكون القيمة الإسمية أكبر من القيمة النقدية.
- حرية صهر المسكوكات وتحويلها إلى سبائك.
- حرية إستيراد وتصدير المعادن النفيسة، من أجل المحافظة على إستقرار أسعار الصرف الدولية.
- أما عن مزايا وعيوب نظام المعدنين، فيمكن تلخيصها على النحو الآتي:

#### بالنسبة لمزايا نظام المعدنين:

- ❖ يساعد على إتساع حجم القاعدة النقدية (استخدام معدنين يزيد من حجم الكتلة النقدية)، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات قدرة السلطات النقدية لمواكبة احتياجات المجتمع.
- ❖ استخدام المعدنين يسمح بمرونة أكثر في النظام النقدي والأسعار.
- ❖ ثبات أسعار الصرف.

#### بالنسبة لعيوب نظام المعدنين:

- صعوبة المحافظة على إستقرار تعادل النسبة القانونية مع نسبة التعادل في السوق، وإذا أمكن للحكومة المحافظة على ذلك داخليا فقد يحدث في الخارج عدم التعادل بين القيمتين في الداخل أقل منها في الخارج مما يؤدي إلى زوال النظام النقدي بإختفاء النقد الجيد.

- ارتفاع نشاط المضاربة في ظل هذا النظام خاصة عندما ترتفع أسعار أحد المعادن (الذهب أو الفضة).
- كثرة التعديلات في القيمة القانونية بين المعادن يعرقل وظيفة النقود كعيار للمدفوعات الآجلة.

و قد إنهار هذا النظام نتيجة الصعوبات التي واجهته. وتتلخص هذه الصعوبات بما كان يعرف بإسم قانون غريشام الذي ملخصه أن العملة الرديئة تطرد العملة الجيدة من التداول. ومفاده أن إستمرار الأخذ بهذا النظام يتطلب إستمرار تعادل النسبة القانونية مع النسبة السوقية إلا أنه من الصعب المحافظة على إستقرار القيمتين السوقية التي تخضع لعوامل العرض والطلب والقيمة القانونية المحددة قانونيا. وعند حصول إختلاف بين القيمتين (السوقية و القانونية)، فإن المسكوكات من المعدن الذي إرتفعت قيمته السوقية على القيمة القانونية تميل إلى الإختفاء من التداول وتحول محلها المسكوكات من المعدن الرخيص<sup>1</sup>.

**مثال:** زيادة عرض الفضة مع ثبات الطلب عليها يؤدي إلى إنخفاض قيمتها القانونية على القيمة السوقية، مما يؤدي إلى صهر الذهب وتحويله إلى سبائك وبيعه بسعر السوق، مما ينتج عنه إختفاء الذهب.

<sup>1</sup> حسين محمد سمحان، إساعيل يونس يامن: اقتصاديات النقود و المصارف، دارصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2011، ص 60



## ثانيا: نظام المعدن الواحد (الذهب)

## 1- تعريف وأسس نظام المعدن الواحد

يرتكز هذا النظام على معدن واحد، ذهباً كان أو فضة، وفي كلتا الحالتين يعتمد المشرّع على إنشاء علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من المعدن المتخذ أساساً للقاعدة النقدية<sup>1</sup>. وأهم القواعد المعدنية: قاعدة الذهب، أما قاعدة الفضة فهي لا تختلف كثيراً عن قاعدة الذهب، إلا أن هناك فروق في التطبيق، حيث أن الدول التي أخذت بقاعدة الفضة قليلة العدد ومحدودة من حيث التأثير، ولم تلعب دوراً مهماً في التأثير على النشاط الاقتصادي العالمي<sup>2</sup>.

ويعد نظام قاعدة الذهب من أقدم النظم النقدية المعروفة، وهو عبارة عن نظام نقدي يتم من خلاله تثبيت وحدة النقود لدولة ما بالذهب إما بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

يتميز نظام قاعدة الذهب بأن قيمة وحدة النقد الأساسية فيه سواء الجنيه الاسترليني أو الدولار الأمريكي مثلاً كانت ترتبط ارتباطاً ثابتاً بالنسبة إلى الذهب، أي أن العلاقة ثابتة بين وحدة النقود الأساسية ووزن معين من الذهب محدد العيار، وبذلك تتعادل القدرة الشرائية لوحدة النقود مع القدرة الشرائية بكميات معينة من الذهب.

ويقوم نظام قاعدة الذهب على الأسس الآتية<sup>3</sup>:

- ❖ تحدد السلطة النقدية الممثلة في البنك المركزي، المصدرة لوحدة النقود سعراً ثابتاً لوحدة النقود بالنسبة إلى الذهب، أي أن وحدة النقود كالدولار تساوي مقداراً معيناً من الذهب الخالص المحدد العيار بوزن معين.
- ❖ يجب أن تتساوى القيمة السوقية للذهب مع قيمته كنقود أي أن الوحدة النقدية إذا بيعت كمعدن لأغراض صناعية غير نقدية، يجب أن تتساوى قيمتها كقوة شرائية كوحدة نقدية، وحتى يتحقق هذا يجب أن تضمن الدولة للأفراد حرية سك وصهر الذهب، مع إمكانية تحويل السبائك الذهبية إلى نقود، وصهر النقود وتحويلها إلى سبائك أو أي مصنوعات ذهبية أخرى.
- ❖ يجب على الدولة ألا تضع أي قيود على تصدير واستيراد الذهب، أي أن هناك حرية كاملة في تصدير واستيراد الذهب، ونقله من وإلى الدولة حتى تضمن تحقيق معدل ثابت لصرف عملتها على المستوى الدولي.
- ❖ يجب أن تحافظ الدولة على العلاقة بين كمية النقود في داخل الدولة وبين كمية الذهب التي تملكه (أي ما يعرف بالغطاء الذهبي)، حيث يكون بمقدورها تحويل أي مبلغ من وحدات النقود إلى ذهب عند الطلب.

<sup>1</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص 39

<sup>2</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سارة، مرجع سابق، ص 51

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 91-92

## 2- أشكال قاعدة الذهب:

أ- **المسكوكات الذهبية:** هو أول أنظمة الذهب المعروفة، وعرف كنظام للتداول بالذهب كمسكوكات ذهبية بين الأفراد. وتحتوي كل وحدة نقدية على وزن محدد من الذهب يكون مساويا لقيمتها الاسمية، وتحفظ مع العملات الأخرى بسعر التداول مع الذهب. ولكي يتحقق ذلك يستوجب الأمر الشروط الآتية<sup>1</sup>:

- تحديد وزن وعيار الوحدة النقدية.

- حرية تحويل السبائك الذهبية إلى قطع نقدية ذهبية

- حرية تحويل المسكوكات الذهبية إلى سبائك ذهبية

- ضمان حرية تصدير وإسترداد الذهب

ب- **نظام السبائك الذهبية:** ويعني أن الأوراق النقدية لم تعد قابلة للتحويل إلى ذهب في شكل قطع عملة ذهبية، وإنما فقط في شكل سبائك ذهبية، لا تقل وزن السبيكة منها عن قدر معين يحدده القانون<sup>2</sup>.

ظهر هذا النظام خشية بعض الدول أن استمرار نظام المسكوكات الذهبية سيؤدي إلى استنزاف ملكيتها من الاحتياطات الذهبية، وحدوث نقص في الاحتياطي من الذهب. وهكذا تخلى العالم عن نظام المسكوكات الذهبية و اضطرت الدول إلى القيام بإصدار نقود ورقية ومعدنية مساعدة إلزامية وطرحها في التداول<sup>3</sup>. وفي ظل هذا النظام لا يتم تداول المسكوكات الذهبية في السوق. بل تقوم السلطات النقدية بشراء ما يعرض عليها من الذهب بسعر ثابت (حتى لا ترتفع قيمة الذهب)، وتصدر بالمقابل أوراق نقدية بقيمة هذا الذهب.

ما يجب التأكيد عليه في هذا النظام أنه: لم تعد العملة المتداولة ذهبيا بل يتم تداول الأوراق النقدية و القطع النقدية المساعدة الإلزامية بحيث تكون مرتبطة بمقدار معين من الذهب الموجود في خزانة البنك المركزي.

يتخذ نظام السبائك الذهبية قاعدة نقدية له بحيث تكون هناك دولة تابع ودولة متبوعة، وبالتالي لا تحتاج الدولة إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من الذهب لديها لكونها ترتبط بسعر صرف ثابت بين عملتها والعملة الأصلية للدولة المرتبطة بالذهب. ومشكلة هذا النظام تكمن في منتهى الحذر إتجاه أي مؤشر ضعف في عملات الدول المتبوعة.

<sup>1</sup> بسام الحجار، مرجع سابق، ص 40-42

<sup>2</sup> زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي: أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003، ص 63

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 94-95

ج- نظام الصرف في الذهب: هو الشكل الأخير لقاعدة الذهب، حيث أنه بموجب هذا النظام لا تتحدد قيمة الوحدة النقدية لبلد معين على أساس الذهب مباشرة بل ترتبط بنسبة ثانية مع عملة بلد آخر. إذ أنها تعني اتباع قاعدة الذهب بطريقة غير مباشرة ذات طابع دولي، وليس بطريقة مباشرة كما هو الحال في الصورتين السابقتين<sup>1</sup>.

يتميز هذا النظام بأن وحدة النقد الأساسية فيه تكون مرتبطة بالذهب بطريقة غير مباشرة وعن طريق وحدة النقد الأساسية لدولة أجنبية تسيير على قاعدة الذهب، وفي هذا النظام كما هو واضح لا تتحدد قيمة الوحدة النقدية للبلد على أساس الذهب مباشرة، وإنما ترتبط بنسبة ثابتة لعملة بلد آخر يسيير على نظام السبائك الذهبية، أي أن عملة الدولة تكون قابلة للصرف بالذهب ولكن عن طريق عمله وسيطة لدولة أخرى. بمعنى أن ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يعتمد على نظام قاعدة الذهب.

وقد انتشر استعمال هذا النظام في العالم خلال القرن التاسع عشر، وأصبح نظام الصرف بالذهب نظاما دوليا في الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية حيث طبق في الكثير من الدول، ويحقق هذا النظام عدة مزايا، يمكن تلخيصها على النحو الآتي<sup>2</sup>:

❖ أنه يحقق مزايا السير على قاعدة الذهب من خلال الاحتفاظ بعملة دولة أخرى فقط.

❖ أن احتفاظ الدولة بعملات أجنبية في بنوك الدولة المتبوعة يؤدي إلى تحقيق فائدة مالية على أرصدها من العملة الأجنبية،

بجيث يعتبر ذلك موردا ماليا إضافيا للدولة التي تسيير على قاعدة الصرف بالذهب.

إلا أنه وبعد الحرب العالمية الأولى استفقت الدول على خراب ودمار هيكلها الاقتصادية الأساسية وأزمات اقتصادية انعكست مباشرة على قاعدة الذهب وعدم الالتزام بأحكامها من قبل العديد من الدول، ما أدى إلى انهيار قاعدة الذهب وذلك في عام 1931.

يمكن حصر أهم الصعوبات وأسباب ذلك بما يلي<sup>3</sup>:

❖ قصور الكميات المتوفرة لدى البلدان من الذهب وعدم كفاية إنتاجه لمواجهة الطلب عليه ولمعالجة آثار الحرب العالمية الأولى ومواجحة نفقاتها .

❖ استنحوا ذلك من الولايات المتحدة وفرنسا على النصيب الأعلى من الذهب في العالم (أي سوء توزيع الاحتياطات الذهبية بين دول العالم).

❖ توسع الحكومات في الإصدار النقدي دون الإهتمام بتوفير الاحتياطي من الذهب (أي إصدار نقدي دون غطاء ذهبي).

❖ قيام الدول الصناعية المتقدمة بإتباع سياسة الحماية التجارية لتقوية مراكزها الاقتصادية. وذلك من خلال القيود الجمركية والسياسية النقدية، وبالتالي اختلفت الأسعار بين الدول وأصبحت العلاقات بين قيمة العملة الوطنية وسعر الذهب الموحد محليا ودوليا مختلفة.

<sup>1</sup> زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سبق ذكره، ص 65-66

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 96

<sup>3</sup> طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سارة، مرجع سابق، ص 49

نتساءل كيف يمكن للدول التي ترتبط بنظام عملة مركزية قابلة للتحويل إلى الذهب الحصول على هذه العملة؟

هنا نقول أن هذه الدولة تستطيع الحصول على هذه العملة عن طريق التجارة الخارجية أو عن طريق الشراء أو الافتراض.

3- نظام قاعدة الذهب من حيث الإدارة: من هذا المدخل فإن نظام قاعدة الذهب، ينقسم إلى:

أ- نظام الذهب الآلي: يقصد بنظام الذهب الآلي بأنه ذلك النظام الذي تسبب فيه تغيرات كمية الذهب في الدولة آثارا على كمية النقود ومستوى الأسعار والنشاط الاقتصادي دون أي تدخل من جانب الدولة أو السلطات النقدية<sup>1</sup>، ويحقق نظام الذهب الآلي المزايا الآتية<sup>2</sup>:

- ❖ ثبات نسبي في أسعار الصرف بين عملات الدول المختلفة، ذلك لأنه في ظل اتباع نظام قاعدة الذهب، إن أسعار الصرف بين عملات الدول المتبعة لهذه القاعدة لا تتقلب إلا في حدود معينة.
- ❖ ثبات في مستويات الدخل والعمالة أو التوظيف بين الدول المختلفة، حيث من شأن الثبات النسبي في مستويات الدخل والعمالة والتوظيف بين الدول المختلفة أن يحقق التوازن التلقائي بفعل اليد الخفية في مجال التجارة الدولية دون تدخل من الدولة، وهنا كان التأثير واضح بالنظرية الكلاسيكية.

ب- نظام الذهب المدار: يقصد بنظام الذهب المدار بأنه النظام الذي تسبب فيه تغيرات كمية الذهب في الدولة آثارا على كمية النقود ومستوى الأسعار والنشاط الاقتصادي من خلال تدخل الدولة أو السلطات النقدية، وهو نظام تتدخل فيه السلطات النقدية بعزل الآثار الاقتصادية التي تترتب على زيادة كمية النقود أو نقصها. إذ يأتي لتجنب المخاطر التي كان يؤدي إليها خروج الذهب واضطرار البنوك إلى رفع سعر الفائدة في ظل النظام السابق (الآلي) الأمر الذي ينج عنه ضعف النشاط الاقتصادي وانعدام الثقة وتشجيع الاكتناز وانخفاض الأسعار، ومن ثم انخفاض الأجور الذي يؤدي إلى الإنكماش، ومن هنا تطلب الدولة من البنك المركزي أن يزيد الائتمان بقدر ما تفقده الدولة من ذهب، وبالنسبة للدولة التي يزيد فيها الذهب تقلل السلطات النقدية الائتمان بقدر ما حصلت عليه من ذهب<sup>3</sup>.

في هذا النظام بدلا من أن ترتبط الوحدة النقدية بقيمة الذهب كما كان في نظام الذهب الآلي أصبح الذهب مرتبطا بالوحدة النقدية ذات القوة الشرائية الثابتة نسبيا، ومن هنا يتضح أن عملية إعادة التوازن لا تحدث تلقائيا دون تدخل الدولة والسلطات النقدية، بل تحدث من خلال تدخل الدولة والسلطات النقدية لإعادة التوازن. وكان هنا التأثير واضح بالنظرية الكينزية.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 97

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 97-98

<sup>3</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض: المالية الدولية (العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)، معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، الأردن، 2004

### المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل نظام بريتن وودز

شهد العالم خلال الثلاثينات ظروف عدم استقرار غير عادية حيث اتجهت أسعار صرف العملات الدولية للتقلب الشديد، فضلا عن اتجاه الدول إلى تخفيض قيمة عملتها و تقييد التجارة الدولية مما أدى إلى تقلص حجم التجارة الخارجية إلى النصف. ولكي لا يبقى العالم في مثل هذه الظروف و قبل انتهاء الحرب العالمية الثانية بدأت كثير من الدول في البحث عن نظام نقدي جديد يكون أساسا للعلاقات الاقتصادية الدولية لما بعد الحرب<sup>1</sup>.

#### أولا: مخططات إصلاح و تنظيم السيولة الدولية

يرجع أهم ما قدم من اقتراحات إلى كل من المخطط البريطاني جون مينار كينز والمخطط الأمريكي هاري دكستر وايت، كانت منطلقات كينز تتمثل في أن النظام النقدي الجديد يجب أن يكفل عدم التدخل في السياسات الداخلية للدول، إلا ما كان له أثر هام في العلاقات الاقتصادية الدولية، وبشرط أن تكون تلك العلاقات متساوية في المزايا بين الدول، وأن يحقق النظام المصلحة العامة لكل الدول المشاركة.

ذهب كينز في مشروعه إلى أن إدارة و ضبط النظام الجديد يتطلب تكوين مؤسسة دولية ذات طابع مركزي عالمي (اتحاد المقاصة الدولية و تكون مهمته كهمة البنك المركزي في النظام النقدي المحلي)، ويكون لكل دولة مشتركة حصة تحدد مسؤولياتها في إدارة شؤون هذه المؤسسة.

يرى كينز أن كمية النقد الدولي العالمي يجب أن تتحدد على أساس حجم التجارة الدولية، لا على أساس إنتاج الذهب وتكاليفه أو الاحتياطي الموجود منه، وقد اقترح أن يكون النظام الجديد مرتكزا على عملة دولية لا تخضع لسيادة أي بلد و أطلق على هذه العملة بمصطلح البانكور، وهي عبارة عن وحدة حسابية قياسية نقدية تستخدم في تسوية المدفوعات الدولية بعد أن توافق الدول على استخدامها وتكون قيمتها مرتبطة بالذهب، وتكون كمية الاصدار منها بشكل متناسب مع حاجة التجارة الدولية وبطريقة منتظمة. وهنا يتعين على الدول المشتركة في النظام أن تحدد سعر الصرف عملتها بالبانكور، وهو ما يعني أن تكون قيمة عملتها مربوطة بوزن معين من الذهب، ولا يجوز تغيير هذا السعر إلا بموافقة اتحاد المقاصة الدولي، بهدف المحافظة على ثبات أسعار الصرف.

أما مشروع هاري وايت فلم يكن يهدف إيجاد سلطة نقدية دولية تحل مكان السلطة النقدية المحلية، بل تصوّر إمكان التعاون بين هذه السلطات، وكان جوهر اقتراحه يتلخص في أن النظام النقدي الدولي الجديد يجب أن يستهدف العمل على استقرار أسعار الصرف ومحاربة مختلف أشكال القيود على المدفوعات الخارجية التي تحد من حرية التجارة و حرية انتقال رؤوس الأموال، وقد اقترح لذلك تكوين صندوق دولي لتثبيت قيمة العملات للدول الأعضاء المشتركة فيه، كما اقترح أن تكون وحدة التعامل الدولي هي اليونيتاس التي ترتبط قيمتها بوزن معين من الذهب، وعلى الدول الأعضاء أن تحدد قيمة عملتها بالذهب أو باليونيتاس، وليس لها الحق في تغيير هذه

<sup>1</sup> محمد دويدار، أسامة الفولي: مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة للاسكندرية، . 2003 ص 151-152

القيمة إلا بعد موافقة أربعة أخماس أصوات الدول الأعضاء في الصندوق، كما اقترح هاري وايت أن يكون حجم الحصة لأي دولة على أساس حجم ما في حوزة الدولة من ذهب أو نقد أجنبي و حجم دخلها الوطني.

في آخر المطاف اتفق على تبني المشروع الأمريكي نظرا لقوة الدولار من جهة، وقوة الولايات المتحدة اقتصاديا وعسكريا من جهة أخرى، فضلا عن مساندة دول أمريكا اللاتينية للمشروع، كما تم تعيين هاري وايت على رأس صندوق النقد الدولي باقتراح من الرئيس روزفلت.

يمكن تلخيص خصائص هذا النظام في النقاط التالية:

- ربط أسعار عملات الدول إلى الدولار وبالتبعية إلى الذهب.
- أن تلتزم كل دولة بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على سعر الصرف في حدود 1%.
- يمكن للدول أن تمول عجزها المؤقت في موازين مدفوعاتها باستخدام احتياطاتها الدولية، وبالاقتراض من صندوق النقد الدولي، أما في حالة وجود اختلال هيكلي، أي وجود عجز أو فائض بشكل كبير مستمر في ميزان المدفوعات، فإنه يسمح للدولة بأن تغير السعر الاسمي لعملة في حدود 10% دون اشتراط الموافقة المسبقة للصندوق.
- استخدام الدول لما لديها من أرصدة دولارية لشراء عملتها المحلية عندما تميل قيمتها للتدهور بأكثر من 1% من سعر التعادل، أو التدخل ببيع عملتها وشراء الدولار عندما تتحسن قيمتها بما يفوق 1% من سعر التعادل.
- فرض القيود على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وذلك لتفادي تأثيرها على نظام أسعار الصرف الثابتة. تعتبر هذه الأفكار بمثابة الأهداف الأساسية التي خرج بها مؤتمر بريتون وودز، والتي أوكلت مهمة الإشراف على تطبيقها لصندوق النقد الدولي الذي انبثق عن المؤتمر المذكور، وكذلك البنك الدولي للإنشاء والتعمير.

### ثانيا: المؤسسات المالية الدولية

جاء مؤتمر بريتون وودز الذي مهدت له دراسات كل من الإقتصادي البريطاني كينز والإقتصادي الأمريكي هوارد عام 1944 لبحث أسس نظام النقد الدولي في أعقاب الحرب العالمية الثانية، وقواعد التعاون الدولي، والذي انتهى بتوقيع اتفاقية بريتون وودز، التي تعد بمثابة إعلان للنظام النقدي العالمي الجديد، وإنشاء كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي<sup>1</sup>.

#### 1 - صندوق النقد الدولي:

تم تأسيس صندوق النقد الدولي إثر اجتماع 44 دولة في سنة 1944 إثر اتفاقية بريتون وودز/ أمريكا الذي كان هدفها إعادة بناء النظام الاقتصادي الدولي، الذي هدم إثر الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 1929 والحرب العالمية الثانية.

<sup>1</sup> زينب عوض الله، مرجع سابق، ص 148

## أ - أهداف صندوق النقد الدولي:

- ترويج التعاون النقدي الدولي من خلال مؤسسة دائمة توفر الآلية للتشاور والتعاون حول المشاكل النقدية الدولية.
- تسهيل وتوسيع النمو المتوازن للتجارة الدولية، والمساهمة في بناء على هذا الأساس في تشجيع وإدامة مستويات عالية من الإستخدام (العمالة والدخل)، وبتجاه تطوير الموارد الإنتاجية لكافة الأعضاء في الصندوق كهدف أساسي للسياسة الاقتصادية.
- ترويج استقرار سعر الصرف، ودعم ترتيبات الصرف بين الأعضاء من الدول، وتجنب تخفيض قيمة صرف العملات التنافسية بين الدول.
- المعاونة في تأسيس نظام المدفوعات متعددة الأطراف بخصوص الصفقات التجارية بين الأعضاء، والعمل على إلغاء قيود التحويل الخارجي التي تعيق التجارة الدولية.
- إعطاء الثقة للأعضاء بتوفير موارد الصندوق لهم، وعليه فالصندوق يقدم للدول الفرصة لتصحيح الإختلالات التي تطرأ على موازين مدفوعاتهم. كما يعمل على التقليل من حدة ودرجة سوء التوازن في الموازين الدولية للدول الأعضاء.

## ب - مصادر تمويل الصندوق

إن لصندوق النقد الدولي قدر هام من الأموال، تقدر بحوالي 315 مليار \$ في عام 2013، وتتكون هذه الموارد من حصة الإعفاء ومصاريف العضوية، كما أن لكل عضو من الأعضاء أن يساهم بحصة تتناسب مع حجم إقتصاد دولته.

يعمل بصندوق النقد الدولي 2300 موظف، وعلى عكس البنك الدولي فإن صندوق النقد الدولي ليس لديه فروع في دول العالم، حيث يعمل أعضاؤه في المركز الرئيسي في واشنطن إلى جانب ثلاثة مكاتب صغيرة في كل من باريس وجنيف، ومكتب الأمم المتحدة في نيويورك. والعاملين في الصندوق هما: إما اقتصاديين، أو خبراء ماليين.

## 2- البنك الدولي

هو أحد منظمات اتفاقية بريتون وودز، أنشئ من أجل إعادة بناء اقتصاديات الدول التي دمرتها الحرب العالمية الثانية، وتظهر هذه المهمة من الاسم الرسمي لهذا البنك (البنك الدولي للإنشاء والتعمير)، ولقد كان أول قرض قدمه البنك في نهاية عقد الأربعينات من أجل إعادة تعمير الدول الأوروبية، وبعد أن تمكنت هذه الدول من الوقوف على قدميها تحول البنك إلى مساعدة الدول الفقيرة في العالم، والتي عرفت بالدول النامية، وقد تحصلت هذه الدول منذ نهاية الأربعينات على أكثر من 330 مليار \$.

تحدد أهداف البنك الدولي إجمالاً فيما يلي:

- تقديم المساعدات المالية لإعمار البنى التحتية التي دمرت خلال الحرب العالمية الثانية .
- دعم برامج التنمية في الدول النامية.

- مساعدة الدول النامية في تقليل الفقر وتوسيع التنمية طويلة الأجل.
- تشجيع حركات الاستثمار الدولي من خلال تحفيز ودعم الاستثمارات الخاصة للمساهمة في تمويل المشاريع الإنتاجية .
- العمل على تحقيق النمو المتوازن للتجارة الدولية من خلال دوره في تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

### ثالثا: اتفاقية سميثونيان

في ديسمبر من عام 1971 اجتمع ممثلوا عشر دول في معهد السميثونيان بواشنطن في مقاطعة كولومبيا، لدراسة الوضع الجديد بعد انهيار نظام بريتن وودز، ووافقوا على رفع سعر أوقية الذهب من 35 دولار إلى 38 دولار أمريكي للأوقية، هذا ما يعني تخفيض قيمة الدولار الأمريكي بنسبة 7,89% كما ارتفعت قيمة بعض العملات، مثل الين الياباني بنسبة 14% والمارك الألماني بنسبة 17%. كما تضمنت هذه الاتفاقية توسيع هامش تقلبات أسعار الصرف إلى 2,25% ارتفاعا و انخفاضاً عن سعر التعادل، بدلا من 1%، وهذا يعني أنه يمكن لسعر صرف أي عملة بخلاف الدولار أن يتقلب في حدود 4,5% ارتفاعا و انخفاضاً، بالمقارنة مع سعر صرف أي عملة أخرى، وذلك في حالة زيادة قيمة إحداها بنسبة 2,25% عن سعر تعادلها بالدولار، وانخفاض قيمة العملة الأخرى بنسبة 2,25% عن سعر تعادلها بالدولار. كما وافقت الولايات المتحدة الأمريكية في المقابل بإلغاء الرسوم الجمركية والمقدرة بـ 10% التي فرضتها على الواردات.

### المبحث الثالث: نظام التعويم المدار ومعايير كفاءة النظام النقدي الدولي

إن نظام التعويم المدار الذي عرفه العالم بعد انهيار نظام بريتن وودز، لا يعني نشأة نظام جديد بشكل جديد، وإنما هو تغيير في منهج تسيير النظام الأول، حيث أن المؤسسات المالية والنقدية أصبحت تسيّر على أساس تبني نظام صرف عام.

#### أولاً: مفهوم و ظروف نشأة نظام التعويم المدار لأسعار الصرف

يقوم النظام النقدي الدولي منذ عام 1973 على قاعدة التعويم المدار لأسعار الصرف. ووفقاً لهذه القاعدة تضطلع السلطات النقدية في كل دولة بمسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف، دون محاولة التأثير على اتجاهات أسعار الصرف في المدى الطويل، ولكل سلطة نقدية حرية اختيار أية سياسة للتدخل، وحرية تغيير تلك السياسة في أي وقت تشاء دون موافقة خارجية.

في حالة ما إذا لم تتدخل السلطات النقدية على الإطلاق في سوق الصرف الأجنبي، فإنها تكون قد تركت أسعار الصرف حرة، وذلك باعتبارها أن التوازن في ميزان المدفوعات يتحقق بصورة تلقائية، وذلك بترك عملاتها تتحدد بحرية وفقاً لقوى السوق من خلال العرض والطلب عليها، شأنها شأن بقية السلع الموجودة في السوق، حيث ينخفض سعرها إذا ما انخفض الطلب على العرض، ويرتفع سعرها إذا ما زاد الطلب على العرض.



الواقع أن نظام تعويم العملات لم يقصد أحد اختياره، بل فرض نفسه عقب انهيار نظام بريتن وودز، ومن ثم كانت الرؤى لنظام تعويم أسعار الصرف بمثابة علاج مؤقت لأزمة عارضة، وبالتالي ترك الحرية لكل دولة في الاختيار بين نظم أسعار الصرف التي ترى أنها تخدمها<sup>1</sup>.

ومع بداية 1998 أصبح ثلثي أعضاء الصندوق البالغ عددهم 181 دولة يطبق نظام أسعار الصرف المرنة، وهذا العدد يتضمن كل الدول الصناعية الكبرى والعديد من الدول النامية، ويمثل هذا العدد 5/3 حجم التجارة العالمية التي تتم الآن في ظل أسعار الصرف المرنة، سواء كان هذا التعويم تعويماً مستقلاً أو تعويماً متسقاً كما هو الحال في ظل نظام الإتحاد الأوروبي. أما بقية الدول والتي تمثل ثلث الأعضاء فإنهم يربطون عملاتهم إما بالدولار أو حقوق السحب الخاصة أو إلى سلة عملات.

### ثانياً: تعديل اتفاقية صندوق النقد الدولي

لم يكن قرار الولايات المتحدة الأمريكية بإنهاء قابلية الدولار للتحويل إلى ذهب هو نقطة البداية في أزمة النظام النقدي الدولي في السبعينات من هذا القرن فحسب، بل كان هو أيضاً نقطة البداية في تحرك الصندوق في اتجاه إدخال تعديلات على اتفاق إنشائه بهدف مراعاة الواقع الجديد في العلاقات النقدية الدولية. وبالفعل فقد انتهى الأمر في الفتح من أبريل 1978 بإقرار عدد من التعديلات التي أدخلت على اتفاقية صندوق النقد الدولي.

#### 1- حقوق السحب الخاصة

تعتبر حقوق السحب الخاصة نوعاً جديداً من الأصول الدولية التي يمكن للدولة أن تستخدمها في تسوية مدفوعاتها الدولية. فهي وحدات نقدية وحسابية ودفترية<sup>2</sup>، تتمتع بقوة شرائية وتقبل من كل الأعضاء والمشاركين في الصندوق كعملة قابلة للتحويل، وذلك في حدود مقدار معين لا يتجاوز ثلاثة أضعاف الحصص التي تقررت للعضو في حقوق السحب الخاصة، وتستخدم هذه الحقوق قيمتها القانونية من مجرد التزام الدول الأعضاء في الصندوق بأن تقبلها في أي وقت ومن أية دولة، في حدود قيمة إجمالية محددة، ويتم توزيع وحدات حقوق السحب الخاصة على الدول الأعضاء بنسب حصصهم، وتستخدم هذه الحقوق مثلها مثل حقوق السحب العادية في تسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، ولا يجوز استخدامها لتمويل أغراض أخرى، وقد قدرت قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة في شكل وزن محدد من الذهب النقي يقدر بـ 0,888671 غرام (أي ما يعادل القيمة الرسمية للدولار الأمريكي وقت خلق هذه الحقوق عام 1971)، واعتباراً من أول جويلية 1974 أصبحت قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة تعلن يومياً على أساس محصلة

<sup>1</sup> John Williamson, Understanding Special Drawing Rights (SDRs), Peterson Institute for International Economic, Policy Brief, Number PB09-11, June 2009, P.1.

<sup>2</sup> George Hoguet and Solomon Tadesse, The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios, BIS Papers No 58, pp.167. Available at: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap58h.pdf>.

التغير في أسعار صرف عملات بعض الدول في مقابل الدولار، وبالتالي فقد حلت تلك العملات في مجموعها محل الذهب في تحديد قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة معبرا عنها بالدولار الأمريكي<sup>1</sup>.

لكل عضو في حقوق السحب الخاصة حق غير مشروط في أن يستخدم المقدار المخصص له منها، وذلك دون حاجة إلى أخذ موافقة مسبقة من الصندوق أو من باقي المشتركين في الحساب على هذا الاستخدام. ويمثل استخدام المشترك لحقوق السحب الخاصة المقررة له في طلب تحويلها كلها أو بعضها، إلى قيمة مساوية لها من العملات القابلة للتحويل في الواقع، وهي عملات يلتزم بدفعها المشتركين الذين يعينهم الصندوق لهذا الغرض. وبهذا تعد حقوق السحب الخاصة، إلى جانب الاحتياطات النقدية التقليدية أداة حقيقية من أدوات السيولة الدولية. وعلى ذلك فإن الصندوق لا يقوم بتقديم أية عملات من موارده في مقابل حقوق السحب الخاصة التي يرغب المشترك مالكتها في التخلي عنها في مقابل عملات قابلة للتحويل وإنما يتولى باقي المشتركين تقديم هذه العملات، ويقتصر دور الصندوق على تعيين هؤلاء المشتركين ورقابة حركة العملية كلها<sup>2</sup>.

## 2 - اتفاقية جامايكا

لكي تصبح اتفاقيات صندوق النقد الدولي تسليح الأوضاع النقدية الجديدة المتمثلة في تعويم العملات الرئيسية، و رغبة في تدعيم حقوق السحب الخاصة لتصبح الأصل الاحتياطي في النظام، كان لا بد من إدخال بعض التعديلات على أحكام الصندوق و طبيعة الوظائف التي يتعين عليه القيام بها، ولقد تجسد ذلك بتشكيل لجنة مؤقتة بقرار من مجلس محافظي صندوق النقد الدولي (1972)، وتتكون هذه الأخيرة من عشرين عضوا يمثلون الدول التي يحق لها أن تعين عضوا، والذي هو بمثابة مدير تنفيذي في الصندوق.

عقدت هذه اللجنة عدة اجتماعات، آخرها في مدينة كينجستون بجامايكا في 07 و 08 فيفري من عام 1976. ونتيجة لما أدى إليه مؤتمر جامايكا من تعديل ثان لاتفاق صندوق النقد الدولي، أدخل تعديل جوهري على النظام النقدي الدولي (يتضمن أن تحديد أسعار صرف عملات الدول يتم وفقا لنظام استقرار سعر الصرف أو لنظام أسعار التعادل)، أما النظام الجديد لتحديد أسعار الصرف فقد كان على العكس من النظام السابق تماما، إذ سمح الصندوق بنظام حرية سعر الصرف، أو نظام التعويم المدار.

جدير بالذكر أنه على الرغم من حق الدول الأعضاء في اختيار نظام الصرف الملائم لها، بما في ذلك التعويم، فإن هذا التعديل يحظر على الدول الأعضاء محاولة الحصول على أي مزايا تنافسية غير عادلة في مواجهة الأعضاء الآخرين عن طريق التخفيض المتتالي في سعر الصرف. ويظل لصندوق النقد الدولي الإشراف الدقيق على سياسات الدول الأعضاء بالنسبة لسعر الصرف، مع التزامه بمبادئ محددة في مجال إرشاد هذه الدول إزاء هذه السياسات، وإذا كان استقرار أسعار صرف العملات الذي يهدف إليه اتفاق بريتن وودز قبل التعديل، يعتمد بصفة أساسية على تدخل البنك المركزي للدولة في سوق العملات الأجنبية، فإن التعديل الثاني ينصرف إلى قيام الدولة

<sup>1</sup> Margrate Garritsen de Vries, The International Monetary Fund, 1966-1971, The System Under Stress, Washington, D.C. 1996, pp.200 etc.

<sup>2</sup> Maurice Obstfeld, The SDR as an International Reserve Asset: What Future? University of California, Berkeley, and International Growth Centre, London School of Economics, March 27, 2011, pp1-4. Available at: [http://emlab.berkeley.edu/~obstfeld/SDR\\_Obstfeld.pdf](http://emlab.berkeley.edu/~obstfeld/SDR_Obstfeld.pdf)

يحدث نفس الأثر عن طريق كفاءة أداء اقتصادها المحلي أكثر منه عن طريق التدخل الحكومي المباشر أو اللجوء إلى فرض القيود على التجارة الخارجية و المدفوعات.

من ناحية ثانية تضمن هذا التعديل الثاني إجراء تخفيض تدريجي في دور الذهب بالنسبة للنظام النقدي الدولي، كإلغاء السعر الرسمي للذهب وتقرير حرية الدول الأعضاء في التعامل به في السوق ما بين بعضها البعض دون الاستناد إلى أي سعر رسمي له، وإنهاء وظيفة الذهب كوحدة لتقويم حقوق السحب الخاصة، وعدم إمكان اتخاذه كأساس لتقويم مختلف العملات للدول الأعضاء في الصندوق<sup>1</sup>. من ناحية ثالثة أتاح التعديل الثاني للمشاركين في حقوق السحب الخاصة التحرر من كثير من الالتزامات تجاه الصندوق بالنسبة لتلك الحقوق، كما أتاح الصندوق سلطة السماح للمشاركين باستخدام حقوق السحب في عمليات غير تلك التي تنص عليها رسمياً مواد اتفاقية الصندوق.

من ناحية رابعة أتاح التعديل الثاني لصندوق النقد الدولي إمكانية توسيع قاعدة العملات المستخدمة في عملياته، كما ألقى على عاتق الأعضاء ضرورة القيام بمبادلات لعملاتهم في ظروف معينة، حتى يكون الصندوق هو الذي باعها بموجب هذه السياسة، هذا مع التزام الأعضاء بضرورة توفير عملاتهم للأعضاء الآخرين بغرض قيامهم بإعادة الشراء. ويقبل الصندوق حالياً جميع العملات من حيث المبدأ، مما أدى إلى توسيع نطاق العملات التي يمكن استعمالها في الأنشطة التي تتم من خلال حساب الأرصدة العامة وتحسين السيولة لدى الصندوق.

### ثالثاً: معايير الكفاءة لنظام النقد الدولي

في الحقيقة هناك صعوبات عديدة تواجه الاقتصاديين وخبراء الشؤون النقدية الدولية عند الحكم على مدى كفاءة نظام النقد الدولي السائد في فترة معينة، حيث أن البعض يعتقد أن كفاءة نظام النقد الدولي يمكن أن تقاس بعدد من المعايير العامة، أهمها:

#### 1 - معيار نمو التجارة الدولية

كلما أسهم نظام النقد الدولي السائد في نمو التجارة الدولية دل ذلك على كفاءة النظام في تأدية وظيفة هامة تلزم لنمو الرأسمالية واستمرار نموها، وهي اتساع حجم السوق. ولقد سعى نظام النقد الدولي عبر تطوره إلى تحقيق هذا المعيار، سواء في ظل قاعدة الصرف بالذهب كونها ساعدت على تسهيل عمليات التبادل الدولي، كما عملت على تشجيع التطور السريع للتجارة الدولية، نفس الشيء يقال في ظل نظام بريتن وودز، فقد اتسعت التجارة الدولية بسرعة منذ الحرب العالمية الثانية، ويرجع ذلك جزئياً إلى التحرر التدريجي للنظم التجارية وترتيبات التجارة الخارجية.

1 Jackues J. Polak, Strengthening the Role of the IMF in the International Monetary System, (in) The International Monetary Fund in a Multipolar World: PULLING TOGETHER, Transaction Books, New Brunswick (USA) and Oxford (UK), 1989, pp. 63-65.

## 2 - معيار تحقيق الاستقرار في الأسعار

المقصود بذلك مدى مقدرة النظام السائد في كبح أو منع قوى التضخم أو قوى الانكماش في الدول الرأسمالية الكبرى التي ينعكس أثرها على مستوى الأسعار العالمية. فإذا استطاع نظام النقد الدولي بما يرسمه من قواعد متفق عليها من حصر نطاق مفعول هذه القوى في أقل الفترات الزمنية الممكنة، عن طريق إجراءات التصحيح التي يكفلها، فإنه يساهم بذلك في التلطيف من حدة الأزمات النقدية التي كثيرا ما يتعرض لها النظام الرأسمالي في أية دولة.

## 3 - معيار التنسيق بين الاختلال الداخلي و الخارجي.

المقصود بذلك ضرورة أن يكون للنظام السائد مساهمته الإيجابية الملموسة في علاج الاختلال الداخلي الذي كثيرا ما ينشأ في اقتصاديات الدول الرأسمالية، وذلك عن طريق إحداث التناسق أو الصلة بين إجراءات تصحيح الاختلال الداخلي وإجراءات التعامل الخارجي وحصص تبديد الموارد على التنسيق في أضيق الحدود الممكنة. فكلما كان للنظام النقدي الدولي فاعلية في المساهمة في علاج الاختلال الداخلي (مثل حالات التضخم والانكماش) بأقل تكلفة ممكنة، كلما عظمت فوائده للدول الرأسمالية. والواقع أن هذه الوظيفة كانت من أهم الوظائف التي يؤديها نظام النقد الدولي القائم على قاعدة الذهب التي سادت في الماضي، حيث كان الاختلال الداخلي (التضخم أو الانكماش) يعالج عن طريق التغير في حركات الذهب، وما يجره ذلك من تغيرات في الأسعار النسبية، كما أن الاختلال الخارجي (العجز أو الفائض) كان يعالج عن طريق التغيرات الداخلية.

## الفصل الثاني

### ميزان المدفوعات

المبحث الأول: مفاهيم أساسية

أولاً: مفهوم وأهمية ميزان المدفوعات

1- مفهوم ميزان المدفوعات

هو سجل محاسبي يبين جميع المبادلات الاقتصادية التي تحدث بين المواطنين المقيمين في تلك الدولة والمواطنين المقيمين في دولة أجنبية أخرى خلال فترة زمنية معينة<sup>1</sup>، وهي في العادة سنة كاملة.

يغني أن يكون واضحاً من هذا التعريف ما يلي:

- ينصب إهتمام ميزان المدفوعات فقط على المعاملات الاقتصادية الخارجية سواء تولد عنها حقوقاً للمقيمين لدى غير المقيمين، أو نتج عنها حقوقاً لغير المقيمين يتعين على المقيمين أداؤها. أما المعاملات الاقتصادية الداخلية بين المقيمين على إقليم نفس الدولة فلا شأن لميزان المدفوعات بها.

- يعتبر الوطنيون هم المقيمون عادة على إقليم الدولة. فالأشخاص الذين يقيمون بصفة عرضية على أرض الدولة لا يعتبرون من الوطنيين، كالأجانب الوافدين بغرض السياحة.

- يشمل مفهوم المقيمين كل الأشخاص الطبيعيين والإعتباريين (بنوك، شركات، مؤسسات، ... الخ) الذين يزاولون نشاطهم داخل إقليم الدولة بما في ذلك مياها الإقليمية ومجالها الجوي. يضاف إلى ذلك السفن والطائرات التي تحمل علم الدولة وأساطيل الصيد في المياه الدولية التي تدار عن طريق رعاياها.

- لاتوجد قاعدة محددة في تحديد بداية الفترة الزمنية التي يغطيها الميزان، فعلى حين تبدأ بعض الدول فترة السنة في أول جانفي وتنتهيها في آخر ديسمبر، فإن دولة مثل اليابان تبدأ هذه الفترة مع بداية شهر أفريل من كل سنة لتنتهي في آخر شهر مارس من العام التالي. بالإضافة إلى ذلك فإن بعض الدول تعد تقديرات لموازن مدفوعاتها لفترة تقل عن السنة (كل ثلاثة أشهر)، مثل الولايات المتحدة

<sup>1</sup> محمود يونس، عبد النعم محمد: أساسيات علم الاقتصاد، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 380

الأمريكية ومعظم الدول المتقدمة إقتصاديا. وذلك لمساعدة السلطات المختصة علي معرفة حقيقة الوضع الإقتصادي الخارجي ومن ثم العمل علي إتخاذ الإجراءات المناسبة لتدارك الوضع بدلا من الانتظار حتى نهاية العام<sup>1</sup>.

ويقوم إعداد ميزان المدفوعات علي مبدأ القيد المزدوج، مما يجعله بالضرورة متوازنا دائما، بمعنى أن تكون المديونية والدائنية متساوية في جميع الأحوال. وتوازن ميزان المدفوعات من الناحية المحاسبية لا يحول دون وجود إختلالات من الناحية الواقعية، إذ قد ينطوي توازنه الحسابي الكلي علي إختلالات في بنوده المختلفة.

## 2- أهمية ميزان المدفوعات:

إن لبيانات ميزان المدفوعات دلالاتها الخاصة التي تعبر عن الأحوال الاقتصادية للدولة، لذلك فإن تسجيل هذه المعاملات الاقتصادية الدولية في حد ذاتها مسألة حيوية لأي اقتصاد وطني، وذلك للأسباب التالية<sup>2</sup>:

- إن هيكل هذه المعاملات الاقتصادية يعكس قوة الاقتصاد الوطني وقابليته ودرجة تكيفه مع المتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي لأنه يعكس حجم وهيكل كل من الصادرات والمنتجات، بما فيه العوامل المؤثرة عليه كحجم الاستثمارات ودرجة التوظيف ومستوى الأسعار والتكاليف....إلخ.
- إن ميزان المدفوعات يظهر القوة المحددة لسعر الصرف من خلال ظروف الطلب وعرض العملات الأجنبية، ويبين أثر السياسات الاقتصادية على هيكل التجارة الخارجية من حيث حجم المبادلات ونوع سلع التبادل، الشيء الذي يؤدي إلى متابعة و معرفة مدى تطور البنيان الاقتصادي للدولة، وتنتج سياساتها الاقتصادية.
- يشكل ميزان المدفوعات أداة هامة تساعد السلطات العامة على تخطيط وتوجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للبلد بسبب هيكله الجامع، كتخطيط التجارة الخارجية من الجانب السلبي والجغرافي، أو عند وضع السياسات المالية والنقدية، ولذلك تعد المعلومات المدونة فيه ضرورة للبنوك والمؤسسات والأشخاص ضمن مجالات التمويل والتجارة الخارجية.
- إن المعاملات الاقتصادية التي تربط البلد مع العالم الخارجي هي نتيجة اندماجه في الاقتصاد الدولي، وبذلك فهي تقيس الموقف الدولي للقطر.

## ثانيا: أقسام ميزان المدفوعات والعمليات الرئيسية فيه

### 1 - أقسام ميزان المدفوعات

الحساب الجاري، ويشمل<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> زينب حسين عوض: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار القدر للطبع والنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 123

<sup>2</sup> رفان تقي الحسيني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2002، ص 116

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 116-118

- صادرات الدولة من السلع الملموسة ناقصا واردات الدولة من السلع الملموسة.
- صادرات الدولة من الخدمات ناقصا واردات الدولة من الخدمات.
- التحويلات النقدية إلى داخل الدولة ناقصا التحويلات النقدية إلى خارج الدولة (العملة المحلية).

ميزان رأس المال، ويشمل:

- كل التدفقات النقدية إلى الداخل من العملات الأجنبية ناقصا التدفقات النقدية إلى الخارج من العملات الأجنبية.
- التدفقات الداخلة من الذهب وبالإضافة إلى التدفقات الخارجة من الذهب.

## 2- العمليات الرئيسية في ميزان المدفوعات وتحليلها:

يمكن تحليل العمليات الرئيسية في ميزان المدفوعات، على النحو الآتي:

### 1-2 عمليات التجارة الخارجية:

تتعلق هذه العمليات بتصدير واستيراد السلع على كل أنواعها (مواد أولية، منتجات زراعية وحيوانية، سلع مصنعة ونصف مصنعة... إلخ)، وتسمى هذه العمليات بالعمليات المنظورة لكونها ملموسة ماديا، وتمر عبر الجمارك. ترتبط دقة تسجيل هذه العمليات إلى حد بعيد بدرجة تطور النظام الجمركي، وبكفاءة الأجهزة الجمركية.

### 2-2 عمليات الخدمات:

تعتبر هذه العمليات غير منظورة لأنها غير مرئية فعليا، ولا تمر عبر أجهزة الجمارك، أما أهم أوجه عمليات الخدمات فهي النقل والمواصلات، نشاطات شركات التأمين والمؤسسات المالية والمصرفية، والنشاط السياحي، والاتصالات، ومجموعة أخرى من النشاطات المتفرقة التي يصعب حصرها.

### 3-2 عمليات عائد عنصر العمل:

يقصد بها الرواتب والأجور والتعويضات والمكافآت التي يتقاضاها العمال الوطنيون الذين يعملون في الخارج والعمال الأجانب العاملون في بلد ما، وتسجل قيمة هذا العائد في بند التحويلات الرأسمالية من جانب واحد مثل الهبات والتبرعات والمساعدات والتعويضات والأموال التي يرسلها المهاجرون إلى بلدانهم.

### 4-2 عمليات عائد رأس المال:

يقصد بها الفوائد والأرباح التي ينتجها رأس المال الموظف أو المستثمر، فإذا كان رأس المال موظفا على سبيل المثال في شراء سندات حكومية فإنه ينتج فائدة، أما إذا كان موظفا في استثمار مباشر أي في مشروع ما فإنه ينتج أرباحا.

## 5-2 التحويلات العامة أو الحكومية

تمثل التحويلات عمليات مساعدات اقتصادية ومالية كالتعويضات والإعانات والهبات، وهي في هذه الحالة رؤوس أموال أحادية الجانب لكنها محتسبة ضمن العمليات الجارية.

## 6-2 عمليات رأس المال:

على المستوى الخارجي لا يمكن اعتبار السلع أو المعدات الإنتاجية بمثابة رأس مال، كما أن انتقال مثل هذه السلع من بلد إلى آخر لا يمكن أن يعتبر انتقالاً لرأس المال، بل انتقالاً لنوع من السلع تدرج قيمتها في الميزان التجاري وليس في ميزان رؤوس الأموال.

إن مفهوم رأس المال على الصعيد الخارجي هو القوة الشرائية النقدية التي تنتقل إلى الخارج من دون أن تخصص للحصول على سلع استهلاكية، على أن يقترن هذا الانتقال بعملية توظيف لهذه القوة الشرائية.

كما يمكن اعتبار انتقال القوة الشرائية إلى الخارج غير المقرونة بنية التوظيف كإنتقال لرأس المال إذا حدث في الحالات التالية: تعويضات الحروب، الهبات النقدية الدولية، المساعدات النقدية... إلخ.

يتوزع رأس المال الدولي بين مجموعتين رئيسيتين هما: رأس المال أحادي الجانب، والاستثمارات الدولية.

أ- **رأس المال الأحادي الجانب:** هذا النوع من رأس المال يصنف ضمن العمليات الجارية من وجهة النظر المحاسبية، إلا أنه يبقى رأس مالا من حيث طبيعته، فالبلد المتلقي لهذا النوع من رأس المال لا يترتب عليه التزامات سياسية وأهم أشكال هذا النوع تتمثل في: التعويضات، الإعانات والمساعدات والهبات التي تقدمها الحكومات أو بعض الهيئات الخاصة إلى الدول الأخرى، الأموال التي يرسلها المهاجرون إلى ذويهم في وطنهم الأم.

ب- **الاستثمار الدولي:** ينشئ هذا الاستثمار التزاما ماليا على البلد المتلقي للاستثمار على خلاف رأس المال الأحادي الجانب، حيث يجبر الدولة المذكورة على تسديد قيمة الأصل، بالإضافة إلى دفع الفوائد المترتبة. ويمكن التمييز بين عدة أشكال من الاستثمارات الدولية حسب المعايير المعتمدة، وهي كالآتي<sup>1</sup>:

- من حيث الجهة القائمة: الاستثمارات الحكومية والاستثمارات الخاصة.
- من حيث طبيعة الاستثمارات الدولية: استثمارات مباشرة واستثمارات في محفظة السندات.
- من حيث حرية البلد المتلقي في استخدامه لرأس المال: استثمارات مقيدة واستثمارات حرة.

<sup>1</sup> بسام الحجاز: العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، لبنان، 2003، ص 64-65



- من حيث المدة الزمنية للاستثمارات الدولية: استثمارات طويلة الأجل واستثمارات قصيرة الأجل.
- أن تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات يكون طبقاً لطريقة القيد المزدوج أي تسجل مرتين في الجانب الدائن وفي الجانب المدين. بالنسبة للجانب المدين: يأخذ الإشارة السالبة (-)، ويشمل:
  - الاستيرادات من السلع والخدمات.
  - الهدايا والمنح والمساعدات المقدمة للأجانب (التحويلات من طرف واحد).
  - رؤوس الأموال الطويلة والقصيرة الأجل المتجهة نحو الخارج، فهذا الجانب يأخذ إما زيادة الأصول الوطنية في الخارج أو تقليل الأصول الأجنبية في الداخل.
  - أما الجانب الدائن: يأخذ إشارة موجبة (+)، ويشمل:
    - الصادرات من السلع والخدمات.
    - الهدايا والمنح والمساعدات المقدمة من الخارج (التحويلات من طرف واحد).
    - رؤوس الأموال القادمة من الخارج.

### المبحث الثاني: الفائض والعجز في ميزان المدفوعات

#### أولاً: أسباب الاختلالات في ميزان المدفوعات

أن ميزان المدفوعات يكون متوازناً محاسبياً نظراً لإتباع طريقة القيد المزدوج. لكن كيف يحدث الخلل في الوقت الذي يكون فيه الميزان متوازناً؟

إن الخلل يكون في أقسام معينة من الميزان، وعادة ما يكون العجز في الحساب الجاري باعتباره من أكبر الحسابات والذي يؤدي عجزه إلى إضرار في الاقتصاد الوطني، مما سيؤثر سلباً على قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي نتيجة لعرض العملة المحلية أكثر من طلب الأجانب عليها. لذلك تستخدم السلطات في هذه الحالة السياسات النقدية والمالية لمعالجة الخلل.

توجد أسباب عديدة تؤدي إلى حدوث هذا الإختلال في ميزان المدفوعات، أهمها مايلي:

- **التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية:** توجد علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات وسعر صرف العملة للبلد، فإذا كان سعر الصرف لعملة بلد ما أكبر من قيمتها الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها، وبالتالي حدوث اختلال في ميزان المدفوعات. أما إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل مما يجب أن تكون عليه سيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات مقابل تقلص الواردات، مما يؤدي أيضاً إلى حدوث اختلال في الميزان

- أسباب هيكلية: هي الأسباب المتعلقة بالمؤشرات الهيكلية للاقتصاد الوطني، وخاصة هيكل التجارة الخارجية (سواء الصادرات أو الواردات)، إضافة إلى قدرتها الإنتاجية وبأساليب فنية متقدمة، وهذا ما ينطبق تماما على حالة الدول النامية التي يتسم هيكل صادراتها بالتركيز السلبي (أي اعتمادها على سلعة أو سلعتين أساسيتين)، حيث عادة ما تتأثر هذه الصادرات بالعوامل الخارجية المتجسدة في مرونة الطلب الخارجي عليها في الأسواق العالمية كتحول أذواق المستهلكين وانصرافهم عن هذه السلع، أو عند حدوث تقدم فني في الخارج يؤدي إلى خفض أثمان السلع المماثلة لصادرات هذه الدول في الخارج.

- أسباب دورية: هي أسباب تتعلق بالتقلبات الاقتصادية التي تصيب النظام الاقتصادي الرأسمالي، ففي فترات الانكماش ينخفض الإنتاج والدخول والأسعار وتزداد معدلات البطالة فتتكمش الواردات، مما قد يؤدي إلى حدوث فائض، وفي فترات التضخم يزيد الإنتاج وترتفع الأسعار والأجور والدخول فتقل قدرة البلد على التصدير وترتفع وارداته، مما قد يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات. وتنتقل هذه التقلبات الدورية عن الدول ذات الوزن في الاقتصاد العالمي إلى الدول الأخرى (الشركاء التجاريين) عن طريق مضاعف التجارة الخارجية، وتتأثر بالتالي موازين مدفوعات هذه الدول عن طريق ما يصيب مستويات الأسعار والدخول فيها.

- الظروف الطارئة: قد تحصل أسباب عرضية لا يمكن التنبؤ بها، وتؤدي إلى حدوث اختلال في ميزان مدفوعات القطر كما في حالة الكوارث الطبيعية واندلاع الحروب و التغيير المفاجئ في أذواق المستهلكين محليا ودوليا. وهذه الحالات ستؤثر في صادرات القطر المعني الشيء الذي ينجر عنه انخفاض في حصيله هذه الصادرات المقدره بالنقد الأجنبي، مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

- أسباب أخرى: من الأسباب الأخرى التي قد ينشأ عنها اختلال في ميزان المدفوعات كإنخفاض الإنتاجية في الدول النامية نتيجة قلة أدوات الإنتاج، لذلك تقدم هذه الدول على برامج للتنمية الاقتصادية والاجتماعية يزداد فيها استيرادها من الآلات والتجهيزات الفنية ومستلزمات الإنتاج وغيرها من سلع التنمية لفترة طويلة، وتهدف هذه الدول من ذلك إلى رفع مستوى الاستثمار الذي غالبا ما يتجاوز طاقتها من الادخار الاختياري، ويترتب عن هذا التفاوت بين مستوى الاستثمار ومستوى الادخار اتجاه نحو التضخم.

### ثانيا: أنواع الإختلالات في ميزان المدفوعات

يمكن التمييز بين عدة نماذج من الإختلالات، وهي كالآتي:

- الإختلال العارض: هو الذي ينجم عن حدث عارض لا يتفق وطبيعة الأمور ولا يعبر عن القوى الاقتصادية الحقيقية للدولة. ومثال ذلك العجز الذي يحصل في الدول الزراعية نتيجة إصابة محصول التصدير الرئيسي بأفة زراعية على سبيل المثال، مما يؤدي إلى وجود إختلال سالب في الميزان التجاري بسبب إنخفاض المتحصلات من العملات الأجنبية. ومثلما يؤدي الحدث العارض إلى إختلال سلبي في الميزان التجاري، فقد يؤدي أيضا إلى إختلال إيجابي، ومثال ذلك ما قد تحدثه الحروب من زيادة في الطلب على المواد الأولية، مما يؤدي إلى زيادة صادرات الدول المنتجة لها، وبالتالي تحقيق فائض في الميزان التجاري.

- **الإختلال الموسمي:** يتوقف هذا النوع من الإختلال على المدة المأخوذة في الإعتبار عند النظر إلى ميزان المدفوعات. كلما كانت هذه المدة قصيرة كلما كبر حجم إحتال وجوده والعكس صحيح، ويظهر هذا الإختلال بنوع خاص في الدول التي يقوم النشاط الإقتصادي فيها على الزراعة، ففي مواسم تصدير المحاصيل يتحقق لديها فائض في معاملاتها مع الخارج. أما في آخر السنة فقد يتلاشى هذا الفائض وربما يتحول إلى عجز. ومثل هذا النوع من الإختلال لا يتطلب سياسة معينة لمواجهته، إذ من المحتمل أن تتعادل الإختلالات الموسمية على مدار السنة.

- **الإختلال الدوري:** تجتاح النظام الرأسمالي عادة نوبات من الرواج والكساد ينعكس أثرها على ميزان المدفوعات، فهو تارة يحقق فائضا وتارة أخرى يحقق عجزا. وهذا الفائض أو العجز يطلق عليه تعبير الإختلال الدوري نسبة إلى الدورة الاقتصادية. ومثل هذه التقلبات الدورية تنتقل من دولة لأخرى من خلال التجارة الخارجية. فالرواج الذي يحدث في إحدى الدول من شأنه زيادة وارداتها من الدول الأخرى، ومن شأن هذه الزيادات في الواردات زيادة الإنتاج والتوظيف في الدول المنتجة لهذه السلع، مما ينعكس أثره على موازين مدفوعاتها، وبالطبع فإن العكس يحدث في حالة الكساد.

- **الإختلال الإتجاهي:** هو الإختلال الذي ظهر في الميزان التجاري بصفة خاصة خلال إنتقال الإقتصاد الوطني من مرحلة التخلف إلى مرحلة النمو، في حين تنعدم القدرة على زيادة الصادرات بنفس الدرجة. أما السبب في زيادة الواردات فهو الطلب المستمر على السلع الرأسمالية والوسيلة التي تحتاجها الدولة لتكوين رأس المال اللازم للنمو الإقتصادي.

- **الإختلال النقدي:** يعتبر التضخم المحلي في الواقع أحد مصادر إختلال ميزان المدفوعات، فمن المعروف أن الزيادة في الدخل النقدية في دولة ما تولد في ظل ظروف معينة طلبا متزايدا على الواردات في هذه الدولة. بل وقد تقلل من السلع المتاحة لديها للتصدير. أضف إلى ذلك أن إرتفاع مستوى الأسعار داخليا قد يشجع على التحول إلى الواردات البديلة للإنتاج المحلي، حيث تكون أسعارها رخيصة نسبيا إذا ما قورنت بأسعار المنتجات المحلية (وهذا بطبيعة الحال يتوقف على مرونة الإحلال بين الواردات والمنتجات الوطنية).

أيضا فإن الطلب الأجنبي على صادرات هذه الدولة بسبب إرتفاع الأسعار فيها، قد يتحول إلى الدولة المنافسة ومن شأن كل هذا أن يؤدي إلى عجز ميزان المدفوعات.

- **الإختلال الهيكلي:** هو ذلك الإختلال الذي يكون مصدره تغير أساسي في ظروف الطلب أو العرض، مما يؤثر في هيكل الإقتصاد الوطني وفي توزيع المواد بين قطاعاته المختلفة. وهو يرجع إلى أحد أو بعض العوامل التالية:

- ❖ نسبيا محل عنصر آخر نادر نسبيا، مما يؤدي إلى إخفاض تكلفة الإنتاج، ومن ثم إلى زيادة إمكانية التصدير.
- ❖ التغير في الأصول المملوكة للدولة بالخارج. وذلك بسبب إستثماراتها الدولية، وهو ما يؤدي إلى تغيير العائد الذي تحصل عليه من هذه الإستثمارات.

❖ تحسن مستوى المعيشة الداخلية لسكان الدولة دون أن ترتفع قوتها الإنتاجية بنفس الدرجة. وهذا قد يؤدي إلى زيادة الطلب على الواردات بدرجة تفوق قدرة الدولة على التصدير.

ومثل هذا النوع من الإختلال لا يصلح لعلاجه تغيير سعر الصرف أو تغيير سياسة الإنفاق أو الأسعار (مثل الإختلال التقدي أو الدوري)، وإنما يلزمه الإرتقاء بالفن الإنتاجي والتنظيمي حتى تختلف تكاليف الإنتاج في الداخل، وكذا الإتجاه نحو فروع الإنتاج الجديدة. كما يلزم أيضا إعادة توزيع الموارد على القطاعات المختلفة المكونة للإقتصاد الوطني، وتجديد شامل للطاقت الإنتاجية تدعما لقدرة الدولة التنافسية.

### ثالثا: آليات إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات

هناك عدة تحليلات عملت على إبراز الآليات التي تحقق العودة إلى التوازن عندما يسجل ميزان المدفوعات عجزا أو فائضا في رصيده، وتصنف تلك الآليات ضمن نموذجين رئيسيين هما:

#### 1- توازن ميزان المدفوعات عبر حركات الأسعار:

##### أ- إعادة التوازن الآلي إلى ميزان المدفوعات في ظل نظام القاعدة الذهبية:

إذا ما حدث على سبيل المثال تحسن في مستوى الإنتاجية الداخلي فسوف يترتب عن ذلك زيادة في الصادرات المسددة بالذهب، وهذه الكمية الإضافية من الذهب تؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية للبلد المصدر، وتؤدي بدورها إلى ارتفاع الأسعار الداخلية، وأن ارتفاع الأسعار يلغي الميزات النسبية بين الدول ويخفض آليا الصادرات، ويحقق العودة إلى حالة التوازن.

وفي حالة انخفاض مستوى الإنتاجية الداخلي سوف يحدث خروج للذهب من أجل تسديد العجز في ميزان المدفوعات بالذهب، وهذا يصاحبه انخفاض الكتلة النقدية وتدني مستوى الأسعار الداخلية، وهو ما يرفع آليا الصادرات التي تحقق العودة إلى حالة التوازن.

إن هذا التحليل للتوازن الآلي يرتكز على النظرية الكمية للنقد التي تثبت أن التغيرات في الوفورات النقدية تؤدي بالضرورة لتغير في الأسعار الداخلية، ولكن بعد زوال النظام الذهبي فقدت هذه النظرية مبررها العملي والعلمي.

##### ب- إعادة التوازن الآلي إلى ميزان المدفوعات في ظل نظام النقد غير قابل للتحويل وسعر الصرف المرن:

يتحقق توازن ميزان المدفوعات في ظل نظام النقد غير القابل للتحويل عبر تغيرات أسعار الصرف، فسعر الصرف يتحدد طبقا لقانون العرض والطلب الذي ينطبق على تبادل العملات عبر العمليات المسجلة في أصول وخصوم ميزان المدفوعات. وإذا كان سعر الصرف يرتبط بوضعية ميزان المدفوعات، فإن تغيرات الصرف تعيد التوازن إلى الميزان الذي يوجد في حالة خلل.

- في حالة عجز الميزان المذكور يكون الطلب على العملات الصعبة أعلى من العرض، وبذلك ترتفع أسعار العملات الأجنبية مقارنة مع العملة الوطنية فتصبح المنتجات الأجنبية مرتفعة الأسعار، مما يرفع من الصادرات المنخفضة الأسعار، وتنخفض الواردات المرتفعة الأسعار

مما يقلل الطلب عليها.

- في حالة الفائض في ميزان المدفوعات يرتفع سعر صرف العملة الوطنية بالنسبة للعملة الأجنبية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصادرات وانخفاض أسعار الواردات، مما يزيد الطلب عليها.  
وفي كلتا الحالتين يعود التوازن آليا إلى ميزان المدفوعات.

## 2- توازن ميزان المدفوعات عبر حركات المداخل

إن تحليل تأثير حركات المداخل أخذ بالآلية الكينزية في تحديد دخل التوازن لكي تطبق على الاقتصاد المفتوح، فالصادرات تظهر كنوع جديد من الطلب مؤهلة لكي تمارس على الدخل الوطني أثرا مضاعفا يساهم في إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات.

### أ- دخل التوازن في الاقتصاد المغلق:

يتكون الدخل الوطني في الاقتصاد المغلق من عنصرين أساسيين هما: الاستهلاك والاستثمار، حيث:

$$Y = C + I$$

يتبين أن هناك توازنا بين الدخل من جهة ونفقات الاستهلاك والاستثمار من جهة أخرى، ومن المعلوم أن استخدام الدخل الوطني يتوزع بين الاستهلاك والادخار حيث:

$$Y = C + S$$

وعلى ضوء هاتين المعادلتين المتساويتين، يتضح أن  $C + I = C + S$  وهذا يعني بدوره أن  $I = S$  (أي أن الادخار يساوي الاستثمار).

يستنتج من هذا التحليل أنه في إطار الاقتصاد المغلق وفي ظل غياب تدخل الدولة، يقتضي توفر شرط حتمي لتحقيق توازن الدورة الاقتصادية، يتمثل في التوازن بين الاستثمار والادخار.

### ب - دخل التوازن في الاقتصاد المفتوح:

يقتضي تحديد التوازن في الاقتصاد المفتوح إدخال الصادرات والواردات، حيث يصبح الدخل الوطني على الشكل التالي:  $Y = C + I + (X - M)$

حيث:  $X$ : تمثل قيمة الصادرات  $M$ : تمثل قيمة الواردات.

أما شرط التوازن المتوقع بعد إضافة الخارج، يصبح على الشكل التالي:

$$C + I + (X - M) = C + S$$

$$I + X = S + M$$

بمعنى آخر:

وحسب هذه المعادلة الأخيرة، يتبين أن التوازن الإجمالي لا يوافق بالضرورة تحقق التوازن على الصعيد الخارجي، حيث:

- إذا كان الميزان الخارجي في حالة عجز: الواردات < الصادرات، يصبح الفرق بين الاستثمار والادخار مساويا للعجز الخارجي.
- إذا كان الميزان الخارجي في حالة فائض أي الصادرات < الواردات، يصبح الفرق بين الادخار والاستثمار مساويا للفائض الخارجي.

### ج- تأثير الخارج على الدخل الوطني (مضاعف التجارة الخارجية):

بالعودة إلى علاقة التوازن في الاقتصاد المفتوح التي تم التطرق إليها فيما سبق، يتضح أنه لم يتم التمييز بين إنفاق القطاع الخاص وإنفاق القطاع العام، لذلك فإن صياغة علاقة التوازن سوف يعاد تكرارها مرة أخرى لتأخذ بالاعتبار إنفاق القطاع العام، حيث يصبح الدخل الوطني على الشكل الآتي :

$$Y = C + I + G + X - M$$

حيث:

G: تمثل إنفاق القطاع الحكومي

I: تمثل مجموع الاستثمار.

X, I, G هو إنفاق مستقل لا يرتبط بمستوى الدخل الوطني y

X: تمثل الصادرات.

Y: تمثل الدخل الوطني.

M: تمثل الواردات.

C: تمثل الاستهلاك.

$$Y + M = C + A \quad \text{وهذا يعني أنه يصبح} \quad A = I + G + X$$

وإذا تم افتراض أن الدولة قررت زيادة حجم الإنفاق العام، فإن الإنفاق المستقل سوف يرتفع، وإذا كان الاقتصاد المذكور يتمتع بطاقت إنتاجية غير مستخدمة، فإن هذا الطلب الإضافي سوف يتولد عنه عرضا إضافيا متأتيا من النظام الإنتاجي نفسه ومن الواردات.

الزيادة الجديدة في العرض تتمثل بمدخيل إضافية يتولد عنها طلبات إضافية على السلع الاستهلاكية، وإن تلك الطلبات ستثير موجة جديدة من الإنتاج الداخلي ومن الواردات.

هذا السياق يتتابع باستمرار، وبذلك يجري الانتقال من توازن أساسي يتحدد بالمعادلة التالية:

$$Y + M = C + A \dots\dots(1)$$

إلى توازن جديد يصاغ على الشكل التالي:

$$Y + \Delta Y + M + \Delta M = C + \Delta C + A + \Delta A \dots\dots (2)$$

حيث:

$\Delta Y$ : الزيادة في الدخل الوطني.

$\Delta M$ : الزيادة في الواردات.

$\Delta C$ : الزيادة في الإستهلاك.

$\Delta A$ : الزيادة في الطلب المستقل.

وبطرح التوازن الأساسي (1) من التوازن الجديد (2) يتم الحصول على ما يلي:

$$\Delta Y + \Delta M + \Delta C = \Delta C + \Delta A \dots\dots\dots(3)$$

$$\Delta A = \Delta Y - \Delta C + \Delta M \dots\dots\dots(4)$$

وإذا كانت  $C$  تمثل الميل الحدي للإستهلاك، أي الإستهلاك الإضافي الناشئ عن توزيع وحدة نقدية من الدخل الوطني، وهو يمثل نسبة الزيادة التي طرأت على الإستهلاك والزيادة التي طرأت على الدخل:

$$c = \frac{\Delta C}{\Delta Y} \quad \text{أي أن:} \quad \Delta C = c \cdot \Delta Y$$

أما  $m$  تمثل الميل الحدي للاستيراد، أي أنها النسبة بين الزيادة في الواردات والزيادة في الدخل الوطني، أو الزيادة في الواردات الناشئة عن زيادة الدخل الوطني بقيمة وحدة نقدية واحدة.

$$m = \frac{\Delta M}{\Delta Y} \quad \text{أي أن:} \quad \Delta M = m \cdot \Delta Y$$

فإذا وضعت كل من  $\Delta C$  و  $\Delta M$  بقيمتها في المعادلة (4) تصبح الزيادة في الإيقاق المستقل  $\Delta A$  مساوية كالتالي:

$$\Delta A = \Delta Y - c\Delta Y + m \cdot \Delta Y \dots\dots\dots(5)$$

$$\Delta A = \Delta Y (1 - c + m) \dots\dots\dots(6)$$

$$0 < c < 1 : U : \frac{\Delta Y}{1 - c + m} = \Delta A \times 1$$

هو مضاعف التجارة الخارجية، وهذا المضاعف يسمح بالتحرك على التغير الإجمالي في الإيقاق الوطني  $\Delta Y$  الناشئ

عن تغير أولي في الإنفاق المستقل  $\Delta A$  عندما لا يوجد أي عائق أمام زيادة الكميات المنتجة، أما الأسعار فيفترض أن تكون مستقرة. إذا افترضنا أن الميل الحدي للاستيراد مساويا للصفر، فهذا يعني أن الزيادة في الدخل الوطني لن ينتج عنها أي زيادة في الواردات. وعندها يصبح مضاعف التجارة الخارجية مساويا لـ

$$\frac{1}{1-c}$$

FOR AUTHOR USE ONLY



## الفصل الثالث أسعار وسوق الصرف الأجنبي

المبحث الأول: سعر الصرف

أولاً: مفهوم سعر الصرف وأنظمته

1 - مفهوم سعر الصرف:

هو عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية.<sup>1</sup>

فإذا كان سعر اليورو الأوروبي الواحد يساوي 100,54 دج، فهذا يعني أن على المستورد الجزائري دفع هذا المبلغ مقابل الحصول على كل يورو من مبلغ العملة الأجنبية المقومة باليورو التي يحتاجها لتمويل شراء السلع والخدمات التي يريد استيرادها من فرنسا مثلاً. من ناحية أخرى، فإنه يتوجب على الزائر الفرنسي للجزائر دفع 1 / 100,54 يورو للحصول على دينار جزائري واحد، وذلك لتمويل مشترياته من السلع والخدمات الجزائرية.

من الواضح جلياً أنه لا يمكن أن تتحدد العلاقة بين عملة دولة معينة وعملات أخرى من خلال التسعيرات المعلن عنها في فترة زمنية معينة، وإنما هناك إعتبارات أخرى تكسب سعر الصرف صيغاً عديدة، لكل منها دلالتها الاقتصادية وبالتالي استعمالها الخاص بها.

يمكن تلخيص أشكال سعر الصرف فيما يلي:

- **سعر الصرف الاسمي**: هو مقياس لعملة إحدى الدول، والتي يمكن استبدالها بقيمة عملة بلد آخر، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما وفقاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف وفي لحظة زمنية معينة، ولهذا يمكن أن نقول أن سعر الصرف يتغير تبعاً لتغير ظروف العرض والطلب وبدلالة نظام الصرف المعتمد في الدولة. وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف الموازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد كمال المحزاوي: سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 17

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي: مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 130

- **سعر الصرف الحقيقي:** هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لمبادأة وحدة واحدة من السلع المحلية. ويتم سعر الصرف الحقيقي بتأثير التضخم على سعر الصرف الاسمي لبلد ما، وذلك من خلال الصيغة التالية:

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \text{سعر الصرف الاسمي} \times (\text{مؤشر الأسعار المحلية} / \text{مؤشر الأسعار الأجنبية}).$$

- **سعر الصرف الفعلي:** يعرف على أنه عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعلياً أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة، متضمنة في ذلك التعريفات الجمركية، رسوم، إعانات مالية...إلخ.

و يعرفه بعض الاقتصاديين على أنه عبارة عن متوسط سعر العملة المحلية بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأجنبية، حيث ترحح على أساس وزنها وأهميتها في التجارة الخارجية، وبالتالي فهو يعطي فكرة عامة عن قيمة العملة الوطنية في الأسواق الدولية.

- **سعر الصرف التوازني:** يقصد بسعر الصرف المتوازن ذلك السعر الذي تحدده قوة العرض والطلب عندما يحدث التساوي التام بين الكمية المطلوبة والكمية المعروضة من إحدى العملات بصرف النظر عن أثر المضاربة وحركات رؤوس الأموال غير العادية. وبذلك نجد أن سعر الصرف التوازني مثل سعر التوازني لأي سلعة من السلع المتداولة في الأسواق الحرة حالة المنافسة الكاملة، ويكون هذا السعر متزامناً مع التوازن في ميزان المدفوعات. يتوقف سعر الصرف المتوازن على بعض المتغيرات النقدية منها: معدل نمو الدخل الوطني، معدل التغير النسبي في المعروض النقدي، معدل التغير في سعر الفائدة وتجاه الطلب على النقود.

## 2- أنظمة سعر الصرف:

### 1-2 نظام سعر الصرف الثابت:

يتم تحديد سعر الصرف في ظل هذا النظام من خلال تعادل للعملة على أساس معين أو قاعدة معينة سواء كان هذا الأساس ذهباً أو عملة رئيسية تستند بدورها إلى الذهب أو مادة أولية رئيسية. وفي ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر صرف العملة إما<sup>1</sup>:

- **بعملة واحدة:** تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة دون إحداث تغيير.
- **بسلة عملات:** عادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة كما هو شأن الدينار الإماراتي، أو الربط حالياً باليورو واعتباره امتداداً لسلة العملات
- **ضمن هوامش محددة:** سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو سلة العملات، وهنا يتم تحديد مجال التقلب المسموح به.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 115-116

## 2-2 نظام سعر الصرف العائم (المرن):

تميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها المؤشرات الاقتصادية للدولة مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوءها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها.

نميز في ضوء سعر الصرف المرن نوعين: التعويم المدار (الموجه)، التعويم الحر.

- **التعويم المدار (الموجه):** ضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب، وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.
- **التعويم الحر:** وهو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملة أن تتغير صعودا وهبوطا حسب قوى السوق، ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتحرر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فإن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة، ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تشكل قيودا. وفي هذا النوع يوجد نوعين أساسيين، هما: نظام سعر الصرف المختلط، التعويم الغير نظيف (القدر)<sup>1</sup>.
- **نظام سعر الصرف المختلط:** حيث في هذا النظام تكون أسعار الصرف ثابتة ومعمومة (أي الجمع بين خاصية التثبيت وخاصية التعويم، ويطبق مثلا في مجموعة النظام النقدي الأوروبي، حيث تكون الدول المجموعة مثبتة بالنسبة لبعضها البعض وعائمة أمام الدول الأخرى خارج المجموعة.
- **التعويم الغير نظيف (القدر):** يقصد به تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف الأجنبي عن طريق البيع أو الشراء قصد التأثير على قيمة عملتها لتحقيق هدف معين

## ثانيا: العوامل المؤثرة على سعر الصرف

كثيرا ما نسمع في سوق العملات الأجنبية الحديث عن عملات قوية وعملات ضعيفة، أو الحديث عن ارتفاع سعر عملة معينة في السوق وانخفاض سعر عملة أخرى، فالعملة تعتبر قوية إذا ارتفع سعرها في السوق مقابل أسعار بيع العملات الأخرى، وبالذات الرئيسية منها، وتعتبر ضعيفة إذا انخفض سعرها مقابل هذه العملات.

مجرد ارتفاع أو انخفاض السعر مقابل عدد من العملات حتى لو كان العدد كبيرا، فإن هذا لا يكشف عن قوة أو ضعف لهذه العملة، إذ لا بد وأن تكون هذه العملات عملات مهمة ورئيسية في السوق، إضافة لذلك فإن ارتفاع وانخفاض سعر عملة معينة في السوق تحكمه أسباب وعوامل أخرى، وهنا لا بد من ذكر أهمية ارتباط هذه العوامل بمؤشرات العرض والطلب في السوق وعلاقتها الوثيقة بتوازنها، فكما نعرف فإن السبب المباشر لتغير سعر عملة يكمن في عدم التوازن الذي قد ينتج بين عرض هذه العملة والطلب عليها.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 164

توجد العديد من العوامل المهمة والتي يمكنها التأثير على سعر صرف العملة لدولة ما، والتي تتمثل فيما يلي:

**3-1 التغير في الميزان التجاري:** توجد علاقة وثيقة بين الميزان التجاري وسعر صرف العملة للبلد، فإذا كان سعر صرف العملة بلد ما أكبر من قيمتها الحقيقية سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها، وبالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال في الميزان التجاري. أما إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل مما يجب أن تكون عليه فسيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات مقابل تقلص الواردات، مما يؤدي أيضا إلى حدوث اختلال في الميزان التجاري، لذلك غالبا ما ينبج عن هذه الاختلالات ضغوط تضخمية تساهم في استمرار الاختلال في الميزان التجاري.

**3-2 معدل التضخم:** عادة ما نجد أن ارتفاع مستوى أسعار السلع في دولة معينة مقارنة بأسعار السلع في الدول الأخرى يتطلب إجراءات مالية أو نقدية لهذه الدولة، وفي غياب ذلك فإن هذا يتطلب تخفيض عملة تلك الدولة، ويحدث العكس لو أنها تتمتع بمستوى أسعار أقل من الدول الأخرى، فذلك يحتاج إلى إعادة تقييم لعملة ما وإدراجها في قائمة دول الكساد والكساد التضخمي فمن المغربي لها أن تجعل أسعارها متدنية ومنافسة من خلال تخفيض عملتها مقابل عملات الدول الأخرى، وبهذا الإجراء فإنها تحفز الدول الأخرى على زيادة وارداتها (أي أن الدولة التي تخفض عملتها تزيد صادراتها).<sup>1</sup>

**3-3 السياسة الضريبية:** إن الإجراءات الضريبية المختلفة التي قد تضع الأموال داخل جيوب الناس أو قد تسحبها تؤثر على سعر العملة، إلا أنه في أوقات متعددة تكون مثل هذه السياسات والإجراءات مهمة، ويجب أن تأخذ في الحسبان لما لها من آثار على الدخل وحوافز الإنتاج، وبالتالي الأسعار والصادرات والميزان التجاري.

**3-4 التغير في معدلات الفائدة الحقيقية:** ترتبط تغيرات أسعار الصرف بمعدلات الفائدة في بلدين، فإذا ارتفع معدل الفائدة المحلي مقارنة بمعدل الفائدة الأجنبي، فإنه بعد مرور فترة زمنية معينة سترتفع قيمة العملة المحلية والعكس صحيح، فالارتفاع في معدلات الفائدة في الدول الأجنبية سيحفز المستثمرين المحليين على الأمد القصير على استبدال عملتهم بعملة تلك الدول وذلك لجني الأرباح في السوق الأجنبي، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وهذا ما يؤثر على سعر الصرف.

**3-5 التدخلات الحكومية:** تحصل هذه التدخلات عندما يحاول البنك المركزي لدولة ما تعديل سعر صرف العملة عندما لا يكون ملائما لسياسته المالية والاقتصادية، وتم هذه التدخلات في حالة تطبيق نظام الصرف

الثابت، حيث لا يخضع سعر العملة لتفاعل قوى العرض والطلب عليها. ففي حال حدوث اختلال في ميزان المدفوعات ستتبع الدولة سياسة انكماشية أو تضخمية لإعادة التوازن عن طريق التخفيض أو الرفع في سعر العملة، هذه العملية التي تسمح للدولة في التحكم في كمية النقود المعروضة، لتجنب تنامي القوى التضخمية

<sup>1</sup> شقيري نوري وموسى وآخرون: التمويل الدولي وظريات التجارة الخارجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 51

في السوق الداخلي، كما يسمح باستقرار العملة المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة بقية العالم في تعاملاتهم التجارية والرأسالية مع الدولة المثبتة لسعر صرفها.

### ثالثاً: 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:

أن صياغة هذه النظرية يرجع إلى الاقتصادي السويدي (Gustav Cassel)، وتقوم 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، ولما كانت كل مبادلة تقوم أساساً على التعادل بين الأشياء موضوع المبادلة، فإن سعر الصرف ينبغي أن يتحدد في الظروف العادية عند المستوى الذي يحقق التساوي بين القوة الشرائية للعمليتين في بلدهما. فسعر الصرف العادي هو السعر الذي تتعادل عنده كمية السلع والخدمات التي تشتري في السوق الوطنية بالنقود الوطنية مع كمية السلع والخدمات التي تشتري في السوق الأجنبية بالنقود الأجنبية التي تتبادل مع النقود الوطنية.

ترى هذه النظرية أن التغير في سعر الصرف إنما يعود إلى التغير في القوى الشرائية لكل من العمليتين في داخل كل دولة.

#### 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 الآتي وسعر الصرف الآجل في نفس الوقت، مادام هناك فرصة للاستفادة من المراجعة، فهذه الطريقة تعتبر مهمة تفيد في متابعة الاتجاهات التنبؤها أسعار الصرف بناء على معطيات محدودة.

#### 3- النظرية الكمية:

تتلخص هذه النظرية في كون الزيادة في كمية النقود في بلد ما ينتج عنها ارتفاع 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 العملات الأجنبية، بغية تسوية المدفوعات الدولية للمتعاملين المحليين، وانخفاض في الطلب على العملة المحلية وزيادة عرضها، وهذا ما يدفع بأسعار صرف العملات الأجنبية للارتفاع<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> فليح حسن خلف: العلاقات الاقتصادية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2009، ص 228

## 4- نظرية الأرصدة:

تقوم هذه النظرية على اعتبار أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة الحساب الجاري لميزان المدفوعات من تغيرات، فإذا حقق الميزان التجاري لدولة ما فائضا فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية، وهو ما يقود إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، ويحدث العكس عند حدوث عجز في الميزان التجاري، والذي يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية، مما يقود إلى انخفاض قيمتها الخارجية.

## 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 الاقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان مدفوعات، معدل تضخم... إلخ. وفي السوق الكفاء لكل المعلومات الجديدة تجد تأثيرها الآتي 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.
- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب.

## 6- النظرية الإنتاجية:

تبين هذه النظرية أن القيمة الخارجية لعملة الدول تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي. فإذا افترضنا مثلاً ارتفاع معدلات الإنتاج لسبب ما كاستخدام كافة الوسائل والإمكانيات البشرية وزيادة ساعات العمل، فإن هذا الأمر سوف ينتج عنه مباشرة زيادة الإنتاج بصورة كبيرة، وبالتالي فائض في الإنتاج، فبينما كان سعر المنتج سابقاً  $p$  فإن هذه الحالة تمكننا من بيع نفس المنتج بسعر أقل، ومعنى ذلك انخفاض الأسعار، وعليه تصبح الدولة تصدر بدلاً من الاستيراد، وعملية التصدير تتطلب زيادة الطلب على العملة الوطنية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار صرفها.

## 7- نظرية ماندل - فلمنج في تحديد أسعار الصرف:

يعود هذا النموذج إلى سنة 1963 بفضل الأعمال التي قام بها ماركوس فلمنج 1962 وروبرت ماندل 1963 ويستخدم هذا النموذج للتنبؤ بقيمة العملات في المستقبل، ويركز على تحليل فاعلية سياسيات الاستقرار الاقتصادي في الاقتصاد المفتوح.

يتعرض النموذج إلى تحليل أثر توازن ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف في اقتصاد مفتوح صغير نسبياً الذي لا يؤثر على أسعار الفائدة في باقي دول العالم، ثم يفترض ثبات مستوى أسعار الفائدة والذي يعتبر متغير خارجياً.

<sup>1</sup> أمين صيد: سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2013، ص 49

يعتبر النموذج أن مستوى التوازن الناتج مع سعر الفائدة، الذي يترتب عليه في اقتصاد مفتوح فائض أو عجز في ميزان المدفوعات توازنا مؤقتا و ظاهريا، و حتى يتحقق التوازن لابد من الاستجابة لشروط توازن سوق السلع، وتوازن سوق النقود، بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات.

مما سبق يمكن الاستنتاج أن هناك علاقة إيجابية بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف والنشاط الاقتصادي في الدول الأجنبية، ومستوى أسعار الفائدة المحلية، كما أن هناك علاقة عكسية بين ميزان المدفوعات ومستوى النشاط الاقتصادي المحلي ومستوى أسعار الفائدة الأجنبية، وتؤدي الزيادة في النشاط المحلي وأسعار الفائدة الأجنبية إلى انخفاض النشاط الاقتصادي الخارجي وانخفاض قيمة العملة المحلية.

### المبحث الثاني: سوق الصرف الأجنبي وعملياته

#### أولا: سوق الصرف الأجنبي

يتم التعامل في الصرف الأجنبي في إطار ما يسمى بسوق الصرف الأجنبي، ويتركز هذا السوق عادة في مراكز المال العالمية الكبرى، حيث يتم إجراء صفقات التبادل بين مختلف العملات القابلة للتداول والتحويل مع بعضها البعض.

#### 1- مفهوم سوق الصرف الأجنبي:

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لسوق الصرف الأجنبي، نذكر أهمها فيما يلي:

- سوق الصرف الأجنبي هي السوق الذي تباع فيه وتشتري منه العملات الوطنية للدول المختلفة إحداها بالأخرى.
- كما يعرف سوق الصرف الأجنبي أنه السوق التي تتم فيها مبادلة العملة الوطنية بالعملات الأجنبية، ويمكن أن تتم المبادلة بين أي عملتين أجنبيتين، وذلك من خلال البنوك ومؤسسات الصيرفة وغيرها من المؤسسات المالية في الدولة.
- يعرف أيضا بأنه السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية، ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق، ففي العادة تتم العمليات بين البنوك أجهزة تداول الكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها<sup>1</sup>.
- مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لسوق الصرف الأجنبي على أنه: سوق ليس لها مكان محدد، يمكن من خلاله الجمع بين البائعين والمشتريين للعملات الأجنبية، بحيث في العادة تتم هذه العمليات بواسطة البنوك وغيرها من المؤسسات المالية.

<sup>1</sup> نوري محمد ناظم الشمري وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007، ص 196.

## 2- وظائف سوق الصرف الأجنبي:

إن وظيفة سوق الصرف الأجنبي لا تقتصر على مجرد تحديد أسعار الصرف، وإنما تشمل وظائف أخرى تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- **تحويل القوة الشرائية بين الدول:** الوظيفة الأساسية لأسواق الصرف الأجنبي هي تحويل الأموال أو القوة الشرائية من دولة إلى أخرى. فمثلاً (بم عن طريقه) يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته إلى بنكه المرسل في مركز نقدي أجنبي بأن يدفع قدر معين من العملة المحلية السائدة هناك إلى أي شخص أو مؤسسة أو حساب.
- **تقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الخارجية:** يتم ذلك عن طريق قيام أحد البنوك بمنح ائتمان، فعندما يقوم البنك بفتح اعتماد بالعملة الأجنبية أكثر من حجم الودائع لديه من هذه العملات، فإنه يكون قد منح ائتماناً لتمويل التجارة الخارجية.
- **تغطية مخاطر الصرف الأجنبي:** حيث يقوم سوق الصرف الأجنبي بمساعدة المستثمرين الماليين على تجنب مخاطر الصرف الأجنبي والقيام بعملية التغطية.

## 3- المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي:

- يتعدد المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بتعدد عمليات البيع والشراء للعملات الأجنبية، وفيما يلي أهم المتعاملين في هذا السوق:
- **البنوك المركزية:** تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي من أجل القيام بالوظائف التالية:
    - تنفيذ أوامر الحكومة باعتبارها بنك الدولة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى.
    - القيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية.
  - **البنوك التجارية:** مع ازدياد النشاط الاقتصادي، ازداد الطلب على الائتمان، فتحوّلت البنوك التجارية لتلعب دور الوسيط بين المودع والمستثمر، بالإضافة إلى ذلك تقوم البنوك التجارية بتحصيل مستحقات عملائها من مصادرها المختلفة سواء تعلقت هذه المستحقات بشيكات أو بكمبيالات أو بسندات أذنيه، كما تقوم البنوك التجارية باستبدال العملات الأجنبية بالعملة الوطنية وبالعكس<sup>2</sup>.
  - **ساسة الصرف:** تتولى ساسة الصرف الأجنبي اجراء عمليات تبادل العملات الأجنبية التي تتم بكميات كبيرة بين البنوك التجارية، فالبنك التجاري من خلال ساسة الصرف الأجنبي يمكنه الحصول على أفضل سعر للعملة الأجنبية، وبتكاليف منخفضة. وعادة ما يكون هناك ساسة معتمدين أو مرخصين في الأسواق المالية يمكن من خلاهم للبنوك التجارية أن تسوى رصيدها من العملات الأجنبية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> السيد محمد أحمد السريتي: التجارة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2009، ص 249

<sup>2</sup> بسام الحجار: نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2009، ص 100

<sup>3</sup> إيمان ناصف عطية، عمارة هشام محمد: مبادئ الاقتصاد الدولي، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008، ص 311



- **العملاء الخواص:** هم لا يتدخلون مباشرة في أسواق الصرف فهم يشتررون ويبيعون العملات متوجهين إلى المصارف التي تمارس نشاطا في سوق الصرف، وتشتمل على ثلاث فئات: العملاء الذين يقي تأثيرهم هامشيا إلى حد بعيد، المشروعات الصناعية والتجارية، المؤسسات المالية التي ليس لها حضور دائم في أسواق الصرف.

- **المؤسسات غير المالية:** إن مشاركة بعض مؤسسات الأعمال في عمليات العملات الأجنبية ودخولها لأسواقها، يأتي كنتيجة لنشاطات هذه المؤسسات التجارية أو الاستثمارية التي تحتم عليها دخول سوق العملات الأجنبية كمشترية أو بائعة أو مستثمرة لهذه العملات، وهي قد تقوم بذلك إما مباشرة أو عن طريق البنوك أو المؤسسات المالية التي تتعامل معها<sup>1</sup>.

### ثانيا: عمليات سوق الصرف

تتنوع المعاملات التي تتم في أسواق الصرف حسب تنوع أهداف المتعاملين ونشاطهم، فهناك المعاملات التي تعتبر المصدر الأساسي لقيامها، وهناك معاملات خلقتها الأسواق نفسها واكتشفها المتعاملون أثناء بحثهم عن فرص الربح، وهناك عمليات هدفها الاستفادة من التناقضات الموجودة في أسواق الصرف، وعليه فإن من أهم عمليات الصرف الأجنبي ما يلي:

1- **المعاملات العاجلة:** هي معاملات الصرف التي تتضمن دفع واستلام الصرف الأجنبي خلال يومين بعد القيام بالعملية الاقتصادية. وتعد العمليات الآتية هي الأكثر أهمية في سوق الصرف وتستحوذ على الاهتمام الأكبر، لأن تحركاتها مستمرة، فضلا عن أهميتها الكبيرة في إجمالي التعاملات. وأسعار العمليات الآتية تعد هي الأسعار الأساسية التي تحسب على أساسها أسعار المعاملات الآجلة وإن كان هناك تأثير متبادل بين الأسعار في السوقين الآتي والآجل، وتستخدم سوق الصرف الآتي كأساس للتسويات الدولية.

2- **المعاملات الآجلة:** تعتبر عملية الصرف لأجل إذا كان تسليم واستلام العملات يتمان بعد فترة معينة من تاريخ إبرام العقد، مطبقين سعر للصرف يحسب بناء على سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد، وتستعمل عملية الصرف لأجل من طرف الشركات العاملة في التجارة الخارجية لتفادي الأخطار الناجمة عن التقلبات المحتملة وغير المتوقعة في أسعار صرف العملات<sup>2</sup>.

3- **مستقبليات وخيارات العملة الأجنبية:** تمثل عقود مستقبليات العملة الأجنبية التزاما قاطعا بشراء أو بيع العملات خلال فترة زمنية محددة بسعر معين، أما عقود خيارات العملة فهي عقود تعطي للمشتري الحق بخيار شراء أو بيع كمية محددة من العملة المتداولة في تاريخ محدد بأي تاريخ قبل الموعد المحدد<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض: **المالية الدولية**، دار الخامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 200

<sup>2</sup> عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي: **سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 34-35

<sup>3</sup> محمد العربي ساكر، مرجع سابق، ص 105

4- **التغطية:** يقصد بعمليات التغطية تلك العمليات التي تهدف إلى تحويل مقابل أصول مستثمرة في عملة ضعيفة أو يخشى انخفاض قيمتها إلى عملة أخرى قوية، من أجل حماية تلك الأصول أو الحقوق، وبنفس الكيفية تغطي الالتزامات المقومة بعملة يخشى ارتفاع أسعارها.

5- **المضاربة:** هي عكس التغطية، فعلى حين أن المغطي يسعى إلى تغطية مخاطر الصرف الأجنبي، فإن المضارب يقبل وحتى يسعى إلى تعريض نفسه لمخاطر الصرف الأجنبي على أمل أن يحقق ربحاً، فإذا توقع المضارب بصدق التغيرات المستقبلية في أسعار الصرف فإنه يحقق ربح، وبخلاف ذلك فإنه يتحمل خسارة<sup>1</sup>.

6- **المراجحة:** يقصد بها تحقيق الربح من قبل فئة معينة من المتعاملين في سوق الصرف، أي شراء العملة في السوق التي يكون فيها سعر صرف هذه العملة منخفضاً، وبيعها في السوق التي يكون فيها السعر مرتفعاً بهدف تحقيق ربح من السوقين.

7- **مبادلة العملات:** عملية مبادلة العملات هي عبارة عن عملية تؤمن لعون اقتصادي إمكانية شراء وبيع عملة مقابل أخرى في آن واحد مع مواقيت الدفع المختلفة، بمعنى أن عملية المبادلة هي صرف العملات مع وعد بإنجاز العملية المعاكسة في زمن محدد مسبقاً. وعلى عكس أصحاب المعاملات العاجلة لأجل فإن مستخدم المبادلة لا يتحمل مخاطر الصرف، وهذه أداة ملائمة للتوظيف الظرفي لفائض عملة غير مطلوبة مباشرة، وبالنسبة للبنك تعتبر وسيلة مفيدة لتغطية المعاملات لأجل، وعملية المبادلة تسمح للطرفين المتقابلين بالاستفادة من فارق النقاط (علاوة أو حسم).

<sup>1</sup> كامل بكري: الاقتصاد الدولي (التجارة والتمويل)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 333

## الفصل الرابع التعامل في أسواق العملات الأجنبية

المبحث الأول: أسعار العملات الأجنبية

أولاً: تسمية أسعار العملات الأجنبية وخصائصها

1 - طرق تسمية أسعار العملات الأجنبية

هناك طريقتين لتسمية أسعار العملات الأجنبية، وهما التسمية السعرية، والتسمية الكمية.

أ- التسمية السعرية أو الأوربية:

هي تسمية وحدة العملة الأجنبية بوحدات العملة المحلية، كأن نقول 87 دينار جزائري لكل دولار، وهي تسمى تسمية كمية من وجهة نظر المواطن في دولة العملة الأجنبية، حيث أن العملة التي تسمى هي الدولار الأمريكي، والسعر الذي يعطى هو سعر الدولار.

مثال : \$ / 1.0076 uro أي (1.0076) يورو لكل دولار.

ب- التسمية الكمية أو الأمريكية:

هي كمية العملة الأجنبية الممكن شراؤها بوحدة واحدة من العملة المحلية، أو هي مقلوب التسمية السعرية. حيث أن العملة التي تسمى هي العملة الأجنبية، والسعر الذي يعطى هو سعر هذه العملة.

مثال : Uro / 0.9925 \$ أي اليورو = 0.9925 دولار.

ومن الجدير بالذكر، أن التسمية السعرية هي مقلوب التسمية الكمية، والتسمية الكمية هي مقلوب التسمية السعرية.

2 - خصائص تسمية أسعار العملات الأجنبية

- السرعة وعدم التباطؤ في إعطاء الأسعار.
- الهامش الضيق بين سعري الشراء والبيع، والمقصود بالهامش الفرق بين سعر البيع والشراء، وهو يمثل ربح مسمى الأسعار، ومن مميزات التسمية الجيدة هو الهامش الضيق بين سعري الشراء والبيع.
- الرغبة في التعامل حسب الأسعار المساة، حيث أن الجهة مسمية الأسعار يجب عليها الإلتزام بهذه الأسعار طالما أن الكميات المعروضة أو المطلوبة ضمن المتعارف عليها في الأسواق الدولية.

## ثانيا: اتجاهات التعامل في أسواق العملات الأجنبية:

## 1 - سعر الشراء وسعر البيع:

الجهة مسمية الأسعار تعطي سعرين أحدهما سعر الشراء، والآخر هو سعر البيع، ويسمى الفرق ما بين سعري الشراء والبيع بربح مسمى الأسعار.

- سعر الشراء: هو السعر الذي تستعد عنده الجهة مسمية الأسعار بالشراء عند الحدود المتعارف عليها.

- سعر البيع: هو السعر الذي تستعد عنده الجهة مسمية الأسعار بالبيع عند الحدود المتعارف عليها.

ولتوضيح ذلك أكثر نفترض أن الجهة عارضة الأسعار عرضت السعر الآتي:

سعر الشراء Uro / 1.4744

سعر البيع \$ / 1.4855

الدولار الأمريكي مقابل الأورو.

- إن هذه التسمية هي تسمية أوربية.

- إن الجهة مسمية الأسعار تشتري الدولار على أساس 1.4744 أورو لكل دولار.

- إن الجهة مسمية الأسعار تبيع الدولار على أساس 1.4855 أورو لكل دولار.

- يسمى الفرق بين سعر الشراء والبيع 0.011 بالهامش، وهو عبارة عن ربح مسمى الأسعار.

## 2 - تاريخ الحق (التسليم) في أسواق العملات الأجنبية:

عادة لا يتم التعامل في الأسواق نقدا، بل يتم التسليم بعد فترة محددة من تاريخ الاتفاق على العملية وإتمامها، ويسمى تاريخ الاستلام أو التسليم بتاريخ الحق، وينقسم إلى نوعين: الحق الآني، والحق الآجل.

## - الحق الآني (Value spot):

بموجبه يتم تسليم العملة الأجنبية بعد يومي عمل لاحقين ليوم إتمام العملية، أي أن عملية بيع أو شراء العملة الأجنبية التي تتم يوم الاثنين يكون حق تسليمها يوم الأربعاء.

## - الحق الآجل (Value Forward):

إذا كانت عملية التسليم لعملة أجنبية لفترة أكثر من يومي عمل من يوم إتمام العملية، يكون الحق آجل، وتكون عملية التسليم لخمس عشر يوم أو شهر ومضاعفاتها.

ومثال ذلك: إذا كان حق التسليم بعد شهر، وتمت العملية في يوم 01 مارس، فإن التسليم سيكون يوم 03 أبريل، لأن المدة شهر فتكون من 3/1 الى 4/1 + يومي عمل. وإذا كان يوم 03 أبريل عطلة رسمية فإن حق التسليم يكون يوم 04 أبريل.

### ثالثا: الأسعار المتقاطعة وأهميتها:

#### 1 - تعريف الأسعار المتقاطعة:

يعرف السعر المتقاطع بأنه سعر العملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة، فإذا عرفنا سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار، وسعر اليورو مقابل الدولار، فإنه من الممكن معرفة سعر الجنيه الإسترليني مقابل اليورو (أي سعر تقاطع الجنيه الإسترليني مقابل اليورو، وكذلك يمكن معرفه سعر تقاطع اليورو مقابل الجنيه الإسترليني).

#### 2 - خطوات تحديد سعر التقاطع:

- من هو الذي يقوم بإحتساب السعر.
- ما هو اتجاه التعامل (أي ماهي العملة المشتراة أو ماهي العملة المباعة).
- ما هو السعر المطلوب إيجاده.

مثال: إذا أعطيت لك الأسعار التالية للجنيه الإسترليني و اليورو مقابل الدولار، وفق الجدول الآتي<sup>1</sup>:

بيع	شراء	
1,6260 دولار	1,6250 دولار	الجنيه الإسترليني
1,1420 دولار	1,1410 دولار	يورو

بفرض أننا الجهة الطالبة للأسعار، وأننا نرغب في بيع الجنيه الإسترليني مقابل الدولار، وشراء اليورو مقابل الدولار.

المطلوب:

1- حساب سعر تقاطع الجنيه الإسترليني مع اليورو؟

2- حساب سعر تقاطع اليورو مع الجنيه الإسترليني؟

بما أننا الجهة طالبة الأسعار، فإن البيع يكون شراء والشراء يكون بيع، ويكون الجواب على الشكل الآتي:

$$1- \text{تقاطع سعر الجنيه الإسترليني باليورو} = 1,6250 : 1,1420 = 1,422$$

<sup>1</sup> إن السعر الأقل هو سعر الشراء، والسعر الأعلى هو سعر البيع.

إذا افترضنا أننا الجهة العارضة للأسعار (أو مسمى الأسعار)، فإن سعر الشراء هو سعر الشراء وسعر البيع هو نفس سعر البيع. إذا افترضنا أننا الجهة الطالبة للأسعار، فإن سعر البيع هو سعر الشراء وسعر الشراء هو سعر البيع.

$$0,7027 = 1,6250 : 1,1420 = \text{تقاطع سعر اليورو بالجنيه الإسترليني}$$

رابعاً: السلسلة

1 - تعريف السلسلة:

السلسلة هي طريقة من أجل احتساب الأسعار المتقاطعة للعملات، والتي تعني إيجاد سعر عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة بينهما.

2 - مثال على السلسلة:

فيما يلي أسعار المارك الألماني و الفرنك السويسري مقابل الدولار، وفق الجدول الآتي:

شراء	بيع	
2.43 دولار	2.44 دولار	المارك الألماني
7.30 دولار	7.31 دولار	الفرنك السويسري

المطلوب:

1 - حساب سعر تقاطع المارك الألماني مع الفرنك السويسري؟

2 - حساب سعر تقاطع الفرنك السويسري مع المارك الألماني؟

طريقة الحل:

أ- سعر تقاطع المارك الألماني مع الفرنك السويسري:

- الخطوة الأولى: صياغة السؤال المراد الإجابة عليه.

- الخطوة الثانية: نبدأ بالعملة التي ينتهي عندها السؤال، ونكتب المعلومات المتوفرة عنها، وفي هذا المثال انتهينا بالفرنك السويسري،

لذلك فإننا نكتب المعلومات المتوفرة كالتالي: 7.30 فرنك = 1 دولار

- الخطوة الثالثة: نبدأ بالعملة التي ننتهي عندها في الخطوة الثانية، ونكتب المعلومات المتوفرة عنها، وفي الخطوة الثانية انتهينا عند

الدولار، لذلك فإننا نكتب المعلومات المتوفرة عن الدولار كالتالي:

دولار واحد = 2.44 مارك ألماني

الخطوة الرابعة: ترتيب الخطوات الثلاث السابقة على النحو الآتي:

- ؟ مارك = 1 فرنك

- 7.30 فرنك = 1 دولار .

- 1 دولار = 2.44 مارك

هنا نأخذ مضروب الجزء اليسار من المعادلة الثانية كبسط، ونأخذ مضروب الجزء الأيمن من المعادلة الأولى كقام، وتكون النتيجة

$$\text{كالاتي: } (2.44 \times 1 \times 1) : (7.30 \times 1) = 0.334 \text{ مارك / فرنك}$$

ب - سعر تقاطع الفرنك السويسري مع المارك الألماني:

- ؟ فرنك = 1 مارك

- 2.44 مارك = 1 دولار

- 1 دولار = 7.3 فرنك

$$\text{النتيجة: } (1 \times 1 \times 7.3) : (2.44 \times 1) = 2.99 \text{ فرنك / دولار}$$

مثال آخر: فيما يلي أسعار الفرنك السويسري والجنيه الاسترليني مقابل الدولار.

2.8 فرنك = 1 دولار

1.61 دولار = 1 جنيه

المطلوب: تحديد سعر تقاطع الفرنك السويسري مع الجنيه الاسترليني باستخدام طريقة السلسلة ؟

كم فرنك سويسري = 1 جنية استرليني

1 جنيه = 1.61 دولار

1 دولار = 2.08 فرنك

$$\text{إذن: } (1 \times 1.61 \times 2.08) : (1 \times 1) = 3.348 \text{ فرنك / جنيه}$$

المبحث الثاني: مخاطر وأوضاع المتعاملين في سوق العملات:

أولاً: مخاطر التعامل بالعملات الأجنبية

في مجال التعامل بالعملات الأجنبية، هناك عدة مخاطر يجب أن تؤخذ في الحسبان، أهمها:

1 - مخاطر الائتمان:

هي المخاطر التي تنشأ من عدم قدرة الطرف المتعامل معه على الوفاء بالتزاماته في الوقت المحدد، ويمكن تقليل هذه المخاطر أو الحد منها عن طريق مراقبة مجموع المبالغ التي يمكن منحها كإئتمان للأطراف الأخرى، والتمييز بين مبلغ الإئتمان الممنوح لعمليات التعامل بالعملات ومبلغ الإئتمان الممنوح لعمليات السوق التقدي.

## 2 - مخاطر السعر:

هناك نوعان من الأسعار التي تؤثر على عمليات التعامل بالعملة الأجنبية وهما: أسعار الفوائد على العملات، أسعار العملات نفسها.

## أ - أسعار الفوائد على العملات

تؤثر أسعار الفوائد على العملات على عمليات السوق النقدي عندما يكون إستحقاق عمليات الإقراض والإقتراض غير متطابقة، وعندما يكون هناك إختلاف في تاريخ حق شراء وبيع العملة في عمليات المبادلة. وتكمن هذه المخاطر في التغير العكسي المحتمل في أسعار الفوائد خلال فترة عدم التطابق في المبالغ أو في تاريخ الحق العائد لها.

## ب - أسعار العملات نفسها

تظهر هذه المخاطر نتيجة التغير العكسي المحتمل في أسعار العملات خلال فترة الإحتفاظ بأوضاع أو مراكز العملات.

## 3 - مخاطر السيولة:

تنشأ هذه المخاطر من عدم القدرة على الحصول على الأموال عند الحاجة إليها، وذلك لعدم التطابق في التدفق النقدي الذي يظهر كنتيجة لعمليات المبادلة وعمليات السوق النقدي والمراكز المحتفظ بها بالعملات. ويمكن مراقبة مخاطر السيولة ومخاطر السعر عن طريق إستخدام كشف التدفق النقدي.

من أهم مشاكل التعامل بالعملات الأجنبية، نلخص مايلي:

- عدم التجانس في أعمال المؤسسات المختلفة.

- نقص الخبرة اللازمة في مجال التعامل بالعملات الأجنبية.

- بعض المؤسسات لا يوجد بها أقسام خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية.

- الإفتقار إلى أجهزة إتصال ذات كفاءة عالية.

- عدم رغبة بعض المؤسسات في إدخال أساليب جديدة في مجال العمل المصرفي.

## ثانيا: بيان أوضاع المتعاملين

إن التعامل في سوق العملات الأجنبية يحتوي على بعض المخاطر، وذلك بسبب إختلاف أسعار العملات من وقت لآخر. فمثلا شراء عملة أجنبية ما مقابل عملة محلية والإحتفاظ بها لها لفترة ما قد يترتب عليه إنخفاض في سعر العملة الأجنبية خلال هذه الفترة. كما أن شراء عملة في يوم ما بأكثر من بيع نفس العملة في ذلك اليوم قد يجعل إنخفاض سعر العملة التي تم شراؤها مشكلة تضع المشتري في موقف حرج.



لتجنب هذه المخاطر فإن المتعامل في أسواق العملات الأجنبية يعمل على حماية نفسه، بحيث تكون تكون مجموع مبيعاته من عملة ما في أي يوم مساويا بقدر الإمكان لمجموعة مشترياته منها، وهذا يعني أنه عند كل عملية شراء فإن المتعامل يجري في نفس الوقت عملية مقابلة مساوية لها بقدر الإمكان، وهو بذلك يؤخذ مركزا في العملات الأجنبية. وبهذا نميز الوضعيات الثلاث الآتية:

### 1- الوضعية المتوازنة:

تكون هذه الوضعية عندما تكون مشتريات ومبيعات التعامل من أية عملة في نهاية كل يوم عمل متساوية (بمعنى حجم المبيعات = حجم المشتريات).

### 2 - الوضعية الطويلة:

تسمى هذه الوضعية بوضعية المشتري، وتقع عندما يكون مآتم شراؤه من عملة معينة أكثر مما تم بيعه من نفس العملة، بمعنى إرتفاع موجودات التعامل من عملة معينة عن مطلوبات التعامل من نفس العملة، كالانتهاء في نهاية يوم العمل بشراء 10 ملايين دولار مقابل بيع 5 ملايين دولار (المشتريات > المبيعات).

### 3 - الوضعية القصيرة:

تسمى هذه الوضعية بوضعية البائع، وتقع عندما يكون ما تم بيعه من عملة معينة أكثر مما تم شراؤه من نفس العملة، بمعنى إرتفاع مطلوبات التعامل من عملة معينة عن موجودات التعامل من نفس العملة، كالانتهاء في نهاية يوم العمل ببيع 10 ملايين دولار مقابل شراء خمسة ملايين دولار. (المبيعات > المشتريات)

إذا تمت عمليات البيع في أجل يختلف عن الأجل الذي تمت فيه عملية الشراء، فإن هذا يعني أن هناك فجوة في التعامل قد يترتب عليها بعض المخاطر. وهناك نوعين من الفجوات هما: الفجوة السالبة، الفجوة الموجبة.

**أ - الفجوة السالبة:** تكون الفجوة سالبة عندما يكون أجل بيع المبلغ أقل من أجل الشراء لنفس المبلغ. ومثال ذلك أن يبيع المتعامل مليون دولار لأجل أسبوع ويشترى مليون دولار لأجل عشرة أيام. (بيع > شراء). وتظهر مخاطر هذه الفجوة في أن عملية تغطيتها قد تتم بتكلفة عالية يتحملها المتعامل، حيث يجب عليه تغطيتها عن طريق الإقتراض لفترة ثلاثة أيام، وبالتالي من المؤكد أن يواجه المتعامل نوعين من المخاطر: الأولى تعرضه لدفع سعر فائدة على الأموال المقترضة، والثانية هي مدى توفر الأموال في السوق عند الحاجة إليها.

**ب - الفجوة الموجبة:** تكون الفجوة موجبة عندما يكون أجل الشراء أقل من أجل البيع لنفس المبلغ. ومثال ذلك أن يشتري المتعامل مليون دولار لأجل أسبوع ويبيع مليون دولار لأجل عشرة أيام، الأمر الذي قد يؤدي بالمشتري إلى الإحتفاظ بالمبلغ حين إستحقاق المبلغ المباع. (بيع < شراء).

قد يختلف السعر الآجل عن السعر الآني، فإذا كان السعر الآجل أكبر من السعر الآني فالفرق بينها يسمى بالعلو، أما إذا كان السعر الآجل أقل من السعر الآني فالفرق هنا يسمى بالخصم. ويمكن استنتاج السعر الآجل للعملية بأحدى الطريقتين:

$$\begin{aligned} \text{السعر الآجل} &= \text{السعر الآني} + \text{علو} \\ \text{السعر الآجل} &= \text{السعر الآني} - \text{الخصم} \end{aligned}$$

مثال: فيما يلي السعر الآني والسعر الآجل لثلاث عملات مقابل الدولار، وفق الجدول الآتي:

السعر الآجل بعد 3 اشهر	السعر الآني	الدولارات الأمريكية
0.0280 - 0.0290	\$ 2.5150 - 2.5140	المارك الألماني
0.0480 - 0.0450	\$ 7.5650 - 7.5625	الأورو الأوروبي
0.0200 - 0.0210	\$2.8175 - 2.8160	الجلدر الهولندي

المطلوب الحصول على السعر الآجل للمارك الألماني مقابل الدولار:

\$2.5150	—	2.5140	السعر الآني للمارك
\$ 0.0280	—	0.290	سعر التبدل (-)
		2.4850	السعر الآجل
		2.4870	

وهذا يعني أن السعر الآجل هو بخصم على الدولار و باضافة إلى المارك الألماني.

#### ملاحظة:

- إذا كان سعر التبدل للشراء أكبر من سعر التبدل للبيع، فهذا يعني أن سعر التبدل ينطوي على خصم، ويجب طرحه من السعر الآني للحصول على السعر الآجل.
- إذا كان سعر التبدل للشراء أقل من سعر التبدل للبيع، فهذا يعني أن سعر التبدل ينطوي على علو، ويجب إضافته إلى السعر الآني للحصول على السعر الآجل.

حساب تكلفة تغطية الشراء والبيع الأجل للدولار:

أ - تكلفة تغطية شراء الدولار ( سعر تبدال الشراء للدولار)

$$\text{تكلفة تغطية شراء الدولار} = \frac{\text{ش ( ف ع للعملة الأجنبية - ف ق للدولار )} \times \text{د}}{100 \times 12 \text{ (مقام ثابت)}}$$

حيث أن:

ش = سعر الشراء الآني

ف ع = سعر الفائدة على الإيداع.

ف ق = سعر الفائدة على الإقراض.

د = الأجل بالشهور

ب - تكلفة تغطية بيع الدولار ( سعر تبديل البيع للدولار)

$$\text{تكلفة تغطية بيع الدولار} = \text{ب} (\text{ف ق للعملة الأجنبية} - \text{ف ع للدولار}) \times \text{د} \\ \frac{\text{ب} (\text{ف ق للعملة الأجنبية} - \text{ف ع للدولار}) \times \text{د}}{12 \times 100 \text{ (مقام ثابت)}}$$

حث أن:

ب = سعر البيع الآني

ف ق = سعر الفائدة على إقتراض العملة الأجنبية

ف ع = سعر الفائدة على ايداع الدولار

د = الأجل بالشهر

ثالثا: تطبيقات حول حساب تكلفة تغطية الشراء والبيع الآجل:

إذا كان سعر الدولار الآني 708 — 710 دينار أردني، وأسعار الفائدة على الدولار لثلاثة أشهر هي 8 — 8.50 وأسعار الفائدة على الدينار لنفس المدة هي 7 — 7.50.

المطلوب:

- أحسب سعر التبديل؟

- أحسب أسعار شراء وبيع الدولار تسليم آجل لـ 03 أشهر؟

حالة الشراء:

- سعر تبديل شراء الدولار (مقدار الخصم) =

$$708 (8.5 - 7) \times 3$$

$$= \frac{(2.655)}{12 \times 100 \text{ (مقام ثابت)}}$$

12 x 100 (مقام ثابت)

إن سعر التبديل سالب (يعني خصم)، وبذلك يجب طرحه من سعر الشراء الآني من أجل الحصول على السعر الآجل.

$$705.345 = 708 - 2.655 = \text{سعر شراء الدولار آجل 3 أشهر}$$

حالة البيع:

- سعر تبديل بيع الدولار (مقدار الخصم) =

$$710 (8 - 7.5) \times 3$$

$$= \frac{(2.662)}{12 \times 100 \text{ (مقام ثابت)}}$$

12 x 100 (مقام ثابت)

إن سعر التبديل سالب (يعني خصم)، لذا يجب طرحه من سعر البيع الآني للوصول الى سعر البيع الآجل.

$$707.338 = 710 - 2.662 = \text{سعر بيع الدولار آجل 3 أشهر هو}$$

## الفصل الخامس

# تقنيات تسيير مخاطر سعر الصرف

إن تعاملنا مع العالم الخارجي يعد ضرورة لا بد منها لأن لكل بلد نسبية تجعل له مجموعة من الخصائص تفرده وتتركه قبلة للتعامل في المجال التجاري. وبما أن لكل دولة عملتها الخاصة فإنه لا بد أن تتم الصفقات التجارية إما بعملتها إذا كانت قوية أو عملة دولية ذات مركز قوي، ومن المعلوم أيضا أن النظام الدولي النقدي الحالي يعتمد على قاعدة التعويم أي عدم ثبات سعر الصرف، وهذا الأخير يؤثر على العمليات الآجلة في المبادلات الدولية نتيجة تعويم العملة، وهو ما حدث لكثير من المؤسسات الصناعية دولية النشاط، مما حتم عليها ضرورة مواجهة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

ونظرا لما تشهده الدول النامية في تغيير نظام سعر صرفها تجاه النظام المرن وتحديد سعر عملاتها بما يتفق والمستويات السائدة في السوق، وما ينجم عن ذلك من زيادة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في الأسواق الدولية، مما يتطلب اللجوء إلى استعمال تقنيات معينة لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

### المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف

#### أولا: ماهية خطر سعر الصرف

إن خطر الصرف يتعلق بالضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم والدفع لنشاطات تلك المؤسسات. وأن خطر الصرف لا ينشأ مباشرة عند إتمام أو إبرام العملية التجارية أو المالية المقومة بالعملة الأجنبية الذي يعتبر حينها خطر محقق، بل ينشأ قبل ذلك كما هو الحال عند التفاوض بشأن تصدير أو استيراد سلعة معينة أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملة الأجنبية، وهو ما يسمى بخطر سعر الصرف المحتمل أو المتوقع.

#### ثانيا: أهمية إدارة مخاطر سعر الصرف

لعل من أبرز دواعي الاهتمام بتسيير أو إدارة مخاطر سعر الصرف، ما نلخصه في الآتي<sup>1</sup>:

- بروز أنماط جديدة للتجارة الدولية والتدفقات الإستثمارية المتعلقة أساسا بظهور متعاملين جدد في الساحة الدولية كدول جنوب شرق آسيا والصين، وما يرتبط بذلك من زيادة حدة التقلبات في أسواق الصرف لكثرة المعاملات.

<sup>1</sup> Jean pierre jobard ; finance ; finance d entreprise ; marche ; diagnostic financiare ; edition dallor ; paris ; 2014; p 204

- اندماج معظم الدول النامية في المنظومة الاقتصادية الدولية في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، والعمل في بيئة اقتصادية دولية تعتمد على آليات نقدية خاصة، وتحتكم إلى قانون السوق في جميع المجالات، مما يتطلب الاهتمام بقضايا سعر الصرف وما يرتبط به من مخاطر.
  - إن التدفقات المالية والنقدية العديدة لمواجهة متطلبات التجارة الدولية والاستثمار في الدول الناشئة سوف تولد الحاجة الماسة إلى إستراتيجية جديدة لإدارة مخاطر سعر الصرف.
  - تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر ليس فقط على الوضعية المالية للمؤسسة دولية النشاط، بل قد يمتد تأثيرها ليشمل التنمية الاقتصادية في الدولة المعنية.
  - انعكاس آثار تقلبات سعر الصرف على مختلف وظائف المؤسسة دولية النشاط (من تخطيط، تمويل، إنتاج، تسويق، تمويل، خزينة...)، وما ينجر عن ذلك من إتجاه إلى المضاربة.
- نتيجة للعوامل السابقة يتضح أن إدارة مخاطر العملات الأجنبية أصبحت أمر ضروري في الوقت الراهن بالنسبة للمؤسسات الدول النامية، وبخاصة تلك التي عرفت تحولات في نظامها الاقتصادي صوب النظام الحر، وبذلك أصبح الأمر يستدعي إدارة وتسيير تقلبات سعر الصرف بكل كفاءة وفعالية، ويتم ذلك من خلال انتقاء الأدوات أو التقنيات المستخدمة في هذا الشأن، و بما ينسجم مع وضعية الدول النامية.

### المبحث الثاني: تقنيات تغطية مخاطر سعر الصرف

تقصد بالتقنيات مجموع الإجراءات والتدابير التي تستعملها المؤسسة من أجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف عن طريق التقليل من حجم الديون المحررة بالعملات الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى. وفي هذا الشأن توجد مجموعتين من التقنيات للتغطية من مخاطر سعر الصرف، الأولى تعتبر تقنيات داخلية لأن المؤسسة تحاول التحكم في هذه المخاطر وإدارتها بإمكانياتها الداخلية أو الخاصة دون الحاجة إلى دخول الأسواق الخارجية أو الإستعانة بأطراف خارجية، أما الثانية فهي تقنيات خارجية تستدعي اللجوء إلى أسواق أو متعاملين من خارج المؤسسة ذاتها.

### أولاً: التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر سعر الصرف

تتمثل في السياسات التي تتبعها الإدارة المالية للمجموعة لتخفيض مخاطر العملة، والتي تنتج عن العلاقات المالية بين الوحدات التابعة لها بدون الدخول في عقود مع أطراف أخرى خارج المجموعة كالبنوك. وتتمثل هذه التقنيات فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Xatier B & Didier M & Dahlia T ; le marche des change et la zone franche ; edicef ; France ; 2009 ; p 69

## 1- التأثير على الآجال:

المقصود بالآجال المدة التي يمكن من خلالها تحصيل المستحقات أو دفع الديون أو الالتزامات القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على المستوى الدولي. وفي هذا المجال نميز الإجراءات التالية:

## 1-1 تسيير آجال العملية:

إن الإجراء المسمى بـ (LEADS and LAGS) Termillage يتمثل في تنوع آجال الدفع من أجل الاستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل آجال تحصيل الحقوق (مصدر) أو دفع الالتزامات (مستورد) تبعاً لتغيرات سعر الصرف. فـ LEADS هي عبارة عن المدفوعات المسبقة، أما LAGS فهي المدفوعات المؤجلة وبموجبها تحاول المؤسسة حسب توقعاتها الاستفادة من التقلبات في سعر الصرف. فعندما يتوقع المصدر زيادة سعر العملة المحرر بها عقد التصدير فإنه يمنح آجال كبيرة للمستورد لتحصيل المبلغ المستحق له، أما إذا كان يتوقع عكس ذلك (أي انخفاض قيمة العملة المحرر بها العقد) فسوف يحاول تسريع عملية قبض المبالغ المستحقة، أما بالنسبة للمستورد فإنه سوف يقف عكس هذا الموقف تماماً.

إن هذه التقنية تكتنفها بعض الصعوبات متعلقة أساساً بمدى صحة التوقعات بشأن سعر صرف العملات المعنية من جهة، ومدى القدرة التفاوضية للمؤسسة للحفاظ على متعاملها من جهة ثانية.

## 2-1 منح الخصم بهدف الدفع المسبق:

يستطيع المصدر أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصماً في مقابل قيام الزبون بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن. هذا المبلغ المخصوم يتناسب عادة و تكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، والنتيجة هي تفادي خطر الصرف بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة لدى المؤسسة المصدرة، وعدم ضرورة تحمل خطر الإقراض من جهة، ومن جهة أخرى قد يلجأ المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل في السوق للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها.

## 3-1 حسابات الإعتراض:

هي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول الأجنبية، مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ، وبالتالي تقليص خطر الصرف ودرجة احتمال وقوعه<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Jean pierre jobard ;op ;cit ; p 310

#### 1-4 نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي:

إن الشيكات الواردة إلى المؤسسة والخاصة بتسوية الديون أو بدفع قيمة الصادرات المعينة يتم إرسالها إلى صندوق بريدي متواجد بالخارج، وتتولى البنوك المحلية في تلك الدولة بتحصيلها مباشرة ربحا للوقت بدلا من إتباع الطريقة التقليدية في عملية التحصيل، والتي تستغرق وقت طويل وتزيد من احتمالات وقوع خطر صرف، ومن ثم تحمل خسائر صرف نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.

#### 2- التأثير على حجم الديون:

##### 2-1 تقنية المقاصة:

تتبع هذه التقنية الشركات التي تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة، ويتم المقاصة بين المستحقات والمطلوبات الخاصة بكل منها اتجاه الأخرى والاحتفاظ في دفاترها بمركز مكشوف بالنقد الأجنبي، ويجري تسوية الصافي بسداده لهذا الطرف أو ذاك، وهذا الأسلوب سيخفض من عدد المدفوعات التي تتم بين الوحدات المختلفة داخل المجموعة وتخفض أيضا من المصاريف البنكية، وتساعد على إحكام الرقابة على التسويات المالية الداخلية بين الوحدات المختلفة. وأنسب أسلوب إلى تطبيق هذه الطريقة هو إعداد مصفوفة تسمى بمصفوفة الدفع Matrice de règlement، من طرف جهة مستقلة تابعة لهذا التجمع كأن يكون بنك أو مؤسسة مالية متخصصة. ومن نتائج هذه المقاصة تخفيض حجم المبالغ المحولة، وما ينتج عنه من إقتصاد في العمولات المصرفية المرتبطة بها، بالإضافة إلى تفادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف، والتي تكون في بعض الأحيان جد مكلفة، إلا أنه قد يصادف هذه التقنية تشريعات بعض الدول التي لا تسمح بإجراء مثل هذه التحويلات، مما يؤثر على فعالية هذه التقنية.

##### 2-2 تقنية المطابقة:

المطابقة أسلوب تتبعه الوحدات الاقتصادية في تطابق التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة إليها والخارجة منها في نفس الوقت تقريبا، بحيث تستخدم المبالغ المستلمة لعملية أجنبية معينة في تسديد المدفوعات المطلوبة بنفس العملية.

#### 2-3 مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة:

في بعض التجمعات العالمية أو مراكز الأعمال يتم مركزة إدارة خطر الصرف بيد مركز واحد لإعادة الفوترة، وهذه التقنية هدفها الأساسي ليس إجراء مقاصة للتدفقات ما بين أعضاء نفس التجمع، وإنما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى خارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع.

إن مركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة تقوم بتسيير خطر الصرف وخطر القروض في نفس الوقت. وهذا النوع من المراكز يكتسي أهمية كبيرة بالنظر إلى الإعفاءات الضريبية التي قد يستفيد منها نتيجة موقعه الجغرافي، بالإضافة إلى أن مركزة إدارة خطر الصرف تزيد من فعالية هذه العملية.

وأخيرا فإن كون هذا المركز هو الطرف الوحيد الذي يتعامل مع البنوك تباينا عن التجمع فهذا يقوي من مركزه التفاوضي.

### 3- وسائل وتقنيات داخلية أخرى:

#### 3-1 التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة:

تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة، فإذا توقعت حدوث تغيرا كبيرا في سعر صرف العملة خلال فترة قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج ستيرادها من المستلزمات الإنتاجية وذلك برفع الكميات المستوردة، وتسعى إلى تسريع طلباتها تجنباً للخسارة المحتملة والعكس في حالة التصدير. وينبغي أن يتم ذلك بدراسة وافية لإمكانيات المؤسسة المالية وكذا قدرتها التفاوضية والتخزينية، وكذا قدرة العميل على تلبية ذلك. وينبغي المفاضلة بين تكلفة الدراسة وتكلفة الخطر المتوقع.

#### 3-2 الفوترة بالعملة الوطنية أو اختيار عملة أقل تطائرا:

تلجأ بعض المؤسسات التي تكون لها هذه الإمكانية المتاحة باختيار عملة الفوترة، حيث تختار تلك العملة التي تعرف استقرارا في قيمتها، إلا أن المؤسسات في الدول النامية عادة ما تكون مضطرة لقبول عملات دولية مفروضة عليها وليس لها إمكانية اختيار عملة الفوترة إلا نادرا.

#### ثانيا: التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف

يقصد بالتقنيات الخارجية الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، ومن أهم هذه التقنيات نميز مجموعتين، هما على النحو الآتي<sup>1</sup>:

- مجموعة التقنيات التي تتمحور حول التثبيت النهائي لسعر الصرف كالصرف الآجل، التسييق بالعملة أو العقود الآجلة.
- مجموعة التقنيات التي تحمي المؤسسة من خطر الصرف، مع إمكانية إستفادتها من أي تطور إيجابي لسعر الصرف، وهي تتمثل أساسا في استعمال الخيارات على إختلاف أنواعها.

<sup>1</sup> مدحت صادق: أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2001، ص 87



**1- الصرف الآجل (Le change à terme):**

السرف الآجل عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ لاحق متفق عليه، وهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال عملية تثبيت سعر الصرف، مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق)<sup>1</sup>.

**أ- وضعية المصدر:** يستطيع المصدر عن طريق بيع العملة آجلاً من تثبيت سعر صرف عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية، وبهذا يكون بإمكانه أن يعرف مسبقاً مبلغ الصفقة بالعملة المحلية الذي سوف يتلقاه في تاريخ الإستحقاق.

**ب - وضعية المستورد:** يستطيع المستورد عن طريق شراء العملة آجلاً من تثبيت سعر صرف عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية، وبهذا يكون بإمكانه أن يعرف مسبقاً مبلغ الصفقة بالعملة المحلية الذي سوف يدفعه في تاريخ الإستحقاق.

**2 - التسيق بالعملة (L'avance en devise):**

هي تقنية موجهة للمؤسسات التي ترغب في تغطية حاجاتها من السيولة وتغطية خطر الصرف في نفس الوقت. ويمكن تحقيق الهدفين إما عن طريق الإقتراض بالعملة المحلية واستعمال الصرف الآجل في نفس الوقت، أو الإقتراض بالعملة الأجنبية واستبدال المبلغ المقترض مباشرة بالعملة المحلية.

إن هذه الطريقة تمكن المصدر من الاستفادة من إتمان قصير الأجل يستعمله في تمويل عملياته، ويقوم فيما بعد بتسديده بواسطة العملة الصعبة التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الاستحقاق، أما إذا كانت هذه المؤسسة تريد أن تقضي نهائياً على خطر الصرف فعلياً ألا تقترض إلا المبلغ الذي إذا أضفنا إليه الفوائد يساوي تماماً المبلغ المرتقب تحصيله من الزبون.

**3 - العقود المستقبلية على العملة:**

العقد المستقبلي عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد، بشراء أو بيع عملة محددة بسعر محدد وتاريخ معلوم، والفكرة الأساسية في التغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هي محاولة الوصول إلى وضعية صرف في المستقبل مناقضة لوضعية الصرف الحالية في السوق الفورية<sup>2</sup>.

إن آلية عمل هذه الطريقة هي أن يتخذ الطرف المعنى بتغطية خطر الصرف المتوقع في العقود المستقبلية وضعية معاكسة لوضعيته في الأسواق العاجلة للعملات الأجنبية، حيث تسمح له هذه الطريقة بتعويض الخسارة المحتملة في أحد السوقين بالأرباح المحققة في السوق الثاني. فالمتعامل الذي يريد تغطية وضعية قصيرة يشتري عقد تتناسب قيمته مع وضعيته هذه، وبعد حلول الأجل يقوم بالمقارنة بين

<sup>1</sup> عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي: سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2011، ص 35

<sup>2</sup> طارق عبد العال: المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر)، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2003، ص 154

السعر العاجل وسعر عقد الشراء، فإذا كان السعر العاجل أكبر من سعر التعاقد فهي تعتبر خسارة يتم تعويضها عن طريق العقد الآجل والعكس. ولا يتم عادة التسليم الفعلي للعقد، بل يتم إجراء مقاصة بين السعيرين العاجل وسعر العقد، والعكس بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة.

#### 4 - خيارات العملة:

الخيار هو عقد يمنح لصاحبه حق بشراء أو بيع مبلغ معين من العملة بسعر محدد (سعر التنفيذ) ويتأرخ محدد مقابل دفع عمولة. وبعبارة أخرى فإن خيار الصرف يمثل بالنسبة لحائزه حق الشراء أو بيع وضعية صرف عاجلة أو آجلة بالنسبة لعملة معينة في فترة زمنية محددة وبسعر صرف متفق عليه وقت إبرام العقد.

على عكس العقود الآجلة فإن الميزة الأساسية لخيارات الصرف، هي أنها تمكن المؤسسة من تجنب خطر الصرف، مع إمكانية الاستفادة من التطور الإيجابي لسعر الصرف في نفس الوقت. ف شراء خيار الصرف يمكن المؤسسة إما من تأمين سعر صرف أقصى لبيع العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، أو سعر صرف أدنى في حالة شراء للعملة محل الخيار مقابل عملة أخرى، مع الحفاظ على إمكانية الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يحدث في سعر الصرف بين العملتين<sup>1</sup>.

يمكن لخيار الصرف أن يستخدم من أجل تغطية عمليات مؤكدة خاصة بالإستيراد أو التصدير، تسديد ديون بالعملة الأجنبية، تحويل عملة أو عمليات أخرى كالمناقصات.

تستعمل خيارات العملة سواء من أجل حماية الوضعية الطويلة أو الوضعية القصيرة، وكالاتي<sup>2</sup>:

#### أ - حماية وضعية الصرف الطويلة (Protection d'une position longue):

إن الوضعية الطويلة نجدها في مؤسسة تتوقع استلام عملة من الغير، كالمؤسسة التي قامت بتصدير سلعة أو تلك التي تتوقع تحصيل مبلغ بالعملة الصعبة، وتخشى من انخفاض قيمة هذه العملة في مقابل العملة المحلية.

يمكن أن تواجه المؤسسة أحد الاحتمالات التالية:

- الإحتمال الأول: البقاء في وضعية صرف مفتوحة أي عدم اتخاذ أي إجراء من أجل تغطية خطر الصرف، وهذا الموقف تتخذه المؤسسة عندما تتوقع تحسن سعر الصرف.
- الإحتمال الثاني: محاولة تغطية خطر الصرف من خلال بيع أجل للعملة المتوقعة الحصول عليها بسعر معروف مسبقاً.

<sup>1</sup> جمال جوييدان المجل: الأسواق المالية والتقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2002، ص 102-103

<sup>2</sup> Ghislaine L & Hubert M ; technique du commerce international ; edition gualino ; paris ; 2002 ; p 131

- **الإحتمال الثالث:** استعمال استراتيجية تعتمد على الخيارات، فالمصدر في هذه الحالة وبدفعه لعمولة يستطيع أن يشتري خيار بيع عملة والذي يمكنه من تجنب خطر الصرف، في الوقت ذاته يمكنه من الاستفادة من أي تطور إيجابي في السوق، كما يحق له التخلي عن استعمال هذا الخيار أو بيعه قبل الاستحقاق حين يخشى انخفاض قيمة العملة المتوقع الحصول عليها، فيقوم بشراء حق بيع بسعر التصرف لمدة معينة مع دفع علاوة للبائع، فإذا انخفض السعر العاجل للعملة مقارنة بسعر الصرف عند حلول الأجل يمارس المتعامل حقه في البيع وفق السعر المتفق عليه. أما إذا ارتفع سعر الصرف العاجل مقارنة بسعر الصرف يتخلى المتعامل عن حقه في البيع، طالما أن السعر العاجل يغطي له تكلفة العلاوة و يحقق له تفادي الخسارة التي كانت متوقعة، كما يمكن أن يحقق له ربحاً.

#### ب- حماية وضعية الصرف القصيرة (Protection de la position courte):

تنشأ وضعية الصرف القصيرة بالنسبة لمؤسسة مستوردة، والتي يترتب عليها دين بالعملة الأجنبية أو تلك المؤسسة التي اقترضت عملة أجنبية ويكون عليها تسديد هذا القرض مستقبلاً، وهنا تكون المؤسسة أمام الخيارات الآتية:

- تفضل المؤسسة البقاء في وضعية صرف مفتوحة كونها تتوقع انخفاض قيمة العملة محل التسديد.
- تعمل المؤسسة على حماية نفسها من خطر الصرف بشراء العملة آجلاً، ويؤدي ذلك إلى تثبيت سعر العملة المتوقع أن تسلم لها، لكنها لن تستطيع أن تستفيد من أي تطور إيجابي في سعر السوق ( بمعنى لن تستطيع أن تحصل على أي ربح من انخفاض سعر الصرف في المستقبل).
- تقوم المؤسسة بحماية نفسها من خلال شراء خيارات صرف العملة و تدفع للبائع عمولة، وعند انقضاء المدة تكون المؤسسة أمام حالتين: الحالة الأولى ارتفاع سعر عملة التسديد (السعر العاجل)، حينها تمارس المؤسسة حقها في الشراء لأن مجموع سعر الصرف والعلاوة أقل من السعر العاجل. أما الحالة الثانية، إذا انخفض السعر العاجل عند حلول الأجل فإنه من مصلحة المؤسسة المعنية التخلي عن حقها في شراء الخيار طالما أن الفارق بين السعيرين يغطي مبلغ العمولة، ويحقق لها ربح (بمعنى تجنب خسارة سعر الصرف).

#### 5 - تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية

تستفيد المؤسسات الاقتصادية بالضمانات التي تقدمها بعض شركات التأمين المتخصصة في تأمين العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية، وتوفر هذه الضمانات لمستعملها حماية لا تقل أهمية عن الحماية التي توفرها تقنيات التغطية السابقة الذكر. وتتعلق هذه الضمانات بالآتي:

- أ - ضمانات تطبق على حجم الصادرات و الواردات، والمؤسسة طالبة الضمان يمكن لها أن تختار فترة التغطية التي تمتد من 3 إلى 18 شهراً وكذلك العملة المراد تغطيتها من بين العديد من العملات التي تغطيها هذه الشركات.

ب - ضمانات مقدمة للمصدر لتغطية الخسائر المحتملة الوقوع في حالة انخفاض سعر الصرف بين تاريخ تقديم العرض من المصدر إلى زيونه، وتاريخ التوقيع الفعلي للعقد.

ج - بالإضافة إلى أنواع خاصة من الضمانات تقدمها بعض الشركات مثل : Coface في فرنسا، Hermes في ألمانيا، Sace إيطاليا، ECGD في بريطانيا، EximBank في الولايات المتحدة الأمريكية، Miti في اليابان، Cagex في الجزائر.

FOR AUTHOR USE ONLY

## الفصل السادس الأسواق المشتقة

هناك عدة أنواع من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الأجنبي (تسمى بالمشتقات المالية)، وهي: أسواق الخيارات، الأسواق الآجلة، الأسواق المستقبلية، وعمليات المبادلة.

### المبحث الأول: عقود الخيارات المالية

تم تداول عقود الخيار لأول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ولقد انتشر استخدام هذه الخيارات فيما بعد على نطاق واسع عبر العالم، وتعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج، وتدهور الأسعار<sup>1</sup>. لذلك اتجهوا لشراء هذا الحق ليتمكنوا من بيع إنتاجهم بسعر وفي تاريخ محددين.

أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل تتمثل في الأسهم والسندات، العملات الأجنبية ومؤشرات الأسهم. كما تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأوراق المالية، حيث بدلا من شراء الأوراق المالية يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

### أولا- مفاهيم عامة حول عقود الخيار:

#### 1- مفهوم عقود الخيار:

عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل، وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري، ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد، وتعتبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما: إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه.

<sup>1</sup> MONDHER BELLALAH et YVES SIMON ,Option, contras à terme et gestion de risque, 2eme edition , economica, Paris, 2003, p.3-6.

## 2- أنواع عقود الخيار:

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع، وعلى النحو الآتي<sup>1</sup>:

## أ - الأنواع الرئيسية: حيث تنقسم إلى: خيارات الشراء وخيارات البيع.

● **خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو سعر الخيار، ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.

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

## ب - حسب تاريخ التنفيذ: تنقسم إلى: خيارات أمريكية، وخيارات أوروبية.

● **خيارات أمريكية:** هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في الشراء أو البيع في الفترة الممتدة بين تاريخ شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

● **خيارات أوروبية:** يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).

## 3- المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار:

● **سعر الممارسة (سعر التنفيذ):** هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر، أو هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل محل العقد بهذا السعر.

● **تاريخ انتهاء صلاحية العقد:** هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل، أي أن حامل العقد إذا لم يتم بالتنفيذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول فيما بعد.

● **المكافأة أو العلاوة:** هي السعر المدفوع من طرف مشتري العقد للحصول على حق الاختيار، وتسمى أيضا سعر الخيار، وهو غير قابل للاسترداد مما كانت التغيرات المستقبلية.

● **عقد الشراء/البيع:** يعطى لصاحبه الحق في شراء أو بيع أصول مالية أو نقدية بسعر ممارسة محدد.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون: الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 309-310

ثانيا: استعمالات ومخاطر التعامل بعقود الخيار:

1 - استعمالات التعامل بعقود الخيار:

أ - حماية مدفوعات الصادرات والواردات من التقلب:

- المصدر: يريد أن يتحوط ضد انخفاض سعر العملة التي باع بها بضاعته، ويقوم بشراء خيار البيع.
- المستورد: يريد أن يتحوط ضد ارتفاع أسعار العملة التي يدفعها مقابل مشترياته، ويقوم بشراء خيار شراء.

ب - تخفيف التذبذب بقيمة الموجودات الأجنبية:

ان المؤسسات التي تحتفظ بمبالغ من العملات الأجنبية تلجأ إلى عقود الخيارات لحماية محفظتها من العملات الأجنبية ضد التذبذبات الحادة في الأسعار.

2 - مخاطر التعامل بعقود الخيار:

بالنسبة للمشتري: المشتري لعقود حق الخيار لا يتحمل أية مخاطر قد تؤدي لنتائج سلبية غير معروفة له منذ البداية بل بالعكس، ذلك أن مخاطر تعامله في هذا المجال محدودة ومعروفة عند توقيعه للعقد، فهو في مقابل إمكانية استفادته من فروق الأسعار الناتجة عن ارتفاعها وانخفاضها، فإنه يتحمل فقط قدرا معلوما من علاوة حددت له منذ البداية.

بالنسبة للبائع: البائع لعقود حق الخيار هو الجهة التي تتحمل كل مخاطر التذبذب العكسي للأسعار، ومخاطره في هذا المجال غير معلومة بشكل مسبق، إضافة إلى أنها غير محدودة فقد ترتفع الأسعار كثيرا بتاريخ الاستحقاق، أو قد تنخفض بشكل خيالي، ولا يستطيع البائع في هذا المجال تجنب هذه الخسائر إلا إذا تعامل على أساس التغطية الكاملة المقابلة، بحيث يغطي عملية العقد خيار بعملية شراء مقابل وينفس الأجل، الأمر الذي يترك له هامشا معلوما منذ البداية ويجنبه أية خسائر مفاجئة.

ثالثا: أمثلة عن كيفية عمل عقود الخيار

1- بالنسبة لخيارات الشراء:

مثال رقم 1: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين، فيقوم بشراء خيار شراء آجل لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة بسعر ممارسة 100 دج للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 دج للسهم.

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

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

**الحالة الأولى:** نفترض أن سعر السهم السوقى ينخفض إلى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

في هذه الحالة، يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار ، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100 دج في حين أنه يستطيع شراءه عاجلا من السوق بـ 98 دج فقط، ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة ممتثلة في 2 دج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.

**الحالة الثانية:** نفترض ارتفاع سعر السهم السوقى إلى 115 دج في تاريخ نهاية الصلاحية، في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في الشراء بسعر 100 دج، ويحقق ربحا يتمثل في:

$$115 - 100 = 15 \text{ دج للسهم} \quad \text{العائد (الربح)} = 15 \times 100 = 1500 \text{ دج}$$

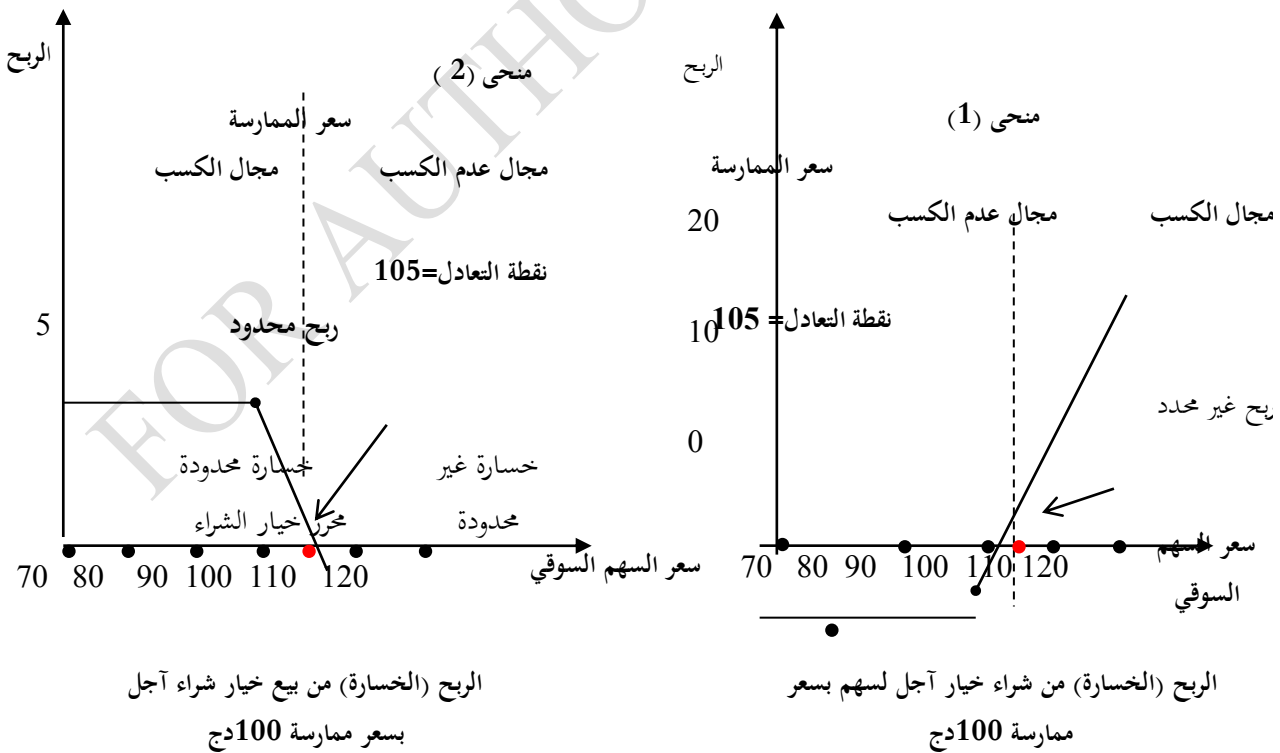
$$\text{أما الربح الصافي} = \text{العائد} - \text{العلاوة}$$

$$= 1500 \text{ دج} - 500 = 1000 \text{ دج}$$

**الحالة الثالثة:** يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة، وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار

في حد ذاته.

شكل رقم 01: طبيعة عمل عقود خيار الشراء





نلاحظ من خلال الشكل رقم 01 (المنحنى 1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقى أقل من سعر الممارسة، وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

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

### مثال: عند السعر 106

$$\text{العائد} = 100 \times 6 = 600 \text{ دج، الربح الصافي} = 600 - 500 = 100 \text{ دج.}$$

أما بالنسبة للمنحنى 2 من الشكل رقم 01: فإن البائع يحصل على أرباح ممتثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد، أي إذا كان سعر السهم السوقى أقل من سعر الممارسة، وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في تنفيذ عقده، وذلك إذا كان سعر السهم السوقى أكبر من سعر الممارسة، لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق، أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

$$\text{عند نقطة التعادل: } 105 \text{ دج} - 100 \text{ (سعر الممارسة)} = 5 \text{ دج (قيمة الخسارة).}$$

$$100 \times 5 \text{ (سهم)} = 500 \text{ دج الربح (الخسارة)} = 500 - 500 = 0$$

علاوة خسارة

### 2 - بالنسبة لخيارات البيع

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع أجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو 50 دج، وبعلاوة 75 دج هنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع، وهي 75 دج.

نأخذ الحالات التالية:

**الحالة الأولى:** إذا كان سعر السهم السوقى 45 دج: يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على ربح مقداره: 50 - 45 = 5 دج،

$$\text{الربح} = 5 \times 100 = 500، \text{ الربح الصافي} = 500 - 75 = 425$$

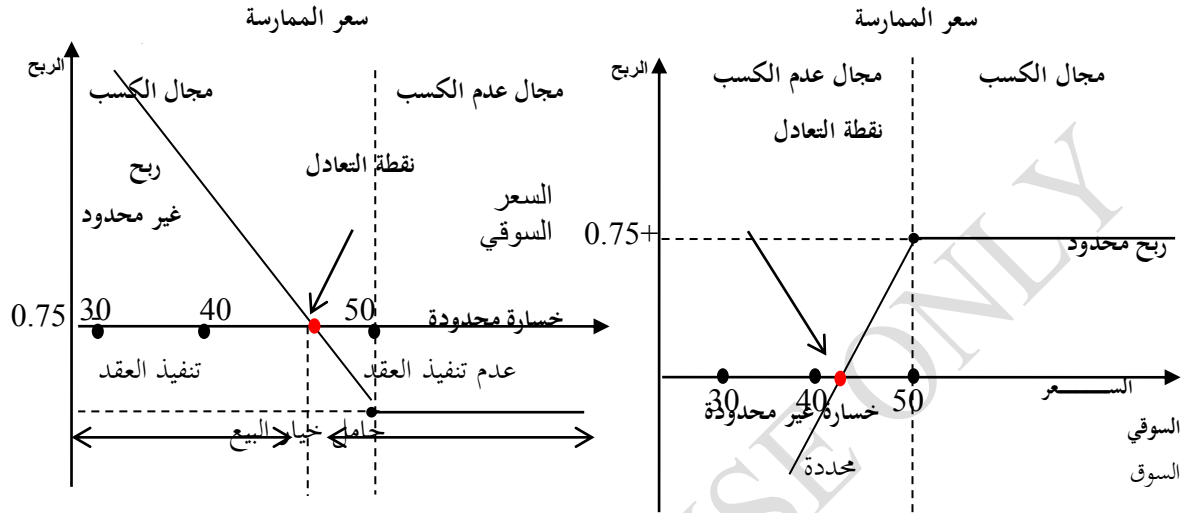
في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة ممتثلة في (500 - 75 = 425 دج)

**الحالة الثانية:** إذا كان سعر السهم السوقى أكبر من 50 دج (مثلا 60 دج): في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر

فقط العلاوة، وهي 75 دج. أما البائع فيحصل على ربح ثابت يتمثل في العلاوة.

ويمكن تمثيل هذا المثال، بالشكل البياني رقم 02:

شكل رقم 02: طبيعة عمل عقود خيار البيع



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

نقطة التعادل = سعر الممارسة - العلاوة

$$49.25 = 0.75 - 50 =$$

نلاحظ من خلال الشكل رقم 02 أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة، فإن مشتري العقد يقوم بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 دج.

مثلا عند السعر 40 دج: يربح المشتري 10 دج للسهم  $\times$  100 سهم = 1000 دج

الربح الصافي:  $925 = 75 - 1000$  دج

بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري، لأنه يشتري أسهم بسعر 50 دج في حين تباع في السوق العاجل بـ 40 دج فقط (أي بخسارة مقدارها 1000 دج).

أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة - العلاوة، فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان أي ربح أو خسارة، لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49.25.

$$0 = 0.75 - 0.75 = \text{الربح (الخسارة)} \quad 0.75 = 49.25 - 50$$

الربح العلاوة

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة، فإن المشتري في هذه الحالة لا ينفذ العقد، ويتكبد خسارة ممثلة في سعر الخيار تقدر بـ 0.75 للسهم (وهي قيمة العلاوة)، أما البائع فيحقق ربحاً وهو قيمة العلاوة.

### المبحث الثاني: العقود المالية المستقبلية

الأسواق المستقبلية عبارة عن سوق مزاد متواصل من العرض والطلب مبني على أساس المعلومات الصادرة من مراكز المقاصة الخاصة بالبضائع المرتبطة بعقود مستقبلية. كما تعرف أيضاً باتفاقيات بيع وشراء قانونية تتم بداخل أسواق معتمدة عالمياً يتم من خلالها تبادل عقود ذات قيمة مستحقة مستقبلاً. ومثلاً على ذلك العقود المستقبلية الخاصة بتوريد شحنات من النفط الخام المستحقة بعد فترة زمنية معينة، فيتم تداول عقود تلك الشحنات من الآن وبالأسعار الحالية ناهيك عن حجم الطلب والعرض.

تعتبر أسواق العقود المستقبلية أماكن التقاء البائع والمشتري تختص بتبادل عقود بضائع محددة مسبقاً، وهي المنتجات الزراعية والمعادن ونسب الفائدة والنفط الخام والعملات الأجنبية ومؤشرات الأسهم.

نستنتج من ذلك أن عقود تلك البضائع مستقبلية (أي أنه لا يتم تداول البضائع بشكل مباشر بل بعقود يتم الاتفاق على مدتها وأسعارها وكمياتها مسبقاً). وللمستثمر هنا العديد من المعطيات التي تجعله يقدم على تداول العقود المستقبلية، منها أن تلك البضائع يمكن بيعها بدون شرط الشراء، بالإضافة إلى أن تلك العقود لا تحتاج إلى إيداع مبلغ كبير كشرط للتداول، كما أن لتلك العقود من المخاطرة ما يجعلها متميزة للمتداولين الباحثين عن عائد كبير خلال فترة زمنية قصيرة.

### أولاً: ماهية العقود المستقبلية

#### 1- نشأة وتطور أسواق العقود المستقبلية:

بدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة أي أسواق نقدية على السلع الزراعية، يتم فيها استلام السلعة ودفع قيمتها نقداً فور التعاقد وكان هذا في القرن السابع عشر، وفي الولايات المتحدة تحول السوق الحاضرة إلى سوق للعقود المستقبلية وذلك عام 1870. في السوق الحاضر يتم تسليم السلعة واستلام الثمن فور التعاقد. ولكن المشتري في حاجة إلى السلعة في المستقبل وليس الآن، حينئذ سيجد أمامه ثلاث بدائل، وهي:

- البديل الأول: هو شراء السلعة الآن وتخزينها إلى حين الحاجة إليها.
- البديل الثاني: هو الانتظار حتى تاريخ الحاجة إلى السلعة، ثم شرائها من السوق الحاضر.
- البديل الثالث: هو التعامل في سوق العقود المستقبلية، وذلك بشراء السلعة بسعر متفق عليه مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق يتناسب توقيت الحاجة إلى السلعة.

نلاحظ أنه من بين أسباب ظهور أسواق عقود المستقبلية هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر، فالمزارع الذي يجني محصول القطن في شهر سبتمبر يمكنه بيع المحصول في شهر ماي بمقتضى عقد مستقبلي بسعر محدد من الآن بصرف النظر عن السعر السائد في السوق الحاضر في شهر سبتمبر و الذي يكون منخفض بسبب وفرة المحصول وشركات الغزل التي هي في حاجة إلى القطف في شهر سبتمبر يمكنها إبرام عقد من الآن ينفذ في شهر سبتمبر بسعر محدد في تاريخ التعاقد بصرف النظر عن السعر في السوق الحاضر حين ذلك، والذي قد يكون مرتفعاً بسبب ضعف المحصول أو بسبب مشكلات في النقل والتخزين، وبعبارة أخرى أن كلا الطرفين قد قام بتغطية نفسه من هذه المخاطر بتغير السعر.

## 2- تعريف العقود المالية المستقبلية وأنواعها:

### 1-2 تعريف العقود المالية المستقبلية:

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية محددة من الأوراق المالية بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أنه يتم التسليم في تاريخ لاحق، ويتم هذا التعاقد في جلسة مزاد علني في بورصة العقود المستقبلية التي يوجد بها عدد من غرف التعامل تختص كل واحدة منها بالتعامل في العقود المستقبلية على سلعة معينة، وفي وسط الغرفة يلتقي المتعاملون من أعضاء السوق على حلبة أو حلقة في غرفة التعامل<sup>1</sup>.

تتكون العقود المستقبلية من الأركان الآتية<sup>2</sup>:

- السعر: هو السعر الذي ينفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- محل العقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد، والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
- مشتري العقد: هو طرف الملزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع)، في التاريخ المحدد في المستقبل.
- بائع العقد: هو الطرف الملزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على سعر متفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد: إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 484

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 369

## 2-2 أنواع العقود المستقبلية:

هناك عدة أنواع وأشكال من العقود المستقبلية تختلف حسب محل العقد المتفق عليه، وهذا المحل قد يكون سلعة ملموسة، كما قد يكون مرهونا بأداء مؤشر من المؤشرات أو متغير من المتغيرات الكلية.

### أ- العقود المستقبلية على السلع:

يمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (ذهب، النفط، محاصيل زراعية... الخ) بمواصفات متفق عليها خلال موعد معين، وبسعر متفق عليه، يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام<sup>1</sup>. ويمكن أن يستغني الطرفان عن الاستلام والتسليم الفعلي لمحل العقد في حال وجد طريقة التعويض المناسبة في سوق التداول.

### ب - العقود المستقبلية على المؤشرات:

يمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من الأموال مساوي إلى حاصل اجراء قيمة قدرها مثلا \$100 بالمستوى الرقمي للمؤشر في بداية التداول يوم تسوية العقد، وذلك لقاء مبلغ يمثل سعر العقد وسداده في ذلك اليوم، وهنا يتم الاكتفاء بالتسوية النقدية.

### ج - العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

تمثل هذه العقود التزاما من بائع العقد إلى مشتريه بتسليمه أحد أدوات المديونية في سوق النقد أو في سوق رأس المال لقاء قيمة جارية تقل عن القيمة الاسمية التي صدرت بها تلك الأداة، وذلك مقابل مبلغ يحصل عليه البائع يمثل سعر العقد. ويحقق البائع أرباحا عندما ترتفع معدلات الفائدة بحيث تتجاوز سعر الخصم المتفق عليه، ويحقق المشتري أرباحه عندما تنخفض معدلات الفائدة إلى ما دون سعر الخصم المتفق عليه.

## 3- خصائص العقود المستقبلية:

- تتميز بأنها عقود نمطية (standard contracts) من حيث تحديد كميتها ونوعها، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسة.
- يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة للمقاصة، تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة، وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقا للعقد.
- إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلية نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلية تأخذ اتجاهها عكسيا قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء تنقلب إلى

<sup>1</sup> أحمد صالح عطية: مشاكل المراجعة في أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 235

صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي، وتتيح عملية تقييد كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة<sup>1</sup>.

### ثانياً: نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية

نظام الهامش له أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية، إذ يتعين على كل طرف من طرفي العقد (البائع والمشتري) إيداع نسبة من قيمة العقد أي هامش مبدئي لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك فور إبرام العقد، وهذه القيمة تعتبر كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أحدهما عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على العقد. وتختلف قيمة الهامش في العمليات المستقبلية، وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد.

وتتراوح نسبة هذا الهامش بين 0.1 و 10% من القيمة الإسمية للعقد، ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

يوجد لكل سوق من أسواق العقود المالية المستقبلية بيت أو غرفة للمقاصة لتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق، وتسهل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود. وتلعب غرفة المقاصة دوراً هاماً لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنجم عن العقود المستقبلية عن طريق تقديم الضمان لتنفيذ التزامات كل من البائع والمشتري. وتؤمن غرفة المقاصة نفسها ضد مخاطر تأخر أحد أطراف التعاقد عن الوفاء بالتزامه باستخدام هامش الصيانة.

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

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

<sup>1</sup> هشام فوزي دباس العبادي: الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للتوزيع والنشر، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص

## ثالثا: استخدامات العقود المستقبلية

## 1- استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة):

المقصود بالتجارة هنا المضاربة على تغيرات الأسعار في المستقبل، مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مالية مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار، إما صعودا أو هبوطا. وتجدر الملاحظة أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو امتلاكها، وإنما هدفه هو انتهاز الفرص لتحقيق الأرباح من هذه التجارة.

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

2- استخدام العقود المستقبلية للتغطية: تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن تقلبات الأسعار المضادة (المعاكسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم، وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما للمركز الحالي الذي يراد تغطيته. فإذا رغب أحد المتعاملين في إبرام صفقة شراء من السوق الحاضرة في فترة مستقبلية، فإنه يستطيع أن يثبت سعرا أو مردودا ماليا مناسباً وذلك بشراء عقود مستقبلية، بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفض المردود المالي) فإن أية خسارة ستنتج عن ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

## - مثال على تغطية مخاطر أسعار الفائدة قصيرة الأجل:

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

فعلى سبيل المثال، يمكن تثبيت سعر فائدة قدره 13.5% سنويا لوديعة تستحق في مارس إذا ما اشترت وديعة لأجل استحقاق شهر مارس بسعر 86.5 (100-13.5) فإذا تحرك السعر إلى 86.25 فإن سعر الفائدة على الوديعة يرتفع إلى 13.75 (100-86.25)،

وتستخرج قيمة النقطة<sup>1</sup> في عقود العملة بالدولار والتي تبلغ قيمتها عادة 1.000.000 دولار لمدة 3 أشهر وذلك بالكيفية التالية:

$$0,01 \times 12/3 \times 1000000 = 25 \text{ دولار}$$

### - مثال على العقود المستقبلية على العملات الأجنبية

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

$$\text{القيمة الكلية للعقد بالدولار الأمريكي} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.010387 = 129837.50 \$.$$

الهامش المعتاد على عقد الين هو 2300 دولار.

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

$$\text{القيمة الجارية} = 131062.50$$

$$\text{القيمة الأصلية} = 129837.50$$

$$\text{المكسب} = 1225.00$$

لما كان متطلب الهامش الأصلي هو 2300 \$، فإن معدل الفائدة المحقق على العقد المستقبلي عن هذه التسوية هو: (1225 / 2300) = 53.3%.

$$2300 \times 100 = 53.3\%$$

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

$$\text{القيمة الجارية} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.10325 = 129062.50$$

$$\text{القيمة الأصلية} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.010387 = 129837.50$$

$$\text{الخسارة} = - 775.00 \$$$

<sup>1</sup> النقطة في لغة النقد الأجنبي جزء من مائة من الدولار في عملية التسعير، فإذا قيل أن سعر الصرف للإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 \$ إلى 1.5427 \$، فمعنى ذلك أن السعر ارتفع بنقطة واحدة وهي 1.5427 - 1.5426 = 0.0001 نقطة. النقطة في سعر الفائدة تساوي 1 %، فإذا تغير سعر الفائدة من 9 % سنويا إلى 9.5 % سنويا، فإن ذلك يعني ارتفاع سعر الفائدة بنصف نقطة.



وبالطبع معدل الخسارة = (755:2300) × 100 = 33.7 %

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

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

### مثال:

إذا كانت صفقة تقدر بمبلغ 50 مليون ين ياباني، وكان سعر الصرف الجاري 0.009462\$/ين، بينما سعر التسوية الراهن لعقد مستقبلي على الين الياباني لثلاثة أشهر هو (0.009382\$/ين)، في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284\$/ين)، فإن أمام مدير الشركة أحد البديلين:

- البديل الأول: هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا يتحمل مخاطرة انخفاض قيمة الين مقابل الدولار.
- البديل الثاني: هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن.

والجدول التالي يوضح نتائج البديلين:

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

هكذا يتضح أن استخدام العقد المستقبلي قد أدى إلى تخفيض الخسارة من 8900 \$ إلى 4000 \$. فطالما أن السوق يعطي مؤشراً على هبوط الين، فإن بيع الحصيلة المتوقعة بعد 3 أشهر من الآن من خلال عقد مستقبلي يعني تجنب المزيد من الهبوط، وبالتالي

تخفيض الخسائر المحتملة.

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

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

فإذا كان السعر الحاضر \$0.009462 /ين، وسعر التسوية بالعقد المستقبلي لثلاثة أشهر هو \$0.009548 /ين، فإن هذا المدير يكون قد اشترى المخاطرة بقيمة محددة من الآن، وفقا للحساب التالي:

بافتراض أن سعر الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو \$0.009605 /ين :

$$\text{قيمة المدفوعات حاليا} = 0.009462 \times 50.000.000 = \$ 473100$$

$$\text{قيمة المدفوعات لسعر الصرف المتوقع} = 0.009605 \times 50.000.000 = \$ 480250$$

$$\text{قيمة العقد المستقبلي على الين} = 0.009548 \times 50.000.000 = \$ 477400$$

وهكذا فإن مدير الشركة يكون قد تجنب المخاطرة بتكلفة قدرها :

$$[477400 - 473100] = \$ 4300, \text{ كما أنه إذا تحقق السعر المتوقع فيكون المدير قد خفض خسائر العملة من } [480250 -$$

$$473100] = (\$7150) \text{ إلى } (\$4300)$$

تجدر الإشارة إلى أن المضاربين ينجذبون إلى سوق العقود المستقبلية للعملة عندما يعتقدون أن السعر الجاري للعقود المستقبلية يختلف بشكل ملموس عن ذلك السعر الخاص الذي يتوقعونه في تاريخ التسليم.

### المبحث الثالث: العقود الآجلة

#### أولاً: تعريف العقود الآجلة:

يعرف العقد الآجل على أنه: عقد يبرم بين طرفين بائع ومشتري، للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق<sup>1</sup>.

كما يعرف العقد الآجل بأنه عبارة عن اتفاق بين الطرفين يضمن بموجبه كلا منهما تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل على اقتراضه

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي: الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية ج 2، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003، ص 06

أو على استثماره بمبلغ معين من المال<sup>1</sup>.

فيما يتعلق بالأصول موضوع التعاقد، فقد تكون مادية أو سلعية (البن، النفط، الذهب، ... الخ)، أو مالية (السندات، الأسهم، العملات الأجنبية، مؤشرات ... الخ).

لا يتضمن الإلتزام المشار إليه في العقود الآجلة الدفع الفوري لقيمة الصفقة، بل هي عملية بيع وشراء قانونية ونهائية، لكنها مؤجلة التنفيذ الفعلي إلى موعد محدد في المستقبل.

كما أن العقود الآجلة تختمل نوعين من الأسعار: سعر التنفيذ، والسعر الآجل.

- **سعر التنفيذ:** هو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا، ويتم تحديده على أساس اتفاق ورضا الطرفين (مدى رؤية كلا منهما للإستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته). وما تجدر الإشارة إليه أن هذا السعر يجعل قيمة العقد الآجل مساوية للصفر لحظة التعاقد (السعر الآجل مساو لسعر التنفيذ وقت التعاقد).

- **السعر الآجل:** هو سعر الأصل موضوع العقد الآجل في المستقبل، وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير أسعار موضوع العقد في السوق.

يتحدد ربح أو خسارة أي طرف بناء على اتجاه أسعار الأصول محل التعاقد عند تاريخ التنفيذ تبعا للسعر المحدد سابقا. ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة الآتية:

$$P = S_t - E$$

حيث أن: P: الربح أو الخسارة / St: القيمة السوقية للأصل محل العقد / E: سعر التنفيذ

### ثانيا: أنواع العقود الآجلة

للعقود الآجلة عدة أنواع وتصنيفات، أهمها مايلي: العقود الآجلة لأسعار الفائدة، والعقود الآجلة لأسعار الصرف.

#### 1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة:

تستخدم هذه العقود للحماية من تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الإتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل، ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الإتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

#### 2- العقود الآجلة لأسعار الصرف:

هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ آجال وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد، ويثبت حتى تاريخ التنفيذ. وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار لصرف العملات الأجنبية.

<sup>1</sup> حبش محمد محمود: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية، الطبعة الأولى، عمان، 1998، ص 265.

### ثالثا: خصائص العقود الآجلة

تتميز العقود الآجلة بالخصائص الآتية:

- عقود شخصية: حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفها الشخصية.
- عقود منطية: حيث يتم الاتفاق على شروطها.
- عقود نهائية: حيث بمجرد التوقيع عليها يصعب إلغاؤها أو تعديلها.
- يتم التعامل بها فقط في الأسواق الموازية، وليس لها سوق ثانوية، وبالتالي لا يتم المضاربة بها، وإنما الأصل في التعامل بها هو التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار.

### المبحث الرابع: عقود المبادلة

#### أولا: تعريف عقود المبادلة

تتضمن عقود المبادلة تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقها مختلف ويفصل بينها فترة زمنية<sup>1</sup>، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه. بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء. ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني، وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني، ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر.

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

وسعر المبادلة يعبر عن الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 321

### ثانيا : أنواع عمليات التبدل:

نميز بين نوعين من عمليات التبدل، وهما: عمليات التبدل التامة، وعمليات التبدل الموجهة<sup>1</sup>.

#### أ - عمليات التبدل التامة:

يتم في هذا النوع من التبدل على إغلاق عمليتي البيع والشراء مع نفس الجهة المتعامل معها، حيث يتم تحديد سعري التبادل (السعر الآني والسعر الآجل)، ومن ثم إجراء عمليتي التبادل كاملة مع نفس الجهة.

#### ب - عمليات التبدل الموجهة:

يتكون هذا النوع من عمليتي منفصلتين تغلق كل عملية من جهة مختلفة، حيث يتم المفاوضة على تحديد التسليم الآجل من جهة معينة، ثم بعد فترة مثلا يتم تحديد التسليم الآني لنفس العملية مع جهة أخرى وليس من الضروري هنا أن يتساوى المبلغان.

### ثالثا: استخدامات عقود المبادلة

تستخدم عقود المبادلة فيما يلي:

- تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية، ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترجيح المغطى بأسعار الفوائد.
- تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل، كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور، ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد، وذلك لتوقع تغير مقدار العالوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل.
- تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في البلد 2 أعلاه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.
- إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف كل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته، فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم بيعها في تاريخ آجل، بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب، ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.
- إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حاد: المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 215

- تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادأة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عمليات المضاربة، إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية يباع فوراً ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلاً في نفس الوقت أو العكس، وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته، وتلجأ البنوك المركزية أيضاً للمبادأة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

#### رابعاً: أمثلة على عملية المبادأة

**مثال 1:** نفترض أن مستثمراً أمريكياً متميزاً يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفضيلي غير أنه يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره 10 مليارات ين ياباني، وكانت تكلفة تديره لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75 % وهي تكلفة مرتفعة وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25 %، كما سنفترض أن مستثمراً يابانياً يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار وكانت تكلفة تديره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7% وهي تكلفة مرتفعة نظراً لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية وذلك بالمقارنة إلى سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5 % فقط.

في هذا المثال تتحقق منفعة متبادأة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سوياً واقترضا من بعضهما البعض كل منهما من معرفة المحلي قرضاً بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي، ثم يتم مبادأة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات. لكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار والين، وكذلك كل المخاطر الائتمانية التي تترتب على اخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر.

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

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

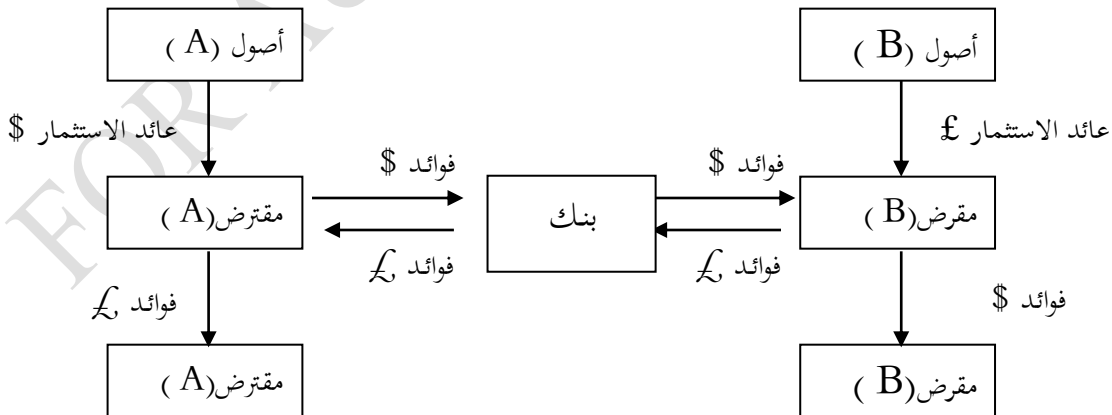
وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفراً في تكلفة تدير القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7 % وتكلفة تديره نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد

مبادلة العملات ويبلغ (6.500% + 0.125% قيمة عمولة البنك = 6.625%) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة 7% - 6.625% = 0.375.

**مثال 2:** سنفترض أن أحد المستثمرين البريطانيين (A) يريد تمويل مشروع له في أمريكا، وأنه يجد صعوبة في الاقتراض بالدولار من السوق الأمريكية، ففي هذه الحالة يمكنه اقتراض المبلغ المطلوب بالإسترليني ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالدولار (بمعنى يكون عليه التزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار)، وسنفرض أيضا أن هناك مستثمرا أمريكيا (B) يريد تمويل استثمار في إنجلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني من السوق البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقتض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى يكون عليه التزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالجنيه الإسترليني) في هاتين الحالتين، سيجد المستثمران (A) و (B) أن لدى كل منهما مركزا مكشوفًا بالنقد الأجنبي، وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

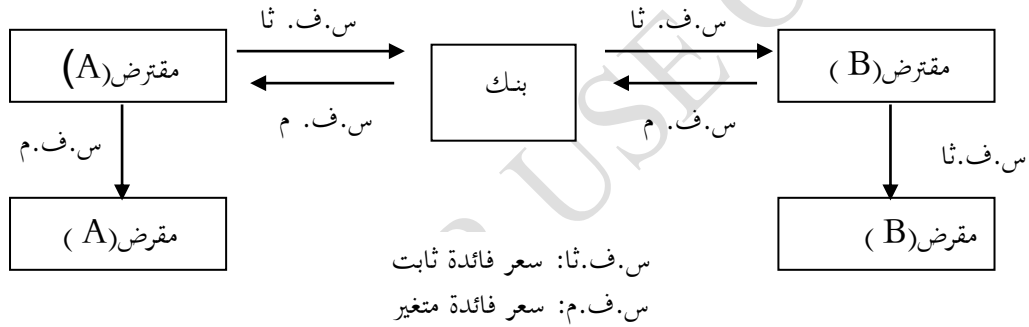
فالمقترض (A) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار، إذ أنه سيعيد شراء الجنيه الإسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل الجنيه الإسترليني، ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك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

### عملية مبادلة عملتين مع توسط البنك



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

### شكل يوضح عملية مبادلة أسعار فائدة مع توسيط بنك





## الفصل الثامن

# تقنيات التسوية في المبادلات الدولية

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

### المبحث الأول: الإعتماد المستندي كأداة لتمويل التجارة الدولية

أولاً: مفهوم وأهمية وفوائد الإعتماد المستندي.

يعد الإعتماد المستندي من أهم الخدمات المصرفية التي تقدمها المصارف بصفة عامة، حيث يعد أساس تمويل الحركة التجارية من استيراد وتصدير في كافة أنحاء العالم، والتي تنفذ من خلال شبكة المراسلين للبنوك حول العالم<sup>1</sup>.

الإعتماد المستندي طلب يتقدم به المتعامل من أجل سداد ثمن مشتريات بضائع من الخارج، يقوم البنك بموجبه عن طريق المراسلين بسداد القيمة بالعملة المطلوب السداد بها. وينفذ الإعتماد المستندي بالبنوك من خلال أسلوبين هما:

أ- الأسلوب الأول: هو تنفيذ الإعتماد المستندي كخدمة مصرفية، حيث يتم تغطيته بالكامل من قبل المتعامل، ويقتصر دور البنك على الإجراءات المصرفية لفتح الإعتماد لدى المراسل، وسداد قيمة الإعتماد بالعملة المطلوبة.

ب- الأسلوب الثاني: هو تنفيذ الإعتماد المستندي كاتمان مصرفي حيث يقوم المتعامل بسداد جزء فقط من قيمة الإعتماد، ويقوم البنك باستكمال سداد قيمة الإعتماد كعملية ائتمانية.

### 1 - مفهوم الإعتماد المستندي:

الإعتماد المستندي عملية يتعهد بموجبها البنك وحساب عميله المستورد بتسديد مبلغ معين في محلة محددة إلى شخص ثالث (مصدر)، لقاء تسليم مستندات مطابقة تماماً ومطلوبة من المشتري ومثبتة لقيمة البضائع، لمطابقتها ولإرسالها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> علي الأمير ابراهيم: التزام بفحص المستندات بالنسبة للإعتمادات المستندية، دار النهضة القاهرة، 2004، ص 17  
<sup>2</sup> جمال يوسف عبد النبي: الإعتمادات المستندية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2001، ص 30

الإعتماد المستندي تعهد كتابي صادر من بنك بناء على طلب مستورد بضائع لصالح مصدرها، يتعهد فيه البنك بدفع أو بقبول كميّات مسحوّبة عليه في حدود مبلغ معين ولغاية أجل محدود، مقابل استلامه مستندات الشحن طبقاً لشروط الإعتماد، والتي تظهر شحن بضاعة معينة بمواصفات وأسعار محددة.

## 2- أهمية الإعتماد المستندي:

يعتبر الإعتماد المستندي مهماً لكل من البائع (المصدر) والمشتري (المستورد)، وبالنسبة للبنوك وللتجارة الدولية.

### 1-2 أهميته بالنسبة للبائع:

- إن تقرير البنك الوارد في الإعتماد المستندي يصدر قبل أن يبدأ في تنفيذ التزاماته في العقد المحرر بينه وبين المشتري، فهو يعطيه ضماناً كاملاً من أجل أن يبدأ في تنفيذ التزاماته، أو يلتزم البنك بالتسديد حتى ولو كان المشتري غير قادر على التسديد لسبب أو لآخر
- يمكن الإعتماد المستندي البائع من تمويل البيع، إذ يحصل على الثمن فور تنفيذ البيع حتى إذا لم يكن المشتري قد استلم البضاعة بعد

### 2-2 أهميته بالنسبة للمشتري:

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

### 3-2 أهميته بالنسبة للبنوك:

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

### 4-2 أهميته بالنسبة للتجارة الدولية:

- يساعد الإعتماد المستندي على تيسير انتقال السلع والخدمات بين دول العالم.
- يقدم تسهيلات مالية، والتي كانت في السابق تمثل حاجزاً أمام تطور التجارة الدولية، فالبنوك تسير استلام سعر البضاعة حال شحنها، ولا يدفع المشتري ثمنها إلا عند استلام الوثائق الخاصة بهذه البضاعة.

## 3- فوائد الاعتماد المستندي:

1-3 فوائده كخدمة: لهذه الخدمة العديد من الفوائد، أهمها:

- يلبي الاحتياجات التمويلية لكل من البائع والمشتري عن طريق وضع مركز البنك الائتماني رهن إشارة الطرفين.
- يقلل من بعض مخاطر صرف العملات، والمخاطر السياسية.
- معترف به عالميا، ومضمون قانونيا.
- يمكن استخدامه في التعاملات التجارية مع كل دول العالم تقريبا.

## 3-2 الفوائد التي تعود على المستورد:

- يقلل من المخاطر التجارية من خلال ضمان عدم الدفع للمورد، ما لم يقدم إثباتات كافية تفيد بإتمام شحن البضاعة.
- يحافظ على السيولة النقدية نظرا لانعدام الحاجة لدفع تأمين أو تسديد القيمة مقدما.
- يدعم طلب الحصول على قروض ائتمانية من البنك (في العديد من الدول يستطيع المصدرون رهن الإعتماد المستندي الصادرة لهم الحصول على قروض رأسمال تشغيلي).
- وسيلة سريعة ومريحة لتسديد قيمة البضائع، حتى أنه يشجع البائعين على تقديم خصومات مغرية للمشتري بهذه الطريقة.

## 3-2 الفوائد التي تعود على المصدر:

- يقلل أو يلغي مخاطر الائتمان التجاري نظرا لأن الدفع مضمون من قبل البنك.
- يضمن الحصول على ثمن البضاعة، ففي حال عدم قيام المشتري بالدفع، فإن البنك مصدر خطاب الاعتماد ملزم بالدفع.
- يعزز التدفقات النقدية، وخصوصا إذا قام البنك بالخصم (وكمثال: يستحق المبلغ لك بموجب الخطاب بعد ثلاثين يوما، ولكن البنك يستطيع أن يدفع لك مبلغ الخطاب اليوم نظير رسم خصم يقتطع من المبلغ الذي يستحق لك فيما لو انتظرت مدة الثلاثين يوما).
- يوفر ضمانا أكبر للدفع، إذا قام البنك بتأكيده (حيث يتوجب على البنك الدفع في حال عدم قيام المشتري أو البنك مصدر الخطاب بالدفع. كما يعتبر وسيلة سريعة ومريحة لتسديد قيمة البضائع.

## ثانيا: أنواع الإعتماد المستندي

يمكن تصنيف الإعتماد المستندي إلى عدة أصناف، وكالاتي:

1- تصنيف الاعتمادات من حيث قوة تعهد البنك المصدر:

يتخذ الإعتاد المستندي صوراً مختلفة، يمكن تصنيفها من حيث قوة التعهد (أي مدى التزام البنوك بها) إلى نوعين هما: الإعتاد القابل للإلغاء والاعتماد غير القابل للإلغاء<sup>1</sup>.

### 1-1. الإعتاد المستندي القابل للإلغاء:

هو الذي يمكن تعديله أو إلغاؤه من البنك المصدر له في أي لحظة دون إشعار مسبق للمستفيد. وهذا النوع نادر الإستعمال، حيث لم يجد قبولاً في التطبيق العملي من قبل المصدرين، لما يسببه لهم من ضرر ومخاطر، ذلك أن الإعتاد القابل للإلغاء يمنح ميزات كبيرة للمستورد، فيمكنه من الانسحاب بإلتزامه، أو تغيير وإدخال شروط جديدة في أي وقت شاء دون الحاجة إلى إعلام المستفيد، غير أن التعديل لا يصبح نافذاً إلا بعد أن يتلقى المراسل الإشعار الذي يوجهه إليه البنك فاتح الإعتاد لهذا الغرض، بمعنى أن البنك فاتح الإعتاد يكون مرتبطاً تجاه المستفيد بدفع قيمة المستندات في حال أن هذا الدفع قد تم من قبل البنك المراسل قبل استلام علم التعديل أو الإلغاء.

### 2-1. الإعتاد المستندي غير القابل للإلغاء (الاعتماد القطعي):

الاعتماد القطعي أو غير القابل للإلغاء هو الذي لا يمكن إلغاؤه أو تعديله إلا إذا تم الاتفاق والتراضي على ذلك من قبل جميع الأطراف ذات العلاقة، ولا سيما موافقة المستفيد، فيبقى البنك فاتح الإعتاد ملتزماً بتنفيذ الشروط المنصوص عنها في عقد فتح الإعتاد. وهذا النوع من الإعتادات المستندية هو الغالب في الاستعمال، لأنه يوفر ضماناً أكبر للمصدر لقبض قيمة المستندات عند مطابقتها لشروط وبنود الاعتماد.

### 2- تصنيف الإعتاد المستندي من حيث قوة تعهد البنك المراسل:

يمكن تقسيم الاعتماد القطعي إلى قسمين: إعتاد معزز وإعتاد غير معزز<sup>2</sup>.

#### 1-2. الإعتاد المستندي غير المعزز:

بموجبه يقع الإلتزام بالسداد للمصدر على عاتق البنك فاتح الاعتماد، ويكون دور البنك المراسل في بلد المصدر مجرد القيام بوظيفة الوسيط في تنفيذ الإعتاد نظير عمولة، فلا إلتزام عليه إذا أخل أحد الطرفين بأي من الشروط الواردة في الإعتاد.

<sup>1</sup> محي الدين إسماعيل علم الدين: موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين القانونية والعملية، 2003، ص 106-107.  
<sup>2</sup> جمال يوسف عبد النبي: الاعتمادات المستندية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2009، ص 25.

## 2-2. الإعتاد القطعي المعزز:

في الإعتاد القطعي المعزز، يضيف البنك المراسل في بلد المستفيد تعهده إلى تعهد البنك الذي قام بفتح الإعتاد، فيلتزم بدفع القيمة في جميع الظروف ما دامت المستندات مطابقة للشروط، وبالتالي يحظى هذا النوع من الإعتادات بوجود تعهدين من بنكين (البنك فاتح الإعتاد والبنك المراسل في بلد المستفيد)، فيتمتع المصدر المستفيد بمزيد من الإطمئنان وبضمانات أكبر.

## 3- تصنيف الإعتادات من حيث طريقة الدفع للبائع المستفيد:

يمكن تقسيم الإعتاد المستندي من حيث طريقة الدفع للبائع المستفيد إلى إعتاد اطلاق، وإعتاد قبول أو لأجل، وإعتاد الدفعات المقدمة<sup>1</sup>.

## 1-3. إعتاد الاطلاع:

في إعتاد الاطلاع يدفع البنك فاتح الإعتاد بموجبه كامل قيمة المستندات المقدمة فور الاطلاع عليها والتحقق من مطابقتها للإعتاد، ويكون الدفع من أموال البنك في حالة إعتاد المراجعة، أما في حالة إعتاد الوكالة فإن البنك يقوم بإبلاغ عميله (طالب فتح الإعتاد) بوصول المستندات، ويطلب منه توقيعها وتسليمها ودفع قيمتها كاملة أو يقيدها فوراً في حسابه. وهذا النوع هو أكثر الإعتادات شيوعاً.

## 2-3. إعتاد القبول:

ينص على أن الدفع يكون بموجب كمبيالات يسحبها البائع المستفيد ويقدمها ضمن مستندات الشحن، على أن يستحق تاريخها في وقت لاحق معلوم. والمسحوبات المشار إليها إما أن تكون على المشتري فاتح الإعتاد، وفي هذه الحالة لا تسلم المستندات إلا بعد توقيع المشتري بما يفيد التزامه بالسداد في التاريخ المحدد لدفعها. وإما أن تكون مسحوبة على البنك فاتح الإعتاد الذي يتولى نيابة عن المشتري توقيعها بما يفيد التزامه بالسداد في الأجل المحدد لدفعها. أو يسحبها على المشتري ويطلب توقيع البنك الفاتح بقبولها أو التصديق عليها.

<sup>1</sup> أحمد غنيم: الإعتاد المستندي والتحويل المستندي، الدار الجامعية، القاهرة، 2012، ص 23

**3-3. اعتماد الدفعات:**

هي إتمادات قطعية يسمح فيها للمستفيد بسحب مبالغ معينة مقدما بمجرد إخطاره بالإعتماد، أي قبل تقديم المستندات، وتخصم هذه المبالغ من قيمة الفاتورة النهائية عند الإستعمال النهائي للإعتماد، ويقوم البنك المرسل بتسليم الدفعة المقدمة للمستفيد مقابل إيصال موقع منه إلى جانب تعهد منه بردها إذا لم تشحن البضاعة، ويلتزم البنك المصدر بتعويض البنك المرسل عند أول طلب منه. ويستخدم هذا النوع من الإتمادات لتمويل التعاقدات الخاصة بتجهيز المصانع والآلات والمعدات وإنشاء المباني، أو التعاقدات الخاصة بتصنيع بضاعة بمواصفات خاصة لا تلائم إلا مستوردها وحده، أو كونها تحتاج لمبالغ كبيرة من أجل تصنيعها.

**4- تصنيف الإتمادات من حيث طريقة سداد المشتري الأمر بفتح الاعتماد:**

يمكن تقسيم الإتمادات المستندية من حيث مصدر تمويلها، فقد تكون ممولة تمويلًا ذاتيًا من قبل العميل طالب فتح الاعتماد، أو ممولة تمويلًا كاملاً أو جزئياً من طرف البنك فاتح الاعتماد.

**1-4. الإعتاد المغطى كلياً:**

بموجبه يقوم طالب الإعتاد بتغطية مبلغه بالكامل للبنك، ليقوم البنك بتسديد ثمن البضاعة للبائع لدى وصول المستندات الخاصة بالبضاعة إليه، فالبنك في هذه الحالة لا يتحمل أي عبء مالي لأن العميل الأمر يكون قد زوده بكامل التقود اللازمة لفتح وتنفيذه، أو يكون في بعض الحالات قد دفع جزءاً من المبلغ عند فتح الإعتاد ويسدد الباقي عند ورود المستندات، فهذه الحالة تأخذ حكم التغطية الكاملة.

**2-4. الإعتاد المغطى جزئياً:**

يقوم فيه العميل الأمر بفتح الإعتاد بدفع جزء من ثمن البضاعة من ماله الخاص، وهناك حالات مختلفة لهذه التغطية الجزئية مثل أن يلتزم العميل بالتغطية بمجرد الدفع للمستفيد حتى قبل وصول المستندات، أو الاتفاق على أن تكون التغطية عند وصول المستندات، أو أن يتأخر الدفع إلى حين وصول السلعة. ويساهم البنك في تحمل مخاطر تمويل الجزء الباقي من مبلغ الإعتاد.

**3-4. الإعتاد غير المغطى:**

هو الإعتاد الذي يمنح فيه البنك تمويلًا كاملاً للعميل في حدود مبلغ الإعتاد، حيث يقوم البنك بدفع المبلغ للمستفيد عند تسلّم المستندات، ويتابع عملائه لسداد المبالغ المستحقة حسبما يتفق عليه من آجال وفوائد عن المبالغ غير المسددة.

**5- تصنيف الاعتمادات من حيث الشكل:**

يمكن أيضاً تقسيم الإتمادات من حيث الصورة والشكل إلى ثلاثة أنواع: الاعتماد القابل للتحويل، الإعتاد الدائري أو المتجدد، والإعتاد الظهيري.

### 5-1. الإعتماد القابل للتحويل:

يستخدم هذا النوع إذا كان المستفيد الأول وسيط أو وكيل للمستورد في بلد التصدير، فيقوم بتحويل الإعتماد إلى المصدرين الفعلين للبضاعة نظير عمولة معينة أو الاستفادة من فروق الأسعار. وتم عملية التحويل بإصدار اعتماد جديد أو أكثر لصالح المستفيد الأول أو المستفيدين التاليين، ويشترط لإمكان التحويل موافقة الأمر والبنك المصدر للإعتماد الأصلي والمستفيد الأول.

### 5-2. الاعتماد الدائري أو المتجدد:

يستخدم هذا النوع من خطابات الاعتماد في حال الاتفاق على تسليم البضاعة للمشتري / المستورد على دفعات أو فترات زمنية منتظمة. ويتيح هذا النوع من الإعتمادات نوعا من المرونة في التعاملات التجارية بين المستوردين والمصدرين، وخصوصا إذا كان هناك احتمال لشحن كميات أخرى من نفس البضاعة على شحنات منتظمة في المستقبل. ويمكن تجديد هذا النوع من الإعتمادات استنادا للفترات الزمنية أو قيمة البضاعة.

### 5-3. الاعتماد الظهير (الاعتماد مقابل إعتماد آخر):

يشبه الاعتماد القابل للتحويل، حيث يستعمل في الحالات التي يكون فيها المستفيد من الإعتماد الأصلي وسيطا وليس منتجا للبضاعة، كأن يكون مثالا وكيفا للمنتج، وفي هذه الحالة يقوم المستفيد بفتح إعتماد جديد لصالح المنتج بضمانة الاعتماد الأول. ويستخدم هذا الأسلوب خصوصا إذا رفض المستورد فتح اعتماد قابل للتحويل أو في حالة طلب المنتج شروطا لا تتوفر في الاعتماد الأول، وعادة ما تكون شروط الإعتماد الثاني مشابهة للإعتماد الأصلي باستثناء القيمة وتاريخ الشحن، وتقديم المستندات التي تكون في الغالب أقل وأقرب، ليتيسر للمستفيد الأول إتمام العملية وتحقيق الربح من الفرق بينهما.

### 6. تصنيف الاعتمادات من حيث طبيعتها:

يمكن تقسيم الإعتمادات المستندية باعتبار طبيعة الإعتماد إلى: إعتماد تصدير، وإعتماد استيراد<sup>1</sup>.

6-1 اعتماد التصدير: هو الإعتماد الذي يفتحه المشتري الأجنبي لصالح المصدر بالداخل لشراء ما يبيعه من سلع محلية.

6-2 اعتماد الاستيراد: هو الإعتماد الذي يفتحه المستورد لصالح المصدر بالخارج لشراء سلعة أجنبية.

<sup>1</sup> أمين بدر: الاعتمادات المستندية، مطبعة معهد الدراسات المصرفية،، الإسكندرية، 2012، ص 56

### ثالثاً: الأطراف المكونة للإعتماد المستندي:

تتمثل الأطراف المكونة للإعتماد المستندي فيما يلي:

- **المشتري:** هو الذي يطلب فتح الإعتماد، ويكون الإعتماد في شكل عقد بينه وبين البنك فاتح الإعتماد. ويشمل جميع النقاط التي يطلبها المستورد من المصدر.
- **البنك فاتح الإعتماد:** هو البنك الذي يقدم إليه المشتري طلب فتح الإعتماد، حيث يقوم بدراسة الطلب. وفي حالة الموافقة عليه وموافقة المشتري على شروط البنك، يقوم بفتح الإعتماد ويرسله إما إلى المستفيد مباشرة في حالة الإعتماد البسيط، أو إلى أحد مراسليه في بلد البائع في حالة مشاركة بنك ثاني في عملية الإعتماد المستندي.
- **المستفيد:** هو المصدر الذي يقوم بتنفيذ شروط الإعتماد في مدة صلاحيته. وفي حالة ما إذا كان تبليغه بالإعتماد معززا من البنك المراسل في بلده، فإن كتاب التبليغ يكون بمثابة عقد جديد بينه وبين البنك المراسل، وبموجب هذا العقد يتسلم المستفيد ثمن البضاعة إذا قدم المستندات وفقاً لشروط الإعتماد.
- **البنك المراسل:** هو البنك الذي يقوم بإبلاغ المستفيد بنص خطاب الإعتماد الوارد إليه من البنك المصدر للإعتماد المستندي.

### رابعاً: خطوات تنفيذ الإعتماد المستندي

#### 1- خطوات تنفيذ الإعتماد المستندي من بنك واحد:

##### 1-1 مرحلة العقد التجاري الأصلي:

إن التزام المشتري بفتح الإعتماد المستندي ينشأ نتيجة إبرامه لعقد تجاري معين مع المستفيد، وفيه يشترط البائع على المشتري دفع الثمن عن طريق إعتماد مستندي. فالأصل أن يتفق البائع والمشتري في العقد التجاري المبرم بينهما على كيفية تسوية الثمن، حيث يتفقان على الكيفية التي يقدم بها البنك إلتزامه للمستفيد من الإعتماد، فقد يكون بالدفع نقداً عند ورود المستندات، وقد تكون بقبول كمبيالة. كما يتفقان على المدة التي يبقى فيها البنك ملتزماً أمام المستفيد، والمكان الواجب فيه تقديم المستندات، والذي يتم فيه وفاء البنك بإلتزامه.

##### 2-1 مرحلة عقد فتح الإعتماد:

بعد إبرام المشتري لعقد البيع وتعهده بفتح الإعتماد، فإنه يتوجه إلى البنك طالبا منه أن يفتح إعتمادا لصالح البائع بالشروط المتفق عليها مع هذا البائع، والتي يذكرها المشتري في طلبه الموجه إلى البنك كي يقبل البائع تنفيذ إلتزاماته الناشئة من عقد البيع. ويسمى هذا المشتري: الأمر أو طالب فتح الإعتماد.



## 3-1 مرحلة تبليغ الإعتاد:

يقوم بنك المشتري بإصدار الإعتاد، ويرسل خطاب الإعتاد المستندي إلى المستفيد مباشرة، متضمنا الإخطار بحقوق والتزامات كل من البنك المصدر للإعتاد والمستفيد من الإعتاد.

## 4-1 مرحلة تنفيذ الإعتاد:

يقوم المستفيد بشحن السلعة، وتقديم المستندات المطلوبة في خطاب الإعتاد إلى البنك الذي يتولى فحصها وقبولها إن كانت مطابقة، ويدفع البنك حينئذ المبلغ الوارد في الخطاب أو يقبل الكمبيالة أو يخصمها بحسب المنصوص عليه في الخطاب، وبعد ذلك ينقل البنك هذه المستندات إلى المشتري ويستطيع هذا الأخير عن طريق هذه المستندات تسليم السلعة.

## 2- خطوات تنفيذ الإعتاد المستندي من بنكين

لا يقوم البنك الأمر في الغالب بتبليغ الإعتاد مباشرة بنفسه للمستفيد، ولكنه يستعين ببنك آخر أو فرع تابع له في بلد البائع، ويسمى هذا البنك الثاني البنك المراسل. وفي هذه الحالة تتم عملية الإعتاد المستندي من خلال تداخل بنكين اثنين، ويقوم هذا البنك المراسل بتبليغ الإعتاد على النحو التالي:

- إما أن يقوم بدور الوسيط بين البنك فاتح الإعتاد والبائع دون أي التزام عليه. وقد يقوم بدفع قيمة المستندات إلى البائع عند تقديمها له ضمن شروط الإعتاد.
- أو يقوم بتبليغ الإعتاد إلى المستفيد ويضيف عليه تعزيره. وحينئذ يكفل دفع القيمة للبائع بشرط أن تكون هذه المستندات مطابقة لشروط الإعتاد.

وعلى هذا الأساس تكون الخطوات العملية لإجراء عملية الإعتاد المستندي على النحو التالي:

- يتعاقد البائع مع المشتري، ويتعهد المشتري بدفع ثمن البضائع بواسطة إعتاد مستندي.
- يطلب المشتري من بنكه أن يفتح إعتادا مستنديا لصالح البائع مبينا الشروط المتفق عليها مع البائع.
- يدرس البنك طلب العميل، وبعد الموافقة وتحديد شروط التعامل، يقوم بإصدار الإعتاد وإرساله للبنك المراسل في بلد البائع.
- يقوم البنك المراسل بتبليغ الإعتاد للبائع المستفيد، مضيفا تعزيره على ذلك عند الإقتضاء.
- يسلم البائع السلعة إلى ربان السفينة الذي يسلمه وثائق الشحن.
- يسلم البائع المستندات ووثائق الشحن إلى البنك المراسل الذي يدفع له ثمن سلعته بعد التحقق من تطابق المستندات مع شروط الإعتاد.

- يرسل البنك المراسل المستندات إلى البنك المصدر الذي فتح فيه الإعتاد من طرف المشتري.

- يسلم البنك المصدر في بلد المشتري المستندات إلى طالب فاتح الإعتماد مقابل السداد حسب الاتفاق بينها.
- يسلم المشتري المستندات إلى وكيل شركة الملاحة في ميناء الوصول الذي يسلمه السلعة.
- يقوم كل من البنك المصدر والبنك المراسل بترتيبات التغطية بينها بحيث يتم تصفية العلاقات بشكل نهائي.

#### خامسا: مخاطر الاعتماد المستندي

##### 1- مخاطر المستورد: ويمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- أخطار تجارية تتعلق بالبضائع من حيث استلامها، وتطابقها مع شروط العقد، أو من حيث تعرضها لعطب أو نقص.
- خطر الماطلة في الدفع من طرف شركة التأمين في حالة حدوث حادث.
- يمكن للمستورد استلام وثائق تحمل بيانات غير مطابقة (وزن البضاعة)، عدد الطرود، القيمة المالية، الآجال المحددة، مدة الصلاحية، وآجال الشحن.
- أخطار مالية تتعلق بتقلبات أسعار الصرف، فعندما يقوم المستورد بصفقة تجارية تكون قيمة العملة المحلية محددة بقيمة معينة لكن بعد القيام بكافة الإجراءات تندهور هذه القيمة فتجد المستورد مجبر على دفع مبالغ أكثر من تلك التي كان يتوقعها.
- خطر طلب مصاريف إضافية مقابل التسليم من طرف البنك الفاتح للاعتماد أو من المكلف بالنقل في حالة حدوث طارئ يتطلب تكاليف إضافية.

##### 2- مخاطر المصدر: ونلخص أهمها فيما يلي:

- يمكن للمصدر أن يتعرض للماطلة أو محاولة تعقيد الأمور من قبل المستورد، ذلك باشتراط مستندات ووثائق ليست لها أهمية بالنسبة للعملية، أو لم يتفق عليها من قبل لذا يجب عليه أن يكون يقظا.
- رفض أو عدم قدرة الدولة أو الأطراف المتعاملة إجراء الدفع في المواعيد المحددة.
- أخطار مالية تتعلق بانخفاض قيمة العملة المتفق عليها للدفع مقارنة بعملة البلد.
- مخاطر سياسية تتمثل في الحروب والتوترات التي تؤدي إلى منع المستورد من تأدية التزاماته.

<sup>1</sup> سعيد عبد العزيز عثمان: الاعتمادات المستندية، الدار الجامعية، كلية التجارة، الاسكندرية، 2003، ص 23

## المبحث الثاني: التحصيل المستندي كأداة لتمويل التجارة الدولية

## أولاً: تعريف التحصيل المستندي:

التحصيل المستندي أمر يصدر من البائع إلى البنك الذي يتعامل معه لتحصيل مبلغ معين من المشتري مقابل تسليمه مستندات شحن البضاعة المباعة إليه، ويتم التسديد إما نقداً ومقابل توقيع المشتري على كميالة، وعلى البنك تنفيذ أمر عميله، غير أنه لا يتحمل أية مسؤولية ولا يقع عليه أي التزام في حالة فشله في التحصيل<sup>1</sup>.

ثانياً: أطراف عملية التحصيل المستندي<sup>2</sup>:

- الطرف معطي الأمر (المصدر أو البائع): هو الذي يقوم بإعداد مستندات التحصيل، ويسلمها إلى البنك مع أمر التحصيل.
- البنك المحول (بنك المصدر): هو الذي يستلم المستندات من البائع، ويرسلها إلى البنك الذي سيتولى التحصيل حسب التعليمات الصادرة إليه.
- البنك المحصل (بنك المستورد): هو الذي يقوم بتحصيل قيمة المستندات المقدمة إلى المشتري نقداً أو مقابل توقيعه على كميالة.
- المستورد (المشتري): تقدم إليه مستندات التحصيل.

## ثالثاً: مراحل عملية التحصيل المستندي:

تتضمن عملية التحصيل المستندي المراحل الآتية:

- **مرحلة انشاء العقد:** تنشأ هذه العملية بعد التوقيع على عقد توريد بضائع معينة بين بائع في دولة ما ومشتري في دولة أخرى، ويتم إعداد الوثائق والمستندات الخاصة بصفقة البضاعة المصدرة إلى المشتري مثل (الفاتورة التجارية، وثيقة التأمين، سند الشحن، شهادة المنشأ... الخ)، ويرسلها إلى البنك الذي يتعامل معه لتقديمها إلى المشتري لتحصيلها.
- **مرحلة إثبات الوثائق:** بموجبها يقوم بنك البائع بإرسال هذه المستندات إلى بنك المشتري لتقديم هذه المستندات إلى المشتري لتحصيل قيمته.
- **مرحلة الدفع:** حيث يقوم البنك المراسل (البنك المحصل) بإشعار المستورد (المشتري) بوصول المستندات بعد التأكد من مطابقتها للشروط، ويقوم المشتري بتسديد قيمة البطاعة نقداً، ويقوم البنك المحصل بتحويل هذه القيمة إلى بنك البائع لتسجيلها في حسابه لديه، أو قبول الورقة التجارية (الكميالة) المسحوبة، ويبقى على البنك المحصل أن يرسلها إلى البنك المحول أو يحتفظ بها على سبيل الأمانة حتى تاريخ الاستحقاق، وعندئذ يقوم بتحصيلها من المشتري، ثم يحول قيمتها إلى بنك المصدر لتسجيلها في حساب لديه.

<sup>1</sup> مدحت صادق: أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 2001، ص 30

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 31

ويوضح الشكل الآتي خطوات هذه عملية التحصيل المستندي<sup>1</sup>.

### شكل يوضح الخطوات المتبعة في إجراءات عملية التحصيل المستندي



رابعا: الأشكال المختلفة للتحصيل المستندي:

#### 1- تسليم مستندي للمشتري مقابل الدفع الفوري:

يسمح للبنك المحصل تسليم المستندات للمشتري مقابل الدفع الفوري، على ألا يتأخر الدفع عن تاريخ وصول البضاعة إلى ميناء التفريغ، فالمصدر يرسل البضاعة ويسلم المستندات والكمبيالة لمصرفه، مع تقديم التعليمات بتسليمها مقابل الدفع الفوري.

#### 2- تسليم مستندي للمشتري مقابل قبوله الكمبيالة المسحوبة:

يقوم البنك المحصل بتقديم المستندات للمشتري إذا قام المشتري بقبول الكمبيالة المسحوبة عليه والتوقيع عليها، وتتراوح مدتها بين 30 يوما إلى 180 يوما بعد الإطلاع أو في تاريخ معين في المستقبل، وفي هذه الحالة يمكن للمشتري حيازة البضاعة قبل السداد الفعلي، ويمكن أن يبيعها لكي يحصل على المبلغ اللازم لتسديد الكمبيالة، وهذا يعني أن المشتري قد حصل على ائتمان من البائع يمتد لفترة استحقاق الكمبيالة، ويمكن للبائع أن يطلب من المشتري الحصول على ضمان البنك المحصل أو أي بنك آخر لهذه الكمبيالة، وبالتالي يمكنه خصمها أو يقدمها كضمان للحصول على تسهيل ائتماني من البنك.

#### 3- تسليم مستندي مقابل توقيع المشتري على الكمبيالة:

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

<sup>1</sup> Philippe Guarsault, Stephane Priami, Les opérations Bancaires à L'international, banque-éditeur, Paris, 1999, P 108.

## خامسا: مزايا وعيوب عمليات التحصيل المستندي:

## 1- مزايا عمليات التحصيل المستندي

يستفيد كل من البائع والمشتري من عدد من المزايا، نلخصها في الآتي:

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

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

## 2- عيوب عمليات التحصيل المستندي:

بالنسبة للبائع: فهي تتمثل في أنه في حالة رفض المشتري للبضاعة، فإن البائع سوف يتكبد بعض الغرامات والمصاريف مثل غرامة عدم تفريغ البضاعة من السفينة، أو تسديد مصاريف التخزين أو التأمين... إلخ، وإذا حدث تأخير وصول السفينة المشحونة عليها البضاعة، فإن البائع سيتأخر في استلام قيمة البضاعة<sup>1</sup>.

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

## سادسا: دور البنك في التحصيل المستندي

يقدم البنك خدمة وليس قرضا، وهو وكيل ويطبق البنك المكلف بتسليم المستندات أوامر عملية. ويتدخل البنك في الحالات

التالية:

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

<sup>1</sup> الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 120

## الفصل التاسع الشركات متعددة الجنسيات

شهد مطلع النصف الثاني من القرن العشرين بداية مرحلة جديدة في تطور النظام الرأسمالي، تتميز بما يمكن أن تسمية دولية الإنتاج، إذ أصبحت العملية الإنتاجية داخل المشروع الرأسمالي تتم على المستوى العالمي، بحيث أصبح الاقتصاد العالمي يحل تدريجياً محل الاقتصادات الوطنية المختلفة كإطار لعملية الإنتاج الرأسمالي. ولقد كانت أداة هذا التحول الشركات المتعددة الجنسيات، فهي تمثل مرحلة جديدة من مراحل التركز الرأسمالي، بحيث تتوزع المراحل المختلفة للعلمية الإنتاجية داخل المشروع الواحد على مختلف دول العالم مع استمرار خضوعها لسيطرة مركزية وطنية موحدة، فالذي يميز الشركات أو المشروعات المتعددة القوميات من الوجهة الاقتصادية هو تعدد الوحدات الإنتاجية على المستوى العالمي من ناحية، ومركزية السيطرة من ناحية أخرى. وتشكل مجموعات الشركات المتعددة الجنسيات التغير القانوني عن هذه الكيانات الاقتصادية الجديدة، حيث تتخذ الوحدات الإنتاجية شكل شركات وليدة أو تابعة تخضع كلها لسيطرة شركة واحدة (هي الشركة الأم) تتولى إدارتها مركزياً في إطار إستراتيجية إنتاجية موحدة.

### أولاً: تعريف الشركات متعددة الجنسيات

شهد مفهوم الشركة المتعددة الجنسيات تعريفات عدة من قبل العديد من الاقتصاديين، فمنهم من يعرف الشركة المتعددة الجنسية بأنها: كل مشروع يمتلك أو يسيطر على موجودات وأصول (مصانع، مناجم، مكاتب واستشارات وما شابهها في دولتين أو أكثر، ويمتد نشاط هذه الشركات في كافة مفاصل الحياة الاقتصادية في المجال الصناعي والتجاري والمالي<sup>1</sup>.

ويعرفها البعض الآخر بأنها: مشاريع قليلة العدد عملاقة في حجمها، وهي ذات عمليات تصنيع مباشرة في دول مختلفة وذات هيكل عالمي في تعدد وتشعب إنتاجها ومناطقها الإدارية، وتغطي فعاليتها الإنتاجية بسلع مختلفة ومناطق جغرافية متباينة<sup>2</sup>.

ويعرفها آخر بأنها: شركات ذات رؤوس أموال ضخمة، تتركز من خلال المركز الأم في إحدى الدول، وتنقل نشاطها إلى الدولة الأخرى من خلال فروعها.

<sup>1</sup> محمد صبحي الأترجي: مدخل إلى دراسة الشركات الاحتكارية المتعددة الجنسيات، دار الثورة للصحافة والنشر، بغداد، 1999، ص 25-35.

<sup>2</sup> مايكل تانزر وآخرون: من الاقتصاد القومي إلى الاقتصاد الكوني- دور الشركات المتعددة الجنسيات، ترجمة عفيف الرزاز، مؤسسة الأبحاث العربية، بيروت، 2001، ص 123.

كذلك يمكن تعريفها على أنها: مؤسسة اقتصادية ضخمة تملك أعمال ووسائل إنتاج في أكثر من دولة، ويدير نشاطها على المستوى الدولي مجلس إدارة يتخذ من الوطن الأم مركز رئيسي لها.

ومن العوامل التي أدت الى انتشار الشركات متعددة الجنسيات، نذكر مايلي:

- كبر حجم الأسواق العالمية.
- تحسن وسائل النقل والاتصالات.
- إمكانية الرقابة على فروع الشركة.
- الاستفادة من انخفاض تكلفة اليد العاملة في الدول الأخرى.
- التركز بالقرب من المواد الخام.
- تخفيض تكلفة النقل.
- الاستفادة من الاعفاءات الضريبية في الدول الأخرى.

ثانيا: مميزات الشركات متعددة الجنسيات:

تتميز الشركات متعددة الجنسيات، بما يلي<sup>1</sup>:

- الميزة التنافسية، وهي أهم خاصية تفردها الشركات المتعددة الجنسيات، وتجعلها قادرة على مواجهة المنافسين والتفوق عليهم مثل ( السعر، الجودة الصيانة، الضمان).
- كبر حجمها وتشعبها في العالم بأسره.
- الطبيعة الاحتكارية لهذه الشركات، وتنوع المنتجات بها.
- التفوق التكنولوجي وهيمنتها على الاقتصاد.
- قدرتها المالية الكبيرة، حيث أن الشركة التي تقل مبيعاتها عن 100 مليون دولار لا تعتبر من الشركات متعددة الجنسيات.
- قرارات التخطيط والاستثمار والإنتاج والتسويق والتسعير يتم اتخاذها من قبل الشركة الأم.
- القدرة الهائلة على التسويق، والاعتماد الكبير على الإعلان الدائم في مختلف وسائل الإعلان المتاحة.
- الرغبة الدائمة، والسعي للتحكم والسيطرة على التكنولوجيا في العالم، وذلك لبسط الاقتصاد وزيادة نفوذها في العالم.

<sup>1</sup> عمر صقر: العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003، ص 29

## ثالثا: الآثار الإيجابية والسلبية للشركات متعددة الجنسيات:

## أ - الآثار الإيجابية:

- نقل التكنولوجيا للدول النامية.
- تستخدم أفضل المهارات والكفاءات الإدارية.
- إنها ذات رؤوس أموال ضخمة، بحيث تعالج العجز في الإمدادات المحلية.

## ب الآثار السلبية:

- أن الشركات متعددة الجنسيات تعمل في جو احتكاري، بحيث لا توافق على دخول شركات محلية لمشاركتها، الأمر الذي يؤدي إلى إعاقة عملية التنمية.
- أنها تنافس الشركات المحلية، مما يؤدي إلى سحب الأموال والعملة الصعبة من الدول.
- زيادة التبعية الاقتصادية إلى الخارج.
- أن الشركات تشتري كافة مستلزماتها من الشركة الأم، بالإضافة إلى كواردها البشرية الأجنبية.
- تلجأ إلى إنتاج السلع الكمية، وعدم إنتاج السلع الأساسية مما يعيق عملية التنمية.

## رابعا: أسباب الاتجاه نحو الدولية

## 1- أسباب هجومية:

تمثل في فتح أسواق جديدة، وذلك لتشجيع الأسواق المحلية، وعدم قدرتها على استيعاب الحجم الاقتصادي لإنتاج الشركات، والذي يتحقق عند الدخول إلى الأسواق الدولية.

ومن الأسباب التي أدت إلى خلق فرص تسويقية جيدة للشركات متعددة الجنسيات، نذكر مايلي:

- التغيرات الاقتصادية لكثير من دول المشرق والمغرب، واتجاه دول أوروبا الشرقية لتحرير اقتصادياتها.
- سرعة الاتجاه نحو التخصص.
- النمو السريع لاقتصاديات العديد من الدول مثل الصين وكوريا الجنوبية وسنغافورا و تايلاند، وارتفاع مستوى المعيشة بهاته الدول.
- الرغبة في تعظيم المبيعات والأرباح بالعمل عبر البحار، ويتحقق ذلك على النحو الآتي:
- الحصول على سعر أفضل لمنتجاتها وخدماتها في أماكن تتمتع بمنافسة أقل، فمثلا تواجه صناعة إطارات السيارات الأمريكية ثلاث منافسين فقط في إسبانيا، في حين تواجه مئات المنافسين داخل الولايات المتحدة نفسها.
- تحقيق وفورات في تكلفة الإنتاج، ممثلة في تكلفة الطاقة والمواد الخام والعمالة بالمقارنة بمعدل التكلفة داخل الوطن الأم.



## 2- أسباب دفاعية:

- حماية الأسواق المحلية: حيث تقوم المنظمة بتحرير عناصر إنتاجها إلى الدول التي يوجد بها منافسيها، حتى يمكن لها أن تستفيد من نفس المزايا التي يتمتع بها منافسيها، سواء كان ذلك بتكلفة العمالة أو المواد الخام أو الطاقة وغيرها.
- حماية الأسواق الأجنبية: حيث يعتبر العمل بالخارج وسيلة للمنظمة للحصول على المزايا التي تقدمها الدول المضيفة، والتي تمنح الإعفاءات الضريبية والجمركية للشركات الأجنبية.
- ضمان استمرارية الحصول على المواد الخام وتأمين مصادرها
- الرغبة في امتلاك التكنولوجيا، والمعرفة الإدارية عن طريق العمل بالخارج.
- الرغبة في توزيع المخاطر الاقتصادية على عدد أكبر من الأسواق.
- تحقيق الاستقرار السياسي، وتقوية العلاقات بين الدول من خلال الاستثمار في الدول الأجنبية.

## خامسا: تأثير الشركات المتعددة الجنسيات على الاقتصاد العالمي الجديد

الاقتصادي العالمي الجديد للشركات المتعددة الجنسيات تأثيرا كبيرا وعميق على آليات ومكونات النظام الاقتصادي العالمي الجديد، وهو ينحصر في النقاط التالية:

• **التأكيد على صفة العالمية:** أن الشركات المتعددة الجنسيات قد قامت بدور رئيسي في تعميق مفهوم العالمية والذي يتمثل بصفة أساسية في تطوير إطار أعمال منظم عابر القوميات يؤدي إلى عولمة الاقتصاد، بما في ذلك الدفع نحو توحيد وتنافس أسواق السلع والخدمات وأسواق رأس المال وأسواق التكنولوجيا والخدمات الحديثة، ويدعم بنية أساسية هائلة للاتصالات والمواصلات والمعلومات والإعلام والفنون والثقافة. أن الشركات متعددة الجنسيات حولت العالم إلى كيان موحد على حد بعيد من حيث كثافة الاتصالات والمعاملات فيه، وبالتالي من خلال هذه الشركات بدأت تنتشر العالمية أو العولمة على كافة المستويات الإنتاجية والتمويلية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية.

• **التأثير على النظام النقدي الدولي:** يتضح من الحجم الضخم من الأصول السائلة والاحتياطيات الدولية المتوافرة لدى الشركات المتعددة الجنسيات، ومدى التأثير الذي يمكن أن تمارسه هذه الشركات على السياسة النقدية الدولية والاستقرار النقدي العالمي. وأن الأصول الضخمة المقومة بالعملة المختلفة للدول التي تعمل بها الشركات المتعددة الجنسيات، من شأنها أن تؤدي إلى زيادة إمكانيات هذه الشركات في التأثير على النظام النقدي العالمي. فإذا أرادت هذه الشركات، وقرار يتخذ من جانب المسؤولين عن إدارة الشركات المتعددة الجنسيات بتحويل بعض الأصول من دولة لأخرى من شأنه أن يؤدي إلى التعجيل بأزمة نقدية عالمية.

• **التأثير على التجارة العالمية:** كنتيجة لاستحواذ الشركات المتعددة الجنسيات على نسبة كبيرة من حجم التجارة وحركة المبيعات الدولية، فإنها تؤثر بلا شك على منظومة وهيكل التجارة الدولية من خلال ما تمتلكه من قدرات تكنولوجية عالية وإمكانيات وموارد قد تؤدي إلى إكساب الكثير من الدول بعض المزايا التنافسية في الكثير من الصناعات والأنشطة.

من الممكن ملاحظة تأثير الشركات المتعددة الجنسيات على حجم التجارة العالمية، حيث ازدياد درجة التنوع في الأنشطة ووجود التكامل الرأسي إلى الأمام وإلى الخلف قد أدى ويؤدي إلى ازدياد حجم التبادل التجاري بين تلك الشركات ومشروعاتها التابعة أو فروعها في الدول المختلفة.

• **التأثير على توجهات الاستثمار الدولي:** تشير تقديرات تقرير الاستثمار الدولي الصادر من الأمم المتحدة عام 2003، أن حجم الاستثمار الدولي المتدفق في العالم في تلك السنة قد بلغ أكثر من 300 مليار دولار والتي تدفقت في مختلف مناطق العالم. إن الشركات المتعددة الجنسيات تنفذ الجزء الأكبر من الاستثمارات الدولية سنوياً. ويلاحظ في هذا المجال أن الخريطة الاستثمارية للاستثمار الدولي تتأثر بتوجهات النشاط الاستثماري للشركات المتعددة الجنسيات حيث لوحظ أن من أهم سمات أو خصائص تلك الشركات هي تلك الخاصة المتعلقة بالتركز الاستثماري، فقد لاحظنا أن هذه الشركات تتركز استثماراتها في الدول المتقدمة بل وفي عدد محدود من الدول المتقدمة، حيث تستحوذ هذه الدول على 85% من النشاط الاستثماري لتلك الشركات ومن ناحية أخرى تحصل الدول النامية على نسبة 15% فقط من النشاط الاستثماري للشركات المتعددة الجنسيات.

• **تكوين أنماط جديدة من التخصص وتقسيم العمل الدولي:** أن تفاعل تأثير الشركات المتعددة الجنسيات على التجارة العالمية وتوجهات الاستثمار الدولي، قد أدى يؤدي إلى تكوين أنماط جديدة من التخصص وتقسيم العمل الدولي، وأصبحت قرارات الإنتاج والاستثمار تتخذ من منظور عالمي وفقاً لاعتبارات الاقتصادية فيما يتعلق بالتكلفة والعائد. وأن كبر النشاط الاستثماري والإنتاجي والتسويقي والتجاري للشركات متعددة الجنسيات وما أحدثته الثورة التكنولوجية من إتاحة إمكانيات جديدة للتخصص، كلها أدت إلى وجود أنماط جديدة للتخصص وتقسيم العمل، ولاشك أن هذه الشركات تلعب دوراً رئيسياً في تعميق هذه العملية وأصبحت مشاهدتها متزايدة بين الدول الصناعية والنامية. ولعل هذا الاتجاه يتيح للكثير من الدول النامية فرصة لاختراق السوق العالمية في الكثير من المنتجات، حيث تتيح الأنماط الجديدة لتقسيم العمل الدولي لتلك البلدان اكتساب مزايا تنافسية في دائرة واسعة من السلع في الصناعات الكهربائية والإلكترونية والهندسية والكيميائية، وغير ذلك من أمثلة على ذلك هو تجربة النمر الآسيوية في جنوب شرق آسيا.

• **التأثير على نقل التكنولوجيا وإحداث الثورة التكنولوجية:** تقوم الشركات المتعددة الجنسيات بدور فعال ومؤثر في إحداث الثورة التكنولوجية. أن العالم يعيش اليوم الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والمواصلات والتكنولوجيا العالية. ولهذا السبب فإن التحدي المطروح أمام البلدان النامية، هو ضرورة تنمية قدراتها على خلق آليات للتعامل مع الشركات المتعددة الجنسيات.

أن نقل التكنولوجيا من خلال الشركات المتعددة الجنسيات يتأثر بتوجهات الاستثمار الأجنبي المباشر الذي تقوم به تلك الشركات عبر مناطق العالم المختلفة، ومع الأخذ في الاعتبار العوامل المتعلقة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، فإن هيكل النظام الاقتصادي العالمي الجديد من منظور تكنولوجي يتأثر بشكل واضح بهيكل الاستثمار الأجنبي المباشر الذي تقوم به الشركات المتعددة الجنسيات، فهي تقوم بدور فعال ومؤثر في إحداث الثورة التكنولوجية نظراً لما تتمتع به من إمكانيات وموارد بشرية ومادية ضخمة توجه نحو البحوث والتطوير.

تمثل هذه الشركات أحد العوامل المؤثرة في حركة الاقتصاد العالمي فبعد ظهورها في أواخر القرن التاسع عشر- شكلت نقطة تحول هامة في النشاط الاقتصادي الدولي الذي كان سائداً وبعد مرحلة الحرب العالمية الثانية تزايد عدد هذه الشركات، وازدادت فروعها في العالم وفي ظل عصر العولمة نحن أمام شركات عملاقة متعددة الجنسيات، تعمل على تكييف مختلف الأنظمة والسياسات الاقتصادية في العالم منذ التسعينيات مع مظاهر ومعطيات العالم الجديد، الذي تعيد تشكيله وتتناول هذه الشركات بالدراسة والتحليل من خلال عدة جوانب:

#### أ- التمييز بين الشركات متعددة الجنسيات والاحتكارات الكبيرة في مرحلة الامبريالية:

أجريت دراسة تفصيلية حول الشركات متعددة الجنسية والتمييز بينها وبين الاحتكارات الكبيرة التي كانت السمة الأساسية في مرحلة الإمبريالية من عدة وجوه رئيسية:

- إن الاحتكارات السابقة كانت تهتم بشكل رئيسي على تركيز نشاطها داخل إمبراطورية استعمارية، وكانت ترفع شعار الوطنية وتحاول حماية السوق القومية من المنافسة الخارجية، وكان لبعضها فروع أساسية داخل أراضي الإمبراطورية وخارجها في بعض المجالات كالتمدين والطاقة ونشاطات مالية وتجارية في حدود طبيعية، أما الشركات متعددة الجنسية فينتشر- نشاطها في عشرات الدول بهدف الاستفادة من أية ميزة نسبية توفرها أية دولة، وهي غالباً تحصل على تمويل محلي من كل بلد يمتد إليه نشاطها كما تنقي كواردها على أساس الكفاءة والأداء بغض النظر عن جنسية أي منها فهي تحاول نحو أية صلة خاصة بين شركة وحكومة واقتصاد بلد المقر. وتحاول إخفاء نسبة الشركة الى جنسية معينة ويكتفى باسمها سواء حين التعريف بها أو إنتاجها.

- كانت الاحتكارات السابقة تكتفي بنشاط أساسي محدد أما الشركات متعددة الجنسية فإن أهم خصائصها تعدد النشاطات التي تشتغل ضمنها دون الالتفات إلى الروابط الفنية بين المنتجات المختلفة فوجد في سبع شركات ميتسوبيشي متفاوتة المكانة ميتسوبيشي- للسيارات، ميتسوبيشي الكهرباء، بنك ميتسوبيشي - ميتسوبيشي للصناعات الثقيلة، ميتسوبيشي- للكيمياويات، ميتسوبيشي- المصرفية، ميتسوبيشي للمواد.

- الاحتكارات السابقة لم تكن تعطي التطوير التكنولوجي العناية اللازمة أما الشركات متعددة الجنسية، فإن التطور التكنولوجي هو عمودها الفقري، وهي تسهم مساهمة متزايدة في تحويل عمليات البحث والتطوير الى جانب الدولة فنجدها أن الإنفاق على البحث والتطوير.

- لم تكن الاحتكارات السابقة ذات نشاط مالي واسع بينما الشركات متعددة الجنسية زاد نشاطها المالي والتجاري وتعددت الأساليب الجديدة للتعامل مع الشركات الصغيرة والعمال، وتفضيل الشركات لعمليات المضاربة في الأسواق المالية عوضاً عن الاستثمار الاتجاعي.

### ب- التوزيع السياسي للشركات متعددة الجنسيات:

مع أن هذه الشركات موجودة بنشاطاتها وعملياتها واستثماراتها في كل أرجاء العلم حسب قائمة فورشن 500 شركة (نجد أن 418 شركة منها تتخذ مقرها الرسمي في ثلاث مناطق اقتصادية رئيسية) يتركز فيها ثروة تقدر بحوالي 20 تريليون دولاراً أي أكثر من 80% من إجمالي الإنتاج القومي العالمي وتستأثر بحوالي 85% من إجمالي التجارة العالمية وهذه المناطق الثلاث هي:

- منطقة الاتحاد الأوروبي التي تضم 155 شركة

- منطقة الولايات المتحدة الأمريكية التي تضم 153 شركة

- منطقة اليابان التي تضم 141 شركة

ويتضح أن هذه الشركات تتركز في مناطق الدول الصناعية المتقدمة الناضجة رأساليا، لكن هناك حالة وحيدة تشذ عن هذه القاعدة وهي الشركات المتواجدة في كوريا الجنوبية والتي امتد نشاطها الى عشرات الدول، أما بقية المناطق مثل أميركا اللاتينية وأفريقيا والشرق الأوسط ووسط آسيا حتى الدول النفطية في الخليج العربي، فهي في العموم مناطق اقتصادية غير أساسية بالنسبة لنشاطات هذه الشركات، فهي تشكل بالنسبة لهذه المناطق مصدر رعب لأنها تستغل هذه المناطق بسبب امتلاكها قدرات احتكارية ضخمة تهدد بها سيادة هذه الدول واقتصادها.

### ج- ظاهرة الإنتاج عن بعد:

تنتشر هذه الظاهرة التي تقوم بها الشركات متعددة الجنسية بإعادة رسم خريطة الإنتاج على المستوى العالمي حيث تعتمد شركة معينة الى التخصص في إنتاج سلعة معينة مروراً بكل مراحل إنتاجها ولكن دون أن تستقر في بلد واحد، وهذا يعني الانتقال من الاستراتيجية الانتاجية الوطنية إلى استراتيجية الإنتاج العالمي بعدم تركز أو حصر- الإنتاج محلياً فمثلاً شركة /بيشينه/ تستخرج البوكسيت من استراليا وتحوله لالومين في أميركا وتنتج الألمنيوم في الغابون باستخدام الالومين المنتج بواسطة فروعها في غينيا، وباعتماد هذا الاسلوب من الإنتاج يصعب نسبة سلعة معينة الى بلد واحد باعتبار أن السلعة تنتج كأجزاء من آلاف المصانع المنتشرة في العديد من الدول.

**د- ظاهرة اندماج الشركات والبنوك:**

وهي تأخذ شكل ابتلاع وامتلاك الشركات والبنوك الأضعف نسبياً وهي تعبير عملي لتمرکز رأس المال والإنتاج، وقد شهد القطاع المصرفي في العقد الأخير من القرن الماضي سلسلة كاملة من حالات الاندماج.

وهذه الظاهرة تؤدي إلى خفض تكلفة الإنتاج ومضاعفة الأرباح وتعزيز القدرة التنافسية للشركات العملاقة، ولكنها بجانب الآخر تدمر فرص العمل وتؤدي إلى تفاقم اللامساواة الاجتماعية وتضعف السيادة الوطنية للدولة.

**هـ- تقويض وتغيير دور الدولة الاقتصادي والسياسي:**

لابد هنا من الإشارة إلى بعض ممارسات هذه الشركات التي تحاول فيها الحد من دور الدولة الاقتصادي والسياسي.

- حيث تستعين هذه الشركات بموظفين دوليين تابعين لمنظمات دولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية) لكي يجلبوا محل الحكومات الوطنية في كثير من القضايا وتقوم هذه الشركات بالاعتماد على نظم أمن خاصة وشركات برید خاصة وتقوم بإصدار بطاقات تحل محل النقود وتقوم بالاستيلاء على المرافق العامة والخدمات عبر آليات التخصيص.

- محاولة التهرب الضريبي: أيضا هذه الشركات تحاول أن تكون بعيدة عن سطو القانون والضريبة لأنها تتقن التهرب منها فهي تقوم باتخاذ المال وطنا يستقر حيث يأمن ويثو بعيدا عن كل مسؤولية، وهي تقوم بذلك باستخدام آلية السعر التحويلي.

- فإذا كانت الضرائب على أرباح الشركات مرتفعة في الدولة الأم عنه في الدولة المضيفة وكانت الشركة الأم تصدر إلى الشركة التابعة لها، فإنها في هذه الحالة ستسعر صادراتها إلى فرعها في الدولة المضيفة بسعر أقل من الواقع ناقلة بذلك الأرباح من الشركة الأم إلى الشركة التابعة لها، وبهذا تقلل من العبء الضريبي الكلي للشركة وعلى العكس من ذلك.

- ويستخدم السعر التحويلي للتهرب من الضرائب الجمركية على الواردات، فكلما كانت مستويات هذه الضرائب مرتفعة في الدولة المستوردة كلما لجأت الشركات لتسعير السلعة بسعر أدنى من الواقع لتجنب دفع الضريبة.

- وقد يستخدم السعر التحويلي كأداة للتهرب من القيود التي تفرضها الدولة المضيفة على مقدار الأرباح التي تحولها الفروع إلى الشركة الأم، فعندما ترغب هذه الشركات أن تعيد أرباحها من الشركة التابعة إلى الأم تلجأ إلى تسعير الصادرات من الشركة التابعة إلى الأم بسعر أدنى من الواقع أو تسعير الصادرات من الشركة الأم إلى التابعة بسعر أعلى من الواقع وتكون الأرباح بذلك قد تحولت فعلاً من الشركة التابعة إلى الشركة.

• **أثرها في ميزان مدفوعات الدولة:** أيضا تؤثر هذه الشركة في ميزان مدفوعات الدولة المضيفة، وذلك من خلال أن دخول رؤوس الأموال إلى الدولة المضيفة والأرباح والفوائد المحمولة إلى هذه الشركة في مقرها الأم ورواتب الموظفين والعمال في الفرع الذي يعتبرون من رعايا الدولة المضيفة (أجانب) سيخرجونها من الدولة المضيفة إلى الدولة الأم وكذلك براءات الاختراع وحقوق الملكية

ورسوم الترخيص المدفوعة من الفرع إلى الشركة الأم مقابل استخدام التكنولوجيا أو العمليات الانتاجية والعلاقات التجارية، كل ذلك يسجل في الجانب المدين لميزان مدفوعات الدولة المضيفة، وبالتالي فإنه يحدث أثراً سلبياً إلا إذا قامت الشركات متعددة الجنسيات بالإنتاج للسوق المحلي في الدولة المضيفة وصدرته للدول الأخرى فإن ذلك يساهم في تحسين ميزان مدفوعات الدولة المضيفة.

● **الهيمنة على اقتصاد العالم:** تشير المعلومات إلى سعي الشركات متعددة الجنسيات للسيطرة على العملية الاقتصادية الدولية ذلك من خلال استعراض عدد من الأرقام المتوفرة: امتلكت 40 ألف شركة احتكارية 250 ألف شركة فرعية حتى نهاية عام 1993 وبلغت قيمة مبيعاتها الاجمالية في العام نفسه أكثر من 5500 مليار دولار أمريكي وقيمة صادراتها 4000 مليار دولار أمريكي .

إن إيرادات الشركات الخمسة 11,4 تريليون دولار وإذا استبعدنا من المقارنة الدول ذات الدخل المرتفع نجد أن مجموع إيرادات الشركات المذكورة 159,8% من مجموع إجمالي الناتج المحلي لمئة وتسع دول تقطنها الغالبية العظمى من البشر- 80% من التجارة الدولية كانت في عام 1995 تحت هيمنة تلك الشركات متعددة الجنسية , ارتفعت التوظيفات المباشرة للشركات متعددة الجنسية من 500 مليار دولار إلى 2700 مليار دولار أمريكي بين 1980- 1995 وبلغ مجموع التوظيفات المباشرة لها في عام 1995 أكثر من 3,5 مليار دولار أمريكي مما يعني أن التوظيفات المباشرة لهذه الشركات تركز على عدد قليل من الدول الصناعية ، ففي الوقت الذي استحوذت عشر دول صناعية على ثلثي التوظيفات المباشرة لعام 1995.

## الفصل العاشر

# أزمة الديون الخارجية وعلاقتها بإستراتيجية التنمية

إن الحديث عن اقتصاديات الدول النامية وتحليل قدراتها التنموية يشكل تحدياً لكل دارس، فقد اتسمت هذه الدول بسمة أساسية انعكست على توازناتها الاقتصادية الكلية، شكل فيها التمويل الخارجي (الديون) مصدراً أساسياً للتنمية ببعديها الاقتصادي والاجتماعي، ونجم عنها أن انغمست جل الدول النامية خلال الثمانينات في أزمة مديونية عميقة وخائفة، أدت إلى اتساع الفجوة بينها وبين الدول المتقدمة.

### المبحث الأول: الإطار التاريخي والنظري للتنمية

سيطر على الفكر التنموي في الدول النامية غداة حصولها على الإستقلال السياسي فكر اقتصادي أكاديمي، ركز على التطبيق الآلي لقوانين ونماذج النمو التي حكمت تجارب الدول المتقدمة، غير أن الإشكالية التي صادفت هذه الدول تمثلت في توفير التمويل الإنمائي المطلوب للإرتقاء بمعدل النمو في الدخل الوطني وتحسين ظروف المعيشة، فكان بذلك التمويل الأجنبي عنصراً حاسماً ومتحكماً في مسار التنمية بهذه الدول.

### أولاً: تطور مفهوم التنمية من النمو إلى التنمية المستدامة

احتل موضوع التنمية غداة الحرب العالمية الثانية قدراً لا يستهان به من البحث العلمي والجدل الفكري، إلا أنه لا يوجد اتفاق عما وجب تحديده بالمصطلح، فعلماء الاقتصاد والسياسة والاجتماع استخدموه بمعاني مختلفة باختلاف مدارسهم الاقتصادية وتوجهاتهم السياسية. فهناك من وصفها بأنها عملية اقتصادية مادية في أساسها تتم على مستوى البنى الاقتصادية والتكنولوجية، وما يصاحبها من ارتفاع نصيب إسهام قطاع الصناعة على قطاع الزراعة في الناتج الوطني الإجمالي، ويتم قياسه بقدرة الاقتصاد الوطني على تحقيق زيادة سنوية في الناتج الوطني بنسبة تتراوح ما بين 5% إلى 7%، في حين عرفها آخرون من خلال التغيرات التي تطرأ على نمط الإنتاج من منظور الملكية والرقابة على وسائل الإنتاج ونوع الحكومة والنظام القانوني.

تبنت الدول النامية هذين المفهومين خلال عقدي الستينات والخمسينات، واستطاع بعضها أن يحقق هدف النمو الاقتصادي الكمي، غير أنها فشلت في توفير الحاجات الضرورية وفي إحداث تغييرات في هيكل الاقتصاد.

ونتيجة لهذا التصور تمت إعادة النظر في مفهوم التنمية خلال السبعينات، حيث ظهر مفهوم التنمية الشاملة التي عرفها الدكتور يوسف صايغ بأنها: عملية تغيير شاملة تتخطى مجرد تحقيق نمو مقبول في الناتج الوطني إلى تحقيق تبادلات جوهرية في المعطيات السياسية والاجتماعية والتكنولوجية.

مع مطلع الثمانينات بدأ مفهوم التنمية يأخذ في اعتباره دمج الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية من خلال صياغة جديدة أطلق عليها التنمية المستدامة التي تعرفها لجنة بروتلاند بأنها التنمية التي تأخذ بعين الاعتبار حاجات المجتمع الراهنة دون المساس بحقوق الأجيال القادمة في الوفاء بحاجاتهم.

كما سبق يتضح أن التنمية عملية ذاتية مستقلة في ماهيتها، مستدامة في أصل وجودها تحمل معاني الشمول لكافة أبعاد المجتمع. من خلال التعاريف السابقة، يمكن القول أن التنمية تأخذ أربعة أبعاد أساسية تتمثل في:

- **البعد الاقتصادي:** يقصد به تحقيق معدلات نمو اقتصادي من خلال تنويع وتطوير هيكل الإنتاج الوطني في ظل تقوية البنى الأساسية، وتعزيز الترابط الأممي والخلفي بين قطاعي الزراعة والصناعة، وبما يحسن القدرات التنافسية لدى التعامل مع الخارج، أما فيما يخص التمويل لمختلف القطاعات الاقتصادية فسيتم اللجوء إلى تعبئة الادخارات الوطنية وتشجيع الاستثمار الخاص المحلي، مع تقليص الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي (القروض والاستثمارات الأجنبية) المرتبطة في الغالب بشروط.

- **البعد البيئي:** ينطلق من فكرة أساسها أن الاستغلال والاستنزاف غير الرشيد للموارد الطبيعية سينجم عنه آثار ضارة على التنمية وعلى الاقتصاد ككل، لهذا فإنه ينبغي أن تتضمن السياسات التنموية احترام مقومات البيئة التي يعيش فيها الإنسان، وأن تعمل على تلبية الاحتياجات الضرورية للجيل الحالي من دون المساس بحق الأجيال القادمة.

- **البعد البشري:** تنظر التنمية إلى البشر على أنهم الثروة الحقيقية للمجتمع، وأن التنمية البشرية ماهي إلا عملية توسيع الخيارات، لذا فمضمون التنمية المستقلة ينصرف إلى تلبية الحاجات البشرية من تعليم وصحة ومحاربة الفقر و ضمان حق التعبير والمشاركة في اتخاذ القرار، في ضوء استراتيجية تنظر إلى الإنفاق على ما سبق ذكره هو تنمية للموارد لا استنزاف لها.

- **البعد الدولي:** هو بعد يرتبط بطبيعة النظام الاقتصادي العالمي، والعلاقات شمال جنوب، وجنوب جنوب من خلال العمل على دعم مختلف أشكال التعاون الاقتصادي الإقليمي.

### ثانيا: النظريات المفسرة للتنمية

تهتم معظم نظريات التنمية بفحص وشرح طبيعة عمليات التنمية والعناصر المسؤولة عنها واستجلاء وتحليل العوائق الرئيسية أمام التنمية بغية تيسير انتقال الدول النامية من حالة التخلف إلى حالة التقدم، وقد زخرت الترسانة الفكرية لاقتصاديات التنمية والتخلف بالكثير من النماذج والنظريات الشارحة لكيفية تحقيق التنمية والنمو، وذلك على النحو الآتي:



## 1- نظرية الدولة المتدخلة في التنمية:

لعبت الأفكار والأحداث التاريخية السائدة قبل وبعد الحرب العالمية الثانية دورا رياديا في التأسيس لرؤية التنمية الذي استوجب تدخل الدولة على نطاق واسع في مجالات اقتصادية متعددة، حيث اعتقدت نظريات التنمية التي ظهرت خلال الخمسينات أن الأصل في التنمية هو الكمية والخليط بين الادخار والاستثمار، مع توجيه حجم كاف من المساعدات الخارجية للدول النامية إلى الحد الذي يحقق تراكم رأس المال المادي، ويشجع إلى الانطلاق نحو العصر الصناعي على اعتبار أن التنمية هي سلسلة من مراحل النمو الاقتصادي.

ضمن هذا السياق سعت الدول النامية إلى توطيد علاقاتها مع المؤسسات المالية الدولية والدول المتقدمة للحصول على المزيد من المساعدات والقروض لمساعدتها على الانتقال إلى مرحلة النمو، طالما أن هذا الأخير يكمن في تعبئة رأس المال في ظل تعاظم دور الدولة في قطاع الصناعة باعتباره القطاع الحيوي من حيث آثاره الاقتصادية على المجتمع.

بالإضافة إلى ذلك، هناك العديد من الاقتصاديين الماركسيين الذين نادوا بضرورة تدخل الدولة في تحقيق التنمية الاقتصادية أمثال سمير أمين، دوبرنس، هذا الأخير الذي يعد من منظري ما يعرف بإستراتيجية الصناعات المصنعة التي طبقتها معظم الدول النامية.

لقد ركزت نظرية التنمية السائدة خلال عقد الخمسينات على دراسة العلاقات الفنية بين المتغيرات الاقتصادية المختلفة دون الأخذ بعين الاعتبار التغيرات الهيكلية للاقتصاد، وأشكال توزيع الدخل والخصوصيات التي تتمتع بها الدول النامية على الصعيد الداخلي والخارجي.

## 2- نظرية الدولة التابعة:

ظهرت هذه النظرية في إطار سعي اقتصادي العالم الثالث للبحث عن رؤية جديدة لتفسير ظاهرة التخلف والتبعية، و أسباب اتساع الفجوة بين الدول المتقدمة والمتخلفة، ويعتبر بول بارن، دوسانتوس وغيرهم من الأوائل الذين وضعوا أسس وفرضيات هذه النظرية، فكان نموذج التبعية الاستعمارية الجديدة، ونموذج المثل الكاذب، ونموذج التنمية الثنائية التي أحدثت ثورة في الفكر التنموي من خلال تحويل التركيز من نظرية المراحل الخطية للتنمية إلى نظرية التبعية، والتي ركزت على تحليل وتفسير العلاقات الدولية غير المتكافئة بسبب دور شركات متعددة الجنسيات في إفشال سياسة الإحلال محل الواردات، بالإضافة إلى دمج مشكلات البطالة وسوء توزيع الدخل، وإشباع الحاجات الأساسية كمقاييس للتنمية إلى جانب مقياس الدخل الوطني. فضلا عن تزايد الاهتمام بمشكلات الطاقة، التلوث، والفقر والسكان.

## 3- نظرية التنمية الليبرالية الجديدة

نتيجة لاتساع الفجوة ما بين الدول النامية والمتقدمة، وعجز النظريات السابقة للتنمية عن تقديم حلول فعالة لتحقيق التنمية خاصة في ظل الأزمة التي شهدتها الاقتصاد العالمي، وما رافقها من تزامن ظاهرة البطالة والتضخم، أين بات من الواضح عجز الفكر الكينزي القائم

على مبدأ تدخل الدول في زيادة الإنفاق العام عن إيجاد مخرج للأزمة، عندها اندفع الليبراليون الجدد بتقديم رؤيتهم حول الأزمة وتعزز نجاحهم باعتلاء ريغان وتآثر سدة الحكم، من هنا بدأت الرأسمالية تشهد تغيرات عميقة على الصعيدين الدولي والمحلي، تجسد في التحول المفرد نحو الليبرالية الجديدة والعداء للكينزية، والتحول في نمط التمويل الدولي خاصة بعد تفجر أزمة المديونية الخارجية مع بداية الثمانينات، حيث تزايدت الأهمية النسبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة لتحل محل القروض والمساعدات الإنمائية الموجهة للدول النامية، وتزايدت الدعوة لإقامة برامج الإصلاح الاقتصادي بقيادة الثنائية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي) على خلفية نتائج التنمية المخيبة للآمال في الدول النامية، وانهباء الاتحاد السوفيتي وفشل رؤيته للتنمية.

وهكذا طغى على التوجهات التنموية الاعتقاد بأن إطلاق الحريات ونظام السوق هو السبيل الوحيد لتحقيق التنمية الاقتصادية وانتشال الدول النامية من التخلف، حيث تمت صياغة سياسات وفاق واشنطن من طرف الاقتصادي الأمريكي جون وليامسن وبرعاية صندوق النقد والبنك الدوليين بوصفها نموذج تنموي جديد لمساعدة الدول المدينة التي تعاني من اختلالات هيكلية وأزمات اقتصادية في التحول نحو اقتصاد السوق في ظل تداعيات العولمة والاندماج في الاقتصاد العالمي.

وقد أثبتت التجارب أن السياسات التنموية في ظل الليبرالية الجديدة أدت إلى آثار اقتصادية واجتماعية وخيمة في الدول النامية، ولم تفلح حتى في تخطي مشكل المديونية الخارجية لهذه الدول، والسبب في ذلك يكمن في أن هذه السياسات قد صيغت في ضوء ظروف ومعطيات اقتصادية لم تكن تلائم أوضاع وبيئة الدول النامية.

### ثالثاً: مؤشرات التنمية

يمكن القول أن قياس مدى تقدم أي بلد ما وتحقيقه للتنمية يتم بالاعتماد على العديد من المؤشرات الاقتصادية، الاجتماعية، البيئية، المؤسساتية، التي تلعب دوراً ريادياً في اتخاذ القرارات الوطنية والدولية فيما يتعلق بالسياسات الاقتصادية والاجتماعية، ومن بين هذه المؤشرات نوجز مايلي:

#### 1- المؤشرات الاقتصادية:

تبرز هذه المؤشرات النشاط الاقتصادي ومعدل دخل الفرد والقوة الشرائية والهيكل الاقتصادي للدول والعلاقات الاقتصادية الخارجية، ويمكن الاسترشاد بها في تحديد مدى تبعية دولة ما، واندماج اقتصاده في الاقتصاد العالمي، ومن بين هذه المؤشرات نذكر:

- الأداء الاقتصادي: يتم قياسه بمعدل الدخل الوطني للفرد ونسبة الاستثمار في معدل الدخل الوطني.
- الملاءمة المالية: تقاس بقيمة الدين مقابل الناتج الوطني الإجمالي.
- نسبة تغطية الصادرات للواردات: تقيس مدى قدرة الصادرات على الوفاء باحتياجات الدولة من الواردات.

## 2- المؤشرات الإجتماعية:

تعكس هذه المؤشرات نوعية حياة الأفراد و أنماط المعيشة ومستوياتها، وهي وثيقة الصلة بالمؤشرات الاقتصادية، ومن بين هذه المؤشرات نجد:

- الفقر: يقاس بنسبة الأفراد الذين يعيشون تحت خط الفقر.

- التعليم والأمية: يقاس بنسبة الأطفال الذين وصلوا سنة الخامسة من التعليم الابتدائي، ونسبة الأفراد المتعلمين في المجتمع.

## 3- المؤشرات البيئية:

تعكس هذه المؤشرات مدى الحفاظ على الموارد الطبيعية والاستغلال الرشيد لها، ومن بينها:

- التغير المناخي: يتم قياسه من خلال تحديد انبعاث غاز ثاني أكسيد الكربون.

- الزراعة: تقاس بنسبة الأراضي المزروعة إلى المساحة الكلية.

## 4- المؤشرات المؤسسية:

تعكس هذه المؤشرات طبيعة ونوعية المؤسسات المتواجدة في هذه الدول، باعتبارها عنصرا حقيقيا للتنمية، ومن بين أهم هذه المؤشرات نجد:

- مؤشر التمثيل والمساءلة: يقيس هذا المؤشر مدى افتتاح المؤسسات السياسية، ومستوى حرية الصحافة، شفافية القوانين، وهو بذلك مؤشر هام يعكس حق المستفيدين من الخدمات التي تقدمها الحكومة أو القطاع الخاص في المساءلة ومحاسبة متخذي القرارات عن نتائج قراراتهم

## المبحث الثاني: الديون الخارجية و الدول النامية

استحكمت الديون الخارجية حلقاتها في عام 1982، وتحولت من مجرد قضية عامة إلى مأزق خطير، يهدد جوهر عملية التنمية في الدول النامية، ويشكل خطر على النظم النقدية والمالية القائمة.

### أولا: الإطار التاريخي للديون الخارجية:

عكس المديونية الخارجية للدول النامية تطور ونشأة رأسمالية احتكار التمويل التي زادت من درجة تبعية وارتباط الدول النامية بالدول الصناعية المتقدمة، وحتى تتمكن من الفهم الدقيق والجيد لمراحل تطور الديون الخارجية لا بد من قراءة مستفيضة لخريطة العالم الاقتصادية والسياسية كما تجلت في أعقاب الحرب العالمية الثانية، حيث شهدت هذه المرحلة تحولات عميقة في العلاقات التجارية والاقتصادية الدولية نحو التحكم المطلق لرأس المال العالمي في ظل ما سمي بمرحلة العولمة الليبرالية، وبداية تشكيل الأطراف الفاعلة

والمتمدخلة في مجال المديونية الخارجية، ويمكن التمييز بين مرحلتين متداخلتين لنشأة وتطور المديونية الخارجية في الدول النامية كأحد مظاهر التوسع الاقتصادي الرأسمالي، وذلك على النحو التالي:

### 1- مرحلة التوسع في الإقراض الدولي (من 1944 إلى بداية السبعينات):

شهدت هذه المرحلة البداية الحقيقية لتكوين نظام اقتصادي عالمي ارتكز على ثلاث مؤسسات هي صندوق النقد والبنك الدوليين، والاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية سابقا، وتأسيس العديد من بنوك التنمية الإقليمية، فضلا على حصول العديد من الدول على استقلالها السياسي واندفاعها نحو تحقيق تميته الاقتصادية عن طريق توطيد علاقاتها مع مؤسسات التنمية الدولية والبنوك التجارية، والاستفادة من مخطط مارشال الذي وضعته الوم أ بهدف تطوير التجارة الخارجية، و تيسير تدفق الدولار عبر العالم تفاديا لمشاكل ارتفاع السيولة، إذ عرفت البنوك الأوروبية تزايد الاحتياطات الدولارية خلال الستينات بفعل انخفاض أسعار الفائدة في الوم أ مقارنة بنظيراتها الأوروبية، الأمر الذي حفز هذه البنوك على استثمار أموالها في شكل قروض محفزة للدول النامية التي كانت تلهث وراء تحقيق التنمية.

كما عرفت هذه الفترة الارتفاع غير المسبق في أسعار النفط، وتحقيق الدول المصدرة له فوائض مالية كبيرة عجزت خطط التوسع في الاتفاق الاستثماري والاستهلاكي عن استيعابها، الأمر الذي جعل هذه الدول تفكر في توظيف هذه الأموال لدى البنوك التجارية الدولية، حيث تم ابتكار التسهيلات النفطية في محاولة لإعادة تدوير البتر ودولارات إلى الدول النامية التي تعرف عجز في موازين مدفوعات بسبب ارتفاع النفط المستورد و بأسعار فائدة بسيطة، كما تم ابتكار الإعانات المشروطة في ظل الانكماش الاقتصادي الذي عانت منه الدول الصناعية المتقدمة، والتي تقتضي صرف الأموال المقرضة إلى الدول النامية في شراء منتجات الدول الصناعية.

كل هذه العوامل شكلت الجزء المتعدد الأطراف للمديونية الخارجية للدول النامية بحيث تضاعفت من 08 مليار دولار سنة 1955 إلى 6000 مليار دولار سنة 1980.

### 2- مرحلة الرأسمالية:

مع بداية السبعينات أحدثت الرأسمالية أزمة تمثلت في انهيار النظام النقدي الدولي سنة 1971 والانتقال من سعر الصرف الثابت نحو سعر الصرف الموعوم، وما صاحبه من تغيرات شديدة في سعر العملات ودخول الدول المتقدمة في حرب اقتصادية وقندية في ظل تراجع الأهمية النسبية للدولار الأمريكي، ولقد كان لهذه الأزمة الدور الكبير في تفاقم أزمة الديون الخارجية في الدول النامية، والتي يمكن تلخيص أهم انعكاساتها فيما يلي:

- **زيادة العجز في ميزان المدفوعات:** لقد كان من نتائج الفوضى النقدية وتدهور قيمة الدولار إن ألفت بضلالها على تدهور قيمة صادرات الدول النامية بنفس نسبة التدهور في قيمة الدولار أمام ضعف الطلب الدولي على الصادرات من المواد الأولية، كما أدى ذلك إلى ارتفاع ملحوظ في قيمة الواردات نتيجة موجة التضخم التي شهدتها العالم، الأمر الذي أدى إلى تفاقم العجز في موازين المدفوعات للدول النامية، وتعطيل عملية التنمية واستنزاف مواردها المالية، وإضعاف قدراتها على دفع أعباء ديونها الخارجية.

- استنزاف الإحتياطات النقدية: تمثل الإحتياطات النقدية صمام أمان لمواجهة الحالات الاقتصادية الصعبة غير المرغوب فيها كاللجوء للاقتراض الأجنبي المعسر، أو تخفيض قيمة العملة، أو الضغط على الواردات. وعلى اعتبار أن الجزء الأكبر من هذه الإحتياطات تمثل في الدولار والذهب فإن الانخفاض الذي شهده كل من الدولار والذهب بداية من سنة 1971 أدى إلى تحقيق خسائر معتبرة في الإحتياطات النقدية للدول النامية، خاصة بعد نزع الصفة النقدية عن الذهب وجعله كسائر المعادن يتحدد بقيمة العرض والطلب في السوق العالمي.

- انخفاض حجم المساعدات الإنمائية: إن انفجار الأزمة النقدية العالمية 1929 كان له بالغ الأثر على تقليص حجم المعونات الإنمائية التي انخفضت من 01% إلى 07% من الناتج الوطني الإجمالي في الدول المتقدمة، ولم تتجاوز 0.3% في الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي للتنمية، ونتيجة لشح التمويل الدولي الميسر اضطرت الدول النامية إلى الاعتماد على وسائل التمويل الخارجي باهظة التكاليف من البنوك التجارية.

ومع نهاية السبعينات قررت الومأ الزيادة في معدلات الفائدة في محاولة منها لتخطي أزمة التضخم المالي، وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وإنعاش الاقتصاد الأمريكي. هذا الواقع انعكس سلبا على الدول النامية وجعلها مطالبة بسداد أضعاف ما كان عليها من ديون في ظل ما اصطلح عليه بكرة الثلج الشهيرة، الأمر الذي عجل بانفجار أزمة الديون الخارجية.

- انفجار أزمة الديون الخارجية: شهدت مرحلة الثمانينات البداية الفعلية لمأزق المديونية، فقد سجلت المستويات المرتفعة للديون خلال عقد السبعينات وتدهور الأوضاع المالية للدول النامية بحدوث الأزمة التي ظهرت بوادرها سنة 1981 ببولندا لتتفاقم سنة 1982 بإعلان المكسيك عن عدم قدرتها على السداد، واعتبارا من هذا التاريخ تغيرت نظرة الدول المتقدمة والبنوك التجارية والمؤسسات الدولية للتمويل والتنمية للدول النامية، من خلال اتباع عدة إجراءات لإدارة الأزمة، منها فرض سياسات انكماشية للائتمان الممنوح للبلدان النامية، واتباع برامج التعديل الهيكلي.

### ثانيا: التفسير النظري لأزمة الديون

لقد أثبتت الدراسات الاقتصادية أن السبب الرئيسي وراء انسياب التمويل الأجنبي في شكل قروض خارجية يكمن في الأزمة الهيكلية الداخلية للنظام الرأسمالي ومحاولاته الخروج منها، انطلاقا من أن الاتجاه العام لمعدل الربح في الأجل الطويل يميل نحو الإنخفاض، حيث تبدأ الدورة الاقتصادية بمرحلة قصيرة من الازدهار تليها بعد ذلك فترة طويلة نسبيًا من الأزمة تتخللها البطالة، تجميد الأجور، ضعف الاستثمار... إلخ، والسبب في ذلك يرجع إلى الاختلال بين قدرة النظام الرأسمالي على الإنتاج وتحقيق التراكم المالي من جهة، وبين عجزه على تصريف المنتجات واستهلاكها من جهة أخرى.

## ثالثا: آثار الديون الخارجية على الدول النامية

إن المتصفح للمسار التنموي للدول النامية يجد أن المشكلة الأساسية التي واجهتها هذه الدول في إطار سعيها التنموي هو اتساع الفجوة القائمة بين الإدخار المحلي ومعدل الإستثمار المطلوب، ولسد هذه الفجوة اتجهت إلى الاقتراض الخارجي بصفته البديل للمدخرات والفوائض المحلية، والعنصر الأساسي المتحكم في المسار التنموي، هذه الفلسفة التنموية كانت السبب الرئيسي في تصاعد الدين الخارجي للدول النامية وفي الأعباء المترتبة عليها، إذ تشير إحصائيات صندوق النقد الدولي إلى أن ديون الدول النامية قد عرفت ارتفاعا متواصلا بداية من سنة 1980 على مدار عشر سنوات، بحيث انتقلت من 450 مليار دولار إلى 1400 مليار دولار، وقد أدى التفاؤل بقدرة الدول النامية على خدمة ديونها إلى الاتجاه الموسع للاقتراض على أمل السداد من المشروعات التنموية الطموحة، لكن سوء التخطيط وتغير السياسات الاقتصادية أدى إلى إخفاق الكثير من المشاريع في تحقيق العوائد المطلوبة منها، كما أن حالات الركود الاقتصادي التي عانت منه الدول الرأسالية المتقدمة ساهمت في توجيه القروض المشروطة التي تستخدم في شراء منتجات هذه الدول، أما تلبية الاحتياجات التنموية للبلدان النامية تأتي في المقام الثاني.

كما أن تسابق جل الدول النامية نحو التسليح ساهم بشكل كبير في تضخم ديونها، حيث أكد الاتحاد الأمريكي لحقوق الإنسان والتنمية الاجتماعية أن العالم ينفق على شراء الأسلحة والتجهيزات العسكرية مبلغ 200 مليون دولار يوميا وأن ثلاثة أرباع هذه الأسلحة تقتنيها الدول النامية.

وقد ساهمت التطورات التي شهدها العالم بداية من الأزمة النقدية العالمية في تفاقم الديون الخارجية، والتي أكدت على تبعية اقتصاديات هذه الدول وارتباطها السلبي بالدولة المتقدمة.

تشكل الديون الخارجية عبءة شائكة في طريق التنمية بأبعادها الاقتصادية والاجتماعية... إلخ، وأداة لتكريس تبعية اقتصاديات الدول النامية بالدول المتقدمة، وربط نموها بمتطلبات نمو اقتصاديات هذه الأخيرة،

يمكن رصد أهم آثار الديون الخارجية من خلال حلقة الدين الخبيثة: وتوضح هذه الحلقة (الصادرات، الاستثمار، الديون) الأثر السلبي للديون على التنمية في الأجل الطويل، فالدولة المدينة التي ترغب بزيادة حصيلتها من النقد الأجنبي لدفع مستحققاتها والتزاماتها عليها أن تتوجه إلى صناعات التصدير لتحقيق فائضا تجاريا يساعدها على مواجهة العبء السنوي لخدمة الدين، ولكن هذه الصناعات الإضافية تحتاج إلى استثمار إضافي ينج بالضرورة مزيد من الديون، وهذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة عبء خدمة الديون، وزيادة النقل السلبي للموارد وتدهور المركز المالي للدولة.

هذه الحلقة المحكمة تبرز أهمية الربط بين النظام المالي والنقدي الدولي وعملية التنمية، فقد أظهر هذا النظام ارتباكاً في تلبية حاجة التنمية من الأموال دون أن يحدث له انهيار.

## قائمة المراجع:

## ➤ الكتب العربية:

- أحمد غنيم: الإعتماد المستندي والتحصيل المستندي، الدار الجامعية، القاهرة، 2012
- أحمد صالح عطية: مشاكل المراجعة في أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
- السيد محمد أحمد السريتي: التجارة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2009
- أمين بدر: الاعتمادات المستندية، مطبعة معهد الدراسات المصرفية، الإسكندرية، 2012
- أمين صيد: سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسين العصرية، بيروت، لبنان، 2013
- إيمان ناصف عطية، عمارة هشام محمد: مبادئ الاقتصاد الدولي، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008
- بسام الحجار: الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006
- بسام الحجار: نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2009
- بسام الحجاز: العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والتوزيع، بيروت، لبنان، 2003
- جمال جويدان الجمل: الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2002
- جمال يوسف عبد النبي: الاعتمادات المستندية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2001
- حسين محمد سمحان، إسماعيل يونس يامن: اقتصاديات النقود و المصارف، دارصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2011
- رفان تقي الحسيني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2002
- زينب حسين عوض: العلاقات الاقتصادية الدولية، دار القدح للطبع و النشر، الإسكندرية، مصر، 2003
- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي: أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003
- سعيد عبد العزيز عثمان: الاعتمادات المستندية، الدار الجامعية، كلية التجارة، الإسكندرية، 2003
- شقيري نوري موسى وآخرون: التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012
- طارق عبد العال حماد: إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007
- طارق عبد العال: المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر)، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2003
- طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سارة: النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2013
- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي: سعر الصرف وادارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011
- عبد المجيد قدي: مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003
- عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات النقود والبنوك الأساسية والمستحدثات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007
- علي الأمير ابراهيم: التزام فحص المستندات بالنسبة للإعتمادات المستندية، دار النهضة القاهرة، 2004
- فليح حسن خلف: العلاقات الاقتصادية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2009
- كامل بكري: الاقتصاد الدولي (التجارة والتمويل)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003
- ماهر كنج شكري، مروان عوض: المالية الدولية (العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)، معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، الأردن، 2004
- محمد دويدار، أسامة الفولي: مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، 2003

- محمد صالح الحناوي وآخرون: الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- محمد صالح الحناوي: تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2001
- محمد كمال الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004
- محمود يونس، عبد النعيم محمد: أساسيات علم الاقتصاد، الدار الجامعية، مصر، 2000
- محي الدين إسماعيل علم الدين: موسوعة أعمال البنوك من الناحيتين لقانونية والعملية، 2003
- مدحت صادق: أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 2001
- نوري محمد ناظم الشمري وآخرون: أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007.
- هشام فوزي دباس العبادي: الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للتوزيع والنشر، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2008
- الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001

### ➤ الكتب الأجنبية:

- George Hoguet and Solomon Tadesse, The role of SDR-denominated securities in official and private portfolios, BIS Papers No 58, pp.167. Available at:<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap58h.pdf>.
- Ghislaine L & Hubert M ; technique du commerce international ; edition gualino ; paris ; 2002
- Jackues J. Polak, Strengthening the Role of the IMF in the International Monetary System, (in) The International Monetary Fund in a Multipolar World: PULLING TOGETHER, Transaction Books, New Brunswick (USA) and Oxford (UK), 1989.
- Jean pierre jobard ; finance ; finance d entreprise ; marche ; diagnostic financiare ; edition dallor ; paris ; 2014
- John Williamson, Understanding Special Drawing Rights (SDRs), Peterson Institute for International Economic, Policy Brief, Number PB09-11, June 2009
- Margrate Garritsen de Vries, The International Monetary Fund, 1966-1971, The System Under Stress, Washington, D.C. 1996.
- Maurice Obstfeld, The SDR as an International Reserve Asset: What Future? University of California, Berkeley, and International Growth Centre, London School of Economics, March 27, 2011, pp1-4. Available at: [http://emlab.berkeley.edu/~obstfeld/SDR\\_Obstfeld.pdf](http://emlab.berkeley.edu/~obstfeld/SDR_Obstfeld.pdf)
- MONDHER BELLALAH et YVES SIMON ,Option, contras à terme et gestion de risque, 2eme edition , economica, Paris, 2003
- Phillippe Guarsault, Stephane Priami, Les opérations Bancaires à l'international, banque-éditeur, Paris, 1999.
- Xatier B & Didier M & Dahlia T ; le marche des change et la zone franche ; edicef ; France ; 2009



## فهرست المحتويات

مقدمة

أ

### الفصل الأول: النظام النقدي الدولي

1

1

2

2

4

4

5

7

8

8

10

12

12

12

13

15

17

17

17

18

19

21

21

23

24

29

29

29

29

30

31

مقدمة عن ماهية النظام النقدي

المبحث الأول: النظام النقدي الدولي في ظل قاعدة المعدن

أولاً: نظام المعدنيين

ثانياً: نظام المعدن الواحد

1- تعريف وأسس نظام المعدن الواحد

2- أشكال قاعدة الذهب

3- نظام قاعدة الذهب من حيث الإدارة

المبحث الثاني: النظام النقدي الدولي في ظل نظام بريتن وودز

أولاً: مخططات إصلاح وتنظيم السيولة الدولية

ثانياً: المؤسسات المالية الدولية

ثالثاً: اتفاقية سميثونيان

المبحث الثالث: نظام التعويم المدار ومعايير كفاءة النظام النقدي الدولي

أولاً: مفهوم وظروف نشأة نظام التعويم المدار لأسعار الصرف

ثانياً: تعديل إتفاقية صندوق النقد الدولي

ثالثاً: معايير الكفاءة لنظام النقد الدولي

### الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

المبحث الأول: مفاهيم أساسية

أولاً: مفهوم وأهمية ميزان المدفوعات

ثانياً: أقسام ميزان المدفوعات و العمليات الرئيسية فيه

ثالثاً: العمليات الرئيسية في ميزان المدفوعات وتحليلها

المبحث الثاني: الفائض والعجز في ميزان المدفوعات

أولاً: أسباب الاختلالات في ميزان المدفوعات

ثانياً: أنواع الإختلالات في ميزان المدفوعات

ثالثاً: آليات إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات

### الفصل الثالث: أسعار وسوق الصرف الأجنبي

المبحث الأول: سعر الصرف

أولاً: مفهوم سعر الصرف وأنظمتها

1 - مفهوم سعر الصرف

2- أنظمة سعر الصرف

ثانياً: العوامل المؤثرة على سعر الصرف

- 33 ثالثا: النظريات المفسرة لسعر الصرف
- 35 المبحث الثاني: سوق الصرف الأجنبي وعملياته
- 35 أولا: سوق الصرف الأجنبي
- 35 1- مفهوم سوق الصرف الأجنبي
- 36 2- وظائف سوق الصرف الأجنبي
- 36 3- المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي
- 37 ثانيا: عمليات سوق الصرف
- 40 الفصل الرابع: التعامل في أسواق العملات الأجنبية
- 40 المبحث الأول: أسعار العملات الأجنبية
- 40 أولا: تسمية أسعار العملات الأجنبية وخصائصها
- 40 1 - طرق تسمية أسعار العملات الأجنبية
- 40 2 - خصائص تسمية أسعار العملات الأجنبية
- 41 ثانيا: اتجاهات التعامل في أسواق العملات الأجنبية
- 41 1 - سعر الشراء وسعر البيع
- 41 2 - تاريخ الحق (التسليم) في أسواق العملات الأجنبية
- 41 ثالثا: الأسعار المتقاطعة وأهميتها
- 42 1 - تعريف الأسعار المتقاطعة
- 42 2 - خطوات تحديد سعر التقاطع
- 42 رابعا: السلسلة
- 43 1 - تعريف السلسلة
- 43 2 - مثال على السلسلة
- 43 المبحث الثاني: مخاطر وأوضاع المتعاملين في سوق العملات
- 45 أولا: مخاطر التعامل بالعملات الأجنبية
- 45 ثانيا: بيان أوضاع المتعاملين
- 46 ثالثا: تطبيقات حول حساب تكلفة تغطية الشراء والبيع الآجل
- 50 الفصل الخامس: تقنيات تسيير مخاطر سعر الصرف
- 50 المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف
- 50 أولا: ماهية خطر سعر الصرف
- 50 ثانيا: أهمية إدارة مخاطر سعر الصرف
- 51 المبحث الثاني: تقنيات تغطية مخاطر سعر الصرف
- 51 أولا: التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر سعر الصرف
- 54 ثانيا: التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف
- 59 الفصل السابع: الأسواق المشتقة
- 59 المبحث الأول: عقود الخيارات المالية
- 59 أولا: مفاهيم عامة حول عقود الخيار
- 61 ثانيا: استعمالات ومخاطر التعامل بعقود الخيار

- 61 ثالثا: أمثلة عن كيفية عمل عقود الخيار
- 65 المبحث الثاني: العقود المالية المستقبلية
- 65 أولا: ماهية العقود المستقبلية
- 65 1- نشأة وتطور أسواق العقود المستقبلية
- 66 2- تعريف العقود المالية المستقبلية وأنواعها
- 67 3- خصائص العقود المستقبلية
- 68 ثانيا: نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية
- 69 ثالثا: استخدامات العقود المستقبلية
- 73 المبحث الثالث: العقود الآجلة
- 73 أولا: تعريف العقود الآجلة
- 74 ثانيا: أنواع العقود الآجلة
- 74 ثالثا: خصائص العقود الآجلة
- 74 المبحث الثالث: عقود المبادأة
- 74 أولا: تعريف عقود المبادأة
- 75 ثانيا: أنواع عمليات التبديل
- 75 ثالثا: استخدامات عقود المبادأة
- 76 رابعا: أمثلة على عملية المبادأة
- 79 **الفصل الثامن: تقنيات التسوية في المبادلات الدولية**
- 79 المبحث الأول: الإعتماد المستندي كأداة لتمويل التجارة الدولية
- 79 أولا: مفهوم وأهمية الإعتماد المستندي
- 82 ثانيا: أنواع الإعتماد المستندي
- 86 ثالثا: الأطراف المكونة للإعتماد المستندي
- 87 رابعا: خطوات تنفيذ الإعتماد المستندي
- 88 خامسا: مخاطر الإعتماد المستندي
- 89 المبحث الثاني: التحصيل المستندي كأداة لتمويل التجارة الدولية
- 89 أولا: تعريف التحصيل المستندي
- 89 ثانيا: أطراف الإعتماد المستندي
- 90 ثالثا: مراحل عملية التحصيل المستندي
- 91 رابعا: الأشكال المختلفة للتحصيل المستندي
- 91 خامسا: مزايا وعيوب عمليات التحصيل المستندي
- 93 **الفصل التاسع: الشركات متعددة الجنسيات**
- 93 أولا: تعريف الشركات متعددة الجنسيات
- 94 ثانيا: مميزات الشركات متعددة الجنسيات
- 95 ثالثا: الآثار السلبية والإيجابية للشركات متعددة الجنسيات
- 95 رابعا: أسباب الاتجاه نحو الدولية

96	خامسا: تأثير الشركات المتعددة الجنسيات على الاقتصاد العالمي الجديد
102	الفصل العاشر: أزمة الديون الخارجية وعلاقتها باستراتيجية التنمية
102	المبحث الأول: الإطار التاريخي والنظري للتنمية
102	أولا: تطور مفهوم التنمية من النمو إلى التنمية المستدامة
103	ثانيا: النظريات المفسرة للتنمية
105	ثالثا: مؤشرات التنمية
107	المبحث الثاني: الديون الخارجية والدول النامية
107	أولا: الإطار التاريخي للديون الخارجية
107	ثانيا: التفسير النظري لأزمة الديون
109	ثالثا: آثار الديون الخارجية على الدول النامية
111	قائمة المراجع
115	الفهرس