
سلسلة محاضرات مقياس: التمويل الدولي

إعداد : د. خديجة خالدي

الفصل الدراسي الثاني: 2020-2021

موضوعات المقرر:

- الوحدة 1: مفهوم التمويل الدولي و عناصره.
- الوحدة 2: تطور التمويل الدولي والنظام النقدي الدولي.
- الوحدة 3: المؤسسات المالية الدولية.
- الوحدة 4: مفهوم السيولة الدولية وحقوق السحب الخاصة.
- الوحدة 5: ميزان المدفوعات و آليات تصحيح الاختلال فيه.
- الوحدة 6 : مصادر التمويل الدولي.
- الوحدة 7: التمويل الدولي الرسمي .
- الوحدة 8: التمويل الدولي الغير الرسمي (الخاص).
- الوحدة 9: تقنيات التمويل الدولي المتوسطة وطويلة الأجل
- الوحدة 10 : تقنيات التسوية في المبادلات الدولية.
- الوحدة 11: أنظمة أسعار الصرف.
- الوحدة 12: أسواق العملات الأجنبية أنواعها و عملياتها.
- الوحدة 13: المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف وتقنيات التغطية
- الوحدة 14 : المشتقات المالية في أسواق الصرف الأجنبي

الوحدة الأولى: مفهوم التمويل الدولي وعناصره

- ماهية التمويل الدولي.

- أهمية التمويل الدولي.

✓ أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقترضة (المتلقية).

✓ أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة.

✓ أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي.

- عناصر النظام المالي:

1- ماهية التمويل الدولي:

يعتبر موضوع التمويل الدولي من الموضوعات الجديرة بالاهتمام من قبل دول العالم في الوقت الحالي بسبب:

■ عولمة الأسواق الدولية والمعاملات الخارجية بين الدول،

■ نمو التجارة الخارجية والعلاقات الاقتصادية

■ بروز ظاهرة الشركات متعددة الجنسيات

■ تحزّر التجارة، وتحزّر تدفقات رؤوس الأموال بين الدول،

■ انفتاح الدول والتقدم الفني في مجال الاتصالات والمواصلات والفضائيات.

ويشير مفهوم التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون

المصطلح من كلمتين، حيث تشير كلمة التمويل إلى ندرة المعروض من رأس المال في دولة ما مقارنة بالمقدّر

المطلوب منه، ونتيجة ذلك هو حدوث والطلب من رأس المال، ويستدعي ذلك سد هذه الفجوة وهذا ينطبق على

الوحدة الاقتصادية أي على المستوى الجزئي (Micro) أو مجموع الوحدات الاقتصادية في دولة معينة

(Macro) أي على المستوى الكلي.

ولهذا فإن الكلمة الأولى تعني عمومية التحليل في مسألة انتقال رؤوس الأموال من حيث أماكن وفرتها

(أصحاب الفائض) إلى حيث أماكن ندرتها (أصحاب العجز)، ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء

الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تأمين أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلى غير ذلك من

مؤسسات الوساطة المالية، فضلا عن انتقال رؤوس الأموال عن هذا النحو التي تكون من أهدافها الأساسية

الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال.

أما الكلمة الثانية من مصطلح التمويل الدولي تشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه

دوليا، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم.

كما أن الطبيعة الدولية في التمويل تبين مدى اختلاف الدول في مجال الفائض والعجز في عنصر رأس

المال، والعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلى أخرى أو من سوق إلى أخرى هو

شكل العلاقة بين الادخار والاستثمار على مستوى الوطني، والجدير بالذكر أن ندرة رأس المال بالنسبة للطلب

عليه في دولة تؤدي إلى ارتفاع عائده في هذه الدولة، ومن ثم فإن رأس المال سيتدفق داخل هذه الدولة.

وليس المقصود بتحركات رؤوس الأموال انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل آلات ومعدات وأصول

مختلفة، فهذا يدخل في مجال التجارة الدولية للسلع، ولكن المقصود بهذه التحركات هو انتقال رؤوس الأموال في

شكل عمليات اقراض واقتراض بين الدول المختلفة، ويشير الأمر الأخير إلى تأثير هذه التحركات الرأسمالية في تغيير

الحقوق والالتزامات المترتبة عليها.

فإذا قام أحد المستثمرين أو إحدى المؤسسات أو إحدى الحكومات بطرح سندات للبيع في أسواق المال

بألمانيا، وقامت المؤسسات بنوك ومواطنون في ألمانيا بشراء هذه السندات فإن ذلك يعتبر انتقالا لرأس المال على

المستوى الدولي ويحدث بذلك حقوقاً لهؤلاء الذين اشتروا السندات والتزامات أجنبية لهؤلاء الذين قاموا بطرح هذه السندات للبيع، غير أن استخدام حصيلة بيع هذه السندات في دفع فاتورة الواردات من السلع الإستثمارية سيدخل ضمن التجارة الدولية في السلع والخدمات.

ولكن المستثمر الذي يقبل على شراء السندات المطروحة للبيع لن يقدم على شرائها إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر من العائد الذي يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية الأخرى داخل ألمانيا، وهذا يشير إلى أن الانتقال الدولي لرأس المال يتحرك وفقاً لمقدار العائد المحقق من هذا الوعاء الاستثماري (السندات) مقارنة بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء كان ذلك داخل الدولة أو خارجها.

غير أن التحليل السابق هو تبسيط شديد لتحرك رؤوس الأموال إذ نجد في بعض الأحيان أن صافي الانتقال أو التحرك لرأس المال يتجه نحو خارج الدولة رغم ما تعانيه من ندرة في رأس المال وهذا عائد إلى أزمات الدين الخارجي وعدم الاستقرار المالي من ناحية ضف إلى ذلك عمليات المضاربة على تغيرات أسعار الصرف واختلاف مستويات الفائدة من ناحية ثانية، وإلى عدم استقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية من ناحية ثالثة.

2- أهمية التمويل الدولي:

تختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال بين دول العالم باختلاف وجهات النظر بين الدول المقرضة لرأس المال والدولة المقرضة له من ناحية، وباختلاف نوعية رأس المال المتدفق من ناحية أخرى ويكون تحليل أهمية التمويل كما يلي :

2-1 أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقرضة (المتلقية) : تستهدف الدول المتلقية (*) لرأس المال في الغالب :

- تدعيم برامج وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
 - رفع مستوى معيشة السكان.
 - مواجهة العجز في موازين المدفوعات وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.
- كما يمكن للدول أن تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين، فإذا كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض أو المنح الخارجية يصبح أمراً لا مفر منه لأنه عندما تكون الواردات من الصادرات فإن ذلك يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي، ولا بد من سد هذه الفجوة بأحد الأسلوبين :
- الأول:** عن طريق السحب من الاحتياطات الخارجية المملوكة للدول.

(*) كلمة المتلقية ذات مفهوم واسع لكل التدفقات الرأسمالية سواء كانت قروض أو منح أو استثماراً مباشراً أو أي شكل من أشكال التدفق (بدلاً من كلمة المقرضة).

والثاني: هو الاقتراض الخارجي, وعادة ما يتم اللجوء إلى الأسلوب الثاني إذ كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بالمزيد من السحب منه.

كما قد تعلق الدولة أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات أجنبية مباشرة, وذلك لأن الاستثمارات المباشرة توفر تكنولوجيا متقدمة وخبرات إدارية رفيعة المستوى بالإضافة إلى تفاعل المشروعات الممولة من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع الأسواق الدولية, وهو ما يؤدي إلى زيادة الإنتاج من السلع القابلة للتصدير, كما تؤدي إلى توفير فرص توظيف وتحسين جودة الإنتاج.

2-2 أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة :

فمن وجهة نظر الجهات المانحة فإن هناك سيادة للأهداف والدوافع السياسية بالنسبة للتمويل المتدفق من المصادر الرسمية الثنائية ومتعددة الأطراف.

فيؤكد كل من جرينف و اينوس (Griffin & Enos) على دور العوامل السياسية في تحديد الدولة المتلقية من ناحية وفي تحديد حجم تدفقات الرأسماليين المتدفقة إليها من ناحية أخرى. وتحاول الدول التي تمنح قروضا رسمية لدولة أخرى أن تحقق أهدافا عديدة كتصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل والوساطة والتأمين والمقاولات وبيوت الخبرة المختلفة بها.

كما ان القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة (باستثناء حالات قليلة جدا يتم فيها فتح قروض نقدية ولأهداف خاصة).

كما أن الحصول على قرض معين من دولة أخرى لا يعني إعطاء الدولة المقترضة الحق في استخدامها بحرية كاملة والشراء من أي سوق من الأسواق الدولية وفقا لأجود أنواع السلع وأرخص الأسعار, ولكن الدولة المانحة تريد تحقيق أهداف عديدة منها :

- تحسين صورة الدولة المانحة أمام المجتمع الدولي وإظهارها كدولة تحارب الفقر في العالم.
- حماية مصالح بعض القطاعات الإنتاجية بالداخل كالقطاع الزراعي (الذي ينتج كميات كبيرة ويؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض أسعارها وإصابة المنتجين بإضرار جسيمة, ولهذا يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات).
- تحمل الدولة المانحة للقرض المشاريع الممولة بالقرض تكاليف النقل والتأمين لدى شركات تابعة للدولة المانحة بالإضافة إلى تكاليف الخبراء والمشرفين.

أما التمويل الدولي متعدد الأطراف: وهو رأس المال الذي يتدفق من المؤسسات الدولية والإقليمية فهو يخضع في تحركه للتيارات السياسية من جانب الدول المسيطرة على إدارة هذه المؤسسات الدولية.

2-3 أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي :

إن أهمية التمويل الدولي من منظور العلاقات الاقتصادية الدولية تكمن في تمويل حركة التجارة الدولية من السلع والخدمات وأي انخفاض في مستوى السيولة الدولية لتمويل حركة التجارة يؤدي إلى انكماش العلاقات الاقتصادية بين الدول, وإذا كان القطاع الخارجي في معظم الدول يعد بمثابة القطاع المحرك للنمو فإن انخفاض حجم هذا القطاع وانكماش نشاطه سيؤثر على معدلات النمو ويقلل حجم الإنتاج المخصص للتصدير والسلع المستوردة للاستثمار والاستهلاك.

والملاحظة الجديرة بالذكر هي أن الحجم الفعلي لتحركات رؤوس الأموال بين دول العالم فيما بين الأسواق المالية الدولية قد فاق عدة مرات التحرك الفعلي للسلع والخدمات على المستوى الدولي, ولم يعد هناك ارتباط بين التدفقات المالية والتدفقات العينية, وتعرف هذه الظاهرة على المستوى الدولي بظاهرة الاقتصاد الرمزي, وأن الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية (USA) هي وحدها المستفيدة من ظهور ونمو الاقتصاد الرمزي, ويعود ذلك إلى امتلاكها للأدوات القادرة على توجيه عمليات التحرك لهذه الأموال كاستخدام السياسة النقدية لجذب رؤوس الأموال وسياسة الصرف الأجنبي بهدف أحداث تخفيض في القيمة الحقيقية لديونها الخارجية المقومة بالدولار الأمريكي.

وقد استخدمت الولايات المتحدة الأمريكية هذه السياسات منذ أن أصيب ميزانها التجاري بعجز سنة 1972 وحتى الآن.

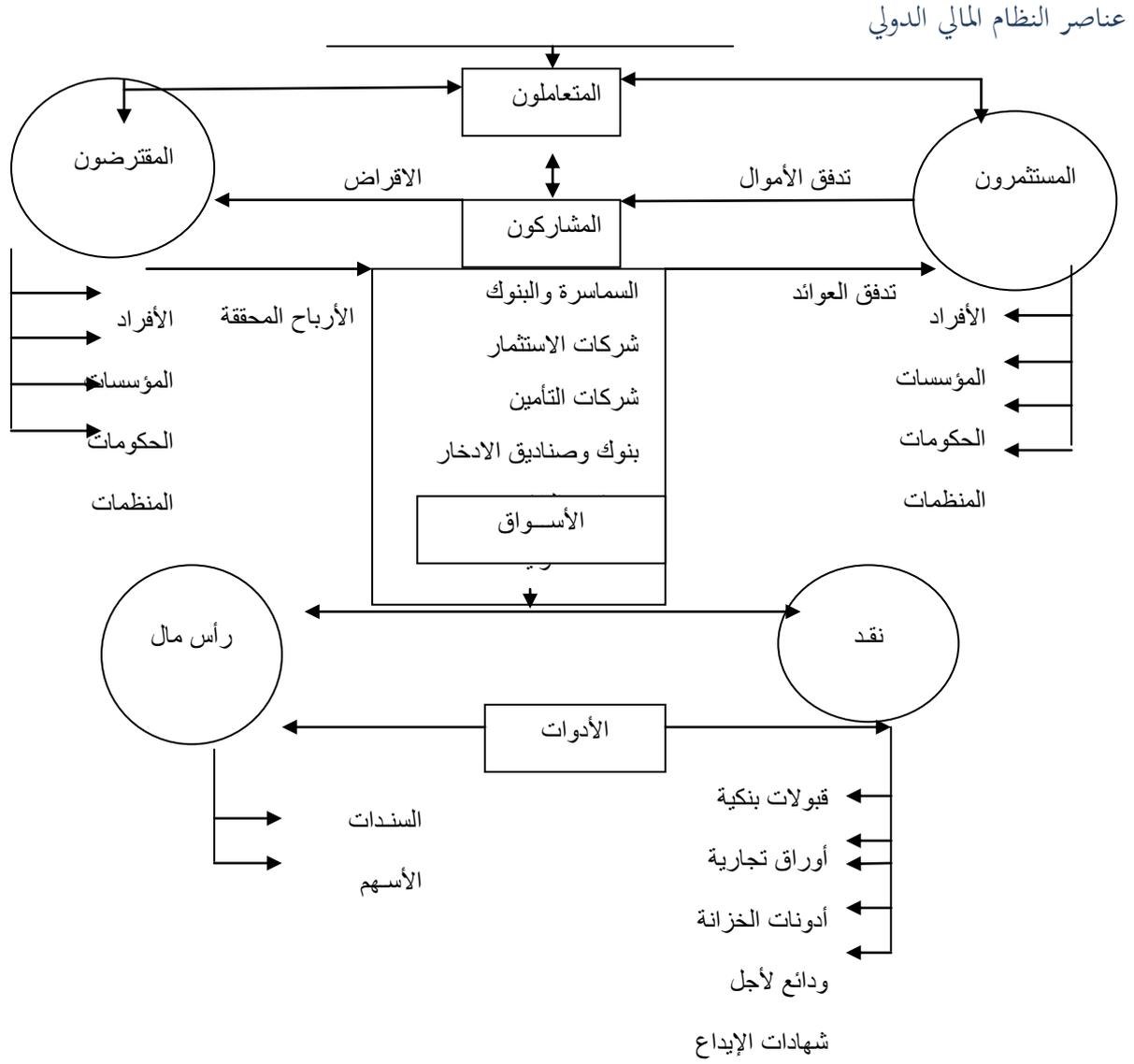
3- عناصر النظام المالي:

يمثل النظام المالي الدولي أحد الأركان الثلاثة للنظام الاقتصادي العالمي بالإضافة إلى النظام التجاري الدولي والنظام النقدي الدولي.

والنظام المالي الكفؤ هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلاً للنظام التجاري الدولي واستقراراً للنظام النقدي, والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في معظم بلدان العالم. كان النظام التجاري الدولي يعتمد الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية (GATT) ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD), والآن أصبح يعتمد على منظمة التجارة العالمية (WTO).

أما النظام النقدي الدولي: يعتمد على تلك الآليات التي يديرها صندوق النقد الدولي. والنظام المالي الدولي: يتكون من أسواق التمويل الدولية والبنك الدولي للإنشاء والتعمير, وهيئة التنمية الدولية, ومؤسسة (شركة) التمويل الدولية...إلخ.

شكل رقم (1) : عناصر النظام المالي الدولي



1. المصدر: عادل المهدي، التمويل الدولي، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر 1993.

يتضح من الشكل السابق أن العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام المالي الدولي تتكون من المتعاملين و الأسواق و الأدوات.

1- المتعاملون : هم الركيزة الأساسية للنظام المالي الدولي و يتكون المتعاملون في ظل النظام المالي الدولي من المستثمرين و المقترضين و المشاركين.

أ-المستثمرون: وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية

والإقليمية, والمستثمر هو ذلك الشخص (مهما كانت طبيعته القانونية) الذي يملك أرصدة فائضة من الأموال ويرغب في توظيفها, وهنا يجب أن يفرق بين التوظيف المالي والتوظيف الحقيقي للأموال. ويشير التوظيف المالي إلى الاستثمار في إحدى الأصول المالية كالأسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والتي تدر عائداً مالياً لصاحب هذا المال.

وعلى المستوى الجزئي (Micro) يعتبر توظيف حقيقي للأموال لهذه الأصول, أما على المستوى الكلي (Macro) فهذا لا يعتبر توظيفاً حقيقياً للأموال ولكنه عملية نقل للملكية من شخص إلى آخر. أما التوظيف (الإستثمار) الحقيقي للأموال : يقصد به شراء معدات أصول وآلات جديدة بهدف زيادة الطاقة الإنتاجية أو المحافظة على هذه الطاقة من خلال الاستثمار الاحلالي, أما إيداع الأموال في أحد الأوعية الادخارية (كالبنوك) لا يغير من الصفة الاستثمارية لهذا الشخص ويصبح في هذه الحالة بمثابة مدخر وليس مستثمر مالي.

ب- المقترضون: وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية الذين يحصلون على قروض من الأسواق المالية الدولية أو يقومون بطرح (بيع) سندات في هذه الأسواق, أو بالاقتراف المباشر من التجمعات المصرفية أو المنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة. والمقترض عادة ما يرغب في الحصول على الأموال من مصادر مختلفة بهدف توظيفها في استثمارات حقيقية بشراء معدات والآلات والقيام بعمل مؤسسات ومصانع ومشروعات جديدة, وفي هذه الحالة فإن المقترض يصبح بمثابة الشخص المستثمر.

وتأخذ الأموال في إطار النظام المالي الدولي اتجاهين:
الاتجاه الأول: هو تدفق هذه الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المقترضين الذين يستخدمون هذه الأموال في الاستثمارات (أصحاب العجز المالي).
الاتجاه الثاني : هو تدفق عوائد وأرباح هذه الأموال من المقترضين إلى المدخرين.

ج- المشاركون: والمشاركون بالنظام المالي الدولي هم في الواقع:
السماسرة والوسطاء الذين يتعاملون في الأسواق لحساب الغير أو لحسابهم مثل البنوك وشركات الاستثمار المالي وشركات التأمين وبنوك وصناديق الادخار ... إلخ بالإضافة إلى صناديق التقاعد والمنظمات الدولية والاقليمية المختلفة والحكومات والشركات دولية النشاط (متعددة الجنسيات) والأفراد من مختلف دول العالم... ويقوم هؤلاء بالتعامل في الأسواق المالية الدولية باستثمار الأموال الفائضة لديهم لتحقيق عوائد وأرباح على هذه الأموال, كما يقومون بالحصول على قروض من الأسواق المالية أو يقومون بطرح سندات دولية في هذه الأسواق.

2- الأسواق : تمثل الأسواق المالية المحلية والدولية الشبكة الأساسية التي تنتقل من خلالها رؤوس الأموال وتنقسم الأسواق المالية من وجهة نظر الآجال الزمنية والأدوات المستخدمة إلى أسواق نقد Money Market وأسواق رأس المال Capital Market.

وفي أسواق النقد: يتم التعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها بين يوم وأقل من سنة, وتتأثر أسواق النقد بالتغيرات التي تطرأ على أسعار صرف العملات المختلفة, كما تعكس الأدوات ديناً محدداً. أما أسواق رأس المال: فإن الأدوات المستعملة تعكس غالباً حقوق الملكية مثل الأسهم كما تعكس كذلك ديوناً طويلة الأجل مثل السندات, وتؤثر أسعار الفائدة بدرجة كبيرة في حركة الأموال في هذه الأسواق وبدرجة أقل تغيرات أسعار الصرف.

3- الأدوات : تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق.

ففي أسواق النقد تكون أدوات التعامل في معظمها قصيرة الأجل مثل:

- أذونات الخزينة.
 - القبولات المصرفية.
 - الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
 - شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.
- أما الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال وهي الأدوات طويلة الأجل مثل:
- الأسهم التي تصدرها الشركات الصناعية.
 - السندات الدولية التي تقوم بطرحها هذه الشركات وتلك التي تطرحها حكومات الدول المختلفة في أسواق المال الدولية.

الوحدة الثانية:

تطور التمويل الدولي والنظام النقدي الدولي

-تعريف النظام النقدي الدولي.

- مراحل تطور التمويل الدولي والنظام النقدي الدولي:

- نظام المعدنين

- نظام المعدن الواحد (قاعدة الذهب)

✓ تعريفه

✓ مراحلها:

• نظام المسكوكات الذهبية.

• قاعدة السبائك الذهبية .

• قاعدة الصرف بالذهب .

✓ أسباب انهيار قاعدة المعدن الواحد.

✓ مزايا وعيوب قاعدة الذهب.

-نظام النقد الدولي بعد الحرب العالمية الأولى وحتى نظام بريتن وودز

✓ نظام سعر الصرف المرن

✓ تحديد أسعار صرف العملات في ظل نظام الصرف المرن

✓ خواص سعر الصرف المرن

✓ نظرية تعادل القوى الشرائية

-مؤتمر بريتن وودز

✓ المشروعات المقدمان للمؤتمر

✓ خلاصة أبحاث المؤتمر

✓ الذهب وصندوق النقد الدولي

- نظام بريتن وودز

✓ فجوة الدولار والمساعدات الأمريكية

✓ قابلية التحويل بين العملات

✓ طوفان تخفيض العملات

✓ من تخفيض العملات حتى عام 1971

1- مفهوم النظام النقد الدولي:

سوف نتناول في كل مرحلة الخصائص الأساسية التي حكمت العلاقات الاقتصادية الدولية ونظام النقد الدولي الذي ساد في كل فترة بالإضافة إلى التغييرات التي طرأت على طبيعة ونوع واتجاه التحركات الدولية لرؤوس الأموال. قبل ذلك سوف نتطرق إلى مفهوم النظام النقد الدولي.

• إن النظام النقدي الدولي لعب دور حيويًا في تطور العلاقات الاقتصادية الدولية، وفي الأوضاع الاقتصادية التي تعيشها دول العالم في ظل العولمة، سواء كانت المتقدمة أو نامية.

• ويمكن تعريف النظام النقدي الدولي بأنه مجموعة من القواعد والإجراءات التي يمكن أن تتخذ فيما له صلة بالعلاقات النقدية الدولية، وبطريقة التي تسهل عملية التبادل التجاري بين دول العالم.

• إن النظام النقد الدولي كأي نظام يجب أن تتوفر فيه العناصر التالية

- وجود مؤسسات تنظيمية تتولى إدارة وتوجيه هذا النظام.

- وجود آلية يتم بموجبها تيسير عمل النظام، وهي الأعمال التي يمكن من خلالها تسهيل العمل التجاري.

• وجود وسائل يتم من خلالها عمل النظام بتسوية المبادلات الدولية كالذهب والعملات الأجنبية.

• توفير إجراءات يتم من خلالها تسير التدفقات النقدية وتسهيل المبادلات التجارية الدولية وتسويتها وتطويرها واستقرارها.

2- مراحل تطور النظام النقدي الدولي:

لقد عرف العالم عدد من الأنظمة النقدية المختلفة ويؤخذ اسم نظام النقدي أو القاعدة النقدية من سلع التي تثبت وحدة النقد بدلالته، فإذا تم تثبيت عملة الدولة بالنسبة إلى الذهب قيل أنها تتبع قاعدة الذهب وإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة في آن واحد أطلق على النظام النقدي اسم قاعدة معدنين.

2-1: نظام المعدنين:

هذا النظام عبارة عن قاعدة نقدية مزدوجة ترتبط بمقتضاها قيمة النقود بعلاقة ثابتة مع قيمة الذهب والفضة في نفس الوقت. ويتحقق هذا الارتباط بتوافر ثلاث شروط:

❖ أن يتم تحديد الوزن المعدني الذي تساويه وحدة النقد في كل من المعدنين على التوالي بما يترتب على ذلك من إنشاء علاقة ثابتة بين قيمة الذهب والفضة.

❖ أن تتمتع المسكوكات المصنوعة من كل من المعدنين بقوة إبراء غير محدودة.

❖ أن تكون هناك حرية للأفراد في تحويل سبائك أي من المعدنين إلى مسكوكات وبالعكس طبقاً للنسبة القانونية التي تقررت بين أوزان كل منهما.

وحجة المدافعين عن نظام المعدنين تتمثل في اعتبارين أساسيين:

- أن التغيرات التي يمكن أن تحدث في كمية أحد المعدنين كافية لأن تعوض أو توازن بالتغيرات المعاكسة في كمية المعدن الآخر. وهذا وحده كفيلا بتحقيق الاستقرار في العرض الكلي للنقود.
- أن هذا النظام يتفق مع العادات السائدة بين الأفراد في المعاملات باستخدام معدن واحد لا يمكنه الوفاء تماما بحاجة المعاملات.

ولكن هذه المميزات تصطدم بقانون جريشام. إذ يحدث غالبا أن يختفي أحد أشكال النقود (النقود الجيدة أو المقومة بأقل من قيمتها السوقية) لصالح الشكل الآخر (النقود الرديئة أو المقومة بأكثر من قيمتها السوقية). وقد صادفت الدول التي أقامت نظمها النقدية استنادا إلى قاعدة المعدنين صعوبات عديدة تسببت في إنهاء الجدل الذي ثار في أواخر القرن الماضي وأوائل القرن الحالي حول المقارنة بين فائدة كل من القاعدتين المعدنيتين وذلك لصالح قاعدة المعدن الواحد، وكان هذا المعدن هو الذهب وليس الفضة. أما أهم هذه الصعوبات فهي تلك المتعلقة بالعلاقة بين المعدل القانوني الذي حدده المشرع بين المعدنين من جهة والمعدل التجاري بين المعدنين الذي يتحدد في السوق من جهة أخرى. ويقصد بهذا المعدل الأخير العلاقة بين قيمة وزن معين من الذهب وقيمة هذا الوزن نفسه من الفضة كما تظهر في المعاملات التجارية المتعلقة بهذين المعدنين في السوق وكما يعبر عنها معدل تبادل المعدنين في السوق. ويترب على اختلاف معدلي التبادل ظهور ما يسمى بالنقود الجيدة والنقود الرديئة وتكون الوحدات النقدية المصنوعة من أحد المعدنين نقودا جيدة والوحدات النقدية نفسها مصنوعة من المعدن الآخر نقودا رديئة. ويترب على مثل هذا الوضع أن يكون من مصلحة المشتري أن يدفع نقودا رديئة وبهذا تختفي النقود الجيدة من التداول. و يرجع السبب في هذا إلى أن استبقاء النقود الجيدة لدى الشخص يمكنه من تحقيق فائدة ظاهرة تتمثل في استخدام تلك النقود كسلعة تجارية عادية دون استخدامها في المعاملات كوسيط للمبادلات. أيضا قد يحتفظ الشخص بالعملة الجيدة لاستخدامها في تسوية مدفوعاته الخارجية، ذلك أن العالم الخارجي لا يهتم سوى المعدل التجاري السائد في السوق العالمية للمعادن النفيسة دون المعدل القانوني المقرر في الدولة. وأخيرا قد يحتفظ الشخص بالنقود الجيدة لديه أي يكتنزها مفضلا الاحتفاظ بالقيم التي يملكها في شكلها هي وحدها.

و يمكن معالجة هذا النوع بأن يتدخل المشرع بتغيير المعدل القانوني بين المعدنين بحيث يتناسب مع المعدل التجاري. غير أن متابعة المشرع للتغيرات المتواصلة التي تحدث في الأسعار التجارية للمعادن النفيسة في السوق وتغيير المعدل القانوني وفقا لا باستمرار من شأنه زعزعة النظام النقدي و إدخال عنصر اضطراب دائم في الحياة الاقتصادية للمجتمع سواء داخل الدولة أو في مجال العلاقات الاقتصادية الدولية وهو ما لا ترغب فيه أي دولة.

2-2: نظام المعدن الواحد (قاعدة الذهب)

2 2 4 تعريفه

نظام المعدن الواحد عبارة عن قاعدة نقدية ترتبط بمقتضاها القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية لمعدن واحد يتخذه المجتمع مقياسا للقيم الاقتصادية فيه، ويعترف المشرع له بقوة إبراء غير محدودة للوفاء بالالتزامات.

ويعني اتباع قاعدة المعدن الواحد أن تقوم علاقة ثابتة بين قيمة وحدة النقد من المعدن أو أن تسن قانونا بفرض سعر ثابت للمعدن بوحدة النقد. ولكن يجب أن يكفل المشرع بالفعل ثبات ذلك السعر أو تحقيق التكافؤ بين هاتين القيمتين، سواء أكان ذلك باحتواء النقود المتداولة على ذلك الوزن المعين بالفعل أو بضمان الدولة صرف مختلف أنواع النقود بطريقة ما بالمعدن النقدي، وبالعكس طبقا للعلاقة القانونية الثابتة بينهما.

وبعد أن نافست الفضة الذهب كقاعدة للنقد السلعي قبل القرن التاسع عشر استقر الأمر لقاعدة الذهب خلال الفترة من عام 1870 حتى عام 1914 ليس فقط كنظام نقدي محلي بل مثل أساسا العلاقة النقدية العالمية.

ويمكن تعريف قاعدة الذهب بأنها التنظيم النقدي الذي يحدد فيه المشرع قيمة وحدة النقد عن طريق ربطها بوزن معين من الذهب. فتتحقق بذلك المساواة بين قيمة وحدة النقود وقيمة هذا الوزن المعين من الذهب، والذي يكون الذهب فيه هو النقود الرئيسية في النظام النقدي كله. وليس معنى الأخذ بقاعدة الذهب أن يكون التداول النقدي قاصرا على الذهب، إذ يوجد إلى جواره في التداول أنواع أخرى من النقود، معدنية وورقية وكتابية، ولكن تعتبر كل هذه الأنواع من النقود أنواعا تابعة أو مساعدة، وتتحدد العلاقة بين قيمتها وقيمة الذهب عن طريق ربطها بوحدة النقد وبيان ما تمثله بالنسبة لهذه الوحدة. ولقد عرف العالم ثلاث صور لقاعدة الذهب تعرف الأولى باسم قاعدة المسكوكات الذهبية والثانية باسم قاعدة السبائك الذهبية، والثالثة باسم قاعدة الصرف الذهبي. ويجمع بين هذه الصور عدة خصائص أساسية فتكون الدولة على قاعدة الذهب إذا توافرت الشروط الآتية:

1. إذا حددت الدولة قيمة عملتها الوطنية بوزن معين من للذهب بحيث يكون لهذه العملة سعر ثابت بالنسبة للذهب.

2. إذا قامت علاقة بين عرض النقود داخل كل دولة وبين الذهب الذي تحوزه.

3. إذا قامت حرية كاملة لحركات الذهب من حيث التصدير والاستيراد.

2 2 2 مراحل نظام قاعدة الذهب:

– نظام المسكوكات الذهبية (Gold Coin Standard)

يمثل هذا النظام الشكل الأول لقاعدة الذهب حيث تداولت في ظلها المسكوكات الذهبية إما بمفردها أو إلى جانبها أوراق نقد نائبة (Representative) أو تداولت إلى جانبها نقودا اختيارية ولكن في جميع الحالات كانت المسكوكات هي النقد الأساس أو الإنتهائي.

ولكي يتحقق تشغيل هذا النظام في صورته البحتة على المستوى المحلي يقتضي الأمر توافر شروط معينة:

1) تعيين نسبة ثابتة بين وحدة النقد المستخدمة "الجنيه مثلا" وكمية معينة من الذهب ذات وزن وعتار معينين. فعلى سبيل المثال – في ظل هذا النظام – كان وزن الذهب الصافي في الجنيه الإسترليني مساويا 7.4 غراما أو ما يقارب 0.13 من أوقية الذهب.

2) وجوب توافر حرية كاملة لسك الذهب بدون مقابل، أو بتكلفة طفيفة لكل من يطلب تحويل السبائك الذهبية إلى مسكوكات.

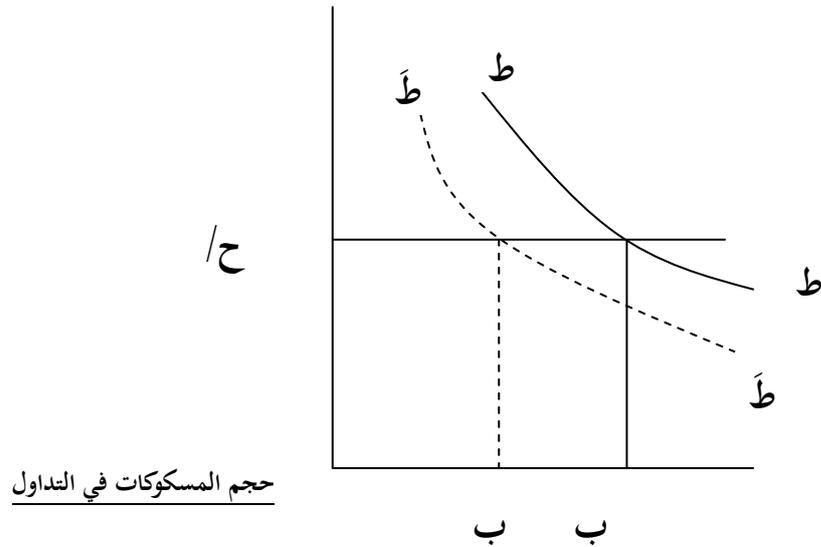
3) وجوب توافر حرية كاملة لصهر المسكوكات الذهبية " حرية الصهر".
4) وجوب توافر حرية كاملة لتحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية بالسعر القانوني الثابت للذهب.

5) وجوب توافر حرية كاملة لاستيراد وتصدير الذهب.
يمثل الشرط الأول حجر الأساس في بناء هذا النظام، فهو الذي يحدد للذهب النقدي -مسكوك- سعرا قانونيا والشروط الأخرى ضرورية لاستمرار تطبيق هذه القاعدة النقدية في عالم الواقع. ويتمثل هذا في استمرار تحقق التعادل بين سعر الوحدة من الذهب كما تحددها قوى السوق الحرة مع سعره القانوني، وفي تحقيق التعادل بين سعر الذهب محليا وسعره في الخارج .

و للتوضيح نأخذ أولا الشرطين الثاني والثالث معا ونبين أن توافرها ضروري لتحقيق التعادل بين السعر السوقي للذهب، أي سعره في شكل سبيكة مع سعره القانونين اي سعره في شكل مسكوكات. و نستخدم فكرة التوازن التقليدية عن طريق تقاطع الطلب والعرض في إثبات ذلك. فلنفترض أن الجنيه الذهب كان يزن "وحدة" من الذهب الصافي، أي أن السعر القانوني لوحدة الذهب - المسكوك- كان يساوي جنيها واحدا و نفترض أيضا أن السعر السوقي لوحدة من الذهب - الذهب السبائك- يساوي جنيها واحدا وكما يتضح من الرسم البياني فإن الطلب والعرض عند مركز التوازن يتعادل مع السعر القانوني للذهب :

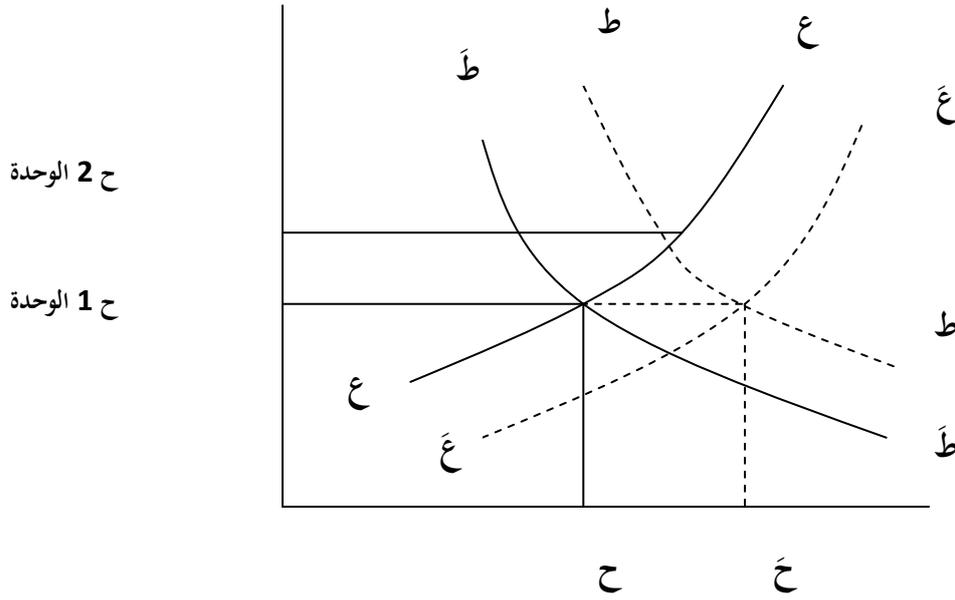
رسم بياني (1) السعر

القانوني للذهب



رسم بياني (2)

السعر السوقي للذهب



حجم الذهب السبائك

نفترض أن الطلب على الذهب قد زاد في سوق السبائك فانتقل منحنى الطلب ط إلى ط في الرسم البياني وارتفع سعر السوق للوحدة منه إلى 1.1 جم، أي أصبح أعلى من سعره القانوني و هذا شأنه أن يغري الجمهور على صهر ما يحتفظون به من مسكوكات وعرضها في السوق الحرة لبيعها في شكل سبائك للاستفادة من فرق السعرين، وتؤدي هذه العملية إلى انخفاض الطلب على المسكوكات معبرا عنه في الرسم البياني بانتقال منحنى الطلب على المسكوكات إلى أسفل ط إلى ط وزيادة عرض ذهب السبائك في السوق معبرا عنه بانتقال منحنى عرض السبائك إلى اليمين ع إلى ع وتستمر عملية الصهر هذه والتنقل من الذهب المسكوكات إلى الذهب السبائك إلى الحد الذي تؤدي زيادة عرض الذهب إلى تخفيض سعره في السوق حتى يتعادل مرة أخرى مع سعره القانوني. وبين المنطق إذا زاد عرض الذهب السبائك كنتيجة لزيادة إنتاج الذهب أو زيادة استيراده وانخفاض سعره السوقي، فمن المتوقع أن يزيد طلب الأفراد على تحويل سبائكهم إلى مسكوكات استفادة من ارتفاع السعر القانوني للذهب عن سعره السوقي، وتستمر هذه العملية حتى ينخفض عرض السبائك إلى الحد الذي يرتفع معه سعر الذهب في السوق و يتعادل مرة أخرى مع سعره القانوني.

ومن الواضح أن توافر حرية الصهر وحرية السك هو الذي يؤدي إلى إزالة انحراف سعر الذهب في السوق عن سعره القانوني وبالطبع كان هذا الانحراف يظل قائما إذا كانت هناك قيود أو موانع أما حرية الصك والصهر.

وبالنسبة للشرط الرابع نذكر باختصار أن الغرض من وجوب توافر الحرية الكاملة في تحويل العملات الأخرى المتداولة إلى النقود الذهبية بسعر ثابت هو تثبيت قيم هذه العملات بالنسبة لبعضها البعض وردها كلها إلى أساس واحد هو قاعدة الذهب وممارسة المسكوكات الذهبية دور النقد الأساسي القائل.

وأخيرا وبنفس منطق التحليل الذي استخدمناه في معالجة الشرطين الثاني والثالث أن وجوب توافر حرية استيراد وتصدير الذهب أمر ضروري لضمان تعادل سعره في الأسواق الخارجية مع سعره في السوق الداخلية بعد احتساب نفقات النقل و التأمين وخلافه.

- قاعدة السبائك الذهبية (1925-1931)

وتعني 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. ففي ظل نظام السبائك الذهبية توقف حرية السك إلا في صورة سبائك، ويحد أدنى من وزن معين، والذي روعي في تحديده أن يكون كبيرا نسبيا بما لا يسمح بتداولها في المعاملات الداخلية. وقد ظلت حرية تصدير واستيراد الذهب قائمة في ظل هذا النظام النقدي. وبذلك تقتصر وظائف هذه القاعدة على وظيفتين: ضمان وغطاء للإصدار الورقي، ووسيلة للمدفوعات الدولية. فبمقتضى هذه القاعدة يفرق بين التداول الداخلي والتداول الخارجي للنقود. ففي نطاق الاقتصاد الوطني تصدر وتستخدم نقود ورقية كل واحدة منها تعادل وزن معين من الذهب. ويغطي هذا الإصدار بقدر قيمته الكلية أو بنسبة معينة منه في شكل سبائك ذهبية. وتمتع النقود الورقية بصفتي القانونية والنهائية فتقبل إجباريا في المعاملات ولا يجوز تحويلها إلى ذهب. ويستثنى من ذلك المعاملات الضخمة، فيجوز للأفراد والمؤسسات التقدم إلى مؤسسة الإصدار طالبين تحويل النقود الورقية إلى ذهب، فتمنحهم مؤسسة الإصدار بقدر قيمتها وعلى أساس سعر التعادل الرسمي لسبائك ذهبية. وبهذا يقتصر تداول الذهب على المعاملات الضخمة والاستثنائية و في نطاق التداول الخارجي تستخدم السبائك الذهبية في تسوية المدفوعات الخارجية الناشئة عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات.

ولقد اتبعت الدول بعد انتهاء الحرب العالمية الأولى قاعدة الذهب في صورة السبائك الذهبية، فاتبعتها إنجلترا في عام 1925 عندما عادت إلى قاعدة الذهب بعد وقف العمل بها أثناء الحرب العالمية الأولى. كما اتبعتها فرنسا عند عودتها إلى قاعدة الذهب في يونيو 1927. وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية المستفيد الأول من النظام الجديد حيث أن جزا كبيرا من الاحتياطات الذهبية الأوروبية قد انتقل إليها لسداد قيمة المشتريات الأوروبية أثناء الحرب العالمية الأولى.

أما السبب في الأخذ بهذه القاعدة فمرجهه إلى التغيرات الكبيرة التي أوجدتها الحرب العالمية الأولى في تنظيم الحياة الاقتصادية والسياسية لدول العالم . فقاعدة السبائك الذهبية تهدف في الحقيقة إلى الاقتصاد والتوفير في استخدام الذهب كأداة نقدية لتسوية المعاملات الاقتصادية في داخل الدولة والاحتفاظ به لاستعماله في الأغراض الصناعية وفي تسوية المدفوعات الخارجية فحسب. وقد عكس اتباع هذه القاعدة تغيرا في النظرة إلى وظيفة الذهب كما عبر

عن الخشية من عدم كفاية الاحتياطي الموجود منه لدى الدول للوفاء في المستقبل لكل احتياجاتها منه فضلا عن أنه أدى إلى تركيز هذا الاحتياطي في يد السلطات النقدية في الدول أحكم سيطرتها على عرض الذهب ورقابتها على هذا العرض. وقد حقق هذا النظام مجموعة من المزايا للدول الصناعية الغنية التي أخذت به حيث أعاد الثقة إلى العملات الوطنية عن طريق افتراض ارتباطها بالذهب.

قاعدة الصرف بالذهب

بدأ تطبيق نظام الصرف بالذهب على مؤتمر جنوة سنة (1922) ويتم تسوية المدفوعات الدولية وفقا لهذه القاعدة بواسطة عملية أجنبية، ترتبط ارتباطا مباشر بالذهب وذلك يعني أن قيمة العملات ترتبط ارتباطا غير مباشر بالذهب عن طريق العملة القابلة للتحويل إلى الذهب مباشرة. وفقا لهذا النظام فإن السلطات النقدية تستطيع شراء أو بيع ودائع البنوك في الدولة التي يقوم اقتصادها كلية على قاعدة الذهب، أي أن تتمتع العملة المركزية بغطاء إصدار كامل من الذهب. وفي بداية هذا النظام، كانت إنجلترا هي الدولة التي يقوم اقتصادها على الذهب ولذلك كان الجنيه الإسترليني هو العملة المركزية المرتبطة بالذهب.

وبذلك أصبحت الدول المصدرة للبنكوت تحتفظ بغطاء يمثل نسبة من العملة المصدرة في صورة سبائك ذهبية أو في صورة العملة الأجنبية التي لها غطاء من الذهب.

ولم يكتب لهذا النظام أن يعيش طويلا فلقد هجرت ألمانيا هذا النظام في يوليو سنة 1931.

ومع ضعف الاعتماد على الفحم كمصدر للطاقة وزيادة الاعتماد على البترول. انخفضت أهمية الجنيه الإسترليني في مقابل الدولار. إلى أن أصبح الدولار يمثل العملة المركزية للذهب. وفي سبتمبر عام 1931 تم إيقاف تحويل الجنيه الإسترليني كلية إلى ذهب.

و تلا إنجلترا كل من البلاد الاسكندنافية والبرتغال وجنوب إفريقيا ثم تبعتها باقي دول العالم.

ولقد كان للحرب العالمية الأولى أكبر الأثر في احتلال الولايات المتحدة الأمريكية مركز القوة الاقتصادية العظمى الأولى في العالم إلى يومنا هذا.

فقبل الحرب العالمية الأولى كانت الولايات المتحدة الأمريكية دولة مدينة للعالم الخارجي. حيث تدفقت الملايين من الدولار إلى اقتصادها في صورة قروض واستثمارات مباشرة.

وجاءت الحرب العالمية الأولى، لتدمر العديد من القلاع الصناعية في أوروبا وآسيا، مما أعطى الفرصة للولايات المتحدة الأمريكية أن تنمي إنتاجها وتزيد من مواردها المالية والتكنولوجية.

وبذلك ارتفعت صادرات الولايات المتحدة الأمريكية إلى العديد من الدول الخاصة تلك التي سبق لها إمداد العون لها قبل الحرب العالمية الأولى، وهي بريطانيا وفرنسا.

وكانت محصّلة هذه الحرب هي احتكار الولايات المتحدة الأمريكية للعديد من الصناعات، وامتلاك أمريكا لأكبر رصيد من الذهب في العالم، فأصبحت دائنة للعديد من دول العالم بعد أن كانت مدينة لهم (أنظر الجدول أصول القروض وفوائدها الواجبة الدفع للولايات المتحدة الأمريكية من الدول المشتركة في الحرب العالمية الأولى).

ومع حلول عام (1934)، كانت جميع الحكومات متحلّلة من أي ارتباط بالذهب، باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية، صاحبة أكبر رصيد ذهب في العالم في ذلك الوقت، إذ أبقت على قابلية الدولار الأمريكي إلى التحول إلى ذهب، في المعاملات الدولية، وأصبح سعر الأوقية من الذهب معادلاً لـ35 دولار أمريكي.

قاعدة الصرف بالدولار وسعر الصرف الخاص:

شهد العالم فوضى نقدية علمية، خلال الحربين العالميتين الأولى والثانية والفترة التي تخللتهما، وانهارت نقود كثير من الدول.

ففي ألمانيا انهار النظام النقدي تماما، وأوقف التعامل بالمارك الألماني سنة (1923)، نتيجة إسراف البنك المركزي الألماني في إصدار كميات متزايدة من النقود الورقية، طوال فترة الحرب العالمية الأولى وما بعدها، وفي بريطانيا ارتفع الرقم القياسي لكمية النقد الورقي المتداول من مائة عام 1938 إلى مائتين وستين عام 1947.

وفي الصين ارتفع الرقم نفسه من (1000) سنة 1937 إلى (40788) سنة 1945.

وفي مصر ارتفع الرقم القياسي لكمية النقود الورقية المتداولة من مائة عام 1939 إلى أربع مائة وستة وعشرين عام 1945.

ولقد أثر التضخم تأثيرا سيئا على معظم دول العالم الثالث (انظر جدول الزيادة في كمية النقد الورقي المتداول والتضخم في المستوى العام للأسعار في الصين (من عام 1937 إلى 1947)).

وكانت الحرب العالمية الثانية، نقطة تحول أخرى لصالح الولايات المتحدة الأمريكية، وكانت عاملا رئيسيا منشطا لنشاطها الاقتصادي (انظر جدول أرباح الشركات الأمريكية خلال الحرب العالمية الثانية (1941-1945)).

في عام 1944 تم إنشاء صندوق النقد الدولي، بموجب اتفاقية بروتون وودز (Bretton Woods) كرد فعل للفوضى التي عمّت النظام النقدي الدولي وبمقتضى هذه الاتفاقية تم تحديد القواعد التي يتم على أساسها تحديد أسعار الصرف وعملات الدول المختلفة متمثلة في أسعار صرف ثابتة.

حيث تم تثبيت سعر الصرف للدولار عند سعر 35 دولار أمريكي لأوقية الذهب، وتقوم كل دولة بتسوية معاملاتها بالدولارات وهذه الأخيرة يمكن تحويلها إلى ذهب. وبذلك استمر اتساع مجال الدولار في التعاملات الدولية فكلما اهتزت ثقة أصحاب الأرصدة النقدية في العملة التي يحتفظون بها بحثوا عن الأمان المتمثل في تحويل أرصدهم إلى دولارات وبالتالي ازداد الطلب على الدولار وارتفعت قيمته في مواجهة عملات باقي الدول.

وظل الدولار يحتل المكانة الأولى في العالم، ويحتفظ بقوّته حتى بداية الستينات، فمع نهاية الخمسينات وبداية الستينات، تزايد معدل النمو في كل من اليابان وألمانيا الغربية بقوّة.

كانت نتيجة ذلك أن توجه الفائض في الميزان التجاري الأمريكي للتناقص التدريجي، ويعود ذلك إلى نمو الواردات بمعدلات تفوق معدلات الصادرات، فبينما زادت الصادرات الأمريكية خلال الفترة (1960-1970) بحوالي 9.8% فإن الواردات قد زادت بحوالي 14% وشهد أيضا معدل النمو السنوي للنتائج القومي الأمريكي انخفاضا من حوالي 7.9% خلال الفترة (1949-1959) إلى حوالي 4.6% خلال الفترة (1960-1970). وقد تمكنت الولايات المتحدة الأمريكية من مقابلة هذا العجز الذي شهده ميزان المدفوعات، خلال الخمسينيات والستينيات، عن طريق تحويل جزء كبير من الرصيد الذهبي الذي تحتفظ به، وزيادة مديونيتها للعالم الخارجي (انظر جدول احتياطي الذهبي للولايات المتحدة الأمريكية والأرصدة الدولارية بالخارج). ثم جاءت حرب الفيتنام فساهمت في زيادة التكاليف التي تكبدها الاقتصاد.

2 2 3 أسباب انهيار قاعدة المعدن الواحد:

- 1) عدم كفاية الإنتاج أو المعروض العالمي من الذهب.
- 2) سوء توزيع الاحتياطيات الذهبية.
- 3) فرض قيود على حركة التجارة الدولية أدى هذا إلى اختلاف الأسعار بين الدول المختلفة وبالتالي انهيار ركن أساسي في قاعدة الذهب.

2-2-4 مزايا وعيوب قاعدة الذهب:

المزايا:

تثبيت الأسعار: نظرا للثبات النسبي في عرض الذهب مع حرية تصدير واستيراد الذهب أدى ذلك إلى استقرار الأسعار وحرية تحويل الذهب كمنقذ إلى السلعة والعكس.

العيوب:

1. الثبات النسبي لعرض الذهب عالميا لا ينطبق على الدولة الواحدة التي قد نكتشف منجما للذهب في أراضيها بما يزيد من معروض الذهب والعرض النقدي و بالتالي الأسعار.
2. تثبيت سعر الصرف لم يحقق استقرار الأوضاع الاقتصادية.
3. تلقائية إدارة النقود، في ظل هذا النظام لا تستطيع الحكومة الإصدار النقدي بدون توافق مع المعروض النقدي من الذهب.

2-3 نظام النقد الدولي بعد الحرب العالمية الأولى وحتى نظام بريتن وودز

بعد انهيار نظام الذهب الدولي في الثلاثينات كان العالم يبحث عن وسيلة جديدة لتحقيق الإستقرار في أسعار الصرف من خلال إجراء التعديلات على صندوق موازنة المدفوعات الذي تم إنشائه من قبل الدول القيادية في نظام الذهب المنهار ولقد أستمروا الأخذ بإجراء هذه التعديلات حتى نشوب الحرب العالمية الثانية عام 1939.

وخلال سنوات الحرب لم تتوصل الأسرة الدولية إلى إتفاق جماعي لمنع التقلبات المستمرة في أسعار الصرف،

والحد من الممارسات التنافسية بين الدول في تخفيض أسعار صرفها التي أصبحت الطابع المميز لتلك الفترة مما حال دون التوصل إلى تحقيق نظام تجاره متعددة لاطراف وخلال سنوات الحرب انقسم العالم إلى عدة مجموعات مثل منطقة الإسترليني، ومنطقة الدولار

بعد إختيار نظام الذهب سارت معظم دول العالم على نظام سعر الصرف المرن.
2-3-1 نظام سعر الصرف المرن.

عند نشوب الحرب العالمية الأولى اضطرت الدول المتحاربة إلى التخلي عن نظام قاعدة الذهب وأصبح سعر الصرف يتحدد بحرية حتى قيل عن العملات أنها حرة في إيجاد السعر المناسب لها، وإذا لم تعد عملات هذه الدول مرتبطة بالذهب وأصبحت قيمة.

2-3-2 تحديد أسعار صرف العملات في ظل نظام سعر الصرف المرن.

إن عملة أي بلد تتعرض قيمتها إلى الإنخفاض مقابل عملات البلدان الأخرى إذا إزدادت إستيرادات ذلك البلد دون أن تصاحب هذه الزيادة في الإستيرادات زيادة مماثلة في صادراته. وقد يحصل العكس، فقد ترتفع قيمة عملة معينة مقابل العملات الأخرى إذا فاقت قيمة الصادرات قيمة الإستيرادات لذلك البلد

وخلاصة القول أن سوق التبادل الخارجي واسعة ووسائل الإتصال به سريعة إذ سرعان ما تؤدي المضاربات فيه إلى توحيد أسعار الصرف العالمية في مراكز التبادل الخارجي المتعددة
2-3-3 خواص سعر الصرف المرن.

من مزايا سعر الصرف المرن أن ميزان المدفوعات يصحح نفسه بنفسه. ففي ظل هذا النظام لا نحتاج إلى إستخدام الذهب لتسوية المديونيات الناجمة عن العجز الحاصل في موازين المدفوعات كما هو متبع سابقا في ظل نظام الذهب،

فعندما تفوق قيمة الإستيرادات قيمة الصادرات يصبح عرض عملة ذلك البلد أكبر من الطلب عليها في سوق التبادل الخارجي فتنخفض قيمة تلك العملة مقابل العملات الأخرى

كما أن إتباع نظام الصرف المرن يمكن البلد من إتباع السياسة النقدية الملائمة للظروف الإقتصادية التي يمر بها البلد في الداخل. ففي ظل هذا النظام لا يكون البلد ملزما بتسديد العجز عن طريق نزوح الذهب إلى الخارج. ولا يتوجب على الحكومة إتباع سياسة إنكماشية لتصحيح العجز في الميزان، بل يترك للحكومة الخيار في إتباع السياسة النقدية الملائمة للظروف الإقتصادية في الداخل في حين تؤدي التغيرات في أسعار صرف العملة في سوق التبادل الخارجي إلى تصحيح العجز في ميزان المدفوعات.

ومن الخصائص الأخرى لنظام سعر الصرف المرن هو أن أسعار صرف العملات في ظلته تتغير يوميا ويستمرار.

ومن مخاطر هذا النظام أن تلجأ الحكومات الضعيفة إلى إتباع أسلوب عجز الميزانية كطريق سهل للخروج

من مشاكلها المالية، بدلا من اللجوء إلى أسلوب رفع معدلات الضرائب التي قد يجلب عليها سخط الجمهور

2-3-4 نظرية تعادل القوى الشرائية

تقوم فكرة العلاقة بين قيمة العملة في الداخل وقيمتها في الخارج على أساس التحليل في نظرية تعادل القوى الشرائية للإقتصادي السويدي "جوستاف كاسل (1860-1945)" وإستنادا على هذه النظرية يعتمد سعر الصرف بين العملات الغير قابلة للتحويل على ذهب على القوى الشرائية لها في التبادل الداخلي.

ويقتصر شرح نظرية تعادل القوى الشرائية لأسعار الصرف على العملات الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب.

2-3-5 مؤتمر بريتن وودز

على أثر الإضطرابات التي سادت نظام النقد الدولي خلال فترة الحرب العالمية الثانية وقبله أجمعت الدول رأيها على تسليم أمرها إلى منظمة دولية تأخذ على عاتقها مهمة الإشراف على حق تغير أسعار صرف عملات الدول في العالم.

في أول يوليو سنة 1944 أنعقد في بريتن وودز بالولايات المتحدة الأمريكية مؤتمرا ضم الكثير من رجال الإقتصاد والسياسة لدراسة إمكانية الوصول إلى نظام نقدي جديد يمكن ان يسير عليه العالم بعد إنتهاء الحرب العالمية الثانية

ومن اجل توسيع حجم التجارة الدولية إقترح المؤتمر أن تتعاون الدول فيما بينها على رفع الحواجز، وعلى ذلك أوصى المؤتمر ان تتوقف الدول الأعضاء عن فرض القيود على حرية عمليات الصرف داخل اراضيها.

المشروعان المقدمان للمؤتمر

نتيجة الفوضى التي سادت نظام النقد الدولي قبل وخلال الحرب العالمية الثانية إندفعت الدول إلى البحث عن نظام نقدي جديد يحقق لها أهدافها المتمثلة في خلق تجارة دولية متعددة الأطراف.

وقبل إنعقاد مؤتمر بريتن وودز كان قد طرح أمام المؤتمرين مشروعين أحدهما تقدمت به المملكة المتحدة على لسان مبعوثها الإقتصادي اللورد كينز، في 07 إبريل 1943، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية قد

تقدمت بمشروع ثاني على لسان ممثلها الإقتصادي هاري هويت، في 05 أبريل 1943

يتضمن مشروع كينز إيجاد مؤسسة دولية تتمتع بسلطة إصدار عمله خاصة بها مع تمتعها بشيء من

السلطة تفرضها على الإقتصاديات الوطنية للدول الأعضاء في هذه المؤسسة

فقد إقترح كينز فرض عقوبات على الدول الأعضاء التي تتمتع بفوائض في موازين مدفوعاتها وكذلك على

الدول التي تعاني من عجز موازينها.

أما المشروع الأمريكي فقد إستهدف إيجاد مؤسسة دولية تعمل على الحيلولة دون تكرار المشاكل الأساسية التي واجهها نظام النقد الدولي خلال الثلاثينيات من هذا القرن والتي تمثلت في تخفيض قيمة العملة على صعيد تنافسي بين الدول، والقيود المفروضة على عمليات الصرف الخارجية وعلى التجارة الدولية، والتخلص من النقص في الإحتياجات الدولية.

خلاصة أبحاث المؤتمر

إنتهت إبحاث ومناقشات مؤتمر بريتن وودز وتمخض عن المؤتمر إيجاد صندوق النقد الدولي ومؤسسة مالية دولية ثانية هي البنك الدولي للإنشاء والتعمير وتضمنت إتفاقية بريتن وودز إتفاق الأعضاء على تبني أسعار صرف ثابتة والتخلص من مشكلة تخفيض قيم العملات على الصعيد التنافسي بين الدول. فقد إتفق الأعضاء على تثبيت قيم عملاتهم بمعيار الذهب وإلتزامهم بالمحافظة على تعادل سعر الصرف بين عملاتهم، إذ تم إعلان عن أسعار الصرف هذه وتم تسجيلها رسميا في سجلات صندوق النقد الدولي. وبلغ عدد الدول الأعضاء ثلاثون دولة عند بدأ العمل بترتيبات قيم العملات لتحديد سعر صرف التعادل في ديسمبر 1946

وهذي هي أول مرة في تاريخ التعاون الدولي يتم فيها وضع أسعار الصرف تحت سيطرة هيئة دولية. ونظرا لأن الكثير من الدول قد تضررت إقتصاديا بسبب الحرب فلم يعد بإمكانها إحترام هذا التثبيت في قيم عملاتها التي سعت إلى تحقيقه الإتفاقية، وعلى ذلك فقد حددت الإتفاقية فترة خمسة سنوات كفترة إنتقالية تصبح بعدها عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل إلى ذهب. وهذا فيما يتعلق بثبات أسعار الصرف وتحقيق تجارة دولية متعددة الأطراف حيث أزيلت القيود على التجارة والمدفوعات تدريجيا، وبلغ ذروتها بزوال جميع القيود على العملة من قبل الدول الأوربية الرئيسية عام 1958.

2-3-6 الذهب وصندوق النقد الدولي.

يعتقد البعض ان نظام صندوق النقد الدولي لا يبتعد كثيرا عن نظام الذهب، طالما يعتمد على الذهب معيارا في تقييم أسعار تعادل العملات للدول الأعضاء في الصندوق. فيقول الإقتصادي جون . ج . وليم وآخرون إلى القول أن نظام بريتن وودز قائم في الأساس على نظام الذهب، وان علاقة الأعضاء في تعاملهم مع إدارة الصندوق تشير إلى التشابه الموجود بين النظامين ففي نظام الصندوق يمكن تشبيه العضو الذي يعاني من عجز في ميزان مدفوعاته بذلك البلد الذي يخرج منه الذهب في ظل نظام الذهب، في حين أن العضو الذي يتمتع بفائض في ميزان مدفوعاته في ظل نظام الصندوق يشبه البلد الذي يدخل إليه الذهب في نظام الذهب. إلا أن كينز وآخرين لا يرون وجود شبه بين نظام صندوق النقد الدولي ونظام الذهب، رغم إعتقاد الصندوق على الذهب كوحدة قياس للتعبير عن أسعار تعادل عملات الدول الأعضاء.

يعتقد كينز ان نظام الصندوق لا يشبه نظام الذهب، طالما انه في نظام الصندوق لا يعتمد حجم الكتلة النقدية على مقدار الذهب المتوفر لدى الدولة العضو في الداخل، كما كان في نظام الذهب. والإختلاف المهم الآخر بين نظام الصندوق ونظام الذهب هو أن سعر الصرف ثابت في نظام الذهب، ولا يمكن تغييره حتى وأن ساءت الظروف الإقتصادية التي يمر بها البلد. إلا أنه نظام الصندوق يمكن تغيير سعر الصرف عندما تدعي الضرورة لإجراء مثل هذا التغيير، رغم أن مقدار هذا التغيير مرتبط بموافقة إدارة الصندوق.

الفصل الرابع: نظام بريتن وودز

استهدف نظام بريتون وودز مساعدة الدول الأعضاء التي تعاني من مشاكل وقتية في موازين مدفوعاتها، وتمكينها من الحصول على مقادير معينة من المساعدات المالية من صندوق النقد الدولي حتى لا تضطر تصدير الذهب تسديدا للعجز المؤقت في موازين مدفوعاتها، وتقتصر طبيعة هذه المساعدات بإجراءات وقائية من حيث الدفع و التسديد و كيفية استغلالها.

وقام نظام بريتون وودز على الدعائم الأساسية التالية:

- تثبيت سعر الدولار بالذهب و قابلية تحويله الى ذهب.

- تحديد أسعار صرف تعادلية رسمية لعملات إلى الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي على أساس الذهب و الدولار.

- المحافظة على أسعار الصرف المعلن عنها من قبل الصندوق مع السماح بتقلباتها حول سعر الصرف بحدود 1%.

- تحقيق تجارة متعددة الأطراف و تبنى قابلية التحويل بين العملات و رفع الرقابة على عمليات الصرف الخارجي.

و من الملاحظ ان نظام بريتون لم يكن ملائما لظروف فترة ثانية اعقبت الحرب العالمية الثانية و من الضروري تاجيل العمل بقابلية التحويل بين العملات و اعتبرت فترة 5 سنوات و في هذا الفصل نتكلم على فجوة الدولارات. قابلية تحويل العملات، تخفيض العملات، الظروف النقدية.

فجوة الدولار و المساعدات الأمريكية

خلال الحرب العالمية الثانية أصيبت كل دول أوروبا بشلل اقتصادي إلا الولايات المتحدة الأمريكية من دفع هذه الدول إلى طلب المساعدات المالية من الو.م. الأمريكية وهذا لتحسين أوضاعها الاقتصادية. ثم إلى طلب منتجات أمريكية، ثم الدولار الأمريكي هذا ما احدث فجوة دولارية كبيرة في ميزان المدفوعات الأمريكي.

و قد قوبل النقص في الدولارات جزئيا من خلال المساعدات الأمم المتحدة و من صندوق النقد الدولي . و هذا عن طريق المنح و القروض من قبل الولايات المتحدة الأمريكية إلى دول اربوفا الفرنسية و قد بلغ العجز 18 مليون دولار.

و قد تمكنت المملكة المتحدة من الحصول على قرض من الولايات المتحدة الأمريكية سميت ب : "قرض واشنطن عام 1945" و بلغت قيمة القرض 3750 مليون دولار بفائدة 2 % و يسدد قبل مرور 6 سنوات، و قد ضمنت هذه الاتفاقية شروط أخرى منها تحويل استرليني إلى دولار اعتبار من مارس 1947 و بدأت إنجلترا باستغلال القرض الأمريكي في عام 1946.

و في فترة ما بين 1946-1947 قامت إنجلترا إلى استنزاف كبير للقرض و هذا ما دفع إلى تقليل القيمة الحقيقية لقرض واشنطن و خاصة أن الولايات المتحدة الأمريكية هي الممول الرئيسي لاحتياجات المملكة المتحدة من الم.الأولية و غذائية.

ازدادت نسبة التضخم في إنجلترا خلال تلك الفترة فأدى الى ارتفاع الأسعار و ازدياد الطلب على منتجات المحلية و هذا ما أدى إلى صعوبة الوصول إلى تحقيق توازن في ميزان المدفوعات الانكليزية.

و في موعد المحدد مارس 1947 بوشر في تنفيذ شرط قابلية تحويل إسترليني إلى الدولار و قد وقف هذا الشرط لان قيام إنجلترا بدفع قيمة استزادها بالدولار عملا على استنزاف رصيدها من الذهب و الدولار و هذا الفشل انعكس على سياسة الولايات المتحدة و حتى 1947 تقدم المساعدات النقدية إلى هذه الدول إلا أنها اتبعت سياسة جديدة بعد ان شعرت ان مشكلة الدول الدول الاوروبية في ندرة الدولار و من هنا عملت على تقديم مساعدات مادية فأوجدت "مشروع مارشال " وبدا العمل به اعتبارا من 1948 حتى 1950 و قد قدمت مساعدة قدرها 4800 دولار مما ساعدها على الهدوء الاقتصادي السريع.

قابلية التحويل بين العملات

في 1950 قامت أربعة عشرة دولة أوروبية بتبني حرية التحويل بين عملاتها و 15 دولة بإدخال تعديلات على برامج رقابة الصرف لمواجهة الظروف الجديدة. و الواقع إن إعلان التنفيذ كان مجرد اعتراف اذ انه قبل الإعلان كانت أسعار التحويل بين عملات بعض الدول الاوروبية في السوق تختلف قليلا عن سعر التعادل الرسمي . و معا ذلك فاعلان التنفيذ يعتبر مهما طالما ان عدم قابلية التحويل هذه تعني وضع نهاية إلى اتحاد المدفوعات الاوروبي . وعلى هذا الأساس وجدت اتفاقية النقد الاوروبي .

و مند الأخذ بتنفيذ قابلية التحويل بين معظم العملات الرئيسية في نهاية عام 1958 عمليات التحويل الخارجي توسعا كبيرا بين البنوك في اربوفا و في الأماكن الأخرى.

فقد تقبلت البنوك الاوروبية الودائع و قامت بمنح القروض على مستويات واسعة و مع تطور هذه العمليات المصرفية عبر الزمن تطورت سوق بين البنوك تتعامل بودائع الدولارات و العملات الأجنبية الأخرى.

إن توفر رؤوس الأموال الدولارية لدى الدول الأوروبية نتيجة العجز في موازين مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر عاملاً أساسياً في تطور سوق الدولار الأوروبي. ثم تطورت سوق الدولارية من المؤسسات الأمريكية أو فرعها في الخارج فزادت السيولة الدولارية عند الأجانب و تشير الإحصائيات أن قيمة القرض بالعملة الأجنبية من خلال قنوات البنوك الأوروبية بلغت ما يعادل 60 مليون دولار منها 47 مليون دولار.

طوفان تخفيض العملات

لقد قام نظام بريتون وودز على احتياطي الدولار الأمريكي و الباوند الإسترليني حيث كلهما كان قابلاً لتحويل و ان العجز الكبير في ميزان المدفوعات الانكليزي 1946-1947-1948 سببه ان الاسترليني كان مقيماً بأعلى من قيمته بالنسبة الى الدولار أي ان قيمته الخارجية أكبر من قيمته في الداخل و قد اعتقد الكثيرون ان تحديد سعر صرف الباوند عند مستوى 4.03 دولار عام 1945 كان قرار غير مدروس و بالفعل ففي ايلول 1949 تم تخفيض قيمة الاسترليني و اصبح السعر الجديد 2.807 دولار و قد ترتب هذا التخفيض في قيمة العملة الإنجليزية.

ازدادت صادرات انكلترا الى ولايات المتحدة الأمريكية حتى تحول العجز 10 مليون باوندا استرليني في ميزان المدفوعات الإنجليزية في النصف الاول من عام 1949 الى فائض قدره مليون باوندا في اقل من أربعة اشهر.

و لقد تعرض الباوند الى ازمات عام 1967 و قد بدأت بسبب العجز الكبير الذي اطاح بميزان المدفوعات الإنجليزية عام 1964 و بلغ مقدرة 751 مليون باوندا استرليني. ورغم الجهود المبذولة من طرف الحكومة البريطانية و المساعدات التي عليها من صندوق النقد الدولي كان لا بد تخفيض قيمة الاسترليني و للمرة الثانية و في غضون 18 عام. و في 1967 تم اعلان عن سعر تعادل جديد و اصبح الاسترليني يساوي 2.40 دولار.

2-3-7 من تخفيض العملات إلى عام 1971

بعد حملة تخفيض العملات ساد اعتقاد ان الدولار اصبح مقيماً بأعلى من قيمته و على ذلك قام المضاربون ببيع الدولارات و شراء الذهب على أمل ان سعر الذهب سيزداد عند تخفيض قيمة الدولار و عام 1968 اتخذ قرار بسحب المساعدات الرسمية عن سوق الذهب و هذا نظراً لعرض و طلب السوق على الذهب ، فقد بلغ مستوى سعر 200 دولار للأونصة عام 1974 إلى مستوى 615 دولار عام 1981.

و خلال عامي 1968-1969 حصل تحسين مؤقت في ميزان المدفوعات الأمريكي و كادت الأزمة النقدية في أمريكا ان تنتهي لولا الحرب الفيتنامية و إصابة ميزان المدفوعات الأمريكي بعد عجز عام 1970 و بعد الإعلان عنه و البالغ 5800 مليون دولار في الربع الثاني من عام 1971. و استمرت المضاربات ضد مصلحة الدولار الأمريكي ، و ارتفاع معدلات البطالة و التضخم في أمريكا قرر الرئيس

الأمريكي نيكرسن إعلان سياسة اقتصادية جديدة في 1971 و بموجب هذه السياسة الجديدة فرض رسوم إضافية بمقدار 10% على الاسترادات الأمريكية من اجل إجبار اليابان على إعادة تقييم الين الياباني. وعلى اثر إعلان السياسة الاقتصادية الجديدة حصلت موجة جديدة من المضاربات ضد مصلحة الدولار الأمريكي و تم إغلاق سوق التحويل عام 1971. وعند افتتاح السوق كانت قد عومت عملات كل من إنجلترا ، ألمانيا الغربية ، هولندا ، ايطاليا،الدنمارك ، السويد أما اليابان فقد حاولت الحفاظ على نفس سعر الصرف ثم عممته سنة 1971 و بعد مرور أشهر قليلة على ممارسة سياسة تقويم العملات بداء التخوف من عدم استقرار الصرف قد يؤدي إلى تخفيض حجم التجارة الدولية. و على ذلك اجتمع وزراء مالية الدول العشرة في معهد سمثونيات بواشنطن لمنافسة موضوع استقرار أسعار الصرف و هذا لازالة الرسوم الجمركية الاضافية على الاسترادات من اليابان. كما وافقت على رفع السعر الرسمي للذهب من 35 دولار إلى 38 دولار للآونة و قد ترتب على ارتفاع السعر الرسمي للذهب إن انخفضت قيمة الدولار بمقدار 8.5 بالمائة مقابل العملات الرئيسية الاخرى فقد تم إعادة تقييم المارك الألماني بمقدار 13.5 بالمائة و الين الياباني بمقدار 16.9 بالمائة و نصت اتفاقية كمثنيات أيضا على السماح بتقلبات أسعار الصرف بحدود 2.5 بالمائة و ارتفاعا عن سعر صرف التعادل و لكن هذه اتفاقية لم تحقق نجاح طويل ، اذ لم تكن بوسعا تحقيق أسعار ثابتة فترة طويلة فقد كان الباوند مقيما باعلى من قيمته و كان الين مقيما بأقل من قيمته ، و في عام 1973 اقترحت الولايات المتحدة رفع السعر الأمريكي فقامت بتقويم عملاتها في 1973/03/19 كل من بلجيكا،ألمانيا الغربية. كذلك عومت عملاتها كل من ايرلندا ، ايطاليا، و انكلترا في 1972/06/23.

و خلاصة القول أصبحت سياسة تقويم العملات هي الأساس بدلا من أن تعتبر شذوذ العلاقة النقدية الدولية. ففي عام 1976 أصبحت أسعار الصرف المعومة الصفة الدائمة التي تميز نظام النقد الدولي.

الوحدة الثالثة:
المؤسسات المالية الدولية

-البنك العالمي.
- صندوق النقد الدولي.

البنك العالمي

1 - عموميات حول البنك

1-1 : نشأة البنك الدولي و أهدافه

1-1-1 : نشأة البنك

2-1-1 : أهدافه

2-1 : شروط العضوية و عوارضها

1-2-1 : شروط العضوية

2-2-1 : عوارضها

3-1 : الهيكل التنظيمي و الإداري

1-3-1 : مجلس المحافظين

2-3-1 : مديرون تنفيذيون

2- التنظيم المالي للبنك

1-2 : الموارد المالية

1-1-2 : اكتتاب الدول الأعضاء

2-1-2 : إصدار سندات المديونية

3-1-2 : التمويل المشترك

2-2 : الكيانات المكملة للبنك

1-2-2 : مؤسسة التمويل الدولية

2-2-2 : المؤسسة الدولية للتنمية

3-2-2 : الوكالة المتعددة الأطراف لضمان الاستثمار

4-2-2 : المركز الدولي لتسوية المنازعات للاستثمار

3-2 : نشاط البنك

1-3-2 : النشاط الاستثماري

2-3-2 : النشاط الغير الاستثماري

1- عموميات حول البنك:

1-1 : نشأة البنك و أهدافه

1-1-1: نشأة البنك

نشأ البنك الدولي في وقت متزامن مع نشأة صندوق النقد الدولي لكي يستكمل مهام الصندوق التي انحصرت أساسا في القضايا ذات الأجل القصير - التغلب على مشكلات عجز موازين المدفوعات و تنظيم أحوال سعر الصرف و السيولة الدولية- أما مهام البنك فتتعلق بالآجال الطويلة و التي تتمثل في - تقديم القروض الطويلة الأجل لتشجيع حركة الاستثمارات الدولية للدول الأعضاء , و التي تساعد في عمليات التعمير و البناء لاقتصادياتها و التي دمرتها الحرب و تشجيع الإمكانات و الموارد الإنتاجية في الدول النامية - .

هنا أيضا يجب الإشارة إلى أن العبارة (البنك الدولي) تعني فقط البنك الدولي للإنشاء و التعمير و المؤسسة الدولية للتنمية (أم العبارة (مجموعة البنك الدولي) : فنعني بها الخمس مؤسسات التي ترتبط إحداها بالأخرى بصورة وثيقة و تتعاون معا من أجل تحقيق هدف واحد المتعلق بتخفيض عدد الفقراء في العالم و هي : *البنك الدولي للإنشاء و التعمير * المؤسسة الدولية للتنمية * مؤسسة التمويل الدولية * الوكالة الدولية لضمان الاستثمار و المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار

1-1-2 : أهداف البنك

حددت الاتفاقية المنشأة أهداف البنك على النحو التالي :

- 1 - تقديم المساعدة للدول الأعضاء للتعمير و التنمية , وذلك من خلال التسهيلات لاستثمار رؤوس الأموال للأغراض الإنتاجية و تشجيع و تنمية التسهيلات الإنتاجية و الموارد في الدول النامية قيد صيغ هذا الهدف في وقت كانت فيه الكثير من دول العالم تعاني من تدهور أوضاعها الاقتصادية بسبب ما شاهده من حروب .
- 2 - تشجيع الاستثمارات الأجنبية الخاصة عن طريق الضمان أو المساهمة في القروض أو الاستثمارات الأخرى التي يجريها القطاع الخاص , و تكملة الاستثمارات الخاصة و ذلك بتقديم التمويل بشروط معقولة للأغراض الإنتاجية , متى كانت الدول تعاني من عدم توافر رؤوس الأموال الخاصة .
- 3 - تشجيع الاستثمارات الدولية لتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء, بهدف الوصول إلى مرحلة النمو المتوازنة للتجارة الدولية في الأجل الطويل و المحافظة على توازن ميزان المدفوعات , و هو أمر يمكن من رفع مستويات المعيشة و الرفاهية لكثير من الدول الأعضاء.
- 4 - تقديم القروض للدول الأعضاء مع ضرورة التنسيق بين يقمه من قروض أو يضمنها مع القروض التي تأتي من مصادر أخرى , و يكون ذلك عن طريق تقديم المشروعات وفقا لأهميتها للدول بصرف النظر عن هذه المشروعات , و تتم المفاضلة بين الدول المختلفة في حدود مدى حاجتها للقروض.

5 - يعمل البنك الدولي على تفعيل الاستثمارات الدولية وفقا للشروط التجارية في أقاليم الدول الأعضاء , و تقديم المساعدة للتحويل من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلام , و العمل على ربط دول العالم الثالث باقتصاد السوق .

و توضح لنا هذه الأهداف أن البنك الدولي هو الوكالة الدولية الرئيسية للتمويل من أجل التنمية , و هذا يعكس الطبيعة المزدوجة لأهداف البنك , فالهدف الأول (التعمير) هو إصلاح و تجديد وسائل و أدوات الإنتاج التي دمرتها الحرب , أما الهدف الثاني (التنمية) هو تنمية الموارد الاقتصادية و رفع مستوى المعيشة للدول الأعضاء النامية , و يظهر مدى الارتباط بين الهدفين , من حيث تقديم المساعدات اللازمة للدول الأعضاء من أجل تمكينها من التغلب على عثرتها الاقتصادية .

و منذ نشأة البنك الدولي و حتى الآن , نجد استحواذ الدول الرأسمالية الصناعية بالسيطرة على إدارته و تحديد سياسته و تخصيص موارده , و ذلك من خلال ما استحوذت عليه من أغلبية في رأس المال و بالتالي الشطر الأعظم من القوة التصويتية في البنك و قد انعكس ذلك على قرارات البنك في مجال الإقراض حيث انه بدأ نشاطه بتوجيه اهتمامه نحو إعادة تعمير دول أوروبا التي كانت تعاني من آثار الحروب , و بعد تحقيق هذا الهدف اتجه البنك إلى تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية للدول الأعضاء و التي تصنف من دول العالم الثالث .

1-2 : شروط العضوية و عوارضها

1-2-1 : شروط العضوية

***الشروط الموضوعية :

يشترط لقبول دولة ما عضوا في البنك الدولي توافر شرطين :

*الأول : أن تكون الدولة طالبة العضوية كاملة السيادة و تتمتع باستقلال تام , و معنى ذلك لا تقبل عضوية الدول ناقصة السيادة (المستعمرة أو التي تحت الانتداب) أو المنضمت , الجمعيات و الوكالات الإقليمية أو الأشخاص العاديين , و نشير هنا الى أن عضوية الدولة في البنك لا يحول دونه كون دولتين أو أكثر بينهم تحالف اقتصادي أو مالي أو يستخدمون عملة نقدية واحدة .

* الثاني : أن تكون الدولة الراغبة في الانضمام الى عضوية البنك الدولي عضوا في صندوق النقد الدولي و معنى ذلك أن في الصندوق شرط ضروري لقبول العضوية في البنك .

***الشروط الإجرائية:

و هي تلك التي حددها اللائحة الداخلية للبنك و تتمثل في تقديم الدولة طلب العضوية إلى البنك وعرضه على المديرين التنفيذيين لمناقشته و إصدار توصياتهم بشأنه ورفعها إلى مجلس المحافظين لتقدير مدى قبول الدولة في العضوية و تحديد مساهمتها في رأس مال البنك .

و قد شكلت لجنة خلال مؤتمر " سافانا " كانت مهمتها قبول طلبات العضوية للدول الراغبة في ذلك و بانتهاء عمل هذه اللجنة أصبح قبول طلبات العضوية من اختصاص المديرين التنفيذيين .

1-2-2 : عوارض العضوية

إن اكتساب دولة ما عضوية البنك الدولي يترتب عليه تمتع الدولة العضو بحقوق و تلتزم بواجبات منصوص عليها في الاتفاقية المنشئة , و قد تطرأ ظروف تلغي هذه الآثار القانونية و تعرف بعوارض العضوية.

* **الانسحاب** : يمكن لأي دولة الانسحاب من العضوية باختيارها وهذا ما تنص عليه المادة السادسة من الاتفاقية المنشئة للصندوق , و التي تنص في الفقرة الأولى منها على أنه يجوز لكل عضو أن ينسحب من البنك في أي وقت بشرط أن يخطر المركز الرئيسي للبنك كتابيا و يسري الانسحاب من تاريخ استلام الإخطار.

* **وقف العضوية** : يتعرض العضو لعقوبة الوقف جراء إخلاله بالتزاماته , ما يترتب عليه الحرمان من حقوق العضوية , و يتحول قرار الوقف إلى أحد الأمرين إما عودة العضو إلى موقف حسن أو يحول الإيقاف إلى قرار الطرد من البنك .

* **الفصل من العضوية** : تعتبر أشد عقوبة يوقعها البنك الدولي على الدول الأعضاء التي تخل بالتزاماتها المقررة في الاتفاقية المنشئة بطريقة دائمة و مستمرة .

و بصفة عامة لم يتخذ البنك الدولي أي قرار بفصل أي دولة عضو , إلا أن صندوق النقد الدولي قد طلب من " تشيكوسلوفاكيا" الانسحاب من عضوية الصندوق على إثر رفضها تزويده بالمعلومات المتعلقة باقتصادها القومي , ووضعها المالي التي تمكن الصندوق من تقدير موقف تشيكوسلوفاكيا من إجراء التغييرات في قيمة عملتها .

1-3-3 : الهيكل التنظيمي و الإداري

1-3-1 : مجلس المديرين التنفيذيين

يتولى مجلس المديرين التنفيذيين و رئيس البنك الدولي - الذي يعمل رئيسا للمجلس - مسؤولية تسيير عمليات البنك العامة , حيث يشرف على عمل البنك على أساس يومي , و يباشر مهامه بموجب الصلاحيات التي يفوضها إياها مجلس المحافظين و يجتمع المديرين التنفيذيين مرتين أسبوعيا في واشنطن العاصمة و ذلك للموافقة على أية قروض جديدة و استعراض عمليات و سياسات البنك .

1-3-2 : مجلس المحافظين

يتألف مجلس المحافظين من المساهمين أي من البلدان الأعضاء في البنك الدولي البالغ عددها 184 دولة اللذين ينظر إليهم على أنهم يمثلون الهيئة النهائية لوضع السياسات في البنك الدولي و يكون المحافظين في العادة وزراء المالية أو التنمية في البلدان الأعضاء . و يجتمعون مرة كل عام خلال الاجتماعات السنوية لمجلسي محافظي مجموعة البنك الدولي و صندوق النقد الدولي و ذلك لتحديد السياسات العامة لهذه المؤسسة , و استعراض عضوية البلدان , و القيام بمهام أخرى و حيث أن المحافظين لا يجتمعون سوى مرة واحدة في السنة , فإنهم يفوضون مهامهم إلى المديرين التنفيذيين 24 اللذين يعملون في داخل مقر البنك الدولي .

و وفقا لاتفاقية إنشاء البنك يعين كل بلد من البلدان 5 التي تملك أكبر عدد من أسهم رأس المال (فرنسا , ألمانيا , اليابان , المملكة المتحدة , الولايات المتحدة الأمريكية) مديرا تنفيذيا في حين يتم تمثيل البلدان الأعضاء عن طريق 19 مديرا تنفيذيا يمثلون مجموعات " دوائر" تضم الواحدة عدة دول , على أن يقوم كل من البلدان الأعضاء بانتخاب كل من المديرين التنفيذيين كل عامين و قد جرت العادة على أن تضمن قواعد الانتخاب الحفاظ على تحقيق توازن جغرافي كبير بين مجلس المديرين التنفيذيين , كذلك جرت العادة على أن مدير البنك يكون من مواطني أكبر البلدان المساهمة أي من الولايات المتحدة الأمريكية

2: التنظيم المالي للبنك

1-2 : الموارد المالية للبنك

بمارس البنك الدولي أنشطة متعددة في إطار الاتفاقية المنشئة له من اجل تحقيق الأهداف التي يصبو إليها , فالنشاط الأساسي للبنك هو تقديم المساعدات الاقتصادية للدول الأعضاء من أجل الإسراع في معدلات التنمية , بجانب ذلك توجد بعض الأنشطة الأخرى التي يمارسها البنك , و من ذلك مساعدة الدول النامية على التوصل إلى أفضل السبل و الآليات الممكنة لاستخدام المساعدات التي تتلقاها هذه الدول عن طريق الإقراض .

2-1-1 : اكتتاب الدول الأعضاء

إذا كانت القاعدة العامة في المنظمات العالمية هي أن العضوية تقوم على قاعدة المساواة بين الدول الأعضاء فإن هذه القاعدة غير متحققة بالنسبة لعضوية البنك الدولي حيث يتحدد وضع العضو في البنك بمقدار مساهمته في رأس مال البنك .

هذا و قد نصت اتفاقية البنك على أن لكل دولة عضو في البنك عددا معيناً من أسهم رأس المال كما أن لكل منها 250 صوتاً , و يضاف صوت واحد عن كل 100 ألف دولار من أسهم رأس المال الذي اكتتبت فيه الدولة العضو , و حتى 1959 كانت قيمة أسهم رأس المال هي 10 مليار دولار و قسم رأس المال إلى أسهم و عددها 100000 سهم و يكون الاكتتاب في هذه الأسهم قاصراً على الدول الأعضاء في البنك , و تتحدد اكتتابات الدول الأعضاء في رأس مال البنك وفقاً لحصة كل دولة عضو في صندوق النقد الدولي , و ذلك بوصفها تعكس المقدرة الاقتصادية النسبية لكل دولة عضو , و للبنك أن يقرر الزيادة في رأس ماله إذا رأى ضرورة ذلك .

و تبعا لنصوص الاتفاقية يقسم الاكتتاب لكل دولة عضو إلى ثلاثة أقسام على النحو التالي :

1- 2% من كل اكتتاب يدفع بالذهب أو بالدولار الخاص بالولايات المتحدة الأمريكية , و يمكن للبنك أن يستخدمه بجرية في أي عملية من عملياته الإقراضية.

2- 18% من كل اكتتاب تدفع بعملة الدولة العضو المكتتبه في رأس المال , غير أنه لا يمكن إقراض هذا الجزء الخاص من حصة رأس المال إلا بموافقة الدولة العضو التي يقدم البنك عملتها للإقراض , و يلاحظ بالنسبة لهذا

الجزء أنه إذا ارتفعت قيمة عملة الدولة العضو البنك ملتزم في هذه الحالة بدفع ما يعادل الزيادة في قيمة هذا الجزء من عملتها .

3- 80% من كل اكتتاب لا تلتزم الدولة العضو بدفعها , و إنما تكون تحت تصرف البنك لعمليات الإقراض , و لا يطلب البنك هذا الجزء إلا إذا دعت إليه الحاجة للوفاء بالتزامته , سواء في منحه للقروض أو في ضمانه لها , و تنص الاتفاقية على دفع هذا الجزء من رأس المال بالذهب أو الدولارات أو بالعملة التي يحتاج إليها البنك للوفاء بالتزامته , و على أن التزامات كل دولة عضو فيما يتعلق بدفع هذا الجزء غير مرتبطة بالتزامات الدول الأعضاء الأخرى .

2-1-2 : إصدار سندات المديونية

يعتبر إصدار البنك الدولي لسندات المديونية المصدر الثاني لحصول البنك على موارده , و يستطيع البنك طرح السندات في الأسواق المالية العالمية و هو متيقن ان هناك إقبالا عليها , نظرا لثقة العملاء في السندات التي يصدرها البنك , فهذه السندات يضمنها احتياطي رأسماله 80% من رأس مال البنك .

و كذلك يقوم البنك بالقيام بعدة عمليات منها :

- * أن يشتري و يبيع السندات التي أصدرها , و كذلك السندات التي ضمنها أو التي استثمر أمواله فيها بشرط أن يحصل البنك على موافقة العضو الذي تباع و تشتري السندات على أرضه .
- * أن يضمن الصكوك التي استثمر فيها أمواله بقصد تسهيل بيعها .
- * أن يقترض بعملة أي عضو بموافقة هذا العضو .
- * أن يبيع و يشتري غير ذلك من السندات التي يقرر أعضاء مجلس الإدارة بموافقة ثلاثة أرباع مجموع الأصوات المقررة أنها تصلح لأن تستثمر فيها كل أو بعض الاحتياطي الخاص المنصوص عليه .

2-1-3 : التمويل المشترك

يعد التمويل المشترك أحد مصادر حصول البنك على موارده المالية , فقد استطاع البنك الدولي زيادة كفايته المالية عن طريق التنسيق مع عدد من الهيئات الأخرى , مثل المنظمات المالية و التقنية الدولية و وكالات المعونة الثنائية و مؤسسات ائتمانات التصدير , أو إخضاعها لسيطرته , و هذا التنسيق لجهود المعونة , له جانباه المالي و الفكري , فمن الماحية المالية يركز البنك على التمويل المشترك إذ يعتمد إلى إقناع وكالات التمويل الأخرى بالإسهام برأس مالها في المشروعات التي يقوم بتقييمها و إعدادها للتمويل , و من ذلك بنوك و صناديق إقليمية للتنمية مثل بنك البلدان الأمريكية للتنمية (IBD) , و بنك التنمية الآسيوي , و بنك التنمية الإفريقي (و هي بنوك صيغة هياكلها جميعا وفق النمط العام للبنك العالمي) .

و تتم المساهمة في التمويل المشترك وفقا لقواعد تتحدد بطرق مختلفة منها :

- 1- أن يسدد كل مقترض جانبا من التزامات المشروع .
- 2- أو يسدد نسبة مئوية من المصروفات بعد مراجعة للوثائق .

3- و يمكن الجمع بين الوسيلتين و في بعض الأحيان يقوم البنك بإخطار الممولين المشاركين بأدائه لجانب القرض المطلوب منه .

2-2 : الكيانات المكملة للبنك

1-2-2 : المؤسسة الدولية للتنمية

أنشأة في 1960 تضم 166 بلدا , تلعب المؤسسة الدولية للتنمية دورا مهما في تحقيق رسالة البنك المعنية بتخفيض أعداد الفقراء , حيث تركز المساعدة التي تقدمها على أشد بلدان العالم فقرا, التي تقدم لها قروضا بدون فائدة و منحاً , و تعتمد المؤسسة الدولية للتنمية على مساهمات البلدان الأعضاء الأكثر غنى (و يشمل ذلك أيضا البلدان النامية) للحصول على مواردها المالية .

الإقراض خلال السنة المالية 2006 : 9.5 بليون دولار أمريكي لتمويل 167 عملية جديدة في 59 بلدا .

2-2-2 : مؤسسة التمويل الدولية

انشأة في عام 1956, و تضم 179 عضو , تعمل مؤسسة التمويل الدولية على تشجيع النمو في بلدان العالم النامية , عن طريق تمويل استثمارات القطاع الخاص , و تقديم المساندة الفنية المشورة إلى الحكومات و مؤسسات الأعمال , و بالاشتراك مع مستثمري القطاع الخاص , تتيح مؤسسة التمويل الدولية قروضا و تميل الاكتتابات في مشروعات الأعمال التجارية في بلدان العالم النامية .

ارتباطات السنة المالية 2006 : 6.7 بليون دولار أمريكي لصلح 284مشروعاً في 66 بلدا .

2-2-3 : الوكالة المتعددة الأطراف لضمان الاستثمار

أنشأة في عام 1988 و تضم 170 بلدا عضوا , تعمل الوكالة الدولية لضمان الاستثمار على تشجيع الاستثمار الأجنبي في بلدان العالم النامية عن طريق توفير الضمانات للمستثمرين الأجانب ضد الخسائر الناجمة عن المخاطر غير التجارية , كما تتيح المساندة الفنية لمساعدة البلدان النامية .

الضمانات المصدرة لمساندة 41 مشروعاً في السنة المالية 2006: 1.3 بليون دولار أمريكي

2-2-4 : المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار

عند نشأة البنك الدولي لم يكن ضمن اختصاصاته تسوية المنازعات الاستثمارية , إلا أن النشاط جاء وليدا للظروف الدولية التي جعلته يطرق هذا السبيل لتخفيف حدة التوتر بين الدول خاصة في مجال المنازعات الاقتصادية و المالية .

و إذا كان البنك الدولي منضمة غير قضائية إلا انه استطاع تحقيق النجاح في حل بعض منازعات الاستثمار الدولية , و هو ما دفعه إلى السير في هذا الاتجاه , إلى أن تم إنشاء جهاز لتسوية منازعات الاستثمار الدولية . أنشأ في عام 1966 , ويضم 143 بلدا عضوا, القضايا المسجلة في السنة المالية 1006: 26 أما العدد الكلي للقضايا المسجلة : 210

3-2 : نشاط البنك

يمارس البنك الدولي أنشطة متعددة في أطار الاتفاقية المنشئة له من أجل الأهداف التي يصبو إليها , فالنشاط الرئيسي للبنك هو تقديم المساعدات الاقتصادية للدول الأعضاء من أجل الإسراع بمعدلات التنمية , بجانب ذلك توجد بعض الأنشطة الأخرى التي يمارسها البنك , و من ذلك مساعدة الدول النامية إلى التوصل إلى أفضل السبل ة الآليات الممكنة لاستخدام المساعدات التي تتلقاها هذه الدول عن طريق الإقراض , و يساعد أيضا على إجراء الدراسات المطلوبة و خاصة الاحتياجات الاقتصادية و أولويات المشروعات التي يجب تنفيذها .

2-3-1 : النشاط الاستثماري

و هو النشاط الأساسي الذي أنشئ من أجله البنك الدولي , و هو تشجيع التنمية الاقتصادية في أقاليم الدول الأعضاء و تم وضع منهاجا خاصا يتعلق بسياسة القروض التي يقدمها البنك و تحدد هذه المنهجية (السياسة) القواعد المتعلقة بمنح القروض و أولوياتها و يبيّن تقدير هذه السياسة على العوامل الاقتصادية , كما يضمن البنك الدولي القروض التي يقدمها المستثمرون للدول الأعضاء بهدف تشجيع الاستثمارات الأجنبية الخاصة و إصدار البنك لسندات المديونية, و سنقتصر على تقديم القروض .

* شروط تقديم القروض :

- 1- القروض التي يمنحها البنك أو يضمنها تكون من اجل مشروعات التنمية أو التعمير و ذلك لدفع عجلة التنمية للدول المقترضة .
- 2- يمنح البنك قروضا لأية حكومة من الحكومات للدول الأعضاء أو لأية منظمة من المناطق التابعة لها , أو لأية منشأة صناعية أو زراعية تقع داخل حدود الدولة العضو .
- 3- أن يتصرف البنك بحكم خبرته في منح القروض إلى توجيه اهتمام كافي للتأكد من أن المقترض يستطيع الوفاء بالالتزامات المترتبة من القروض .
- 4- يتخذ البنك من التدابير ما يضمن أن موارد كل قرض لا تستخدم إلا للأغراض التي منح من أجلها القرض .
- 5- أن يقتنع البنك قبل منح أو ضمان أي قرض بأن المقترض لا يستطيع في الظروف السائدة أن يحصل على القرض من موارد خاصة أخرى .

* نفقات الإقراض : و هي تشمل أمرين

1- العمولة :

حددت اتفاقية البنك مقدار العمولة التي تستحق للبنك عن ما يقدمه من قروض أو على القروض التي يضمنها خلال العشر السنوات الأولى لإنشاء البنك أن العمولة لا تقل عن 1% و لا تزيد عن 1.5% أما بعد العشر سنوات يمكن للبنك أن يغير من النسبة إلا أنه لم يفعل حتى الآن .

2- سعر الفائدة :

ليس هناك سعر فائدة ثابت لأن الشروط تتوقف بدرجة كبيرة على الشروط التي تفرض على البنك من أسواق المال العالمية فضلا عن بعض العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على تحديد سعر الفائدة فقد كان معدلها خلال 10 سنوات الأولى يتراوح ما بين 4.25% - 6.25% ثم ارتفع خلال الستينات إلى 8.5% . إلا أنه يتبع سياسة قوامها عدم التمييز بين المقترضين من حيث أسعار الفائدة .

و في عام 1985 أدخل البنك الدولي تعديلات في المعيار الخاص بتحديد فترة القروض للدول الأعضاء حيث ميز ثلاثة مجموعات من الدول تبعا لنصيب الفرد من الدخل القومي فيها :

المجموعة الأولى : تشمل الدول التي الأعضاء التي يكون نصيب الفرد فيها من الدخل الوطني من \$791 و تمنح فترة تبلغ 20 سنة مع فترة سماح مدتها 5 سنوات . المجموعة الثانية : يتراوح متوسط نصيب الفرد من الدخل ما بين (\$791-\$1635) و مدة تبلغ 17 سنة مع فترة 4 سنوات فترة سماح .

المجموعة الثالثة : و تشمل الدول التي تتراوح نصيب الفرد فيها أعلى من \$1635 و تمنح قروضا لفترة 15 سنة مع فترة سماح .

2-3-2 : النشاط الغير الاستثماري

بجانب نشاطه الأساسي , فإنه يقدم المساعدات المالية للدول النامية و تتمثل في تقديم المساعدات الفنية المتعلقة بها . كما يقوم بدور المنسق بين مصادر التمويل المختلفة لتحقيق الفاعلية و الإسراع بالتنمية الاقتصادية . كما يوفر الضمانات للمستثمر الأجنبي من خلال حماية حقوقه .

أولا : المساعدات الفنية للدول الأعضاء .

1- تدريب كبار موظفي حكومات الدول النامية و إحاطتهم بجميع أساليب و سياسات الإدارة الاقتصادية الحديثة .

2- تقديم المعونة الفنية لحكومات الدول الأعضاء , و خاصة في مجال اختيار المشروعات التنموية و كيفية إعدادها .

3- إعداد البحوث و الدراسات حيث يهتم البنك الدولي بمجال البحوث و الدراسات الاقتصادية حيث يخصص حوالي 3% من ميزانيته الإدارية للبحوث الاقتصادية و الاجتماعية بصفته مؤسسة إقراض و مصدر استشارات لسياسة حكومات الدول الأعضاء .

ثانيا : التنسيق بين مصادر التمويل المختلفة .

يعمل البنك على التنسيق بين مصادر التمويل المختلفة التي تحصل عليها الدول النامية من مساعدات خارجية من مصادر متعددة بهدف تفعيل هذه المساعدات و الإسراع بالتنمية الاقتصادية و منع التداخل بين مصادر التمويل و من أجل القيام بدور التنسيق أنشأ ما يسمى :

*الكونسرتيوم :

يقصد به اتحاد مجموعة من الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة من أجل تحقيق هدف واحد .

و يعني هذا تجمع الدول و المنظمات الدولية التي تقدم المعلومات الدولية لدول معينة في أطار مشترك يسمح بدراسة خطط التنمية للدول المستفيدة و تقدير احتياجاتها من التمويل الخارجي .
* الجماعات الاستشارية :

تتكون من عدد من هيئات التمويل الدولية و بعض الدول المانحة و تعمل هذه الجماعات على تحديد الظروف الاقتصادية للدول المستقبلية و تقدير حجم المساعدات لها و لا تهتم هذه الجماعات بالحصول على تعهدات من الأطراف المانحة على تمويل مشروعات أو برامج معينة و لها نفس الأهداف التي يسعى الكونسرتيوم إلى تحقيقها . و من هنا نلاحظ أن الدول النامية تفضل استخدام الكونسرتيوم لأنه يلزم الدول المانحة أو المتعهدة بإنفاق المبلغ المتعهد به أما الدول المانحة فتفضل الجماعات الاستشارية لأنها لا تمثل أي التزام .
* الجماعات الاستشارية للأبحاث الزراعية الدولية

و تهدف هذه اللجنة إلى حل المشاكل الزراعية على المستوى العالمي من خلال توجيه جانب من المساعدات الدولية إلى البحوث الزراعية .

ثالثا : البنك الدولي و تسوية منازعات الاستثمار

جاء هذا النشاط و ليد للظروف الدولية التي جعلته يطرق هذا السبيل لتخفيف حدة التوتر بين الدول خاصة في مجال النزاعات الاقتصادية و المالية و مع انه منظمة غير قضائية إلا أنه استطاع حل بعض المنازعات في لكثير من الأحيان .

صندوق النقد الدولي

- نشأة صندوق النقد الدولي.

- مصادر التمويل الدولي:

✓ مشاركات الدول الأعضاء (الحصص)

✓ الإقتراض

✓ بيع الذهب

1-نشأة و مصادر تمويل صندوق النقد الدولي:

1-1 نشأة صندوق النقد الدولي:

صندوق النقد الدولي هو مؤسسة نقدية دولية تم تأسيسها سنة 1944 بموجب إتفاقية بریتون وودز بأمريكا باعتباره بنك مركزي دولي أو إتحاد للبنوك المركزية في بداية مناقشات تأسيسه و هو نتيجة الأوضاع الإقتصادية الدولية المتردية التي حصلت في إقتصاديات الدول في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، و التي كانت من أهم أهدافه :

1. ترويج التعاون النقدي الدولي من خلال مؤسسة دائمة توفر الميكانيكية و الآلية للتشاور و التعاون حول المشاكل النقدية الدولية.
2. ترويج إستقرار الصرف و دعم ترتيبات الصرف بين الأعضاء م الدول و تجنب تخفيض قيمة صرف العملات لمتنافسي بين الدول.
3. المعاونة في تأسيس نظام للمدفوعات متعدد الأطراف بخصوص الصفقات الجارية بين الأعضاء و العمل على إلغاء قيود التحويل الخارجي التي تعيق التجارة العالمية.
4. إعطاء الثقة للأعضاء بتوفير موارد الصندوق لهم لمقابل ضمانات مناسبة و عليه فإن الصندوق يقدم للدول فرصة تصحيح الإرتباكات و حالات سوء التوازن و التعديلات التي تطرأ على موازين مدفوعاتهم.
5. تسهيل و توسيع النمو المتوازن للتجارة الدولية و المساهمة ببناء على هذا الأساس في تشجيع و إدامة مستويات عالية من الإستخدام و الدخل الحقيقي و بإتجاه تطوير الموارد الإنتاجية لكافة الأعضاء في الصندوق كهدف أساسي للسياسة الإقتصادية.

1-2. مصادر التمويل الدولي

1-2-1 مشاركات الدول الأعضاء (الحصص): تتمثل الحصص في مشاركات الدول الأعضاء في رأسمال صندوق النقد الدولي، حيث أن هذه الحصص هي القوى التصويتية للدول الأعضاء مادام عدد الأصوات يتبع حجم المساهمة في رأسمال المنظمة من حيث الإرتفاع أو الإنخفاض. تتحدد هذه الحصص بأن تقوم كل دولة عضو بتقديم 25 % من الحصص ذهباً و بعد 1978 أصبح العمل بحقوق السحب الخاصة. و 75 % من عملتها الوطنية، حيث كان الذهب يحول إلى حساب صندوق النقد الدولي في البنوك المركزية، أما عملتها الوطنية فكان يتم الإحتفاظ بها من طرف كل دولة عضو في حسابات لصالح صندوق النقد الدولي في بنكها المركزية.

1 2 الإقتراض:

إن اكتساب الدول الأعضاء في حصص رأس مال هو المصدر الأساسي لتمويل الصندوق، هذا بالإضافة إلى وقوف عدد من الدول الأعضاء على أهبة الإستعداد في إقتراض الصندوق أموال تكميلية عند الحاجة لإحباط أو

علاج أي تلف أو فساد في النظام النقد الدولي و إمكانية التصرف في حالة الظروف الإستثنائية التي تهدد إستقرار هذا النظام و كما يجوز للصندوق أن يقتض من الأسواق الخاصة و على ذلك يمكن القول أن صندوق النقد الدولي يقوم بإقتراض الدول الأعضاء، إذ يعمل كوسيط فيفترض أموالا غالبا ما تكون من الدول العشرة الصناعية، الكبرى ثم يقوم بإقتراضها على أساس نظم السحب طبقا للمادة الخامسة من القسم الثالث من ميثاق إستثنائه.

1 2 3 بيع الذهب:

قد يلجأ صندوق النقد الدولي إلى بيع جزء مما لديه من الذهب بهدف توفير موارد إضافية و هذا ما تم فعلا في إطار إصلاح نظام بروتن وودز الذي أدى إلى إجراء التعديل 1978 إذ تم الترخيص لصندوق النقد الدولي ببيع 1/6 من مخزونه من الذهب في الأسواق العالمية و ذلك في عملية بيع دامت 4 سنوات كان ذلك عن طريق المزايدة الشهرية بدأت سنة 1976 حيث تم بيع 800 طن من الذهب رغم أنه و ما دام صندوق النقد الدولي لا تستطيع بيع الذهب في الأسواق العالمية و التعامل مع بعض البلدان تم إنشاء صندوق الإئتمان بالقرار الصادر عن مجلس الإدارة في 5 ماي 1976 و هو صندوق منفصل من الناحية القانونية غير أن صندوق النقد الدولي هو الذي يديره و يقوم بكل تلك العمليات المتعلقة ببيع الذهب و توزيع فائض القيمة المترتب عنها حيث 28 % للبلدان النامية و 72 % لبلدان مصنعة.

إلا أن هذا الصندوق كان مؤقت حيث ألغي في التعديل الثاني الذي نص عن إمكانية صندوق النقد الدولي لبيع ذهبه و وضع القيمة المترتبة عن البيع في حساب خاص تكون موارده و استعمالاته منفصلة عن حصيلة صندوق النقد الدولي.

الوحدة الرابعة:

مفهوم السيولة الدولية وحقوق السحب الخاصة

1- السيولة الدولية

1-1 مفهوم السيولة

1-2 مصادر السيولة الدولية

1-3 قياس السيولة الدولية

2- حقوق السحب الخاصة

2-1: طبيعة حقوق السحب الخاصة

2-1-1: تعريف حقوق السحب الخاصة

2-1-2: حقائق حقوق السحب الخاصة

2-1-3: آلياته

2-1-4: قيمته

2-2: دور و أهمية حقوق السحب الخاصة

2-2-1: تطور أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة

2-2-2: تطور الأهمية الاقتصادية لحقوق السحب الخاصة

2-2-3: دوره

2-2-4: الانتقادات الموجهة لنظام حقوق السحب الخاصة

1 - السيولة الدولية:

1-1 مفهوم السيولة: هو مدى سرعة تحول الأصول إلى نقود حاضرة، وبالتالي فإن السيولة الدولية تشمل جميع وسائل الدفع الدولية المقبولة بصورة عامة والمتاحة لتسوية المدفوعات الدولية، أي لتمويل التجارة الخارجية لدول العالم.

• تتكون السيولة الدولية، والتي يطلق عليها عادة **الاحتياطيات الدولية** من كافة العناصر التي تقبل في المدفوعات الدولية والتي تسمح بتسوية العجز المؤقت في موازين المدفوعات

1-2 مصادر السيولة الدولية:

هناك عدة مصادر للسيولة الدولية وهي:

- الذهب المخزون لدى البنوك المركزية للدول.
- العملات القائدة وخاصة الدولار الأمريكي والباوند الإسترليني الموجودة لدى البنوك المركزية.
- حقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي .
- التسهيلات الائتمانية الممنوحة في إطار التعاون الدولي.

1-3 قياس السيولة الدولية: - يتم قياس السيولة الدولية عادة تبعا لحجم الاحتياطي من هذه الموارد

المالية منسوبة إلى الاستيرادات العالمية خلال فترة زمنية مقدارها سنة واحدة .

- يعتبر قياس السيولة الدولية أمرا معقدا، ذلك إن تحديد العلاقة المثلى لحجم السيولة الدولية من الناحية النظرية هي مسألة واردة لكنها من الناحية العملية ليست سهلة وذلك للأسباب التالية:

أ - انعدام مؤسسة نقدة دولة واحدة كما هو موجود على الصعيد الداخلي مختصة بإصدار السيولة، و ذلك لأن هذه السيولة تأتي من مصادر عدة مستقلة بعضها عن بعض الآخر .

ب - كون بعض مصادر السيولة ذات الصفة المحلية و التابعة للدول صاحبة العملة القيادية و عندما تصدر عملة من هذه السيولة من خلال العجز في ميزان مدفوعاتها وإنما تنطلق من حاجتها الخاصة وليس من حاجة الاقتصاد الدول.

ج - عدم وجود هيئة دولية مختصة بمراقبة حركة و تطور هذه السيولة و بإتخاذ الإجراءات المناسبة وقت الحاجة .

2- حقوق السحب الخاصة

1-2: طبيعة حقوق السحب الخاصة

1-1-2: تعريف حقوق السحب الخاصة

إذا ما هي وحدة حقوق السحب الخاصة ؟

وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR)، هي أصل احتياطي دولي أنشأه الصندوق في عام 1969 بموجب التعديل الأول لاتفاقية تأسيسه نتيجة لقلق البلدان الأعضاء من احتمال عدم كفاية المخزون المتوفر آنذاك و النمو المتوقع في الاحتياطيات الدولية لدعم التوسع في التجارة العالمية، و كانت أهم الأصول الاحتياطية في ذلك الحين هي الذهب و دولار الولايات المتحدة الأمريكية، و لم يشأ الأعضاء أن تعتمد الاحتياطيات العالمية على إنتاج الذهب بما ينطوي عليه من تقلبات كامنة، و على العجز المتواصل في ميزان مدفوعات الولايات المتحدة، و هو الأمر الذي كان مطلوباً لتحقيق نمو مستمر في الاحتياطيات بالدولار الأمريكي. و تم استحداث حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي تكميني يمكن لصندوق النقد الدولي "تخصيصه" للبلدان الأعضاء بصفة دورية حين تنشأ الحاجة، كما يمكن له إغاؤه إذا ما اقتضت الضرورة.

و حقوق السحب الخاصة -التي تعرف أحياناً باسم "الذهب الورقي" رغم تجردها من الوجود المادي-

يتم تخصيصها للبلدان الأعضاء (في صورة قيود دفترية) كنسبة مئوية من حصصها.

و قد خصص الصندوق حتى الآن 21,4 بليون وحدة حقوق سحب خاصة (حوالي 29 بليون دولار أمريكي) للبلدان الأعضاء، و كان آخر تخصيص هو الذي تم في عام 1981 عندما تم تخصيص 4,1 بليون وحدة حقوق سحب خاصة لعدد 141 بلداً كانت هي أعضاء الصندوق في ذلك الحين، و منذ عام 1981 لم ير الأعضاء حاجة لإجراء تخصيص عام آخر لحقوق السحب الخاصة، و هو ما يرجع إلى جانب منه إلى نمو أسواق رأس المال الدولية. و لكن في سبتمبر 1997، مع ازدياد عدد البلدان الأعضاء في الصندوق -التي تضمنت بلدانا لم تكن قد تلقت أي تخصيص بعد- اقترح مجلس المحافظين إدخال تعديل رابع على اتفاقية تأسيس الصندوق. و عند الموافقة على هذا التعديل بالأغلبية المطلوبة من أصوات الحكومات الأعضاء، فسوف يصرح الصندوق بإجراء تخصيص خاص لمرة واحدة "لتحقيق المساواة" بمقدار 21,4 بليون وحدة حقوق سحب خاصة. على أن يتم توزيعها على نحو يرفع نسبة مخصصات كل الأعضاء من حقوق السحب الخاصة التراكمية إلى حصصها لتصل إلى مستوى معياري مشترك.

و يجوز للبلدان الأعضاء في الصندوق استخدام حقوق السحب الخاصة في المعاملات مع بعضها البعض، و مع 16 حائزاً "مؤسسياً" لحقوق السحب الخاصة، و مع الصندوق. كذلك فإن وحدة حقوق السحب الخاصة هي وحدة الحساب التي يستخدمها الصندوق، و تستخدم حقوق السحب الخاصة كوحدة حساب أو كأساس لوحدة الحساب في عدد من المنظمات الدولية و الإقليمية و الاتفاقات الدولية.

و تتحدد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة يوميا باستخدام سلة من أربع عملات رئيسية هي اليورو و الين الياباني و الجنيه الإسترليني و الدولار الأمريكي، و في أول أغسطس 2001، كانت وحدة حقوق السحب الخاصة تساوي 1,26 دولار أمريكي، و تجري مراجعة العملات المكونة للسلة كل خمس سنوات لضمان تمثيلها للعملات المستخدمة في المعاملات الدولية و التأكد من أن الأوزان المحددة للعملات تعكس أهميتها النسبية في النظم المالية و التجارة العالمية.

2-1-2: خصائص حقوق السحب الخاصة

بالنظر لتغيير مراكز القوى الاقتصادية للعالم، فقد أجريت تعديلات على النظام الجديد، مما أدى بالتالي إلى تغيير جذري في خصائص حقوق السحب الخاصة الأصلية، و يمكن تلخيص أهم السمات الأصلية و التعديلات التي أجريت فيما بعد، في الآتي:

- أ - تستخدم حقوق السحب الخاصة (SDR) للحصول على عملات قابلة للتحويل و لا يمكن استخدامها للحصول على الذهب.
- ب - لا تستخدم حقوق السحب الخاصة في المعاملات بين أطرف ذات الصفة الخاصة، و لا يجوز حيازتها، إلا من قبل الحكومات و مجموعة محدودة من المؤسسات الرسمية التي لها صلاحية المصارف المركزية عند الضرورة و لكن بعد عام 1987 م و ارتفاع أسعار النفط العالمية سمح باستخدامها في المعاملات و اتفاقية الثنائية و في تسوية الالتزامات المالية، و منح القروض و المساعدات الخارجية، دونما الحاجة لأخذ موافقة مسبقة من الصندوق، كما سمح لبعض المؤسسات النقدية و الإقليمية و الدولية و مصاريف التنمية بحيازتها و التعامل بها و لكن مع ذلك ليس لها الحق في الحصول على عملات دولية مقابل التنزاع عنها.
- ج - حددت قيمة حدود السحب الخاصة (SDR) بوزن معين من الذهب (0,888671) غرام، بحيث تكون مساوية لقيمة الدولار الأمريكي المقوم بالذهب، و لكن نتيجة لتخفيض سعر الصرف للدولار الأمريكي مرتين في عام 1971 م و 1973 م و بسبب إلغاء ارتباط الدولار بالذهب، فقد استخدمت منذ عام 1973 م، سلة العملات لتحديد قيمة وحدة السحب الخاصة بالنسبة للدولار في الأسواق المالية العامة يوميا.
- د - الصفقات المالية بين دول الأعضاء يجب أن تقتصر على تبادل حقوق السحب الخاصة مقابل العملة و لا يجوز استعمال حقوق السحب في غير ذلك من الصفقات التي تستخدم فيها على المستوى المحلي و الاحتياطات على المستوى الدولي، هذه السيمة ألغيت أيضا مع الزمن، بعد أن كسبت حقوق السحب الخاصة ثقة المؤسسات النقدية و المالية في العالم.
- هـ - يحق للصندوق الحصول على حقوق السحب الخاصة، من خلال الحساب العام، و بإمكانه حيازة و تقديم حقوق السحب مقابل حصوله على عملات نقدية معدنية.
- و - تستخدم حقوق السحب الخاصة في تمويل العجز في ميزان المدفوعات، و ليس لتغيير مكونات احتياطي للدولة و هذه السيمة أيضا ألغيت مع مرور الزمن، إذا أصبحت حقوق السحب الخاصة من أهم أصول العملة المصدرة (غطاء العملة) لكثير من دول العالم.
- ز - العضو المستخدم لحقوق السحب غير مقيد في استخدام الموارد الأخرى للصندوق طبقا للطرق المعتادة.

ح - لا يجوز استعمال حقوق السحب الخاصة في الأسواق المالية الدولية مباشرة، و ذلك منعا للمضاربات بل لا بد من تحويلها إلى عمولات دولية أولاً، فهي بهذا تشبه الذهب، إذ في الغالب يحول إلى عمولات قابلة للتحويل قبل استخدامه كوسيلة في ميزان المدفوعات الدوائية.

ط - لا يجوز لأي عضو أن يمنح مساعدات خارجية للغير باستخدام حقوق السحب الخاصة أو أن يستعملها في ضمان قرض معين و لكن هذا الشرط تجاوزه الأيام أيضا.

ي - تعتبر حقوق السحب الخاصة وسيلة دفع دولية مكملة للاحتياجات.

2-1-3: آلياته

لكل عضو انضم إلى هذا النظام الجديد حصة محدودة من حقوق السحب الخاصة تعادل النسبة المئوية لحصته في رأس مال الصندوق (Quota) فإذا ما أصيب ميزان المدفوعات أحد الأعضاء المنظمين إلى هذا النظام بعجز مؤقت، و أراد تصحيحه باستخدام ما خصص له من حقوق السحب الخاصة فإنه يخطر بإدارة الصندوق بذلك، و يقوم الصندوق بدوره باختيار عضو يتمتع ميزان مدفوعاته بفائض و يطلب منه قبول السحب الخاصة المقدمة من العضو الأول، صاحب العجز نظير تسليمه عمولات قابلة للتحويل و يطلق على هذه العملية المصطلح (Transaction With Dis gna) أي عملة اختيار، أو تعين أحدج الأعضاء لمهمة ما، علما أن معاملات الاختيار هذه قد توقف العمل بها منذ شهر أكتوبر و أصبح التعامل بحقوق السحب الخاصة، يتم بصورة أكبر على أساس المعاملات المتفق عليها.

و الجدير بالذكر أن التعامل بحقوق السحب الخاصة يتم بطريقتين إثنين:

الطريقة الأولى:

يكون لأحد الأعضاء الحق في إعادة شراء العملة الوطنية أو مجموعة من العملات الدولية من عضو آخر و تقوم المصاريف المركزية بالتعامل مباشرة بحقوق السحب الخاصة.

الطريقة الثانية:

إن العضو يستطيع التخلص من حقوق السحب الخاصة بواسطة الصندوق، حيث يقوم الصندوق بتحديد الأعضاء الذي تحول حقوق السحب الخاصة لصالحهم، و يجب قبولها إلى حد معين لا يزيد عن نسبة 300% من المخصصات. و على هذا الأساس فإن بمقدور الدول الأعضاء استخدام حقوق السحب الخاصة في مختلف أنواع التحويلات الخارجية، للحصول على مجموعة أو تشكيلة مختارة من التحويلات، و يمكن استعمال حقوق السحب الخاصة بين الأعضاء أنفسهم و بينهم و بين المنظمات الرسمية المسموح لها بجائزة حقوق السحب الخاصة و التي بلغ عددها 16 منظمة في عال 1989 و ذلك في المعاملات التالية:

1 - المعاملات المتفق عليها (الاتفاقيات):

من خلال المعاملات المتفق عليها بين الأعضاء يمكن الحصول على رأي عملة دولية، يشترط أن تتم هذه المعاملات حسب سعر الصرف الرسمي لحقوق السحب الخاصة الذي يحدده الصندوق.

2 -اتفاقيات المقايضة:

يستطيع العضو تحويل حقوق السحب الخاصة إلى عضو آخر مقابل الحصول على مقدار مماثل من العملات النقدية الدولية عدا الذهب، مع الاتفاق المسبق على إعادة الشراء ، إعادة التحويل/ (الاستبدال)، في تاريخ محدد، و بسعر صرف متفق عليه بين الأطراف.

3 -العمليات المستقبلية:

يمكن للعضو شراء أو بيع حقوق السحب الخاصة بتاريخ مؤجل مقابل عملات دولية أو أي أصول نقدية أخرى عدا الذهب على أساس سعر الصرف يتفق عليه الأعضاء المتعاملون.

4 -عقد قروض بحقوق السحب الخاصة:

يمكن عقد قروض بحقوق السحب الخاصة بشروط محددة (الفوائد و مواعيد الاستحقاق) تتفق عليها الأطراف المتعاقدة، و تسدد القروض و تدفعه الفوائد المترتبة عليها بحقوق السحب الخاصة.

5 -تسديد الالتزامات المالية بحقوق السحب الخاصة.

6 -استخدام حقوق السحب الخاصة كضمانات لتنفيذ بعض الالتزامات المالية.

7 -استخدام حقوق السحب الخاصة في تقديم المنح و الهبات.

2-1-4: قيمة حقوق السحب الخاصة

إن قيمة حقوق السحب الخاصة قد تغيرت عدة مرات منذ إصدارها لأول مرة في عام 1980 م ففي بداية يناير من تلك السنة، حيث تم تخصيص حقوق السحب الخاصة حددت قيمتها بما يعادل 35/1 لكل أوقية (أونصة Ounce) من الذهب، أي أن قيمتها مساوية تماما للدولار الأمريكي مقوما بالدولار، و ذلك استنادا إلى أن وحدة السحب الخاصة تحتوي على نفس القيمة التعادلية للدولار من الذهب (0,888671غرام).

و نتيجة لانخفاض سعر الصرف الدولار الأمريكي في ديسمبر عام 1971 م و انهيار اتفاق بروتن و وودز ارتفعت قيمة وحدة السحب الخاصة إلى (1,08271) دولار و بعد التخفيض الثاني للدولار عام 1973 م أصبحت قيمتها تساوي (1,20635) دولار.

و في 13 / 06 / 1974 م أعلن الصندوق عن إتباع أسلوب جديد لتحديد قيمة حقوق السحب

الخاصة يستند إلى اختيار سلة من العملات و أصبحت قيمة الوحدة تساوي مجموع نسب محددة من عملات 16 دولة لها وزنها في التجارة الدولية (الصادرات من السلع و الخدمات)، بحيث تكون نسبة مشاركتها أكبر من 1% في التجارة الدولية في المتوسط خلال الخمس سنوات السابقة (1968-1972 م).

و قائمة أسماء هذه الدول ال 16 المختارة عملاتها ليست ثابتة بل هي متغيرة حسب الظروف الاقتصادية الدولية، فبينما كانت قائمة عملات الدول السارية المفعول حتى 30/06/1978 م خالية من أي دولة نامية، نجد أن القائمة التالية للعملات المختارة و السارية المفعول حتى 01/01/1978 قد اشتملت على كل من

الريال السعودي و الإيراني و مع بداية عام 1981 م تقلص عدد العملات الدولية المختارة في سلة العملات إلى 5 عملات دولية فقط و هي الدولار الأمريكي، المارك الألماني، الفرنك الفرنسي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، و قد استند الصندوق في هذا الإجراء على اعتبارين أساسيين:

أ/ تزايد الفجوة بين صادرات الدول الخمس و بين صادرات بقية الدول مع توقع استمرار هذه الفجوة اتساعاً خلال السنوات القادمة.

ب/ الاعتماد على الأسواق المالية قصيرة الأجل لهذه الدول في تحديد أسعار الفائدة على وحدات السحب الخاصة منذ 1974 م و يتم تقييم وحدة السحب الخاصة يوميا على أساس سلة العملات حيث يؤخذ من كل عملة مقدار معين و هذه المقادير المحددة تؤخذ بالنسبة المئوية المتفق عليها لوزن كل عملة من العملات الخمسة المختارة و ذلك باستخدام متوسط أسعار الصرف السائدة في الأسواق المالية الدولية (لندن) خلال الأشهر الثلاث الأخيرة عام 1985 م.

و لتوضيح كطيفية إيجاد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة تستخدم بيانات الجدول التالي:

العملات المختارة	المقدار بوحدات كل عملة (الوزن)	سعر صرف الدولار يوم: 1989/08/14	ما يعادل مقدار العملة بالدولار
المارك الألماني	0,5270	1,93800	0,271930
الفرنك الفرنسي	1,0200	6,54950	0,155737
الين الياباني	33,4000	141,67000	0,235759
الجنيه الإسترليني	0,0893	1,58830	0,141835
الدولار الأمريكي	0,4520	1,00000	0,452000
المجموع: قيمة وحدة من حقوق السحب الخاصة بالدولار يوم 1989/08/14: 1,257261			

المصدر: صندوق النقد الدولي، نشرات سنوية (IMF Survey) أوت 1989، ص 6.

1- العمود الأول: مقدار العملات المكونة لسلة حسبت على أساس متوسط أسعار الصرف في الأشهر الثلاث الأخيرة من عام 1985.

2- العمود الثاني: أسعار صرف العملة بالنسبة للدولار الواحد ما عدا الجنيه الإسترليني فقد حسب ما يعادله من الدولارات.

3- العمود الثالث: في حالة قسمة مقدار العملة على سعر الصرف نحصل على ما يعادل مقدار العملة مقوماً بالدولار و هي قيمة وحدة واحدة من حقوق السحب الخاصة.

2-2: دور و أهمية حقوق السحب الخاصة

2-2-1: تطور أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة

عند إصدار حقوق السحب الخاصة لأول مرة عام 1970 م، تقرر أن تحصل الدول الأعضاء التي لديها حقوق السحب الخاصة تزويد عما خصص لها أصلا على فوائد إيجابية من الصندوق، تحسب على أساس الفوائد من حقوق السحب الخاصة لديها، بينما يتحمل الأعضاء الذين لديهم حقوق السحب خاصة تقل عن مخصصاتهم منها رسوما تدفع للصندوق بنفس النسبة المئوية للفوائد المدفوعة، و هكذا تتساوى قيمة الفوائد المدفوعة للأعضاء مع قيمة الرسوم المتحصل عليها من الأعضاء الآخرين و الفوائد تضاف إلى حساب العضو الدائن بينما تخصم الرسوم من حساب العضو المدين.

و حدد مبدئيا هذا المعدل الموحد للفوائد و الرسوم بنسبة 1,5% سنويا، على أن يدفع بوحدة من حقوق السحب الخاصة، و يمكن للعضو أن يحصل عليها لهذا الغرض من الحساب العام و بالعملة الدولية التي يقبلها الصندوق، كما يمكن اللجوء إلى عضو آخر لشراء وحدات سحب خاصة منه على أن تدفع بالمقابل عمولات قابلة للتحويل.

2-2-2: تطور الأهمية الاقتصادية لحقوق السحب الخاصة

إن خلف ح س خ (السيولة الدولية الجديدة) و ربط توزيعها على الدول الأعضاء، كل حسب نسبة مساهمته في رأس مال الصندوق (الحصة Quota) جاء مخيبا للآمال للدول النامية التي هي الأوجح للسيولة من أجل التنمية و لهذا السبب فقد عارضت بعض الدول في بداية الأمر الدخول في عضوية و هذا النظام الجديد و ظلت تأثيرها محدودا 51 دولة و لم تحصل هذه الوحدة الحسابية الجديدة على مكانتها كوسيلة تبادل دولية، إلا بعد الانهيار لاتفاقية برونن وودز و فك ارتباط الدولار الأمريكي بالذهب، و تخفيض قيمة الدولار مرتين خلال عامي 1971 و 1973 مما اضطر الصندوق إلى اختيار سلة من العملات الدولية لتحديد قيمة وحدات السحب.

و من العوامل التي ساعدت حقوق السحب الخاصة على كسب الثقة بها كنوع جديد من الاحتياطات الدولية كما يلي:

- أ- قبول صندوق النقد الدولي بأن يتم دفع الشريحة الذهبية 25% من الحصة بواسطة حقوق السحب الخاصة كبديل من الذهب و لهذا فإن هناك من يطلق على حقوق السحب الخاصة الأوراق الذهبية.
- ب- أعطى الصندوق للمصاريف المركزية للدول الأعضاء مطلق الحرية في صرف حقوق السحب الخاصة مقابل عملات دولية للتحويل بدون تدخل الصندوق.
- ج- إن الدول المصدرة للنفط و التي كانت تحتفظ باحتياطات نقدية متكونة من عملات دولية مختلفة خاضعة للتقلبات باستمرار يمكنها الآن الاحتفاظ بحقوق السحب الخاصة التي لا تخضع للتقلبات و المضاربات.
- د- سمح الصندوق لعدد من المنظمات الرسمية بجائزة حقوق السحب الخاصة.

هـ- إضافة إلى ذلك فإن حقوق السحب الخاصة أصبحت وحدة حسابية بالنسبة للعديد من المنظمات الدولية و الإقليمية.

و- كما قامت العديد من الدول العربية بتشيط سعر صرف عملاتها الوطنية بوحدة حقوق سحب خاصة.
ز- نظرا لخضوع الاحتياطات النقدية الدولية و خاصة الدولار الأمريكي للمضاربات و التقلبات إلى ضرورة تغطية الدولار بالذهب أو حقوق السحب الخاصة.

ح- حساب قيمة بعض المبادلات التجارية الدولية خارج نطاق عمل الصندوق باعتماد وحدة حقوق السحب الخاصة كوحدة حسابية و ذلك تجنبا لشدة تقلبات العملة الواحدة خلال فترة زمنية قصيرة.

2-2-3: دور حقوق السحب الخاصة

الواقع أن المجتمع الدولي حين أنشأ حقوق السحب الخاصة قد قرر أن يمتلك أداة التحكم في عرض السيولة الدولية، و في وقت التخصص الأول عام 1969 أنشأت ج س خ (DST) لاستكمال "أصول الاحتياط في قائمة" التي تتألف أساسا من الذهب و الدولارات أو المستحقات على الخزانة الأمريكية، التي كان عرضها محدد بحجم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكية و تنبأ الصندوق في ذلك الحين بأن الطلب على الاحتياطات الدولية ينمو ب 4% سنويا أي بنحو 3,5-5 مليارات دولار في أوائل السبعينات و من بين هذه المبلغ لم يكن متوقعا أن ينشأ عن العجز في المدفوعات الأمريكية إلا بمحدود 1-1,5 مليار دولار سنويا، و أدى هذا التنبؤ إلى قرار تخصيص 3,5 مليار دولار في السنوات 1970-1972.

و لو أن التقديرات الاحتياطات من الاحتياط الدولي كانت حقيقية لأصبحت (SDR) تمثل الجانب الأكبر من الزيادة في الاحتياطات في تلك الفترة و من الواضح أن المجتمع الدولي حين قرر تخصيص (SDR) قد رأى في ح س خ أداة رئيسية للتحكم في عرض الاحتياطات الدولية، لكن ما حدث في الواقع هو أن تقديرات الصندوق قد قلت كثيرا من شأن الزيادة المتوقعة بالاحتياطات الدولية. ففي الواقع أن الاحتياطات الدولية قد زادت بمقدار 68 مليار دولار في 1970 إلى غاية 1972، في حين بلغ العجز الأمريكي على أساس التسويات الرسمية 17 مليار دولار سنويا في تلك الفترة و هكذا فبدلا من أن تستكمل DST أصول احتياطي القائمة فقد غدت هامشية.

و قد اقترح المدير الإداري لصندوق النقد الدولي تخصيصا ثانيا DTSS في 1978 م من أجل جعل (5SDR) أصول الاحتياطي الرئيسية.

إلا أن الواقع هناك هدف آخر يكمن وراء جعل DST أصول الاحتياطات الرئيسية و هو أن ينظر إلى دور ح س خ أساسا كأداة لتسهيل الإشراف على السيولة الدولية و إن هدف هذا الإشراف الخوض بأغراض الصندوق و من بينها تسهيل توسيع التجارة الدولية و نموها المتوازن و من ثم الإساهم في تشجيع بلوغ مستويات

عالية من العمالة و الدخل الحقيقي و تنمية الموارد الإنتاجية لكل الدول الأعضاء كهدف أول للسياسة الاقتصادية.

2-2-4: الانتقادات الموجهة لنظام حقوق السحب الخاصة

توجه إلى نظام حقوق السحب الخاصة انتقادات كثيرة أهمها ما يلي:

- أ - توزيع الحصص على الدول الأعضاء بنفس النسب المئوية لمساهماتهم في رأس مال الصندوق (الحصص) و هذا يعني استثثار الدول الصناعية الغنية بنصيب الأسد من الإصدارات الجديدة لحقوق السحب الخاصة.
- ب - إن القرارات التي تتخذ لإصدار حقوق السحب الخاصة الجديدة تستوجب الحصول على نسبة 85% من الأصوات في المجلس التنفيذي، و لا تحصل هذه النسبة العالية إلا بموافقة الدول الصناعية مجتمعة، و بما أن أمريكا لديها أكثر من 20% من القوة الصوتية في المجلس التنفيذي فإن بمقدورها الاعتراض على إصدار حقوق سحب خاصة جديدة إذا كان الأمر ليس من مصلحتها.
- ج - إن زيادة حقوق السحب الخاصة يؤدي إلى حدوث زيادات في معدلات التضخم العالمية، و ذلك لزيادة الطلب على صادرات الدول الصناعية.

الوحدة الخامسة: ميزان المدفوعات وآليات تصحيح الاختلال فيه:

1- ميزان المدفوعات : تعريفه ، أهميته ، عناصره ،

✓ تعريف ميزان المدفوعات

✓ أهمية ميزان المدفوعات

✓ عناصر و مكونات ميزان المدفوعات

2- الحقوق و الديون التي تنشأ من مبادلات

✓ المبادلات التي تُنشأ الحقوق

✓ حقوق و ديون الدولة

3- التوازن في ميزان مدفوعات و أسباب إختلال

✓ التوازن في ميزان المدفوعات

-التوازن و التساوي الحسابي

-التوازن الإقتصادي

✓ أسباب إختلال المدفوعات

4- طرق حساب ميزان المدفوعات

✓ طريقة حساب الدخل

✓ طريقة الحساب الجاري

5- تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات عن طريق آلية السوق :

✓ المنهج التقليدي في التوازن عن طريق الإثمان

-التوازن في ظل ثبات الصرف :

-التوازن في ظل حرية الصرف :

✓ المنهج الكينزي في التوازن عن طريق الدخل :

- الميل الحدي للاستيراد :

- مضاعف التجارة الخارجية :

-اثر تغيرات الدخل في ميزان المدفوعات :

✓ التوازن عن طريق التدفقات المالية الدولية :

ثانيا: تدخل الدولة و علاج الاختلال في ميزان المدفوعات .

✓ إجراءات خفض الإنفاق المحلي :

✓ إجراءات لتحويل الإنفاق : -تقليص الواردات -تنشيط الصادرات

المقدمة :

إن ميزان المدفوعات هو بمثابة الحساب الذي يسجل قيمة الحقوق و الديون الناشئة بين بلد معين و العالم الخارجي وذلك نتيجة للمبادلات و المعاملات التي تنشأ بين مقيمين في هذا البلد و نظرائهم بالخارج خلال الفترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة.

و لميزان المدفوعات أهمية كبيرة لأنه من خلال دراسة مفردات يعكس لنا درجة التقدم الاقتصادي في هذا البلد و يمكننا من تحديه مركزه المالي بالنسبة للعالم الخارجي لذلك في الغالب ما يطلب صندوق النقد الدولي من جميع أعضائه تقديم موازين مدفوعاتها السنوية لكون هذا الميزان من أهم المؤثرات دقة في الحكم على مركز الخارجي للعضو.

1- ميزان المدفوعات - تعريفه - أهميته - مكوناته -

1-1 تعريف ميزان المدفوعات

1- يعرف ميزان المدفوعات على أنه السجل الأساسي المنظم و الموجز الذي تدون فيه جميع المعاملات الاقتصادية التي تتم بين الحكومات و المواطنين و المؤسسات المحلية لبلد ما مع مثيلاتها لبلد أجنبي خلال فترة معينة عادة سنة واحدة .

2- و هو عبارة عن تقدير مالي لجميع المعاملات التجارية و المالية التي تتم بين الدولة و العالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة غالبا ما تكون بسنة .

3- كما يمكن تعريفه على أنه سجل لحقوق الدولة و ديونها خلال فترة زمنية معينة.

يقوم إعداد ميزان المدفوعات على مبدأ القيد المزدوج مما يجعله من الناحية المحاسبية متوازنا ، فالجانب الدائن (إيجابي) تندرج تحته كافة المعاملات التي تجعل الدولة من خلالها على إيرادات من العالم الخارجي.

أما اجانب المدين تنطوي تحته جميع المعاملات التي تؤدي الدولة من خلالها مدفوعات للعالم الخارجي و تواجه (عمليات) عملية تسجيل العمليات الاقتصادية في ميزان المدفوعات صعوبات مثل مشكلة التفريق بين المقيم و الغير مقيم.

مشكلة إختلاف في أسس حساب القيم الدولية ، ومشكلة التوقيت.

1-2 : أهمية ميزان المدفوعات

إن لبيانات ميزان المدفوعات دلالاتها الخاصة التي تعبر عن الأحوال الاقتصادية للبلد بغض النظر عن الفترة الزمنية التي تغطيها دراسة هذه البيانات لذلك فإن تسجيل هذه المعلومات المعاملات الاقتصادية الدولية في حد ذاتها مسألة حيوية لأي إقتصاد وطني و هذا لأسباب التالية :

- إن هيكل هذه المعاملات الاقتصادية يعكس قوة الإقتصاد الوطني و قابلته و درجة تكيفه مع المتغيرات

الحاصلة في الإقتصاد الدولي لأنه يعكس حجم و هيكل كل من الصادرات و المنتجات بما فيه العوامل

المؤثرة عليه كحجم الإستثمارات و دردة التوفيق مستوى الأسعار و التكاليف.

- إن ميزان المدفوعات يظهر القوة المحددة لسعر الصرف من خلال فروق الطلب و عرض المعاملات الأجنبية و يبين أثر السياسات الإقتصادية على هيكل التجارة الخارجية من حيث حجم المبادلات و نوع سلع التبادل الشئ الذي يؤدي إلى متابعة و معرفة مدى تطور البيان الإقتصادي للدولة و نتائج سياساتها الإقتصادية.

- يشكل ميزان المدفوعات أداة هامة تساعد السلطات العامة على التخطيط و التوجيه العلاقات الإقتصادية الخارجية للبلد بسبب هيكله الجامع : كتخطيط التجارة الخارجية من الجانب السلعي و الجغرافي أو عند وضع السياسات المالية و النقدية.

و لهذا تعد المعلومات المدونة فيه ضرورية للبنوك و المؤسسات و الأشخاص ضمن مجالات التمويل و التجارة الخارجية .

1-3 : مكونات ميزان المدفوعات

نظرا لطبيعة المعاملات الإقتصادية المتشعبة و المتشابكة لأي بلد مع بقية العالم الخارجي فإنه من الصعوبة حصرها و تدوينها بصورة منفردة في ميزان المدفوعات و لهذا يمكنه إعطاء البيان موجز لهذا الحكم من المعاملات و تدوينها في فترة و أقسام مستقلة يضم كل منها نوعا متميزا من المعاملات ذات الطبيعة المتشابهة و المتقاربة الأهداف لذلك فإن ميزان المدفوعات يتركب من 5 حسابات هي :

أولا : الحساب الجاري

يمثل هذا الحساب جميع المبادلات من السلع و الخدمات و هو يتألف من عنصرين :

أ. الميزان التجاري : و هو يتعلق بتجارة السلع أي صادرات السلع و واردتها خلال فترة محل الحساب و هو الفرق بين قيمة الصادرات و قيمة الواردات و يسمى أيضا بميزان التجارة المنظورة .

ب. ميزان للخدمات : تسجل فيه جميع المعاملات الخدمية مثل خدمة النقل و السياسة و الملاحظة و الخدمات المالية و هو يسمى بميزان التجارة الغير منظورة.

(يجدر ذكر بأن 70% من التجارة الدولية هي تجارة الخدمات).

ثانيا : حساب التحويلات من طرف واحد

يتعلق هذا الحساب بمبادلات تمت بين الدولة و الخارج بدون مقابل أي أنها عمليات غير تبادلية أي هي من جانب واحد و هي تشمل الهبات و المنح و الهدايا و مساعدات و أية تحويلات أخرى لا ترد سواء كانت رسمية أو خاصة.

ثالثا : حساب رأس المال (العمليات رأس المال)

يدخل في هذا الحساب جميع العمليات التي تمثل تغيرا في مراكز الدائنية و المديونية للدولة لأن معاملات الدولة مع الخارج لا تقتصر على تجارة السلع و الخدمات فقط بل هناك حركات رؤوس الأموال التي تنتقل من بلد لآخر و التي تنقسم بنوعين:

أ. رؤوس الأموال طويلة الأجل

و هي التي تتجاوز السنة كالقروض الطويلة الأجل و الإستثمارات مباشرة و الأوراق المالية (أسهم السندات) أي بيعها و شراؤها من و إلى الخارج.

ب. رؤوس الأموال قصيرة الأجل

و هي التي لا تتجاوز السنة مثل الودائع المصرفية و العملات الأجنبية و الأوراق المالية القصيرة الأجل والقروض قصيرة الأجل.

و تعد هذه الأشكال من التحويلات الرأسمالية حقا أو دينا للدولة على الخارج أو العكس أي أنها قد تضيق أو تنقص من الحقوق أو الديون للبلد على العالم الخارجي.

رابعا : ميزان حركة الذهب و النقد الأجنبي

تُقيم تسوية المدفوعات عن طريق العملات الأجنبية أو الذهب و الذي كان من أكثر وسائل الدفع قبولا في الوفاء بالالتزامات الدولية فتسوى الدولة عجز ميزان مدفوعاتها بالذهب إلى الخارج. كما يمكنها في حالة وجود فائض بشراء كمية من الذهب من الخارج وفقا لقيمة هذا الفائض .

خامسا : بند السهو و الخطأ

يستعمل هذا البند من أجل موازنة ميزان المدفوعات من الناحية المحاسبية أي تساوي جانب المدين مع جانب الدائن لأن تسجيل العمليات يكون تبعا لطريقة القيد المزدوج . كما يستخدم هذا البند في الحالات التالية :

- الخطأ في تقييم السلع و الخدمات محل التبادل نتيجة إختلاف أسعار صرف العملات.
- قد تؤدي ضرورات الأمن القومي للبلد إلى عدم الإفصاح عن مشترياته العسكرية من الأسلحة و عتاد لهذا تم إدراجها ضمن بند السهو و الخطأ.

سادسا : طريقة التسجيل

إن تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات يكون طبقا لطريقة القيد المزدوج أي تسجيل مرتين في الجانب المدين و الجانب الدائن.

بالنسبة للجانب المدين يأخذ الإشارة (-) سالبة و هو يشمل :

- الإسترادات من السلع و الخدمات

- الهدايا و المنح و المساعدات المقدمة للجانب

- رؤوس الأموال الطويلة و القصيرة الأجل المتجهة نحو الخارج

فهذا الجانب يأخذ إما شكل زيادة الأموال الوطنية في الخارج أو تقليل الأموال الأجنبية في الداخل.

أما جانب الدائن يأخذ إشارة + و هو يشمل :

- الصادرات من السلع و الخدمات

- الهدايا و المنح و المساعدات مقدمة من الخارج

- رؤوس الأموال القادمة من الخارج.

2- الحقوق و الديون التي تنشأ من المبادلات الدولية

ميزان المدفوعات بيان بالحقوق و الديون الدولية و عليه يمكن تعريفه بأنه نسبة بين مجموع المدفوعات المطلوبة و مجموع الديون المستحقة و قد لا يبين ميزان المدفوعات هذه الحقوق و الديون جميعا إنما يكتفي بيان صافيها "أي الفرق بين حقوق الدولة و ديونها" فإذا كانت الحقوق أكثر من الديون كان الفرق إيجابيا (+) إذ كانت الديون أزيد من الحقوق كان الصافي أو الفرق سلبيا (-) و عندئذ يعرف ميزان المدفوعات بأنه صافي الحقوق والديون الدولية للدولة.

2-1 المبادلات التي تنشئ الحقوق و الديون

بين ميزان المدفوعات فضلا عن الحقوق و الديون تلك المبادلات التي أنشأت الحقوق و الديون و مع هذا إنه يبين المناسبة في حصول الدولة على حق أو تحملها الدين ، فميزان المدفوعات يبين الطريقة التي أصبحت بها الدولة دائنة أو مدنية للخارج فهو يبين ما حصلت عليه الدولة و ما أنفقته نتيجة للسياحة أو نتيجة الإستثمارات الدولية أو نتيجة للإستيراد أو للتصدير و ليس معنى هذا أن ميزان مدفوعات يهتم ببيان علاقة دائنية أو المديونية من الناحية القانونية وإنما كل ما يعنيه هو بيان المناسبة الإقتصادية و هي المبادلة الدولية التي جعلت للدولة حقا أو عليها دينا دوليا.

2-2 حقوق و ديون الدولة

الحقوق و الديون الدولية ليست في الواقع حقوقه و ديون ناشئة فيما بين أفراد في دول مختلفة فيجب أن نتذكر أن العلاقات الإقتصادية الدولية هي علاقات تبادل بين الأفراد لا بين الحكومات و على ذلك فالحقوق والديون الدولية هي حقوق الأفراد و ديون على الأفراد ينتمون لبلاد مختلفة .

و ميزان المدفوعات يسجل الحقوق و الديون خلال مدة معينة هي سنة و الأصل في ميزان المدفوعات أنه لا يبين سوى العمليات التي أنشأت حقوق أو ديون ، و دفعت فعلا إذ يجب التفريق بين إبرام العمليات و دفعها في تاريخين لا في تاريخ واحد فالمبادلة قد تعقد و تدفع فورا و قد لا يتم الدفع إلا بعد أجل قصير أو طويل و يكثر في التجارة الدولية أن يتم البيع و الشراء قبل الدفع بتسعين يوما و ميزان المدفوعات لا يهتم إلا بتلك العمليات التي عقدت و دفعت خلال مدة سنة إما إذا عقدت الصفقة و لم تسو فإنها تعتبر من وجهة نظر التحاسب الدولي كأنها لم تعقد بعد .

3- توازن في ميزان مدفوعات و أسباب إختلاله

3-1 توازن في ميزان مدفوعات:

أولا: توازن الحسابي لميزان مدفوعات:

إن الفائض (الرصيد الإيجابي) في ميزان التحويلات الرأسمالية يجب أن يساوي تماما مقدار العجز (الرصيد سلبي) في ميزان معاملات الجارية و ميزان (حركات الذهب) .

و كذلك فإن العجز (الرصيد السلبي) في ميزان التحويلات الرأسمالية يجب أن تساوي تماما مقدار الفائض (الرصيد الإيجابي) في ميزان معاملات جارية (و ميزان حركات ذهب) فجانبا ميزان مدفوعات يجب أن يكون متساويين حسابيا في كل سنة و على دولة أن تسوى العجز ميزان معاملات الجارية إما بالإقراض من الخارج أو بالدفع من أرصدها من العملات الأجنبية أو بتصدير الذهب و أن تسوي الفائض في ميزان معاملات جارية بإقراض دولة التي حققت معها العجز أو التحصيل قيمته منها بالعملات الأجنبية أو إستيراد الدولة ذهب من دولة العجز و يتضح ذلك في مثالين تالين لكل من تركيا و بريطانيا .

1929	1929
ميزان مدفوعات أمريكي	ميزان مدفوعات تركي
-ميزان التجارة -185.3	ميزان التجاري -45.1
-ميزان الخدمات + 1138	-ميزان الخدمات : -2.7
-ميزان التجارة و الخدمات -716	-ميزان التجارة و الخدمات :- 47.8
-ميزان فوائد و الأرباح +1217	-ميزان الفوائد و أرباح :- 2.2
-ميزان المعاملات الجارية + 501	-ميزان معاملات جارية :- 5.0
-ميزان تحويلات رأسمالية - 575	-ميزان تحويلات رأسمالية : + 54
-ميزان حركات ذهب +74	-ميزان حركات ذهب -4
بملايين دولارات أمريكية	بملايين دولارات أمريكية

و يطلق على التحويلات الرأسمالية التي تتم لا لشيء سوى تحقيق التساوي الحسابي لميزان مدفوعات إسم تحويلات موازنة تمييزا لها عن تحويلات الرأسمالية مستقلة التي تتم أساسا للإستفادة من الفرق بين معدلات الربح في البلاد مختلفة أو هربا من ظروف سياسية .

ثانيا : التوازن الإقتصادي لميزان مدفوعات

إن التوازن الإقتصادي هو الذي يعتد به وليس التوازن الحسابي، و يستدل على التوازن أو الإختلال في ميزان مدفوعات و هو الذي يعبر عنه بوجود الفائض أو العجز بالرجوع إلى معاملات الجارية و التحويلات الرأسمالية مستقلة و هناك تعريفان أحدهما يعتد بالتحويلات الرأسمالية مستقلة و من ثم يكون ميزان مدفوعات في حالة توازن إذ كانت المتحصلات من المعاملات التجارية و التحويلات الرأسمالية المستقلة مساوية للمدفوعات عنها فيكون في حالة فائض إذ زادت المتحصلات عن المدفوعات و في حالة عجز إذ قلت المتحصلات عن المدفوعات و يبرر هذا التعريف أن معاملات جارية و التحويلات مستقلة هي معاملات مستقلة تتم نتيجة للتفاعل بين القوى الإقتصادية، و لا يؤخذ بهذا التعريف إلا إذا كانت التحويلات الرأسمالية مستقلة تتميز بصفة الإستمرار .

أما إذا كانت طارئة غير مستمرة فيؤخذ بالتعريف الآخر الذي يعتد فقط بالمعاملات الجارية و طبقا لهذا التعريف يعتبر ميزان مدفوعات في حالة فوائض إذا كانت متحصلات عن معاملات جارية أكبر من مدفوعات والعكس في حالة العجز و يشترط ألا يكون هذا التوازن قد تحقق عن طريق الرقابة مباشرة على التجارة خارجية و لا يكون هذا التوازن الخارجي قد تحقق عن طريق إختلال داخلي بإتباع سياسة إنكماشية في الداخل تؤدي إلى إنتشار بطالة و إنخفاض الدخول إنخفاضاً كبيراً و أن لا تكون هذا التوازن في ميزان مدفوعات قد تحقق عن طريق تخفيض السعر لقيمة العملة وطنية و بصفة مستمرة بالنسبة للعملة الأجنبية.

3-2 : أسباب إختلال ميزان مدفوعات

لقد قلنا أن ميزان مدفوعات يكون متوازناً حسابياً نظراً لإتباع طريقة القيد مزدوج إذن كيف هذا الخلل في الوقت الذي يكون ميزان متوازناً و نقول أن الخلل يكون في أقسام معينة من ميزان المدفوعات و عادة يكون العجز في الحساب الجاري بإعتباره من أكبر حسابات و الذي يؤدي عجزه إلى إضرار الإقتصاد وطني مما سيؤدي سلبي على قيمة العملة محلية في سوق الصرف الأجنبي نتيجة لعرض العملة المحلية أكثر من طلب أجنبي عليها لذلك تستخدم السلطات في هذه الحالة سياسات نقدية و المالية لمعالجة خلل و توجد أسباب عديدة إلى حدوث هذه الخلل و لعل أهمها :

1-التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة محلية : يوجد علاقة وثيقة بين ميزان مدفوعات و سعر صرف العملة للبلد فإذا كان سعر الصرف لعملة بلد ما أكبر من قيمتها الحقيقية ، سيؤدي إلى إرتفاع أسعار السلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجنبي مما يؤدي إلى إنخفاض الطلب الخارجي عليها و بالتالي سيؤدي ذلك إختلال في ميزان مدفوعات إما إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل مما يجب أن تكون عليه سيؤدي ذلك إلى توسيع الصادرات مقابل الواردات مما يؤدي إلى حدوث أيضاً إختلال في ميزان لذلك هذه الإختلالات غالباً ما ينتج عنها ضغوط تضخمية و التي تساهم في إستمرارية إختلال التوازن.

2-أسباب هيكلية :

و هي أسباب متعلقة بمؤشرات متعلقة للإقتصاد الوطني وخاصة (هيكل تجارة خارجية) سواء صادرات أو واردات إضافة إلى قدرتها الإنتاجية وبأساليب فنية متقدمة، وهذا ما ينطبق تماماً على حالة دول نامية التي يتسم هيكل صادراتها بالتركيز السلعي أي إعتماها على سلعة أو سلعتين أساسيتين (زراعية أو معدنية أو بترولية) حيث عادة ما تتأثر هذه الصادرات بالعوامل الخارجية متجسدة في مرونة طلب خارجي عليها في أسواق عالمية كتغير أسواق المستهلكين وانصرافهم عن هذه سلع أو عند حدوث تقدم فني في الخارج يؤدي إلى خفض أثمان سلع مماثلة لصادرات هذه الدول بالخارج.

3-أسباب دورية :

وهي أسباب تتعلق بالتقلبات الإقتصادية التي تصيب النظام الإقتصادي الرأسمالي. ففي فترات انكماش ينخفض الإنتاج والدخل والتمن وتزداد معدلات البطالة. فتنكمش الواردات مما قد يؤدي إلى حدوث فائض وفي فترات

التضخم يزيد إنتاج وترتفع الأثمان أجور الدخل فتقل قدرة البلد على التصدير وتزيد إيراداته مما قد يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات. ويلاحظ أن التقلبات لا تبدأ في نفس الوقت في كافة الدول، كما تتفاوت حدتها من دولة إلى أخرى وتنتقل هذه التقلبات الدورية عن دول ذات الوزن في الإقتصاد العالمي إلى دول أخرى (الشركاء التجاريين) عن طريق مضاعفة تجارة خارجية وتتأثر بالتالي موازين مدفوعات هذه الدول عن طريق مستويات الأسعار.

4- الظروف الطارئة:

قد تحصل أسباب عرضية لا يمكن التنبؤ بها وقد تؤدي إلى حدوث اختلال في ميزان مدفوعات الفطر كما في حالة الكوارث الطبيعية واندلاع الحروب والتغير المفاجيء في أذواق المستهلكين محليا أو دوليا وهذه الحالات ستؤثر في صادرات القطر المعني الشيء الذي ينجده عنه انخفاض في حصيلة هذه الصادرات مقدرة بالنقد الأجنبي خصوصا قد يصاحب ذلك تحويلات رأسمالية إلى الخارج قطر مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

5- أسباب أخرى:

من أسباب أخرى التي قد ينشأ عنها اختلال في ميزان المدفوعات كإخفاض الإنتاجية في دول نامية نتيجة قلة أدوات الإنتاج لذلك تقدم هذه الدول على برامج للتنمية الإقتصادية وأجتماعية يزداد فيها استيرادها من آلات والتجهيزات الفنية ومستلزمات الإنتاج وغيرها من سلع التنمية لفترة طويلة وتهدف هذه البلدان من هذا إلى رفع مستوى الإستثمار الذي غالبا ما يتجاوز طاقتها من الإدخار اختياري ويزداد عنه هذا التفاوت بين مستوى الإستثمار ومستوى الادخار اتجاها نحو تضخم. وهو اتجاه مزمن وإذانة سنة بعد سنة ونتيجة لهذا التضخم ونظرا لزيادات واردات الدول المتطورة فإنها تعاني عجزا دائما أو مزمن في ميزان مدفوعاتها وتمول هذه الواردات بعقود طويلة أجل معقودة مقدما

4- طرق حساب ميزان المدفوعات.

يتضمن ميزان المدفوعات حسابات السلع، والخدمات والدخول، ورؤوس الأموال غير أن هذه الطريقة ليست شائعة في حساب ميزان المدفوعات لذلك تتبع طرق أخرى في الحساب فيحسب مثلا بطريقة الصافي، فنحصل على صافي التجارة، وصافي الخدمات وصافي الفوائد وصافي رؤوس الأموال المقرضة أو المقرضة أو يحسب بطريقة الحساب المصرفي بحيث لا يظهر في الميزان سوى تلك العمليات التي أدت إلى عرض أو طلب العملة في السوق الصرف فعلا، أما العمليات التي تتم كالهبات والمقايضات العينية فلا تأخذ مكانها في ذلك الميزان. غير أن هذه الطرق جميعا ليست شائعة، وأما الشائع في العمل طرق أخرى يمكن أن نذكر أهمها، وهي طريقة الدخل: طريقة الحساب الجاري.

4-1 طريقة حساب الدخل.

ميزان المدفوعات، محسوبا بطريقة الدخل، يتضمن كل مبلغ تتلقاه الدولة أو دفعته بوصفه دخلا أي أن إستلامه لا يزيد مديونية الدولة ولا ينقص رأس ماله، ودفعه لا ينقص مديونية البلد ولا يزيد رأس ماله وعندئذ تعتبر الإيرادات كالدخل، والمدفوعات كالإنفاق.

ولا يتضمن الميزان بهذه الطريقة كل المدفوعات والإيرادات، وإنما ينطوي فقط على:
أولا: ميزان التجارة المنظورة.

ثانيا: ميزان التجارة غير المنظورة: ويشمل على الخدمات والمدفوعات الإختيارية كالهدايا والإجبارية كالتعويضات الملزمة.

ثالثا: ميزان الفوائد والأرباح.

عندئذ يتبقى رصيد سلمي(عجز) أو إيجابي(فائض) وهذا الرصيد يحدد ما يسمى " حساب رأس المال " ، فحساب رأس المال يتحدد بصافي حساب الدخل ، ويتمثل حساب رأس المال في هذه الحالة في ثلاث عمليات:

1- إختيار النقود ويمكن الإستدلال عليها بصادرات وواردات الذهب فاستيراد الذهب يزيد الاختيار.

2- الاستثمار المباشر في صورة مشروعات يشرف عليها أصحاب رأس المال.

3- الاستثمار غير مباشر في صورة قروض وأموال موظفة.

4-2 طريقة الحساب الجاري.

وهناك طريقة ثانية لحساب ميزان المدفوعات، قريبة من طريقة الدخل ففيها يقسم ميزان المدفوعات قسمين:

- قسم العمليات الجارية.

- وقسم العمليات لرأس مالية.

العمليات الجارية شبيهة بحساب الدخل والعمليات الرأس مالية شبيهة بحساب رأس مال لهذا لا يمكن أن تسمى هذه الطريقة باسم طريقة الحساب الجاري.

أولا: العمليات الجارية.

تقيد في حساب العمليات الجارية قيمة كل المدفوعات والإيرادات الناتجة عن عمليات جارية، مثل شراء وبيع السلع والحصول على الخدمات وتقديم الفوائد وبصفة عامة تدخل كل العمليات الدولية إلا تلك التي تحدث

تغيرا في مركز البلد كدائن أو مدين وإلا عمليات الذهب كالنقد فالعمليات الجارية عمليات تقع على منتجات دون أن تمس مصادر الإنتاج وهكذا تتضمن السلع والذهب غير النقدي+الخامات+الفوائد والأرباح.

ثانيا: العمليات الرأس مالية.

تقيد في حساب العمليات الرأس مالية كل العمليات التي يكون من أنها تغيير مركز البلد بوصفه دائن أو مدين، أو التغيير في حركات الذهب النقدي. فهي تتعلق برأس مال البلد لا بإنتاجه. ولهذا تتضمن: رأس

مال+الذهب النقدي+الهبات والمنح وعندما تضاف العمليات الرأس مالية إلى العمليات الجارية يصبح ميزان المدفوعات متعادلا.

5-تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات

1-5 التصحيح عن طريق آلية السوق :

استقر الفكر التقليدي في هذا المجال على قدرة جهاز الثمن على تحقيق التوازن الخارجي و مع أزمة الثلاثينات و تحت تأثير أفكار "كينز" ووجهت الأنظار نحو تغيرات الدخل القومي لاعادة التوازن، أما التحليل الحديث فيفسح المجال أمام تغيرات الأثمان و تغيرات الدخل في تفسير التوازن الخارجي للدولة فضلا عن ادخال العمليات المالية في نطاق هذه النظريات بقصد الوصول الى نظريات شاملة.

1-1-5 المنهج التقليدي في التوازن عن طريق الإثمان

تتلخص النظرية التقليدية في أن توازن ميزان المدفوعات لدولة ما يتم نتيجة لحركات الأثمان في الداخل و الخارج و أثر هذه الحركات على حجم التصدير والإسترد ، فكل اختلال يخلق الظروف الكفيلة بعلاجه و القضاء عليه من قوى السوق نفسها ودون حاجة إلى تدخل مباشر من السلطات العامة ، و يميز الاقتصاديون التقليديون و التقليديون الجدد بين التوازن المحقق في ظل ثبات الصرف حيث تلعب أثمان السلع و الخدمات و كذلك أسعار الفائدة في الدولة و في الخارج دورها في إعادة التوازن ، و بين هذا التوازن في ظل حرية الصرف حيث تقوم أسعار الصرف بهذا الدور.

-التوازن في ظل ثبات الصرف :

و التوازن هنا يتم عن طريق ما تمارسه حركات الذهب من تأثير على مستويات الأثمان ، ففي ظل قاعدة الذهب يتم مقابلة الفرق بين المدفوعات و المتحصلات في ميزان المدفوعات عن طريق خروج أو دخول الذهب و ما يترتب على ذلك من تغيرات تحدث من خلال جهاز الثمن تتكفل تلقائيا بإعادة التوازن.

أ-تصحيح فائض العمليات الخارجية مع العالم الخارجي بحركات المستوى العام للأسعار :

لابد الآن البحث عما يحدث لو دام الاختلال في ميزان المدفوعات ، و كانت سياسة تصحيح هذا الاختلال تقوم على حركات المستوى العام للأسعار ، ومثال على ذلك للدولة "أ" التي تتراكم الأرصدة الخارجية لبنوكها المحلية ، إذا ما كان الاختلال منطويا على فائض في عملياتها الجارية مع العالم الخارج. إن معنى وجود هذا الفائض، أن الدولة "أ" دائنة للعالم الخارجي بقيمة هذا الفائض، و لو استمر ذلك لفترة معينة، فإنها تحصل على ذهب من الخارج و ذلك لسداد فائض التصدير ، وهنا يحصل المصدرون المحليون في هذه الدولة "أ" على العملة المحلية من البنك المركزي للدولة سدادا لأرصدتهم الدائنة لدى المستوردين الأجانب في العالم الخارجي ، والتي تتمثل في قيمة " فائض التصدير " .

و من ثم فإن زيادة رصيد البنك المركزي ، من الذهب في الدولة " أ " يعمل على زيادة حجم الإصدار من أوراق النقد ، لان الذهب هو غطاء إصدار هذه النقود القانوني في ظل نظام الذهب ، الأمر الذي يؤدي إلى توسيع البنك المركزي في منح القروض إلى البنوك التجارية و تشجيعها على ذلك بخفض سعر الخصم ، ثم تعمل البنوك التجارية بدورها على التوسع في منح الائتمان إلى العملاء ، أي التوسع في حجم القروض الممنوحة منها إلى العملاء لتتخذ شكل ودائع مصرفية ، وذلك من خلال خفض سعر الفائدة عن هذه القروض و تيسير شروط منح القروض .

وبناء عليه فان زيادة كمية النقود القانونية و النقود المصرفية " الودائع " تعمل على ارتفاع المستوى العام للأسعار داخل الدولة " أ " نتيجة نزوح الذهب من الخارج و انخفاض سعر الفائدة ، و هذا الارتفاع في المستوى العام للأسعار يؤدي إلى نقص الصادرات وزيادة الواردات ، إلى أن يتلاشى الفائض ، ويتم تصحيح اختلال ميزان المدفوعات في نهاية المطاف .

ب- تصحيح عجز ميزان العمليات الجارية في العالم الخارجي بحركات المستوى العام للأسعار :

و على العكس في ذلك وجود عجز في ميزان العمليات الجارية للدولة " أ " ، إذ تنقص الأرصدة الخارجية للبنوك التجارية في هذه الدولة " أ " ، وقد تتحول من أرصدة دائنة إلى أرصدة مدينة بمضي الوقت ولا يمكن أن تستمر هذه الحالة إلى مالا نهاية ، بل يجري اتخاذ التدابير الآتية على التوالي :

- تتقدم البنوك التجارية إلى البنك المركزي بطلب الحصول على ذهب تسديدا لما عليها من ديون من طرف البنوك الأجنبية ، و يعني هذا التدبير بطبيعة الحال ، نقص الاحتياطي السائل لدى البنوك التجارية (أي نقص أرصدة حساباتها لدى البنك المركزي).

- من ثم يعمل البنك التجاري في الدولة " أ " على محاولة إعادة السيولة النقدية لديها عن طريق تقييد حجم الائتمان (الودائع أو النقود المصرفية) من خلال رفع سعر الفائدة و التشدد في شروط منح الائتمان .

- هنا يرى البنك المركزي أن رصيده المعدني مهدد بالنفاد في أعقاب تصدير الذهب إلى الخارج سدادا للعجز في ميزان العمليات الجارية ، فيعمل من جانبه على المحافظة على هذا الرصيد بتقييد حجم القروض التي يقبل أن يمنحها للبنوك التجارية عن طريق رفع سعر الخصم ، كما انه يعتمد إلى تقييد حجم إصدار أوراق النقد (النقود القانونية) ، بسبب النقص في حجم الغطاء الذهبي في أعقاب تصديره إلى الخارج سدادا للعجز في ميزان العمليات الجارية .

و من هنا فان انكماش حجم الائتمان (النقود المصرفية) و النقص في كمية النقود المصدره (النقود القانونية) يؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار ، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة الصادرات و نقص الواردات و بالتالي إلى تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات .

- أن الاختلال الموجب (الفائض) في ميزان المدفوعات يؤدي إلى تضخم حجم الائتمان و ارتفاع المستوى العام للأسعار عن طريق نزوح الذهب من الخارج ، مما يؤدي بدوره إلى نقص الصادرات و زيادة الواردات إلى أن يتلاشى الفائض .

كما أن الاختلال السالب (العجز) في ميزان المدفوعات يؤدي إلى انكماش حجم الائتمان و انخفاض المستوى العام للأسعار عن طريق نزوح الذهب إلى الخارج .

وهكذا فإن التغيرات في المستوى العام للأسعار تؤدي عن طريق حركات الذهب إلى تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات ، موجبا كان أو سالبا ، أي إعادة التوازن الاقتصادي للميزان و بطبيعة الحال فإنه لا مجال لإتباع هذه الطريقة في تصحيح اختلال توازن ميزان المدفوعات بعد خروج الدول عن نظام الذهب مند عام 1931 ، ذلك لان آلية هذه الطريقة تنطوي على أن حركات المستوى العام للأسعار صعوبا و هبوطا تتوقف على حركات الذهب استيرادا و تصديرا ، طالما أن النظام النقدي السائد هو نظام الذهب .

-التوازن في ظل حرية الصرف : في غيبة نظام الذهب ، لن يكون ثمة ارتباط بين حركات الذهب من و إلى الخارج ، و بين كمية النقود (القانونية و المصرفية) التي يصدرها أو يخلقها النظام المصرفي في الدولة المعنية ، وبالتالي لن تكون لحركات الذهب تأثير ملموس على المستوى العام للأسعار داخل الدولة . و في غيبة التقلبات في المستوى العام للأسعار ، فإن الأداة البديلة لتصحيح الاختلال في ميزان مدفوعات الدولة المعنية هي حركات سعر صرف عملتها الوطنية إزاء عملات الدول الأخرى .

أ - آثار ارتفاع سعر الصرف على صادرات وواردات الدولة :

لو ارتفع سعر صرف عملة الدولة "أ" في سوقها الصرف الأجنبي ، أي أن ارتفاع سعر صرف عملة الدولة "أ" يجعل من سوقها المحلي مجالا غير ملائم للشراء منها في أعين المستوردين من مواطني الدولة الأخرى . ذلك أنه رغم ثبات أسعار سلع الدولة "أ" ، فإن أي مستورد يضطر لتقديم عدد من وحدات العملة الأجنبية أكبر من ذي قبل مقابل كل وحدة من العملة الوطنية التي ارتفع سعر صرفها بهذه العملة الأجنبية إذا أقدم على شراء سلع الدولة " أ " الأجنبية ، بعبارة أخرى أن المستورد الأجنبي سوف يجد أن سلع الدولة "أ" قد أصبحت أغلى ثمنا بالنسبة لهم ، لا لأن أسعارها قد ارتفعت ، بل لأن سعر صرف عملة الدولة "أ" قد ارتفع إذ يمكن للتاجر الوطني الآن أن يحرص على عدد من وحدات العملة الأجنبية أكبر من ذي قبل مقابل كل وحدة من العملة الوطنية ، و هذا من شأنه أن يدفع هذا التاجر و التجار الآخرين إلى زيادة استيراد السلع من الخارج خلاصة القول أن ارتفاع سعر صرف عملة الدولة "أ" يؤدي إلى نقص صادراتها و زيادة وارداتها من السلع .

ب - آثار انخفاض سعر الصرف على صادرات وواردات الدولة :

إذا انخفض سعر صرف الدولة "أ" فإن ذلك يؤدي إلى عكس النتائج السابقة ، إذا يزيد الحافز لدى التجار الأجانب في الدولة الأخرى إلى شراء سلع الدولة "أ" ، نظرا لأنهم يجدون الآن أنها أقل ثمنا بالنسبة لهم ، ما دام

أي تاجر من هؤلاء لا يدفع إلا عددا من وحدات العملة الأجنبية أقل من ذي قبل مقابل كل وحدة من العملة الوطنية "أ".

و في نفس الوقت , يقل الحافز لدى التجار الوطنيين في الدولة "أ" إلى استيراد السلع من الدول الأخرى , إذ أن أي تاجر من هؤلاء , سوف يجد نفسه مضطرا في سبيل الحصول على السلع من الخارج إلى أن يدفع عددا من وحدات العملة الوطنية أكبر من ذي قبل مقابل كل وحدة من العملة الأجنبية .
و خلاصة القول أن انخفاض سعر صرف عملة "أ" يؤدي إلى زيادة صادراتها ونقص وارداتها من السلع .

ج - آلية تصحيح موازين المدفوعات بالتغيرات في أسعار الصرف :

في ظل التحليل السابق , فإن ارتفاع سعر الصرف يعمل على نقص الصادرات وزيادة الواردات إلى أن يزول الفائض من ميزان المدفوعات وينعدم اختلال هذا الميزان , و على عكس ذلك فإن انخفاض سعر الصرف يعمل على زيادة الصادرات و نقص الواردات إلى أن يزول العجز في ميزان المدفوعات و ينعدم اختلال هذا الميزان .
و لمعرفة ما علاقة هذا التحليل بإعادة التوازن في ميزان المدفوعات سوف نفرض أن هناك فائضا في ميزان مدفوعات الدولة "أ" , مما يعني أن قيمة صادرات هذه الدولة تفوق قيمة وارداتها بمقدار هذا الفاض , مما يترتب عليه أن الطلب على العملة الوطنية للدولة "أ" أكبر من عرض هذه العملة , أي أن طب التجار الأجانب على العملة الوطنية في سبيل الحصول على السلع الوطنية أكبر من طلب التجار المواطنين على العملة الأجنبية , أي عرض العملة الوطنية في سبيل الحصول على السلع الأجنبية .
و ما دام الطلب على العملة الوطنية أكبر من عرض هذه العملة الوطنية , فإن سعر هذه العملة سوف يرتفع و بالتالي فإن هذا الارتفاع في سعر الصرف يعمل على نقص الصادرات و زيادة الواردات و هذا من شأنه زوال الفائض في ميزان المدفوعات , أي إعادة التوازن الاقتصادي لهذا الميزان .
و لو أن هناك عجزا في ميزان المدفوعات , فهذا يعني أن قيمة واردات الدولة "أ" تفوق قيمة صادراتها , وبالتالي فإن الطلب على عملتها الوطنية أقل من عرض هذه العملة الوطنية , مما يؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية للدولة "أ" , و من ثم فإن انخفاض سعر صرف هذه العملة الوطنية يعمل على زيادة صادرات الدولة "أ" و نقص وارداتها و هذا الشأن من شأنه زوال العجز في ميزان المدفوعات أي إعادة التوازن الاقتصادي لهذا الميزان .

- تغيير سعر الفائدة :

أ - حالة الفائض :

هذه الحالة تنجم في ارتفاع سيولة البنك و تشجيع الائتمان ما ينطوي عليه تخفيض سعر الفائدة المحملة على القروض من التأثير على ميزان رأس المال حيث يؤدي انخفاض العائد على رؤوس الأموال على تسربها إلى الخارج و من ثم إعادة التوازن في ميزان المدفوعات .

ب- حالة العجز :

هذه الحالة تؤدي إلى تدهور سيولة البنك و انكماش الائتمان و رفع سعر الفائدة مما يشجع رؤوس الأموال على الدخول بحثا عن العائد المرتفع و من ثم يعوض استيراد رأس المال العجز الطارئ على ميزان المدفوعات .

5-1-2 : المنهج الكينزي في التوازن عن طريق الدخل :

و مضمون هذه النظرية أن الاختلال في العلاقات الاقتصادية للدولة يؤدي إلى إحداث تغيرات في حجم الدخل القومي و التشغيل في كل دولة من الدول التي أصابها الاختلال ، و لبيان دور تغيرات الدخل في هذا الصدد ، ينبغي أن نعرف أولا أن حركة الدخل القومي (بالزيادة أو النقصان) تؤثر على حجم و قيمة الواردات (بالزيادة أو النقصان) و ثانيا أن كل تغيير في حجم وقيمة الصادرات (بالزيادة أو النقصان) تؤثر على الدخل القومي (بالزيادة أو النقصان) بمقدار أكبر من التغيير الأصلي الذي حدث في الصادرات, و في تفسيره لهذا التوازن يعتمد كثير على فكرتين أساسيتين هما الميل الحدي للاستيراد و مضاعف التجارة الخارجية .

- الميل الحدي للاستيراد :

يتوقف مقدار صادرات أي دولة خلال فترة معينة على ما ينفقه الأجانب على طلبهم لتلك الصادرات و يتوقف حجم ذلك الاتفاق بدوره على مستوى الدخل النقدي لهؤلاء الأجانب , فإذا زاد مستوى الدخل زاد الإنفاق و العكس بالعكس , و من ناحية أخرى تتوقف الواردات على الدخل القومي حيث تقوم علاقة طردية بين تغيرات الدخل و حجم الواردات , فتزداد الأخيرة بارتفاع مستوى الدخل و تنخفض بانخفاضه , و بالطبع لا تتجه كل الزيادة في الدخل إلى الاتفاق على الواردات حيث يخصص الأفراد نسبة معينة من الزيادة في الإنفاق على السلع و الخدمات الوطنية.

- مضاعف التجارة الخارجية :

تقرر النظرية الكينزية بوجود علاقة ظاهرة بين حجم الاستثمارات في أي بلد و حجم الدخل فيه , إذ تؤدي زيادة حجم الاستثمار إلى ارتفاع مستوى الدخل كما أن نقصان الاستثمار يؤدي إلى هبوط مستوى الدخل , و حيث يصدق ذلك ففي حالة الاقتصاد المغلق فإذا أخذت التجارة الخارجية في الحسبان يقتضي أن نرجع تغيرات الدخل لا إلى حجم الاستثمار فحسب بل و إلى تغيرات حجم الصادرات كذلك , فزيادة أي من استثمار أو الصادرات يمكن أن يعكس ارتفاعا في الدخل كما يؤدي نقصان أي منهما إلى انخفاض الدخل. أما مضاعف التجارة الخارجية فالمقصود به هو نسبة التغيير في الدخل القومي إلى ذلك التغيير الذاتي (أو الأصلي) في الإنفاق الذي تولد عن تحقيق فائض أو تسبب في حدوث عجز في ميزان مدفوعات الدولة مع الدولة الأخرى.

و على ذلك فلكي نصل إلى مضاعف التجارة الخارجية لابد من معرفة العلاقة بين الدخل من ناحية و بين كل من التصدير الاستيراد من ناحية أخرى .

و لحساب المضاعف في ظل اقتصاد مفتوح بتعين أن نأخذ في الاعتبار الإنفاق على الواردات إلى جانب الادخار ، أي لابد من إضافة الميل الحدي للاستيراد إلى جانب الادخار ، و بذلك يصبح مضاعف التجارة الخارجية هو مقلوب ميل دالتي الادخار و الاستيراد معا.

ـاثر تغيرات الدخل في ميزان المدفوعات :

و تستخدم فكرة مضاعف التجارة الخارجية هذه في بيان كيفية ، عودة التوازن إلى ميزان المدفوعات المختل بمساعدة تغيرات الدخل القومي ، فإذا كنا بصدد دولة تحقق فائض في ميزان مدفوعاتها فان زيادة الصادرات على الواردات تعني وجود زيادة في الإنفاق على الصادرات ، وتصدير إضافي من شأنه توليد دخول إضافية للاقتصاد القومي يتوقف مقدارها على معامل مضاعف التجارة الخارجية و الذي يعتمد على نسب التسرب أي الميل الحدي للادخار و الميل الحدي للاستيراد فزيادة الصادرات ستؤدي إلى زيادة حجم التشغيل في صناعات التصدير و زيادة الدخل في هذه الصناعات ، و يترتب على زيادة هذه الدخول تنشيط الفروع الإنتاجية الأخرى ، و يسود الاقتصاد القومي بصفة عامة زيادة في القوة الشرائية و زيادة في الطلب على السلع و الخدمات الوطنية و الأجنبية ، و سيتوقف مقدار ما ينفق على الواردات على قيمة الميل الحدي للاستيراد و كذلك يوجه جزء من هذه الزيادة في الدخل القومي إلى الادخار عادة ، أي ان زيادة صادرات الدولة يؤدي عن طريق الآثار الناتجة عن زيادة الدخل و التشغيل فيها إلى زيادة طلبها في الداخل و الخارج مما قد يؤثر بدوره بالنقص على صادراتها و يؤدي حتما إلى زيادة وارداتها و يخلق حركة في اتجاه عودة التوازن لميزان المدفوعات فيها و في الدول الأخرى في نفس الوقت.

أما في حالة تحقق عجز في ميزان المدفوعات ، نتيجة زيادة الواردات ، فإن عودة التوازن إلى هذا الميزان المختل سوف تكون

على نحو عكسي تماما للنحو الذي رأيناه في حالة وجود فائض ، فمضاعف التجارة الخارجية يعمل في اتجاه عكسي و يتسبب في نقص مقدار الدخل القومي بما مقداره عدة أضعاف مقدار النقص في الإنفاق الخارجي على منتجات الاقتصاد القومي ، فزيادة الواردات ستؤدي إلى زيادة التسرب الخارجي مما يؤدي إلى اتجاه الدخل للانخفاض و نقص الطلب على السلع و الخدمات بالدخل ، وهذا يؤدي بدوره إلى نقص جديد في الدخل القومي ، و يترتب على هذه الانخفاضات المتتالية في الدخل القومي نقص الاستيراد من الخارج و هذا يؤدي إلى اختفاء العجز في ميزان المدفوعات و من تم يعود التوازن تلقائيا إلى هذا الميزان بفضل تغيرات الدخل القومي . و هكذا توجد علاقة تبادلية بين الدخل القومي و بين ميزان المدفوعات فعن طريق مضاعف التجارة الخارجية تؤثر الصادرات على مستوى الدخل ، ونظرا لوجود علاقة ايجابية بين الدخل و بين الطلب على الواردات فإن مستوى الدخل ذاته يرتبط بحالة ميزان المدفوعات .

5-1-3 : التوازن عن طريق التدفقات المالية الدولية :

إن نظرية إعادة التوازن الخارجي عن طريق التأثير في الدخول أو الإثمان لا تأخذ في الحسبان اثر التدفقات المالية ، و مع ذلك تساهم هذه في المحافظة على توازن المدفوعات الدولية بنفس الدرجة التي تساهم بها تدفقات السلع و الخدمات و انطلاقا من حالة التوازن في دولة ما ، لابد من اخذ مسألتين في الاعتبار : الأولى هي احتمال حدوث ردود فعل في شكل تغير تلقائي في التدفقات المالية قادرة على تصحيح هذا التغير و تعويضه بحركة مماثلة في رصد المعاملات التجارية ، و الثانية هي احتمال ان يعقب التغير المستقل في رصيد المعاملات الجارية تغيرات معوضة في التدفقات المالية .

– التغير التلقائي في التدفقات المالية:

قد يكون هذا التغير نتيجة استثمارات خارجية طارئة في الدولة ، أو نتيجة زيادة المعونات الدول النامية أو نتيجة ائتمان مصرفي ، أو أي نوع آخر من العمليات التي رأيناها سابقا ، و في هذا الإطار لابد من التمييز على الأقل بين التدفقات المتصلة بسوق الأوراق المالية و تلك التي تتمثل في تدفقات الأرصدة النقدية ، و من الواضح أن تحويل الأموال بقصد المضاربة لا يحدث نفس الآثار التي يحدثها تدفق منتظم لرؤوس الأموال من الحكومات أو المؤسسات المالية التي تسعى وراء الاستثمار و الافتراض الذي نحن بصدد يطابق اقتراض النظرية المعروفة " بنظرية التحويلات " ، و وسيلة التصحيح هنا تؤثر في نفس الوقت في سوق النقد و سوق الأوراق المالية ، إذ يؤدي تحويل الأموال عن طريق سوق الصرف ، في بادئ الأمر إلى تخفيض الإمكانيات المتاحة لأولئك الذين يقومون بتصدير الأموال ، كما يخفض سيولة الجهاز المصرفي و يترتب على ذلك انكماش عام في الائتمان و ارتفاع أسعار الفائدة في الدولة المصدرة لرؤوس الأموال ، و آثار عكسية في الدولة التي تنتقل رؤوس الأموال إليها ، و هذا الارتفاع في سعر الفائدة يجذب بدوره رؤوس الأموال الأجنبية ، و لا يقتصر الأمر على ذلك ، فلو كان مصدر تصدير رؤوس الأموال سوق الأوراق المالية ، أو بمعنى أدق لو تمثل في رؤوس أموال طويلة الأجل فإنه سند مالي زيادة في الادخار الداخلي و أما تحويل أرصدة نقدية من السوق الداخلية إلى الخارج كان من الممكن استثمارها و في كلتا الحالتين تكون النتائج انكماشية ، أما نتيجة خفض الاستهلاك زيادة الادخار أو نتيجة خفض الاستثمار لارتفاع أسعار الفائدة في سوق الأوراق المالية ، و يترتب على ذلك انخفاض في الدخل ، و هنا يلعب المضاعف دوره فترتفع أسعار الفائدة و يظهر فائض في ميزان العمليات الجارية بسبب نقص الواردات و إتاحة الموارد للتصدير .

– التغيرات الذاتية في رصيد المعاملات الجارية :

فرض البداية هنا هو نفس الفرض السابق في حالة التوازن عن طريق تغيرات الدخل و الائتمان ، و السؤال الذي يثور هنا هو معرفة ما إذا كانت هناك تدفقات مالية تؤدي إلى استعادة التوازن عن طريق سوق النقد، أو سوق الأوراق المالية ، ففي سوق النقد يؤدي فائض ميزان المدفوعات إلى فيض من العملات في سوق الصرف و توسع في الائتمان و السيولة المصرفية ، كما رأينا و نحن بصدد التوازن عن طريق تغيرات الإثمان و يترتب على ذلك نفس النتائج أي تخفيض فائض المعاملات الجارية ؛ و ثمة آثار أخرى تحدث في نفس الوقت في سوق

الائتمان ، إذ أن تدفق السيولة يؤدي إلى خفض أسعار الفائدة ، و بخاصة أسعار الفائدة العالية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى تصدير رؤوس الأموال للاستفادة من أسعار الفائدة العالية نسبيا في الخارج ، و تؤدي زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية بدورها ، إلى زيادة عرض الأموال المتاحة للإقراض ، و بالتالي إلى انخفاض سعر الفائدة طويل الأجل ، و الشرط الأساسي لنجاح التوازن المالي في هذه الحالة هو عدم تدخل السلطات النقدية و اتباع سياسات مضادة بقصد زيادة السيولة النقدية لتعويض العجز في ميزان المدفوعات ، و يدل استقرار التاريخ الحديث على أن هذا الشرط قل ما يتحقق ، و في ضوء التحليل السابق يمكن القول بأن حركات رؤوس الأموال و تحويلات الموارد الحقيقية عن طريق العمليات الجارية يؤثر إحداهما في الآخر في الأجل الطويل ، غير أن كون هذه الأساليب بعيدة عن الكمال، بالإضافة إلى انتهاج سياسات حكومية متعارضة ، يؤدي إلى تكرار حدوث الاختلال في التوازن الخارجي و إلى طول مدته في بعض الأحيان، فضلا عن اشتداد وطأة ذلك الاختلال .

3-5 تدخل الدولة و علاج الاختلال في ميزان المدفوعات .

يحدث كثيرا ألا تدع السلطات العامة في الدولة قوى السوق و شأنه لإعادة التوازن لميزان المدفوعات لما يعنيه هذا من السماح بتغيرات من مستويات الائتمان و الدخل القومي ، و هو ما يتعارض مع سياسة تثبيت الائتمان واستقرار الدخل القومي عند مستوى العملة الكاملة ، و هي السياسة التي تعطيها الدولة أولوية بالنسبة إلى التوازن الاقتصادي الخارجي، و | في هذه الحالة تلجأ هذه السلطات إلى العديد من السياسات لعلاج اختلال ميزان المدفوعات ، و في هذا المجال يمكن التمييز بين السياسات المباشرة مثل الرقابة على الصرف، و القيود الكمية (نظام الحصص) ، و الرسوم الجمركية ، و بين السياسات غير المباشرة مثل تقديم الدعم أو الإعانات للصادرات... الخ كما يمكن للدولة أن تلجأ إلى تخفيض سعر الصرف لعلاج ميزان مدفوعاتها . و يرى الكثير من الاقتصاديين أن أي إجراءات تتخذ لعلاج ميزان المعاملات الجارية لدولة ما هي إما إجراءات لخفض الإنفاق و أما إجراءات لتحويل الإنفاق .

1-3-5 : إجراءات خفض الإنفاق المحلي :

بمعنى أنه إذا أريد التحقق فائض في ميزان المعاملات الجارية للدولة و لا بد من اتخاذ إجراءات لخفض الإنفاق المحلي حتى يمكن خفض الواردات عن طريق الميل الحدي للاستيراد أو بتحويل الإنفاق المحلي حتى يمكن خفض الواردات و في اتجاه السلع المنتجة محليا ، أما العلاج الكلاسيكي فيشمل الإجراءين معا ، فالتأثير في الاستثمار و خفض الموجه للاستهلاك يعتبر خفضا لإنفاق ، في حين يميل انخفاض الائتمان إلى كونه تحولا من الواردات إلى السلع المحلية في الدولة التي تعاني من العجز ، أما في الدولة التي تتمتع بفائض فإن الإنفاق يميل إلى التحويل من السلع المحلية إلى الواردات التي هي في ولقع الأمر صادرات الدولة التي تعاني من العجز .

2-3-5 : إجراءات لتحويل الإنفاق :

إن خفض سعر الصرف يعد تغييرا في سياسة تحويل الإنفاق , لأنه يرفع إثمان الواردات في الدولة التي تعاني من العجز , و يخفض إثمان الصادرات للمشتريين في العالم الخارجي , و التعريف الجمركية هي أيضا سياسة تحويل الإنفاق .

و يبدو أن الدول تفضل سياسة تحويل الإنفاق وهي تغيير أسعار الصرف , إذ الواقع أن الجانب الانكماشى في سياسة خفض الإنفاق هو ما تعارضه الدول , و إلى جانب التعريفات الجمركية , نجد أن سياسة خفض الإنفاق التي استخدمتها الدول , يدخل فيها معظم حصص الواردات و نظم الرقابة على النقد و دعم أثمان المنتجين المحليين المنافسين للواردات ... إلخ لكن سياسة تحول الإنفاق وحدها لا تحل المشكلة , فإذا كان لدى دولة ما عجز بسبب خروج الأثمان عن الخط المحدد لها فإن السياسات التي تؤدي إلى تحويل الإنفاق من الواردات إلى السلع المحلية سوف تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية نتيجة تحول الإنفاق سيسوء مركز ميزان المدفوعات من جديد و للحصول على فرص أفضل للنجاح في ازاله عجز ميزان المدفوعات لا بد أن يصاحب سياسة تحول الإنفاق خفض كافي للإنفاق حتى يمكن استئصال الظواهر التضخمية .

و جدير بالذكر أن تدخل الدولة لعلاج الاختلال في ميزان المدفوعات و لو أنه يقصد به أن يكون مؤقتا فحسب , إلا أنه قد يكون تدخلا دائما , و ذلك لأنه يمنع القوى التلقائية من مباشرة عملها في علاج الاختلال فضلا من أنه قد يخفي مصادره الأصلية و يسمح بإهمال أسبابه الحقيقية , فالواقع أن تدخل الدولة بإجراءاتها المختلفة لا يمكنها أن تكون بديلا عن سياسة اقتصادية سليمة تهدف إلى إزالة الأسباب الحقيقية للعجز في ميزان المدفوعات , و على الأخص الاتجاه التضخمي للاقتصاد القومي و ارتفاع الأثمان في الدخل بالمقارنة مع الدول الأخرى .

و نشير أحيرا إلى أنه لعلاج اختلال التوازن لا بد من معالجة أسبابه و هذه هي الكيفية التي يتعين بها فهم سياسة التسوية بمعناها الحقيقي , و لا حاجة لنا هنا إلى التأكيد على الترابط و التداخل في سياسات التسوية القومية في الدول المختلفة , إذ في المحيط الاقتصادي الدولي هناك ارتباط بين عجز ميزان مدفوعات بعض الدول و بين فائض البعض الآخر , و ما لم تتلاقى الأهداف و الأساليب قد تصبح إعادة التوزيع على المحيط الدولي أمرا مستحيلا و فضلا عن ذلك فإن كل حالة تقبل حلول ذات آثار توسعية و انكماشية على المبادلات الدولية أو الإنتاج , و غني عن البيان أن الأولى أكثر ملائمة للصالح العام , في حين أن النزعة إلى الحماية تدفع الحكومات عادة إلى إتباع الحل الثاني و المشكلة الدولية للتسوية : هي أولا و قبل كل شيء محاولة لتنسيق المصالح المتضاربة و تحقيق الارتباط بين تشخيص الاختلال و الأهداف و الوسائل التي تعيد التوازن سيرته الأولى لخدمة الصالح العام للمجتمع الدولي مجموعة .

و بالتالي فإن تدخل السلطات العامة يتم بصورة مباشرة غالبا بغية معالجة الخلل في ميزان المدفوعات تجنبنا لاستمراره من ناحية و للحد من الآثار الاقتصادية و الاجتماعية الناجمة عنه من ناحية أخرى و يتم تدخل باستخدام جملة من الإجراءات يمكن تحديدها على النحو التالي :

- إجراءات تتخذ داخل الاقتصاد الوطني و مثلها :

- بيع الأسهم و السندات المحلية للأجانب للحصول على العملات الأجنبية في حالة حصول عجز في الميزان .
- بيع العقاران المحلية للأجانب للحصول على النقد الأجنبي.
- استخدام أدوات السياسة التجارية المختلفة للضغط على الاستيراد مثل نظام الحصص أو الرسوم الجمركية إضافة إلى تشجيع الصادرات من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات .
- استخدام الذهب و الاحتياطات الدولية المتاحة لدى القطر في تصحيح الخلل في الميزان .

- إجراءات تتخذ خارج الاقتصاد الوطني :

- أ - اللجوء إلى القروض الخارجية من المصادر المختلفة مثل : صندوق النقد الدولي أو من البنوك المركزية الأجنبية أو عن أسواق المال الدولية... إلخ .
- ب- بيع جزء من الاحتياطي الذهبي للخارج .
- ج - بيع الأسهم و السندات التي تملكها السلطات العامة في المؤسسات الأجنبية لمواطني تلك الأقطار للحصول على النقد الأجنبي .

تقليص الواردات: و ذلك بفرض القيود على الواردات من سلع معينة أو منح استيراد هذه السلع كلية ، ولكي يمكن جعل تأثير هذا التوجه فعالا في تحقيق هدف استعادة توازن ميزان المدفوعات ، فان الدولة المعنية قد تعتمد على مايلي :

- نظام شامل لتراخيص الاستيراد.
 - نظام الحصص.
 - تشريعات الرقابة على الصرف (لتنظيم تحويل الأموال إلى الخارج) .
 - فرض الرسوم الجمركية على الواردات .
 - تنشيط الصادرات: وثمة وسائل مختلفة لتحقيق هذا الهدف، و مثال ذلك:
 - زيادة القدرة التصديرية للدولة عن طريق الارتفاع بجودة السلع التصديرية .
 - خفض تكاليف إنتاج السلع التصديرية، و ما يتبع ذلك من انخفاض مستويات أسعارها في الأسواق العالمية.
 - فتح أسواق جديدة للسلع .
 - منح منتجي السلع الجاهزة التصدير إعانات التصدير.
 - عقد الاتفاقات الثنائية في مجال التبادل التجاري للدولي .
 - الانضمام إلى الأسواق المشتركة التي تلغي الحواجز الجمركية فيما بين دولها .
- سوق العملات الأجنبية الآنية والآجلة

الوحدة السادسة: مصادر التمويل الدولي

- 1-مصادر التمويل متعددة الجهات
- 2-مصادر التمويل الشائئة
- 3-التمويل التجاري الدولي
- 4-الاستثمارات الدولية المباشرة
- 5-الاستثمارات الدولية الغير مباشرة

مقدمة

تشكل البنوك العالمية الكبرى والأسواق العالمية مصدري التمويل الرئيسية للشركات العالمية متعددة الجنسيات ولمعظم الدول الصناعية المتقدمة.

• أما دول العالم الثالث النامية فتعتمد بشكل خاص على مصادر التمويل الرسمية، الثنائية و متعددة الجهات، لتغطية الفجوة التمويلية الخارجية لديها، حيث تتمثل هذه الفجوة بعدم كفاية إيرادات هذه الدول من العملات الأجنبية لتغطية التزاماتها بهذه العملات الضرورية لتغطية العجز في ميزان المدفوعات وموازنة الدول وبشكل خاص خدمة الدين العام الخارجي لديها

1- مصادر التمويل متعددة الجهات:

• تشكل المنظمات المالية الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمنظمات المالية الإقليمية مثل الصندوق العربي للإئتماء الإقتصادي والإجتماعي، صندوق النقد العربي، البنك الإسلامي للتنمية، بنك الإستثمار الأوروبي وغيرها، مصادر التمويل المتعددة الجهات لدينا.

• تخصص قروض البنك الدولي والبنوك الإقليمية في تمويل مشاريع البنية التحتية المولدة للنمو الإقتصادي لدى الدول المستفيدة في حين يتخصص صندوق النقد الدولي والعربي في تمويل الفجوات التمويلية المترتبة على تطبيق برامج التصحيح الإقتصادي والمالي وتطوير السوق المالية والمصرفية ومؤسساتها في الدول المستفيدة.

2 - مصادر التمويل الثنائية:

تعتبر الدول الكبرى، دولا مانحة للتمويل الثنائي الذي تستفيد منه الدول النامية. ويكمل هذا النوع من التمويل تغطية الفجوة التمويلية لدى الدول المستفيدة، ويعتمد بالدرجة الأولى على قرار سياسي لدى الدول المانحة، يتميز هذا النوع من التمويل بطول آجاله و بأسعار فائدة متدنية

3 - التمويل التجاري الدولي:

تلجأ الدول والمؤسسات الدولية والشركات الكبرى متعددة الجنسيات إلى تغطية احتياجاتها للتمويل من أسواق أدوات الدين الدولية عن طريق إصدار السندات أو من خلال التجمعات المصرفية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل سواء كانت هذه الأسواق في الدول المصدرة للعملات العالمية الرئيسية أو في الأسواق العالمية الحرة Euro Markets.

• ولكي تتأهل الجهة الراغبة بالإقتراض يجب أن لا يقل تصنيفها الإئتماني عن درجة الإستثمار أي BBB. وفي حال كون التصنيف BB أو أقل تعتبر درجة التصنيف درجة مضاربة Speculative Grade حيث تتميز بارتفاع كلفة إصدارها وبشكل خاص كلفة تعهد التغطية وإدارة إصدار السندات وبيعها كما وتتميز بارتفاع سعر الفائدة عليها.

وتنقسم التحركات الدولية بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة:

ويقصد بالتحركات الرسمية لرؤوس الأموال تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة،

وحكومات الدول المقترضة أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة، كما تشمل التحركات الرسمية تلك القروض التي تعقد بين الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية ومتعددة الأطراف، وعلى ذلك فإن التحركات الرسمية تأخذ أحد الأشكال التالية :

- قروض حكومية ثنائية.
- قروض دولية متعددة الأطراف.
- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

ويقصد بالتحركات الخاصة لرأس المال كل القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة بها، ويأخذ هذا النوع من التحركات أحد الأشكال التالية :

- تسهيلات الموردين Supplier Crédit
 - تسهيلات أو قروض مصرفية Banc Crédit
 - طرح سندات في الأسواق الدولية International Bonds Issues
 - الاستثمار المباشر والمحفظة الاستثمارية Direct and Portfolio Investement
- ويمكن القول أن رؤوس الأموال الخاصة تتحرك بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن على هذه الأموال، وقد يشتمل هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات كما في حالة تسهيلات الموردين، أو على الرغبة في زيادة الأرباح كما في حالة القروض المصرفية والسندات الدولية والاستثمارات المباشرة.
- وعادة ما تتضمن تدفقات رأس المال الدولي تدفقات طويلة الأجل وتدفقات قصيرة الأجل وتتحرك التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات عبر الحدود السياسية للدول المختلفة ويمكن التمييز في إطار هذه التحركات بين الاستثمار في محفظة الأوراق المالية Portfolio Investement والاستثمار الأجنبي Foreign Direct Investment لأنه يبين الدافع الحقيقي الذي يكمن وراءه كل نوع من هذه التحركات.

يتضمن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية شراء الأصول المالية المختلفة (أسهم وسندات) بهدف تحقيق هدف معين من العائد دون اكتساب الحق في إدارة ورقابة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول.

أما الاستثمار الأجنبي المباشر فإنه يتضمن امتلاك أسهم في إحدى الشركات مع اكتساب الحق في إدارة ورقابة العمل داخل هذه الشركة أو يتضمن إنشاء شركات جديدة ويقوم بامتلاك كل أسهمها وإدارتها ومراقبتها وتنفيذ العمل بهذه الشركة.

أما بالنسبة للتحركات الرأسمالية قصيرة الأجل فإنها تشتمل على التعامل بيعا وشراء في الأصول المالية قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية قصيرة الأجل والقروض المصرفية وأذون الخزانة، بالإضافة إلى الودائع لأجل وشهادات الإيداع القابلة للتداول... إلخ.

أما بالنسبة للتحركات الرسمية لرؤوس الأموال فإنها ترتبط إلى حد كبير بالعوامل السياسية، حيث ترى الدول المانحة ضرورة تحقيق أهداف سياسية معينة في المناطق التي توجه قروضها إليها. هذا هو ما يحتويه مصطلح التمويل الدولي غير أن السنوات الأخيرة قد شهدت تطوراً كبيراً خاصة بعد ظهور أزمات مالية وأزمة الديون الدولية، ويرجع هذا التطور إلى المحاولات المتعددة بهدف انتعاش النظام المالي الدولي وإيجاد الوسائل والتقنيات المالية الدولية لتخفيف الأزمة وحماية النظام المالي الدولي.

4 - الإستثمارات الدولية :

يعدُّ الاستثمار الدوليُّ أحد الظواهر الاقتصادية والمالية التي انتشرت مع زوال عصر القوميات، وظهور العالم كوحدةٍ عالميّةٍ مكتملة الملامح والقسمات، تتداخل فيها أمور الاقتصاد والسياسة، والثقافة والاجتماع والسلوك، ويكون الانتماء فيها للعالم، تحولت الدولة من كونها مركزاً للاهتمام إلى أسواقٍ عالمية ودولية وقوى تشارك في تحديد القرار الاقتصادي للدولة، مع انتشار ممارساتٍ ومعاييرٍ مختلفةٍ تُخرجها من محيطها المحلي الضيق إلى الخارج، فالتكنولوجيا والاتصال وحركة رأس المال التي تزامن ظهورها في نهاية القرن الثامن عشر، وتطورها السريع في القرن العشرين أثناء الثورة الصناعية في أوروبا، ومن ثم دخول مجالاتٍ تقيّنة كثيرة في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين، كان لهم الدور الرئيس في إحداث تغيراتٍ عالمية سريعة ومتدفقة، أدت إلى ظهور كياناتٍ ضخمة وذات أثر بالغ في الاقتصاد العالمي، كالاستثمار الدولي وصيغته المختلفة؛ كشركاتٍ متعدّدة الجنسيات.

تعريف الاستثمار الدولي :

يعرف الاستثمار الدولي على أنه كل استثمار يتم خارج موطنه؛ بحثاً عن دولة مضيضة؛ سعياً وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية والمالية والسياسية، سواءً لهدفٍ مؤقتٍ، أم لأجلٍ محددٍ، أم لأجيالٍ طويلة. ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات الأجنبية وهي: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة

الاستثمارات الأجنبية المباشرة: وتأخذ الاستثمارات الوافدة المباشرة صيغاً مختلفة من أهمها:

أولاً: الشركة متعددة الجنسية: يُطلق عليها أيضاً الشركات العابرة؛ حيث يمتلك رأس مالها أكثر من دولة أو شركة، أو مزيج من الاثنين.

ويرجع تمتع تلك الشركات متعددة الجنسيات بقدرٍ من وفرة رؤوس الأموال ، والتكنولوجيا المتطورة، واتساعٍ للأسواق الدولية، والإنتاج كبير الحجم، وارتقاءً لمستوى الجودة - إلى التخطيط الإستراتيجي والتنبؤات بالمستقبل، في ظل سيناريوهات بديلة، وتنظيم مرِن وفعال، وطبقة من المديرين الفعالين.

ثانيًا: الشركات المشتركة: وتتضمّن مشاركة أحدٍ أو بعض المستثمرين المواطنين مع شركاءٍ من دولةٍ أخرى، وينتشر هذا النوع من الاستثمار في الدول العربية، ويفضّل المستثمر الأجنبي توفّر شركاء قادرين ماليًا في الدولة المضيفة؛ حتى لا يتحمل مخاطر استثمارٍ هائلةً، قد يتحملها هو نفسه دون غيره.

ثالثًا: الاستثمار في إنشاء فرع للشركة الدولية: تسعى الشركات الدولية عند بحثها عن الأسواق إلى تصريف فائض المخزون؛ بغرض التوسّع والنموّ، وتحقيق أرباحٍ إضافية، والتخلص من تكنولوجيات متقادمة، أو القيام بالتجارب العلمية في الدول المضيفة، أو التخلص من الضرائب الباهظة في دول المقر الرئيسي... أو غير ذلك، ويتم ذلك عن طريق إنشاء فروعٍ للشركة في دولٍ أخرى، وتنظّم العلاقة بين المركز الرئيسي والفروع من حيث اختصاصات وصلاحيات الفرع، والتفويض الموكّل إليه، ونوع النشاط وفق اتفاقيات ومراجعات الدول المضيفة.

رابعًا: الاستثمار في الفروع الفرانشايز (Franchise): تسعى الشركات الناجحة في الدول الصناعية إلى بيع خبراتها المتكاملة في أحد الأنشطة لأحد الدول المتقبّلة مقابل عمولةٍ أو رسمٍ، بالإضافة إلى نسبةٍ سنويةٍ من المبيعات أو الأرباح الصافية؛ وذلك شريطة الالتزام بالاسم التجاري، والعلامات التجارية، ومواصفات المنتج، ويعدّ هذا النوع من الأعمال الدولية ليس استثمارًا مباشرًا من الدرجة الأولى، بقدر ما يعدّ بيعًا لتكنولوجيات محدّدة، أو معرفةً محتكرةً لشركةٍ ما،

خامسًا: وكلاء التوزيع: يعدّ الوكيل الوحيد أو وكلاء التوزيع لمنتجات الشركات الدولية، أحد أشكال الأعمال الدولية التي تحتاج للاستثمار الدولي المشترك، ويتمّ التوزيع على أساس بضاعة أمانة مقابل عمولة، أو بالحصول على تسهيلاتٍ من الشركة الدولية في البيع والتحصيل، وتلعب الضرائب والرسوم دورًا هامًا في تحجيم أو توسيع قاعدة الوكلاء الدوليين في الدولة المضيفة.

سادسًا: الاستثمار في عملية تسليم المفتاح: يأخذ الاستثمار الوافد أيضًا شكلًا آخر، هو عمليات تسليم المفتاح، ويُقصد بهذا النوع من الأعمال الدولية انتهاء دور المستثمر الدولي وقت الانتهاء من المشروع وتسليم مفتاح تشغيله.

سابعًا: المحاصصة الدولية والعقود المؤقتة: يقصد بالمحاصصة الدولية الاستثمار الوافد لفترةٍ محدّدة في العقد، مثل حقّ الامتياز أو التشغيل لفترةٍ محدّدة، وغالبًا ما تسعى الشركات الدولية إلى الحصول على حقوق امتيازٍ لفتراتٍ طويلة؛ سعيًا وراء تحقيق أكبر قدرٍ من العائد، كما قد يكون الاستثمار مملوكًا بالكامل للشريك الأجنبي، أو مشاركةً مع مستثمرين مواطنين، ويلعب التفاوض هنا دورًا أساسيًا في تحديد حقوق وواجبات كل طرفٍ من أطراف التعاقد، إلا أنّ الاتجاه العامّ في المحاصصة الدولية هو تشغيل استثمارات الدولة الوافدة بدلًا من توظيف استثمارات دولية.

ثامناً: الاستثمار في الإنتاج الدولي: يُقصد بالإنتاج الدولي عمليات الإنتاج والتجميع التي تتم في دولة ما لصالح دولة أخرى، ويأخذ الإنتاج الدولي مكانه الطبيعي ضمن برامج الإنتاج الأخرى؛ بدافع الاستفادة من المزايا النسبية للاستثمار في الدولة المضيفة، مثل: انخفاض أسعار المواد الخام والأجور والطاقة، أو القرب من أسواق التصدير، أو وفرة العمالة الماهرة، ومثال ذلك إنتاج بعض المنتجات ذات العلامات التجارية المشهورة في دولة مضيفة، ثم إعادة تسويقها عالمياً، مثال ذلك إنتاج أمريكي في تايوان أو هونج كونج، أو إنتاج العطور أو أدوات التجميل الفرنسية في المغرب العربي.

تاسعاً: عقود الإدارة: قد تسعى الدولة المضيفة للاستثمارات الوافدة إلى اتباع أسلوب عقود الإدارة، كأخذ أشكال إدارة الأعمال الدولية، وخاصة في مجالات القنطرة السياحية، والضرائب، وبعض الأنشطة الهامة الأخرى، ويرتّب على عقود الإدارة عمليات تحويل للعملة الحرة إلى خارج الدولة المضيفة متمثلة في الأجور والحوافز، وهي تمثل كسباً كبيراً للإدارة الأجنبية الوافدة.

عاشراً: المعونات الفنية والمنح: تعدّ المعونات الفنية والمنح أحد صيغ التدفقات الاستثمارية من الجهة المانحة إلى الدولة المضيفة؛ لذلك يجب أن تُراجع دورياً قبل إقرارها وقبولها؛ نظراً لأنّ المانح يسعى لمصلحة الخاصة، ومن ثمّ يجب أن ينظر إلى تلك المعونات من منظور المكاسب والتكاليف، وبالتحديد قد يكون المانح للمعونة حريصاً على التخلص من مستلزمات إنتاج، أو منتجات مخزونة في بلده، أو انتهت فترة صلاحيتها، يؤدّ التخلص منها بإعطائها للدولة المضيفة، كما قد يكون الهدف أيضاً توظيف طاقات عاطلة لديه، أو تقديم استثمارات لفتح أسواق، أو لأغراض أخرى، مثال ذلك برامج المعونة الفنية التي تقدّمها إنجلترا وألمانيا وإيطاليا للدول النامية.

الاستثمارات الدولية غير المباشرة: يُقصد بالاستثمارات الدولية غير المباشرة (المحفظة -Porte: feuille). كل استثمار في الأصول والأوراق المالية وأسواق المالية الدولية، ومنها استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الإستثمار المشترك الدولية و صناديق التقاعد في الأوراق المالية التي تصدرها الدول والشركات في الدول الكبرى ودول الأسواق الناشئة التي تحضى بتصنيف ائتماني مقبول. ويعتبر الإستثمار الأجنبي غير المباشر إستثماراً قصير الأجل مقارنة بالإستثمار المباشر.

الوحدة السابعة: التمويل الدولي الرسمي

- مصادر التمويل الثنائية
- خصائص التمويل الدولي ثنائي الأطراف
- مصادر التمويل متعددة الأطراف

تمهيد:

إن التدفقات الرأسمالية الدولية تنقسم من حيث الآجال الزمنية إلى :

1 تدفقات قصيرة الأجل.

2 تدفقات طويلة الأجل.

كما تنقسم حسب الجهات الدائنة إلى :

1 مصادر رسمية.

2 مصادر غير رسمية.

وقد تكون المصادر الرسمية ثنائية كما قد تكون متعددة الأطراف أما المصادر الخاصة فإنها تتمثل في تسهيلات الموردين والقروض المصرفية والسندات الدولية بالإضافة إلى الاستثمارات المباشرة.

تتكون من مصادر رسمية ثنائية ومن مصادر دولية وإقليمية متعددة الأطراف كما تتضمن الجزء الخاص بتحليل مصادر التمويل الدولي متعدد الأطراف تلك التسهيلات التي يمنحها صندوق النقد الدولي لأعضائه.

1- مصادر التمويل الثنائية :

تتمثل المصادر الثنائية في التمويل الدولي في تلك القروض والمساعدات التي تعقد بين الحكومات المختلفة ويتم منح هذه القروض بعد عدة مفاوضات تجري بين حكومات الدول المانحة وحكومات الدول المتلقية للقروض وتداول عادة هذه المفاوضات حول: قيمة القرض, أجل استحقاقه, معدل الفائدة, مصاريف الارتباط, طريقة الاتفاق والسحب من القرض, كيفية السداد, وفترة السماح إن وجدت.

ويجب التذكير هنا إلى وجود فرق بين ما يعرف بالتخصيص والتعاقد والسحب من القروض الخارجية, فإذا وقعت إحدى الدول إتفاقاً معيناً للتعاون لمساعدة الدولة الأولى فإن هذا المبلغ المخصص لا يدخل ضمن حسابات الديون الخارجية لهذه الدولة, فإذا لم تتعاقد الدولة على استخدام أي جزء من التخصيص فلا يوجد التزام في هذه الحالة على تلك الدولة من قبل الدولة التي قامت بتخصيص القرض, وإذا قامت الدولة بالتعاقد على توريد سلع وخدمات في إطار التخصيص السابق فإن المبالغ التي جرى التعاقد عليها ترتب التزاماً في ذمة الدولة المتلقية, ويتحدد مقدار هذا الالتزام بنسبة يطلق عليها عادة بمصاريف الارتباط, وفي هذه الحالة لا يتم حساب فوائد على المبالغ المتعاقد عليها طالما أنه لم يتم سحب أي جزء من المبالغ المتعاقد عليها في إطار التخصيص الأصلي.

ولا تحسب الفوائد المتعاقد عليها ضمن المديونية الخارجية للدولة المتلقية, وحينما يتم توريد السلع المتفق عليها في إطار التعاقد يبدأ حساب الفوائد على الجزء المسحوب من التعاقد لتمويل وتوريد السلع والخدمات سلفة الذكر وهذا الجزء المسحوب هو الذي يدرج في المديونية الخارجية للدولة.

والواقع أن التمويل من المصادر الرسمية الثنائية لم يظهر بشكل محسوس إلا بعد الحرب العالمية الثانية, حيث

قدمت الو.م.أ قروضها ومعوناتها لدول غرب أوروبا في إطار مشروع مارشال الأمريكي, وحينما قررت الأمم المتحدة اعتبار الفترة (1960-1980) بمثابة عقدي التنمية العالمية, إذ تم توجيه نداء دولي بضرورة تخصيص ما لا يقل عن 1% من إجمالي الناتج القومي للدول المتقدمة ليقدم على شكل معونات للدول النامية.

وتوضح إحصائيات الشكل الدولي أن التدفقات الرسمية الثنائية وغيرها المسيرة قد اقتربت من 35% من إجمالي التدفقات من كافة المصادر سنة 1970, مقابل ما لا يقل عن 50% في بداية الـ 60, وقد أخذت النسبة المذكورة في التناقص بعد ذلك حتى وصلت إلى حوالي 26% في بداية الـ 80.

خصائص التمويل الدولي ثنائي الأطراف:

أ - تتميز القروض بأنها طويلة الأجل, وتكون فترة السداد تزيد عن 5 سنوات وقد تصل في بعض الحالات إلى 40 عاما, وتدرج هذه النوعية من القروض تحت بند القروض السهلة (soft loans), إشارة إلى أن خدمة الدين المرتبطة أساسا بأصل القرض تكون منخفضة إلى حد كبير.

مثال: فإذا كان لدينا قرض مقداره مليون دولار سنتم سداده على (40 عاما) فإن قسط سداد الأصل يصبح 25000 دولار فقط كل عام, أما إذا كانت فترة السداد 10 سنوات فقط فإن قسط سداد الأصل يصل إلى 100 ألف دولار سنويا.

ب - تصنيف القرض إلى قرض سهل أو قرض صعب, فإذا كان سعر الفائدة مرتفعا فإن نقطة الدين المرتبطة بسداد الفاتورة ترتفع بشكل يجعل المقدرة على سداد أصل القرض وفوائده أصعب من في حالة انخفاض سعر الفائدة.

ج - تحتوي التدفقات الثانوية على فترة سماح قبل البدء في سداد أصل القرض عادة تتراوح بين 3-10 سنوات, والمقصود بفترة السماح هي قيام المدين المقترض باستخدام القرض دون الالتزام بسداد أقساطه إلا بعد مرور فترة معينة تسمى بفترة السماح وهي تعتبر تخفيف حقيقي تكلفة الاقتراض وتعتبر من القروض السهلة, كل قرض يتضمن فترة سماح.

وتشير الخصائص الثلاث السالفة إلى أن تنظيم القرض والتدفقات الثنائية تعتبر قروضا سهلة نظرا لاحتوائها على فترة سداد طويلة وأسعار فائدة منخفضة وفترات سماح معقولة.

2- مصادر التمويل متعددة الأطراف :

تتمثل المصادر الرسمية للتمويل الدولي متعدد الأطراف في مصدرين أساسيين هما: مؤسسات التمويل الدولية ومؤسسات التمويل الإقليمية.

وتضم مؤسسات التمويل الدولي ما يلي:

- البنك الدولي للإنشاء والتنمية.
- مؤسسة (شركة) التمويل الدولية.
- هيئة التنمية الدولية.

- صندوق النقد الدولي

كما تنقسم مؤسسات التمويل الإقليمية إلى كل من:

- بنك الاستثمار الأوربي.

- بنك التنمية الإفريقي.

- بنك التنمية الآسيوي.

- بنك الأمريكيتين للتنمية.

- البنك الإسلامي للتنمية.

- صناديق التنمية الإقليمية.

- صندوق النقد العربي.

أ- مؤسسات التمويل الدولية:

ويقصد بها تلك المؤسسات التابعة لهيئة الأمم المتحدة والتي تضم في عضويتها معظم دول العالم وتتعامل

في مجال الإقراض الدولي ولا يقتصر تعاملها على مجموعة من الدول دون غيرها، وأهم هذه المؤسسات:

أ-1- البنك الدولي للإنشاء والتنمية:

أ-1-1- نشأته وهيكله التنظيمي ورأسماله:

نشأ البنك الدولي في أعقاب الحرب العالمية الثانية في يوليو 1944 وقد جاء استجابة لانعقاد مؤتمر بريتون

وودز في ذلك التاريخ، وقد غير في تنظيم هيكله الإداري عام 1987 ويوجد على قمة الهيكل التنظيمي للبنك

مجلس للمحافظين يتكون من ممثلي دول الأعضاء منه، ولهذا المجلس سلطات وصلاحيات خاصة بجميع شؤون

وأعمال البنك، وقد بلغ عدد محافظي الدول الأعضاء 155 عضواً حتى عام 1990.

مجلس المديرين التنفيذيين: يتكون من 21 عضو 5 أعضاء يتم تعيينهم وفقاً لأكبر الحصص في رأس مال البنك

والباقى يتم انتخابهم من بين مجموعات الدول الأعضاء، ثم يأتي في السلم الإداري للبنك كل من الرئيس ونواب

الرئيس وأخير مدير الإدارات¹.

رأسماله: بلغ رأس ماله المكتب فيه 115.7 مليار دولار أمريكي في سنة 1989، وتسهم الدول الأعضاء

بحصص في رأس المال الذي يتكون من الأسهم، قيمة السهم الواحد 100 وحدة من وحدات ح السحب

الخاصة وتقوم هذه الوحدات بالدولار الأمريكي.

وواقع ان حصص الدولة العضو في البنك ترتب لها حقوقاً معينة وترتبط هذه الحقوق بعدد الأصوات المستمدة

من حصتها في رأس المال.

أ-1-2- أهداف ووظائف البنك:

إن الأهداف التي أنشئ من خلالها البنك هي مساعدة الدول على إعادة تعمير ما خربته الحرب العالمية

الثانية وتحقيق معدلات معقولة من النمو الاقتصادي، ويمكن إنجاز الأهداف التي جاءت في اتفاقية إنشاء البنك

على النحو التالي:

- المساعدة على تعمير أراضي الأعضاء والعمل على تقدمها الاقتصادي بتوفير رؤوس الأموال لها.
- تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي المباشر عن طريق ضمان هذه الاستثمارات وتقديم القروض وتكملة النقص في القروض المباشرة (من أموال أو من مصادر أخرى).
- تشجيع تحقيق نمو متوازن في التجارة الدولية في الأجل الطويل وذلك بتشجيع الاستثمارات.
- تنظيم وتنسيق القروض الصادرة من البنك أو بضمنان منه عن طريق مراعاة الأولويات للمشروعات.
- العمل على تهيئة البيئة التجارية الأفضل في الدول الأعضاء والمساعدة على الانتقال من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلم.

ويتولى البنك تمويل جميع الهياكل الأساسية مثل الطرقات والجسور والسكك الحديدية والكهرباء والطاقة والاتصالات السلكية واللاسلكية وغيرها.

وقد جرت العادة على منح القروض لمشروعات محددة، حيث يتم التأكد من سلامة المشروع وقدرته على سداد مستحقات القرض قبل الموافقة على التمويل وتمر عملية تمويل وتنفيذ المشروع بعدة مراحل يطلق عليها "دورة المشروعات".

حيث تجري في البداية تحديد ودراسة المشروعات، كما يشرف البنك بعد ذلك على جميع مراحل إعداد وتنفيذ المشروع إلى جانب دراسة الأوضاع الاقتصادية داخل الدول المقترضة.

ومنذ عام 1980 بدأ البنك في منح نوع جديد من القروض للدول الأعضاء هي قروض التعديل الهيكلي وقد أطلق عليها قروض السياسات² تميزها عن "قروض المشروعات (Project)" وتحتوي قروض التعديل الهيكلي على مجموعة من الشروط تتطلب ضرورة دخول الدولة في مناقشة مع مندوبي البنك حول السياسات الاقتصادية وامكانية تغير وتعديل هذه السياسات مما يوفر بيئة أفضل لمسار النمو في الدولة التي تطلب هذا النوع من القروض، وتتناول المناقشات الجوانب التالية:

- 1 - كفاءة استخدام الموارد وأوليات الاستثمار.
 - 2 - سياسات الأسعار والحوافز والقطاع العام.
 - 3 - سياسة الميزانية العامة بما فيها الضرائب والنفقات العامة وأسعار الفائدة.
 - 4 - التجارة الخارجية والسياسات التجارية المختلفة.
- ومن خلال ما سبق يتضح أن سياسات البنك تجاه أعضائه قد تغيرت كثيرا خلال السنوات الماضية.

أ-1-3- موارد البنك وشروط الإقراض:

تتكون الموارد من:

- رأس المال المدفوع من الدول الأعضاء ومن الاقتراض من أسواق المال الدولية وتسديد القروض والفوائد.

- إصدار سندات بالعملات الرئيسية إما مباشرة أو عن طريق مجموعات مصرفية.

شروط الاقتراض:

يقرض البنك الأعضاء بأسعار فائدة تجارية ولفترة زمنية طويلة تصل إلى 20 سنة تقريبا, وتنص بنود إتفاقية إنشاء البنك على عدم منح قروض للدولة العضو إلا إذا انعدم الحصول على هذه القروض من المصادر الأخرى لتجنب المنافسة مع مصادر الاقتراض الخاصة.

كما تنص الاتفاقية على أن قروض البنك توجه أساسا إلى إنشاء أو المشاركة في إنشاء مشروعات بعينها, ويتم فتح حساب باسم المقترض يجعله دائما بمبلغ القرض بالعملة او العملات التي قدم لها القرض, ثم يسمح للمقترض أن يسحب شيكات على هذا الحساب لمواجهة النفقات الخاصة بهذا المشروع عند القيام بها فعلا, ويشرف البنك بخبراته على جميع المراحل الخاصة بإنشاء وتشغيل المشروع الممول.

قبل عام 1980 كان البنك يقدم قروضه بعملة معينة وأسعار فائدة ثابتة إلا ان التحركات السريعة في أسعار صرف العملات المختلفة دفع البنك إلى إيجاد صيغة جديدة لعمليات الإقراض والسداد وقد تمثلت هذه الصيغة في إنشاء مجمع للعمليات بحيث يمكن التنبؤ بمخاطر تغيرات أسعار الصرف وبالتالي إمكانية إدارة هذه المخاطر بشكل أفضل من جانب البنك والمقترضين.

كما قد تميز البنك سياسته المتعلقة بأسعار الفائدة على القروض التي يقدمها لأعضائه في 1989 حيث يتم إعادة حساب سعر الاقتراض كل ستة أشهر في يناير ويوليو من كل عام¹.

أ-2- مؤسسة (شركة) التمويل الدولية I F S:

تعتبر إحدى المؤسسات التابعة للبنك الدولي وقد أنشأت سنة 1956 وكان الهدف الأساسي من إنشائها هو تشجيع النمو الاقتصادي في الدول النامية عن طريق القطاع الخاص وتتراوح فترتها الزمنية بين 5- 15 سنة ولا تتطلب أي ضمانات حكومية لهذه القروض وتقدم المشورة التقنية للدول الأعضاء في مجال الاستثمار الخاص وأسواق رأس المال ويمكن حصر الخدمات التي توفرها المؤسسة فيما يلي:

- المساعدة في تمويل وتأسيس وتحسين وتوسيع المشروعات الانتاجية الخاصة وذلك بالتعاون مع المستثمرين في القطاع الخاص.
- تقديم المساعدة الفنية للجمع بين كل من قرض الاستثمار ورأس المال المحلي والأجنبي والخبرة الفنية.
- العمل على تهيئة المناخ الاستثماري الملائم لجذب تدفق رأس المال الخاص سواء كان محليا أو أجنبيا نحو تلك الاستثمارات الإنتاجية الممكنة في الدول الأعضاء وتقدم المؤسسة قروضا بأسعار فائدة تعكس تلك الأسعار السائدة في أسواق المال الدولية أحيانا في الاعتبار المخاطر التي يتعرض للمشروع الممول.

هذا وقد قامت المؤسسة بتمويل نحو 90 مشروعا عام 1989 دفعت من مواردها الخاصة حوالي 1.3 مليار دولار وشجعت مستثمرين آخرين على تمويل نفس هذه المشروعات بمقدار 8.4 مليار دولار وبذلك وصل

عدد الشركات والمشروعات التي استثمرت فيها المؤسسات أموالها حوالي 468 شركة في 79 دولة.

أ-3- هيئة التنمية الدولية:

أنشئت هذه الهيئة كمؤسسة تابعة للبنك الدولي سنة 1960 برأس مال قدره 750 مليون دولار وتعمل هذه المؤسسة في تقديم المساعدات للبلدان الأكثر فقرا في العالم وتوفر قروضا طويلة الأجل والتي تمتد آجال استحقاقها لأكثر من 50 سنة وبشروط ميسرة، حيث لا تتقاضى أية فائدة على هذه القروض ولكنها تتقاضى رسما بسيطا يصل إلى $\frac{3}{4}\%$ سنويا (0.75%).

ورغم ان قروض المؤسسة ميسرة بدرجة كبيرة إلا انها تتفق في أسلوب تقييم وتنفيذ المشروعات التي تمولها على أسلوب البنك الدولي، وتختلف معه في شروط وتكاليف الاقتراض. وتتكون مواردها من اكتتابات الأعضاء في رأسمالها إضافة إلى الإيرادات الممولة من البنك الدولي لهذه المؤسسة سنويا، وتعتبر هذه الهيئة المصدر الوحيد متعدد الأطراف الذي يمنح مساعدته بشروط ميسرة إلا أن مواردها لازالت دون المستوى المطلوب.

وتشير الإحصائيات إلى أن مجموع ما قدمته المؤسسة من مساعدات سنة 1986 قد بلغ 39.6 مليار دولار لحوالي 75 دولة نامية¹.

أ-4- صندوق النقد الدولي (IMF)

1. نشأة الصندوق: أنشئ صندوق النقد الدولي في إطار اتفاقية بريتون وودز عام 1944 و قد استهدفت هذه الاتفاقية وضع أسس تكفل حسن سير النظام النقدي العالمي و تشجيع التعاون النقدي الدولي و تهيئة المناخ النقدي الملائم لتوسيع حجم و نطاق التبادل التجاري الدولي و الحفاظ على استقرار أسعار صرف عملات العالم و فتحت العضوية لجميع الدول بدون استثناء، و تم تعديل اتفاقية إنشاء الصندوق مرتين المرة الأولى في ماي 1968 - عند إنشاء وحدات حقوق السحب الخاصة.

و المرة الثانية في أبريل 1976 -إلغاء دور الذهب كوسيط لتقييم عملات الدول الأعضاء.

2. إدارته: ينكون الصندوق من مجلس المحافظين الذي تضم عضويته محافظا و نائب محافظ يتم تعيينه من قبل الدولة العضو (عدد الأعضاء حوالي 155 دولة) و يجتمع مرة واحدة في السنة و مجلس الإدارة يضم خمسة اعضاء من الدول صاحبة الحصص الكبرى و هي(فرنسا،ألمانيا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، الهند)، بالإضافة إلى عدد آخر يتم انتخابهم من بين الدول الأعضاء مع الأخذ بعين الاعتبار تحقيق التمثيل الجغرافي المتوازن واللجان المختلفة مثل لجنة 24 ، و لجنة التنمية.

3. موارد الصندوق : يتكون من رأس المال المكون من حصص الدول الأعضاء بالإضافة إلى الموارد الأخرى مثل الاقتراض و موارد أخرى مستحدثة سنة 1969 مثل حقوق السحب الخاصة ، و قد بلغ رأس مال الصندوق سنة 1987 حوالي 90 مليار وحدة من حقوق السحب الخاصة، و تتحدد حصة كل دولة عضو استنادا إلى بيانات

الناتج المحلي الإجمالي (PIB) و نصيب الدولة من التجارة الدولية و حجم الاحتياطات الرسمية، و يتم دفع حصة الدولة كما يلي :

25 % من الحصة عملات أجنبية قابلة للتحويل (كان يدفع الذهب و ذلك حتى التعديل الثاني لمواد الاتفاقية 1978).

75 % من الحصة تدفع بالعملة الوطنية للدولة العضو و لكل دولة 250 صوتا يضاف إليها صوت عن كل 100 ألف وحدة ح س خ من حصتها، ويتضح أن الدول ذات الحصص الكبرى في رأس المال الصندوق تصبح ذات قوة تصويتية كبيرة و يمنحها حقا أكبر من التصويت على قرارات الصندوق (قرارات مراجعة الحصص وزيادتها خلال فترة لا تزيد عن خمس سنوات) وإمكانية الحصول على تسهيلات من الصندوق كلما كانت الحصة أكبر.

4- أهداف ووظائف الصندوق:

- 1- تشجيع التعاون النقدي الدولي
- 2- تحقيق النمو المتوازن في التجارة الدولية ...
- 3- العمل على ثبات و استقرار أسعار الصرف (التعديل 10 %) صعودا أو هبوطا)
- 4- (جعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل بين بعضها البعض وإقامة نظام متعدد الأطراف للمدفوعات) و إلغاء القيود و الرقابة على الصرف سنة 1953 .
- 5- إتاحة تسهيلات و موارد مالية للدول الأعضاء لإصلاح الخلل في موازين مدفوعاتها .

5. التسهيلات التي يقدمها الصندوق :

- الأعضاء و خلال العقود الثلاثة الأخيرة بشكل ملحوظ (70-80-90) و تتمثل فيما يلي :
- 1- حقوق السحب العادية،
 - 2- تسهيلات التمويل التعويضي،
 - 3- حقوق السحب الخاصة،
 - 4- التسهيلات البترولية،
 - 5- تسهيلات ممتدة (موسعة)،
 - 6- صندوق الائتمان،
 - 7- تسهيل التمويل الإضافي،
 - 8- تسهيل التعديل الهيكلي و سنقوم بشرح كل نوع من التمويل.

1- حقوق السحب العادية : و هي تلك الحقوق التي أقرتها إتفاقية إنشاء الصندوق و يستطيع العضو أن يشتري و ليس يقترض عملات أجنبية من الصندوق مقابل تقديم عملته الوطنية، و تكتسب الدولة العضو هذا الحق في السحب من حصتها في رأس مال الصندوق، و التي تتكون من 25 % ذهب و عملات أجنبية قابلة للتحويل و 75% عملات وطنية و هناك شروط لاستخدام هذا الحق و هي :

أ- لا يستطيع العضو أن يقوم بسحب عملات أجنبية من الصندوق بما يجاوز 25 % من قيمة حصته في رأس مال الصندوق و ذلك خلال سنة، و بهذا تصبح العملة الوطنية للدولة العضو تساوي 100% من حصة الدولة ، و يعرف السحب في هذا الإطار : بالشريحة الذهبية .

ب- يمكن للدولة أن تسحب عملات أجنبية إضافية تحت بند الشريحة الائتمانية و تصبح العملة الوطنية للدولة العضو 125 % من الحصة، و تتعهد الدولة ببذل الجهود اللازمة لحل المشاكل المالية لها .

ج- يفقد العضو حقه في السحب من الصندوق متى بلغ رصيده من العملة الوطنية 200% من قيمة حصته في راس مال الصندوق ويدخ تحت بند الشريحة الائتمانية العليا.

حيث يتشدد الصندوق في هذا و تقدم الدولة المعنية برنامجا تصحيحيا يبرر استخدام هذه التسهيلات

د-تلتزم الدولة العضو بسداد (بشراء) ما سبق أن سحبته من عملات أجنبية و ذلك مقابل حصولها على عملتها الوطنية و ذلك خلال فترة تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات ، و تدفع الدولة على هذه المسحوبات عمولة قد تصل إلى $\frac{3}{4}$ % من المبالغ المسحوبة.

هـ- يشترط لاستخدام ح س ع أن يكون الهدف من السحب علاج عجز مؤقت في ميزان المدفوعات (ليس للاستثمارات أو لتمويل عجز هيكلية من ميزان المدفوعات).

2-تسهيلات التمويل التعويضي Compensatory Financing :

يمنح الصندوق هذا النوع من التسهيلات لمواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات و الناتج عن إنخفاض حصيلة الصادرات من المواد الأولية و استخدام عام 1963.

3--حقوق السحب الخاصة (SDR) :

تم التفكير في إصدار أصل نقدي جديد سنة 1969 هو ح س خ و ذلك بأسلوبين :

الأسلوب الأول - عن طريق تحويل ما يملكه العضو من وحدات ح س خ بعملات قابلة للتحويل من أي عضو آخر في الصندوق سواء عن طريق الصندوق أو بالاتفاق مباشرة مع عضو آخر دون الرجوع للصندوق .
الأسلوب الثاني : عن طريق الحساب العام المفتوح لدى الصندوق حيث يكن للدولة استخدام هذه الحقوق في إعادة شراء عملتها الوطنية أو تسديد التزامات أخرى في ذمة الدولة العضو .

وحدات ح س خ ليست إلا دفترية يمسكها الصندوق للدول الأعضاء، و لا يمكن التعامل بها لغير الأغراض المصدرة لها. وقد تتحدد قيمة الوحدة من هذه الحقوق بحوالي 0.88867 غ من الذهب و أوقية الذهب كانت تعادل في ذلك الوقت 35 دولار أمريكي. و قد تغيرت و تم تقييمها على أساس متوسط مرجح ل 16 عملات الدول التي لا يقل نصيب صادراتها من الصادرات العالمية 1% (عام 1974) .

و في بداية عام 1981 أعيد تقييم هذه الوحدات مرة أخرى على أساس المتوسط المرجح لسلة من العملات ل 5 دول هي (الدولار ، الجنيه الاسترليني ، المارك ، الفرنك الفرنسي ، الين الياباني) و يحدد تالوزن النسبي لكل عملة من هذه العملات الخمسة بأهميتها النسبية في مجال التجارة الدولية (الصادرات ، و رصيد الدول الأعضاء من هذه العملات في الصندوق).

4-التسهيلات البترولية : بسبب ارتفاع أسعار البترول في نهاية السبعينات 1974 استحدثت الصندوق هذه التسهيلات لمساعدة الدول التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها نتيجة هذا الارتفاع.

5-التسهيلات الممتدة (الموسعة) Extended Facility

استحدث الصندوق في سبتمبر 1974. تسهيلات جديدة أطلق عليها التسهيلات الممتدة لعلاج الاختلالات الهيكلية في ميزان المدفوعات ، و تلتزم الدولة باتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية للنواحي المالية النقدية على أن يتم خلال فترة ما بين 2 او ثلاثة أعوام و تصل الفائدة إلى 4% في السنة الأولى. و تتزايد حتى تصل 6.5 % في الفترات التالية و تلتزم بسداد الاقتراض خلال فترة تتراوح ما بين 4- إلى 8 اعوام (ومنحت الجزائر هذا التسهيل : (95 - 98) .

6-تسهيلات صندوق الائتمان : وافق الصندوق على اقتراح لجنة التنمية بإنشاء صندوق إئتمان لمساعدة الدول الأعضاء ذات العجز في بداية 1977 و تمنح الدول المعنية قروضا ميسرة بفائدة بسيطة تصل إلى 1/2 % و آجال استحقاق تصل إلى 6 سنوات. و تتكون موارد الصندوق من أرباح بيع 1/2 ما يمتلكه صندوق النقد الدولي من ذهب بالإضافة إلى حصيلة استثمارات الصندوق ، و قدم صندوق الائتمان قروضا بلغت 3 مليار دولار خلال الفترة (1977 - 1981) لعدد 55 دولة .

7-تسهيلات التمويل الإضافية : عام 1979 هذه التسهيلات لتقويل إضافية للدول الأعضاء على إصلاح الخلل الخارجي و الداخلي و يتم بموجب اتفاق مساعدة أو ترتيبات موسعة .

8-تسهيلات التعديل الهيكلي :

انشا المجلس التنفيذي للصندوق تسهيل التعديل الهيكلي في مارس 1986 بهدف تقديم العون المالي بشروط ميسرة للبلدان المؤهلة لهذا التعديل لإصلاح مسارها الاقتصادي و علاج الاختلالات و التشوهات الهيكلية في بنية الاقتصاد الوطني ، و قد قدم الصندوق . هذا النوع من التسهيلات بسعر فائدة 1/2 % سنويا و فترة سداد تتراوح بين 5 الى 10 سنوات .

و تقدم الدولة طلب قرض مع توضيح الحاجة إلى موارد إضافية لعلاج الاختلالات طويلة الأجل في ميزان المدفوعات كما تبدي الدولة استعدادها لتنفيذ برنامج الإصلاح و يتم التشاور بشأنه مع مندوبي الصندوق و أهم الموضوعات التي تخضع للتفاوض بينه م هي :

1-السياسة المالية (تخفيض العجز من خلال خفض الانفاق العام و زيادة الإيرادات) (الضرائب) .
2-السياسة النقدية : (سياسة انكماشية للحد من الطلب الكلي ، و تخفيض الائتمان و التوسع النقدي ، رفع سعر الفائدة) .

3-سياسة سعر الصرف : أكثر واقعية بتخفيض قيمة العملة المحلية ، و تحرير التجارة)

4-وضع سياسات للحوافز (تحرير الأسعار) .

ب- مؤسسات التمويل الإقليمية:

يوجد عدد من المؤسسات الإقليمية والتي تهدف إلى تمويل مجموعة معينة من الدول, ترتبط ببعضها في موقع جغرافي, لكن في كثير من الأحيان تقوم بتقديم مساعدات للغير من الدول النامية بغض النظر عن موقعها,

وتتكون من مجموعة من بنوك التنمية الإقليمية وصناديق التمويل الأخرى، وأهمها هي:

1- بنك الاستثمار الأوربي: قد تأسس هذا البنك سنة 1958 بين عشر دول أوربية هي: المملكة المتحدة،

فرنسا، إيطاليا، هولندا، ألمانيا، بلجيكا، أيرلندا، الدانمارك، اليونان، لوكسمبورغ، ومن أهدافه:

- تحقيق معدلات نمو في الدول الأعضاء.
- تشجيع أساليب التكامل الاقتصادي.
- تقديم قروض للمساهمة في إنشاء المشروعات في الدول النامية، وغالبا ما تعقد قروض البنك على آجال زمنية طويلة تتراوح بين 12-20 سنة مع فترة سماح.
- طرح سندات في أسواق المال الدولية.

2- بنك التنمية الإفريقي

أنشأت مجموعة من الدول الأفريقية هذا البنك عام 1963 بهدف تقديم المساعدات المالية لدفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول الأعضاء، وتتكون موارد البنك الإفريقي من حصص الدول الأعضاء المدفوعة من رأس المال، بالإضافة إلى القروض التي يتمكن البنك من الحصول عليها من الأسواق المالية الدولية أو من الأعضاء.

و يستخدم البنك موارده في تمويل المشروعات الاستثمارية في الدول الأعضاء و تتحدد شروط الأقرض حسب طاقة كل دولة على السداد من ناحية و حسب الجدوى الاقتصادية للمشروع الممول من ناحية أخرى .

3- بنك التنمية الآسيوي

تم إنشاء بنك التنمية الآسيوي عام 1965 بهدف تمويل المشروعات المختلفة داخل الدول الآسيوية ، و يعمل البنك منذ إنشائه على تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة و حفز تدفقات رأس المال للداخل، و ذلك عن طريق المساهمة في تمويل مشروعات البنية الأساسية بمنحها قروضا بشروط ميسرة ، كما يقدم البنك قروضا لتمويل جانب من تكلفة إنشاء المشروعات اللازمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في الدول الأعضاء . و عادة ما يحصل البنك على موارده عن طريق الاقتراض من أسواق المال الدولية بالإضافة على استخدام رأسماله المدفوع من قبل الأعضاء في التمويل.

و أخيرا فإن هناك عدد ا آخر من البنوك و الصناديق الإقليمية مثل بنك الأمريكتين للتنمية و البنك الإسلامي للتنمية ، و صناديق التنمية العربية.

الوحدة الثامنة: التمويل الدولي غير الرسمي (الخاص)

- تسهيلات موردين .
- تسهيلات مصرفية .
- الأسواق المالية الدولية:
أسواق راس المال .
أسواق النقد .

ويقصد بالتحركات غير الرسمية لرؤوس الأموال القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات خاصة) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة و يأخذ هذا النوع من التحركات الدولية لرؤوس الأموال الأشكال الفرعية التالية:

1- تسهيلات موردين: Supplier Crédits

ويطلق عليها أحيانا قروض التصدير, وهي عبارة عن ائتمان مضمون من حكومات الدول المقترضة, تمنحه الشركات المنتجة والمصدرة في دولة ما للمستوردين في دولة أخرى وتستخدم حصيلة هذا القرض في شراء سلع وخدمات من الشركات المانحة للائتمان, وعادة ما يتم عقد هذه القروض على أساس فترات زمنية تتراوح بين 360 يوما إلى 10 سنوات, وبأسعار فائدة تعتمد في تحديدها على أسعار الفائدة السائدة في سوق الاقتراض الدولي طويل الأجل.

ويوجد بصفة عامة نوعان من قروض التصدير:

✓ الأول : عبارة عن ائتمان يقدمه المصدر إلى المستورد مباشرة.

✓ الثاني: تمنحه غالبا مؤسسة مالية في بلد المصدر للمشتري ويطلق عليه ائتمان المشتري (Buyercredit).

2- تسهيلات مصرفية : Banc crédit

وهي قروض قصيرة الأجل تمنحها المصارف التجارية الأجنبية للبلاد النامية بغرض تمويل عجز موسمي ومؤقت في حصيلة النقد الأجنبي, وتتراوح آجال استحقاق هذه القروض بين 06 أشهر وسنة, وتكون أسعار فائدتها حسب أسعار الفائدة السائدة في الأسواق الدولية.

3- الأسواق المالية الدولية :

تعتبر مصدرا رئيسيا للحصول على التمويل كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف الأموال الفائضة عبر

الحدود, ويجب أن نفرق بين قسمين رئيسيين:

الأول : السوق النقدية الدولية:

يكون التعامل في هذه السوق بين البنوك التجارية في تلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة (تتراوح من يوم إلى سنة), وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف, وهذا يعود إلى أن التعامل يجري بالعملة الأجنبية.

الثاني : سوق رأس المال الدولية:

ويتم التعامل في هذه السوق من خلال أسواق الأوراق المالية أو بما تعرف بالبورصات, ويشترك في التعامل في هذه السوق صناديق الاستثمار والشركات الدولية, وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق التقاعد... إلخ, وتكون الفترة الزمنية للسندات المصدرة بين 3- 5 سنوات, ويتم التعامل في هذه السوق بعقد القروض المشتركة إضافة إلى إصدار وتداول السندات الأوربية والأجنبية, وتتأثر هذه السوق بتغيرات أسعار الفائدة

بالإضافة إلى تغيرات أسعار صرف العملات.

آلية التعامل في سوق النقد الدولية :

يتم التعامل في هذه السوق على أساس من الثقة الكاملة في أطراف التعامل, كما أن السرعة في الأداء والثقة في التنفيذ من أهم السمات التي تحكم هذه التعاملات, بالإضافة إلى الرقابة التي تفرضها البنوك المركزية على حركة التعاملات والتحويلات للعملات الأجنبية, وقد نجم عن هذا التدخل وجود ما يعرف ببنوك الأوف شور (offshore) وهي مراكز مالية تعمل في مجال الإقراض والاقتراض وتلقي الودائع خارج حدودها الوطنية, ولا تخضع لرقابة البنوك المركزية على كافة العمليات, ويجري التعامل في هذه المراكز استناداً لشروط التعامل بين بنوك لندن أو ما يعرف بالليبور "معدل الفائدة السائد بين البنوك في لندن" (LIBOR :London Inter bank Offer Rate).

وتقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية.

وقد أثر الارتفاع الشديد في أسعار البترول سنة 1973 على تراكم الفوائض البترولية لدى الدول المصدرة له, وقد تم إيداع هذه الفوائض في هذه البنوك, وهو ما جعلها تنشط في مجال الاقتراض للدول والهيئات الحكومية. بالإضافة إلى ذلك هناك أطراف أخرى تتعامل في هذه السوق أهمها السماسرة والمؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية, وبعض الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية التي تتبع البنوك التجارية وتخصص في عمليات مصرفية دولية.

أما أدوات التعامل في السوق النقدية الدولية فهي:

الودائع لأجل والتي تمتد مدتها بين يوم إلى عدة سنوات.

شهادات الإيداع القابلة للتداول بالتظهير في السوق الثانوية, وتستخدمها البنوك لجذب الفوائض لدى الشركات والمؤسسات غير المصرفية.

شهادات الإيداع المغلقة أو المخزنة: هي شهادات تصدرها البنوك التجارية للحصول على أموال لفترة محدودة على أن يتم الاحتفاظ بهذه الشهادة في خزائن البنك دون أن يجري التعامل عليها في السوق الثانوية للتداول, كما تتمتع هذه الشهادات بسعر فائدة ثابتة وبسعر فائدة معوم حيث يتحدد سعر الفائدة عليها في حدود (1/4%) فوق سعر الليبور (LIBOR), ويتم تعديلها كل ستة أشهر.

بالإضافة إلى شهادات الإيداع الأمريكية, القبولات المصرفية والأوراق التجارية.

آلية التعامل في سوق رأس المال الدولية :

تتضمن سوق رأس المال الدولي كلا من سوق القروض المشتركة وسوق السندات الدولية والتي تتميز بما

يلي:

1 - تعتبر سوق السندات الدولية أحد أهم أجزاء أسواق المال الدولية, وهو أداة هامة للحصول على السيولة

طويلة الأجل.

- 2 -تتنوع السندات المصدرة تنوعا كبيرا, فهناك السندات بأسعار فائدة متغيرة حسب أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية, على العملة التي تم بها إصدار هذه السندات, كما يمكن إعطاء الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة إذا ما انخفضت أسعار الفائدة السائدة عن مستوى محدد, أو إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم ملكية في الشركات التي أصدرتها.
- 3 -يمكن الاكتتاب في السندات المقومة بسلة عملات تجنبنا لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.
- 4 -بعد الاكتتاب تصبح السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية بعد 5 أيام من تاريخ تسليمها للمكتتبين, ويتم التعامل في السوق الثانوية للسندات بالبيع والشراء من خلال البنوك والسماسرة وبيوت المقاصة, والشركات الدولية.

الوحدة التاسعة :
تقنيات التمويل الدولي المتوسطة وطويلة الأجل

شراء سندات التصدير (تمويل الصفقات الجزافية)

شراء أو خصم الديون بالجملة

التأجير التمويلي

قرض المورد

قرض المشتري

القروض المشتركة

ظهرت العديد من تقنيات التمويل المتوسطة وطويلة الأجل المستخدمة في التجارة الدولية وستعرض في هذا المجال إلى تمويل الصفقات الجزافية، الائتمان الايجاري ، شراء أو خصم الديون Factoring ، قرص المورد، قرص المشتري وقروض المشاركة .

المبحث الأول : شراء سندات التصدير (تمويل الصفقات الجزافية) for fasting

1-تعريفها :

تعتبر هذه التقنية أداة من أدوات تمويل التجارة الخارجية وتمثل في بيع سندات إذنية أو كمبيالات bills of exchange ذات استحقاقات آجلة إلى أحد البنوك أو البيوت المالية أو مؤسسات التمويل المتخصصة للحصول على تمويل نقدي فوري .

وتنشأ هذه الالتزامات المالية نتيجة قيام أحد المصدرين ببيع سلع رأسمالية إلى مستورد في بلد آخر وتكون

مقبولة من هذا الأخير ، فإذا رغب المصدر في الحصول على تمويل فوري مقابل سندات الدين التي تكون في حوزته فإنه يقوم ببيعها إلى أحد البنوك أو مؤسسات التمويل المتخصصة دون حق الرجوع على البائع ، ويتم ذلك بأن يسلم المصدر السندات أو الكمبيالات المباعة والتي تستحق خلال فترة زمنية تمتد إلى خمس سنوات من تاريخ الصفقة إلى مشتري الدين مقابل الحصول على قيمتها فوراً مخصوماً منها نسبة مئوية مقدما ثمن المدة بأكملها ، على أن يتحمل مشتري الدين مخاطر الصفقة ومسؤولية التحصيل .

ويطلب مشتري الدين خطاب ضمان مصرفي غير مشروط وغير قابل للإلغاء من أحد البنوك المؤهلة للتعامل دولياً في بلد المستورد ، ويكون عادة هو نفس بنك المستورد .

وهذا الضمان هو مستند مستقل عن الأوراق التجارية محل الصفقة ، وقد يطلب من مشتري الدين إضافة كفالة البنك للأوراق التجارية المباعة بأن يضيف إليها عبارة **per aval** وهي عبارة عن وعد بالدفع غير مشروط وغير قابل للإلغاء ، وتسجل مباشرة على الأوراق التجارية .

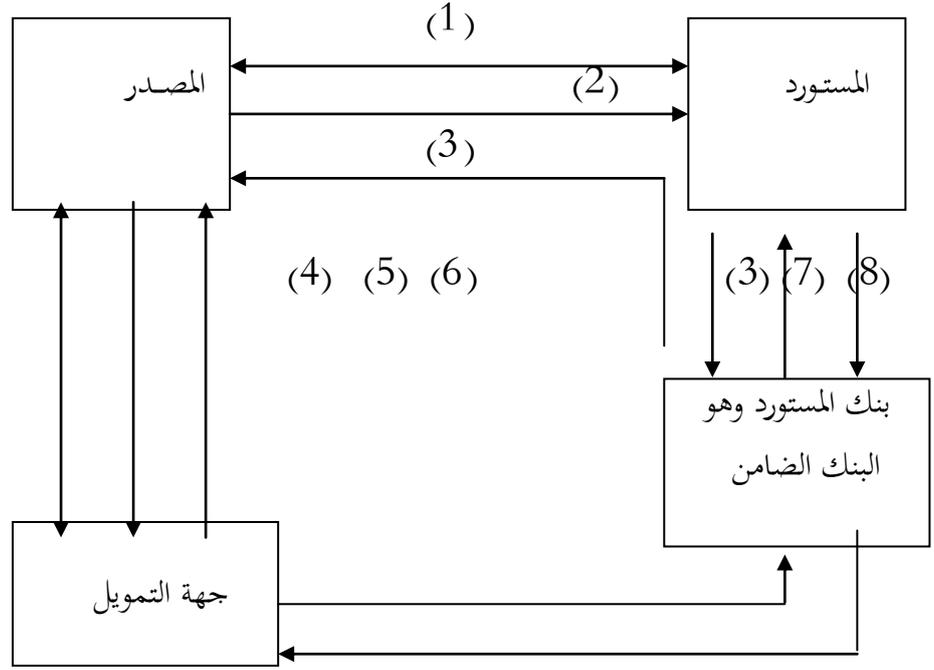
وبالتالي فإن التمويل الجزافي هو شراء ديون ناشئة عن صادرات السلع والخدمات وهو نوع من القروض متوسطة الأجل ، وتكون فائدة هذه القروض مرتفعة نسبياً وذلك لمواجهة الأخطار التي يتحملها المشتري الذي يجل محل المصدر ، ويفقد المشتري هذا النوع من الديون كل حق في متابعة المصدر أو الأشخاص الذين قاموا بالتوقيع على هذه الورقة أو مالك هذا الدين .

مثال :

تقوم شركة بتصنيع الأجهزة الإلكترونية الألمانية ببيع هواتف نقالة إلى شركة جزائرية على أقساط نصف سنوية لمدة ست سنوات مقابل سندات إذنية تحصل عليها الشركة المستوردة ، وتكون مضمونة من البنك التجاري الذي تتعامل معه ، وقد يضاف إليها كفالة من البنك المركزي الجزائري ، وعندما تستلم الشركة الألمانية السندات الإذنية بالشروط المتفق عليها فقد ترغب في تسبيل قيمتها أي الحصول على قيمتها فوراً من أحد البنوك أو إحدى

مؤسسات التمويل فيمكنها أن تباعها إلى إحدى هذه المؤسسات مقابل خصم نسبة معينة من قيمة هذه السندات وبعد أن تضيف إليها عبارة *without recourse* أي بدون حق الرجوع على الشركة الألمانية في حالة نشل الجهة الممولة في تحصيل هذه السندات ، والشكل التالي الموضح أسفله يبين عملية تمويل الصفقات الجزافية.

شكل رقم (13) عملية شراء مستندات التصدير (التمويل الجزافي)



- (1) عقد بيع السلعة الرأسمالية بين المصدر والمستورد .
- (2) تسليم السلعة المباعة من المصدر إلى المستورد .
- (3) تسليم السندات الاذنية لبنك المصدر ثم للمصدر .
- (4) عقد الصفقة الجزائية بين المصدر وجهة التمويل *for foiter*
- (5) تسليم السندات الاذنية لجهة التمويل .
- (6) سداد قيمة السندات للمصدر مخصوما منها نسبة معينة .
- (7) تقديم السندات الاذنية لبنك المصدر لتحصيلها عند الاستحقاق للمستورد .
- (8) سداد قيمة السندات في تواريخ الاستحقاق .

2- خصائص التمويل الجزافي :

تجمع الصفقات الجزافية بين العديد من العمليات المصرفية المختلفة فهي تجمع بين الإقراض في سوق لعملات الأورو و سوق سندات الأورو من جهة وبين تمويل التجارة بمفهومها التقليدي عن طريق خصم

الكمبيالات التجارية وشراء الديون من جهة أخرى وفيما يلي خصائص للتمويل الجزائي المشابهة لأشكال التمويل الدولي الأخرى وهي :

- تعقد الصفقات الجزافية وفقا لسعر فائدة ثابت مثل سندات الأورو .
- التمويل الجزائي هو تمويل متوسط الأجل مقابل سندات إذنية أو كمبيالات تستحق كل ستة شهور ، مثل الائتمان في سوق عملات الأورو .
- لها نفس المخاطر السائدة في سوق عملات الأورو .
- تخصص السندات الإذنية أو الكمبيالات في النوع من هذا التمويل مثل الخصم التقليدي لهذه الأوراق .
- تصل قيمة الصفقات الجزافية إلى قيمة قروض المشاركة في سوق بنوك الأورو عملات .
- ترتبط عمليات التمويل الجزائي بسلع رأسمالية مثل الائتمان الحكومي متوسط الأجل الممنوح لتمويل عمليات تصدير السلع الرأسمالية .
- تعتبر عمليات التمويل الجزائي شراء حقوق مالية للمصدرين مثل شراء الديون بالجملة أو ما يعرف بالفاكتورينج (FACTORING).

- تحقق عمليات الصفقات الجزافية عائدا للبنوك مثل وسائل الاستثمار للبنوك في المجالات الأخرى.
- تأخذ الجهة الممولة بعين الاعتبار عند شرائها أية صفقات جزافية كل الظروف السائدة في سوق بلد المستورد ومدى الاستقرار السائد ، ودرجة تقييم المخاطر المحيطة بهذه الصفقة ، وتقتصر مسؤولية المصدر على ضمان جودة السلع المصدرة وعلى سلامة شحنها .

3-مخاطر تمويل الصفقات الجزافية :

يتعرض مشتري الدين إلى المخاطر التالية:

أ-المخاطر التجارية : وتشتمل على احتمالات عدم قدرة المدين أو البنك الضامن على السداد أو عدم رغبتهم في ذلك .

ب- مخاطر التحويل : وتتمثل في عدم قدرة أو رغبة المدين أو الضامن أو السلطات النقدية في بلد المستورد في تحويل قيمة السندات المباعة بالعملة المتفق عليها إلى مشتري الدين وتسمى هذه المخاطر السياسية المتعلقة بسياسة البلد الاقتصادية .

ج- مخاطر العملة : يواجه مشتري الدين خطر السداد لعملات تختلف عن عملة المصدر ، إذ يؤدي تقلب قيمة أسعار الصرف إلى التأثير في قيمة الصفقة كاملة عندما يتم تحويل القيمة إلى عملة المصدر مما يؤدي إلى إلحاق خسارة محققة لمشتري الدين ، ولذلك يتعين على مشتري الدين - قبل أن يعطي للمصدر التزاما نهائيا بالشراء - أن يحصل على المعلومات التالية :

- نوع العملة المستخدمة في صفقة البيع وعادة ما تكون الدولار الأمريكي أو بعملات الأورو وقيمة مستندات المديونية المطلوب تمويلها ، ومدة التمويل .

- البلد المصدر ومدى استقرار الأحوال والظروف السياسية والاقتصادية فيه .
- اسم المستورد وبلده .
- اسم الضامن وبلده .
- أدوات الدين المطلوب تمويلها (سندات إذنية - كمبيالات ... إلخ) .
- نوع الضمان المقدم (كفالة مصرفية مستقلة - ضمانات إضافية) .
- جدول السداد (قيمة السندات الصادرة وتاريخ استحقاق كل منها) .
- نوع البضاعة المصدرة إلى المستورد .
- تاريخ تسليم مستندات شحن البضاعة .
- التأكيد من وجود التصاريح والموافقات اللازمة (تصريح الاستيراد والموافقات النقدية ... إلخ) .
- مكان سداد السندات الإذنية أو الكمبيالات .
- التأكيد من صحة التوقعات على السندات ، وقد يلجأ المصدر إلى البنك للتصديق على صحة التوقعات على السندات ..

ويكون الاتفاق بين المصدر وجهة التمويل على شراء سندات الدين ملزما لكلا الطرفين حيث يكون المصدر ملزما بتسليم مستندات الدين إلى جهة التمويل ، كما أن جهة التمويل تكون هي ملزمة بشراء هذه المستندات بنسبة خصم متفق عليها ، وعندما يتم تقديم مستندات الدين فإن مشتري الدين يكون متحملا لكل المخاطر ، ولا يمكنه الرجوع على المصدر .

4- - المزايا المكتسبة للمصدر من عمليات الصفقات الجزافية :

هناك عدة مزايا تتحقق للمصدر وهي :

- يدخل تمويل الصفقات الجزافية في بند الالتزامات العرضية *continent liabilities* ولهذا فلا تظهر في ميزانية المصدر ، ومن ثم تزداد قدرة المصدر على الاقتراض من البنوك .
- يستطيع المصدر أن يبيع **100%** من السندات الإذنية إلى جهة التمويل بدون حق الرجوع عليه ، ويتحصل على تمويل متوسط الأجل دون اللجوء إلى الاقتراض المصرفي .
- تكون أسعار الفائدة ثابتة مثل سندات الأورو .
- لا يتحمل المصدر مخاطر تقلبات أسعار الصرف لأن هذه المخاطر تتحملها البنوك .
- يستطيع المصدر أن يتحصل على مورد مالي سريع ببساطة بدون تعقيدات التوثيق القانوني ومشاكل ناجمة عن إدارة الائتمان ومشاكل التحصيل لأن المستندات المطلوبة تتمثل فقط في سندات إذنية أو كمبيالات يتم خصمها

5- تكلفة الصفقات الجزافية :

تشمل تكلفة الصفقات الجزافية عدة بنود مختلفة وهي :

- تغطية المخاطر التجارية ويتحملها المستورد وحده الذي يجب عليه أن يتحصل على خطاب مصرفي أو على كفالة مصرفية وسداد تكلفة إصدارها .

- تغطية المخاطر السياسية ومخاطر التمويل تتحدد تكلفة تغطية هذه المخاطر حسب أحوال السوق في بلد المستورد وتتراوح نسبتها بين 0.5% و 4% .

- يتحمل المصدر تكلفة التمويل التي تتوقف على الأسعار السائدة في سوق عملات الأورو ، وتحدد جهة التمويل نسبة الخصم حسب أسعار الصرف الآجلة في سوق عملات الأورو للعملة المستعملة والآجال المحددة.

- تحصل جهة التمويل على نسبة تقدر بحوالي 0.5% سنويا لتغطية المصاريف الإرادية الأخرى.
مثال : على كيفية احتساب نسبة الخصم :

نفترض أن قيمة الصفقة تبلغ مليون (1000000) دولار وأن جدول السداد الصادر به سندات إذنية مدته خمس سنوات يستحق كل سند منها كل ستة شهور (أي 10 سنوات) وأن نسبة الخصم تبلغ 8% .
ومن ثم تحسب نسبة الخصم على الرصيد المتناقص كما يلي :

قيمة الأقساط بالدولار قيمة الخصم بنسبة 8% على الرصيد المتناقص كل ستة شهور	
40000 . * 8000	100.000
36.000 . **	100.000
32.000 . 16000	100.000
28.000	100.000
24.000 . 24000	100.000
20.000	100.000
16.000 . 32000	100.000
12.000	100.000
8.000 . 40000	100.000
4000	100.000
-	-
220.000	100.000

* نسبة الخصم بواقع 8%

** نسبة الخصم بواقع 8% على مبلغ 900.000 دولار .

إن إجمالي قيمة الفائدة المحتسبة تخضم مقدما بواسطة جهة التمويل مت القيمة الاسمية للسندات التي حصلت عليها من المصدر الذي يتلقى بدوره صافي القيمة من الممول .

المبحث الثاني : شراء أو خصم الديون بالجملة

يعتبر شراء أو خصم الديون بالجملة أداة من أدوات تمويل التجارة الدولية وذلك عن طريق قيام إحدى المؤسسات المالية المتخصصة في هذا المجال وتسمى factor أو إحدى البنوك التجارية بشراء حسابات القبض أو الدعم المدنية (كمبيالات - سندات إذنية - فواتير ... إلخ) للمؤسسات الصناعية أو التجارية والتي تتراوح مدتها بين 30 يوما و 120 يوما والتي تتوقع هذه المؤسسات تحصيلها من مدينتها خلال السنة المالية ، للحصول على السيولة النقدية لهذه المؤسسات قبل تاريخ استحقاق هذه الحسابات المدنية . وقد نشأ نظام الفاكورينج في إنكلترا منذ أوائل القرن التاسع عشر ، وانتشر بين تجار المنسوجات البريطانيين ، ثم امتد إلى صناعة الجلود والصناعات الاستهلاكية الأخرى ، فقد كان التجار البريطانيون يجهلون السوق الأمريكية ، فلجأوا إلى التعامل مع شركات فاكور يبيعون لها فواتير الدين الخاصة بالمستوردين الأمريكيين مقابل نسبة من قيمة الدين يحصل عليها الفاكور مقابل خدمته

1- خدمات الفاكورينج :

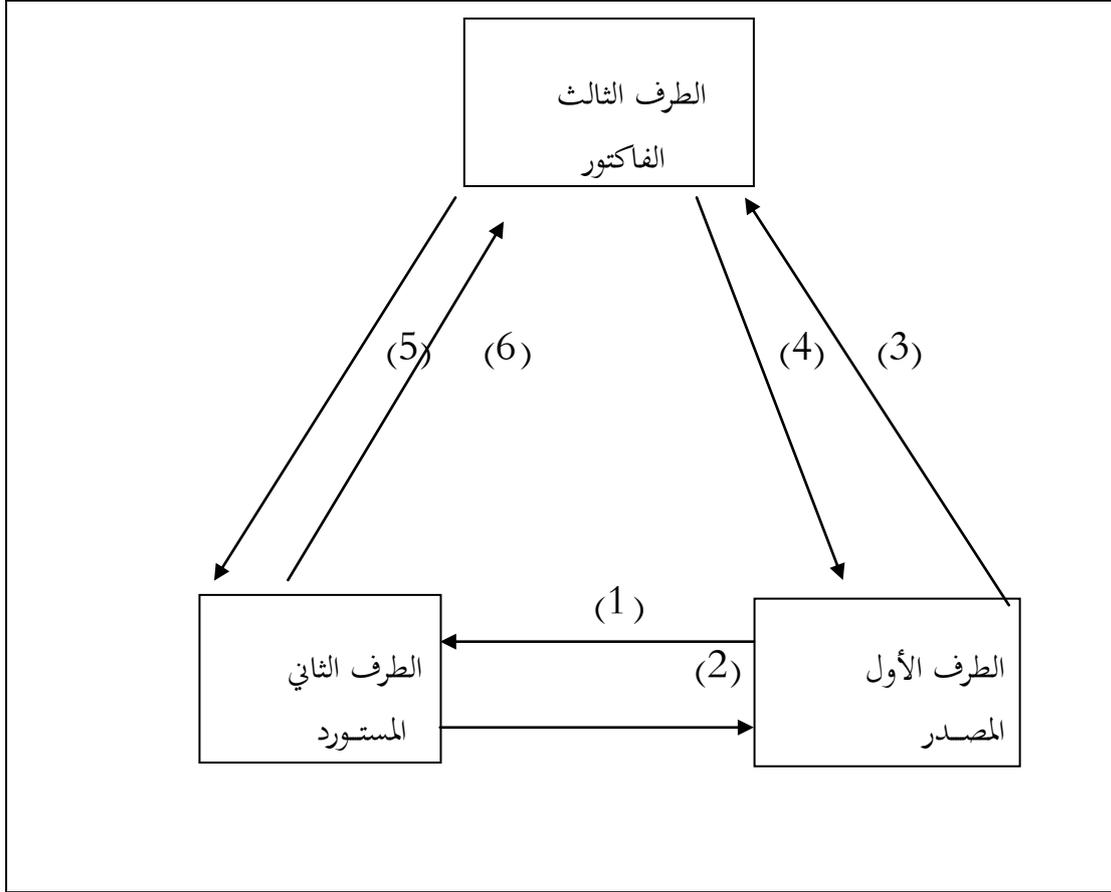
- تتضمن خدمات الفاكورينج عدة أنواع منها :
- 1- توفير التمويل اللازم للعميل أو المصدر الذي باع حسابات القبض إلى المؤسسة المالية (الفاكور) بالسماح له بسحب مبلغ نقدي قبل حلول متوسط تواريخ استحقاق هذه الحسابات ، مع خصم نسبة معينة تتراوح سعرها بين 2% و 3% فوق سعر الفائدة الأساسي أو التفضيلي بالإضافة إلى عمولة المخاطر التجارية ، وليس للفاكور حق الرجوع إلى العميل في حالة عدم سداد السندات المشتراة .
 - 2- توفير الحماية الائتمانية للعميل من خلال تحمل عبء المخاطر التجارية التي تنتج من عدم تسديد مدينته للفواتير ، ولا يقوم العميل بمخصص الديون المشكوك فيها .
 - 3- إمساك دفتر المبيعات الآجلة للعميل ومتابعة تسجيل الفواتير الواردة وإرسالها للمشتريين مع كشف حساباتهم ، والقيام بأعمال تحصيل مستحقات العميل لدى الغير في تواريخ استحقاقها ومتابعة تحصيلها في حالة عدم التسديد في تاريخ الاستحقاق .
 - 4- يقوم الفاكور بعمليات التقييم الائتماني لمديني العميل مما يحتم على المؤسسة المالية (الفاكور) أن يكون لديها خبرة عالية في قبول أو رفض بعض الحسابات المدنية المعروضة للبيع ، وكما يقوم الفاكور بإعداد البيانات الإحصائية الخاصة بالمبيعات ومديني العميل ونسبة التحصيل والديون المشكوك فيها ، وتتراوح عمولة الفاكور في هذه الحالة بين 3/4% و 2% من القيمة الاسمية للسندات وذلك حسب ظروف العميل .

2- أطراف التعامل في الفاكورينج :

تتطلب عملية الفاكورينج ثلاثة أطراف هي :

الطرف الأول : وهو التاجر أو الصانع أو الموزع : وهو الطرف الذي يكون في حوزته حسابات

- القبض أو الذمم المدينة التي تشير بها المؤسسة المالية (الفاكور) .
- الطرف الثاني : وهو العميل ويقصد به الطرف المدين للطرف الأول .
- الطرف الثالث : وهو مؤسسة الفاكور المتخصصة في هذا النشاط أو إدارة البنك التجاري .
- والشكل التالي رقم (14) يوضح العلاقة بين الأطراف الثلاثة :



- (1) يبيع المصدر منتجاً استهلاكياً معيناً إلى المورد وإرسال الفواتير إلى الفاكور وليس إلى المشتري .
 - (2) يوقع المستورد على سندات دين بقيمة المنتج المباع وإرسالها إلى المصدر .
 - (3) يقوم المصدر ببيع حسابات القبض إلى الفاكور .
 - (4) يمنح الفاكور المصدر نسبة معينة من قيمة حسابات القبض تصل إلى 80% إلى البائع .
 - (5) يقوم الفاكور بإشعار المدين مطالباً إياه بسداد سندات الدين إليه في تاريخ الاستحقاق ويحصل 100% من قيمة الفاتورة .
 - (6) يقوم المستورد بتسديد قيمة سندات الدين في تواريخ استحقاقها .
- مثال :

لنفترض أن شركة النور قد باعت منتجاتها لعملاء مختلفين بالأجل ، وأنها باعت خمسة حسابات من حسابات مدينيها إلى شركة مالية فاكثورينج ، وأن هذه الحسابات جميعها تستحق خلال شهر أكتوبر حسب الجدول التالي :

حسابات المدينين	المبلغ بالدولار	تاريخ التحصيل
أ	100.000	20 أكتوبر
ب	4.000	28 أكتوبر
ج	50.000	29 أكتوبر
د	8.000	لم يتم التحصيل
هـ	12.000	30 أكتوبر

ويتبين لنا أن الفاكثور قد تلقى في 30 أكتوبر مدفوعات لحسابات (أ) و (ب) و (ج) و (هـ) وبما أنه سبق له الحصول على نسبة الخصم المحددة له من كل حساب من الحسابات المذكورة فإنه يودع في تاريخ تحصيل هذه الحسابات صافي المبالغ في حساب الشركة .
وفي 30 أكتوبر فإن الفاكثور عليه أن يضيف مبلغ 8000 دولار إلى حساب الشركة والمستحق على الحساب (د) مخصوماً منه عمولة الفاكثورينج حتى ولو لم يسدد هذه المبلغ في تاريخ استحقاقه ، فإذا لم يسدد هذا المبلغ على الإطلاق فإن الفاكثور يتحمل هذه الخسارة .

3- عقد الفاكثورينج :

يبدأ طلب خدمات الفاكثورينج بتحرير استمارة من المنتج أو المصدر تتضمن بعض البيانات التي تبين نشاطه ورقم أعماله ، مع توضيح نوع الخدمة التي يطلبها .
ويتقدم بها إلى الفاكثور (مصرفاً أو مؤسسة مالية) مرفقاً بها آخر ثلاثة تقارير مالية سنوية ، وقائمة بأسماء العملاء الدائمين وعناوينهم والبنوك التي يتعاملون معها ومتوسط الفواتير المعلقة ، وتستطيع المؤسسة الفاكثور أن تقرر نوع الخدمة التي يمكنها تقديمها للعميل بعد التدقيق في كل المعلومات .
وبعد الفحص فإذا اتضح أن مديني العميل لهم سجل وسمعة جيدة في التسديد ، فإن الفاكثور (المؤسسة) يمكنه أن يعرض كافة خدمات الفاكثورينج أو بعضها أو أن يقبل الفواتير الخاصة بمديني العميل في دول معينة فقط أو في مجال معين من الصناعات دون غيرها .
و للفاكثور الحق في استبعاد المدينين الذين لا يتمتعون بجدارة ائتمانية أو عملات غير مستقرة.

4- مقارنة مفهوم الفاكثورينج مع مفهوم التمويلات الأخرى:

1- يختلط مفهوم الفاكثورينج مع مفهوم تمويل حسابات القبض التي تعتبر قروضاً مغطاة بضمان سندات الدين الصادرة من مديني العميل التي يجب أن يتنازل عنها للجهة الممولة والجدول التالي يوضح الفروق بين الفاكثورينج وتمويل حسابات القبض في عمليات البيع للسلع الاستهلاكية:

جدول رقم (21) الفرق بين الفاكوتورينج و تمويل حسابات القبض

الم قارنة	فاكوتورينج التصدير	تمويل حسابات القبض
1	تعتبر عملية نهائية لحسابات القبض من المصدر إلى جهة التمويل	تعتبر عملية إقراض للمصدر مقابل تنازله عن حسابات القبض للمقرض كضمان للقرض
2	تسدّد نسبة تصل إلى 80% أو أكثر من قيمة حسابات القبض ويسدّد الباقي للعميل بعد خصم المصاريف والعمولات المستحقة لجهة التمويل (الفاكوتور)	تسدّد نسبة تصل إلى 70% من قيمة حسابات القبض
3	يجب إشعار المدينين في السندات المشتراة بعملية الفاكوتورينج	ليس من الضروري إشعار المدينين في الأوراق المقدمة كضمان
4	المدين للفاكوتور يصبح هو المستورد الأجنبي (المشتري) وليس المصدر	المدين للبنك الممول هو المصدر أو البائع
5	يتحمل الفاكوتور المخاطر التجارية المتعلقة بحسابات القبض المشتراة ، ولا يتحمل عادة المخاطر الناتجة عن التمويل وسعر الصرف	يتحمل المصدر كل المخاطر التجارية والتحويل وتغيير سعر الصرف وتقتصر مهمة البنك على وضع حد ائتماني للمصدر
6	تقع مسؤولية المتابعة الائتمانية وتحصيل الديون على عاتق الفاكوتور	تقع مسؤولية متابعة الجدارة الائتمانية للمدينين وتحصيل الديون على عاتق المقرض (المصدر)
7	من الضروري وجود احتياطي نقدي	ليس من الضروري وجود احتياطي نقدي
8	تتحول ملكية الحسابات إلى الفاكوتور وبمّح هذا التمويل للتجار ذوي أرقام الأعمال الكبيرة ، ولكنه يختلف التمويل حسب الغرض من نوع الخدمة (تمويل - تحمل مخاطر تجارية - خدمات تحصيل - إعداد إحصائيات ... إلخ)	تبقى الحسابات في ملكية المقرض ، وبمّح هذا التمويل للتجار ذوي النشاط المحدود ومن أجل التمويل فقط
9	تكلفة التمويل بالإضافة إلى عمولة الخدمة المطلوبة ، وهي تزيد عادة عن تكاليف القبض	تمثل التكلفة في الفائدة على الحساب الجاري بالإضافة إلى العمولات المعتادة وهي تنخفض عن تكلفة الفاكوتورينج
1 0	لا يظهر من حساب القبض في عناصر ميزانية المصدر لأنه يعتبر أنه باع سلعته نقدا بعد أن قبض قيمة السندات التي باعها للفاكوتور	تظهر حسابات القبض ضمن عناصر ميزانية المقرض.

2- أما مقارنة خدمة الفاكوتورينج مع شراء مستندات التصدير فتكون كما يلي :

جدول رقم (22) الفرق بين الفاكورينج وشراء مستندات التصدير

المقارنة	فاكتور التصدير factoring	شراء مستندات التصدير Forfeiting
أوجه التشابه	أداة من أدوات تمويل التجارة يتضمن بيع سندات الدين ناتجة عن تصدير بضاعة من المنتج إلى المصدر إلى أحد البيوت المالية أو البنوك لتوفير السيولة النقدية	أداة من أدوات تمويل التجارة يتضمن بيع سندات الدين ناتجة عن تصدير بضاعة من المنتج إلى المصدر إلى أحد البيوت المالية أو البنوك لتوفير السيولة النقدية
أوجد الاختلاف	- يستخدم الفاكورينج لتمويل صادرات السلع الاستهلاكية ولفترات ائتمان تتراوح بين 90 إلى 180 يوما . - لا يغطي عادة مخاطر التمويل والمخاطر السياسية.	- تستخدم لتمويل تصدير السلع الرأسمالية ولفترات ائتمان تتراوح إلى خمس سنوات وأكثر . - تتحمل جهة التمويل هذه المخاطر.

5- تكلفة خدمة الفاكورينج :

تحتوي تكلفة خدمة الفاكورينج عمولات وفوائد على الدفعات المقدمة والتي يتم خصمها من القيمة الاسمية للفواتير المشتراة ، وتتراوح نسبة العمولات بين 1% و 3% ، أما الفوائد فتتراوح بين 2% و 4% زيادة على سعر الفائدة الأساسي .

مثال 01 : مصنع أحذية صينية يقوم بتوريد أحذية بشكل منظم إلى 20 شركة في الجزائر على أن تتم التسوية خلال 20 يوما ، فإذا كانت هذه الخدمات المطلوبة من المؤسسة المالية الفاكور هي التمويل ، تحمل المخاطر الائتمانية ، إرسال إشعارين بالتسديد إلى المدينين الذين استحققت ديونهم ، مع افتراض أن خصم الأعمال خلال 3 شهور بلغ مليون دولار ، وأن الفائدة 8% سنويا ، وبالتالي فإن تكلفة الفاكورينج تحسب كما يلي :

تكلفة الخدمات :

ضمان المخاطر الائتمانية (1% من رقم الأعمال) = 10000 دولار

عمولة الفاكورينج (3/4 % من رقم الأعمال) = 7500 دولار

17500 دولار

تكلفة التمويل (2% عن 3 شهور) = 20000 دولار

الإجمالي 37500 دولار

مثال 02 : مصنع لإنتاج نظارات قام ببيع بعض حسابات القبض إلى مؤسسة فاكسور إلا أن هذا الأخير قام باحتجاز ما نسبته 8% كاحتياطي من قيمة هذه الحسابات وكانت عمولة الفاكسورينج 2% ونسبة الفائدة 1% شهريا (أي 12% سنويا) فإذا افترضنا أن قيمة الحسابات المباعة 100.000 دولار وأنها تستحق خلال 30 يوما ، فإنه يتم احتساب قيمة الدفعة النقدية كما يلي :

القيمة الدفترية للحسابات	100.000 دولار
ناقص احتياطي 8%	8000 دولار
ناقص عمولة فاكسورينج	2000 دولار
	<u>90000 دولار</u>
ناقص فائدة على الدفعة النقدية (1% شهريا)	900 دولار
قيمة الدفعة النقدية التي فورا	89100 دولار

ويتوقع المصنع بعد أن دخل في حسابه في البداية مبلغ 89100 دولار أن يستلم مبلغ 8000 دولار (مبلغ الاحتياطي) عقب تحصيل سندات الدين بواسطة مؤسسة الفاكسور.

المبحث الثالث : التأجير التمويلي financial leasing

تعتبر أداة التأجير التمويلي من أدوات تمويل السلع الرأسمالية اللازمة للمنشآت الإنتاجية مثل المعدات والآلات الصناعية والزراعية عن طريق عقود تأجير متوسطة أو طويلة الأجل توفر لها الأصول الرأسمالية . وحسب هذا النظام تقوم المؤسسة المؤجرة (المشتري) بشراء الأصل الرأسمالي بمواصفات محددة من مورد معين (المنتج) وتأجيره إلى المشروع الذي يحتاج إليه (المؤسسة المستأجرة) لمدة محددة من الزمن (متوسطة أو طويلة) في مقابل سداد قيمة إيجار محددة يتفق عليها فيما بينهما ، وتسدد شهريا في أغلب الأحوال وتزيد في مجموعها عن ثمن شراء الأصول المؤجرة بحيث يتحقق للمؤجر عائد معدله يقترب من معدل الفائدة على قرض بضمان .

1- أطراف التعامل في التأجير التمويلي :

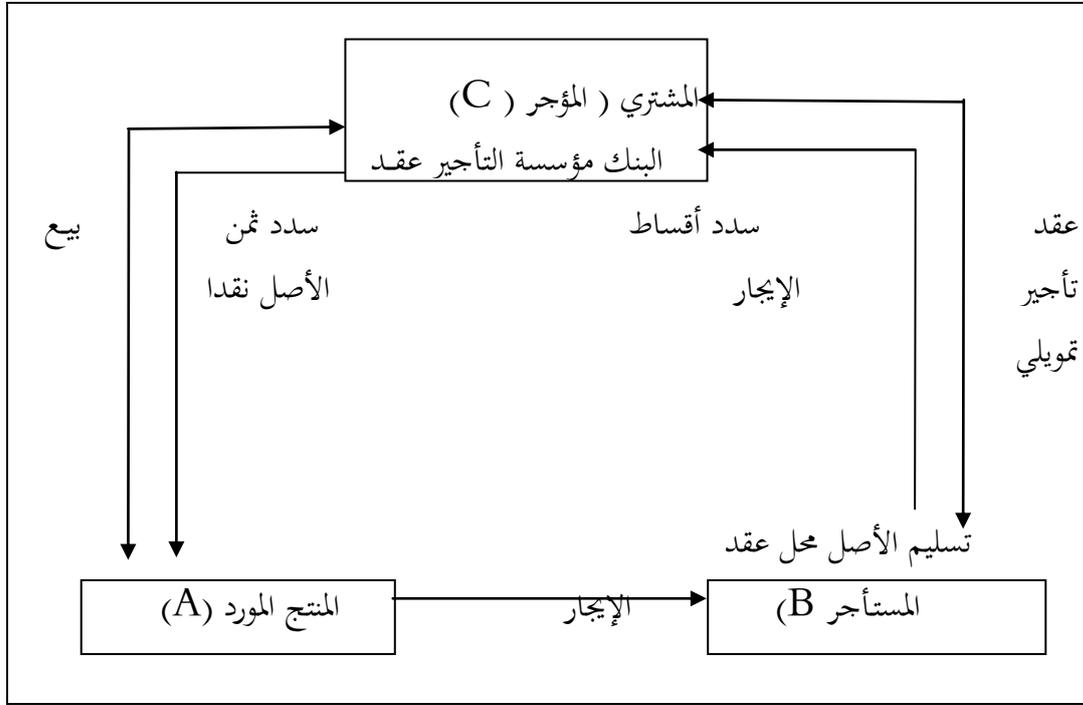
هناك ثلاثة أطراف في هذه العملية :

- 1- مستخدم الأصل الرأسمالي وهو المؤسسة المستأجرة .
 - 2- ممول شراء الأصل الرأسمالي (البنك أو شركة التأجير) والذي سيقوم بالتأجير .
 - 3- البائع أو المورد لهذه الأصول.
- ولزيادة التوضيح أكثر سوف نفترض أن مصنع (A) ينتج نوعا معينا من الآلات الإنتاجية التي يحتاج إليها المصنع (B) والذي يكون بحاجة إلى سيولة ففي هذه الحالة فإن المصنع (A) يقوم ببيع هذه الآلة نقدا إلى

أحد البنوك أو إحدى مؤسسات التأجير التمويلي (C) (المشتري أو المؤجر) ويقوم بتأجيرها إلى المصنع (B) لمدة معينة مقابل قيمة إيجار شهري يتفق عليه .

ويمكن تصوير هذه العلاقة الثلاثية بين أطراف عملية التأجير التمويلي حسب الشكل التالي (03)

أطراف التعامل في التأجير التمويلي



وانطلاقاً من الشكل فإن التأجير التمويلي يتضمن عقدان :

الأول : عقد بيع يحرر بين الشركة المؤجرة والشركة المنتجة أو المورد .

والثاني : عقد تأجير ويحرر بين المؤسسة المؤجرة والمؤسسة المستأجرة .

ويحتفظ المؤجر بملكية الأصول المؤجرة وعند انتهاء العقد فإن المستأجر يكون له الخيار إما أن يعيد الأصل

الذي استأجره إلى المالك المؤجر ، وإما أن يستمر في استئجاره للأصل بسعر بالغ الانخفاض أو أن يشتريه بثمن

رمزي يتفق عليه ، وعليه فإن التأجير التمويلي هو عادة لفترة طويلة ولا يقدم المؤجر خدم الصيانة ويتضمن فقط

الإيجار ، ولا يجوز للمستأجر إلغاء العقد خلال فترة سريانه وتقديم الخدمة بواسطة البنوك أو مؤسسات التأجير

التمويلي

2- أنواع التأجير التمويلي :

1-التأجير التشغيلي : وهو مصدر تمويل للمستأجر ، حيث يمدّه بالأصل الرأسمالي المطلوب دون

الحاجة إلى شراءه ، إلا أن هذا العقد يحرر لفترة قصيرة لا تغطي العمر الافتراضي للأصل ، وأن

دفعات الإيجار لا تغطي التكلفة الكلية للأصل .

وعادة ما يكون المؤجر هو منتج الأصل ، ويكون مسؤولاً عن إصلاحه وصيانته وخدمته وقد

يتضمن حق شرط الإلغاء للمستأجر في إلغاء عقد الإيجار في أي وقت ، ويمكن للمؤجر استعادة الأصل في تاريخ لاحق .

ومن أمثلة التأجير التشغيلي ما تقوم به شركة (IBM) التي تؤجر الحاسبات الآلية (الكمبيوتر) وشركة زيروكس التي تؤجر أجهزة تصوير المستندات للمؤسسات المختلفة وكذلك شركات تأجير السيارات .

2- تأجير تمويلي رأسمالي : وفيه يتم خصم المبالغ السنوية التي ستدفع سنويا مقابل الاستفادة من

التأجير التمويلي مضافا إليه هذه المبالغ أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل .

3- تأجير تمويلي خدمي : يقوم المؤجر بتوفير التمويل وخدمات الصيانة مقابل الحصول على مدفوعات

دورية يدفعها المستأجر .

3/ البيع وإعادة التأجير :

عندما تتفق مؤسسة مع أحد البنوك على بيع أحد أصولها التي تملكها إلى البنك ، على أن يقوم هذا الأخير بإعادة تأجير هذا الأصل مرة أخرى للمؤسسة ، والهدف من ذلك هو حصول المؤسسة على قيمة الأصل لاستثماره في مجال آخر ، ويتحقق لها الانتفاع بالأصل خلال فترة التأجير ، وفي المقابل تتحلّى المؤسسة عن ملكية الأصل وتدفع إيجارا دوريا للبنك الذي أعاد تأجير الأصل لها .

أما القيمة المتبقية للأصل بعد انتهاء عقد التأجير فإنها تكون من حق البنك ، وعادة ما تكون دفعات الإيجار بالإضافة إلى القيمة المتبقية من الأصل كافية لتغطية تكلفه شرائه بالإضافة إلى تحقيق عائد مناسب لذلك . وفي حالة البيع وإعادة التأجير تتمتع المؤسسة البائعة بوفورات ضريبية ما كانت متاح لها لو أنها ظلت مالكة للأصل .

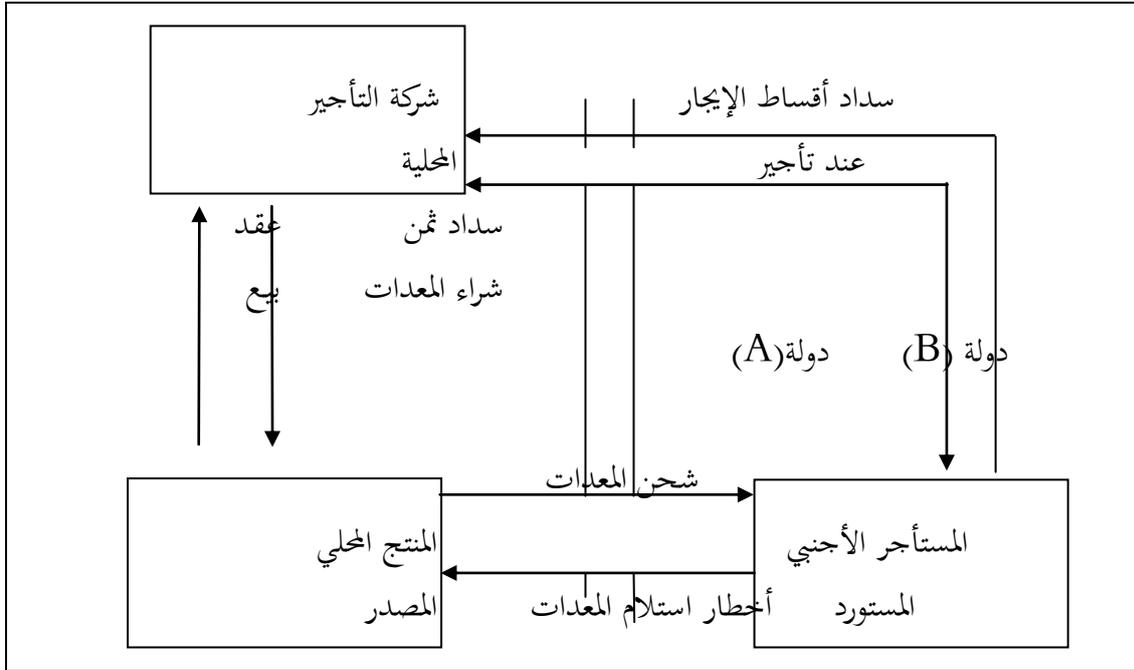
ولفهم أكثر نفترض الأصل المباع وأعيد تأجيره هو قطعة أرض عليها بناء ، هنا يعتبر إيجار الأرض والبناء ضمن المصاريف التي تخصم من الإيرادات عند حساب الضريبة ، أما في حالة لو ظلت المؤسسة مالك الأصل فإنه سوف لن يحسب ضمن المصاريف سوى قسط اهتلاك المبنى أما الأرض فهي ليست من الأصول المستهلكة ، ولذلك فإنه في حالة البيع وإعادة التأجير تظهر المؤسسة وكأنها استهلكت قيمة الأرض على فترة تعادل الفترة التي يغطيها عقد الإيجار .

ولا يختلف التأجير التمويلي عن حالة البيع وإعادة التأجير سوى أن التأجير التمويلي يتعلق بأصول رأسمالية جديدة تشتري مباشرة من المنتج / المورد ، وليس من المؤسسة المستأجرة ، لذلك فإنه ينظر إلى حالة البيع وإعادة التأجير على أنه حالة خاصة للتأجير التمويلي .

والصورة الأعم لعمليات التأجير التمويلي هي عندما تعقد الصفقة محليا بمعنى أن المؤجر والمستأجر من نفس الدولة ، غير أن التأجير قد يقع دوليا ، وخاصة بالنسبة للسلع الرأسمالية ويحدث ذلك إذا باع مصدر في دولة ما بعض المعدات التي ينتجها إلى شركة تأجير في نفس الدولة ، وقامت هذه الأخيرة بتأجير هذه المعدات إلى مستأجر أجنبي في دولة أخرى ، وفي هذه الحالة يشحن المنتج المعدات إلى المستأجر في الدولة الأجنبية وتظل

تحت ملكية شركة التأجير خلال مدة العقد ، وغالبا ما يقوم المستأجر بشراء المعدات المؤجرة بسعر منخفض في نهاية فترة التأجير ، وبهذا تعتبر عملية التأجير كأنها عملية تصدير معدات دامت فترة تسديد قيمتها مدة عقد الإيجار .

شكل رقم (16) يوضح عملية تأجير تمويلي دولي



ويحدث التأجير الدولي في حالة السلع الرأسمالية التي يمكن تسجيلها دوليا كما هو الحال بالنسبة للطائرات والبواخر التي تستأجرها بعض الدول من دول أخرى .

4/ مزايا التأجير التمويلي :

أ- إعطاء صورة أفضل لميزانية المؤسسة :

إن الأصول المستأجرة لا تظهر ضمن عناصر الأصول في ميزانية المؤسسة وإنما تظهر خارج الميزانية ، وبالتالي لن تسجل اهتلاكاها في جانب الخصوم ويقتصر الأمر فقط على تسجيل قيمة مدفوعات التأجير لهذه الأصول كمصروف في حساب الأرباح والخسائر ، ومن ثم تبدو ميزانية المؤسسة في وضع أفضل فيما لو حصلت على هذه الأصول عن طريق الشراء بأموال مقرضة أي بتحويل مصرفي ، وهذا يعطي المستأجر قدرة أكبر على الاقتراض وذلك لتمويل أوجه إنفاق أخرى كأعمال التطوير والتسويق .

ب- استخدام الموارد الذاتية للمؤسسة لتمويل أوجه إنفاق أخرى: يساهم أسلوب التأجير التمويلي في

تجنب المشروعات العديد من المشاكل التي تنجم عن تجميد جانب كبير من أموالها في شراء احتياجاتها من الأصول الرأسمالية ، ومن ثم فإن هذه الأسلوب يعمل على توفير الأموال الذاتية وتوجيهها إلى أوجه إنفاق أخرى .

ج- الحد من تكلفة الضمانات :

تتلخص في إعفاء المستأجر من تقديم ضمانات مصرفية مكلفة على نحو ما هو متبع في حالة التمويل المصرفي.

د- تحقيق المرونة في استخدام الأصول :

تكتفي المؤسسة بدفع أقساط الإيجار طوال مدة الاستئجار بالإضافة إلى أن أسلوب التأجير التمويلي يجنب المؤسسة تحمل تكلفة الأصل .

هـ- تحقيق مزايا ضريبة للمستأجر :

إذا استأجرت مؤسسة الأصول الرأسمالي بدلا من تملكه فإنها يمكن أن تحقق وفرا ضريبيا إذا كانت فترة الإيجار تقل عن العمر الافتراضي الذي يتم حساب قيمة قسط الاهتلاك على أساسه لغرض الضريبة.

5- تكلفة التأجير التمويلي :

تتكون هذه التكلفة من عدة عناصر هي قيمة استهلاك الأصل بالكامل مع سعر الفائدة ، بالإضافة إلى علاوة محددة للشركة المؤجرة لمواجهة المخاطر والمصاريف الإدارية الطارئة ، وفي عمليات التأجير التمويلي فإن حساب الاهتلاك يسدد كاملا خلال مدة عقد الإيجار تحسب الفائدة عادة [1% - 3%] زيادة عن سعر الفائدة المصرفي على القروض متوسطة الأجل .

المبحث الرابع : قرض المورد

1- تعريفه :

هو قرض مصرفي متوسط أو طويل الأجل يمنح للمصدر الذي يمنح الآخر مهلة تسديد لزيونه (المستورد) وتتراوح مدة التسديد التي منحت للمستورد من طرف المصدر 18 شهرا وهو عملية تمويل بصفقة تصدير يتولى فيها المصدر تمويل الصفقة اعتمادا على موارده المالية أو الاعتماد على أحد المصارف عن طريق خصم مستحقاته (سندات الدفع أو الكمبيالة) لدى المصرف ، وفي هذه العملية تقوم علاقة مباشرة بين المصدر وهذا المصرف الذي يوفر التمويل اللازم لصفقة التصدير وبعد انتهاء أجل الدفع المحدد أصلا بين المصدر والمستورد يقوم البنك بتحصيل قيمة سداد الكمبيالة من المستورد .

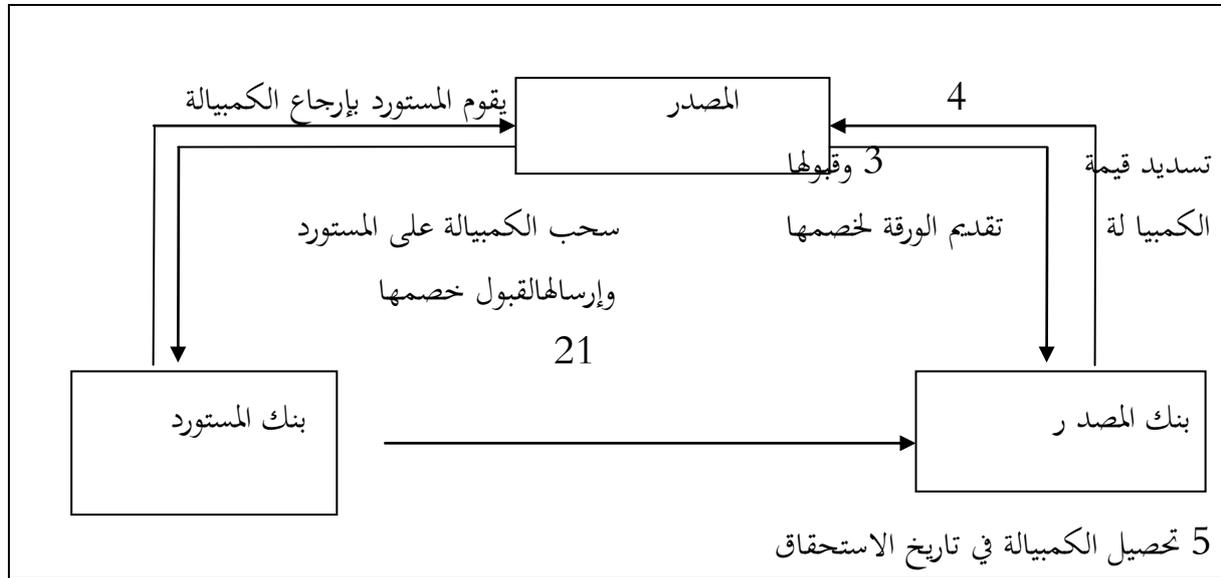
وهو عبارة عن تمويل وضممان بصفقة تصدير يتولى فيها المصدر تمويل الصفقة اعتمادا على موارد مالية أو بالاعتماد على أحد المصارف عن طريق قيامه بخصم مستحقاته (الكمبيالة أو سند الدفع) لدى هذا المصرف، وفي هذه العملية تقوم علاقة مباشرة وفورية بين المصدر وهذا المصرف الذي يوفر التمويل اللازم لصفقة التصدير، وبعد انتهاء أجل الدفع المحدد أصلا بين المصدر والمستورد يقوم البنك بتحصيل قيمة الكمبيالة من المستورد وإلى هذا الحد تنتهي العلاقات المالية المرتبطة بصفقة التصدير سابقة الذكر.

أما الشق الآخر من عملية ائتمان الصادرات والمتعلق بضمان التمويل الذي قدمه البنك لهذه الصفقة، فإن هيئات ضمان الصادرات التي تم إنشاؤها في عدد كبير من الدول تتولى توفير ضمان شامل لسداد الأوراق التجارية (الكمبيالات أو السندات الاذنية) التي يحتفظ بها البنك الذي قدم التمويل، ويتم ذلك عن طريق قيام هذه الهيئة بإرسال خطاب ضمان لهذا البنك وذلك مقابل توقيع عقد ضمان ضد المخاطر التي التجارية وغير التجارية مع المصدر، ويدفع المصدر بموجب هذا العقد عمولة ضمان للهيئة التي أخذت على عاتقها تأمين القرض.

2- مراحل قرض المورد :

- 1- يقوم المصدر بسحب كمبيالة على المستورد ويرسلها للقبول .
- 2- يقوم المستورد بإرجاع الكمبيالة مع قبولها .
- 3- يقدم الورقة من أجل خصمها .
- 4- تسديد قيمة الكمبيالة من طرف البنك .
- 5- تحصيل الكمبيالة في تاريخ الاستحقاق .

والشكل التالي رقم (17) يوضح مراحل قرض المورد



4- مزايا قرض المورد وعيوبه : لقرض المورد مزايا وعيوب نلخصها فيما يلي :

1- مزايا قرض المورد:

- يتيح للمورد الحصول على الدفع الفوري وذلك عند قيام بخصم الورقة التجارية الخاصة بهذه العملية .

- التأمينات التي يتحصل عليها تحميه من جميع المخاطر مهما كانت طبيعتها ويعتبر هذا النوع منالقرض قليل المخاطر ومضمون بنكيا.

2- عيوب قرض المورد :

- المورد يتحمل عبء الجزء غير المؤمن .

- في حالة النزاع يتحمل المورد العبء

المبحث الخامس : قرض المشتري

1 تعريف :

هو قرض مصرفي متوسط وطويل الأجل يمنح لمشتري أجنبي ، يقوم فيه البنك قرض ويسدد المبلغ للمصدر ، وذلك عند تسليم البضاعة أو المنتجات ويبرم الاتفاق أو عقد القرض بين المشتري الأجنبيوالبنك المقرض ويشمل هذا القرض نوعين من العقود هما :

عقد القرض : بعد إمضاء عقد التصدير بين المصدر المستورد ، حيث يتم عقد قرض بين المصرف الممول والمستورد مباشرة ، ويقبل المستورد بموجب هذا العقد السندات الاذنية المسحوبة عليه بقيمة وارداته ، ويسمح هذا العقد بوضع مبالغ مالية من طرف البنك لصالح المشتري وذلك لفترة معينة وشروط محددة مع قيامه باحترام التزامه بالدفع الفوري .

العقد التجاري : يحدد هذا العقد واجبات كل من البائع والمشتري ويبين الطرق التي يقوم بها المشتري عند قيامه بالدفع الفوري ، ويمنح قرض المشتري لتمويل الصفقات ذات المبالغ الهامة ، فيتدخل البنك لتدعيم المستورد المصدر ، فالمستورد لا تتوفر لديه الأموال اللازمة لشراء السلعوالمصدر لا يستطيع أن ينتظر مدى طويلة لتحصيل هذا المبلغ .

ويتم إرسال العقد إلى هيئة ضمان الصادرات لمراجعته وإقراره ، وترسل صورة منه إلى المصدر ويتم بعد ذلك توقيع اتفاق ضمان بين المصدر وهيئة ضمان الصادرات ، ويتحدد بموجب هذا الاتفاق مقدار عمولة الضمان التي يدفعها المصدر لهيئة ضمان الصادرات ، مقابل ضمان سداد القرض الممنوح من البنك الممول للمستورد ويستلم بعد ذلك المصدر قيمة صادراته من البنك الممول مقابل قيامه بشحن البضائع محل التعاقد وإرسال صور من سندات الشحن للبنك ، وتنتهي عملية تمويل الصادرات السابقة عند حلول أجل القرض المتفق عليه مضافا إليه الفوائد المستحقة .

2-إئتمان المستثمرين:

وهو تمويل أو ضمان صفقة تصدير يقدم فيها طرف ثالث إئتمانا للمستورد يمكنه بموجب هذا الاتفاق سداد قيمة صادراته، وهذا الطرف الثالث يكون غالبا مصرف تجاري يقع في دولة المصدر، بعد إمضاء عقد

التصدير بين المصدر والمستورد، حيث يتم عقد قرض بين المصرف الممول والمستورد مباشرة، ويقبل المستورد بموجب هذا العقد السندات الأذنية المسحوبة عليه بقيمة وارداته، ويتم إرسال العقد إلى هيئة ضمان الصادرات لمراجعته وإقراره، وترسل صورة منه إلى المصدر، ويتم بعد ذلك توقيع اتفاق ضمان بين المصدر وهيئة ضمان الصادرات، ويتحدد بموجب هذا الاتفاق مقدار عمولة الضمان التي يدفعها المصدر لهيئة ضمان الصادرات مقابل ضمان سداد القرض الممنوح من البنك الممول للمستورد، ويتسلم بعد ذلك المصدر قيمة صادراته من البنك الممول مقابل قيامه بشحن البضائع محل التعاقد وإرسال صور من سندات الشحن للبنك، وتنتهي عملية تمويل الصادرات السابقة عند حلول أجل استحقاق القرض الممنوح للمستورد، حيث يتولى البنك الممول تحصيل قيمة القرض المتفق عليه مضافا إليه الفوائد المستحقة.

3- ائتمانات التصدير الرسمية:

تتولى هيئات ضمان الصادرات الرسمية تقديم التمويل والضمان للصادرات سواء كان ذلك للمستوردين الأجانب أو المصدرين المحليين، وقد تتولى مؤسسة مالية عامة متخصصة في مجال تشجيع الصادرات تقديم التمويل اللازم للصادرات وبشروط ميسرة من تلك الشروط التي تطلبها البنوك التجارية للائتمان، وترتبط الشروط الأخيرة لتقديم الائتمان بذلك الإجماع الذي تم الاتفاق عليه من منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OECD) الذي وقعته 22 دولة في 1976 وبدأ سريانه في 1978، وقد ترتب على اشتداد درجة المنافسة بين هذه الدول في الحصول على صفقات تصديرية في الدول النامية، أن ظهر ما يسمى بالتمويل المختلط للصادرات حيث يتم تمويل الصادرات على أساس مجموعتين من الشروط.

المجموعة الأولى: تشمل على تمويل مسير للصادرات وبشروط الإعانة، حيث تنخفض أسعار الفائدة إلى حد كبير وبدرجة أقل من الحد الأدنى الذي حددته دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية.
أما المجموعة الثانية: من الشروط فإنها تتم على أساس نظام تمويل الصادرات المتفق عليه بين الدول السابقة، أي أن التمويل يتم بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة السوقي على شرط أن لا ينخفض عن ذلك الحد المتفق عليه في سنة 1978.

4- تحليل الترتيب الدولي لتمويل الصادرات:

جرى عقد اتفاق بين دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية في 1978 بشأن ترتيب تمويل الصادرات في كل من هذه الدول، وقد استهدف هذا الترتيب تنسيق أساليب تقديم ائتمانات التصدير وتخفيض مستوى الإعانة بقدر يسمح للقرار التجاري والكفاءة الإنتاجية بممارسة دورها في الحصول على نصيب محدد من السوق الدولية، فمن المعروف أن هناك عناصر كثيرة تؤثر في قدرة الصادرات على المنافسة والنفوذ إلى الأسواق الدولية، ومنها: الأسعار، الجودة، أسعار الصرف، التقدم التكنولوجي واعتبارات التسويق والاعتبارات القانونية والضريبية

الأخرى.⁽¹⁾

ومن هنا فإن اهتمام الحكومات المختلفة بأوضاع موازين مدفوعاتها دفعها إلى الدخول في سياق تقديم الائتمان المدعوم للمصدرين بهدف زيادة الصادرات، وقد تبادلت الدول المختلفة الاتهامات الخاصة بإتباع أساليب وسياسات تنافسية غير شريفة في مجال تنمية الصادرات، وقد دعت هذا الأخيرة إلى عقد ترتيب سنة 1978 بين دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية وقد استهدف هذا الترتيب:

- أ. وضع حد أدنى وثابت لأسعار الفائدة تلتزم باتباعه دول منظمة التعاون بحيث لا تنخفض مستوى الأمانة إلى حد معين، ويحدث تنسيق تلقائي بين أساليب دعم وائتمان الصادرات.
- ب. وضع حد أقصى لآجال الاستحقاق أو فترة السداد، واختلفت هذه الفترة وفقاً لمتوسط دخل الفرد في الدول المستوردة وفي كل الأحوال يجب ألا تزيد عن 10 سنوات.
- ج. اقتصاد الدعم الرسمي الذي تقدمه الحكومات للصادرات على التأمين والضمان ضد المخاطر العادية وبشرط ألا تطغى عمليات التمويل والضمان على أكثر من 85% من قيمة صفقة التصدير، وهو ما يعني أن الدفعة النقدية التي يقدمها المستورد يجب ألا تقل عن 15% من قيمة الصفقة.

وكان من نتيجة تصاعد أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل في أسواق المال الدولية في بداية الثمانينات والتي بلغت في بعض الأحيان 15% أن ارتفعت تكاليف الدعم الرسمية لتمويل الصادرات في دول منظمة التعاون إلى نحو 7 مليون دولار عام 1981، ويرجع ذلك إلى أن أسعار الفائدة المتفق عليها في ترتيب 1978 تراوحت بين 7.5 - 8.75% وقد نتج عن ذلك تعديل شروط الترتيب سنة 1983 ليصبح أكثر ملائمة للتغيرات التي تحدث على أسعار الفائدة في السوق، ويتم تعديلها كل ستة (6) أشهر.

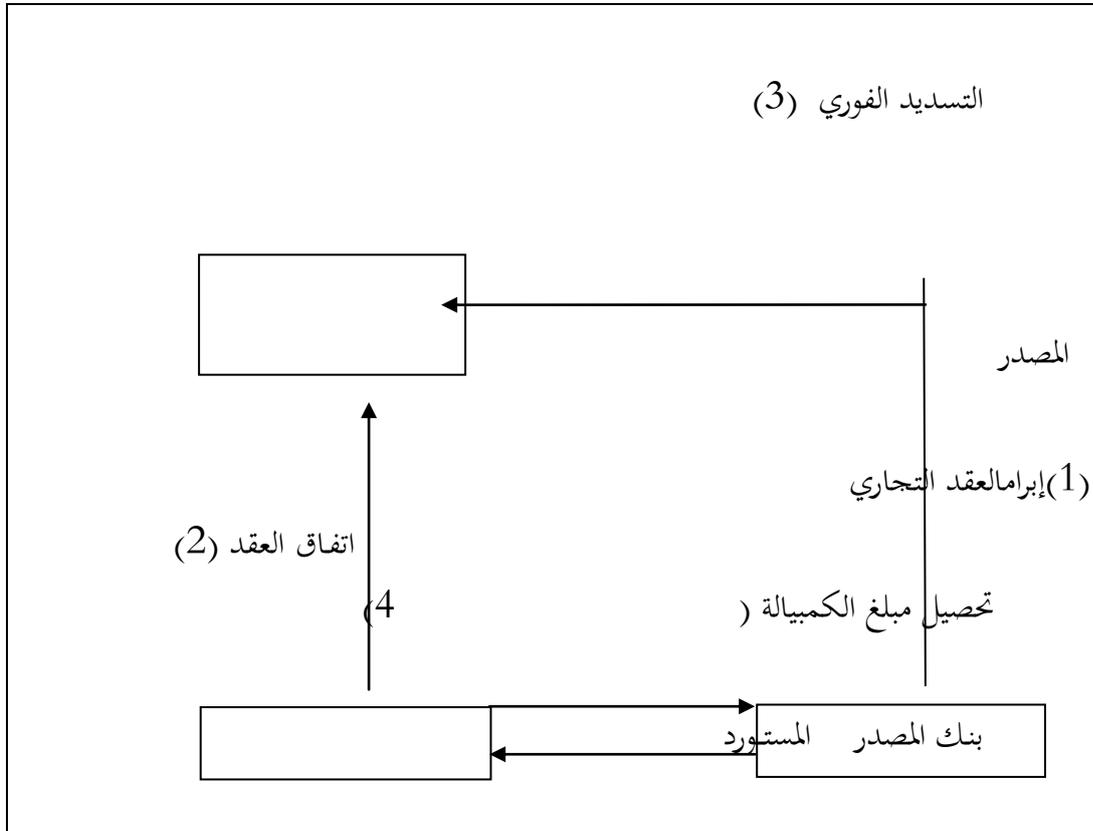
وعلى الرغم مما حدث من مرونة شروط الترتيب بين دول منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية إلا أن معظم الدول قد بدأت إتباع طرق أخرى للحصول على نصيب أكبر من السوق العالمية، ومنها تمويل الصادرات على أساس النظام المختلط للتمويل، وقد سبق القول أن هذا النظام ينطوي على تمويل جزء من صفقة التصدير على أساس مساعدات للتنمية، والجزء الآخر يتم تمويله اعتماداً على شروط الترتيب المتفق عليه بين دول المنظمة وقد زاد اللجوء لهذا النظام بين معظم الدول المتقدمة الآونة الأخيرة.

5- مراحل قرض المشتري :

- (1) إبرام العقد التجاري بين المستورد والمصدر.
- (2) إبرام عقد القرض بين بنك المصدر والمستورد .
- (3) التسديد الفوري من البنك إلى المصدر .
- (4) تحصيل مبلغ الكمبيالة للبنك عند تاريخ الاستحقاق من المستورد .

(1) دافيد م. شيني، ترتيب ائتمانات للتصدير في منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، مجلة التمويل والتنمية، باريس،

والشكل التالي رقم (18) :مراحل قرض المشتري :



3- الفرق بين قرض المورد وقرض المشتري :

1- يمنح قرض المشتري للمستورد بوساطة من المصدر بينما يمنح قرض المورد للمصدر بعد منح هذا الأخير مهلة للمستورد .

2- يتطلب قرض المشتري إبرام عقدين ، أما قرض المورد يتطلب إبرام عقد واحد ، ويتضمن قرض المشتري الجانب التجاري للصفقة وشروط وطرق تمويلها وهذا هو العقد المالي ، أما قرض المورد يتطلب قبول المستورد بالكمبيالة المسحوبة عليه وتكون قابلة للخصم وإعادته.

المبحث السادس : القروض المشتركة (Syndicated loans)⁽¹⁾

تعتبر القروض (المشتركة) أداة تمويل للمقترضين الذين يحتاجون إلى قروض كبيرة الحجم بالأورو دولار ولآجال تصل إلى خمس (5) سنوات وقد تمتد أحيانا إلى 10 سنوات, كما يمكن أن تكون ذات اجل قصير (بين

(1) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص: 79.

شهر او شهرين على الأكثر). ويعرف القرض المشترك بأنه قرض كبير القيمة إذ تتراوح قيمته بين بضعة العشرات من ملايين الدولارات إلى ما يتجاوز البليون دولار، ونظرا لضخامة قيمة هذه القروض فإنه يشترك في منحها مجمع "كونسورتيوم" (Consrhium) من البنوك الدولية والمؤسسات الدولية الكبرى من مختلف دول العالم, ويساهم كل منها بمبلغ معين في قيمة القرض لتوفير المبلغ المطلوب الذي قد تستحيل عملية توفيره من بنك واحد فقط نظرا لضخامة قيمة مبلغ القرض وكذلك توزيع مخاطر عدم السداد.

ويحقق سوق العملات الدولية للمقترض سرعة الحصول على قروض المشاركة خلال فترة قصيرة من الزمن بسبب خبرة العاملين في السوق والسرعة, (ويعتبر نوعا من الدعاية للعميل وللبنوك المقرضة له في الأسواق المالية الدولية).

1- أطراف التعامل في القروض المشتركة Borrower:

أ- المقترض: فالمقترض إما أن يكون من الشركات الكبرى أو حكومة أو إحدى الهيئات الدولية ويسعى المقترض إلى تحقيق الأهداف التالية:

- الحصول على القرض بالحجم المطلوب.

- تحقيق المرونة في الشروط المعروضة.

- الحصول على أقل تسعير ممكن للفوائد والعمولات على القرض.

- تكوين علاقات جيدة مع مجموعة البنوك المشاركة في تمويل القرض.

ب- مجموعة البنوك المقرضة Lending Bank: يتكون كونسورتيوم البنوك من فئات مختلفة

تفاوت في الأهمية حسب قيمة الشريحة التي تشارك بها في القرض وتتكون هذه البنوك من:

ب-1- المدير الرئيسي: Lead Manager: يعتبر في معظم الأحيان وكيلا عن المقرضين (Agent

Bank), ولو أنه ليس بالضرورة أن يكون المدير الرئيسي هو الذي يقوم بدور البنك الوكيل، وقد يكون هناك

أكثر من بنك رئيسي واحد إذا كانت قيمة القرض كبيرة وفي هذه الحالة يعقد اجتماع يضم جميع المديرين

الرئيسيين لاختيار واحد منهم كوكيل وآخر يكون مسؤولا عن الإجراءات الخاصة بالقرض وبنك ثالث لإعداد

المستندات الخاصة بالقرض والمذكرة الإيضاحية وبنك رابع مسؤول عن الدعاية والإعلان, وبنك خامس يتولى

مهمة إعداد ميزانية النفقات، ويلتزم المدير الرئيسي بتمويل الشريحة الأكبر من القرض وضممان نجاح تسويقه بين

مختلف البنوك العاملة في السوق.

ب-2- المدير Manager: يطلق اسم المدير على البنك إذا كانت قيمة مساهمته في القرض أقل من تلك

التي يساهم بها المدير الرئيسي، وعليه الموافقة على مضمون المذكرة الإعلامية والشروط التي ستضمونها الدعوة التي

ستوجه إلى سائر البنوك المشاركة.

والمذكرة الإعلامية تتضمن التعريف بالمقترض ونشاطه وسجله الائتماني وميزانياته والتقارير السنوية الخاصة

بنشاطه وحسابات الأرباح والخسائر وتتضمن المذكرة أيضا معلومات عن الدولة التي ينتمي إليها المقترض ونظامها الاقتصادي والمالي وسياستها النقدية ونظامها المصرفي.

ج- المدراء المساعدون **Co-manager**:

يحتل المدراء المساعدون المستوى الثالث في المجموعة الإدارية للقرض وحصتهم اقل من حصة المدراء الذين يعملونهم وأقل من طبقة المدراء الرئيسيين.

د- المشاركون العاديون **Ordinary Participants**:

تأتي هذه البنوك في مؤخرة المجموعة الإدارية للقرض وبأني ترتيبها حسب نسبة مشاركتها في القرض.

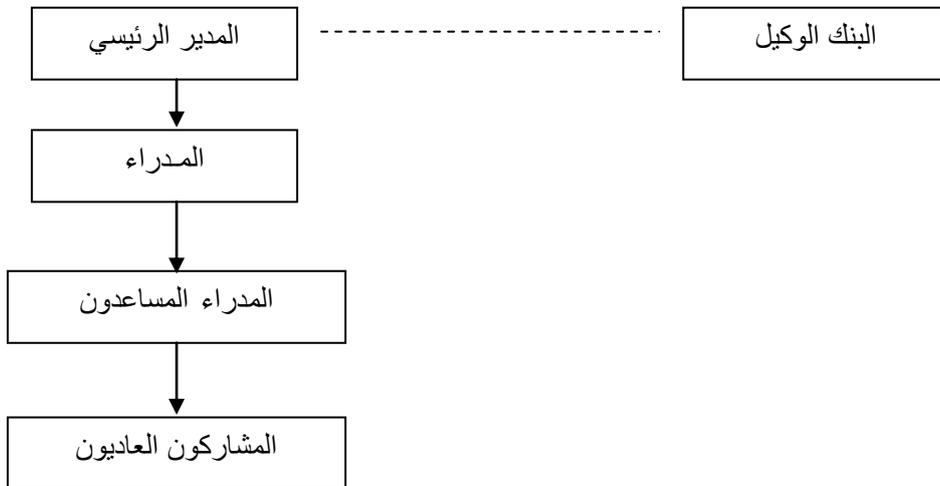
هـ- الفئة الخاصة:

بمعنى أنها لا تعتبر من طبقة المديرين أو المديرين المساعدین أو المشاركين العاديين، وإنما تأتي مرتبتهم في وثائق الاعلان عن القرض في نفس مرتبة المديرين المساعدین أو بين هؤلاء والمشاركين العاديين.

و- **البنك الوكيل Agent Bank**: هو همزة وصل بين المقترض ومجموعة البنوك المقرضة ويبدأ دور الوكيل عند موعد التوقيع على اتفاقية القرض، ويعهد إليه بالمهام التالية:

- إعداد مستندات عقد القرض وكذلك إعداد المذكرة الإعلامية.
- مراجعة كافة شروط عقد القرض قبل التوقيع عليه.
- إصدار الإشعار بالسحب إلى البنوك المقرضة.
- احتساب سعر الفائدة.
- إعداد سجل يحتوي على تفاصيل الإجراءات المتعلقة بالقرض.
- فحص التقارير السنوية والميزانيات المقدمة من المقترض.
- إعلام مجموعة البنوك المقرضة لكل المعلومات والبيانات عن المقترض.

شكل رقم (19) : هيكل البنوك المساهمة في القرض حسب طبقتها



2- البنوك التي يسترشد بها في تحديد سعر الفائدة:

تتولى هذه البنوك، والتي يطلق اسم البنوك المرجع، ويبلغ عددها ثلاثة بنوك وتكون مهمتها تحديد سعر الفائدة المعروض على الودائع بالعملات الأوروبية الدولية بين البنوك العاملة في سوق لندن والذي يطلق عليه اسم (LIBOR).

3- كيفية احتساب معدل الفائدة على القرض:

يجري تحديد معدل الفائدة على قروض المشاركة بعد احتساب سعر الليبور بواسطة البنوك المرجع وإضافة الهامش المتفق عليه إليه، وتتراوح الفترات التي يحتسب منها معدل الفائدة بين 3 شهور و 6 شهور. وقد يتغير سعر الليبور خلال فترة 3 أو 6 أشهر حسب تغير أوضاع العرض والطلب في سوق عملات الأورو، أما الهامش الذي يضاف إلى سعر الليبور فيكون بنسبة ثابتة طوال فترة حياة القرض ويتم احتساب معدل الفائدة على القرض على أساس عدد الأيام الفعلية التي انقضت على استخدام القرض كآلي:

$$\text{معدل الفائدة (الليبور+الهامش)} \times (\text{قيمة القرض الأساسية} \times \text{عدد الأيام})$$

360 يوما

وهي نفس الطريقة التي تحتسب بها معدلات الفوائد على الودائع بين المصارف في السوق، ويتم دفع معدل الفائدة كل 3 أو 6 أشهر من تاريخ السحب طبقا لما تم الاتفاق عليه.

4- تكاليف القرض الأخرى:

يتحمل المقترض- إلى جانب سداد معدل الفائدة مع القرض- بعض العمولات الأخرى نلخصها فيما يلي:

يلي:

أ- عمولة الإدارة Management Fee:

وهذه العمولة تدفع مرة واحدة وتحتسب كنسبة مئوية من إجمالي قيمة القرض يتفق عليها بين مجموعة البنوك المقرضة والمقترض وتقرر نسبتها بين 1% - 1,5% ويقوم المقترض بسدادها للمدير الرئيسي عقب التوقيع على اتفاقية القرض أو خلال مدة معينة ينص عليها في عقد القرض، وهي عمولة مقابل الخدمات التي أداها البنك الذي تم تفويضه لعمل ترتيبات القرض مثل نفقات الاتصالات والسفر وتكاليف الاستشارات القانونية وإعداد وطبع المذكرة الإعلامية وطبع اتفاقية القرض ومصاريف الإعلان ... الخ، ويطلق عليها عمولة المشاركة (Syndication Fee).

وبعد أن يقتطع المدير نسبة معينة فإن المبلغ المتبقي يعتبر حصة مشتركة توزع بين البنوك المشاركة على اختلاف طبقا لها حسب أهمية المبلغ المشارك به في القرض بما في ذلك المدير الرئيسي ويطلق عليها عمولة المشاركة.

ب- عمولة الارتباط Commitment:

تنص عقود قروض المشاركة على التزام المقترض بأداء عمولة ارتباط تتراوح نسبتها بين 0,5% و 0,75%

سنويا على الجزء غير المسحوب من القرض وفقا لجدول السحب المتفق عليه في عقد القرض، والسبب في تحصيل هذه العمولة هو أن البنوك تكون مضطرة إلى الاحتفاظ بمبلغ مساو خلال الفترة المحددة للسحب، ومقابل هذه التضحية فإن المقرض يحصل على عمولة الارتباط .

مثال لتوضيح الكيفية التي يتم بها توزيع العمولة بين البنوك المقرضة:
سوف نفترض الآتي:

قيمة القرض: 100 مليون دولار.

عمولة الإدارة: 1% (أي 1 مليون دولار).

- عدد المديرين: 5 بنوك اكتب كل منها بمبلغ 20 مليون دولار (عمولة 1% $10 \times 5 = 50$)

- عدد المدراء المساعدين: 4 بنوك اكتب كل منها بمبلغ 10 ملايين دولار (عمولة 0,5% $10 \times 4 = 40$)

- عدد المشاركين العاديين: بنكان اكتب كل منها بمبلغ 5 ملايين دولار (عمولة 0,25% $5 \times 2 = 10$)

موقف المدير الرئيسي:

قيمة الاكتتاب الأصلي لكل بنك 20 مليون دولار

ناقص ما تم الاكتتاب به خصما من حصته - 10 مليون دولار

قيمة ما اكتب به كل مدير من الخمسة بنوك = 10 ملايين دولار

قيمة ما يحصل عليه كل مدير من العمولة

نسبة 1% على 10 ملايين دولار

يضاف إليه نصيبه من الحصة المشتركة :

40 مليون دولار $\times 0.5\% = 200.000$ دولار ($40 \times 0.5\%$)

10 مليون دولار $\times \frac{3}{4}\% = 75000$ دولار ($10 \times 0.75\%$)

$\frac{1}{5}$ المستحق من الحصة = $\frac{275000}{55000}$ دولار

إجمالي العمولة المستحقة لكل مدير 155000^5 دولار

خلاصة توزيع عمولة الإدارة المحصلة:

العمولة المستحقة للمديرين $5 \times 155000 = 775000$ دولار

عمولة المدراء المساعدين $4 \times 50000 = 200000$ دولار

(4×10 ملايين $\times 0.5\%$)

عمولة المشاركين العاديين $2 \times 12500 = 25000$ دولار

$2 \times (5 \text{ ملايين} \times 0.25\%)$

5- سحب القرض : Draw down :

يكون على المقرض عادة إشعار البنك الوكيل كتابيا برغبته في السحب قبل 5 أيام على الأقل من التاريخ الذي حدده البنك لذلك، ويقوم البنك الوكيل بجمع المبالغ التي ساهمت بها البنوك المشاركة في القرض ثم يقوم بدفعها إلى المقرض في التاريخ المحدد في الإشعار.

6- التسديد المسبق Prepayment :

يتم سداد قرض المشاركة عادة وفق جدول زمني محدد ومدرج ضمن اتفاقية القرض وقد يتضمن السداد فترة سماح (Grace Period) يبدأ السداد بعد انقضاءها، ويسمح للمقرض بالدفع المسبق قبل تاريخ السداد ولكن عليه أن يدفع تعويضا للبنوك المقرضة لأن هذه البنوك تكون قد اقتضت بدورها من السوق النقدية الدولية لفترات معينة يتزامن استحقاقها مع تاريخ سداد المقرض للقسط المستحق.

7- حالات التقصير:

وهي الحالات التي يتأخر فيها المقرض عن تسديد القرض بسبب:

- تعثره المالي أو إشهار إفلاسه.
 - توقفه عن تنفيذ المشروع.
 - توقفه عن ممارسة نشاطه التجاري أو بيعه لمؤسسة أو رهنه.
 - تأخره في تسديد الضرائب والرسوم المستحقة عليه.
- ويؤدي وقوع إحدى حالات التقصير هذه إلى فقدان المقرض حقه في استعمال رصيد القرض إذا لم يكن قد استعمله بالكامل، ويحق بالتالي للبنوك المقرضة اعتبار الدين كله مستحق الأداء فوراً.⁽¹⁾

(1) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، مرجع سابق، ص ص: 91 - 92.

الوحدة العاشرة : نقيات التسوية في المبادلات الدولية

الاعتماد المستندي

التحصيل المستندي

تمهيد: بسبب ضغط التطور الكبير وتوسع نطاق المبادلات الدولية 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 الاعتمادات المستندية والتحصيل المستندي .

المبحث الأول : الاعتماد المستندي

1-تعريف :

هو تعهد مكتوب يصدره بنك معين يسمى البنك المصدر للاعتماد أو البنك فاتح الاعتماد بناء على طلب أحد المستوردين من عملائه ووفقاً لتعليماته وسمي معطي الأمر لصالح شخص آخر يسمى المستفيد (المصدر) بأن يدفع مبلغاً معيناً من النقود بالعملة المتفق عليها خلال فترة محددة مقابل تقديم مستندات معينة محددة في عقد فتح الاعتماد .

فالاعتماد المستندي لا يعتبر مجرد أداة تجارية تستخدم لتسوية معاملات تجارية دولية، ولكنه يعتبر أداة مالية له بعض خصائص أمر الدفع وبعض خصائص الضمان، ويفترض الاعتماد المستندي وجود ثلاثة أطراف هي :

- معطى أمر فتح الاعتماد المقتدي (المستورد) .
 - البنك الذي يفتح الاعتماد استجابة للأمر الصادر إليه .
 - المستفيد الذي يفتح الاعتماد لصالحه (المصدر) .
 - بنك المصدر (لا بلاغ الاعتماد للمستفيد أو تعزيره) .
- ويسجل المشتري (المستورد) كافة المصاريف المتعلقة بفتح الاعتماد المستندي الذي يتم فتحه لصالح البائع .

2-أهمية الاعتماد المستندي :

ويعتبر الاعتماد المستندي مهما لكل من البائع (المصدر) والمشتري (المستورد) وبالنسبة للمصاريف وللتجارة الدولية .

1- /أهميته بالنسبة للبائع :

إن تقرير البنك الوارد في الاعتماد 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 الاعتماد المستندي البائع من تمويل البيع ، إذ يحصل على الثمن فور تنفيذ البيع حتى إذا لم يكن المشتري قد استلم البضاعة بعد .

ب/ 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 الاعتماد .
- لا يضطر لدفع قيمة الاعتماد 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 .

ج/ أهميته بالنسبة للمصارف :

- يعتبر مصدر دخل للمصارف من خلال العملات التي تتقاضاها والتأمينات التي تأخذها كما أنها يمكنها أن توظف هذه التأمينات فتحصل على عوائد .
- د/ أهميته بالنسبة للتجارة الدولية :

تساعد هذه الاعتمادات على تيسير انتقال السلع والخدمات بين دول العالم وتقدم تسهيلات مالية والتي كانت في السابق تمثل حاجزا أمام تطور التجارة الدولية فالمصارف تسير استلام ثمن البضاعة حال شحنها ولا يدفع المشتري ثمنها إلا عند استلام اللوثائق الخاصة بهذه البضاعة .

3- الخطوات العملية في مسار الاعتمادات المستندية :

1- يتضمن العقد المحرر بين المصدر و المستورد شروط بيع البضاعة وتسوية قيمتها من خلال فتح

اعتماد مستندي .

2- يتقدم العميل (المستورد) إلى بنكه بطلب فتح الاعتماد ومرفق بالمستندات الخاصة بعملية الاستيراد

مثل الفاتورة .

3- يقوم البنك المصدر للاعتماد بإبلاغ البنك المبلغ أو المعزز بفتح الاعتماد مع بيان تفصيل المستندات

المطلوبة من البائع (المصدر) .

4- يقوم البنك المبلغ بإخطار المستفيد (البائع) بفتح الاعتماد لصالح ، ويبين له كذلك الشروط الواردة في

الاعتماد وقد يضيف تعريضه للاعتماد إذا طلب البنك فاتح الاعتماد منه ذلك مقابل عمولة يدفعها إليه .

5- إذا قبل المستفيد الشروط الواردة في الاعتماد فإنه يقوم بعمل ترتيبات شحن البضاعة المتعاقد عليها

للمشتري .

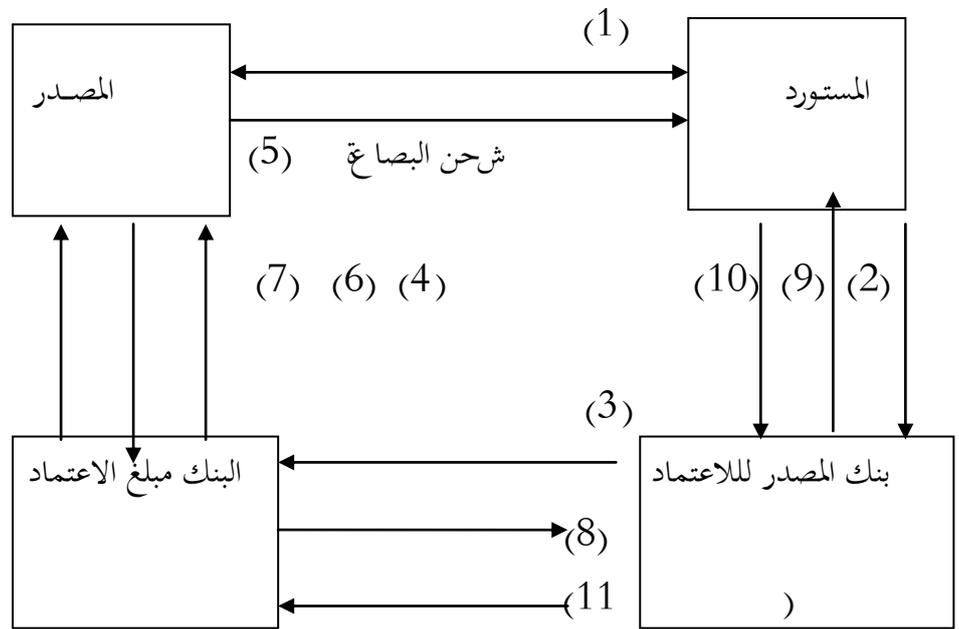
6- يقوم البائع بالحصول على المستندات المطلوبة مثل فاتورة الشحن من شركة الشحن وشهادة المنشأ

... الخ و إرسالها إلى البنك المبلغ .

7-- يقوم البنك عند استلام المستندات بمراجعتها بدقة ، فإذا كانت مطابقة تماما للتعليمات الصادرة إليه والموضحة في الاعتماد فإنه يقوم بسداد القيمة إلى البائع.

8- قوم البنك المبلغ بإرسال المستندات إلى البنك المصدر للاعتماد والذي يقوم بدوره بمراجعتها بدقة ، فإذا وجدها مطابقة للاعتماد ، فإنه يسلمها للمستورد لاستلام البضاعة وحيازتها ، فإذا كان المستورد قد حصل على تسهيل ائتماني بقيمة الاعتماد المستندي فإن عليه سداد قيمة التسهيل مقابل استلام المستندات ما لم يكن هناك ترتيبات أخرى متفق عليها بين المستورد والبنك .
والشكل التالي يوضح الخطوات المتبعة عقب فتح الاعتماد المستندي

شكل رقم (11) خطوات فتح الاعتماد المستندي



4- أنواع الاعتمادات المستندية :

هناك عدة أنواع من الاعتمادات ولكن القواعد ميزت فقط بين نوعين من الاعتمادات المستندية هما اعتمادات قابلة للإلغاء وغير قابلة للإلغاء ، وسنتطرق لكل أنواع الاعتمادات وهي :

1- الاعتماد غير المؤكد أو القابل للإلغاء: the revocable credit

هذا الاعتماد يمكن تعديله أو إلغاؤه في أي وقت دون الحاجة إلى إخطار المستفيد ولهذا لا يعتبر اعتمادا بالمعنى الحقيقي لأنه لا يقدم أي ضمان للدفع ولذلك فإنه نادرا ما يستخدم .

2- الاعتماد المؤكد أو غير القابل للإلغاء: the irrevocable credit

هو ذلك الاعتماد الذي يكون فيه البنك فاحح الاعتماد، يكون ملتزما بتنفيذ شروط الدفع أو القبول أو التداول المنصوص عليه في عقد فتح الاعتماد وبشرط أن تكون المستندات مطابقة تماما لبنود وشروط الاعتماد

.ويجب أن يبين في كل اعتماد بوضوح ما إذا كان قابلاً للإلغاء أو غير قابل للإلغاء وعندما لا يوضح ذلك فإن الاعتماد يعتبر قابلاً للإلغاء.

وينقسم الاعتماد غي القابل للإلغاء إلى نوعين :

1-اعتماد غي قابل للإلغاء وغير معزز : **unconfirmed irrevocable**

الاعتماد غير القابل للإلغاء يتضمن التزام البنك فاتح الاعتماد بالدفع إلا أن البنك الموجود ببلد المستفيد لا يتعهد أو يضيف تعهده إلى تعهد البنك المستورد ، أي أنه لا يعزز تعهد بنك المستورد .

2-اعتماد غير قابل للإلغاء ومعزز : **confirmed irrevocable**

في هذه الحالة يضيف البنك الموجود ببلد المصدر تعهده إلى تعهد بنك المستورد وبذلك يضيف التزام بالتسديد إلى جانب التزام البنك المصدر للاعتماد .

ج-اعتماد قابل للتحويل : **transferable credit**

في هذا النوع من الاعتمادات يمكن للمصدر تحويل قيمة الاعتمادات لصالح مستفيد آخر ، ويجب على المصدر إعلام المستورد باسم الشخص الذي سيحول لصالحه الاعتماد ولا يحول الاعتماد أكثر من مرة واحدة.

د-اعتماد غير قابل للتحويل :

لا يحق للمصدر تحويل قيمة صادراته إلى مستفيد آخر، بمعنى آخر إذا صدر اعتماد لصالح مصدر معين يجب أن ينفذ هنا المصدر الاعتماد لصالحه ، وإلا أصبح الاعتماد لاغياً .

هـ-الاعتماد المستندي القابل للتجزئة : **divisible**

في هذا النوع من الاعتمادات يحق للبائع (المصدر) أن يشحن البضاعة المتعاقد عليها على عدة دفعات ، وأن يحصل على قيمة كل دفعة بمجرد تسليم مستندات (وثائق) شحنها إلى البنك .

و-الاعتماد المستندي غير قابل للتجزئة : **indivisible**

يلتزم المصدر بشحن البضاعة دفعة واحدة كما يتم الدفع به مرة واحدة عند تسليم المستندات اللازمة.

ز-الاعتماد المقابل أو الاعتماد الظهيري : **back to back credit**

هي عملية تتضمن إتمادين يفتح الأول لمصلحة مستفيد لكي يقوم بتوريد بضاعة واستنادا إلى هذا الاعتماد يفتح المستفيد اعتماد آخر لمستفيد آخر عن نفس البضاعة وفق شروط الاعتماد الأول وسمي الاعتماد الثاني الاعتماد الظهيري أو المساند ، ويقوم هذا الاعتماد في الحالات التي يكون فيها المستفيد من الاعتماد الأصلي مجرد وسيط وليس منتج بضاعة .

ح-الاعتماد الدائري أو المتجدد (الدوار) : **revolving credit**

وهو الاعتماد الذي يفتح بمبلغ محدد ويجدد مبلغه تلقائياً خلال عدد معين من الفترات وبنفس الشروط , بمعنى أنه إذا تم استعمال الاعتماد خلال الفترة الأولى تجددت قيمته بالكامل ليصبح ساري المفعول خلال الفترة

الموالية و هكذا. ويخطر البنك المستفيد بأن مبلغا جديدا أصبح تحت تصرفه ويمكن أن يستخدمه نظير تقديم مستندات جديدة .

وقد يكون هذا الاعتماد مجمعا أو غير مجمع cumulative or non comulative والاعتماد غير المجمع هو الذي يقسم مددا مستقلة لا يتداخل مبلغ أي منها ولا يضاف إلى المبلغ الخاص بمدة أخرى .

فإذا افترضنا أن قيمة الاعتماد 1000 دج في الشهر ، وبمجرد انتهاء الشهر يصبح مبلغ الاعتماد 1000 دج من جديد، فإذا كان الاعتماد مجمعا وكان قد دفع منه مبلغ 500 دج ، فإن المبلغ الممكن سحبه في الشهر التالي يكون 1500 دج ، أما إذا كان الاعتماد غير مجمع فإن مبلغ الاعتماد في الشهر التالي 1000 دج فقط بالرغم من أن المبلغ المسحوب في الشهر السابق قد بلغ 500 دج فقط.

ط- اعتماد مستندي بالاطلاع: the sight credit

يتم الدفع للمستفيد بموجب هذا الاعتماد فور تقديمه المستندات المطلوبة ، وبعد قيام البنك بمراجعتها وفي حالة الاعتماد غير المعزز ، فإن البنك الذي يقوم بالإشعار قد يؤخر الدفع للمستفيد إلى أن يستلم المبلغ المذكور في حالة الاعتماد من البنك المصدر للاعتماد .

ي-- اعتماد الدفع الآجل: the deferred payment credit

لا يتم الدفع للمستفيد فورا عقب تقديم المستندات وإنما يتم بعد انقضاء مدة من الزمن محددة في الاعتماد وهو يمنح المشتري فترة سماح ويضمن الدفع للبائع في التاريخ المذكور في الاعتماد ، كما لا يتضمن وجود كميالية ضمن المستندات مثل اعتماد القبول ومن ثم لا يتمتع المستفيد بإمكانية خصم الكميالات والحصول على سيولة نقدية حاضرة ، ويمكن له الحصول على تسهيل مصرفي عند أجل السداد (جاري مدين مستندي) .

ك- اعتماد القبول: usance credit acceptance

يهدف هذا الاعتماد إلى إعطاء المستورد الوقت الضروري للتسديد وذلك بتمكينه من بيع السلع المستوردة بموجب الاعتماد قبل حلول أجل السداد وبذلك يتفادى اللجوء إلى الاقتراض لتمويل عملية الاستيراد ، وبعد الانتهاء من تنفيذ الشروط الواردة في الاعتماد يطلب المستفيد من البنك المصدر أو البنك المرسل التوقيع بالقبول على الكميالية bill of exchange or draft التي يكون قد سحبها على أيهما ثم إعادتها إليه ، وهذه الكميالية يسلمها المستفيد إلى البنك الذي يتعامل معه ، إما لتحصيل قيمتها في تاريخ استحقاقها أو لخصمها مقابل عمولة إذا كان في حاجة عاجلة إلى السيولة وتتراوح مدة الكميالية التي تسحب على قوة اعتماد القبول من 60 يوما إلى 180 يوما .

ل-- اعتماد الدفع الآجل: the deferred payment credit

هنا يقوم المستفيد بسحب سند على المستورد بقيمة البضاعة ليستحق الدفع بعد مدة معينة يتم الاتفاق عليها في الاعتماد ويمنح المشتري فترة سداد وفي نفس الوقت يضمن الدفع للبائع في التاريخ المذكور في الاعتماد .

م-- اعتماد الشرط الأحمر :

هذا النوع من الاعتمادات يسمح للمستفيد بسحب مبالغ في حدود معينة قبل تقديم مستندات الشحن تخصم قيمتها من قيمة المستندات عند تقديمها لاحقا ، وهذا يعني أن معطى الأمر يوافق مسبقا على السماح للمستفيد - وفق الاتفاق بينهما - بأن يسحب نسبة معينة من قيمة الاعتماد قبل تقديم مستندات الشحن ، ويستعمل المستفيد المبالغ المدفوعة مقدما لتمويل نقل البضائع من الداخل إلى ميناء الشحن أو تعبئة البضاعة . وتسمى هذه الاعتمادات اعتمادات الشرط الأحمر نظرا لأن البند الذي يسمح بسداد دفعات مقدمة يطبع بالحبر الأحمر .

ن-- اعتماد مستندي بالاطلاع : the sight credit

هنا يقوم البنك المرسل بالدفع فورا على المستفيد مقابل تقديم مستندات والرجوع بعد ذلك على البنك فاتح الاعتماد ، وفي حالة الاعتماد غير المعزز فغن البنك الذي يقوم بالإخطار قد يؤخر الدفع للمستفيد إلى أن يستلم المبلغ المذكور في الاعتماد ومن البنك المصدر للاعتماد .

5-- البيانات الواجب ذكرها في طلب الاعتماد المستندي :

يذكر في طلب فتح الاعتماد المستندي النقاط التالية :

- 1 - اسم المفتوح بأمره وحسابه الاعتماد .
- 2 - طريقة إخطار المستفيد عن فتح الاعتماد (بالبريد أو بالتلكس) .
- 3 - نوع الاعتماد المستندي المطلوب فتحه حسب الاتفاق المعقود مع البائع (غير قابل للإلغاء - غير قابل للإلغاء ومعزز .. إلخ) .
- 4 - اسم المستفيد من الاعتماد (البائع) وعنوانه بالكامل ، وقد يطلب المستفيد في بعض الأحيان فتح الاعتماد على بنك معين ، وفي هذه الحالة يجب ذكر اسم هذا البنك أما في حالة عدم تعيين بنك بذاته فإن الاعتماد يفتح مع أحد مراسلي البنك في بلد المستفيد .
- 5 - مبلغ الاعتماد أو الحد الأقصى للسحب منه بالأرقام والحروف ⁽¹⁾ ، ويجب أن يوضح أيضا ما إذا كان المبلغ يتضمن تكلفة الشحن أو التأمين أو كليهما معا من عدمه .
- 6 - صلاحية الاعتماد أو تاريخ انتهاء الاعتماد .
- 7 - شروط الصرف من الاعتماد .
- 8 - طريقة السحب من الاعتماد (بالاطلاع عند تقديم المستندات أو بعد مضي مدة معينة ...) .

(1) عندما يذكر مبلغ الإعتدال و كان مسبقا بإحدى الكلمات التالية: circa-about-approximatrly-environ فهذا يعني حوالي أو زهاء، أما إذا اقترنت هذه الكلمات بكمية البضاعة أو بسعر الوحدة فإن ذلك يعني السماح بالزيادة أو بالنقصان في المبلغ أو الكمية أو السعر في حدود 10 بالمائة ، أما إذا سبقت مبلغ الاعتماد كلمة for فإنها تعني قيمة الاعتماد بالضبط دون زيادة أو نقصان.

9 - بيان نوع الكمبيالات إن وجدت (أي إذا كانت بالاطلاع أو بعد 30-60-90 يوما أو أكثر من تاريخ الاطلاع أو من تاريخ التحرير).

10 - جهة الشحن وجهة التفريغ وآخر ميعاد للشحن أو الإرسال ، فإذا ذكر أن الشحن عاجل أو في الحال أو بأسرع ما يمكن ، فإن ذلك يعني أن الشحن يجب أن يتم خلال 30 يوما على أكثر تقدير من تاريخ إخطار المستفيد بفتح الاعتماد .

11 - يجب أن يذكر إذا ما كان الشحن المرحلي مسموحا به من عدمه بمعنى إذا كان مسموحا بنقل البضاعة المشحونة من سفينة إلى أخرى حتى ميناء الوصول .

12- يجب أن يذكر ما إذا كان الشحن على دفعات مسموحا به أم لا ، فإذا كان على دفعات فيجب أن يتم ذلك في المواعيد المحددة واعتبار كل دفعة قائمة بذاتها .

13- طريقة التصرف في المستندات بعد دفع قيمتها .

ويجب أن يشتمل طلب فتح الاعتماد على بيان مفصل للمستندات المطلوبة وعدد النسخ المطلوبة من كل منها ، وتطبع عادة على استمارات تعدها البنوك، والبيانات الواردة في طلب فتح الاعتماد المستندي هي نفسها الشروط والبيانات الواجب ذكرها في الاعتماد المستندي الذي يصدر لصالح المستفيد .

6- المستندات المقدمة من المصدر والتي قيمتها طلب فتح الاعتماد :

- فاتورة تجارية من عدد معين من النسخ والتي تبين اسم المستورد ونوع البضاعة وعدد الوحدات وسعر الوحدة والكمية والقيمة ومطابقة للمعلومات الواردة في وثيقة الشحن واجازات الاستيراد الممنوحة للمستورد ، ويجب أن يبين في الفاتورة إن كان الثمن: FOB, CIF ou Cand F

- شهادة منشأ أو شهادة جنسية للبضاعة وتصدر من الغرفة التجارية في بلد المستفيد .
- وثيقة تأمين يتعهد فيها المؤمن لصالحه .

- سند الشحن ، وهي وثائق ملكية البضاعة من طرف أشخاص آخرين وتتضمن :اسم الشاحن ، بلد المصدر ، شركة النقل (البحرية ، الجوية ، البرية) نوع البضاعة ... إلخ .

- مستندات أخرى، كشهادة التطابق أو شهادة الخلو من الآفات الزراعية... إلخ
- كشف بمصاريف الشحن وقائمة تفصيلية بعدد وحدات البضاعة المشحونة .
- شهادة تحليل ، شهادة صحية ... إلخ .

يجب أن تقدم شرحا مختصرا للمصطلحات المستعملة في الاعتماد المستندي وهي :

- فوب (FOB) free on board : أي أن التسليم يتم على ظهر السفينة في ميناء الشحن المحدد، أي أن ثمن البضاعة يشمل مصاريف التغليف والنقل إلى ميناء الشاحن .

- فاس (FAS) Free Alongside Ship : وتعني أن البائع (المصدر) يلتزم فقط بتسليم البضاعة بجانب الباخرة على الرصيد في ميناء الشحن .

Cost and Freight (CandF) - أي أن ثمن السلعة يتضمن مصاريف الشحن حتى ميناء الشحن .
Cost , Insurance , Freight (CIF) أي أن ثمن السلعة يتضمن كل النفقات السابقة بالإضافة إلى التأمين حتى ميناء التسليم ويجب أن يقدم سند الشحن بأسرع وقت بعد شحن البضاعة كأن يرسل بالبريد الجوي بحيث يصل قبل وصول السفينة التي تحمل البضاعة حتى لا يتحمل المشتري مصاريف إضافية .

المبحث الثاني: التحصيل المستندي (Documentary Collection)

1-تعريف التحصيل المستندي :

هو أمر يصدر من البائع إلى البنك الذي يتعامل معه لتحصيل مبلغ معين من المشتري مقابل تسليمه مستندات شحن البضاعة المباعة إليه, و يتم التسديد إما نقداً و مقابل توقيع المشتري على كمبيالة, و على البنك تنفيذ أمر عميله و بالكل جهد في التحصيل غير انه لا يتحمل أية مسؤولية و لا يقع عليه أي التزام في حالة فشله في التحصيل و يستخدم التحصيل المستندي في مجال التجارة الدولية في الحالات التالية :

- إذا لم يوجد لدى البائع أدنى شك في قدرة المشتري و استعداده للسداد
- استقرار الظروف السياسية و الاقتصادية في بلد المستورد
- عدم وجود أية قيود على الاستيراد في بلد المستورد , مثل الرقابة على النقد , استخراج تراخيص استيراد... الخ
- إذا كانت السلع المصدرة لم يتم تصنيعها خصيصاً للمشتري

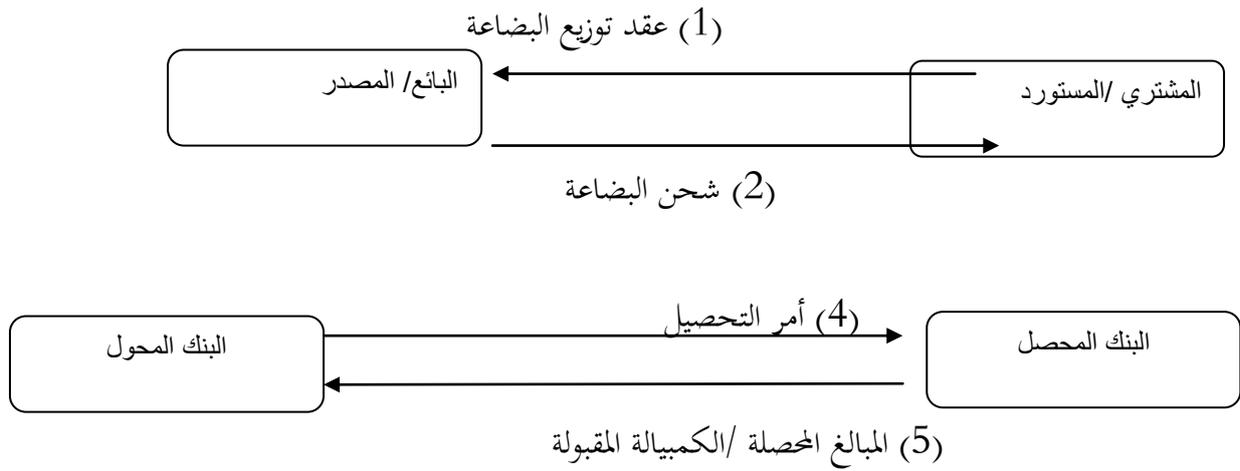
2-أطراف عملية التحصيل المستندي :

هناك أربعة أطراف في هذه العملية و هم:

- 1-الطرف معطي الأمر (المصدر أو البائع): و هو الذي يقوم بإعداد مستندات التحصيل و يسلمها إلى البنك مع أمر التحصيل
 - 2-البنك المحول (بنك المصدر): وهو الذي يستلم المستندات من البائع و يرسلها إلى البنك الذي سيتولى التحصيل حسب التعليمات الصادرة إليه.
 - 3-البنك المحصل (بنك المستورد) و هو الذي يقوم بتحصيل قيمة المستندات المقدمة إلى المشتري نقداً أو مقابل توقيعه على كمبيالة
 - 4- المستورد (المشتري): و تقدم إليه المستندات للتحصيل
- ### 3- مراحل عملية التحصيل المستندي :

- 1 - تنشأ العملية بعد التوقيع على عقد توريد بضائع معينة بين بائع في دولة ما و مشتري في دولة أخرى , و يتم إعداد الوثائق و المستندات الخاصة بصفقة البضاعة المصدرة إلى المشتري مثل (الفاتورة التجارية , وثيقة التأمين , سند الشحن , شهادة المنشأ ... الخ) و يرسلها إلى البنك الذي يتعامل معه لتقديمها إلى المشتري لتحصيلها .
- 2 - يقوم بنك البائع بعد ذلك بإرسال هذه المستندات إلى بنك مراسل له في بلد المشتري لتقديم هذه المستندات إلى المشتري لتحصيل قيمتها. و تسمى مرحلة إثبات الوثائق .
- 3 - حيث يقوم البنك المراسل (البنك المحصل) بإشعار المستورد (المشتري) بوصول المستندات بعد التأكد من مطابقتها للشروط يقوم المشتري بتسديد قيمة البطاقة نقداً فان البنك المحصل يحول هذه القيمة إلى بنك البائع لتسجيلها في حسابه لديه أو قبول الورقة التجارية (الكيميالة) المسحوبة فان على البنك المحصل أن يرسلها إلى البنك المحول أو يحتفظ بها على سبيل الأمانة حتى تاريخ الاستحقاق , و عندئذ يقوم بتحصيلها من المشتري ثم يحول قيمتها إلى بنك المصدر لتسجيلها في حساب لديه , و تسمى هذه المرحلة مرحلة الدفع , حسب الشكل التالي

شكل رقم 12 : الخطوات المتبعة في إجراءات عملية التحصيل المستندي



4-- الأشكال المختلفة للتحصيل المستندي :

1. - تسليم مستندي للمشتري مقابل الدفع الفوري **Documents Against Payment** **D/P** يسمح للبنك المحصل تسليم المستندات للمشتري مقابل الدفع الفوري و هو ألا يتأخر الدفع عن تاريخ وصول البضاعة إلى ميناء التفريغ ، فالمصدر يرسل البضاعة إلى ميناء التفريغ ، فالمصدر يرسل البضاعة و يسلم المستندات و الكيميائية لمصرفه مع تقديم التعليمات بتسليمها مقابل الدفع الفوري .
- ب- تسليم مستندي للمشتري مقابل قبوله الكيميائية المسحوبة : يقوم البنك المحصل بتقديم المستندات للمشتري إذا قام المشتري بقبول الكيميائية المسحوبة عليه و التوقيع عليها و تتراوح مدتها بين 30 يوماً إلى 180 يوماً بعد الإطلاع أو في تاريخ معين في المستقبل ، في هذه الحالة يمكن للمشتري حيازة البضاعة قبل السداد

الفعلي ، و يمكن أن يبيعها لكي يحصل على المبلغ اللازم لتسديد الكمبيالة ، و هذا يعني أن المشتري قد حصل على ائتمان من البائع بمتد لفترة استحقاق الكمبيالة ، و يمكن للبائع أن يطلب من المشتري الحصول على ضمان البنك المحصل أو أي بنك آخر لهذه الكمبيالة ، و بالتالي يمكنه خصمها أو يقدمها كضمان للحصول على تسهيل ائتماني من البنك ،

ج- تسليم مستندي مقابل توقيع المشتري على الكمبيالة : و في هذه الحالة لا تسلم المستندات إلى المشتري إلا بعد سداد الكمبيالة عند استحقاقها و في هذه الحالة يكون البائع قد منح المشتري فترة ائتمان ، و تبقى المستندات بحوزة البنك المحصل خلال هذه الفترة ، و لا تسلم للمشتري إلا مقابل تسديد قيمة الكمبيالة نقدا ، و هذا النوع من التسليم المستندي نادرا ما يحصل .

5- مزاي عمليات التحصيل المستندي : بالنسبة للبائع : فهي تتميز بالبساطة و قلة التكلفة كما أن تسليم المستندات للمشتري يتوقف على رغبة البائع إما بحصوله على قيمة المستندات فورا من المشتري أو منحه مهلة للدفع مقابل توقيعه على كمبيالة .

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

6- عيوب عمليات التحصيل المستندي : بالنسبة للبائع فهي تتمثل في أنه في حالة رفض المشتري

للبضاعة فإن البائع سوف يتكبد بعض الغرامات و المصاريف مثل غرامة عدم تفريغ البضاعة من السفينة (Démarrage) أو تسديد مصاريف التخزين أو التأمين... الخ و إذا حدث تأخير وصول السفينة المشحونة عليها البضاعة ، فإن البائع سيتأخر بالتالي في استلام قيمة البضاعة .
يتعرض المصدر لمخاطر عند رفض المستورد القيام بسحب الوثائق لسبب من الأسباب .

7- دور البنك في التحصيل المستندي : - يقدم البنك خدمة وليس قرضا و هو وكيلويطبق البنك

المكلف بتسليم المستندات أوامر عملية و ليس له حق في شكلها و لا شرعيتها و لا تفحصها و يتدخل 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 في هذه الحالة يلعب دور المرسل إليه.
 - لا يحتمل البنك أية مسؤولية ناتجة عن تأخر وصول المستندات .
- يتولى البنك فحص الورقة التجارية و التأكد من شكلها و شرعيتها و لا يتحمل أي مسؤولية بخصوص التوقيع.

الوحدة الحادية عشر: أنظمة أسعار الصرف

مختلف أنظمة الصرف

نظام الصرف الثابت

- مفهوم نظام الصرف الثابت.
- كيفية تحديد أسعار الصرف.
- سلبيات نظام الصرف الثابت.

نظام سعر الصرف المرن

- مفهوم سعر الصرف المرن.
- خواص سعر الصرف المرن (مزايا والعيوب)

نظام سعر الصرف العائم

- مفهوم سعر الصرف العائم.
- مميزات سعر الصرف العائم.
- عيوب سعر الصرف العائم.
- تقلبات سعر الصرف العائم.

نظام الرقابة على الصرف

- مفهوم نظام الرقابة على الصرف.
- مختلف أساليب الرقابة على الصرف.

مخاطر أنظمة أسعار الصرف

- أسباب عدم إستقرار أسعار الصرف.
- كيفية الحد من أسباب عدم الإستقرار.
- العوامل الرئيسية المؤثرة في أسعار الصرف.
- مضمونها.

أسباب تفاوت في أسعار الصرف. (العائم والثابت).

1- مختلف أنظمة الصرف

- إن سعر الصرف يتحدد بالطلب والعرض للصرف الأجنبي يتحدد ثمن التوازن عندما يتساوى الطلب مع العرض، ومن الممكن أن يتحدد التوازن بين الطلب والعرض دون تدخل جهاز الثمن إذا تدخلت الدولة بإجراءات أخرى من شأنها أن تؤثر في ظروف الطلب أو ظروف العرض بما يحقق التسوية بينهما دون الاعتماد على سعر الصرف وهذا هو ما يعرف باسم نظام الرقابة على الصرف.
- وقد جرت العادة على تقسيم نظم الصرف التي تأخذ بها الدول إلى 4 فئات :

1 -نظام الصرف الثابت (القاعدة الذهبية).

2 -نظام الصرف المرن (سياسة تعويم العملة).

3 -نظام الصرف العائم (الحر، المدار، المختلط).

4 -نظام الرقابة على الصرف.

1-1 نظام الثابت

1-1-1 مفهوم نظام الصرف الثابت.

من المعروف أن هذا النظام يتحقق في حالة الدول التي تأخذ بقاعدة الذهب حيث تربط قيمة عملتها الوطنية بوزن معين من الذهب ويترتب على احتفاظ كل الدول بالسعر للذهب، أن يتحقق سعر ثابت لل عملات المختلفة بعضها ببعض، ولذلك فإنه في ظل قاعدة الذهب الأصل لا يتغير سعر الصرف بل يظل ثابتاً، لأنه إذا ارتفع ثمن إحدى العملات فيكفي أن يقوم الأفراد بشراء الذهب ثم يبيعه لدولة هذه العملة بسعر التعادل مما يعود بثمن العملة إلى الأصل ومع ذلك فإن هذا الثبات المطلق لسعر الصرف لا يتحقق دائماً وتقوم في الواقع حدود يتغير داخلها سعر الصرف وهذه الحدود ما تعرف بنقطة خروج ونقطة دخول الذهب، ويتضح من ذلك أن بيع وشراء الذهب وتصديره إلى الدولة يرتفع فيها سعر صرف عملتها أو استيراده من الدولة التي ينخفض فيها سعر صرف عملتها، و مع ذلك فإنه يرد على ذلك قيدها وهو أن تصدير الذهب من الدولة إلى أخرى يستدعى القيام ببعض النفقات ممثلة في نفقات النقل والتأمين وإذا أخذنا في الاعتبار بإمكاننا أن نتصورها مكان اختلاف سعر الصرف عب سعر التعادل بحدود صغيرة دون أن تؤدي حركات الذهب إلى العودة لهذا السعر.

1-1-2 كيفية تحديد أسعار الصرف

يتم التداول بالنسبة للعملات المثبتة في سوق الصرف بحكومة بأسعار البيع ويعتبر تصريحها للسلطات النقدية لسبب المعنى يوميا، كما تقوم السلطات بالتدخل في سوق الصرف لتحديد من الذبذبات العريضة لأسعار الصرف عملتها، و يعمل على رسم القيمة المثبتة الرسمية لتلك العملة، بالإضافة إلى هذا قد توجد في بعض البلدان التي تمارس سياية التثبيت، لسوق سعر الصرف موازية، ويتم فيها تبادل العملة المحلية وعدة عملات أجنبية جنبا إلى جنب، وقد تترك السلطات النقدية لهذه الأسواق قدرا متفاوتا من حرية التعامل، كما أن أسعار صرف العملة الواحدة قد تتعدد نوع المعاملات في بعض البلدان.

تستخدم أغلبية العملات المثبثة عملة تدخل رئيسية، غالبا ما تكون هي الدولار الأمريكي وهذا يعني أنها تطرح أسعار البيع والشراء بعملائها مع تحديد هامش ضيق بين هذه الأسعار نسبة إلى الدولار، فضلا على أن جزءا كبيرا من عمليات التبادل يتم فعلا أو افتراضا على أساس الدولار.

بالإضافة إلى ذلك، تقوم السلطات النقدية في معظم البلدان بطرح أسعار صرف عملتها مع عدة عملات أجنبية أخرى، بناء على الحساب التقاطعي بين السعر الذي حددته هذه السلطات لعملتها مع عملة التدخل الرئيسية وأسعار السوق الجارية لعملة التدخل الرئيسية مع باقي العملات الدولية إلى جانب تدخلها المباشر في سوق الصرف، قد تلجأ السلطات النقدية إلى أحكام نظام الرقابة على عمليات الصرف ذاتها لحماية عملتها الوطنية من أثر الضغوط المالية و الاقتصادية التي توجه السعر، لكن عملية تثبيت سعر العملة الوطنية هذه تتخذ أشكالا تختلف على وجه الخصوص باختلاف الطريقة التي يتم من خلالها تحديد السعر المذكور وهنا نميز بين حالتين:

الحالة الأولى: وهي حالة للعملات التي يتم تحديد سعر صرفها عن طريق الارتباط المباشر بعملة الدخل، فهذه العملات تظل أسعارها ثابتة عبر الزمن تجاه العملة المرتبطة بها، ما دامت السلطات النقدية للبلد المعنى لم تحدث أي تغيير في سعر الارتباط المركزي للعملة.

الحالة الثانية: هي حالة التعويم الحر دون أي ارتباط، ويتم هنا تحديد سعر صرف عملة البلد في سوق صرف حرة باستمرار، فليس هناك سعر صرف ثابت بين هذه العملة وعملة التدخل أو أي صلة من العملات، وإنما يتغير السعر بسوق الصرف يوميا حسب تقلبات العرض والطلب، تتأثر هذه التقلبات بدورها بالتوقعات والحاجيات المختلفة للمتعاملين في السوق من جهة، وبالمؤشرات الاقتصادية والنقدية للبلد من جهة أخرى وقد تتدخل السلطات النقدية أحيانا وعند الضرورة، للحيلولة دون المبالغة في المضاربات والحفاظ على النظام في العمليات المصرفية داخل السوق.

3-1-1 سلبيات نظام الصرف الثابت

- خسارة إستقلال السياسة النقدية.
- في ظل هذا النظام يجب على البنك المركزي الاحتفاظ بالاحتياطيات من العملة أو العملات الأجنبية.
- وهذا يؤدي إلى تجميد سيولة كبيرة مجمدة.
- عندما تثبت سعر عملة ما نحن نعرف النظام أو بالتوجه عفويا نحو وضع التوازن.

2-1 : نظام سعر الصرف المرن (سياسة تعويم العملة)

1-2-1 : مفهوم سعر الصرف المرن

عند نشوب الحرب العالمية الأولى اضطرت الدول المتحاربة إلى التخلي عن نظام قاعدة الذهب وأصبح سعر الصرف يتحدد بحرية حتى قيل عن العملات أنها حرة في إيجاد السعر المناسب لها أس أنها حرة في أن تواجه الانخفاض أو الارتفاع في قيمها.

فمنذ بداية الحرب العالمية الأولى وحتى العودة إلى نظام الذهب قام التبادل الخارجي بين معظم دول أوروبا الغربية على أساس سعر الصرف المرن، إذ لم تعد عملات هذه الدولة مرتبطة بالذهب وأصبحت قيمة أي من هذه العملات تتحدد كأى سلعة أخرى بقوى العرض والطلب عليها، ويعتمد عرض العملة والطلب عليها صادرات واستيراد والخدمات أو لدفع القروض أو الفوائد المترتبة عليها من قبل البلدان الأخرى. وعلى سبيل المثال : إن طلب المملكة المتحدة على الفرنك الفرنسي مشتقا من طلبها على السلع والخدمات الفرنسية، في حين تحصل إنكلترا على الفرنكات الفرنسية من صادراتها إلى فرنسا.

1-2-1 خواص سعر الصرف المرن. (مزايا والعيوب)

- من مزايا سعر الصرف المرن أن ميزان المدفوعات يصحح نفسه بنفسه. ففي ظل هذا النظام تنتقى الحاجة إلى استخدام الذهب لتسوية المديونيات الناجمة عن العجز الحاصل في موازين المدفوعات، فعندما تفوق قيمة الاستيرادات قيمة الصادرات يصبح عرض عملة ذلك البلد أكبر من الطلب عليها في سوق التبادل الخارجي فتتخفف قيمة تلك العملة مقابل العملات الأخرى.
- إتباع نظام الصرف المرن يمكن البلد من إتباع السياسة النقدية الملائمة للظروف الاقتصادية التي يمر بها البلد في الداخل، إذ لم تعد الكتلة النقدية مرتبطة بكمية الذهب المتوفرة لدى البنك المركزي، ولا يتوجب على الحكومة إتباع السياسة النقدية الملائمة للظروف الاقتصادية في الداخل في حين تؤدي التغيرات في أسعار صرف العملة في سوق التبادل الخارجي إلى تصحيح العجز في ميزان المدفوعات.
- في ظل نظام سعر الصرف المرن تتحدد الكتلة النقدية المتداولة داخل البلد تبعا للظروف الاقتصادية التي يمر بها البلد في الداخل حيث، الحرية متروكة أمام السلطات النقدية في تحديد حجم الكتلة النقدية بغض النظر عن مقدار الذهب الموجود لدى البنك المركزي تماما على عكس المتبع في نظام الذهب.
- حرية الاصدار النقدي التي تتمتع بها السلطات النقدية في ظل نظام سعر الصرف المرن يمكن أن يقال عنها أنها حرية مقيدة، إذ ان مقدار التضخم الذي يمكن أن تسمح به السلطة النقدية في الداخل، يعتمد، لدرجة كبيرة، على السياسات النقدية المتبعة من قبل البلدان الأخرى. وعموما لا يمكن الفصل بين السياسة النقدية في الداخل وقيمة العملة في الخارج، إن ليس بوسع السلطات النقدية إهمال أثر السياسة النقدية في الداخل على سعر صرف العملة في التداول الخارجي.
- ومن خصائص الأخرى لنظام سعر الصرف المرن هو أن أسعار صرف العملات في ظلته تتغير يوميا وباستمرار. وينظر الاقتصاديون إلى هذا التغير على أنه عيبا كبيرا يعاني منه نظام الصرف المرن، طالما أن

- عدم التيقن من ثبات أسعار الصرف يزيد من المخاطر الموروثة سير عملية التجارة الخارجية، وبالتالي تقل الرغبة في ممارسة التجارة الخارجية وإنخفاض حجم التجارة الدولية.
- ومن مخاطر هذا النظام أيضا أن تلجأ الحكومات الضعيفة إلى إتباع أسلوب عجز الميزانية كطريق سهل للخروج من مشاكلها المالية، بدلا من اللجوء إلى أسلوب رفع معدلات الضرائب التي قد يجلب عليها سخط الجمهور.
- أما المشاكل النقدية التي واجهها العالم في نهاية الستينات وبداية السبعينات من هذا القرن دفعت بلدان العالم إلى العودة إلى نظام سعر الصرف المرن، تمسكا منها بمزايا هذا النظام وعدم اكتراثها بعيوبه.

1-3 نظام سعر الصرف العائم

1-3-1 مفهوم سعر الصرف العائم :

بعد إختيار نظام "بروتن وودز" واجه العالم الارتفاع الكبير والسريع في أسعار البترول وخصوصا عقب حرب أكتوبر 1973 التي أخذت تغييرا جذريا مما أدى إلى إصلاح النظام النقدي الدولي، فقرر بجميع الأقطار تعويم أسعار الصرف بحرية تبعا للأموال السائدة في أسواق الصرف الأجنبي، والقاعدة الأساسية لهذا النظام هو أن الطلب على عملة قطرها ما يرتبط بعلاقة عكسية مع سعرها ويرتبط عرض العملة طردية مع سعرها.

إن اللجوء إلى تعويم العملة يعنى محليا أن الاقتصاد الوطني يمر بصعوبات إقتصادية لا تستطيع معها الإدارة الاقتصادية الاستمرار في حماية سعر ثابت لقيمة عملتها الوطنية.

1-3-2 مميزات سعر الصرف العائم:

تميز هذا النظام بما يلي :

- التغيير الآلي لسعر الصرف طبقا للتغيرات في العرض والطلب سيؤدي إلى المعالجة الآلية لمشاكل ميزان المدفوعات.
 - سعر الصرف العائم سيساعد على نجاح سياسات الاستقرار المحلية.
 - تقليل الحاجة إلى الاحتياطات الدولية المتاحة في الاقتصاد الوطني.
- ويمكن تلخيص ترتيبات أسعار الصرف العائمة فيما يلي :

1 -نظام سعر الصرف المختلط :

وهو يجمع بين خاصيتي التثبيت والتعويم معا وهو يطبق في مجموعة النظام النقدي الأوروبي، حيث تكون عملات دول للمجموعة مثبتة بالنسبة لبعضها البعض ومعرفة أمام عملات الدول الأخرى.

2 -التعويم المدار :

يحدد البنك المركزي لأي بلد سعر الصرف حيث تتدخل الدولة مع وجود مرونة في تغيير سعر الصرف.

3 -التعويم الحر :

يتم تحديد سعر الصرف طبقا للطلب والعرض داخل السوق أي أن السوق هو الذي يحدد سعر الصرف لهذا النوع.

- وبصفة عامة تتميز هذا النظام بما يلي :
- إن مبرز المدفوعات يصحح نفسه بنفسه معا هذا أن عرض عملة البلد تكون أكبر من الطلب عليها في السوق التبادل الخارجي وبالتالي تنخفض قيمتها مقابل العملات الأخرى وبذلك ترتفع صادرات وتنخفض الواردات حتى يعود ميزان المدفوعات إلى توازنه.

1-3-3 عيوب سعر الصرف العائم :

لقد واجه هذا النظام عيوباً أهمها :

- قد يترتب على تقلبات سعر الصرف آثار كبيرة على معدلات التبادل التجاري الدولي.
- التقلبات في أسعار الصرف وما تقوده إلى كليات المضاربة للاستفادة من الفروق في الأرباح والفائدة تستعمل على بعثرة الاستقرار وخاصة على المدى القصير.
- يسبب نظام أسعار الصرف المرنة اتجاهها تضخماً في الاقتصاد، وعندما تنخفض قيمة العملة بسبب العجز في المدفوعات، حيث تكون الواردات مكلفة.

1-3-4 : تقلبات سعر الصرف العائم

إن التقلبات والتغيرات في أسعار الصرف خاصة أسعار الصرف المعومة تكاد تكون يومية خاصة في أسواق الصرف العالمية ولذلك يطرح السؤال التالي عن هذه التغيرات :

- هل يمكن التنبؤ بهذه التغيرات ؟
- رغم التنبؤ بتطور أسعار الصرف صعب للغاية خاصة في نظام الصرف العائم إلا أنه هناك نظريات حاولت أن تضع قواعد تساعد على التنبؤ بأسعار الصرف لعمليتين مختلفتين، لعل أشهرهما نظرية تستخدم تغيرات معدلات الفائدة وأخرى تستخدم تغيرات معدلات التضخم (أو المعروفة أكثر بنظرية تعادل القوى الشرائية).

1-4 : نظام الرقابة على الصرف

1-4-1 : مفهوم نظام الرقابة على الصرف

في هذا النظام تتدخل وتتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف إذ تسيطر على موارد البلد من العملات الصعبة كما تتولى توزيع هذه الموارد وفقاً لأولويات معينة. تهدف السلطات النقدية إلى تخفيض الكميات المطلوبة من الصرف الأجنبي إلى الحد اللازم لتحقيق التكافؤ بينها وبين الكميات المفروضة عند سعر صرف معين تحدده، إن الرقابة على الصرف تعتبر السبيل الوحيد أملم السلطات النقدية للمحافظة على ثبات سعر الصرف عند مستوى ملائم، هذا النظام نجده في كافة الدول الاشتراكية والدول النامية.

1-4-2 : مختلف أساليب الرقابة على الصرف :

تلتزم السلطات النقدية بعدة أساليب للرقابة على الصرف وأهمها :

- 1 -إلزام بيع العملات الأجنبية إلى السلطات النقدية : مثالا: إرغام المصدر على تسليم العملة الأجنبية للبنك المركزي.
- 2 -حظر تصدير العملات الأجنبية أو المعادن النفيسة أو الجواهر أو الأشياء الثمينة كاللوحات الفنية إلى الخارج.
- 3 -فرض رقابة حازمة على المبادلات الخارجية، ويتحقق ذلك عند قيام المصدر بتسليم ثمن مل يصدر إلى السلطات النقدية بالسعر الرسمي المقرر وكذلك بشأن الاستيراد، وعادة لا يمنح هذه الرخص إلا باستيراد السلع الضرورية وليس السلع الكمالية.

2 - مخاطر أنظمة أسعار الصرف :

1-2 : أساليب عدم إستقرار أسعار الصرف

■ أولا :

يؤدي تغير الصرف إلى تحول في الموارد المتحركة له تكاليف عالية باهظة، فنظرا للمجهود القائم في أسواق السلع والعمل ، فان مثل هذه التحولات إلى بطاقة انتقالية لكل من العمل ورأس المال كما أنها قد تؤدي إلى خسارة دائمة في الموارد تتمثل في التخلص من بعض المعدات الرأسمالية وإجبار بعض العمال على التقاعد المبكر بالإضافة إلى ذلك قد يظهر التضخم أو يتفاقم حين تسعى الصناعات التي بدأت في التوسع على الموارد اللازمة.

■ ثانيا :

يؤدي التحول في الموارد الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف إلى تكتل في الطاقات الانتاجية بعيدا عن قطاعات السلع القابلة للإتجار لكونها الأكثر تأثرا بتلك التقلبات وقد تكون النتائج ذلك بطيء نمو التجارة الخارجية وضعف المناخ التنافسي وتقليل حوافز النمو والإنتاج بشكل يصعب قياسه.

■ ثالثا :

يؤدي ازدياد الشك في أوضاع وتطورات سعر الصرف لدى المستثمرين في ذاته إلى انخفاض مقدار المدخرات المحولة فيما بين البلدان، و على الصعيد العالمي نشير كذلك إلى أن ازدياد الشكوك في أسعار الصرف يحدث ... أسواق رأس المال الدولية بحيث لا نشغل تماما الميزة المقارنة لكل من هذه الأسواق من حيث أنواع المعاملات المختلفة وآجال الاستحقاق المتفاوتة.

■ رابعا :

إن عدم استقرار أسعار الصرف يشكل عائقا للسلطات لتحقيق ظروف اقتصادية وطنية مستقرة

بالاضطراب في إحدى العملات الرئيسية مثلا يمكن أن يدفع سعرها إلى تجاوز الحد هذا أن سعر الصرف
تغير بمقدار يفوق المستوى الضروري لموازنة الفوارق الدولية في الأسعار.

■ خامسا :

يتأثر قطاع السياحة في الدول مباشرة بتغيرات سعر الصرف فإذا كانت عملة الدولة مغال فيها فإن ذلك
يخوف حركة السياحة من الخارج مما يؤثر على دخل الدولة من السياحة.

2-2 : كيفية الحد من أسباب عدم الاستقرار

إن الشرط الأساسي للوصول إلى استقرار أكبر لسعر الصرف هو أن تتبع السلطات الوطنية سياسات اقتصادية
متوازنة وأكثر إشارة للثقة لمعالجة مشاكلها التضخمية مع الإشارة إلى أن توازن السياسات لا يعني فحسب أن
السياسة النقدية التقييدية لا بد أن تصحبها سياسة مالية تقييدية، بل أن تجاوز الحد الذي يحدث عند تطبيق
برنامج تقييد نقدي، يعكس في الأساس عجز الأسعار وعوامل الدخل الاسمية عن التكيف بالسرعة مع التغيرات
في السياسات النقدية، ومع التغيرات في العرض والطلب من أسواق السلع والعمل يوجد سبيلين أساسيين لتقليل
تجاوز الحد وتسهيل تخفيض التضخم.

- إحداهما الاعتماد على قوى السوق وتقليص ألوان الجمود التي تقف دون فاعلية هذه القوى.
 - وثانيهما الإعتماد على سياسة الدخل مع وضع الإطار الاجتماعي والسياسي المناسب لذلك.
- وعموما يتم التداول بالنسبة للعملات المثبتة في أسواق صرف محكومة بأسعار البيع والشراء، تطرحها السلطات
النقدية للبلد المعنى يوميا، كما تقوم السلطات بالتدخل في سوق الصرف للحد من الذبذبات العريضة لأسعار
الصرف، والعمل على إرساء القيمة المثبتة الرسمية لتلك العملة. بالإضافة إلى هذا قد توجد في بعض البلدان التي
تمارس سياسة التثبيت.
- أسواق سعر الصرف موازية يتم فيها تبادل العملة المحلية وعدة عملات أجنبية جنبا لجنب، وقد تترك السلطات
النقدية لهذه الأسواق قدرا متفاوتا من حرية التعامل، كما أن أسعار صرف العملة الواحدة قد تتعد يتعدد نوع
المعاملات في بعض البلدان.

2-3 : العوامل الرئيسية المؤثرة في أسعار الصرف :

2-3-1 : مضمونها

إن العوامل التي تؤدي إلى تغيرات شاسعة في الأسعار التقاطعية للعملات ناتجة لانخفاض النظم التي بمقتضاها يتم
تحديد أسعار صرف تلك العملات، فضلا عن اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسات النقدية والمالية للبلدان
المعنية.

يتأثر التطور النسبي بين القطاعات وأوضاع الموازين الداخلية و الخارجية مباشرة بمستوى النمو الاقتصادي وتطورات الأسعار المحلية في بلد معين. وحسب نوعية وحجم هذا التأثير نجد أن السلطات الوطنية للبلد المعنى تتخذ إجراءات مختلفة ضمن سياستها النقدية والمالية تهدف من خلالها توجيه أو تصحيح الأوضاع الاقتصادية المستجدة، ومسايرة تطورها الراهن والمتوقع، ثم بما أن هذه الأوضاع تختلف باختلاف تلك الأوضاع ينعكس بصورة مباشرة على أوضاع صرف العملات المعنية وتطور أسعارها التقاطعية، وقد يتحلى هذا الأمر يوميا سوق الصرف فيحال العملات الخاضعة لنظام التعويم أو التعويم المدار.

أما في حالة العملات التي تخضع لأنظمة التثبيت الصارم، فهذه الممارسة تحول دون تأثير السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية المنتهجة في أسعار صرفها اليومية، لكن هذا التأثير لا بد وأن يفرض نفسه في الأمد الطويل فيضطر البلد المعنى إلى إدخال تغيير على سعر ارتباط عملته، أو على نظام الارتباط ككل كي يتوافق و الواقع الاقتصادي الجديد.

2-3-2 : أسباب تفاوت في أسعار الصرف (العائم والثابت)

- على هذا الأساس يمكن تلخيص أسباب تفاوت أسعار الصرف التقاطعية للعملات عامة حسب الحالات التالية :
- إما أن تكون بعض هذه العملات معومة، والتعويم يؤدي إلى تفاوت الأسعار التقاطعية نسبة الباقي العملات كل يوم حسب تطورات عوامل السوق التي تحكم أسعار العملة المعومة.
 - أن تكون العملات بالعموم ضمن هوامش متعددة، وهذا يؤدي إلى تفاوت الأسعار التقاطعية اليومية، لكن التفاوت يبقى ضمن حدود.
 - أن تكون العملات مثبتة لكنها في أسلوب التثبيت، وهنا يحصل التفاوت يوميا حسب تطور الأسعار المثبت عليها، أيا كانت عملات أم سلات من عملات.
 - أخيرا، قد تشترك العملات في أسلوب التثبيت، وبهذا يتم إرساء أسعارها التقاطعية طيلة أيام السنة بإنشاء الحالات التي تلجأ فيها السلطات النقدية لبلد معين إلى تعديل سعر ارتباط عملته حسب ما تمليه أوضاعه الاقتصادية لكن ومع ذلك، تبقى هذه الحالات محدودة تتخذ في يوم ما، ثم يستمر الاستقرار بعدها بين الأسعار التقاطعية المعنية مع باقي العملات.

الوحدة الثانية عشر:

أسواق العملات الأجنبية أنواعها وعملياتها

المبحث الأول: ماهية سوق الصرف

المطلب الأول: سوق الصرف والورقة المالية

الفرع الأول: تعريف سوق الصرف

الفرع الثاني: تعريف الورقة المالية

المطلب الثاني: أهمية سوق الصرف

المطلب الثالث: وظائف سوق الصرف

المبحث الثاني: أنواع أسواق الصرف

المطلب الأول: أسواق أولية و أسواق ثانوية

الفرع الأول: الأسواق الأولية

الفرع الثاني: الأسواق الثانوية

أولا: أسواق منظمة

ثانيا: أسواق غير منظمة

ثالثا: السوق الثالث

رابعا: السوق الرابع

المطلب الثاني: أسواق عاجلة و أسواق آجلة

الفرع الأول: الأسواق العاجلة

الفرع الثاني: الأسواق الآجلة و أنواعها

أولا: أهم عمليات السوق الآجلة

المبحث الثالث: عمليات أسواق الصرف

المطلب الأول: المرابحة و الوضعية

الفرع الأول: المرابحة

الفرع الثاني: الوضعية

المطلب الثاني: المضاربة

الفرع الأول: تعريف المضاربة

الفرع الثاني: أنواع المضاربة

أولاً: المضاربة على انخفاض السعر

ثانياً: المضاربة على ارتفاع السعر

الفرع الثالث: دور المضاربة الاقتصادي

المطلب الثالث: التغطية

المبحث الرابع: التنظيم الداخلي لأسواق الصرف

المطلب الأول: أجهزة إدارة البورصة

الفرع الأول: لجنة البورصة

الفرع الثاني: الجمعية العامة

الفرع الثالث: اللجنة العليا للبورصة

الفرع الرابع: هيئة التحكيم

الفرع الخامس: اللجان الفرعية

الفرع السادس: مجلس التأديب

الفرع السابع: مندوب الحكومة

المطلب الثاني: تشغيل بورصة الأوراق المالية

الفرع الأول: صالة التداول

الفرع الثاني: طرق التداول في البورصة

المطلب الثالث: المتعاملون في بورصة الأوراق المالية

الفرع الأول: المقترضون أو المستثمرون

الفرع الثاني: المقرضون أو المصدرون

الفرع الثالث: الوسطاء أو الوكلاء والسماسرة

الفرع الرابع: متعاملون آخرون في البورصة

المبحث الخامس: أسواق الصرف الأجنبي

المطلب الأول: مفهوم أسواق الصرف الأجنبي

المطلب الثاني: عوامل تطور أسواق الصرف الأجنبي

المبحث السادس: طرق تسعير الصرف.

المبحث الأول: ماهية اسواق الصرف

المطلب الأول: أسواق الصرف والورقة المالية

الفرع الأول: تعريف أسواق الصرف

عملية الصّرف هي تبادل عملة دولة بعملة دولة أخرى، و تجري مثل هذه العمليات في السوق أين يلتقي العرض و الطلب للعملات الأجنبية فيتحدد سعر كل عملة بالعملة الوطنية.

أما سوق الصرف فهي سوق مستثمرة ثابتة في المكان تقام فيه مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة. وهكذا توجد اسواق الأوراق المالية لتجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية فهي الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أكثر من يتأثر بالكساد أو بالرواج وفي جميع الأحوال العادية يحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى، إلا أن جهازها وعملياتها تطورت كثيرا مع الزمن حتى أصبحت مركز الحياة المالية في الدول المتقدمة والحلقة الضرورية للجمع بين المستثمر والمنتج، وعنصر هام في توفير السيولة المالية الضرورية للحياة الاقتصادية ويستطيع بواسطتها حملة الأسهم والسندات الإطلاع على تقلبات قيم الأوراق المالية التي يملكونها.

الفرع الثاني: تعريف الورقة المالية

الأوراق المالية هي الأسهم و السندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغيرها (سندات حكومية طويلة الأجل، أذون الخزانة، أسهم الشركات العامة، أسهم وسندات الشركات المساهمة...) فالورقة المالية تعتبر صكاً وذلك حق في اصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر، فالسند يخول حامله الحق في الحصول على فوائد سنوية وعلى القيمة عند الاستحقاق بينما السهم هو صك يخول صاحبه الحق في نسبة من التوزيعات النقدية وأي توزيعات أخرى لتتقرر للمساهمين.

المطلب الثاني: أهمية سوق الصرف

إن سوق الصرف أو البورصة تؤدي دورا هاما في الحياة الاقتصادية إذ تتيح الفرصة لتقابل العرض والطلب، كما أنها تعتبر مقياسا دقيقا **Baromètre** الاستثمار والادخار في البلد، ويمكن تلخيص أهمية البورصة في النقاط التالية:

1- تسهل بورصة الأوراق المالية عملية الاستثمار الخاصة بالآجال القصيرة، فكثيرا ما تكون بعض الأموال قد فاضت في فترة من الزمن عن حاجات بعض الشركات أو الأفراد أما بسبب تقلبات موسمية تعترى ما يؤدون من أعمال أو بسبب كساد مؤقت يطرأ على بعض أعمالهم لذلك يلجأ البعض إلى استثمار هذا الفائض في أوراق مالية عن طريق البورصة وهم لا يلجئون إلى البورصة في تلك الفترات إلى ثقتهم التامة في أنهم يستطيعون بيع

الأوراق في أي وقت يشاءون، وتحول قيمتها إلى نقد سائل بالسعر الجاري، ولولا البورصة لظلت تلك الأموال الفائضة معطلة أو لأودعها أصحابها في المصارف حيث يحصلون على معدل فائدة منخفض.

2- تسمح دراسة تقلبات أسعار البورصة في تعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة وذلك عن طريق الاطلاع على تقلبات الأسعار وتموجاتها والتي لها أهمية كبرى في اكتشاف الشركة التجارية أو الصناعية التي لها أمل في النجاح فان بيع وشراء الأوراق التجارية في قاعات البورصة يلقي دورا على ما وصلت إليه القيم النسبية لأوراق الشركات المختلفة. ومع أن الباعث للمضاربين هو ما يحصلون عليه من أرباح، إلا أن نشاطهم يظهر بوضوح في القيم النسبية لأنواع الاستثمارات المختلفة والمثلة في الأسهم والسندات ، وكلما كثر عدد العمليات في البورصة واتسع نطاقها استطاعت أن تكون مقياسا دقيقا لقيم الاستثمارات التي تعكس آراء المتعاملين عن مركز الأوراق المالية التي يقومون بتداولها بيعا وشراء.

3- توزيع المال على مختلف القطاعات، حيث تلعب البورصة دورا هاما كجهاز لتوزيع الادخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة، ولعل ما يحدث من تقلب في الأسعار يعتبر من أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع من حيث سيره في طريق التقدم والازدهار، أو انحرافه نحو الفشل والانهيار. لذلك تعتبر تقلبات الأسعار عند رجال الأعمال "البارومتر" الذي يقومون بواسطته مدى نجاح المشروع كلما أرادوا استثمار أموالهم.

4- المساعدة في توقي تقلبات الأسعار: تساعد البورصة المزارع والتاجر والصناعي على تلافي أخطار تقلبات الأسعار وتصبح وسيلة من وسائل التامين ضد تقلبات الأسعار عن طريق عمليات التغطية في البورصة. والتغطية تختلف عن عملية المضاربة أي أن التعامل في البورصة الذي يرغب في التامين من هبوط أو ارتفاع في الأسعار لسلعة معينة فانه يشتري أو يبيع كمية معينة موجودة لديه فعلا، أو يتعاقد عليها، أو ينتظر وجودها لديه في المستقبل كما هو الحال بالنسبة للمزارع، فإذا وجد المزارع في وقت من الأوقات أن الأسعار السائدة في السوق يعتبرها مرجحة أي تغطي تكاليفه، وتحقق له ربحا معقولا، ويخشى إذا انتظر وقت الحصاد أن ينخفض السعر فانه يقوم ببيع كمية من القطن مثلا في البورصة تعادل الكمية التي ينتظر أن يحصل عليها أثناء الموسم وذلك بالسعر السائد وقت البيع على أن يتم التسليم في وقت الموسم، فإذا هبط السعر فبواسطة عملية التغطية يكون قد تلافي الخسارة من هبوط الأسعار، أما المضاربة فيقصد بها محاولة المتعاملين في البورصة الاستفادة من فوارق الأسعار، بناء على تقديراتهم لأحوال العرض والطلب في المستقبل، والبورصة التي يتم التعامل بها لأجل **à terme** هي أداة المضاربة، ليس هناك تسليم ولا استلام للبضاعة لا من جانب البائع ولا من جانب الشاري إذ يقصد الاثنان عند عقد الصفقة قبض أو دفع فوارق الأسعار في الوقت المحدد للتسليم. لأن المضاربة ضرورية لنجاح البورصة في أداء وظائفها.

5- إن البورصة تجعل من الممكن وجود طلب دائم وعرض دائم للسلعة موضوع التعامل، لكن دخول عوامل المقامرة في المضاربة أدى إلى الاضطرار بالسوق وجمهور المتعاملين مثلا نشر إخبار كاذبة تؤثر على السعر واحتكار

السلعة لمنع البائعين من إمكانية التسليم في الوقت المحدد مما أدى إلى تقلبات عنيفة في الأسعار والى فقد الثقة في البورصة بدلا من أن تكون عامل استقرار كما أن دخول فئات من الأفراد لا تتوفر لديهم الدراية الحقيقية بأصول المضاربة والتنبؤ السليم في الأسعار اضر بهم.

6- تؤمن البورصة جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، ففي فترة الانتعاش الاقتصادي يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بريح أكبر إلى المتعاملين في البورصة والى استباق الحوادث، وبالتالي إلى دفع عجلة الاقتصاد إلى الإمام، وفي حالة الركود يلاحظ كساد الأوراق المالية.

المطلب الثالث: وظائف سوق الصرف

تؤدي اسواق الصرف عددا من الوظائف سواء للمستثمر الفرد أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني:

1- التعامل في الأوراق المالية: إن أول وظيفة في سوق الأوراق المالية، هي بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة و الحكومية، كما أنها تحقق السعر الحقيقي للأوراق وشروط العلانية في عرض الصفقات وفي تسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقد بها.

2- استثمار رؤوس الأموال: يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق، وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية والعقارات، كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيرا كان أو صغيرا، ولأي مدة طالت أو قصرت، كما لا يتطلب بالاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت أو عقارية، أو تجارية ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح، كما يستفيد من ارتفاع اسعارالاسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة، أخيرا يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية انه يتيح الفرصة لتنوع الاستثمار، إذ يمكن توزيع راس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية. هذه الميزة تضمن عدم ضياع كل راس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي يركز فيه المستثمر رأسماله.

3- تشجيع الادخار وتجميع الأموال: من المعلوم ان المدخر لا يستبدل نقوده بسلع أو خدمات لإشباع رغبة عاجلة، إنما ليستفيد منها في سد حاجة للمستقبل، وهناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها: الإعفاءات الضريبية، تشجيع إنشاء مؤسسات التوفير وشركات التامين وصناديق التوفير أي نشر الوعي الادخاري بين أفراد الشعب وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إذاعة أسعارها(الأوراق المالية) ونشرها، كل ذلك من اجل توجيه الأنظار إلى التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب مدخرات الشعب، وذلك يتيح للدولة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع، علاوة على الفائدة التي يتمتع بها المكتتبون.

4- توجيه الاستثمار: عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تعطىها الأوراق المالية يسحب الجمهور ودائعه من البنوك إلى سوق الأموال المالية والعكس صحيح عند زيادة معدل الفائدة.

5- خلق رؤوس أموال جديدة: عندما يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكنه الاقتراض بضمائها مبلغا لشراء أوراق جديدة، وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تغلها الأوراق. وعندما يشتري المستثمر أوراقا جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي.

6- ضمان سيولة أموال المستثمرين: البورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمر سبيل التخلص من الأسهم بالبيع، وبذلك يستطيع ان يسترد أمواله، إما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات وكانت في حالة ضيق مالي، لا يستطيع المستثمر ان يطلب من الشركة استرداد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراضي والآلات ومواد أولية.

المبحث الثاني: أنواع أسواق الصرف

المطلب الأول: أسواق أولية و أسواق ثانوية

الفرع الأول: أسواق أولية

تصدر في هذه الأسواق الأوراق المالية للمرة الأولى وتعمل فيها مؤسسات مالية تسمى "مصرفي الاستثمار" التي تقدم النصح والمشورة للشركات فيما يخص انساب الأوراق المالية المزمع إصدارها وانسب توقيت للإصدار وانسب سعر وانسب كمية وتقوم أيضا بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذلك قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين. وقد تقوم البنوك وشركات سمسرة الأوراق المالية بنفس هذه الوظائف.

الفرع الثاني: أسواق ثانوية

وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة و صناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وتنقسم الأسواق الثانوية إلى:

أولا: أسواق منظمة

هي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية و تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لان التعامل يجري في مكان مادي محدد ومن أمثلها بورصات نيويورك ولندن وطوكيو والقاهرة وغيرها . هذا مع الملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى القومي وعلى مستوى الصناعة وبمجرد استفتاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة كما انه يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

ثانيا: أسواق غير منظمة

وفيها تتداول الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث انه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل و الذي يتم من خلال شبكة اتصالات هذا و يوجد الاتحاد الوطني لتجار

الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة ويقوم هذا الاتحاد على بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم اختبارات معينة مؤهلة كما أن هذا الاتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية و أحجام التعامل. و جدير بالذكر أن هناك علاقة بين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية حيث أن الأسواق تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية ولذا فان وجود الأسواق الثانوية ضروري حيث يعطي المستثمرين الثقة في إمكانية بيع الأوراق المالية إذا احتاجوا إلى سيولة كما أن الأسواق الأولية عند إصدارها أوراق مالية لأول مرة تسترشد بمستويات الأسعار السائدة في السوق الثانوية.

ثالثا: السوق الثالث

يمثل جزء من السوق غير المنظم حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها وتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها.

رابعا: السوق الرابع

هي سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار أوراق مالية ويتم التعامل بسرعة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وتليفونية.

المطلب الثاني: أسواق عاجلة وأسواق آجلة

تنقسم أسواق البورصة إلى قسمين: أسواق آجلة وأخرى عاجلة

الفرع الأول: السوق العاجلة

السوق العاجلة (le marché au comptant): في السوق العاجلة يلتزم المتعامل بأن ينفذ الصفقة المعقود فوراً بتاريخ محدد أي يلتزم بدفع الصكوك المالية المشتراة أو التحلي عنها الصكوك التي بحوزته عند استلامه ثمنها ويتم ذلك ف عقد الصفقة لكن الواقع غير ذلك إذ أن هذه الخطوات تطبق بين الوسطاء الذين يقومون بالقيود على حساب الزبون أو لحسابه لدى تنفيذ الأمر. و إذا حدث و امتنع البائع أو المشتري عن تنفيذ العملية التي أجريت لحسابه فان هذا لا يقتضي الرجوع إلى القضاء لان التعامل أجاز للوسيط تامين حقوقه بصورة مباشرة و بالتالي فادا لم يسلم البائع الإسناد التي اشتراه الوسيط على حسابه في البورصة أو امتنع المشتري عن دفع الثمن للوسيط فانه يمكن لهذا الأخير بيع الإسناد على حسابه البورصة.

الفرع الثاني: السوق الآجلة وأنواعها

السوق الآجلة (le marché à terme): تتمثل الصفقات الآجلة في تجري في البورصة بتاريخ محدد لكنها تنفذه يؤجل إلى تاريخ لاحق يتفق عليه المتعاقدان بمعنى أن تسليم الصكوك ودفع الثمن لا يتم فور عقد الصفقة بل بعد فترة معينة التصفية (liquidation).

مما يؤدي إلى طبع الصفقات الآجلة بطابع مضاربي (spéculatif) يتغير بتغير موضوعه فيمكن أن يكون واقعا على بضاعة أو على قيم منقولة.

فالحالة الأولى يكون فيها الموضوع حقيقيا بينما في الحالة الثانية فيكون فيها مضاربا ووهيميا أي إن الفرقاء تعاقدا على تسوية الفرق الذي سيظهر عند حلول الأجل بين السعر المضارب فيه و قيمة الصكوك الحقيقية على إن يتم الإمضاء نقدا ولم يتعاقدا على التنفيذ العيني فالمشتري لا يسعى إلى استلام الصكوك بل يسعى إلى استلام فرق السعر عند حلول الأجل إذا تبين عند حلول الأجل إن قيمة هذه الصكوك أصبحت أكبر من القيمة التي كانت عليها عند التعاقد وكذا البائع فانه لا يسعى إلى الحصول على الثمن المتفق عليه ولكنه يسعى إلى الحصول على الفرق نقدا في حال تبيع عند حلول الأجل إن قيمة الصكوك اقل من الثمن المتفق عليه.

و الصفقات الآجلة المتعلقة بالقيم المنقولة هي نوع من العاب المقامرة المحظورة في اعتبار محكمة التمييز الفرنسية بموجب المادة 1965 من القانون المدني الفرنسي حيث في عقود المضاربة الآجلة لا توجد عناصر عقد البيع فلا يكون البائع ملزما فعليا بتسليم و نقل ملكية المبيع للشاري ولا الشاري يكون ملزما بدفع الثمن.

وبما إن تسليم الصكوك المالية ودفع الثمن في السوق الآجلة يتم بعد فترة تختلف بدايتها حسب الاتفاق بين الطرفين فانه يشترط على المتعاملين في هذه السوق تقديم تامين مالي حتى تنفيذ الصفقة نهائيا حسب أنظمة البورصة و يدعى هذا التامير **بالتغطية** و تختلف نسبة التغطية حسب نوع العمليات المعقودة.

أنواع الأسواق الآجلة

العمليات الباتة أو النهائية: يلتزم في هذا النوع من العمليات كل من المتعاقدين بتصفيتهما بتاريخ محدد يتفقان عليه فيدفع احدهما الفرق وتنتهي العملية عند هذه المرحلة. وفي موعد التصفية تخضع هذه العمليات لنفس الشروط المعمول بها في السوق العاجلة على إن يسلم أو يتسلم كل من الطرفين الصكوك أو الثمن في يوم العمل التالي. ويكون سعر الصك المالي الذي يجري التعاقد عليه بنفس آخر سعر جرى التداول عليه في السوق العاجلة أو النقدية. ويجري على هذا الأساس حساب الفرقات بين البائعين والمشتريين.

ويتمتع المشتري في هذه العمليات بشرط خيار التنازل عن الأجل حيث انه إذا لاحظ إن الأسعار بدأت بالاتجاه نحو الهبوط فانه يلجأ إلى إيقاف حركة الهبوط فيطلب من البائع أن يسلمه الصكوك المالية التي التعاقد عليها قبل الموعد المحدد في العقد هذا ما يضطر البائع إلى شراء الأوراق المالية من السوق بالسعر الحالي مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذه الصكوك وبالتالي إلى ارتفاع سعرها أو على الأقل إيقاف حركة هبوطه ولا يلتزم المشتري بانتظار موعد التصفية لبيع الأوراق المالية بل بإمكانه إن يكلف وسيطه في البورصة ببيع هذه الأوراق ويسجل رصيد هذه العملية لحسابه سواء كان ربحا أو خسارة والبائع غير م بتقديم الصكوك إلا في موعد التصفية و بإمكانه في هذه الفترة شراء الأسهم التي ليست بحوزته (بيع على المكشوف) مع استفادته من تغير السعر.

البيع البات مع خيار التنازل عن الأجل: يتمتع المشتري وحده في هذا النوع من البيوع بحق التنازل عن الأجل حيث يمكنه يطلب من البائع تسليمه الإسناد موضوعة العملية قبل الموعد المحدد مما يضطر البائع إلى شراء هذه الإسناد من السوق بالس

الحالي. ويلجأ المشتري إلى التنازل عن الأجل من وقف حركة هبوط السعر فعندما يطلب من البائع إن يسلمه الإسناد ويضبط هذا الأخير إلى شرائها فجأة فان ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على هذه الإسناد وان لم يؤدي هذا إلى ارتفاع سعرها فانه على الأقل يوقف حركت هبوطها الذي يضر بمصلحة المشتري.

العمليات الشرطية: هذه عمليات يلتزم بموجبها كل من المتعاقدين بتصفيتهما بتاريخ معين مع إمكانية التخلي عن مبلغ معين من المال من احد الفريقين للفريق الأخر كتعويض يتفق عليه مسبقا بينهما مقابل عدم تنفيذ العملية. وهذه العملية نوعان: **العمليات الشرطية على الصعود:** يخير فيها المشتري بين استلام الصكوك أو التخلي عن التعويض.

ويجب في العمليات الشرطية إن تأتي الردود قبل ثلاثة أيام عمل تسبق موعد التصفية. ويحدد التاريخ والساعة التي يجب فيها على كل من المشتري والبائع أن يقرر أم التخلي عن التعويض و إما تسليم أو استلام الصكوك المالية من طرق إدارة البورصة العمليات مع الخيار (opérations à option ou avec faculté) يكون في هذه العمليات الاحتفاظ بحق زيادة عدد الصكوك المتفق عليها لأحد المتعاقدين عند حلول الأجل بالسعر المتفق عليه.

وحسب المصلحة المطلوب تحققها فان أشكال العمليات مع الخيار تتنوع:

1- الخيار لمصلحة المشتري: يحق للمشتري في هذه الحالة طلب زيادة عدد الصكوك المطلوب تسليمها المشتراة حسب الاتفاق المعقود.

ويعتبر التعاقد على شراء الصكوك الإضافية اختياريا و تكون الأسعار عادة اعلي من أسعار الأسهم في السوق النهائية.

2- الخيار لمصلحة البائع: هي حالة عكسية للحالة السابقة إذ يكون في هذه الحالة خيار الزيادة للبائع و بالتالي تكون السعر المتفق عليها اقل من أسعار السوق النهائية.

3- الخيار المزدوج: يكون في هذه الحالة لأحد المتعاقدين حسب اختياره أما الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

العمليات المرحلة: هي عمليات مكملة للعمليات الباقية والعمليات الشرطية ولا تعقد إلا عند حلول الأجل المتفق عليه بتأجيل موعد تصفية الصفقة إلى وقت لاحق.

ويقال ان المتعامل في البورصة(المضارب) انه عمد إلى ترحيل الصفقة إذا رغب عند استحقاق اجل الصفقة التي قام بها في متابعة العملية التي بدأها بنفس الاتجاه إذا شعر انه لن يستطيع تنفيذ العملية نظرا لتطور الأسعار المخالف لتقديراته.

والواقع ان الترحيل لا يمثل صفقة جديدة وإنما هو مرحلة من العملية الأساسية وهو متصل بها لأنه يتناول الموضوع نفسه و هو واقع على صكوك من نفس الطبيعة و الكمية.

ولقد أثار تحديد الطبيعة القانونية للترحيل الجدل بين رجال القانون.

فأول فريق رأى ان عملية الترحيل تمثل قرضا مستترا (prêt déguise) بعقد بيع يقرض فيها المرحل للمشتري أو البائع مبلغا من المال يشكل في الظاهر ثمن إعادة بيع الصكوك أما فريق ثان فرأى فيه البيع مع حق الاسترداد المنصوص عليه في

قانون الموجبات و العقود وهو بيع حقيقي لكنه معلق على شرط الإلغاء. فإذا تخلف البائع عن رد الثمن إلى المشتري في المه المعينة في العقد و التي لا يجوز ان تتجاوز ثلاث سنوات من تاريخ البيع تثبت الملكية للمشتري. إلا ان هذه الآراء واجهتها انتقادات كثيرة مما أدى إلى ظهور تيار ثالث في الفقه و الاجتهاد و يعد هو الراجح حيث اعتبر الترحيل عقدا غير مسمى يتضمن عنصريين:

الأول: شراء نقدي للصكوك

والثاني: فهو إعادة بيع هذه الصكوك باستحقاق مؤجل (أو بيع نقدا وإعادة شراء باستحقاق مؤجل).

تتناول المنفعة العملية لهذا التحليل ملكية الصكوك موضوع الترحيل.

فالمرحل الذي اشترى نقدا يبقى مالكا لحين حلول اجل إعادة البيع ما ينتج عنه. يخول للمرحل ممارسة الحقوق المتصلة بالصكوك كالتصويت في الجمعيات العمومية للشركة مصدرة الأسهم تحصيل القسائم المفصولة خلال الفترة الممتدة بين إعادة البيع والأجل و بالمقابل تقع على عاتقه الموجبات الملازمة للسهم.

العمليات المركبة: (opérations combinées)

يقوم المضاربون في هذا النوع من العملات بعمليتين في اتجاه معاكس وتكون هذه العمليات على الصور التالية:

1- شراء عاجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض.

2- شراء بات مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض.

3- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.

المبحث الثالث: عمليات أسواق الصرف

المطلب الأول: المربحة و الوضعية

تحول أنظمة البورصة للمتعاملين تأجيل موعد تسوية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق وهذا ما يحدث عندما يشعر المتعاملون بأنهم لا يستطيعون تنفيذ الصفقة التي عقدها نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم، لذا يلجؤون إلى طلب تأجيا موعد التصفية المعين إلى موعد آخر وعادة يكون موعد التصفية كالتالي:

الفرع الأول: المربحة

إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المشتريين يفوق كثيرا الأوراق المالية المؤجل تصفيتها من قبل البائعين ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى تدخل الممولين الذين يقبلون بتقسيم الأموال اللازمة للمشتريين الذين بإمكانهم تأجيل وضعيتهم حتى موعد التصفية المقبل، وتتم هذه العملية لقاء دفع فائدة من قبل المشتريين إلى الممول وتدعى تأجيل المربحة.

الفرع الثاني: الوضعية

إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجلة من طرف البائعين يفوق كمية الأوراق المالية المؤجلة من قبل المشتريين، ففي هذه الحالة تحتاج سوق البورصة إلى بعض حاملي الأوراق المالية والذين يقبلون تقديم هذه الأوراق إلى البائعين ليتمكنوا هؤلاء من تأجيل موعد التصفية، ومن ثم إعادة الأوراق المالية فائدة تدعى الوضعية.

المطلب الثاني: المضاربة

الفرع الأول: تعريف المضاربة

تعني المضاربة في البورصة التعاقد على عملية مستقبلية (العمليات الآجلة)، يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها.

فالتنبؤ هو العامل الأساسي الذي اعتمد عليه المتعاملون في البورصة بصفة عامة، والمضاربون بصفة خاصة، حيث يرصد المضارب الفرص المتوقعة وينتهزها لتحقيق مكسب مناسب، وتنطوي عملية المضارب في البورصة على مخاطر ضخمة، عندما تكون سوق البورصة شديدة التشبع أو عندما تصبح أسعار المنتجات عرضة للتأثر بعوامل غير موضوعية، تنطوي على أحكام شخصية وغير حقيقية، مثل التأثير بالتصريحات السياسية وراء النقاد والمحللين في المجال الاقتصادي ويمكن التمييز بين نوعين من المضاربة.

الفرع الثاني: أنواع المضاربة

1- المضاربة على ارتفاع الأسعار: عندما يضارب المتعامل على ارتفاع أسعار الأوراق المالية، فإنه يقوم بشراء لأجل قبل فترة من الزمن، ثم يقوم ببيعها بعد ارتفاع أسعارها.

2- المضاربة على انخفاض الأسعار: عندما يتوقع المضارب انخفاض الأسعار يقوم بالبيع لأجل قبل فترة من الزمن ليعود لشرائها بعد انخفاض أسعارها.

الفرع الثالث: دور المضاربة الاقتصادية

تقوم المضاربة بدور اقتصادي هام في خلق التوازن ما بين العرض والطلب، حيث أن المضارب يقوم بعملية الشراء، عند انخفاض الأسعار الراجعة إلى قلة الطلب وكثرة العرض، فنجد أنه يسعى جاهداً غير مباشرة إلى زيادة الطلب مستهدفاً بذلك رفع السعر والعكس صحيح، عند عملية البيع أي يقوم بعملية البيع عند ارتفاع الأسعار ويكثر من عرض السلع من أجل انخفاض الأسعار، كما أن المضاربة تعتبر محركاً أساسياً لعمليات البورصة والدافع الأول حركة الأسعار الدائمة، فالمضارب ليس بحاجة إلى ما يشتريه أو يبيعه بل حاجته تكمن في الربح الناتج عن هذه الأوراق المالية موضوع الصفقة. فالمشتري يضارب على ارتفاع أسعار البيع بسعر أعلى والبايع يضارب على انخفاض الأسعار ليشتري سعر أرخص، غير أن هذا لا يمنع عدد من المتعاملين في سوق البورصة إلى توظيف أموالهم على شكل يحقق لهم فائدة تؤمنها لهم فوائد السندات وإرباح الأسهم، كما أنهم عند تحسين أسعار الأوراق يقومون ببيعها فيما بعدو يستفيدون من الأرباح الناتجة عن ذلك.

الوظائف الأساسية للمضاربة في بورصة الأوراق المالية:

- تحقيق توازن أسعار الأوراق المالية.
- وسيلة لتوجيه المستثمرين (المتعاملين)
- تعمل على زيادة وتوفر عدد أكبر من المتعاملين.

المطلب الثالث: التغطية

نظرا لعشوائية تقلب سعر الصرف التي تعرّض التعامل لخطر الصرف و رغبة منه في تفادي ذلك فان المتعامل يلجأ إلى السوق الآجل لتغطية وضعيته و التي تعرّف على أنها عملية اتخاذ وضعيّة معاكسة لوضعيته الأصليّة المراد تسويتها أي يسعى إلى إحداث التوازن بين المستحقّات و الالتزامات. فالمستورد الذي يشتري مثلا بضائع أمريكية بمبلغ مليوني دولار مستحقّة الدّفْع بعد 4 أشهر يعدّ منذ اليوم الذي أبرمت فيه الصّفقة مشتريًا بمبلغ مليوني دولار، فإذا ارتفع السّعر العاجل للصّرف في الفترة ما بين تاريخ الشّراء و تاريخ الدّفْع فإنّه سيتعرّض لخسارة و تجنبا لها يلجأ اما إلى:

- التعاقد في سوق الصّرف الآجل على شراء مليوني دولار يستلمها بعد أربعة أشهر. - القيام بشراء الدّولارات في السّوق العاجل و الاحتفاظ بها إلى حين حلول آجال الدّفْع. ونفس الشيء بالنّسبة للمصدّر الجزائري الذي يكون له ديون على الخارج و مقومة بالدّولار مثلا، و مستحقّة الدّفْع بعد 4 أشهر، فإنّه يقوم ببيع العملات بيعا آجلا لتغطية خطر انخفاض قيمة الدّولار أو ببيع الدّولارات التي قد يقترضها بيعا عاجلا بأسعار الفائدة السّائدة في السّوق الأمريكية أو سوق الدّولار الأوربي. يمكن إسقاط ما قيل عن المصدّر أو المستورد على جميع الدّائنين و المدنين بالعملات الأجنبيّة في الأجل القصير.

المبحث الرابع: التنظيم الداخلي لأسواق الصرف

المطلب الأول: أجهزة إدارة البورصة

إن أهمية البورصة في الحياة الاقتصادية وضرورة حماية المستثمرين والمدخرين جعلت المشرعين يعملون على خلق قوانين ونظم بغرض ردع بعض التجاوزات حيث كان لزاما إيجاد نوع من الأساليب الوقائية لحماية المستثمرين، فمراقبة الأسواق المالية تكون من صلاحيات سلطات البورصة نفسها، تقوم هذه الهيئات لمراقبة فعالة من لحظة إصدار القيم وضمن الشفافية في الأسواق وجمع المخالفات المحتملة التي يتم رصدها. وتتكون إدارة البورصة من مجموعة من العناصر نوجزها فيما يلي:

الفرع الأول: لجنة البورصة

الإجراءات التنظيمية للبورصة تختلف من دولة إلى أخرى، هذه الإجراءات تتوقف على ظهور لجان لمراقبة وإدارة السوق، حيث تظهر في الجزائر ما تسمى بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تم تكوين هذه اللجنة بموجب قانون 93-10 وهي مؤسسة ذات استقلالية إدارية ومالية، تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء حيث يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربعة سنوات ودورها المراقبة، التسيير التنفيذ، التحكيم، تنظيم عمليات التعويض، منح الاعتمادات... وتختلف هذه اللجان من دولة إلى أخرى.

الفرع الثاني: الجمعية العامة

وهي أهم واحظر التنظيمات على وجه الإطلاق والتي من خلالها جلساتها وقراراتها يتشكل ويحدد شكل البورصة واتجاهاتها وملاحمها العامة.

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

الفرع الثالث: اللجنة العليا للبورصة

تشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه وعضوية مكتب لجنة كل بورصة وعضوين منظمين من كل منهما أو احد الأعضاء المنظمين عن كل بورصة ومندوب الحكومة لدى البورصات، ومهمة هذه اللجنة اتخاذ تدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح تطبيقاً متماثلاً في جميع البورصات وتوحيد أساليب العمل بها.

الفرع الرابع: هيئة التحكيم

تشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين احدهم وبين عميل بشرط ان يتفق الطرفان على التحكيم، وتكون قرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف، كما تشكل هيئة أخرى لفض المنازعات التي قد تنشأ بالمقصورة.

الفرع الخامس: اللجان الفرعية

يحق للجنة البورصة تشكيل لجان فرعية بقدر ما يستلزم ويحتاج إليه العمل ونشاط البورصة، وتقوم اللجان الفرعية بمساعدة لجنة مراقبة البورصة في المسائل المختلفة التي تتطلب دراسات وأبحاث لضمان السير العادي للنشاط في البورصة وفقاً لاختصاص كل لجنة فرعية.

الفرع السادس: مجلس التأديب

وهو المجلس الذي تحال إليه المخالفات التي تقع في البورصة، ويتم تعيين هذا المجلس من قبل لجنة مراقبة عمليات البورصة وذلك سنوياً، أي انه في كل سنة يجدد المجلس، ويتكون هذا الأخير من 6 أعضاء، 3 يتم اختيارهم من لجنة مراقبة عمليات البورصة، وواحد تعينه وزارة العدل، وعضوين احتياطيين.

الفرع السابع: مندوب الحكومة

تعين الوزارة المختصة مندوباً أو أكثر للحكومة لدى كل بورصة تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، ويتعين حضور مندوب الحكومة كافة اجتماعات الجمعيات العامة ولجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم واللجان الفرعية المختلفة وإلا كانت قراراتها باطلة. ولمندوب الحكومة حق الاعتراض على جميع قرارات الجمعيات العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية إذا ما صدرت هذه القرارات مخالفة للقوانين أو اللوائح الخاصة بالبورصة ومعارضة للصالح العام.

بالإضافة إلى إدارة البورصة يوجد عناصر أخرى من شأنها ان تنظم البورصة وتمثل في:

اللائحة الداخلية: تعين هذه اللائحة نظام العمل الداخلي في سوق الأوراق المالية، ان أهم المواضيع التي تناوّلها هي:

- طريقة العمل داخل المقصورة

- مواعيد العمل وأيام العطل

- الرسوم والاشتراكات

- العمليات وجداول الأسعار

المقصورة: هو المكان الذي تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء، تبنى المقصورة عادة على شكل مدرج نظرا لخطورة ودقة العمليات التي تتم في المقصورة، فقد حرم الدخول إليها على غير السماسرة والوسطاء المقيدة أسماؤهم في جدول البورصة، يصرح للإفراد الدخول إلى البورصة بعد أداء رسم مقرر إلا انه يحضر عليهم دخول المقصورة، ويجب ان ينفذ في المقصورة كل أمر يصدر عن السماسرة وإلا كانت الأوامر باطلة، هذه الأوامر تبقى قائمة طوال الجلسة ما لم يتفق على خلاف ذلك.

غرفة المقاصة: يعهد إلى غرفة المقاصة تسوية كافة العمليات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين، يمكن للجنة البورصة ان تعهد بأعمال غرفة المقاصة إلى نقابة السماسرة.

نقابة السماسرة: انشأ سماسرة الأوراق المالية فيما بينهم جمعية سميت بنقابة سماسرة الأوراق المالية مهمتها رعاية مصالحهم والدفاع عنها وتأمين انتظام العمليات وتحديد حقوق وواجبات السماسرة تجاه بعضهم البعض ودراسة كافة الشؤون التي تم البورصة، يدير النقابة لجنة تنتخبها الجمعية العمومية وتتألف من عدة أعضاء من بينهم: رئيس ونائب رئيس وأمين صندوق والمستشارين.

المطلب الثاني: تشغيل بورصة الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة ان يتم التداول للأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل صالة التعامل من طرف الوسطاء المرخص لهم القيام بذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغيير الأسعار كلما تطلب الأمر ذلك. تحدد هذه الوحدات من طرف الهيئة المشرفة على السوق كما تقوم ذات الهيئة بالإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة مسجلة والمعلومات التي تراها ضرورية للمتعاملين. مما سبق ذكره يتبين ان نظام التشغيل يتكون من: صالة التداول، طريقة التداول، الهيئة المشرفة على السوق.

الفرع الأول: صالة التداول

هي المكان المخصص للتداول (قاعة التداول) وهناك بديلان لها في هذا المجال وهما: نظام التبادل باستعمال الحاسبات الالكترونية والوحدات الطرفية يتميز نظم القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لضمان سلامة عملية التداول. فينتج عن العمليات في هذا النظام أسعار للأسهم تمثل أسعار التوازن حيث يكون كل العرض وكل الطلب لهل ممثلا في أي عملية تداول في البورصة، وعيب هذا النظام يتمثل في ان المعلومات لا يمكن ضبطها إلا بعد انتهاء و تنفيذ الصفقات، أما النظام الالكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة التدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة يسهل هذا النظام المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية بما في ذلك من وقائع، حجم تعامل، تطور الأسعار، وغيرها من

المعلومات، وبما ان كافة الوسطاء مرتبطون بهذا النظام فانه يساعد على ضبط الممارسات السيئة أو غير المسموح بها وإيقاف التعامل في حالة وجود شك في ورقة معينة إلى ان يتم التأكد من سلامة الورقة .

الفرع الثاني: طرق التداول في البورصة

يتوصل الوسطاء إلى سعر التبادل في تنفيذ الصفقة بين البائع والمشتري من خلال احد الطريقتين:

- **طريقة المفاوضة:** بعد ان يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، يتم التفاوض بين البائع والمشتري للتوصل إلى اتفاق على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

- **طريقة المزايمة:** يتم التزايد في هذه الطريقة على السعر حتى يتم الاتفاق حتى أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا و ينتهي التداول بعد صفقة الأوراق المالية والتي يتحتم تسويتها بالتسليم الفعلي وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

المطلب الثالث: المتعاملون في بورصة الأوراق المالية

وجدت بورصة الأوراق المالية لضرورة حتمية تتطلبها نظم الحياة المعاصرة حيث تعتبر هذه الأخيرة بمثابة الملعب الذي تجري عليه مباريات في كل يوم خلال سنة كاملة، فإذا أردت الدخول إلى هذا الملعب فعليك التعرف على من ستلعب معه. إذا لم يكن لديك القدرة والخبرة أو الوقت للدخول إلى السوق، وتود استثمار جزء من أموالك في الأوراق المالية، فماهو السبيل إلى ذلك؟ لذلك لا بد من التعرف على أهم المتعاملين في البورصة. وتتضمن البورصة عدد من المتعاملين هم:

الفرع الأول: المقترضون أو المستثمرون

تتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات المالية الذين يزيد دخلهم عن احتياجاتهم الاستهلاكية وتمثل المؤسسات المالية في البنوك ومكاتب وشبكات السمسرة وشبكات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع تعود عليهم بالنفع الوفير هذا ومن الجدير بالملاحظة انه بمقدور هذه المؤسسات (البنوك، شركات الاستثمار، ومكاتب السمسرة) القيام بدور المقترض أو المستثمر في السوق المالية في حالة الحصول على عوائد معقولة إضافة إلى توفير الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من اجل إنماء أمواله والمحافظة عليها.

الفرع الثاني: المقرضون أو المصدرون

وتتكون من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال وتستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق ويشترط في مصدر الورقة المالية ان يكون شخص معنويا فالأفراد يمكنهم الحصول على قروض مباشرة، وقد تم تقسيم الأوراق المالية إلى ما يلي:

* إصدارات أهلية وإصدارات حكومية.

* إصدارات أولية وإصدارات موسمية.

* إصدارات مسجلة (اسمية) وإصدارات لحامله.

* إصدارات طويلة الأجل وإصدارات قصيرة الأجل.

* إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة.

* إصدارات محلية وإصدارات دولية.

الفرع الثالث: الوسطاء أو الوكلاء

وهم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو مصدري الأوراق المالية، وعادة ما يكون شخصا طبيعيا أو معنويا ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال وهي:

- أعمال السمسرة

- صناعة الأسواق

- التعهد بتغطية الإصدارات

- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين

- العمل على تقليل المخاطر

ونستطيع تقسيم الأطراف التي تتعامل في البورصة إلى ما يلي:

المتعاملون الرئيسيون: ويتمثلون في:

صناديق الاستثمار: هي صناديق تنشئها البنوك وشركات التأمين أو شركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار بهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية وبما يحقق التنويع الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق.

الأجانب: وتتميز تعاملاتهم بما يلي:

- دراسة وتحليل وتقييم الأوراق المالية المتداولة في البورصات على أسس موضوعية.

- اختيار التوقيت المناسب للشراء والبيع.

الشركات القابضة لقطاع الأعمال العام: تعتبر طرفا فعالا ومؤثرا على اتساع نشاط السوق.

شركات تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين والبورصة:

شركات السمسرة: هي شركات مساهمة وتوصية بالأسهم تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء.

شركات المقاصة والتسوية: وغرضها تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة

وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها.

شركات تكوين محافظ الأوراق المالية: تكون بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية وإدارتها وذلك نيابة عن

عملائها من كبار المستثمرين أي تقوم هذه الشركات بتغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق،

ولكن تتم هته العملية بأمر مباشر من العملاء، بعد تقديم النصح والمشورة لهم، أو عن طريق قيام العميل بتفويض الشركة للقيام بذلك.

الشركات والمؤسسات: تقوم الشركات والمؤسسات المالية باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية أما بغرض استثمار النقدية الزائدة عن الحد في الأوراق المالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل. الشركات التي تمارس نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها: هي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وتباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية:

- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
 - إدارة مخاطر رأس المال.
 - المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
 - تكوين إدارة ومحافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
 - السمسرة في الأوراق المالية.
 - الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها الوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة ويتضح من ذلك انه بالإضافة إلى ما سبق يتعامل في سوق المال الشركات التالية:
- الشركات التي تعمل في مجال ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- الشركات التي تعمل في مجال نشاط تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، سواء كان ذلك غرضها الرئيسي أو لا.

*- السماسرة (brokers)

لكي يشتري مستثمر فرد **individual investor** أسهما أو يبيعها لابد له من التعامل مع شركة سمسرة مسجلة في البورصة التي سجل فيها سهم هذه الشركة، هناك فئتان من شركة السمسرة يختلفان عن بعضهما البعض بشدة، بالنسبة إلى نوعية الخدمات التي يقدمانها للمستثمرين وبالنسبة أيضا إلى العمولة التي يتقاضاها.

تسمى الفئة الأولى بلغة البورصة **discount brokers** أي فئة سمسرة الخصم أو بعبارة أخرى فئة السماسرة ذات العملة المنخفضة، يقتصر هؤلاء السماسرة على تنفيذ أوامر عملائهم من المستثمرين بشراء الأسهم أو بيعها في أية بورصة دون تقديم أي نصح أو مشورة للمستثمر.

أما الفئة الثانية فتضم شركات السمسرة الضخمة التي لديها أقسام للأبحاث الاقتصادية، وعدد ضخم من المحللين **analysts** الذين يقومون بتحليل أوضاع الشركات في مختلف البورصات في العالم، ودراسة التطورات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية مثلا وأوروبا أو شرق آسيا.

الفرع الرابع: متعاملون آخرون في البورصة

المستثمرون الأفراد: هناك أصناف من المستثمرين في البورصة، صنف المستثمرين الذين يقصدون وضع مدخراتهم لعدة سنوات بغرض التحضير للتقاعد مثلا، وصنف يهدف إلى تحقيق الربح، وصنف آخر من الأشخاص يقامرون

بأموالهم. كما يوجد نوع آخر من المستثمرين وهو المستثمر الداخلي ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال امتلاك عدد كافي من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة. بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق ويستخدم المضارب أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي من اجل تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق وهذا بالإضافة إلى معرفتهم بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

المضاربون الهواة: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار دون اهتمامهم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق واتجاهاته، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

المتأمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم وتوجه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف ان يصبح السعر السائد للورقة المالية في السوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية.

المبحث الخامس: أسواق الصرف الأجنبي تلعب أسواق الصرف الأجنبية دورا هاما في تحديد إحصام واتجاهات العلاقات الاقتصادية الدولية بكافة عناصرها الاستثمارية والتجارية. ولقد طرأ على هذه الأسواق تطورا ملحوظا خاصة منذ بداية خمسينيات القرن العشرين مس نشاطاتها الاقتصادية وأساليبها التقنية ومجالاتها الجغرافية.

المطلب الأول: مفهوم أسواق الصرف الأجنبي

هي أسواق يتم فيها تبادل العملات تبادل العملات من خلال ترتيبات مؤسسية. (التقاء الطلب و العرض للعملات ذات الأصول الوطنية المختلفة بغرض تبادلها- فيما بينها- أو تحويلها من شخص- طبيعي أو قانوني- إلى آخر أو من مكان إلى آخر، وذلك من خلال ترتيبات مؤسسية حيث يوجه الجزء الأكبر من عمليات تبادل السلع والخدمات والأصول المالية بالعملات المعتمدة). نستنتج من هذا التعريف ان:

1- سوق الصرف الأجنبي تشمل كافة المعاملات التي تتطلب تداول العملات المعتمدة التحويل لان العرض و الطلب فيها يعتبران مشتقين من عمليات الشراء والبيع في أسواق السلع والخدمات والأدوات المالية. وتنتشر في المراكز المالية وعبر شركات الاتصالات في جميع بلدان العالم غير الخاضعة لقيود التحويل القانونية و محدداته الإدارية.

2 - غالبية عمليات أسواق الصرف الأجنبي تتم وفق ترتيبات مؤسسية خاصة بين المصارف الكبرى إضافة إلى الوسطاء و الوكلاء المهتمين بتبادل العملات الأجنبية وتسود أساسا أسواق الجملة غير النظامية التي لا تتقيد بأساليب السوق المالية المعروفة و التي تخص قواعد، ساعات و أماكن التعامل، وتقوم عن طريق وسائل الاتصالات المتاحة، يتمثل زبائنها في المنشآت الصغيرة و الكبيرة، السياح و المسافرين حول العالم.

المطلب الثاني: عوامل تطور أسواق الصرف

عرفت أسواق الصرف الأجنبي تحولات كبيرة خلال العقدان التاسع و العاشر من القرن الماضي حيث عرفت انتشارا و تنوعا وتوسعا. ومن أهم العوامل التي أدت إلى هذه التحولات:

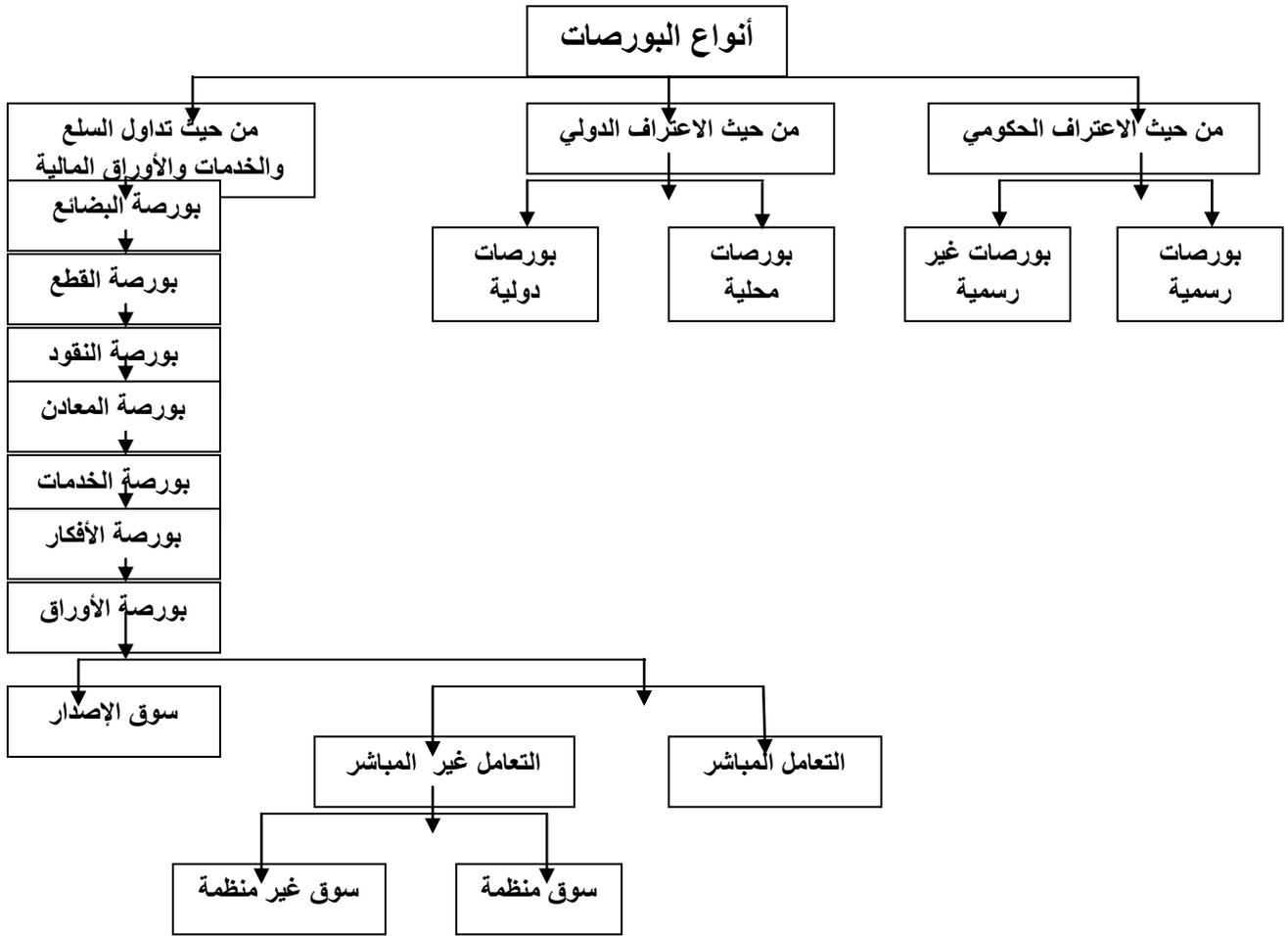
- 1 - ارتفاع قيم الاستثمار المباشرة و غير المباشرة عامة، و قيم المعاملات النفطية في التجارة الدولية على الخصوص.
- 2 - الإصلاحات التي أدخلتها أنظمة التخطيط المركزي الاشتراكية و التي أدت إلى انهيار أكبر كتلة لهذه الأنظمة في شرق أوروبا و شمال آسيا، و تزايد انفتاح اقتصادات العالم على بعضها.
- 3 - سهولة نشر و تحليل المعلومات على مدار الساعة الذي جاء نتاجا عن تطور وسائل الاتصال السلكية و اللاسلكية خاصة بعد ظهور الانترنت.
- 4 - ظهور أسواق جديدة في الاستثمارات المالية، ساهمت في زيادة درجات التحوط و التأكد، في ظل التوسعات الكبيرة في قيم المعاملات الاقتصادية الدولية و ذلك بعد تفاقم التقلبات التي عانت منها أسعار السلع الصرف مند بداية السبعينات، كأسواق المشتقات.
- 5 - خضوع الأرصدة المحولة بالدولار الأمريكي لتعاملات البنوك الأوربية و فروع البنوك الأمريكية في الخارج، مما أدى إلى ظهور أسواق **Eurodollar** بعد الح.ع.2.
- 6 - تعاظم التعامل بالعملات الأوربية ضمن سلسلة من أسواق العملات الدولية، حيث يتم تبادلها بعملات أخرى.

جوانب تصنيف البورصات:

- تصنف البورصات بالنظر إلى ثلاث جوانب هي:
- الاعتراف الحكومي: فهناك بورصات رسمية و أخرى غير رسمية
 - الاعتراف الدولي: حيث يوجد بورصات محلية و أخرى دولية.
 - تداول السلع و العملات و الأوراق المالية وهي تحتوي على:
 - * بورصة القطع و المعادن النفيسة
 - * بورصة العمل و الاستخدام: وهي الشديدة التنوع (سياحة، تأمين...)
 - * بورصة النقل و الشحن
 - * بورصة المعلومات و الأفكار: هي أحدث أنواع البورصات لبيع و عرض حقوق الاختراع و العلامات التجارية.
 - * بورصة العقود و النفط و غيرها
 - * بورصة الأوراق المالية: يجري التعامل فيها على الأسهم و السندات التي تصدرها الشركات و الدول.

* بورصة البضائع: يتم التعامل في هذا النوع عن طريق إبرام عقود بين البائع والمشتري لتسليم

البضاعة في المستقبل. انظر الشكل التالي:



هيكل السوق المالي: (المؤسسات المالية)

إن هيكل السوق المالي هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقاً لسياسة معينة، إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين ويشمل السوق المالي:

1- سوق النقد: وتهتم مؤسساته بالاستثمارات، والائتمان قصير الأجل (البنوك التجارية، مؤسسات الادخار

والإقراض...)

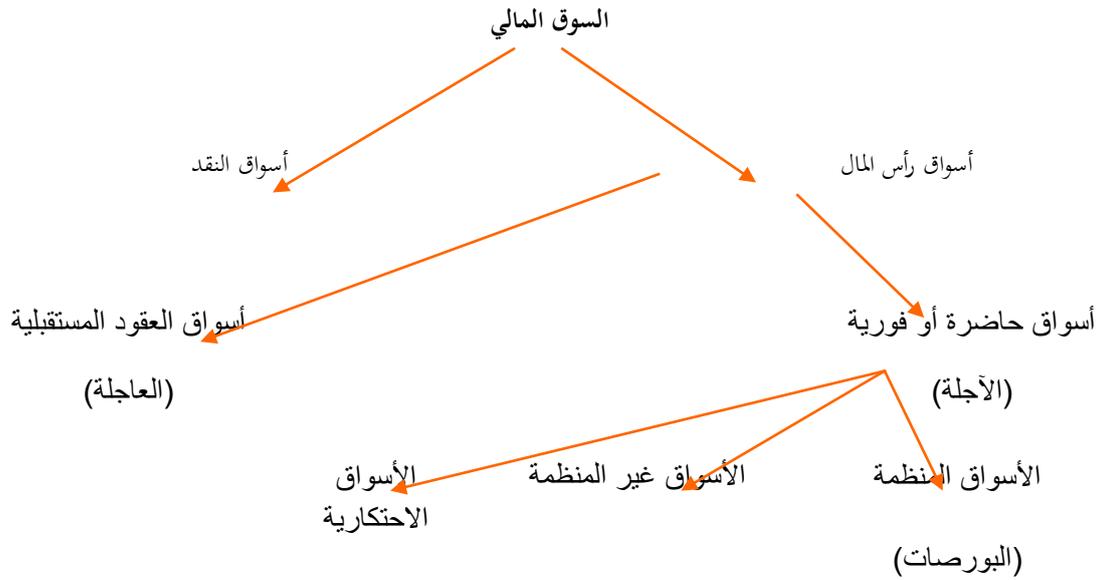
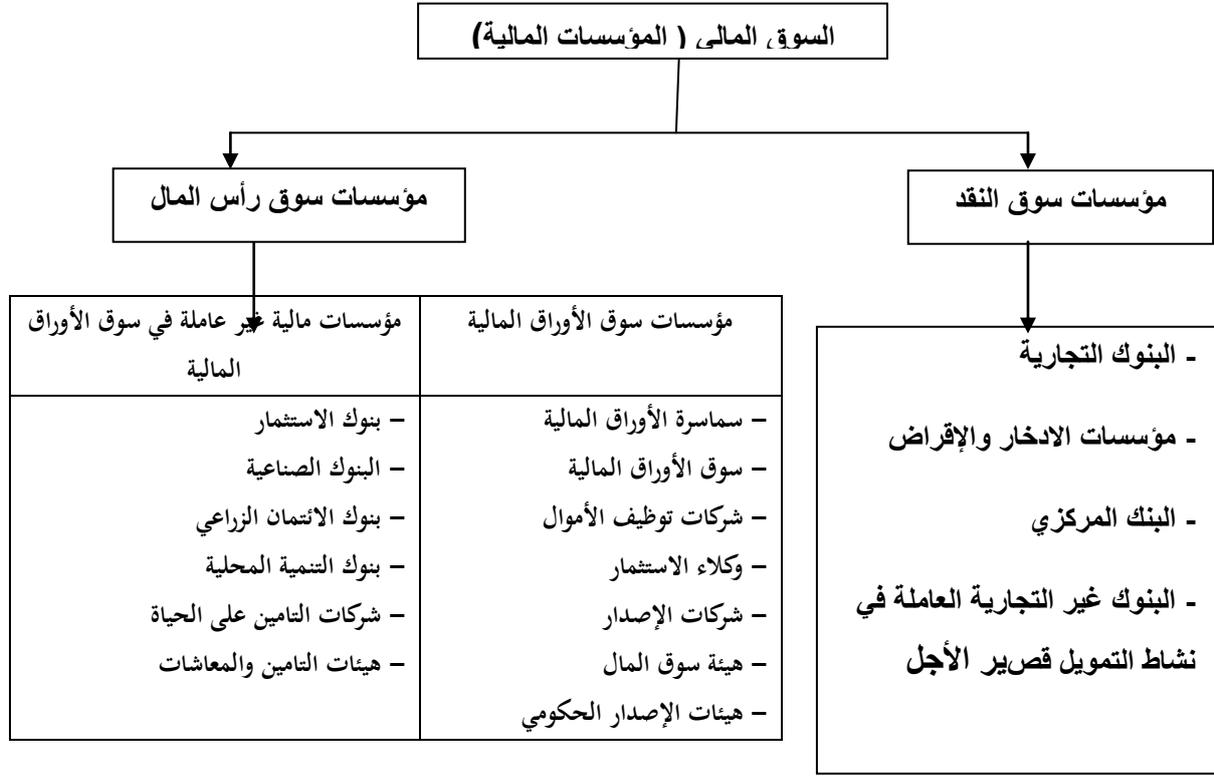
2- سوق راس المال: ويهتم بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل (وكلاء الاستثمار - شركات التأمين...)

ويشمل:

1- سوق الأوراق المالية: ويتعامل في الأوراق المالية.

ب- سوق آخر يتعامل في غير الأوراق المالية (بنوك استثمار، شركات تأمين على الحياة، البنوك الصناعية، بنوك التنمية المحلية... الخ).

يوضح الشكل التالي -3- أهم أنواع المؤسسات العاملة في أسواق المال وهي مجموعتين:



شكل -3- مكونات أسواق المال

المبحث السادس: طرق تسعير الصرف

هناك طريقتان لتسعير العملات:

● الطريقة الأولى: طريقة التسعير المباشر Direct Quote.

● الطريقة الثانية: طريقة التسعير غير مباشر Indirect Quote.

وتبين الطريقة الأولى: عدد وحدات العملة الوطنية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية فالعملة الوطنية هي المبلغ المتغير (Variable) في طريقة التسعير المباشر, أما الأجنبية فمبلغها ثابت وتسمى عملة الأساس (Base currency) وحين يعلن بنك سويسري مثلا أنه يستبدل 85.5 فرنك سويسري (مبلغ متغير) مقابل 100 دوتش مارك (مبلغ ثابت) هنا يقال أن الشكل قد استخدم طريقة التسعير المباشر.

أما الطريقة الثانية: فهي تبين عدد وحدات العملة الأجنبية التي تشتري مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية التي تعتبر في هذه الحالة أنها هي عملة الأساس ذات المبلغ الثابت, أما العملة الأجنبية فهي التي يكون مبلغها متغيرا, فعندما يعلن بنك بريطاني أنه يستبدل مقابل الجنيه الإسترليني (مبلغ ثابت) مبلغ 4.1325 مارك (مبلغ متغير) فهناك يقال أن البنك قد استخدم طريقة التسعير غير المباشر.

ويستخدم المتعاملون في أوروبا الطريقة المباشرة, وفي معظم دول العالم باستثناء مراكز بريطانيا وإيرلندا وأستراليا ونيوزيلندا وبعض البلدان الأخرى المتأثرة بتقاليد بريطانيا والتي تستخدم الطريقة غير المباشرة وفي الولايات المتحدة الأمريكية تستخدم الطريقتين.

إذا كان البنك يتعامل مع عميل داخل الولايات المتحدة الأمريكية أو يتعامل مع البنوك الأخرى في أوروبا (ماعدا إنجلترا) فإنه يتبع طريقة التسعير المباشر.

ويعطي المتعاملون في الصرف الأجنبي سعرين لكل عملة:

السعر الذي يمكنهم بيع العملة مقابله Offer Rate/ Ask Rate, والسعر الذي يوافقوا على شراء العملة المعروضة مقابله Bid Rate/Buying Rate والفرق بين السعرين (Spread) هو هامش الربح الذي يحصل عليه المتعامل.

وكيفما كانت طريقة التسعير مباشر او غير مباشر, فإن السعر الأقل هو سعر الشراء والسعر الأعلى هو سعر البيع.

فإذا كان تسعير الدولار مقابل المارك الألماني كالاتي: 1.7089/1.7069

- سعر شراء الدولار أو سعر بيع المارك هو السعر المدرج على اليمين.

- سعر بيع الدولار أو سعر شراء المارك هو السعر المدرج على اليسار.

- متوسط سعر المارك مقابل الدولار هو حاصل قسمة سعر الشراء وسعر البيع على 2 ويساوي 1.7079

مارك مقابل الدولار.

- سعر الصرف الذي يعلنه المتعامل في نيويورك هو 0.5855143 دولار, أي كم يساوي المارك مقابل الدولار, أما في فرانكفورت فسوف يعكس السعر 1.7079 مارك أي كم يساوي الدولار مقابل المارك.
- ووضح ان التسعير المباشر ما هو إلا مقلوب التسعير غير مباشر بحيث إذا ضرب السعرين أعلاه في بعضهما فحاصل الضرب سوف يكون واحد صحيح ($0.5855143 = 1.7079/1$), أي أن الانتقال من سعر إلى آخر يتم من خلال النسبة: 1/السعر.

سعر الصرف المشتق Cross Rate

يعتبر سعر الصرف مشتقا إذا لم تكن العملة الوطنية طرفا في عملية الاستبدال, بمعنى إيجاد سعر عملة مقابل عملة أخرى -غير العملة المحلية- من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة كالدولار مثلا. فكثيرا ما يحدث أن يطلب عميل بنك أو البنك نفسه استبدال عملة اجنبية بعملة أجنبية أخرى (فرنك سويسري مقابل مارك ألماني مثلا), ولكن لا يجد إلا قلة من المتخصصين في هذا النوع من التعامل لذلك لا يكون أمامه إلا استخدام سعر الصرف المشتق من خلال توسيط عملة ثالثة كالدولار مثلا لمعرفة سعر صرف العملتين موضوع التبادل.

وغالبا ما يستخدم الدولار الأمريكي في سعر الصرف المشتق, لأنه يعتبر عملة الأساس في معاملات الصرف الأجنبي ويستخدم كعملة رئيسية للاحتياطات. فمثلا: نجد البنك الذي يعمل في إنكلترا عندما يشتري أو يبيع مارك ألماني مقابل فرنك سويسري يستخدم في حسابه سعر الصرف المشتق, فإذا أراد التعامل في البنك أو يحسب متوسط سعر صرف الدولار إلى المارك ومن متوسط سعر صرف الدولار إلى الفرنك السويسري. فإذا افترضنا سعر صرف العملتين إلى الدولار كالتالي:

$$1.7079 \text{ مارك} = 1 \text{ دولار}$$

$$1 \text{ دولار} = 1.8417 \text{ فرنك سويسري}$$

والمطلوب معرفة كم وحدة من الفرنك السويسري تساوي 100 مارك أي كم فرنك سويسري = 100 مارك. إذن يستخرج متوسط سعر صرف المارك إلى الفرنك السويسري كما يلي:

$$100 \text{ مارك} = \frac{1.8417 \times 100}{1 \times 1.7079} = 107.8342 \text{ فرنك}$$

إذا افترضنا أن عميلا لأحد البنوك السويسرية يريد بيع فرنكات فرنسية مقابل شراء ليرات إيطالية وكان

سعر صرف هاتين العملتين بالنسبة للدولار في ذلك اليوم كالتالي:

دولار / فرنك 7.1250 – 7.1200

دولار / ليرة 1531.70 – 1530.70

فما هو سعر الصرف الذي يستخدم في عملية الاستبدال وفقا للخطوتين التاليتين:

1 - يتم بيع الفرنكات لأحد البنوك الفرنسية مقابل دولارات, أي ان يشتري الدولار بسعر البيع وهو 7.1250 فرنك

2 - ثم تشتري ليرات إيطالية من أحد البنوك الإيطالية مقابل دولارات, أي يتم بيع الدولار بسعر شرائه وهو 1530.70 ليرة.

ويحسب سعر الصرف حسب المعادلة التالية :

(سعر الشراء)

$$100 \text{ ف ف} = \frac{1530.70 \times 100}{7.1250} = 21483.51 \text{ ليرة}$$

ويمكن التعبير عن سعر الصرف بالفرنك الفرنسي كما يلي:

$$100 \text{ ليرة} = \frac{7.1250 \times 100}{1530.70} = 0.4755 \text{ فرنك ف}$$

في هذا المثال استخدم سعر صرف الدولار مقابل كل من العملتين موضوع التبادل في التوصل إلى سعر الصرف بين العملتين.

مثال آخر:

جدول رقم (13) : أسعار العملات العالمية/دولار

العملة	الرمز	الشراء	البيع	أعلى الشراء	أدنى شراء	آخر تحديث
دولار إسترليني	AUD	0.7801	0.7806	0.7801	0.7806	28DEC200411:33GMT
دولار كندي	CAD	1.2174	1.2181	1.2174	1.2181	28DEC200411:33GMT
يورو	EUR	1.3635	1.3639	1.3635	1.3639	28DEC200411:33GMT
ين ياباني	JPY	103.04	103.09	103.04	103.09	28DEC200411:33GMT
جنيه إسترليني	GBP	1.9383	1.9389	1.9383	1.9389	28DEC200411:33GMT
فرنك سويسري	CHF	1.1328	1.1333	1.1328	1.1333	28DEC200411:33GMT

المصدر:

<https://WWW.menafn.com/arabic/qncurrencies.asp?currency=usd>

جدول رقم (14) : أسعار العملات العربية/دولار

آخر تحديث	أدنى شراء	أعلى الشراء	البيع	الشراء	الرمز	العملة
28DEC200411:33GMT	74.705	69.705	74.705	69.705	DZD	دينار جزائري
28DEC200411:33GMT	0.37769	0.37622	0.37769	0.37622	BHD	دينار بحريني
28DEC200411:33GMT	6.2044	6.1311	6.2044	6.1311	EGP	جنيه مصري
28DEC200411:33GMT	0.714	0.704	0.714	0.704	JOD	دينار أردني
28DEC200411:33GMT	0.2962	0.2932	0.2962	0.2932	KWD	دينار كويتي
28DEC200411:33GMT	1514	1513	1514	1513	LBP	ليرة لبنانية
28DEC200411:33GMT	8.256	8.156	8.256	8.156	MAD	درهم مغربي
28DEC200411:33GMT	0.386	0.384	0.386	0.384	OMR	ريال عماني
28DEC200411:33GMT	3.642	3.637	3.642	3.637	QAR	ريال قطري
28DEC200411:33GMT	3.7506	3.7496	3.7506	3.7496	SAR	ريال سعودي
28DEC200411:33GMT	1.2163	1.1863	1.2163	1.1863	TND	دينار تونسي
28DEC200411:33GMT	3.6735	3.6715	3.6735	3.6715	AED	درهم إماراتي

المصدر:

<https://WWW.menafn.com/arabic/qncurrencies.asp?currency=usd>

الوحدة الثالثة عشر:

المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف وتقنيات التغطية

- المخاطر المرتبطة بأسعار الصرف:

خطر السيولة

خطر الطرف المقابل

القيود المفروضة على وكلاء الصيرفة

- تقنيات مصدري الأوامر في سوق الصرف:

تقنية التغطية

المضاربة

موازنة سعر الصرف

- تقنيات تغطية المخاطر المالية

تقنيات التغطية الداخلية لمخاطر الصرف الأجنبي:

تقنيات التغطية الخارجية لمخاطر الصرف الأجنبي

المبحث الاول :المخاطر المرتبطة باسعار الصرف وتقنيات مصدري الاوامر

يتعرض المتعاملون لعدة مخاطر, فبالإضافة إلى خطر الصرف الذي يمكن لأعوان الصيرفة أن يجنوا منه الربح أو أن يستطيعوا إدارته من دون صعوبة حقيقية, هناك خطران أساسيان و هما خطر السيولة و خطر الطرف المقابل.

1- المخاطر المرتبطة باسعار الصرف:

أ - خطر السيولة:

يتمثل هذا الخطر في عدم التمكن من إجراء عمليات في سوق الصرف, أو إجرائها مع التعرض لنقص في القيمة (Moins value) عند شراء أو بيع العملات, و هذا الخطر ليس هاما في الأوقات العادية , لكن قد يحصل أن يختفي سوق عملة صعبة فوراً أو نهائياً , على اثر أزمة السياسة أو على اثر الوضع قيد التطبيق لضوابط إدارية تؤثر على سوق الصرف و على السوق النقدية الدولية للعملة المذكورة .

أن هذا الخطر لا يطال إلا على العملات القليلة المتداولة في السوق الإقليمية, في حين أن هذا الخطر يبقى ضعيفا (هامشيا) بالنسبة لكافة العملات القابلة للتحويل المستخدمة في التجارة الدولية, و يظهر خطر السيولة.

ب- خطر الطرف المقابل (contre partie)

يتضمن خطر الطرف المقابل في خطر التسليم, خطر القرض الأول هو كناية عن خطر إفلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية, أما الثاني فهو كناية عن خطر إفلاس الطرف المقابل قبل استحقاق العملية. لا يتعرض وكلاء الصيرفة في السوق الفورية إلا لخطر التسليم, أما المتعاملون في السوق لأجل فيتعرضون لخطر التسليم و خطر القرض.

خطر التسليم هو أكثر أهمية من خطر القرض, لأنه يؤدي إلى خسارة كلية لمبلغ العملية في حين انه عندما يظهر خطر القرض يعمد المتعامل إلى إعادة تشكيل وضعيته, فوكيل الصرف يتعرض لخطر تغير سعر الصرف الذي هو دائما أدنى من خطر خسارة كل العملية.

ج- القيود المفروضة على وكلاء الصيرفة:

تهدف هذه القيود الى هدف عام يتمثل في تاطير و ضبط نشاط وكلاء الصيرفة من اجل تجنب اخذ هؤلاء لوضعيات صرف تهدد المصرف, في قابليته للاستمرار في نشاطه إزاء تطور غير موات في سعر الصرف او خطر السيولة أو خطر الطرف المقابل.

بالدرجة الأولى يوجد الحد الأول: يتعلق بمبلغ الوضعية في نهاية يوم العمل يعرف بوضعية العلاوة Position de report أو Position overnight, هذه الوضعية يجب أن لا تكون على سبيل المثال اكبر من 10 ملايين دولار.

و بالدرجة الثانية هناك الحد الثاني: يتعلق بالحد الأقصى لمبلغ الوضعية التي يمكن الوصول إليها خلال يوم العمل, و هذه الوضعية تسمى Position in traday فعلى سبيل المثال يستحيل أن تكون الوضعية الصافية الشارية (التي تعرف بالوضعية الطويلة Position longue) أو الوضعية الصافية البائعة (التي تعرف

بالوضعية القصيرة (Position courte ou découverte) أكبر من 50 مليون دولار تفرض هذه الحدود أيضا على وكيل صيرفة فردي و/أو على مجموع المواقع (الأقسام) في ردهة سوق الصرف, هذه الحدود تتعلق بوضعية المصرف بكافة العملات مجتمعة و بالدرجة الثالثة , توجد حدود فيما يتعلق بالأطراف المقابلة للمصرف في سوق الصرف, على سبيل المثال, يستحيل أن يكون لوكيل الصيرفة كطرف مقابل: الشركة Beta, فيما يتجاوز مبلغ 100 مليون دولار هذه الحدود المذكورة هي خاصة بكل مصرف على حدة, وهناك ثلاثة عوامل تدخل في تحديد المبلغ المشار إليه فيما تقدم وهي:

- درجة نفور مسؤولي المصرف من الخطر
 - مدى الطابع الهجومي للسياسة التجارية للمصرف
 - المبلغ الأقصى من الخسائر الذي يمكن أن يتحملة المصرف
- هناك استراتيجيات لمصدري الأوامر في سوق الصرف, كما أن هناك مخاطر مالية مرتبطة بالصرف

2-تقنيات مصدري الأوامر في سوق الصرف:

1- تقنية التغطية: هي التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف التي تتغير باستمرار ويستعمل التغطية الفورية أو التغطية لأجل, ولفهم أفضل لهذه التقنيات سنستخدم المثال التالي:

نفترض أن مستوردا جزائريا لبعض السلع الأمريكية فانه سيقوم بتسديد المصنع المورد خلال ستة (06) اشهر بفاتورة قيمتها مليون دولار وكان السعر الفوري للدينار الجزائري هو 70 دج/ للدولار (بافتراض أن الدولار يساوي 70 دج) وعند هذا السعر تصل قيمة فاتورة المستورد الجزائري المحتسبة بالدينار الجزائري الى: $70 \times 1000000 = 70.00000$ د ج

عندما يكون المستورد متأكدا بأنه يستطيع مبادلة الدينار بالدولار حسب سعر الصرف السائد حاليا وهو 70 دج فلا يطرح تسديد هذه الفاتورة للمستورد أية مشكلة, ويتغير سعر الصرف باستمرار, ولذلك يكون المستورد عرضة لمخاطر الصرف.

فإذا ارتفع الدينار بالنسبة إلى الدولار عند الاستحقاق وانتقل سعر الصرف إلى 69.94 دج مقابل كل دولار, فان الفاتورة بالدينار سوف تبلغ قيمتها $69.94 \times 1000000 = 69940000$ دج أي أن المستورد الجزائري قد حقق ربحا قدره $70000000 - 69940000 = 60000$ دج وتعتبر هذه الوضعية ملائمة للمستورد الجزائري لأنه يحقق فائض قيمة في الصرف.

أما إذا انخفضت قيمة الدينار بالنسبة للدولار إلى 70.04 دج لكل دولار عند الاستحقاق, فهذا يعني أن سعر صرف الدولار مقابل الدينار قد ارتفع وتصبح قيمة الفاتورة كإيلي:

$70.04 \times 1000000 = 70040000$ دج وهذا يعني أن هناك تكلفة إضافية تبلغ $70040000 - 70000000 = 40000$ دج.

وفي هذه الحالة يجب على المستورد أن يقوم بتسديد مبلغ أكبر بالدينار من اجل الوفاء بالتزاماته المحررة بالدولار ولكن ه الوضعية غير مناسبة للمستورد لكونه يتحمل خسارة.

فالمستورد إما أن يتحمل خطر الصرف آملا في تحقيق ربح وإما أن يرفض الخطر لتغطية نفسه من خطر الصرف.

في الحالة الأولى يقوم المستورد بالمضاربة (مضاربة على ارتفاع الدينار مقابل الدولار).

وفي الحالة الثانية يعتمد المستورد استراتيجية التغطية (Hedging) وتوجد أمامه كما ذكرنا طريقتان للتغطية:

- التغطية الفورية.
- التغطية لأجل.

في التغطية الفورية يجب على المستورد أن يشتري فورا الدولار الذي سيكون بحاجة إليه بعد ستة اشهر ويوظف هذا المبلغ من الدولار في السوق النقدية.

أما التغطية لأجل يجب على المستورد ان يتوجه إلى السوق لأجل لشراء الدولار في الأجل المتفق عليه مع المورد (ستة اشهر)، فالمستورد سوف يكون على علم من الآن بكمية الدينار التي سيكون بحاجة إليه ابعده ستة اشهر وبذلك يزول خطر الصرف، إلا انه لكي يتمكن المستورد من تغطية نفسه ضد مخاطر الصرف لأجل يفترض أن يجد في السوق أعوان آخرين مستعدين للمخاطر التي يهرب منها المستورد نفسه هؤلاء الأعوان هم المضاربين.

ب- المضاربة:

1- تعريفها:

فقد عرفها (P.Coulbois) في كتابه (Le change: Finance Internationale) ”بالمعنى الأكثر شمولية يعتبر قرارا مضاربا كل قرار اقتصادي يؤخذ حاليا تبعا لتوقع حول القيمة المستقبلية لمتغير أو عدة متغيرات تعتبر هامة بالنسبة للعبء الاقتصادي المقرر”

و حسب هذا التعريف, كل نشاط اقتصادي بغض النظر عن نوعه يأخذ بعدا مضاربا, فالمنظم الذي يستثمر يراهن على توسع سوقه المستقبلي,

و المقرض الذي يمنح قرضا يراهن على قدرة التسديد المستقبلية لربونه... الخ

و في مجال الصرف يسمى مضاربا ذلك الذي يأخذ وضعية صرف آملا أن يتطور سعر العملة في الاتجاه المطابق لتوقعاته.

وتعرف وضعية الصرف بالنسبة لعون ما و في لحظة معينة على أنها مساوية للمجموع التالي:

كمية العملات المحازة + كمية العملات التي يجب أن تحاز - كمية العملات التي يجب أن تسدد.

عندما يكون هذا المجموع مساويا للصفر تسمى وضعية الصرف "مقفلة" Fermée " و الوضعية المقفلة تظهر غياب خطر الصرف

و عندما يكون هذا المجموع ايجابيا تسمى وضعية الصرف طويلة البقاء في وضعية طويلة فيما يتعلق بعملة معينة يعكس توقع (ارتقاب) ارتفاع قيمة العملة المذكورة .

و أخيرا عندما يكون هذا المجموع سلبيا نسمي وضعية مركز الصرف قصير (توقع قيمة العملة المأخوذة بالاعتبار) إن المضارب في سوق الصرف هو ذلك الذي لا يقفل وضعيا ته, و تجدر الإشارة إلى أن السلوك المضارب للتجار الذي يعولون على تغير أسعار العملات, فيؤخرون أو يعجلون في تحويل عائدات صادراتهم إلى الداخل و تسديد وارداتهم إلى الخارج.

فعندما تنخفض قيمة العملة الوطنية يصبح للمصدرين مصلحة (إذا ما سمحت لهم بذلك القوانين المراعية للإجراء) في أن يؤخروا تحويل عملاهم باتجاه الداخل, هذه الممارسة تركز على الاستفادة من آجال التسديد تعرف ب Termaillage و أيضا ب Leads and lags في اللغة الإنجليزية مما تقدم ذكره يجب أن لا يحول دون إدراك ما يلي :

- ليس للشركات المتعددة الجنسيات سلوكا مضاربا متعمدا و منتظما في أسواق الصرف, و مديرو خزائن هذه الشركات يبدون أقصى الحذر بسبب المخاطر المرتبطة بأخذ وضعيات صرف
- كشف البنوك التجارية عن نفس الاحتياطات (تبدي احتفاظها بنفس الاحتياطات) خصوصا و أن بعض الأنظمة القانونية تفرض عليها أن تقفل في نهاية يوم العمل وضعيات صرفها الإجمالية.

ج- موازنة سعر الصرف : Arbitrage

على عكس المضارب الصرف (Spéculateur pur), فان الموازن لسعر الصرف Arbitragiste يقوم بالاختيار بين متغيرات معروفة من قبله عند اتخاذ القرار, و نشاطه لا يمكن أن يوضع في أفق متحرك. فيمكنه القيام بالبحث عن الاستفادة من الفارق بين الأسعار الفورية السائدة في نفس اللحظة, في مراكز مختلفة, أما القيام بموازنات لأسعار الفائدة المغطاة في سوق الصرف (Arbitrage des taux intérêts couverts en change)

يتم اللجوء إلى موازنة أسعار صرف المراكز دائما عندما يتغير هيكل أسعار التكاثر المتقاطعة Parties croisées .

فإذا كان الدوتش مارك مقابل الدولار مسعر أفضل في نيويورك مما هو عليه في فرانكفورت فان موازني أسعار الصرف يشترون على الفور المارك الألماني مقابل الدولار في فرانكفورت من اجل إعادة بيعه في نيويورك, و العملية يمكن أن تنجز في لحظات معدودة و من دون أي خطر .

ملاحظات:

- 1 إن تطور تقنيات الاتصال قد اثر على فرص موازنات أسعار الصرف, فالمعلومة أصبحت تنتقل بسرعة و كذلك رؤوس الأموال, و كل فارق بين أسعار الصرف يبدو مؤقتا .
- 2 إن سلوك موازني أسعار الصرف يميل عفويا أو تلقائيا إلى امتصاص عدم توازن دولي.

المبحث الثاني: تقنيات تغطية المخاطر المالية

تلجأ مجموعة الشركات إلى استخدام بعض تقنيات التغطية التي توفرها إمكانية تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الصرف وهذه التقنيات إما أن تكون داخلية وأما أن تكون خارجية وهي:

أولاً-تقنيات التغطية الداخلية لمخاطر الصرف الأجنبي:

وتتمثل 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 ... وتتكون هذه التقنيات من

1- تقنية المقاصة بين الأصول والخصوم.

2- المطابقة.

3- التعجيل والتأخير في تغطية المراكز المكشوفة.

4- إصدار الفواتير بالعملة الأجنبية.

5- إدارة الأصول والخصوم.

وسنقوم بشرح كل واحدة من التقنيات.

- 1** تقنية المقاصة: وتتبع هذه التقنية الشركات التي تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة وان تجري المقاصة بين المستحقات والمطلوبات الخاصة بكل منهما اتجاه الأخرى ومن الاحتفاظ في دفاتها 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.
- 2** تقنية المطابقة: قد يستخدم مصطلح المقاصة والمطابقة كمصطلحين مترادفين إلا انه يوجد في الحقيقة اختلاف بينهما فالمقاصة مصطلح يستخدم في حالة التدفقات النقدية بين وحدات اقتصادية تضمها مجموعة واحدة ، أما المطابقة فتستخدم بين هذه الوحدات بعضها البعض أو بينها وبين طرف ثالث. وهو أسلوب تتبعه الوحدات الاقتصادية في تطابق التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة إليها والخارجة منها في نفس المواعيد تقريبا بحيث تستخدم المبالغ*** لعملية أجنبية معينة في تسديد المدفوعات المطلوبة بنفس العملية.

3 تقنية التعجيل والتأخير: ويقصد به تعديل الشروط الائتمانية السارية بين الشركات وهذه التقنية تتبع بالنسبة للمدفوعات المعلقة بوحدة مختلفة داخل المجموعة.

فالتعجيل يقصد به سداد التزام مالي في موعد مبكر عن استحقاقه وتهدف التقنية إلى الاستفادة من التغيرات المتوقعة لأسعار الصرف بالزيادة أو الانخفاض بما يتفق مع مصلحة الوحدة.

4 تقنية الفواتير بالعملة الأجنبية : تفيد هذه التقنية في أن يلجأ المصدر إلى إصدار فواتير البضاعة المشحونة بالعملة التي يثقون في ثباتها أو بالعملة التي لها سوق صرف اجل لتوفير التغطية ، ويفضل

المصدر إصدار فواتير البضاعة المصدرة للخارج بعملة دولته حتى لا يتعرض من أخطار سوق الصرف ونفس الشيء ينطبق على المستورد أ، المشتري.

5 إدارة الأصول والخصوم: ويقصد به إدارة بنود الأصول والخصوم في الميزانية وذلك من خلال زيادة المركز المكشوف للتدفقات النقدية للشركة***بعملات من المتوقع ارتفاع قيمتها وفي نفس الوقت زيادة التدفقات النقدية الخارجية من الشركة و****بعملات من المتوقع تخفيض قيمتها أو العمل على موازنة التدفقات النقدية الداخلة إليها مع التدفقات النقدية الخارجية منها إذا كانت****بنفس العملة

ثانياً--تقنيات التغطية الخارجية لمخاطر الصرف الأجنبي :

ويقصد بالتقنيات الخارجية الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف وأهم هذه التقنيات تتمثل فيما يلي:

- 1 -الاقتراض قصير الأجل.
- 2 خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية .
- 3 -للجوء لشركات تحصيل الديون .
- 4 -الحصول على ضمان حكومي لتغطية مخاطر الصرف.

1 -الاقتراض قصير الأجل:

فإذا كان احد المصدرين مبالغ بعملة أجنبية تستحق بعد ثلاثة شهور فإنه يقوم بالحصول على قرض بنفس العملة لمدة ثلاثة شهور بحيث تغطي مستحقاته المالية الآجلة قيمة القرض وفوائده ، ثم عليه في نفس الوقت تحويل قيمة القرض إلى عملته طبقا لسعر الصرف الفوري ثم إيداع الحصيلة في وديعة لمدة ثلاثة شهور ، وعندما يتم تحصيل مستحقاته من المستورد يقوم بتسديد القرض الذي كان قد حصل عليه وفوائده .

2 خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية:

عندما يكون تسديد قيمة السلعة المستوردة بكمبيالات يسحبها المستورد لصالح المصدر لاستحقاقات آجلة مختلفة (والمعروفة باسم تسهيلات الموردين) ، فإن المصدر قد يعمل على خصم الكمبيالات لدى احد البنوك في دولة المستورد والحصول على قيمتها فوراً مقابل عمولة يدفعها للبنك الذي قام بعملة الخصم .

3 -للجوء لشركات تحصيل الديون:

وهو أن تتبع الشركة مستحقاتها المالية بالعملة الأجنبية إلى إحدى شركات تحصيل الديون factory compay مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لها وتصبح شركة تحصيل الديون في هذه الحالة دائناً أصيلاً في مواجهة المدين وعليها تحصيل مستحقاتها منه بدون الرجوع إلى البائع.

4 -الحصول على ضمان حكومي لتغطية مخاطر الصرف:

تعمل بعض الوكالات الحكومية في كثير من البلدان على تشجيع الصادرات بتقديم ضمانات لتغطية المخاطر الائتمانية المرتبطة بالتصدير ، وكذلك لتغطية مخاطر تقلبات سعر الصرف وذلك مقابل قيام المصدر بتسديد

عمولة بسيطة للوكالة كي تتحمل الخسائر التي تنجم عن التأخير عن الدفع أو تقلب سعر الصرف في غير صالح المصدر ومن هذه الوكالات على سبيل المثال لنا.

وكالة ضمان قروض التصدير Export Crédit Garantie Département (E C G D)

بنك الصادرات والواردات (EXIMBANEK) The Export Import Bank

Compagnie Française D'assurance pour le Commerce Extérieur (C O F A C E)

Hermez crédit Versai cherungs A G (HERMES) Germanie

Export Risk Guaran (E R G) Surtzerlard

Export assurance D *iuson (E I D) Japon

وتقوم البنوك التجارية بمنح ائتمان للمصدرين بشروط مسيرة في ظل الضمانات التي تقدرها هذه الوكالات الحكومية ونظرا لشتداد حدة المنافسة بين الدول المصدرة للسلع الرأسمالية ، فُن هذه الوكالات أصبحت تعرض دعما ماليا لتسديد الفوائد التي تحتسب على التمويل الائتماني الذي ينح للمصدرين.

الوحدة الرابعة عشر: المشتقات المالية في أسواق الصرف الأجنبي

– أسواق الاختيارات (عقود الخيارات المالية)

– العقود المالية المستقبلية

– أسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)

تمهيد

هناك عدة أنواع من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الأجنبي وتسمى المشتقات المالية وهي:

- المعاملات الفورية (الأنية) Spot Transaction.
- الصفقات الآجلة For word Deals.
- المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية و الآجلة وهي عمليات المبادلة Swap Opérations.
- الخيارات Option.
- العمليات المستقبلية Financial Futurs.

بالإضافة إلى أساليب أخرى لإدارة الصرف الأجنبي, وسوف نتعرف على العمليات التي أشرنا لها في

المباحث التالية:

المبحث الاول: اسواق الاختيارات(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 لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض للتجار⁽¹⁾.

أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل تتمثل في: الأسهم السندات، العملات الأجنبية أو حتى مؤشرات الأسهم.

كما تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية⁽²⁾ حيث بدلا من شراء أسهم يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

1- مفاهيم عامة حول عقود الخيار:

نتناول في هذا العنصر المفاهيم الأساسية لعقود الخيار وأنواعها والمصطلحات الأساسية المتعلقة بها.

1-1- مفهوم عقود الخيار: عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب المشتري العقد في حدوث هذا التعامل⁽³⁾ 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 (مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد.

(1) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004، ص: 559.

(2) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص:

53.

(3) المرجع السابق، ص: 53.

وتعتبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما: إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه. ويعرف عقد الخيار أيضا على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد⁽⁴⁾, يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

1-2- أنواع عقود الخيار:

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع أخذنا بعدة معايير:

أولاً: الأنواع الرئيسية: حيث تقسم 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 المكافأة (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 بتاريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع تدفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

ثانياً: حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

- خيارات أمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين 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).

1-3- المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار:

- أولاً: سعر الممارسة (سعر التنفيذ): هو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر، أو هو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل محل العقد بهذا السعر.⁽¹⁾
- ثانياً: تاريخ انتهاء صلاحية العقد: هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل، أي أن حامل العقد إذا لم يقم بالتنفيذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول فيما بعد.

(4) موسى مطر شقيري-نوري موسى-ياسر المومني، المالية الدولية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ص: 111.

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 50.

كما يعبر عن التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ أو ممارسة حقه⁽²⁾، إذا كانت الظروف ملائمة لذلك.

- ثالثاً: المكافأة أو العلاوة: هي السعر المدفوع بواسطة مشتري العقد للحصول على حق الاختيار وتسمى أيضاً سعر الخيار، وعليه فإن المكافأة تعني التضحية (التكلفة) التي يجب على مشتري الاختيار تقديمها، إذا هي غير قابلة للاسترداد مهما كانت التغيرات المستقبلية.
- رابعاً: عقد الشراء/البيع المعياري: يعطى الحق لمشتري العقد في شراء (بيع) 100 سهم من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد.
- خامساً: خيار الشراء المغطى: هو العقد الذي يمتلك محرره أو بائعه السهم أو الأصل محل العقد. (دون أن يلجأ لشرائه من السوق في حالة تنفيذ العقد).

2- كيفية عمل عقود الخيار:

سوف نركز في هذا العنصر على العقود الخاصة بالأسهم، وقبل التعرض إلى الأمثلة نورد الجدول التالي الذي يمثل ملخصاً لخيارات الشراء والبيع:

جدول رقم (15): خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد

نوع الخيار العقد	خيار الشراء	خيار البيع
المشتري	1- حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار 3- تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأسهم 4- الربح غير محدد النطاق 5- الخسارة محددة.	1 - حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2 - ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار. 3 - تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار الأسهم. 4 - الربح غير محدد 5 - الخسارة محددة.
البائع	1- ملزم ببيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- له الحق في الحصول على المكافأة. 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار الأسهم. 4- الربح محدد. 5- الخسارة غير محددة	1 - ملزم بشراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2 - له الحق في الحصول على مكافأة. 3 - تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع الأسعار. 4 - الربح محدد. 5 - الخسارة غير محددة.

(2) محمود سحنون، الاقتصاد النقدي المصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003، ص: 142.

2-1- أمثلة عن عمل عقود الخيار

أولا بالنسبة لخيارات الشراء: نعطي مثال شامل لكل من شراء وبيع عقد شراء آجل.

مثال⁽¹⁾: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء آجل أوروبي 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.

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

الحالة (1): نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100 دج في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 دج فقط ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 2 دج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.

أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي 500 دج.

الحالة (2): نفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 دج في تاريخ نهاية الصلاحية، في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر 100 دج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 دج، وهنا يحقق ربحاً يتمثل في:

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

أما الربح الصافي = العائد - العلاوة

$$= 1500 - 500 = 1000 \text{ دج}$$

الحالة (3): يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

هذا بالنسبة للمشتري أما البائع:

في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي 500 دج .

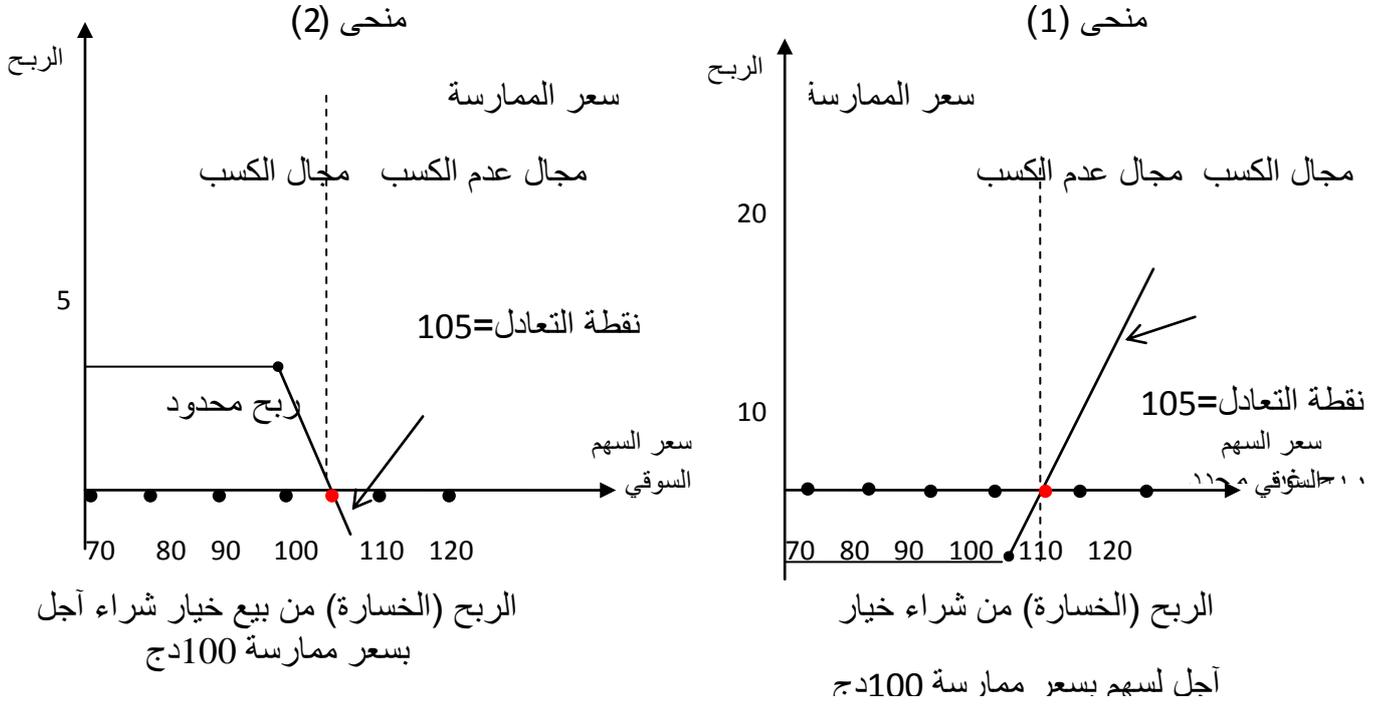
في الحالة الثانية: يتكبد خسارة متمثلة في 1000 دج

$$\text{الخسارة} = \text{العلاوة} - \text{الخسارة الكلية} = 500 - 1500$$

ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي:

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 19.

شكل رقم (7) : طبيعة عمل عقود خيار الشراء



نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة (المكافأة)

$$105 = 5 + 100 = \text{دج.}$$

نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقي > سعر الممارسة وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

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

مثال⁽¹⁾: عند السعر 106 العائد = 100 × 6 = 600 دج

الربح الصافي = 600 - 500 = 100 دج.

أما بالنسبة للمنحنى (2): فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة.

(1) المرجع السابق، ص: 61.

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.

عند نقطة التعادل : 105 دج - 100 (سعر الممارسة) = 5 دج (قيمة الخسارة).
 $0 = 500 - 500 = 100 \times 5$ (سهم) = 500 دج الربح (الخسارة)
 علاوة خسارة

ثانياً: بالنسبة لخيارات البيع:

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع آجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو 50 دج وبعلاوة 75 دج (كلية) وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 دج, نأخذ الحالات التالية:

1. إذا كان سعر السهم السوقى 45 دج: هنا يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع العقد (محرره) بسعر 50 دج في حين يستطيع شراءها من السوق بـ 45 دج للسهم.
 $50 - 45 = 5$ دج الربح = $100 \times 5 = 500$ الربح الصافي = $500 - 75 = 425$

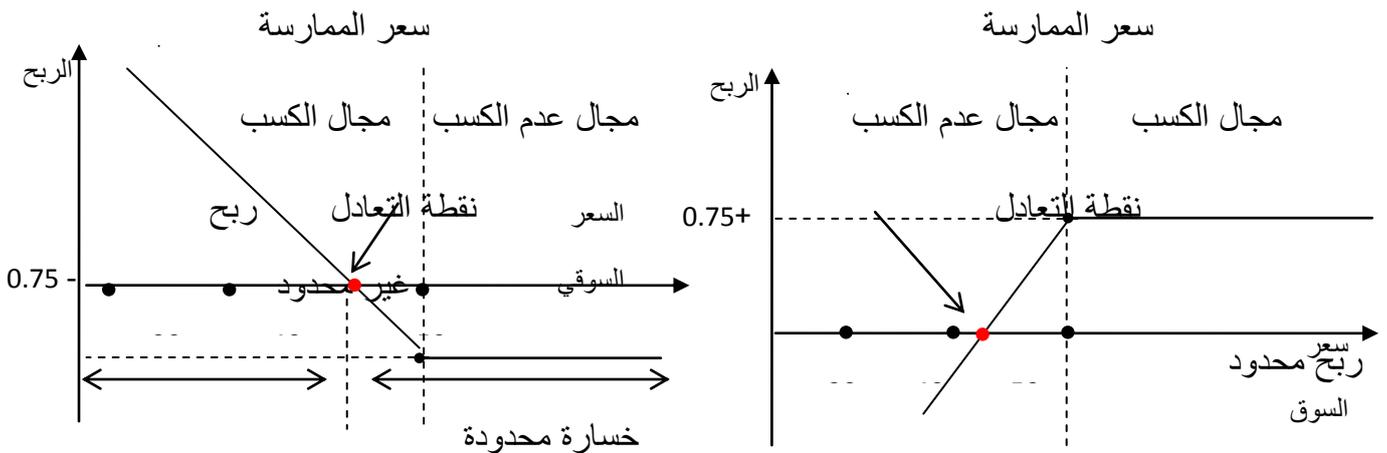
في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في $(500 - 75 = 425)$ دج

2. إذا كان سعر السهم السوقى أكبر من 50 دج مثلاً 60 دج: في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة وهي 75 دج.

أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة.

ويمكن تمثيل هذا المثال أيضاً بمنحنيات بيانية:

شكل رقم (8) : طبيعة عمل عقود خيار البيع



الربح (الخسارة) من بيع خيار بيع آجل بسعر ممارسة

50 دج للسهم (محرر الخيار) الربح (الخسارة) من شراء خيار بيع آجل بسعر

نقطة التعادل = سعر الممارسة - العلاوة

$$49.25 = 0.75 - 50 =$$

نلاحظ من خلال المنحنيات 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 بـ 40 دج فقط، أي الخسارة 1000 دج.

أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة-العلاوة فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحا ولا خسارة، لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.

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

الربح العلاوة

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة في سعر الخيار(العلاوة) أي 0.75 للسهم، أما البائع فيحقق ربحا وهو قيمة العلاوة.

ب-2-2- العوامل المؤثرة على سعر الخيار

قبل التطرق إلى العوامل المؤثرة على سعر الخيار نتطرق إلى بعض المعادلات الرئيسية:

- القيمة الحقيقية لخيار الشراء = سعر السهم السوقي - سعر الممارسة.
- القيمة الحقيقية لخيار البيع = سعر الممارسة - سعر السهم السوقي.
- القيمة الزمنية لخيار الشراء = سعر تداول الخيار في سوق رأس المال - القيمة الحقيقية لخيار الشراء. ونلخص هذه العوامل في الجدول التالي:

جدول رقم (16) : تلخيص العوامل المؤثرة على سعر الخيار

إسم المتغير	خيار الشراء	خيار البيع
سعر السهم السوقي	+	-
سعر الممارسة	-	+
الوقت المتبقى من حياة	+	+
تقلب الأسهم	+	+
أسعار الفائدة	+	-
توزيعات الأرباح	-	+

(+) تأثير إيجابي

(-) تأثير سلبي

- سعر السهم السوقي: يلاحظ أن مستوى السعر تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأى زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وسلبى لخيار البيع.

• سعر الممارسة: له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع.⁽¹⁾

• المدة: كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أكبر.

• تقلب السهم: كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات.

المبحث الثاني: العقود المالية المستقبلية **Financial futurs**:⁽²⁾

عرفت هذه العقود منذ أكثر من 100 عام حيث كانت تتداول في بورصات شيكاغو ولندن، وكانت السلع مثل: البن والسكر والكاكاو والذهب والفضة والبلاطين ... هي موضوع هذه العقود، وكان الهدف الأساسي من وجود هذه البورصات هو حماية التجار والصناع من تحركات الأسعار في غير صالحهم نتيجة لتغير ظروف الإنتاج أو بسبب الاضطرابات السياسية أو الاقتصادية.

وابتداء من سنة 1972 تم انشاء أول بورصة للتعامل في العقود المالية المستقبلية وتسمى

International Monetary Market (IMM) وهي السوق النقدية الدولية وهي فرع لبورصة

شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) وذلك للتعامل في هذه العقود وأذونات

الخزينة العامة والسندات والنقد الأجنبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

وفي لندن تطورت سوق العقود المستقبلية London International Financial

Futures Exchange (بورصة لندن للعقود المالية الدولية) (LIFFE) حيث يجري الاتجار بعقود الخيار

والعقود المستقبلية.

1- تعريف العقود المالية المستقبلية:

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من أحد الأدوات المالية المعينة بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أنه يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، كأن ينص العقد على تسليم ما قيمته مليون دولار أذون خزانة أمريكية في جوان 2005 تدر عائدا قدره 10.5% سنويا مثلا، أو تسليم عملة أجنبية معينة في تاريخ معين، 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.

2- خصائص العقود المستقبلية:

(1) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 590.

(2) مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ص: 177.

- 1 تتميز بأنها عقود نمطية (standard contracts) من حيث تحديد كمية العمل ونوعها وشهور التسليم، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (Open Outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسة.
- 2 يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة للقاصة (Clearing House) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقاً للعقد.
- 3 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 عكسياً قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء ينقلب إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي وتتيح عملية تمنيظ كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.
- 4 تتكلفت التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الانخفاض.

3- نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية:

- نظام الهامش (The Margin System) له أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية إذ يتعين على كل طرف من طرفي التعاقد -البائع والمشتري- إيداع نسبة من قيمة العقد أي هامش مبدئي (Initial Margin) لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك فور إبرام العقد، وهذا الهامش لا يعتبر دفعة مقدمة أو عربون من عند السلطة محل العقد على نحو ما يحدث في الأسهم، وإنما هي تودع كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أيهما 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 الاسمية للعقد، ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.
- فمثلاً: يتطلب العقد الذي تبلغ قيمته 25000 جنيه إسترليني إيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار من كل من البائع والمشتري عند البداية في الصفقة، ويجري متابعة الهامش على النحو التالي:
- يطلب المشتري من السمسار شراء عقد مستقبلي بمبلغ 25000 جنيه إسترليني تسليمه جوان بسعر 2 دولار للجنيه، فتكون قيمة العقد 50000 دولار.
- ويقوم المشتري بإيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار (أي 3% من قيمة العقد) عن طريق السمسار، ومن المعروف أنه في سوق العقود المستقبلية يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال.

فلو حدث أن انخفض سعر الإسترليني إلى 1.98 دولار مثلا فإن المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار في الصفقة، هنا لا يطلب من المشتري زيادة قيمة الهامش، حيث ما زال الهامش المبدئي فائضا بمبلغ 1000 دولار (50000 - 500 = 49500) ولكن إذا انخفض الجنيه الإسترليني إلى 1.95 دولار وأصبحت قيمة العقد 48750 دولار، فإنه يتعين على المشتري إيداع مبلغ 250 (50000 - 48750 = 1250, 1250 - 1000 = 250) دولار قبل بداية العمل في اليوم التالي من أجل بلوغ الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الوقاية أو هامش الصيانة (Maintenance Margin) ويبلغ 1000 دولار في مثالنا، ويتراوح هذا الهامش بين 75 % و 80 % من قيمة الهامش المبدئي وعلى عكس ذلك إذا أسفرت نتيجة التقييم اليومي عن تحقيق أي ربح فإنه يتم سداده للمشتري بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش (1000 دولار) على ما هو عليه.

ويظل هامش الصيانة مودعا لدى جهاز المقاصة بالسوق طالما كان المركز مفتوحا ويعاد إلى الطرف المودع عندما يتم تصفية المركز.

ويعني الأخذ بنظام الهامش إعادة تقييم العقود القائمة يوميا، ثم معرفة مقدار الربح أو الخسارة اللذين تحققا، فإذا تحرك السعر لصالح العميل فإن الزيادة في قيمة الهامش تدفع له، وإذا تحرك السعر في غير صالحه فإنه يطالب باستكمال الهامش وذلك على أساس يومي (DAILY STLEMENT OR MARKING TO MARKET) فإذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة، فإن العقد يغلق تلقائيا (أو يصفى) بعد أن يقوم بيت السمسرة بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل إذ يشتري باسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري.

4- غرفة المقاصة: (Clearing House):

يوجد لكل سوق من أسواق العقود المالية المستقبلية بيت أو غرفة للمقاصة لتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق وتسهيل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود. وتلعب غرفة المقاصة دورا هاما لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنتج 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 الآخر -على الرغم من أن الصفقة قد أبرمت بينهما- وإنما يكون التزام كل منهما تجاه غرفة المقاصة التي تلعب دور البائع بالنسبة إلى المشتري ودور المشتري بالنسبة إلى البائع، وهذا يتطلب من غرفة المقاصة متابعة انتقال العقد من يد إلى أخرى بالبيع والشراء.

فعندما يتقدم المشتري الأصلي الأول (الأصلي) لبيع العقد الذي يملكه، تؤدي غرفة المقاصة دور المشتري وتدفع له قيمة العقد حسب الأسعار الجارية، ثم يلي ذلك أن تقوم غرفة المقاصة بدور البائع ويحضر 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.

وليس من الضروري استعمال فرقة المقاصة عن الجدارة الائتمانية للطرف الذي عقدت الصفقة لصالحه، لأن مثل هذا الاستعمال يبطئ من حركة الإجراءات الخاصة بالعقود المستقبلية والتي تتميز بالسرعة.

5- استخدامات العقود المستقبلية:

تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة (Trading)، أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية (Hedging).

5-1- استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة):

المقصود بالتجارة هنا المضاربة "Speculation" 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).

5-2- استخدام العقود المستقبلية للتغطية: تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المضادة (المعاكسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد (Counteracting Position) في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما للمركز الحالي الذي يراد تغطيته.

فإذا رغب أحد التجار 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 على ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود. وتجدر الإشارة هنا أنه من أجل ضمان إرساء أسس سوق منتظم في عمليات العقود المالية المستقبلية، قامت بورصات السوق النقدية الدولية (IMM) فرع لبورصة شيكاغو التجارية أو بورصة لندن للعقود المالية

المستقبلية الدولية (LIFFE) بتنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية كما يلي :

1. وحدة التعامل Unit of Trading
2. شهور التسليم Delivery Months
3. تاريخ التسليم Date Delivery
4. الحد الأدنى لتقلب السعر (النقطة) Minimum Price Movement (Tick)
5. قيمة النقطة value Tick
6. الهامش المبدئي Initial Margin

والشكل التالي يوضح نموذج العقود المالية المستقبلية على العملة والمتداولة في بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE).

جدول رقم (17) : العقود المستقبلية على العملة LIFFE currency futures contracts

شروط التعاقد	العملة للمقابلة الدولار Currency Against us dollar			
العملة	الاسترليني Sterling	المارك Deutsche Mark	الفرنك السويسري Swiss Franc	الين الياباني Japanese Yen
وحدة التعامل	£ 25.000	D.M 125.000	S.F 125.000	Y 12.500.000
شهور التسليم	مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر	مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر	مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر	مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر
تاريخ التسليم	الأربعاء الثالث من شهر التسليم	الأربعاء الثالث من شهر التسليم	الأربعاء الثالث من شهر التسليم	الأربعاء الثالث من شهر التسليم
السعر	الدولار بالنسبة لـ £	الدولار بالنسبة لـ DM	الدولار بالنسبة لـ SFr	الدولار لـ 100 ين
الحد الأدنى لتقلب السعر	0.01 بالنسبة لـ £	0.01 بالنسبة لـ DM	0.01 سنت بالنسبة لـ SFr	0.01 بالنسبة لـ 100 ين
حجم النقطة وقيمتها	\$12.50	\$12.50	\$12.50	\$12.50
الهامش المبدئي	\$1000	\$1000	\$1000	\$1000

من النموذج المذكور نلاحظ أن عقد العملة المستقبلي يغطي عملة مختلفة الإسترليني £ والمارك DM والفرنك السويسري SFr والين Y مقابل الدولار.

ويجري تسعير العقود وفقا لأسعار الصرف السائد، فالعقد المستقبلي يتم تسعيره على النحو المتبع في سوق الصرف الأجنبي، كما يتضح أن النقطة الواحدة أي أن الحد الأدنى لتقلب السعر في العقد تعادل 0.01 سنت فإذا افترضنا أن أحد التجار اشترى ثلاثة (03) عقود بالإسترليني بسعر 1.6800 للدولار وأن السعر وصل خلال أسبوع إلى 1.7300 دولار فإنه يكون بذلك قد حقق 500 نقطة في كل عقد نتيجة تغير السعر، ولما كانت

قيمة النقطة حسب العقد النمطي هي 2.50 دولار فإن إجمالي الربح المحقق يبلغ 3750 دولار أحتسب على النحو التالي: $(1.7300 - 1.6800) / 0.0001 \times 2.5 = 3$ عقود = 3750 دولار (إجمالي الربح).

مثال على العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:

لنفترض أن شخصا يرغب في شراء عقد مستقبلي لعملة الين الياباني حيث العقد النمطي 12.5 مليون ين، وتعرض قيمة العقد بالسنت الأمريكي لكل ين فإذا افترضنا أن هذا الشخص قام بشراء عقد مستقبلي لديسمبر وذلك في شهر مايو، كما أن سعر العقد هو $(\$ 0.010387 / \text{ين})$ وعلى ذلك يصبح: 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 أو (أي سبب آخر) وأصبحت قيمة الين $(\$ 0.010485 / \text{ين})$ فإن ذلك يعني أن قيمة العقد قد ارتفعت الآن لتصبح بالدولار الأمريكي $(12.5 \times 0.010485) = 131062.50$ ، وبمقارنة ذلك بالوضع السابق تكون الزيادة الصافية في قيمة العقد هي $\$ 1225$.

$$\begin{array}{r} 131062.50 \\ 129837.50 \\ \hline 1225.00 \end{array} \quad \begin{array}{l} = \text{القيمة الجارية} \\ = \text{القيمة الأصلية} \\ = \text{المكسب} \end{array}$$

ولما كان متطلب الهامش الأصلي هو $\$ 2300$ فإن معدل الفائدة المحقق على العقد المستقبلي عن هذه التسوية $\% 53.3 = 100 \times \frac{1225}{2300}$.

وبالطبع عند تقدير هذا المعدل على أساس سنوي فإنه سيكون عاليا عن ذلك. ومن الناحية الأخرى إذا افترضنا أن الين قد هبطت قيمته قابل الدولار (نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة أو تزايد التضخم في اليابان) وليكن المعدل الجديد هو $(\$ 0.010325 / \text{ين})$ فإن الموقف يصبح كما يلي:

$$\begin{array}{l} \text{القيمة الجارية} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.10325 = 129062.50 \\ \text{القيمة الأصلية} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.010387 = 129837.50 \\ \text{الخسارة} = -\$ 775.00 \\ \text{وبالطبع معدل الخسارة} = 100 \times \frac{775}{2300} = 33.7\% \end{array}$$

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

ويسعى مديرو التمويل في الغالب نحو تغطية مراكزهم المكشوفة في معاملات الصرف الأجنبي، من خلال أسواق العقود المستقبلية على العملة فمثلا إذا أنهى المدير الأمريكي اليوم صفقة ليستلم القيمة بعد ثلاثة أشهر بالين الياباني، فإذا هبط الين مقابل الدولار فإن متحصلاته ستخف، 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 الكسب (الربح) 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 (0.009382 \$/ين) في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284 £/ين)، فإن أقام مدير الشركة أحد البديلين: الأول هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا فهو يتحمل مخاطرة انخفاض قيمة الين مقابل الدولار. والبديل الثاني هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن والجدول التالي يوضح نتائج البديلين:

جدول رقم (18) : بدائل التعامل في عقد مستقبلي

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

وهكذا يتضح أن استخدام العقد المستقبلي قد أدى إلى تخفيض الخسارة من 8900 \$ إلى 4000 \$. فطالما أن السوق يعطي مؤشرا 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 حصيلة بيع 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 لتحجيم (تقليل) 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 المتوقع بعد ثلاثة أشهر 0.009605 \$ /ين:

قيمة المدفوعات حاليا: $0.009462 \times 50.000.000 = 473100$ \$.

قيمة المدفوعات لسعر الصرف المتوقع: $0.009605 \times 50.000.000 = 480250$ \$.

قيمة العقد المستقبلي على الين: $0.009548 \times 50.000.000 = 477400$ \$.

وهكذا فإن مدير الشركة يكون قد تجنب المخاطرة بتكلفة قدرها:

$[473100 - 477400] = 4300$ \$ ، كما أنه إذا تحقق السعر المتوقع فيكون المدير قد خفض خسائر العملة من $[473100 - 480250] = 7150$ \$ إلى (4300) \$

وتحدد 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.⁽¹⁾

6- مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:

هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

6-1- أوجه التشابه:

- لا يخول العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم.
- يعطي العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد.
- يعطي العقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة.
- تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أدوات الخزنة ... إلخ، دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة.

6-2- أوجه الاختلاف:

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.

⁽¹⁾ بهاء الدين سعد، التمويل الدولي لمنظمات الأعمال الجزء (2)، 2002، ص: 234. نقلا عن:

- تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد.

- لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

7- مقارنة بين سوق العقود المستقبلية و سوق العقود الآجلة:

توجد فروق جوهرية بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة نلخصها فيما يلي:

- 7-1- مكان التعامل:** يتم التعامل في السوق المالية المستقبلية في البورصة وهي سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت سمسة، مثل مؤسسة ميريل لينش الأمريكية Merrill Lynch، أما التعامل في سوق العقود الآجلة فيكون بين العميل والبنك.
- 7-2- أسلوب التعامل:** يكون على شكل جلسة مفتوحة بالمزاد العلني، أما في سوق العقود الآجلة فيكون عن طريق الهاتف والفاكس.

والجدول التالي يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

جدول رقم (19) : مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية	بيان
الهاتف والفاكس بين العميل والبنك	جلسة مفتوحة بالمزاد العلني	أسلوب التعامل
عن طريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة بين العميل والبنك الذي يتعامل معه.	في سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسة	مكان التعامل
عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد، والعمولة تكون محلاً للتفاوض بين العميل والبنك ولا يتم اعلانها، ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال للمضاربة.	هي عقود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية، والشهور محددة، العمولة محددة، لها سوق ثانوي بعض المضاربين.	طبيعة العقود
العلاقة بين البنك وعملياته علاقة شخصية مباشرة ولذلك فإن المخاطر الائتمانية تتحملها أطراف التعاقد.	تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة إنحلال أحدهما بالتزاماته.	الطرف المتعاقد
الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل كما يقدرها البنك.	يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	الضمان
تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله.	تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع.	السيولة
تتوقف التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعملياته، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد.	تم من خلال غرفة المقاصة ويجري دفع الأرباح للعميل وتحصيل الخسائر منه يومياً والذي يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية.	التسوية
يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم.	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاؤها بالتسليم.	تسليم الأصل محل التعاقد

المبحث الثالث: أسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)

1-تعريف:

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع, وقيمة كل من العقدين واحدة إلا ان تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينها فترة زمنية (شهر, 2, 3, 6 أشهر, سنة), 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 استرليني 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.

ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) 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.

والنقطة تعني في لغة العملة الأجنبية جزء من المئة من السنة في عملية التسعير, فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار فإن معنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال أن هناك ارتفاع بنصف نقطة. وسعر المبادلة ليس بسعر الصرف, وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.

وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف, غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد المتعاقدين العملة شراء فوريا من جهة ما ثم يبيعهها آجلا لجهة أخرى, وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة (Engineered swap) تمييزا لها عن المبادلة التامة (Pure swap) والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد في عمليتي الشراء والبيع وفي عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

2-استخدامات عقود المبادلة:

3 - وتتم ممارسات عمليات المبادلة في الأحوال التالية:

- 1 - تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترجيح المغطى بأسعار الفوائد.
- 2 - تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل (Foward against foward),

كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم أجل لمدة ثلاثة شهور, ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد, وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل.

3 -تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في البلد 2 أعلاه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.

4 -إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته, فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم بيعها في تاريخ أجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب, ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.

5 -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.

6 -تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة, إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس, وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته, وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

3-أمثلة على عملية المبادلة:

نفترض أن مستثمرا أمريكيا متميزا يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفصيلي "مميز" (Prime Rate) 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 مستثمرا يابانيا 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 نظرا 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 متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما من معرفة المحلي قرضا بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات.

ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغيير أسعار الصرف بين الدولار والين، وكذلك كل المخاطر الائتمانية التي تترتب على اخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر.

ولتجنب هذه المخاطر يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ $\frac{1}{8}\%$ (0.125%) مثلا، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفرا في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

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

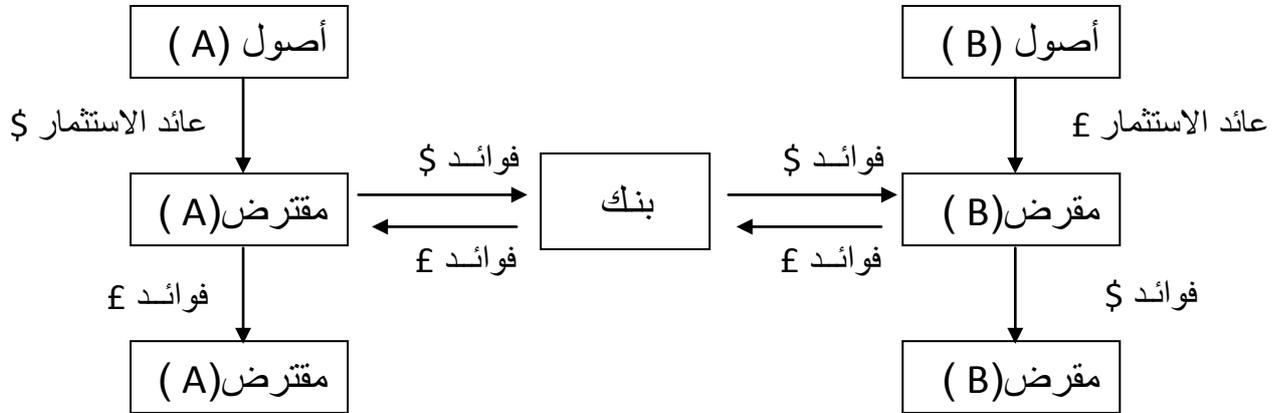
وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفرا في تكلفة تدبير القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375% وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7% وتكلفة تدبير نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (6.500% + 0.125% قيمة عمولة البنك = 6.625%) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة $6.625 - 7 = 0.375 = \%$.

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 أن يكون عليه التزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار، وسنفرض أيضا أن هناك مستثمرا أمريكيا (B) يريد تمويل استثمار في إنكلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني من السوق البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقترض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى أن يكون عليه التزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالإسترليني) 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 الإسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل 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 للمقترض

(A) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط مقابل عمولة يتقاضاها من كل المقرضين دون الحاجة إلى معرفة أي منهما بالآخر، وبدون أن يدري أي من المقرضين بأن هناك عملية مبادلة قد تمت، وهذا حسب الشكل التالي:

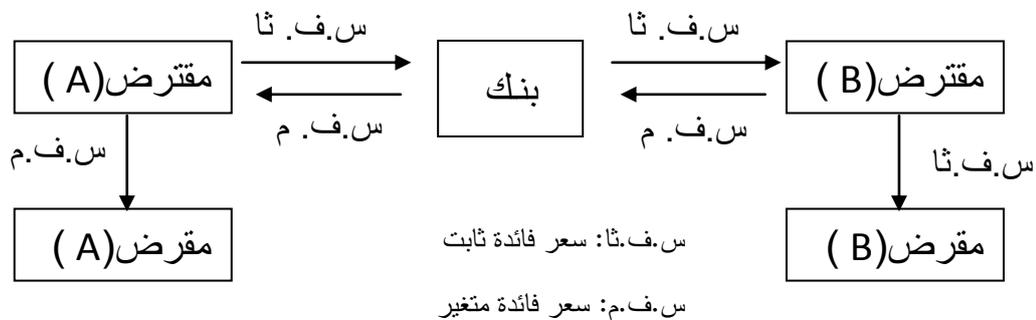
شكل رقم (9) : عملية مبادلة عملتين مع توسط البنك



وكما تجري مبادلة الالتزامات على نحو ما رأينا في المقال السابق، فإنه يمكن مبادلة الأصول المقومة بعملتين مختلفتين أيضا مثل سندات صادرة بالدولار وأخرى صادرة بالإسترليني.

كما يمكن عقد صفقة مبادلة للفوائد كأن تستبدل فائدة ثابتة بأخرى متغيرة (معمومة) فإذا كان المقرض غير قادر على الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت نظرا لعدم كفاية جدارته الائتمانية أو لارتفاع نسبة سعر الفائدة الثابت بحيث تفوق مقدرة المقرض، لهذا لم يكن أمامه سوى الحصول على القرض بسعر فائدة متغير، ونظرا لحشيته 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، في هذه الحالة يطلب المقرض من أحد البنوك القيام بدور الوسيط في عملية المبادلة مقابل عمولة، وهنا يتعين على هذا البنك أن يجد مقرضا آخر قد اقترض بسعر فائدة ثابت إلا أنه يفضل سداد الفائدة على القرض على أساس متغير، أو أن يقوم البنك نفسه بالاقترض بسعر فائدة ثابت ثم يبادل إلتزامه مع إلتزام المقرض (A) وفقا للآتي:

شكل رقم (10) : عملية مبادلة أسعار فائدة مع توسط بنك



ويوضح الجدول أن سعر LIBOR في نهاية المدة المحددة للعقد (أي في نهاية 5 سنوات) يقع أمامها

N/A وهذا معناه أن السعر غير مطلوب لأنه لن يطبق وذلك لأنه لن يستخدم في تحديد أي تدفقات نقدية

متعلقة بعقد المبادلة.

جدول رقم (20) : التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة

إلتزام الفائدة الثابتة الذي يدفعه B إلى A	إلتزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه A إلى B	LIBOR _T	الرقم
90.000	LIBOR ₀ x 1000 000 = 0.0875 x 1000 000 = 87500	%8.75	0
90.000	LIBOR ₁ x 1000 000	LIBOR ₁ = ?	1
90.000	LIBOR ₂ x 1000 000	LIBOR ₂ = ?	2
90.000	LIBOR ₃ x 1000 000	LIBOR ₃ = ?	3
90.000	LIBOR ₄ x 1000 000	LIBOR ₄ = ?	4
90.000	LIBOR ₅ x 1000 000	LIBOR ₅ = ?	5

انتهى .