الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة زيان عاشور بالجلفة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مطبوعة محاضرات جامعية في مقياس:

المالية الدولية

إعداد: د. يحياوي عبد الحفيظ

أستاذ محاضر -أ-

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

جامعة الجلفة - الجزائر

موجهة لطلبة السنة ثالثة ليسانس

شعبة العلوم التجارية

التخصص: تجارة دولية

السنة الجامعية : 2020/2019

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
جامعة زيان عاشور الجـــــلفة
Université Ziane Achour DJELFA
كليـــــــة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
المجلس العلمي للكلية

الرقم: 32/ م.ع.ك/ك.ع.إ.ع.ت.ع.ت الجلفة في: 04 جوان 2020

مستخرج محضر اجتماع المجلس العلمي رقم 2020/01

تبعا لاجتماع المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، المنعقد يوم **الواحد والثلاثون من شهر ماي**، عام **ألفين وعشرين**، وبعد الاطلاع على تقارير الخبرة الايجابية وافق المجلس العلمي على المطبوعة التالية:

الاسم واللقب	الرتبة	عنوان المطبوعة
د. يحياوي عبد الحفيظ	أستاذ محاضر – أ-	محاضرات في مقياس المالية الدولية موجهة لطلبة السنة الثالثة تجارة دولية

المجلس العلمي للكلية

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة زيان عاشور بالجلفة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قســـــم : العلوم التجارية
تخصـــص : التجارة الدولية

مخطط مقرر المقياس

مسمى المقياس : المالية الدولية
الفصل الدراسي : السداسي السادس
المستوى الدراسي: السنـة الثالثة ليسانس تجارة دولية
السنة الجامعية : 2019 / 2020

اسم أستاذ المادة : د. يحياوي عبد الحفيظ
القسم والتخصص : العلوم التجارية، تخصص التجارة الدولية.
البريد الإلكتروني : hafidhyahiaoui@yahoo.fr

الهدف العام للمقرر:

يهدف المقرر إلى دراسة المفاهيم، و المبادئ، و النظريات الخاصة بالقضايا و المحاور الأساسية للمالية الدولية، حيث تعتبر موضوع التمويل الدولي من الموضوعات الجديرة بالاهتمام من قبل دول العالم في الوقت الحالي وفي إطار التغيرات الحديثة والتطورات المتسرعة على صعيد العلاقات الاقتصادية الدولية تحت مظلة ما يعرف بالعولمة التي أصبحت سمة مميزة للأسواق الدولية والمعاملات الخارجية بين الدول.

فيتعرض منهج مقرر المالية الدولية الى موضوعات على جانب كبير من الأهمية منها دراسة التمويل الدولي، ومصادر التمويل الرسمية الثنائية ومتعددة الاطراف، والمصادر غير الرسمية والخاصة، وأشكال التدفقات الدولية لرأس المال، عمليات تمويل الإقراض، وتعبئة رؤوس الأموال في الأسواق المالية الدولية، لذلك فإن المالية الدولية دراسة للعلاقات والتفاعلات والمعاملات والأنشطة المالية المختلفة التي تتم بين مختلف الدول والتجمعات الاقتصادية، وكذلك الاستثمار و الشركات متعددة الجنسيات، والمنظمات المالية الدولية أو ماتعرف بمؤسسات بروتن وودز ، والتي تعتبر بمثابة الأكثر أهمية في تحديد العلاقات الاقتصادية الدولية.

وكذلك يتناول المنهج دراسة ميزان المدفوعات وانواع التوازنات والاختلالات التي قد تصيبه وأسبابها ومن ثم معالجتها، بالاضافة الى سعر الصرف الأجنبي والعوامل المؤثرة فيه وأنظمته ونظرياته وسياساته، فصلا عن أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها، وثم دور الأسواق المالية في حركة التمويل الدولي، وكذلك يتناول المقرر عقود المشتقات المالية في الأسواق المستقبلية .

بعد استكمال المقرر يتوقع أن يكون الطالب قادر على اكتساب المهارات التالية:

- تعريف القضايا و المحاور الأساسية للمالية الدولية وأهميتها في التأثير على الاقتصاديات الأخرى؛
- الاطلاع على ماهية التمويل الدولي، ومصادر التمويل الرسمية الثنائية ومتعددة الاطراف، والمصادر غير الرسمية والخاصة، وأشكال التدفقات الدولية لرأس المال؛
- إدراك خصوصية المؤسسات المالية الدولية و طرق تنظيمها و إدارتها، و معرفة الآثار الاقتصادية لها؛
- توفير الأدوات الضرورية لتحليل العلاقات الاقتصادية الدولية وتطبيقها، من خلال مؤشرات ميزان المدفوعات و آثار سياسات سعر الصرف الأجنبي؛
- التفرقة بين الأدوات المختلفة لميزان المدفوعات وأنظمة سعر الصرف، ودور كل منها في بعث العلاقات الاقتصادية الدولية وقيام التكتلات الاقتصادية؛
- الاطلاع على دور الأسواق المالية في حركة التمويل الدولي؛
- معرفة وفهم مختلف انواع عقود المشتقات المالية في الأسواق المستقبلية.

-نسأل الله التوفيق والسداد-

مكتبة الكلية
جامعة زيان عاشور بالجلفة
المجلس العلمي للكلية
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
التعريف بالمقياس	01
فهرس المحتويات	03
الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل الدولي	**08**
أولا: ماهية التمويل الدولي	08
ثانيا: أهمية التمويل الدولي	09
1- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقترضة (المتلقية)	09
2- أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة	10
3- أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي	11
ثالثا: أشكال التمويل الدولي	12
1- الاستثمار الأجنبي المباشر	12
2- الاستثمار الأجنبي غير المباشر	14
3- المساعدات الخارجية	15
4- القروض الخارجية	15
رابعا: عناصر النظام المالي	17
الفصل الثاني: المصادر الرسمية للتمويل الدولي	**19**
أولا: مصادر التمويل الثنائية	20
ثانيا- مصادر التمويل متعددة الأطراف	20
1- صندوق النقد الدولي (FMI)	21
2- مجموعة البنك الدولي:	35
- البنك الدولي للإنشاء والتعمير	36
- مؤسسة التمويل الدولية (IFS)	39
- الهيئة الدولية للتنمية (I.D.A)	43

جامعة زيان عاشور بالجلفة مكتبة الكلية

- الوكالة الدولية لضمان الاستثمار (MIGA)	45
- المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار (ICSID)	47
3- مؤسسات التمويل الإقليمية:	48
- بنك الاستثمار الأوربي	48
- بنك التنمية الإفريقي	49
- بنك التنمية الأسيوي:	50
الفصل الثالث: المصادرغير الرسمية للتمويل الدولي (الخاصة)	**52**
أولا: تسهيلات موردين	52
1- قرض المشتري	52
2- قرض المورد	54
ثانيا: تسهيلات مصرفية	55
ثالثا: القروض المشتركة	56
رابعا- الأسواق المالية الدولية	58
1- السوق النقدية الدولية	58
2- سوق رأس المال الدولية	59
خامسا- الاستثمار الأجنبي والشركات متعددة الجنسيات	59
1- الاستثمار الاجنبي المباشر	59
2- الشركات متعددة الجنسيات	60
الفصل الرابع: ميـــزان المدفـوعـات	**64**
أولا: ماهية ميزان المدفوعات (التعريف والمكونات)	64
1- تعريف ميزان المدفوعات	64
2- مكونات ميزان المدفوعات	65
ثانيا: التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات	69
1- مفهوم توازن ميزان المدفوعات	69
2- اختلال ميزان المدفوعات	69

جامعة زيان عاشور بالجلفة المجلس العلمي للكلية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مكتبة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

ثالثا- القيد في ميزان المدفوعات:	70
1- القيد في ميزان المدفوعات باعتباره بمثابة ميزانية سنوية:	70
2- القيد في الميزان طبقا للمحاسبة المزدوجة	73
3- أمثلة حول عمليات القيد والتسجيل	73
4- قيد وتسجيل التحويلات من جانب واحد	77
- تطبيقات لتسجيل العمليات في ميزان المدفوعات	79
الفصل الخامس: سعر الصرف الاجنبي	83
اولا: ماهية سعر الصرف (التعريف، الأهمية)	83
ثانيا: أشكال سعر الصرف	86
1- سعر الصرف الاسمي	86
2- سعر الصرف الحقيقي	86
3- سعر الصرف الفعلي	87
4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي	87
5- سعر الصرف التوازني	88
ثالثا: العوامل المؤثرة في أسعار صرف العملات	89
1- المتغيرات الاقتصادية	91
2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف	94
رابعا: أنظمة سعر الصرف	96
1- أنظمة سعر الصرف الثابتة	96
2- الأنظمة المرنة لسعر الصرف (غير تثبيتية)	96
خامسا: النظريات المفسرة لسعر الصرف	99
1- نظرية تعادل القوة الشرائية	99
2- نظرية كمية النقود	104
3- نظرية تعادل معدلات الفائدة	106
4- نظرية أرصدة ميزان المدفوعات	108

جامعة زيان عاشور بالجلفة المجلس العلمي للكلية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مكتبة الكلية

5- نظرية كفاءة السوق	109
6- نظرية المرونات	111
سادسا- سياسات سعر الصرف	113
1- ماهية سياسة سعر الصرف	113
2- أهداف سياسة سعر الصرف	113
3- أدوات سياسة سعر الصرف	114
4- آثار سياسة سعر الصرف على التوازن الاقتصادي	116
5- الآثار المتبادلة ما بين سعر الصرف و التجارة الخارجية	122
سابعا- العوامل المحددة لاختيار سياسة الصرف الأجنبي في الدول النامية	125
الفصل السادس: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها(سوق العملات الاجنبية)	129
أولا- ماهية أسواق الصرف الأجنبية	129
1- تعريف سوق الصرف الأجنبية	129
2- خصائص سوق الصرف الأجنبية	129
3- وظائف سوق الصرف	130
ثانيا- المتدخلون في سوق الصرف الأجنبية	131
ثالثا- عمليات الصرف الاجنبي	134
الفصل السابع: الأسواق المالية الدولية	139
أولا- طبيعة الأسواق المالية الدولية	139
ثانيا- أنواع وتصنيفات الأسواق المالية	141
1- التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار	142
2- التقسيم حسب آجال العمليات	144
3- التقسيم حسب المنتجات المتداولة	148
4- التقسيم حسب المجال المغطى	149
ثالثا- الأدوات المتداولة في سوق رأس المال	150
1- الأسهم العادية	150

جامعة زيان عاشور بالجلفة كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير المجلس العلمي للكلية

مكتبة الكلية

2- الأسهم الممتازة	152
3- السندات	154
الفصل الثامن: المشتقات المالية (للعملة)	159
اولا- عقود مبادلة العملة	159
ثانيا-العقود المستقبلية على العملة	159
ثالثا- عقود الخيار المالي	162
1- تعريف عقد الخيار المالي	162
2- تقسيمات عقود الخيار المالي	163
3- أركان عقد الاختيار	164
4- التحوط بخيارات الصرف	166
5- التحوط من خطر الصرف الأكيد	169
6- أمثلة على عقود الخيار المالي	169
قائمة المراجع	178

جامعة زيان عاشور بالجلفة المجلس العلمي للكلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير

الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل الدولي

أولا- ماهية التمويل الدولي:

يمكن تعريف مفهوم التمويل الدولي، بأنه يعني توفير المصادر المالية لتغطية نفقات جارية أو رأسمالية وفق شروط معينة تتضمن السعر والأجل، الذي يتم توفيره من مجموعة الدول التي لديها فوائض مالية.

كما يقصد بالتمويل الدولي ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير وأنتقال رؤوس الأموال دوليا، ويتخذ ذلك جوانب عديدة منها:

- الجانب السلعي أي الحقيقي للاقتصاد الدولي؛
- الجانب النقدي أو المالي، وهو الذي عادة مايرافق انسياب السلع والخدمات فيما بين دول العالم؛
- التدفقات الدولية لرأس المال لأغراض الاستثمار الخارجي بمختلف صوره.

وقد شاع أستخدام هذا المفهوم بعد الحرب العالمية الثانية، حيث ساد النظام الدولي الجديد بعد الحرب، ونشأت على أثره المؤسسات الدولية العديدة مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للأنشاء والتعمير.

ووفقا لهذا فالتمويل الدولي يشير 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 مقارنا بالقدر المطلوب منه، ونتيجة ذلك هو حدوث الطلب على رأس المال، ويستدعي ذلك سد هذه الفجوة وهذا ينطبق على الوحدة الاقتصادية أي على المستوى الجزئي (Micro)، أو مجموع الوحدات الاقتصادية في دولة معينة أي على المستوى الكلي(Macro).

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 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.

ثانيا- أهمية التمويل الدولي:

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

1- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقترضة (المتلقية):

لكل بلد من بلدان العالم سياسة اقتصادية و تنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده، و تتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها، و المتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية، و ذلك حسب احتياجات و قدرات البلاد التمويلية.

و مهما تنوعت المشاريع، فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تحقق نموها وتقدمها، ومن هنا فإن الدول المقترضة (المتلقية) لرأس المال تستهدف في الغالب:

- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها ما يلي:
  - توفير فرص جديدة للعمل لغرض الحد من البطالة و زيادة معدلات التوظيف؛
  - تفعيل و تنشيط ميكانيزمات الجهاز المصرفي من خلال حركة رأس المال؛
  - تحقيق الأهداف المخططة من قبل الدولة؛
  - رفع مستوى معيشة السكان وتحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع.
- تدعيم برامج وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، بما يساهم في توفير مناصب الشغل و تحقيق التنمية الشاملة...الخ؛
- تسهيل مختلف التدفقات النقدية والمالية بين مختلف الأعوان الاقتصادية بضمان توظيف الموارد خاصة فيما بين الهيآت المالية، و الأعوان الاقتصادية الأخرى؛
- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإتمام المشاريع وتحقيق الأهداف المخططة من قبل الدولة؛
- تغطية جزء من تكاليف المشاريع الاستثمارية و تشجيع الاستثمار؛
- مواجهة عجز موازين المدفوعات وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.

وقد تعلق الدولة أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات أجنبية مباشرة، وذلك لأن الاستثمارات المباشرة توفر تكنولوجية متقدمة وخبرات إدارية رفيعة المستوى بالإضافة إلى تفاعل المشاريع 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- أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة:

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

فيؤكد كل من جريفن واينوس (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 أن 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؛
- يساهم في ربط الدول المانحة بالهيئات و المؤسسات المالية الدولية.

3- أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي:

تبرز أهمية التمويل في كونه يسهل انتقال الفوائض النقدية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى تلك الوحدات التي لها عجز مالي، ومن المعلوم أن الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز هي تلك الوحدات التي يزيد أنفاقها على السلع والخدمات عن دخلها أو عوائدها، والعكس بالنسبة للمؤسسات ذات الفائض.

وعادة ما ترتبط عملية التمويل بجملة من الحوافز التي تحمل عن طريقها الوحدات الاقتصادية ذات الفائض لأن تتنازل عن فوائضها النقدية لصالح الوحدات الاقتصادية ذات العجز، وهذا الأمر يعطي الحركية والحيوية اللازمة لتحقيق نمو اقتصادي مقبول وتنمية شاملة ومن ثم تحقيق الرفاه للمجتمع.

وتكمن أهمية التمويل الدولي من منظور العلاقات الاقتصادية الدولية في تمويل حركة التجارة الدولية من السلع والخدمات، فمن خلاله يتم التحقيق والإيفاء بالمبادلات التجارية كالصادرات والواردات (السلعية والخدمية) بين مختلف البلدان، فأي 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.

ثالثا- أشكال التمويل الدولي:

يأخذ التمويل الدولي عدة أشكال، يمكن ذكر أهمها وفق ما يلي:

1- **الاستثمار الأجنبي المباشر:** يعتبر أحد أهم مصادر التمويل الدولي التي تعتمد عليها الدول لسد فجوة الموارد المحلية، و تؤدي زيادة الاستثمار الى تخفيف مشكلة القروض الخارجية والى تدعيم الجانب المالي والجانب التنموي للدول.

وتعبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة عن استراتيجية طويلة المدى تتمثل في شراء وتملك أصول خارجية في شركات عاملة أو المساهمة فيها، أي امتلاك شيء ملموس ومحدد، يمكن المستثمر من إدارة الشركة المساهم فيها و التأثير بدرجة ما في استراتيجياتها.

وبرز الإستثمار الأجنبي المباشر كأحد أهم أشكال التمويل الدولي منذ تسعينات القرن العشرين خصوصا على مستوى الدول النامية، باعتباره تحول للبروز كبديل للتمويل عن طريق القروض الذي أدخل الدول المعنية في أزمة مديونية في ثمانينات القرن العشرين، والتي كانت لها عواقب كبيرة على اقتصادياتها، زيادة على ما يوفره الإستثمار الأجنبي المباشر من إيجابيات عديدة على الإقتصاد المستضيف مقارنة بأشكال التمويل الأخرى، من حيث الإستفادة من كفاءة رأس المال الأجنبي، وما يرتبط به من تطور في الخبرات والتقنية التكنولوجية التي تؤثر إيجابا في الإقتصاد المحلي.

إن استقطاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة يتطلب تهيئة مناخ ملائم لها يرتكز بالأساس على توفر الإستقرار السياسي، استقرار وملائمة ومرونة البيئة التشريعية والقانونية المنظمة، توفر فرص ربحية، تحرير السوق (الحد من تدخل الدولة) وحماية حقوق الملكية.

ومن أشكال الاستثمار الأجنبي:

1-1- **الاستثمارات المشتركة**: يعد هذا النوع من الاستثمار الأكثر شيوعا للتدفق الأجنبي وذلك لأسباب سياسية واجتماعية، حيث يشترك فيه طرفان أو أكثر في بلدين مختلفين بصفة دائمية، وبموجبه تقوم الشركة الدولية بتملك حصة مشاركة مع شركة دولية أخرى لتنفيذ مشروع في بلد ثالث، كما قد تدخل الشركة المتعددة الجنسيات في استثمار مشترك مع شريك محلي في بلد أجنبي.

ومن خلال هذا المفهوم، يمكن القول بأن هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية ينطوي على الجوانب التالية:

- اتفاق طويل الأجل بين طرفين استثماريين، أحدهما وطني و الآخر أجنبي لممارسة نشاط إنتاجي داخل حدود دولة الطرف المضيف؛
- يمكن للطرف الوطني أن يكون شخصية معنوية تابعة للقطاع العام أو الخاص؛
- قيام أحد المستثمرين الأجانب بشراء حصة في شركة استثمار مشترك؛
- المشاركة في مشروع الاستثمار لا تقتصر على تقديم حصة في رأس المال فقط، وإنما قد تكون من خلال تقديم الخبرة، العمل أو التكنولوجيا بصفة عامة.

و تجدر الإشارة أنه في كل حالة من الحالات السابقة، لا بد أن يكون لكل طرف من أطراف الاستثمار حق المشاركة في إدارة المشروع.

و أمام إدارة هذه المشاريع المشتركة ثلاثة بدائل هي:

- الإدارة المشتركة؛
- الإدارة التي يهيمن عليها الشريك صاحب الحصة الأكبر؛
- الإدارة المستقلة التي يكون فيها للمشروع مديره العام المستقل عن أي من الشريكين.

1-2-الاستثمار المملوك بالكامل للشركات الأجنبية: وهو من أكثر الأنواع المفضلة للشركات متعددة الجنسيات، فتضمن الشركة سيطرتها بالكامل على الإنتاج والتسويق، اذ تقوم الشركة بإنشاء فروع للإنتاج والتسويق أو أي نشاط إنتاجي آخر في الدول الأخرى.

إن تفضيل الشركات متعددة الجنسيات لهذا النوع من الاستثمارات الأجنبية المباشرة يقابله في الواقع التردد، بل الرفض في بعض الأحيان، من طرف الدول النامية المضيفة، إذ أنها لا تقبل بالترخيص الكامل لملكية المشروع الاستثماري، بسبب خوفها من التبعية الاقتصادية وما يترتب عليها من آثار سياسية على الصعيدين المحلي والدولي، إلى جانب الحذر من إحتمالات الوقوع في حالة إحتكار الشركات متعددة الجنسيات لأسواقها.

1-3-الترخيص (Licensing): هنا تقوم الشركة بالسماح لشركة أخرى في بلد أجنبي باستعمال تقنية معينة أو اسمها التجاري مقابل إتاوة تدفعها الشركة المحلية، و تستعمل عقود الترخيص كأداة للدخول للأسواق الأجنبية (الشركات الصغيرة) التي تكون خبرتها في

الأعمال الدولية و مواردها محدودة و لأنها منخفضة التكلفة و قليلة المخاطر، و هناك ثلاث أشكال للترخيص:

- **الترخيص الرئيسي:** و بموجبه تسمح الشركة الأجنبية لشركة أخرى في بلد أخر باستخدام تقنيتها، و التكنولوجيا التي تمتلكها، أو براءات اختراعها، أو اسمها و علاماتها التجارية، مقابل أجور عينية تدفعها الشركة الأجنبية، ومثال على ذلك شركات **(Coca Cola, Sheraton, Hilton...)** .
- **العقود الإدارية:** بموجبها تقوم شركة أجنبية بإدارة و تشغيل المشروع في بلد أخر مقابل أجر أو نصيب من الأرباح، و يقع ضمن مسؤولية الشركة الأجنبية تدريب الموظفين المحليين لتمكينهم من اكتساب الخبرة لإدارة المشروع في المستقبل.
- **حقوق الامتياز:** تمنح من خلاله الشركة الأجنبية لشركة في بلد أخر حق الامتياز في صنع أو بيع سلعها و خدماتها أو استعمال علامتها و اسمها التجاري مقابل أجر **(McDonalds, Pizza Hut..)**.

1-4-عقود تسليم المفتاح: هنا تتعهد شركة أجنبية في تولي مسؤولية إنشاء و تشغيل مشروع معين، حتى تسليمه جاهزا قابل للتشغيل إلى مالك المشروع (في البلد المضيف)، مقابل أجر يتم الاتفاق عليه.

1-5-عقود التصنيع: من خلاله تعقد الشركة متعددة الجنسية اتفاقية مع شركة وطنية في الدولة المضيفة، يتم بمقتضاها قيام أحد الطرفين نيابة عن الطرف الثاني بتصنيع وإنتاج سلعة معينة، وربما وضع علامة الشركة الأخرى عليها وشحنها إليها، فهي إذن اتفاقيات إنتاج بالوكالة وتكون عادة طويلة الأجل.

2- الاستثمار الأجنبي غير المباشر: ويعرف أيضا بالاستثمار في المحفظة المالية، حيث يتضمن شراء أوراق مالية في شكل أسهم وسندات حكومية في الدول المضيفة، وعادة ما يستهدف الربح ولا يكون له تأثير المباشر.

فهو يقتصر على انتقال الأموال النقدية، ويحصل في سوق الأوراق المالية من شراء أسهم وسندات ولايسهم في توليد أو دخول سلع وخدمات جديدة، ويتميز عن الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث المبدأ من خلال بعدين، البعد الاداري من خلال درجة

السيطرة التي يمارسها المستثمرون الأجانب على ادارة شركة ما، والبعد الزمني المتمثل بالأفق الاستثماري القصير أو الطويل المدى، ويضيف البعض أن الاختلافات في خصائص الاستثمار لكلا النوعين توضح التناقض الرئيس بينهما فمن خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر سهولة الدخول والخروج الى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، والعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية، وانحصاره في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية المسجلة في أسواق مالية أجنبية، كما أن الهدف الرئيس له تحقيق الأرباح والعوائد مع تخفيض المخاطرة.

وقد برز هذا النوع من الإستثمار بالتوازي مع تطور الأسواق المالية الدولية خصوصا منذ بداية تسعينيات القرن العشرين باعتبارها مصدر هذا التمويل.

3- **المساعدات الخارجية**: تعرف على أنها كافة التحويلات التي تتم وفق شروط ميسرة بعيدا عن القواعد و الأسس التجارية السائدة وفقا لظروف السوق، و تعتمد بالدرجة الأولى على الهيئات المالية الدولية أو الإقليمية، كصندوق النقد الدولي أو البنك العالمي للإنشاء و التعمير و بعض المؤسسات الإقليمية، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية التي تأتي في شكل إعانات أو استثمارات، وتحدد هذه المساعدات بشكل كبير بدوافع اقتصادية أو إنسانية، أوأسباب سياسية.

وقد تكون هذه **المساعدات والمعونات ثنائية** تسند على العلاقات الثنائية بين الدولة المانحة و الدولة المستفيدة، و التي تقدم على بموجب إتفاقيات ثنائية.

أو **مساعدات ومعونات جماعية**، تتمثل في المنح و القروض الميسرة التي تقدمها الهيئات الدولية المتخصصة في التنمية الاقتصادية.

4- **القروض الخارجية:** والتي تهيمن على بقية مصادر التمويل من حيث اتخاذها النصيب الأكبر من التدفقات الأجنبية الموجهة للدول النامية، ويقصد بها كل الأموال التي تقترضها الدولة أو أحد الهيئات داخلها (العامة أو الخاصة) من الأفراد والهيئات الخاصة والعامة الأجنبية، على أن تلتزم برد هذه الأموال في مواعيدها والوفاء بخدمة الدين وفقا لشروط الاقتراض، وبالتالي فهي تلك المقادير النقدية والأشكال الأخرى من الثروة التي تقدمها المؤسسات أو الحكومات المانحة إلى الدول المقترضة ضمن شروط معينة متفق عليها

(مبلغ القرض، معدل الفائدة، فترة السداد، كيفية السداد...الخ).

وتصنف القروض الخارجية وفق عدة معايير الى أشكال مختلفة، منها:

- **حسب طول فترة السداد**: وتشمل القروض الخارجية **قصيرة الأجل** التي تدفع خلال فترة لا تتجاوز سنة واحدة، مثل التسهيلات المصرفية لتمويل العمليات الجارية، والقروض **متوسطة الأجل** التي تمتد ما بين سنة واحدة لعشر سنوات، مثل قروض من البنك الدولي لتمويل المشاريع، بالإضافة إلى ذلك هناك قروض **طويلة الأجل** بفترات تزيد عن عشر سنوات، وفترات سداد تصل إلى خمسين عاما، كالقروض الخاصة بمؤسسات التمويل الدولية.
- **حسب معيار الغرض منها**: وتضم **القروض الخارجية المنتجة**، وهي القروض المستخدمة في شراء وبناء وسائل الإنتاج، ويؤدي استخدامها إلى زيادة أو توسع في القدرة الإنتاجية للاقتصاد الوطني للبلد المدين ويدعم إنتاجية الاقتصاد الوطني، وكذلك تحسين ميزان المدفوعات من خلال خلق طاقات إنتاجية جديدة من العملات الأجنبية للمساهمة في زيادة الصادرات أو تقليل الواردات، كما تَخلق القروض الإنتاجية مصادر إضافية تخدم أعباء الدين الخارجي، وهذا يعني أنه من المتوقع أن تدر دخلا كافيا لتلبية خدمة الدين وتحقيق معدل ربح معين، **والقروض الخارجية غير المنتجة**، وهي قروض لا تساهم في زيادة أو توسيع القدرات الإنتاجية للبلد المدين، يتم استخدامها لشراء المواد الاستهلاكية، أو للحصول على المعدات والأسلحة العسكرية، ويعتبر هذا النوع من القروض عبئًا على ميزان المدفوعات، كونه عبئا ثقيلا على موارد الدولة.
- **حسب شروط و التزامات التسديد:** وتضم **القروض الميسرة**، وهي قروض متعاقد عليها لفترات طويلة مع معدلات فائدة منخفضة، وطول فترة السداد وفترة سماح، وتحتوي أيضا على عنصر المنحة الذي يعتبر بمثابة مساعدات خارجية، و**القروض الصعبة** التي تتسم بارتفاع معدلات الفائدة وبقصر فترة الاستحقاق وعدم وجود فترات السماح؛
- **حسب مصادرها:** فقد تكون **قروض رسمية** من قبل الحكومات و المؤسسات المالية الدولية، و هي القروض التي تقدمها الحكومات والمؤسسات المالية الدولية، مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وصناديق التنمية المختلفة، سواء كانت إقليمية أو دولية، وتتميز هذه القروض بأنها قروض ميسرة، من حيث طول فترة سداد القرض وفترة السماح، وسعر

الفائدة المنخفض، وتضم **القروض الثنائية الرسمية** لمتعاقد عليها بين الدولة المدينة والحكومات بما في ذلك البنوك المركزية في البلد الدائن، و**القروض الرسمية متعددة الأطراف** المقدمة من المؤسسات متعددة الأطراف كالائتمانات من البنك الدولي، وبنك التنمية الإقليمي، والوكالات المتعددة الأطراف والمؤسسات الدولية الأخرى.

أو قد تكون **قروض غير رسمية** من مصادر خاصة، كالقروض المقدمة من قبل مؤسسات الاستثمار الخاصة التي يخضع تدفقها داخل البلدان النامية لقرارات المساهمين أو ممثليهم، وهي تشمل قروض التصدير، والتسهيلات للموردين، والقروض من البنوك التجارية، والصناديق الخاصة، بالإضافة إلى تقديم سندات للإقراض في الأسواق المالية.

هذا بالاضافة الى مجمل التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بأشكالها المختلفة سواء كانت في هيئة الحسابات المترتبة على المبادلات التجارية بشقيها سواء الصادرات والواردات، أصدار السندات الدولية وأذونات الخزانة، الاستثمار الأجنبي ...الخ.

رابعا- عناصر النظام المالي:

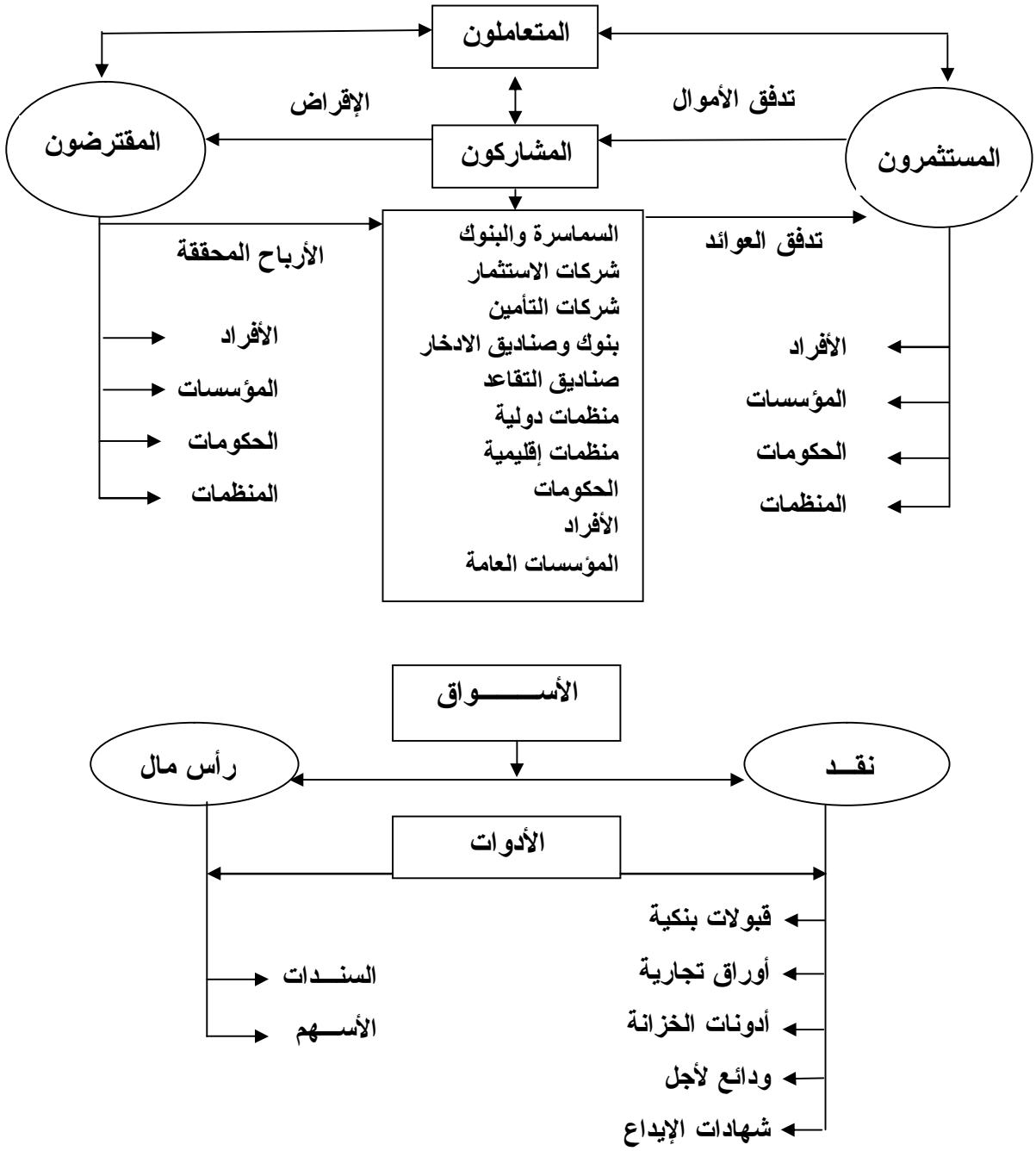
يمثل النظام المالي الدولي أحد الأركان الثلاثة للنظام الاقتصادي العالمي بالإضافة إلى النظام التجاري الدولي والنظام النقدي الدولي، والنظام المالي الكفؤ هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلا للنظام التجاري الدولي واستقرارا للنظام النقدي، والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في معظم بلدان العالم.

كان النظام التجاري الدولي يعتمد على منظمة التجارة العالمية (OMC).

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.

الشكل رقم (1): عناصر النظام المالي الدولي.



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

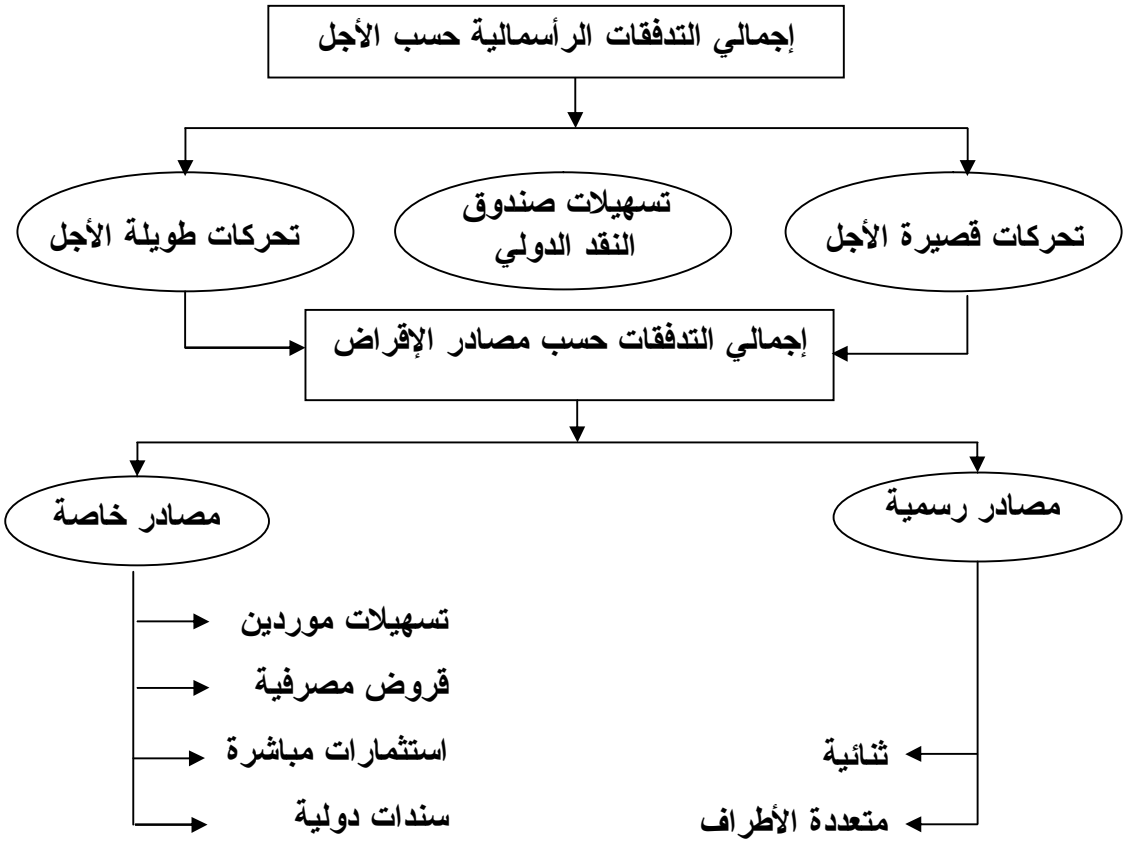
الفصل الثاني: المصادر الرسمية للتمويل الدولي

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

وتنقسم التدفقات الرأسمالية الدولية من حيث الآجال الزمنية إلى: "تدفقات قصيرة الأجل، تدفقات طويلة الأجل"، كما تنقسم حسب الجهات الدائنة إلى :" مصادر رسمية، 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.

الشكل رقم (2) : الإطار العام لإجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي



اولا- 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 للقرض، وتدور عادة هذه المفاوضات حول" قيمة القرض، أجل استحقاقه، معدل الفائدة، مصاريف الارتباط، طريقة الاتفاق والسحب من القرض، كيفية السداد، وفترة السماح إن وجدت".

ومن خصائص التمويل الدولي ثنائي الأطراف:

- تتميز القروض بأنها طويلة الأجل، و بفترة السداد تزيد عن 5 سنوات وقد تصل أحيانا 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؛
- أن أسعار الفائدة على هذه القروض منخفضة مقارنة بالقروض الخاصة؛
- 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 لتكلفة 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.

ثانيا- مصادر التمويل متعددة الأطراف:

تتمثل المصادر الرسمية للتمويل الدولي متعدد الأطراف في مصدرين أساسيين هما:

- **مؤسسات التمويل الدولي:** يقصد بها تلك المؤسسات التابعة لهيئة الأمم المتحدة، والتي تضم في عضويتها معظم دول العالم، وتتعامل في مجال الإقراض الدولي، وتتمثل أهم هذه المؤسسات في صندوق النقد الدولي، ومجموعة البنك الدولي؛
- **مؤسسات التمويل الإقليمية:** هي مؤسسات إقليمية تهدف إلى تمويل مجموعة معينة من الدول، ترتبط ببعضها في موقع جغرافي، وتتكون من مجموعة من صناديق التمويل و بنوك التنمية الإقليمية، كبنك الاستثمار الأوربي، وبنك التنمية الإفريقي، و بنك التنمية الأسيوي.

1- صندوق النقد الدولي (FMI):

1-1-نشأة وادارة الصندوق:

يمكن تعريف صندوق النقد الدولي على أنه المؤسسة العالمية النقدية التي تقوم على إدارة النظام النقدي الدولي و تطبيق السياسات النقدية الكفيلة بتحقيق الإستقرار و علاج العجز المؤقت في ميزان مدفوعات الدول الأعضاء فيه.

أنشئ بموجب اتفاقية بريتون وودز (Bretton Woods) سنة 1944 (بدأ نشاطه الفعلي في مارس 1947) تولى وضع مواده ممثلون عن 45 دولة اشتركوا في مؤتمر عقد في بريتون وودز بولاية نيوهاميشير في الولايات المتحدة الأمريكية في جويلية 1944 للإشراف على النظام العالمي الجديد، ويقع مقره في واشنطن بالولايات المتحدة الامريكية، و قد استهدفت اتفاقية انشاءه 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.

ويتكون **الهيكل الاداري للصندوق** من **مجلس المحافظين**، الذي يضم ممثلين لكل البلدان الأعضاء(عدد الأعضاء حوالي 189 دولة)، هو صاحب السلطة العليا في إدارة صندوق النقد الدولي، وهو يجتمع في العادة مرة واحدة سنوياً خلال الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي. ويقوم كل بلد عضو بتعيين محافظ (عادة ما يكون هو وزير المالية أو محافظ البنك المركزي في ذلك البلد) ومحافظ مناوب، ويبت مجلس المحافظين في قضايا السياسات الكبرى، ويجري النظر في قضايا السياسات الأساسية المتعلقة بالنظام النقدي الدولي مرتين سنوياً في إطار لجنة من المحافظين يطلق عليها اسم اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، (وهي التي كانت تعرف باسم اللجنة المؤقتة حتى سبتمبر 1999)، أما لجنة التنمية، وهي لجنة مشتركة بين مجلس محافظي صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، فهي تقدم المشورة إلى المحافظين وترفع إليهم تقاريرها حول سياسات التنمية والمسائل الأخرى التي تهم البلدان النامية.

و **مجلس الإدارة** الذي يتألف من 24 مديرا، ويرأسه المدير العام للصندوق، ويجتمع المجلس التنفيذي عادة ثلاث مرات في الأسبوع، وتخصص مقاعد مستقلة في المجلس التنفيذي

للبلدان المساهمة الخمسة الكبرى (صاحبة الحصص الكبرى) وهي "الولايات المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا والمملكة المتحدة" إلى جانب "الصين وروسيا والمملكة العربية السعودية"، أما المدراء الستة عشر الآخرون فتتولى انتخابهم مجموعات من البلدان تعرف باسم الدوائر الانتخابية (constituencies) لفترات مدتها عامين، مع الأخذ بعين الاعتبار تحقيق التمثيل الجغرافي المتوازن واللجان المختلفة.

يتولى القيام بأعمال الصندوق اليومية هيئة موظفين دوليين يقودهم المدير العام (الذي يتم انتخابه بمعرفة المديرين التنفيذيين، وهو بحكم منصبه يعتبر رئيس هيئة الموظفين بالصندوق، و هو الذي يرأس المجلس التنفيذي، ولكنه لا يملك صوت فيه ذلك فيما عدا التصويت المرجح في حالة انقسام عدد الأصوات داخل المجلس ومدة عقده خمس سنوات قابلة للتجديد) وثلاث نواب للمدير العام، علماً بأن كل عضو في فريق الإدارة يتم اختياره من منطقة مختلفة من العالم، وتأتي الصلاحيات المفوضة لمجلس الادارة في تسيير أعمال الصندوق من مجلس المحافظين، صاحب السلطة الإشرافية العليا.

إلى جانب الأجهزة المنصوص عليها في نظام صندوق النقد الدولي، هناك أجهزة أخرى أنشأها مجلس المحافظين، داخل المؤسسة يطلق عليها الأجهزة الاستشارية و هي:

- اللجنة النقدية و المالية الدولية (Le comité monétaire et financier international): أنشأت هذه اللجنة سنة 1974، لتقديم المشورة إلى مجلس محافظي الصندوق في شؤون الإشراف على إدارة و تعديل النظام النقدي الدولي و التصدي للتقلبات التي تهدده.
- لجنة التنمية (Le comité de développement): أنشأت سنة 1974، و تتكون من 64 عضو هم وزراء المالية، يمثلون أعضاء في مجلس المدراء التنفيذيين المعنيين للبنك الدولي و الصندوق، و تعنى بنقل الموارد الفعلية إلى الدول النامية، وهي لجنة مشتركة بين مجلس محافظي صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، فهي تقدم المشورة إلى المحافظين وترفع إليهم تقاريرها حول سياسات التنمية والمسائل الأخرى التي تهم البلدان النامية.

1-2- أهداف ووظائف صندوق النقد الدولي:

تتمثل أهم أهداف صندوق النقد الدولي فيما يلي:

- تشجيع التعاون النقدي الدولي وتعزيزه في مجال العلاقات الدولية النقدية؛
- تسهيل التوسع والنمو المتوازن في التجارة الدولية، والإسهام بذلك في تحقيق مستويات مرتفعة ودائمة للاستخدام والدخل الحقيقي، وفي تنمية الموارد الإنتاجية لجميع الأعضاء؛
- العمل على تحقيق الاستقرار والثبات في أسعار الصرف (التعديل 10%) صعودا أو هبوطا، والمحافظة على ترتيبات منتظمة للصرف بين الأعضاء،
- إنشاء نظام متعدد الأطراف للمدفوعات خاص بالعمليات الجارية بين الأعضاء، وإلغاء القيود والرقابة على الصرف بما يشجع نمو التجارة الدولية
- بعث الثقة لدى الدول الأعضاء، و إتاحة التسهيلات و الموارد المالية للدول الأعضاء لإصلاح الخلل في موازين مدفوعاتها.
- مراقبة التطورات و السياسات الاقتصادية و المالية في الدول الأعضاء و على المستوى العالمي ،وتقديم المشورة بشأن السياسات لأعضائه
- تقديم المساعدة الفنية و التدريب في مجالات خبرة الصندوق إلى حكومات الأعضاء ، و بنوكها المركزية

أما وظائف الصندوق، فيمارس صندوق النقد الدولي من أجل تحقيق أهدافه وظيفتين أساسيتين:

- الأولى تنظيمية رقابية: بحيث يقوم الصندوق بمراقبة سلوك الدول الأعضاء بما يكفل تحقيق ثبات و استقرار أسعار الصرف و تنشيط التبادل الدولي؛
- الثانية وظيفة تمويلية: و يحتفظ الصندوق لهذه الغاية بمجموعة كبيرة من العملات يستعين بها لمد الدول الأعضاء بالمزيد من وسائل الدفع الدولية.

يهتم صندوق النقد الدولي في إشرافه على السياسات الاقتصادية للبلدان الأعضاء بأداء الاقتصاد ككل وهو ما يشار إليه في الغالب بأداء الاقتصاد الكلي، ويشمل هذا الأداء الإنفاق الكلي مثل الإنفاق الاستهلاكي واستثمارات الأعمال والناتج وتوظيف العمالة والتضخم، وكذلك ميزان المدفوعات في البلد المعني - أي ميزان معاملاته مع بقية العالم.

ويركز الصندوق أساساً على السياسات الاقتصادية الكلية للبلدان -أي السياسات المتعلقة بميزان الحكومة، وإدارة النقد والائتمان وسعر الصرف- وسياسات القطاع المالي، بما في ذلك تنظيم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى والرقابة عليها، وإضافة إلى ذلك يوجه صندوق النقد الدولي اهتماما كافيا للسياسات الهيكلية التي تؤثر على أداء الاقتصاد الكلي - بما في ذلك سياسات سوق العمل التي تؤثر على سلوك التوظيف والأجور، ويقدم الصندوق المشورة لكل بلد عضو حول كيفية تحسين سياسته في هذه المجالات، بما يتيح مزيداً من الفاعلية في السعي لبلوغ أهداف مثل ارتفاع معدل توظيف العمالة، وانخفاض التضخم، وتحقيق النمو الاقتصادي القابل للاستمرار.

ويستهدف الصندوق عموما منع وقوع الأزمات في النظام النقدي الدولي عن طريق تشجيع البلدان المختلفة على اعتماد سياسات اقتصادية سليمة، كما أنه - كما يتضح من اسمه - صندوق يمكن أن يستفيد من موارده الأعضاء الذين يحتاجون إلى التمويل المؤقت لمعالجة ما يتعرضون له من مشكلات في ميزان المدفوعات، حيث تتضمن أهداف صندوق النقد الدولي تيسير التوسع والنمو المتوازن في التجارة الدولية، وتحقيق استقرار أسعار الصرف، وتجنب التخفيض التنافسي لقيم العملات، وإجراء تصحيح منظم لاختلالات موازين المدفوعات التي تتعرض لها البلدان، ولتحقيق هذه الأهداف، يقوم الصندوق بالوظائف التالية:

- يقدم الصندوق قروضا طويلة الأجل بسعر فائدة منخفض للبلدان الأعضاء التي تعاني من اختلالات في موازين مدفوعاتها، ويساعدها على وضع برامج لسياساتها الاقتصادية بغية العمل على إصلاح تلك الاختلالات؛
- يعمل الصندوق كمستشار نقدي و مالي لجميع الدول، حيث يقدم المشورة بشأن السياسة الاقتصادية والدعم في مجال تنمية القدرات لمساعدة البلدان الأعضاء على بناء اقتصادات قوية والحفاظ عليها؛
- اقتراح السياسات التصحيحة التي يجوز للدولة العضو إتباعها و تطبيقها لتحقيق التوازن الخارجي و المرتبط بتحقيق التوازن الداخلي؛
- توفير السيولة الدولية اللازمة لتسوية المدفوعات من خلال زيادة الاحتياطات الدولية، و قد ابتدع في ذلك ما يسمى بحقوق السحب الخاصة؛

- تقديم المساعدة الفنية والتدريب في مجالات خبرة الصندوق إلى حكومات البلدان الأعضاء وبنوكها المركزية؛
- التعاون مع البنك الدولي فيما يتعلق بعلاج الاختلالات الهيكلية حيث أدخل صندوق النقد الدولي على عملياته في محيط السياسة الاقتصادية عمليات التكييف الهيكلي لتصحيح مسار السياسة الاقتصادية على مستوى الاقتصاد ككل ، ولذلك زاد اهتمامه منذ الثمانينات بعلاج الاختلال في التوازن الهيكلي ، وقد خصصت تلك التسهيلات حديثا للبلاد المنخفضة الدخل ، و يمثل ذلك .تداخلا كبيرا مع اختصاصات و وظائف البنك الدولي.

1-3-الموارد المالية للصندوق:

تتألف موارد صندوق النقد الدولي من اشتراكات الحصصالتي تعتبر المصدر الرئيسي لموارد، بالاضافة الى المصادر التي ياتي بيانها وفقا لما يلي :

- **اشتراكات الحصص أو رأس المال (Quote-part)** ، تعتبر المصدر الرئيسي لموارد صندوق النقد الدولي، وهي الحصص التي تسددها البلدان عند الانضمام إلى عضوية الصندوق أو في أعقاب المراجعات الدورية التي تزاد فيها الحصص، فعلى كل دولة تنظم إلى الصندوق يجب أن تسدد حصتها بالشكل التالي:
- 25% من اشتراكات حصصها بحقوق السحب الخاصة أو بإحدى العملات الرئيسية، مثل دولار الولايات المتحدة أو الين الياباني (الحصة تسدد بالذهب قبل العمل بنظام حقوق السحب الخاصة منذ 1978)
- 75% من اشتراكات حصصها الحصة تسدد بالعملة الوطنية للدولة4).

وخشية الحصول على انكماش في الدول الأعضاء فقد نصت اتفاقية بريتن وودز على الاحتفاظ بالعملات الوطنية في بنوكها المركزية و تكون تحت تصرف صندوق النقد الدولي.

وتحدد الحصص ليس فقط مدفوعات الاشتراك المطلوبة من البلد العضو، وإنما أيضاً عدد أصواته وحجم التمويل المتاح له من الصندوق ونصيبه من مخصصات حقوق السحب الخاصة، والهدف من الحصص عموماً هو أن تكون بمثابة مرآة لحجم البلد العضو النسبي في الاقتصاد العالمي، فكلما ازداد حجم اقتصاد العضو من حيث الناتج وازداد اتساع

تجارته وتنوعها، ازدادت بالمثل حصته في الصندوق، وباعتبار الولايات المتحدة الأمريكية أكبر اقتصاد في العالم، تسهم بالنصيب الأكبر في صندوق النقد الدولي حيث تبلغ حصتها 17.6% من إجمالي الحصص.

- **الاقتراض**، حيث يمكن لصندوق النقد الدولي كمنظمة اقتصادية دولية ت أن تلجأ للاقتراض لتدعيم مواردها و تكون الاقتراضات اما من السوق المالية، أو من الاتفاقات التي يعقدها مع الدول لتأمين الأموال اللازمة له، وذلك مثل الترتيبات العامة للاستقراض المعروفة بـ (GAB) التي تم إحداثها في عام 1962م وتضم إحدى عشرة دولة مساهمة فيها، والترتيبات الجديدة للاستقراض المعروفة بـ (NAB) التي أحدثت في عام 1997م والتي تضم خمساً وعشرين دولة مساهمة فيها.
- **بيع الذهب الذي يمتلكه**، فقد 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 الثاني سنة 1978 إذ تم الترخيص لصندوق النقد الدولي ببيع (6/1) مخزونه من الذهب في الأسواق العالمية .
- **حقوق السحب الخاصة**، هي عبارة عن قيود دفترية تقيد لحساب الدول الأعضاء كل حسب حصته لدى الصندوق، و يجوز استعمالها لتسوية المدفوعات الخارجية متعددة الأطراف بين الدول، و تشكل إضافة صافية لاحتياطي الدول الأعضاء، وتمثل حقوق السحب الخاصة مصدرا من مصادر السيولة الدولية أوجدها الصندوق في عام1948 لغرض زيادة السيولة، وحقوق السحب الخاصة لا تستخدم في المبادلات التجارية أو الخدمات ،إلا أنها تستخدم من قبل الحكومات و البنوك المركزية للدول الأعضاء في الصندوق للحصول على عملات قيادية مقابل وحدات من حقوق السحب الخاصة، و تخصيصات السحب الخاصة عبارة عن وحدات نقدية حسابية تعطي للدول الحائزة لها الحق في الحصول على عملات قابلة للتحويل لا من موارد الصندوق بل من الأقطار الأعضاء فيه.
- **الرسوم** التي يفرضها عن معاملاته مع كل الدول الأعضاء.

1-4-صفات الإقراض المقدم من الصندوق:

يتبنى صندوق النقد الدولي عند تقديم القروض للدول النامية ما يسمى" بالقاعدة الشرطية"، بمعنى إلتزام الدولة المعنية التي تطلب تسهيلاته بمجموعة من التغيرات الهيكلية على مستوى الاقتصاد الوطني.

فقروض الصندوق مشروطة بالسياسات، بمعنى أن البلد المقترض لابد أن يعتمد سياسات تعمل على تصحيح مشكلة ميزان المدفوعات، وتساعد الشرطية المرتبطة بقروض صندوق النقد الدولي على ضمان عدم استخدام البلد المعني لقروض الصندوق لمجرد تأجيل الاختبارات الصعبة وإنشاء مزيد من الديون، والتأكد من قدرته على تعزيز اقتصاده وسداد المبلغ المقترض.

و يعني هذا التوجه إحداث تغيرات جذرية في الهياكل الاقتصادية من خلال جملة من الإجراءات و الترتيبات التصحيحية، الواجب إدخالها على الاقتصاديات التي تعاني أزمات هيكلية حادة داخلية و خارجية على حد السواء ،باقتراح من خبراء بهذا الشأن للقضاء أو التقليل من حدة تلك الأزمات و تحقيق النمو القابل للإستمرار.

وفي هذا الشان يقترح صندوق النقد الدولي:

- سياسات الإستقرار الإقتصادي: يعرف برنامج الاستقرار الإقتصادي بالملائمة بين الطلب الداخلي و الموارد المتاحة في الأجل القصير، للتصدي وعلاج المشاكل الاقتصادية قصيرة الأجل كمشاكل التضخم، رصيد الاحتياطات النقدية، تزايد معدلات عجز الحساب الجاري، عجز الموازنة العامة، و عادة ما يتم التركيز على سياسات جانب الطلب الكلي.
- سياسات التصحيح أو التعديل الهيكلي: تنصرف هذه السياسات إلى مواجهة الاختلالات التي تعترض مواصلة النمو في الأجل الطويل، كالانحراف في حوافز الإنتاج، سياسة أسعار الصرف المبالغ في تقييمها، الرقابة و القيود السعرية، الرسوم الجمركيةو القيود المفروضة على التجارة الدولية.

وتتولى هذه السياسات جانب العرض، من خلال الإجراءات التي تهدف إلى زيادة الناتج المحلي، والحد من عجز الميزانية العامة، وتحرير الأسعار، ورفع القيود على التجارة الخارجية، فضلا عن تحرير و خصخصة القطاع العام.

- المشروطية المتقاطعة (Cross Conditionnality): هي الحالة التي يصبح بها قبول البلد المقترض لشروط الاقتراض لدى إحدى المؤسستين (صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي)، شرطا مسبقا لتلقيه دعما ماليا من المؤسسة الأخرى، عندئذ سيتحول هذا التنسيق بين المؤسستين إلى ضغط مشترك بينهما على حرية عمل البلد العضو في وضع سياسته الاقتصادية و تنفيذها.

و عليه فعلى الدولة التي تريد الخروج من أزمة المديونية الخارجية و الركود الإقتصادي، أن تقوم بإحداث إصلاحات جذرية في سياستها الاقتصادية الكلية، و ذلك من خلال برامج الإستقرار الإقتصادي و سياسات التصحيح أو التعديل الهيكلي

وتتصف القروض التي يقدمها صندوق النقد الدولي بأنها مشروطة بما يلي :

- اتباع السياسات (الشرطية) التي تحقق إعادة التوازن للاقتصاد؛
- أنها محددة بمدة زمنية معينة؛
- على المقترض تسديد هذه القروض قبل التسديد لأي دين آخر؛
- على المقترض أن يدفع الفائدة السائدة في السوق، إضافة الى رسم خدمة ورسم التزام، بالاضافة الى رسم إضافي يسمى (surcharge)؛
- الالتزام بالضوابط المحددة في كيفية الحصول على القروض؛
- اجراء تقويم على مدى التزام البنك المركزي باتباع الأصول المحددة لعملياته؛

و يمكن لسياسة إقراض الصندوق أن تشجع الدول الكبرى على أن تشاركه في اقراضه للدولة المعنية، وبذلك يكون جاذباً لقروض أخرى .

أما المعونات الفنية التي يقدمها الصندوق فهي تقديم النصح، وكذلك المساعدة المالية في شكل تمويل ومنح وخبراء وتجهيزات .

1-5-التسهيلات التي يقدمها الصندوق:

يفيد صندوق النقد الدولي في شأن الإقراض، أن مسؤوليات الصندوق الأساسية تكمن في منح القروض لبلدانه الأعضاء التي تواجه موازنات مدفوعاتها مشكلات تمويلية فعلية أو محتملة، وتساهم هذه المساعدات المالية في دعم جهود البلدان الأعضاء لإعادة بناء احتياطاتها الدولية.

ويشترط الصندوق على الدول الراغبة في الإقتراض منه تقديم «خطاب نوايا» لمجلس إدارته، يشمل الالتزامات بالسياسات الاقتصادية التي تم الإتفاق عليها بين الحكومة وبعثة صندوق النقد الدولي في تلك الدولة، على أن تتم مناقشة هذا الإتفاق في أقرب إجتماع لمجلس إدارة الصندوق التنفيذي، علما أن أدوات الصندوق التمويلية تنقسم إلى أدوات ميسرة وأدوات غير ميسرة للتمويل.

وقد تطورت التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء بشكل ملحوظ، وذلك خلال السنوات (70-80-90)، و تتمثل فيما يلي:

1-5-1- حقوق السحب العادية: و هي تلك الحقوق التي أقرتها اتفاقية 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:

- 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**؛
- 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؛
- يفقد العضو حقه في السحب من الصندوق متى بلغ رصيده من العملة الوطنية 200% من قيمة حصته في رأس مال الصندوق، ويدخل تحت بند **الشريحة الائتمانية العليا**، حيث يتشدد الصندوق في هذا، و تقدم الدولة المعنية برنامجا تصحيحيا يبرر استخدام هذه التسهيلات؛
- 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 ¾% من المبالغ المسحوبة؛

- يشترط لاستخدام حقوق السحب العادية أن يكون الهدف من السحب علاج عجز مؤقت في ميزان المدفوعات (ليس للاستثمارات أو لتمويل عجز هيكلي من ميزان المدفوعات).

1-5-2- حقوق السحب الخاصة (SDR): تمثل حقوق السحب الخاصة -والتي تعرف أحيانا باسم "الذهب الورقي"- مصدرا من مصادر السيولة الدولية، وهي أصل احتياطي دولي استحدثه الصندوق في عام 1969 ليكون مكملا للاحتياطيات الرسمية الخاصة ببلدانه الأعضاء، فهي لا تستخدم في المبادلات التجارية أو الخدمات، إلا أنها تستخدم من قبل الحكومات و البنوك المركزية للدول الأعضاء في الصندوق للحصول على عملات قيادية مقابل وحدات من حقوق السحب الخاصة، ويُستخدم حق السحب الخاص كوحدة حساب في الصندوق والمنظمات الدولية الأخرى.

وهي وحدات دفترية يمسكها الصندوق للدول الأعضاء، و لا يمكن التعامل بها لغير الأغراض المصدرة لها، وكانت تتحدد قيمة الوحدة من هذه الحقوق بحوالي 0.88867 غ من الذهب، وهو ما كان يعادل دولارا أمريكيا واحدا آنذاك، وبعد انهيار نظام بريتون وودز في عام 1973، وتحول العملات الرئيسية إلى نظم أسعار الصرف المعومة، قل الاعتماد على حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي عالمي، و أعيد تعريف حق السحب الخاص بناء على سلة عملات، و تم تقييمها على أساس متوسط مرجح لـ 16 من 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 لـ 5 دول هي (الدولار، الجنيه الإسترليني، المارك الالماني، الفرنك الفرنسي، الين الياباني) و يتحدد الوزن النسبي لكل عملة من هذه العملات الخمسة بأهميتها النسبية في مجال التجارة الدولية (الصادرات، و رصيد الدول الأعضاء من هذه العملات في الصندوق).

وفي آخر مراجعة أجريت في نوفمبر 2015، قرر المجلس التنفيذي للصندوق استيفاء اليوان الصيني لمعايير الانضمام إلى سلة حقوق السحب الخاصة، وبالتالي اصبحت تتحدد قيمة حق السحب الخاص وفقا لسلة من خمس عملات (الدولار الأمريكي، اليورو، اليوان الصيني، الين الياباني، والجنيه الإسترليني) اعتبارا من 1 أكتوبر 2016.

1-5-3- تسهيلات التمويل التعويضي: إستحدث التمويلي التعويضي في سنة 1963، وهي عبارة عن تسهيلات خاصة قصيرة ومتوسطة الأجل لمساعدة الدول الأعضاء التي تواجه عجز في موازين مدفوعاتها الناتج عن تدهور حصيلة صادراتها (أسعار المواد الخام)، أو عن خلل هيكلي في الإقتصاد شرط أن لا يتعدى الحد الأقصى للسحب مقدار25% من حصة الدولة.

1-5-4- التسهيلات البترولية: أدى الإرتفاع في أسعار البترول في نهاية عام 1973 وبداية عام 1974 إلى حدوث عجز شديد في الحسابات الجارية لكثير من الدول المستوردة للبترول ومنتجاته، ما أدى بالصندوق لاستحداث هذه التسهيلات لمساعدة الدول التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها نتيجة هذا الارتفاع ، حيث بلغت مجمل التسهيلات في هذا المجال 2.8 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، و انتهى العمل بهذا النظام في عام 1976 .

1-5-5- اتفاق الاستعداد الائتماني (Stand- By Credit Arrangement)(SBA): هو تسهيل يستخدمه صندوق النقد الدولي أستحدث سنة 1952، ومن خلاله بمقدور البلد العضو أن يستخدم الائتمان المقدم من الصندوق في حدود مقدار معين، ويخصص لمعالجة المشكلات قصيرة الأجل أو الصعوبات الدورية في ميزان المدفوعات.

وهو أداة مصممة بحيث تساعد البلدان على معالجة المشكلات التمويلية التي تواجه ميزان المدفوعات على المدى القصير، وتوضع أهداف البرامج ذات الصلة، بحيث تعالج هذه المشكلات، كما تكون عمليات صرف الموارد للبلد العضو مشروطة بتحقيق هذه الأهداف الشرطية (يكون الإفراج عنها رهنا باستيفاء العضو المعني لمعايير أداء، كأن تكون أهدافا نقدية وأهداف ميزانية مباشرة، فحين يقترض البلد العضو من الصندوق، فإنه يوافق على تعديل سياساته الاقتصادية للتغلب على المشكلات التي أدت إلى طلب التمويل).

وعادة ما تغطي اتفاقات الاستعداد الائتماني فترة من سنة واحدة إلى سنتين (وإن كان يمكن تمديدها حتى ثلاث سنوات)، على أن يتم التسديد في غضون 3 سنوات إلى 5 سنوات بعد الحصول على القرض، ويجوز عقد إتفاقات الإستعداد الإئتماني على أساس وقائي، حيث يُفضل البلد العضو عدم السحب من الموارد التي تمت الموافقة عليها، على أن يحتفظ بحقه في السحب إذا ما تدهورت الأوضاع، وتسمح هذه الاتفاقات بدرجة من المرونة في تحديد مراحل الصرف، مع إمكانية تركيز صرف القروض في البداية حسب مقتضى الحال.

1-6-5- التسهيلات الممتدة (الموسعة) (EFF)(Extended Fund Facility): أنشأ صندوق النقد الدولي هذا التسهيل سنة 1974، وهو يختلف عن غيره من التسهيلات الأخرى، حيث يمنح للبلدان التي تعاني من مشكلات متوسطة الأجل في ميزان المدفوعات بسبب مواطن ضعف هيكلية تتطلب وقتا لعلاجها، فهو يهدف إلى تقديم المساعدة المتوسطة المدى للدول الأعضاء لمعالجة المشكلات البنيوية (ليس لمواجهة المشاكل المؤقتة في ميزان المدفوعات)، ويصاحبه عادة وضع برنامج تنموي لمعالجة هذه المشكلات التي يواجهها ميزان المدفوعات، والتي تحتاج إلى إجراءات تصحيحية وتدعيمية لفترة طويلة نسبيا عن تلك التي تسمح بها مصادر الصندوق الأخرى.

وأنشئ تسهيل الصندوق الممدد لمساعدة البلدان الأعضاء التي تشهد اختلالات كبيرة في المدفوعات بسبب معوقات هيكلية، أو التي تعاني من بطء النمو وضعف جوهري في مركز ميزان المدفوعات، ويساهم تسهيل الصندوق الممدد في دعم البرامج الشاملة بما في ذلك السياسات اللازمة لتصحيح الاختلالات الهيكلية عبر فترة ممتدة.

ونظرا لأن الإصلاحات الهيكلية اللازمة لعلاج أوجه الضعف عميقة الجذور وغالبا ما تستغرق وقتا في تنفيذها قبل أن تؤتي الثمار المرجوة منها، يغطي العمل المشترك وإتمام السداد في ظل التسهيل الممدد فترات أطول مقارنة بمعظم الاتفاقات الأخرى التي يتيحها الصندوق، حيث يتميز تسهيل الصندوق الممدد (EFF) عن اتفاق الاستعداد الائتماني (SBA) بوجود برنامج يغطي فترات أطول للعمل المشترك وإتمام السداد.

وعادة ما تتم الموافقة على الاتفاقات الممددة لفترات تبلغ ثلاث سنوات، مع إمكانية تمديدها لفترات تصل إلى أربع سنوات من أجل تنفيذ إصلاحات هيكلية عميقة ومستدامة، وتُسدد المبالغ المسحوبة في ظل اتفاق بموجب "تسهيل الصندوق الممدد" على فترة تتراوح بين 4,5 سنة و10 سنوات، مع تقسيم المدفوعات على (12) اثني عشر دفعة نصف سنوية، وفي المقابل، تُسدد القروض في ظل اتفاق الاستعداد الائتماني (SBA) على امتداد فترة تتراوح بين 3,5 سنة و5 سنوات.

وتجدر الاشارة الى استفادة للجزائر من هذا التسهيل خلال الفترة(1995-1998) .

1-5-7- تسهيل التمويلي التعويضي (Contingent credit line): وهو قرض يعطى لأجل قصير لمعالجة مشكلة قصيرة، كما يتضمن قروض تقدم للدول في الحالات الطارئة.

وقد أنشئ تسهيل التمويل التعويضي للطوارئ في 1988 ليحل محل تسهيل التمويل التعويضي(الذي كان يمنح عند تقلب الصادرات في1963)، وهذا التسهيل له شقان، الشق التعويضي لمواجهة نقص الصادرات و زيادة تكاليف إستيراد الحبوب التي ترجع إلى عوامل خارجية، أما الشق الثاني فهو المتعلق بالطوارئ، حيث يقدم تأكيدات لمساعدة العضو الذي يطبق برامج الصندوق، وذلك لمساندة الجهود المبذولة للتكيف في مواجهة الصدمات الخارجية غير المواتية.

1-5-8- تسهيلات صندوق الائتمان: وافق الصندوق على اقتراح لجنة التنمية بإنشاء صندوق ائتمان لمساعدة الدول الأعضاء ذات العجز في بداية 1977 و تمنح الدول المعنية قروضا ميسرة بفائدة بسيطة تصل إلى ½% و آجال استحقاق تصل إلى 6 سنوات.

و تتكون موارد الصندوق من أرباح بيع ½ 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.

1-5-9- تسهيلات التمويل الإضافية: استحدثت عام 1979، كتمويل إضافي للدول الأعضاء لمساعدتها على إصلاح الخلل الخارجي و الداخلي و يتم بموجب اتفاق مساعدة أو ترتيبات موسعة.

1-5-10- تسهيلات التعديل الهيكلي (SAF): أنشا 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 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 والذي يخص السياسات المالية والنقدية،وسياسة سعر الصرف والتجارة الخارجية، و قد قدم الصندوق هذا النوع من التسهيلات بسعر فائدة ½% سنويا و فترة سداد تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات

ولم يعد هذا التسهيل مطبقا، وقد أنشأ الصندوق تسهيل التصحيح الهيكلي المعزز(ESAF) (Enhanced Structural Adjustment Facility) في عام 1987، وتقرر في سبتمبر 1996 جعله تسهيلا تمويليا دائما بعد أن كان تسهيلا مؤقتا، وقد أعيدت تسمية هذا التسهيل التمويلي في نوفمبر 1999 حيث أصبح يحمل اسم تسهيل النمو والحد من الفقر.

1-5-11-تسهيل النمو والحد من الفقر: تم في سنة 1999 إحداث نافذة تمويلية خاصة لخفض معدلات الفقر ودفع النمو المعروفة (Poverty Reduction and Growth Facility)، وحلت محل نافذة التصحيحات الهيكلية (ESAF)، وتسهيل النمو والحد من الفقر هو تسهيل بسعر فائدة منخفض هدفه مساعدة أفقر البلدان الأعضاء التي تواجه مشكلات مطولة في ميزان المدفوعات.

وهذا التسهيل متاح للبلدان التي تواجه مشكلات مطولة في ميزان المدفوعات وتكون مؤهلة للاقتراض بشروط ميسرة من المؤسسة الدولية للتنمية (IDA)، ويوفر هذا التسهيل الدعم للبرامج التي تتناسق مع الاستراتيجيات التي يضع تفاصيلها البلد المقترض في تقرير إستراتيجية الحد من الفقر، ويعد ذلك التقرير إستراتيجية شاملة نابعة من ظروف البلد المعني يعدها البلد المقترض، وتلقى تأييد المديرين التنفيذيين لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي كل في مجالات مسؤولياته،

ويتم توفير الأموال بسعر فائدة يبلغ 0،5% سنويا، وهي واجبة السداد على 10 سنوات، بما في ذلك فترة سماح تبلغ خمس سنوات ونصف.

1-5-12-خط الائتمان المرن (FCL): يختص تسهيل خط الائتمان المرن بالبلدان التي تتمتع بمستوى بالغ القوة من الأساسيات والسياسات الاقتصادية والأداء السابق في مجال تنفيذ السياسات، ويوافق الصندوق، بناء على طلب البلد العضو، على إتفاقات إستخدام خط الائتمان المرن إذا كانت البلدان المعنية قد استوفت معايير الأهلية المحددة سلفا.

وتبلغ مدة الاستفادة من هذا التسهيل إما سنة او سنتين، مع إجراء مراجعة مرحلية بعد سنة واحدة للتأكد من أن شروط الأهلية لا تزال مستوفاة.

و تصرف الموارد التي تتاح من خلال هذا الخط في دفعة واحدة وليس على أساس مرحلي(على عكس إتفاقات الإستعداد الإئتماني)، ولا يشترط للحصول على موارد هذا التسهيل

تنفيذ مفاوضات معينة في شأن السياسات الاقتصادية، لأن البلدان المستوفية لشروط الاستفادة منه تكون قد أثبتت قدرتها على تحقيق سجل أداء موثوق في تنفيذ سياسات ملائمة للاقتصاد الكلي، وهناك مرونة في إختيار السحب من خط الائتمان وقت صدور الموافقة أو اعتباره ترتيبا وقائيا، وتتطابق شروط التسديد في حالة خط الائتمان المرن مع الشروط المقررة في اتفاقات الاستعداد الائتماني.

1-5-13-خط السيولة قصيرة الأجل (SLL): هو تسهيل خاص مستحدث في سنة 2020 يهدف إلى تقديم دعم للسيولة في البلدان الأعضاء التي تتميز أطر سياساتها وأساسياتها الاقتصادية بدرجة عالية من القوة، والتي تواجه احتياجات احتمالية متوسطة الحجم من السيولة قصيرة الأجل بسبب الصدمات الخارجية التي تخلق صعوبات في ميزان المدفوعات.

وخط السيولة قصيرة الأجل مصمم لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات الاحتمالية ذات الحجم المتوسط والأجل القصير التي تتعلق بضغوط على الحساب الرأسمالي ويمكن أن تتكرر بسبب التطورات الخارجية(وليس الصدمات الناشئة في الداخل)، والحد الأقصى للاستفادة من هذا التسهيل هو 145% من حصة العضوية (حد الاستفادة السنوي العادي).

وتتم الموافقة على كل اتفاق منفرد للاستفادة من خط السيولة قصيرة الأجل لمدة 12 شهرا، ويمكن الموافقة على اتفاقات لاحقة ما دام البلد العضو مؤهلا لها ولديه احتياج خاص في ميزان المدفوعات .

2- مجموعة البنك الدولي:

تعتبر مجموعة البنك الدولي من بين أكبر مصادر التمويل للبلدان النامية في العالم، وتشترك المؤسسات الخمس التي تتألف منها مجموعة البنك (البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD)، المؤسسة الدولية للتنمية (IDA)، مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، الوكالة الدولية لضمان الاستثمار (MIGA)، والمركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار (ICSID)) في:

- الالتزام بالحد من الفقر؛
- تعزيز الرخاء المشترك؛
- تشجيع التنمية المستدامة.

ويقدم البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD) والمؤسسة الدولية للتنمية (IDA)، اللذان

يشكلان معا البنك الدولي، التمويل والمشورة بشأن السياسات والمساعدة الفنية إلى حكومات البلدان النامية، و يرتكز تمويل المؤسسة الدولية للتنمية على بلدان العالم الأشد فقرا، أما البنك الدولي للإنشاء والتعمير فيختص بالبلدان متوسطة الدخل والبلدان الأفقر المتمتعة بالأهلية الائتمانية.

وتركز مؤسسة التمويل الدولية (IFC) والوكالة الدولية لضمان الاستثمار (MIGA) والمركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار (ICSID) على تدعيم القطاع الخاص في البلدان النامية، ومن خلال هذه المؤسسات، تقدم مجموعة البنك الدولي التمويل والمساعدة الفنية والتأمين ضد المخاطر السياسية وتسوية المنازعات للشركات الخاصة، ومن ضمنها المؤسسات المالية.

2-1- البنك الدولي للإنشاء والتعمير:

أ- نشأة وهيكل البنك: البنك الدولي للإنشاء والتعمير هو مؤسسة عالمية تعاونية للتنمية تملكها البلدان الأعضاء البالغ عددها 189 بلدا، وباعتباره أكبر بنك إنمائي على مستوى العالم، فإنه ييسير وفق منهج مجموعة البنك الدولي من خلال تقديم قروض وضمانات ومنتجات إدارة مخاطر وخدمات استشارية للبلدان متوسطة الدخل والبلدان منخفضة الدخل المتمتعة بالأهلية الائتمانية، وكذلك من خلال تنسيق جهود الاستجابة والتصدي للتحديات الإقليمية والعالمية.

أنشئ البنك الدولي للإنشاء والتعمير في سنة 1944 لإعادة بناء أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية، وانضم مع المؤسسة الدولية للتنمية، وهي الصندوق المعني بمساعدة أشد البلدان فقرا، ليشكلا معا البنك الدولي، ويعمل البنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسة الدولية للتنمية عن كثب مع جميع مؤسسات مجموعة البنك الدولي والقطاعين العام والخاص في البلدان النامية .

وتبلورت فكرة إنشاء البنك الدولي في مؤتمر بريتون وودز المنعقد بولاية نيوهامبشير الأمريكية في يوليو 1944، ويقع مقره الرئيسي بواشنطن مقاطعة كولمبيا، وكان الهدف من انشاءه وضع إطار للتعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي من شأنه أن يرسي اقتصادا عالميا أكثر استقرارا وازدهارا.

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 189 عضوا سنة 2020 (انظمت الجزائر له في 26 سبتمبر 1963).

كما يظم البنك **مجلس المدراء التنفيذيين:** يتكون من 21 عضو 5 أعضاء يتم تعينهم وفقا لأكبر الحصص في رأس مال البنك والباقي يتم انتخابهم من بين مجموعات الدول الأعضاء، ثم يأتي في السلم الإداري للبنك كل من الرئيس ونواب الرئيس وأخيرا مدير الإدارات.

ب- 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 إيجاز 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 بضمان منه عن طريق مراعاة الأوليات للمشروعات؛
- العمل على تهيئة البيئة التجارية الأفضل في الدول الأعضاء والمساعدة على الانتقال من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلم؛
- دعم برامج التنمية في الدول النامية؛
- اتاحة الحلول المالية المبتكرة، بما في ذلك المنتجات المالية (القروض والضمانات ومنتجات إدارة المخاطر)، والمعرفة والخدمات الاستشارية لحكومات البلدان الأعضاء؛
- مساعدة الحكومات ومؤسسات القطاعات الرسمية بالخدمات الاستشارية في مجال الديون العامة وإدارة الأصول.

ويعمل البنك الدولي على تشجيع التنمية الاقتصادية طويلة الأجل والحد من الفقر من خلال توفير الدعم الفني والمالي لمساعدة البلدان الأعضاء على إصلاح قطاعات معينة أو تنفيذ مشروعات محددة - مثل بناء المدارس والمراكز الصحية وتوفير المياه والكهرباء ومكافحة

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

والمساعدات التي يقدمها البنك الدولي هي مساعدات طويلة الأجل بصفة عامة، وتمول من مساهمات البلدان الأعضاء ومن خلال إصدار السندات.

ج- التسهيلات والقروض التي يقدمها البنك:

- **قروض البرامج (Program Lending)**: وهي قروض تمنح لتمويل برنامج انمائي او قطاعي او لتمويل عمليات الاستيراد، وهي قروض تقدم عند حدوث كوارث طبيعية او ازمات اقتصادية، وفي العادة بدون شروط
- **قروض المشاريع (Project Lending)**: هي قروض تمنح لتمويل مشاريع الهياكل الأساسية مثل الطرقات والجسور والسكك الحديدية والكهرباء والطاقة والاتصالات السلكية واللاسلكية، وتستحوذ على هذا النوع من القروض على نسبة كبيرة من قروض البنك الدولي، ويشترط البنك عند منح هذه القروض على تحقيق المشروع عائد على رأس المال لا يقل على نسبة معينة.

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

- **قروض التعديل الهيكلي:** وتمنح لتسوية الخلل في موازين مدفوعات الدول الأعضاء ولزيادة قدرتها على تسديد ديونها، ويمنح هذا النوع من القروض بشروط مشددة تتضمن تصويب السياسات الاقتصادي الكلية بالاضافة الى تصحيحات هيكلية في بنية الاقتصاد
- **قروض التكييف القطاعي:** وتمنح لتمويل قطاع معيم كقطاع الفلاحة او الصناعة مثلا، وذلك لتصويب وتصحيح مسار هذا القطاع المراد تمويله.

د- موارد البنك وشروط الإقراض:

تتكون موارد البنك الدولي للإنشاء والتعمير من:

- الاكتتابات، وهي مجموع حصص الدول الأعضاء والتي تشكل رأس مال البنك؛
- التمويل المشترك، وهي مساهمات الهيئات والمنظمات المالية الدولية مثل البنك الامريكي للتنمية، والبنك التنموي الاسيوي وغيرها؛
- الاقتراض من البنوك التجارية و أسواق المال الدولية؛
- إصدار سندات بالعملات الرئيسية إما مباشرة أو عن طريق مجموعات مصرفية؛
- العائد على حقوق ملكيته، و هوامش أسعار الفائدة التي يحتسبها على القروض التي يقدمها.

أما بالنسبة لشروط الاقتراض:

يقرض البنك الأعضاء بأسعار فائدة تجارية ولفترة زمنية طويلة تصل إلى 20 سنة تقريبا، و تنص بنود اتفاقية 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 دائنا بمبلغ القرض بالعملة أو 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.

2-2- مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation)(IFS):

أ- **نشأة وهيكل مؤسسة التمويل الدولية:** أنشأت مؤسسة التمويل الدولية في شهر جويلية سنة 1956، و أصبحت وكالة متخصصة تابعة للأمم المتحدة في 20 فيفري 1957، و يطلق عليها أيضا "الشركة المالية الدولية"، يقع مقرها في مدينة واشنطن بالولايات المتحدة الامريكية، ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 184 عضو، يقررون بصورة جماعية سياساتها ويوافقون على استثماراتها.

و رغم أن شركة التمويل الدولية (IFS) مرتبطة بالبنك الدولي للإنشاء و التعمير (IBRD) ارتباطا وثيقا إلا أنها تتمتع بالاستقلالية القانونية والمالية عنه، و تعتبر العضوية في البنك شرط للعضوية في الشركة.

فللانضمام إلى مؤسسة التمويل الدولية يجب أن يكون البلد المعني أولا عضوا في البنك الدولي للإنشاء والتعمير(IBRD)، والسلطات الممنوحة للمؤسسة مخولة لمجلس المحافظين الذي تعين البلدان الأعضاء ممثلين عنها فيه.

ويظهر **الهيكل التنظيمي** لها الارتباط الوثيق بين المؤسسة و البنك الدولي للإنشاء و التعمير (رغم كون كل منهما مؤسسة ذات كيان مالي متميز) في مجلس إدارة المؤسسة، حيث يتكون **مجلس محافظي المؤسسة** من محافظي البنك الدولي للإنشاء و التعمير الذين تشارك دولهم في عضوية المؤسسة، كما يتكون **مجلس المديريين التنفيذيين للمؤسسة** من المديرين التنفيذيين للبنك الدولي الذين يمثلون الدول الأعضاء في المؤسسة، أما الرئيس الإداري للمؤسسة فيعينه مجلس الإدارة، بحيث يرأس الجهاز الإداري للمؤسسة الذي يحتل المراكز الرئيسية فيه بعض موظفي البنك الدولي.

ب- أهداف ووظائف مؤسسة التمويل الدولية:

تتلخص أهداف مؤسسة التمويل الدولية في:

- دعم النمو الإقتصادي عن طريق تشجيع نمو المشروعات الإنتاجية الخاصة في الدول الأعضاء و بخاصة في المناطق الأقل نموا، و بذلك تكمل نشاط البنك العالمي، و تحقق الشركة هذا الغرض عن طريق الاستثمار في المشروعات الإنتاجية بالتعاون مع أصحاب رؤوس الأموال الخاصة، و بدون ضمانات من الحكومة بشأن السداد في الأحوال التي لا تتوافر فيها رؤوس أموال خاصة كافية و بشروط معتدلة ؛
- تعمل المؤسسة كجهاز للمقاصة لتشجيع فرص الإستثمار و رأس المال الخاص الأجنبي و الوطني، و الخبرة الإدارية و المساعدة في تعبئة رأس المال المحلي و الأجنبي بهدف تعزيز النمو في القطاع الخاص بالدول النامية.
- يعد الهدف الأساسي هو تحسن مستوى معيشة سكان أعضائها من الدول النامية، وتحقيق التعاون بينهما في مجالات التمويل والمساعدات الفنية والإدارية اللازمة لتنمية فرص الاستثمار في الدول الأعضاء، وخاصة في مجالات الصناعة واستغلال الثروات وغيرها.

وتعتبر المؤسسة أكبر مصدر متعدد الأطراف للتمويل عن طريق القروض والمساهمات في رأس المال المقدمة لمشاريع القطاع الخاص في البلدان النامية، حيث تشجع تنمية القطاع الخاص القابل للاستمرار بصورة رئيسية عن طريق:

- تمويل مشاريع القطاع الخاص الواقعة في البلدان النامية؛
- تقديم المشورة والمساعدة الفنية لمؤسسات الأعمال (الشركات) والحكومات.

ج- الموارد والتسهيلات التي تقدمها مؤسسة التمويل الدولية:

تتكون موارد المؤسسة من اكتتابات الدول الأعضاء، وأرباح المنشآت التي تشرف عليها، بالإضافة إلى مدخرات الأفراد والهيئات.

وتقدم المؤسسة مجموعة متنوعة كاملة من الأدوات والخدمات المالية إلى شركات القطاع الخاص في البلدان الأعضاء، وتشمل على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

- القروض الطويلة الأجل (5-15سنة) بالعملات الرئيسية والمحلية بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة؛
- التشجيع على زيادة الاستثمار من خلال تقديم القروض المالية، والاستثمارات في أسهم رأس المال، وسندات الديون والضمانات؛
- أدوات الاستثمار في أشباه أسهم رأس المال (مثل القروض غير الممتازة، والأسهم الممتازة، وسندات الدخل والديون القابلة للتحويل)؛
- منح القروض الجماعية، و تعبئة رأس المال من المقرضين والمستثمرين الآخرين من خلال المشاركة في تقديم القروض والقروض الموازية وغيرها من الوسائل؛
- إدارة المخاطر (مثل الوساطة في عمليات مقايضة العملات وأسعار الفائدة، وتوفير تسهيلات تحوطية)؛
- إسداء المشورة وتقديم الرأي لجميع شركات الأعمال وحكومات الدول لتشجيع الاستثمار الخاص وتحسين مناخ الأعمال؛
- تعبئة رؤوس الأموال الخاصة لأغراض التنمية، لا سيما في البلدان منخفضة الدخل؛
- تحسين شروط الاستثمار في الدول النامية، والتخفيف من حدتها لخلق بيئة مناسبة للاستثمار؛

- المساعدة في تمويل وتأسيس وتحسين وتوسيع المشروعات الإنتاجية الخاصة، وذلك بالتعاون مع المستثمرين في القطاع الخاص؛
- تبادل المعارف من أجل تعزيز الاستثمار الناجح للقطاع الخاص، وروح المبادرة بالأعمال الخاصة، وتعزيز بيئات الأعمال التجارية؛
- تمويل المؤسسات الوسيطة؛
- تقدم قروض مالية بدون طلب ضمان من الحكومات لسداد هذه القروض؛
- تمول المؤسسة المشاريع والعمليات الاستثمارية في جميع أنواع الصناعات والقطاعات، فهي تقدم على سبيل المثال تمويل لمشاريع الصناعات التحويلية، صناعة الحديد والصلب، البنية الأساسية، السياحة، التعليم، الرعاية الصحية، الخدمات المالية، صناعة الأسمدة، المنسوجات... وغيرها من القطاعات المهمة والحيوية، بما يحقق الأهداف التي أنشئت من أجلها.

وتمثل مشاريع الخدمات المالية حصة هامة من الموافقات على المشاريع الجديدة، وتتراوح بين استثمارات في أسواق التأجير والتأمين والرهن العقاري الناشئة، وبين قروض للطلبة وتسهيلات ائتمانية للبنوك المحلية التي تقوم بدورها بتقديم تمويل بالغ الصغر، أو قروض تجارية لمؤسسات الأعمال الصغيرة والمتوسطة.

وبوسع المؤسسة توفير أدوات مالية منفردة أو بأي توليفة ضرورية، لضمان توفير تمويل كاف للمشاريع منذ البداية.

كما يمكنها المساعدة في هيكلة البرامج المالية، بتنسيق التمويل المقدم من البنوك والشركات الأجنبية والمحلية وهيئات ائتمانات الصادرات، وتتقاضى المؤسسة أسعار الفائدة السائدة في الأسواق مقابل أدواتها ولا تقبل الضمانات الحكومية.

ولكي تكون المشاريع مؤهلة للحصول على تمويل من المؤسسة يجب أن تكون مربحة للمستثمرين، وأن تفيد اقتصاد البلد المضيف، وأن تتقيد بإرشادات بيئية واجتماعية متشددة.

وعلى الرغم من أنَ مؤسسة التمويل الدولية تعتبر بصورة رئيسية ممولا لمشروعات القطاع الخاص فإنَها يمكن أن تقدم تمويلا لشركة تملك الحكومة حصة فيها، شريطة أن تكون هناك مشاركة من القطاع الخاص وأن يدار المشروع على أساس تجاري، ويمكنها أن تمول

الشركات المملوكة بالكامل ملكية محلية، وكذلك المشروعات المشتركة بين مساهمين أجانب ومحليين.

وتشير الإحصائيات إلى أن مجموع ما قدمته المؤسسة من ارتباطات التمويل طويل الأجل قد بلغ 22 مليار دولار في السنة المالية 2020.

2-3- الهيئة الدولية للتنمية (International Development Association) (I.D.A):

أ- نشأة وهيكل الهيئة الدولية للتنمية (I.D.A): أنشأت المؤسسة الدولية للتنمية أو هيئة التنمية الدولية كمؤسسة تابعة للبنك الدولي في 24 سبتمبر 1960 برأس مال قدره 750 مليون دولار، و أصبحت وكالة متخصصة تابعة للأمم المتحدة في 27 مارس، يقع مقرها في مدينة واشنطن بالولايات المتحدة الامريكية، ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيها 184 عضو، وتتاح العضوية في هذه المؤسسة لجميع الدول الأعضاء في البنك الدولي للإنشاء و التعمير(IBRD).

وتعمل على تقديم المساعدات للدول النامية الأشد فقرا من غيرها، 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 ¾ % سنويا (0.75%).

ويظهر **الهيكل التنظيمي** لهيئة الدولية للتنمية الارتباط العضوي بإدارة البنك الدولي للإنشاء و التعمير(IBRD)، بحيث يشغل مناصب الرئاسة و عضوية مجلسي محافظي الهيئة و الإدارة التنفيذية للهيئة، نفس الأشخاص الذين يشغلون هذه المناصب في البنك الدولي للإنشاء و التعمير، كما يخصص لأعمال الهيئة بعض موظفي البنك الدولي بالإضافة إلى مسؤولياتهم الأساسية في البنك، حيث لا تتوفر للهيئة جهاز إداري مستقل

ب- أهداف ووظائف الهيئة الدولية للتنمية:

تتلخص أهداف هيئة التنمية الدولية في:

- إعطاء دفعة للتنمية الإقتصادية في الدول النامية و بصفة خاصة في الدول الأكثر فقرا؛
- منح القروض لمشاريع البنية الأساسية و الطاقة لتقوية البنية الأساسية و تحسين الأداء الإقتصادي.

والمؤسسة هي عضو مجموعة البنك الدولي المعني بمساعدة بلدان العالم الأشد فقراً، كما أنها أكبر مصدر منفرد للموارد التمويلية من الجهات المانحة لتمويل الخدمات الاجتماعية

الأساسية في هذه البلدان .

وتهدف عموما إلى الحد من الفقر بتقديم منح، وقروض بسعر فائدة منخفض أو بدون فوائد، وبرامج المشورة المتعلقة بالسياسات لصالح البرامج التي تستهدف تعزيز النمو الاقتصادي، وبناء القدرة على الصمود، وتحسين الأحوال المعيشية للفقراء في شتى أرجاء العالم.

ج- الموارد والتسهيلات التي تقدمها مؤسسة التمويل الدولية:

تأتي موارد الهيئة من المانحين للمؤسسة والمساهمات التي تقدمها مجموعة البنك الدولي، والتمويل الذي يتم اقتراضه من أسواق رأس المال، وبالتالي تتكون مصادر التمويل من:

- الإكتتابات؛
- مساهمة الدول الأعضاء الأكثر تقدما؛
- تحويلات البنك الدولي.

بحيث يتم تدبير كافة الموارد المالية للهيئة عن طريق مساهمات الدول الأكثر ثراءا ، التي تقدمها بشروط يسيرة تصل إلى حد التنازل عن الفوائد المستحقة لها لسنوات عديدة تصل إلى الأربعين عاما، و كذلك ما تقدمه بعض الدول النامية من مساهمات للهيئة، فضلا عن التحويلات المالية التي يقدمها البنك الدولي للإنشاء و التعمير للهيئة من صافي أرباحه.

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.

وتعتبر هذه الهيئة المصدر الوحيد متعدد الأطراف الذي يمنح مساعدته بشروط ميسرة إلا أن مواردها لازالت دون المستوى المطلوب.

شهدت المؤسسة، منذ تأسيسها في عام 1960م، 19 عملية منتظمة لتجديد مواردها، وتم الاتفاق على العملية التاسعة عشرة لتجديد موارد المؤسسة في شهر ديسمبر 2019 بمبلغ 82 مليار دولار، منها 23.5 مليار دولار من الجهات المانحة للمؤسسة .

وبلغت ارتباطات المؤسسة في الفترة بين أبريل 2020 ونوفمبر 2021 أكثر من 56 مليار دولار بشروط ميسرة للغاية أو في شكل منح.

2-4- الوكالة الدولية لضمان الاستثمار (MIGA):

أ- نشأة وهيكل الوكالة الدولية لضمان الاستثمار متعدد الاطراف (MIGA):

الوكالة الدولية لضمان الاستثمار(Multilateral Investment Guarantee Agency) هي مؤسسة مالية دولية تعمل على تقديم ضمانات التأمين ضد المخاطر السياسية وتعزيز الائتمان، هذه الضمانات تساعد المستثمرين على حماية الاستثمارات الأجنبية المباشرة من المخاطر السياسية وغير التجارية في البلدان النامية، وهي عضو في مجموعة البنك الدولي وتعمل بادارة مستقلة عن البنك، ويقع مقرها الرئيسي في واشنطن العاصمة بالولايات المتحدة الامريكية.

وترجع فكرة تأسيسها الى سبتمبر 1985، حين صادق مجلس محافظي البنك الدولي على الاتفاقية المُنشئة لوكالة ضمان الاستثمار متعدد الأطراف، ليبدأ تأسيس الوكالة الدولية لضمان الاستثمار وبدء العمل في 12 أبريل سنة 1988، لتصبح الوكالة العضو في الخامس في مجموعة البنك الدولي (العضو الأحدث في مجموعة البنك الدولي).

يخضع **الهيكل الاداري** لوكالة ضمان الاستثمار متعدد الأطراف **لمجلس المحافظين** الذي يمثل الدول الأعضاء فيه، ويتمتع مجلس المحافظين بسلطة الشركات، إلا أنّه يفوض هذه الصلاحيات إلى **مجلس الإدارة** الذي يتكون من 25 مديرا، يتم تقيمهم وفقا لرأس المال الإجمالي للدول الأعضاء التي يمثلها المدير، ويجتمع مجلس إدارة الوكالة بانتظام ويشرف على أنشطة الوكالة، يدير نائب الرئيس التنفيذي للوكالة إستراتيجيتها الشاملة ويدير عملياتها اليومية.

ب- أهداف ووظائف الوكالة الدولية لضمان الاستثمار:

نشئت الوكالة الدولية لضمان الاستثمار كجهد لتكملة المصادر الحالية للتأمين ضد المخاطر غير التجارية للاستثمارات في البلدان النامية، من خلال العمل كضامن متعدد الأطراف للتقليل من احتمال المواجهات بين بلد المستثمر والبلد المضيف.

وتهدف الوكالة الدولية لضمان الاستثمار الى تعزيز وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر في المجالات الإستثمارية المختلفة في الدول النامية، عن طريق تقديم ضمانات للمستثمرين والمقرضين ضد المخاطر غير التجارية، أي ضد المخاطر السياسية و غير ذلك، وتعمل على تشجيع الاستثمارات الأجنبية بصفة عامة، و إلى تخفيف المخاطر غير التجارية عن طريق

التأمين على الاستثمارات، حيث تقدم الوكالة الدولية لضمان التأمين التغطية للمخاطر غير التجارية التالية:

- عدم إمكانية تحويل العملات والقيود على تحويل الأموال؛
- مصادرة ونزع الملكية؛
- الحروب، والاضطرابات المدنية، والإرهاب، والتخريب؛
- الإخلال بالعقود ومخاطر خرق الاتفاقيات وعدم احترام الالتزامات المالية؛
- كما تقوم الوكالة الدولية لضمان الاستثمار بتغطية الاستثمارات مثل الأسهم والقروض، وقروض المساهمين، وضمانات قروض حملة الأسهم؛
- تضمن الوكالة أيضا استثمارات مثل عقود الإدارة، وتوريق الأصول، والسندات، وأنشطة التأجير، واتفاقيات الامتياز، واتفاقيات الترخيص.

وتعزز الوكالة الدولية لضمان الاستثمار من ثقة المستثمرين من خلال الحماية ضد هذه المخاطر، بوصفها الوسيط الموضوعي القادر على التأثير في القرارات التي قد ينشب عنها النزاع، وتقدم الوكالة الدولية لضمان الاستثمار خدمات الوساطة للاستثمارات المضمونة للمساعدة في تسوية النزاعات بين المستثمرين والحكومات.

كما تقدم الوكالة مساعدات فنية لمساعدة البلدان على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر والاحتفاظ به، وكذلك معلومات مجانية على شبكة الإنترنت عن فرص الاستثمار وبيئات ممارسة أنشطة الأعمال

تقدم الوكالة عموما تغطية تأمينية لمدة تصل إلى 15 عاما، مع تمديد محتمل مدته خمس سنوات اعتمادا على طبيعة وظروف المشروع، وعند حدوث خطر محمي بواسطة التأمين، يمكن للوكالة ممارسة حقوق المستثمر ضد البلد المضيف من خلال الحلول لاسترداد النفقات المرتبطة بتغطية المطالبة، وتعمل الوكالة الدولية لضمان الاستثمار كمؤسسة متعددة الأطراف على تسوية النزاعات المحتملة قبل أن تتحول إلى مطالبات تأمينية، كما تعمل على تقديم المساعدات في المجالات التالية:

- ضمان القروض للمستثمرين الاجانب عن البلد؛

- التعاون في مجال نشر الوعي والثقافة الخاصة بتغطية المخاطر السياسية من خلال عقد المؤتمرات والتدريب؛
- التعاون بين شركات التامين والمؤسسات من خلال توقيع اتفاقيات اعادة التامين.

2-5- المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار (ICSID):

يعتبر المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار (**The International Centre for Settlement of Investment Disputes**) مؤسسة تحكيمية دولية أنشئت في 14 أكتوبر 1966، بموجب (اتفاقية واشنطن)، أو كما تعرف باتفاقية تسوية منازعات الاستثمار بين الدول ومواطنى الدول الأخرى، لتسوية المنازعات القانونية والتوفيق بين المستثمرين الدوليين، كجزء من مجموعة البنك الدولي، يقع مقره في المكتب الرئيسي للبنك الدولي للإنشاء والتعمير في واشنطن بالولايات المتحدة الامريكية.

ويعد المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار (ICSID) مؤسسة متعددة الأطراف ومستقلة، تأسست لغرض تعزيز التحكيم والتوفيق في النزاعات المتعلقة بالتدفق الدولي للاستثمارات الخاصة بين الدول الأعضاء فيها، ويضم المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار 162 دولة عضو (تعتبر جيبوتي أحدث دولة دخلت الاتفاقية في 9 جويلية 2020)، وهو المؤسسة العالمية الوحيدة التي تقدم منتدى دوليًا للتحكيم في منازعات الاستثمار.

ويوفر (ICSID) مرافق للتوفيق والتحكيم فى منازعات الاستثمار بين الدول المتعاقدة ورعايا الدول المتعاقدة الأخرى، ويوجد بالمركز مجموعة من المحكمين والوسطاء المستقلين وفق الأنظمة واللوائح الخاصة به، وتنحصر صلاحياته وسلطاته فى تسوية المنازعات المتعلقة بالاستثمار فقط دون غيرها، عبر التحكيم أو الوساطة.

ويحكم المركز الدولي **مجلس إداري** ممثل بفرد من كل دولة من الدول الأعضاء المتعاقدة يرأسه رئيس مجموعة البنك الدولي، ينتخب هذا المجلس بدوره أمين عام ونائب الأمين العام للمركز، ويوافق على القواعد والأنظمة، ويدير إجراءات الدعوى في المركز، ويوافق على ميزانية المركز وتقريره السنوي .

ويهدف المركز إلى تعزيز حل النزاعات المتعلقة بالاستثمارات الدولية، والى المساعدة على إيجاد جو من الثقة المتبادلة بين الدول و المستثمرين الأجانب .

3- 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:

3-1- بنك الاستثمار الأوربي: تأسس هذا البنك في 1 يناير سنة 1958 بالتزامن مع دخول اتفاقية روما المؤسسة للمجموعة الاقتصادية الأوروبية حيز التنفيذ، بين عشر دول أوربية هي: المملكة المتحدة، فرنسا، إيطاليا، هولندا، ألمانيا، بلجيكا، ايرلندا، الدانمارك، اليونان، لوكسومبورغ، ويقع مقره الرئيسي في لوكسمبورغ.

وهو مؤسسة مالية تابعة للاتحاد الأوروبي، دورها تمويل المشاريع الاستثمارية التي تسهم في تحقيق أهداف الاتحاد سواء أكانت داخل الدول الأعضاء فيه أم خارجها، ويعد أول مؤسسة تمويل متعددة الأطراف في العالم من حيث حجم القروض الممنوحة والتي بلغت 77.5 مليار يورو عام 2015.

ويتوفر البنك الأوروبي للاستثمار على عدة هيئات إدارية، يسهر كل منها على الاضطلاع بمسؤوليات مختلفة، وهذه الهيئات هي:

- **مجلس المحافظين:** يتكون من وزراء يمثلون حكومات جميع دول الاتحاد، وغالبا ما يكونون وزراء للمالية، ومهمتهم تحديد التوجهات العامة للسياسة الائتمانية للبنك، وتعيين أعضاء باقي الهيئات، كما أنه يصادق على الحسابات المالية السنوية للبنك.
- **مجلس الإدارة:** يتألف من 28 عضوا يتم تعيينهم من طرف دول الاتحاد وعضو واحد تعينه المفوضية الأوروبية، ويكونون تحت رئاسة رئيس البنك، وتتمثل مهمة مجلس الإدارة في اعتماد عمليات الإقراض والتمويل والموافقة عليها، بناء على التقارير التي تعدها مصالح البنك، إضافة إلى مراقبة أداء لجنة التدبير.
- **لجنة التسيير:** تتشكل -بالإضافة إلى رئيس البنك- من ثمانية نواب للرئيس يقوم كل منهم على تسيير مسؤوليات محددة تحت إشراف الرئيس. ويشغل الألماني فيرنر هوير منصب رئيس البنك الأوروبي للاستثمار منذ تعيينه في ديسمبر/كانون الأول 2011.

- **لجنة الفحص:** تتكون من ستة أعضاء يعينون من قبل مجلس المحافظين ويتبعون له مباشرة، ويتم انتدابهم لمدة ست سنوات غير قابلة للتجديد. تدقق اللجنة الحسابات السنوية للبنك، وتتولى معاينة مختلف أنشطته للتأكد من احترامها للقوانين والمساطر الداخلية التي تؤطر عمل البنك داخل الاتحاد وخارجه.

ويسعى البنك الأوروبي للاستثمار إلى تحقيق جملة من الأهداف هي:

- تعزيز قدرات دول الاتحاد الأوروبي على مستوى تحفيز النمو والتشغيل والابتكار واكتساب المهارات؛
- تشجيع أساليب التكامل الاقتصادي؛
- دعم المقاولات الصغرى والمتوسطة وإبداع صيغ تمويلية ملائمة؛
- دعم المشاريع الرامية إلى تطوير البنيات الأساسية لبلدان الاتحاد؛
- دعم المبادرات والمشاريع الهادفة إلى التخفيف من تداعيات التغيرات المناخية والانتقال إلى اقتصاد مستدام يحترم البيئة؛
- الترويج لسياسات الاتحاد الأوروبي خارج دول الاتحاد.

وتأتي الموارد المالية للبنك الأوروبي للاستثمار من إصدار السندات في الأسواق المالية الدولية، وتعزز هذه الموارد بمساهمات الدول الأعضاء المقررة في رأسمال البنك، والقروض التي يحصل عليها من الدول والمؤسسات المالية الدولية، وبلغ حجم رأس المال المكتتب للبنك في يوليو 2013 أكثر من 243 مليار يورو.

وتتركز أكثر من 90% من عمليات التمويل التي يقوم بها البنك في أوروبا، ويتوزع ما بقي منها على باقي القارات، في إطار دعم البنك لسياسات الاتحاد الأوروبي في مجال التعاون الدولي للحد من الفقر ومن تأثير التغيرات المناخية.

2-3- بنك التنمية الإفريقي: أنشئ البنك الأفريقي للتنمية في 4 أوت 1963 في العاصمة السودانية الخرطوم بعد اتفاق موقّع بين 23 بلدا للمساهمة في التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للبلدان الأفريقية.

وهو مؤسسة تمويل تنموية متعدّدة الأطراف، تعنى بالتنمية في أفريقيا، وتركز اهتمامها واستثماراتها في منطقة شبة صحراء أفريقيا لمكافحة الفقر والتخلف وتشجيع التنمية المستدامة.

تم إنشاؤها لتمويل الاحتياجات الإنمائية للبلدان الأفريقية ، وخاصة البلدان النامية، من خلال تقديم قروض ومنح رخيصة لتمويل برامج الشراكة بين القطاعين العام والخاص، يهدف البنك إلى تحقيق الحد من الفقر، وتحسين مستويات المعيشة، وتعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية في أفريقيا.

ويتألف الهيكل الاداري للبنك من هيئة عليا تمثل مجلس المحافظين ويضم وزراء الاقتصاد والمالية للبلدان الأعضاء، وممثل قانوني عن البنك إلى جانب مجلس إداري يتكون من 18 عضوا منتخبين من قبل المجلس، ومن رئيس البنك المنتخب من قبل مجلس المحافظين.

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

وتشير الاحصائيات الى أنه وخلال الفترة (1967 إلى 2011)، قدم البنك ثلاثة آلاف و660 قرضا، بقيمة إجمالية تناهز 92 مليار دولار، وخصص بين (2008 و2011) ثمانية مليارات دولار لتمويل أشغال البنية التحتية في القارة الأفريقية.

3-3- بنك التنمية الأسيوي: جاءت فكرة تأسيس هذا البنك من قبل الدول المشاركة في المؤتمر الوزاري الأول للتعاون الاقتصادي بآسيا، الذي عقد سنة 1963 بمبادرة من لجنة الأمم المتحدة الاقتصادية لآسيا والشرق الأقصى، حيث قررت هذه الدول تأسيس بنك متعدد الأطراف لتمويل المشاريع التنموية في آسيا والمحيط الهادي، وتجسيدا لتلك الفكرة جاء تأسيس البنك الآسيوي للتنمية في 19 ديسمبر 1966، بمساهمة 31 بلدا في رأسماله الأولي، و يقع مقره في مانيلا عاصمة الفلبين.

وهو مؤسسة مالية متعددة الأطراف تهدف إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في منطقة آسيا والمحيط الهادي، من خلال توفير القروض والمساعدة التقنية والمنح والاستثمار.

ويضم البنك الآسيوي للتنمية في عضويته 67 دولة، تنتمي 48 منها إلى منطقة آسيا والمحيط الهادي، في حين تقع بقية البلدان في أوروبا (18 دولة) وأميركا الشمالية دولة واحدة هي كندا.

يتكون الهيكل الاداري للبنك من مجلس للمحافظين ومجلس للإدارة، ومجلس المحافظين هو أعلى هيئة في البنك، ويضم ممثلين عن كل الدول الأعضاء، ويجتمع سنويا للمصادقة على الميزانية وبرنامج العمل، وتحديد التوجهات الكبرى للبنك في كل مرحلة.

أما مجلس الإدارة فيضم 12 عضوا ينتخبهم مجلس المحافظين، ويقوم بمراجعة واعتماد جميع عمليات البنك من تمويلات واستثمارات وتقديم المساعدة التقنية.

ويسعى البنك الآسيوي للتنمية إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في منطقة آسيا والمحيط الهادي من خلال تمويل مشاريع تحقق ثلاثة أهداف، هي:

- التنمية الاقتصادية الشاملة؛
- التنمية المستدامة على المستوى البيئي؛
- والتكامل الاقتصادي الإقليمي.

ويركز البنك عملياته في البنيات التحتية مثل الماء، الطاقة، النقل، التنمية الحضرية، تكنولوجيا المعلومات والاتصال، إلى جانب البيئة، والتعاون والاندماج الإقليمي، وتطوير القطاع المالي، والتعليم. كما يهتم -ولكن بشكل محدود- بقطاعات الصحة، الزراعة، الموارد الطبيعية، وإدارة القطاع العام.

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

الفصل الثالث: المصادر غير الرسمية للتمويل الدولي (الخاصة)

يقصد بالمصادر غير الرسمية للتمويل الدولي التحركات غير الرسمية لرؤوس الأموال والقروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات خاصة) إلى حكومات الدول الأجنبية، أو المؤسسات العامة آو الخاصة، اضافة الى الاستثمار الأجنبي والشركات متعددة الجنسيات، و يأخذ هذا النوع من التحركات الدولية لرؤوس الأموال الأشكال الفرعية التالية:

أولا- 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 سنة إلى 10 سنوات، وبأسعار الفائدة السائدة في سوق الاقتراض الدولي طويل الأجل.

ويوجد بصفة عامة نوعان من قروض التصدير:

1-قرض المشتري(Buyer loan): هو قرض متوسط الأجل، يمكن اعتباره آلية يقوم بموجبها بنك معين أو مجموعة من بنوك بلد المصدر بإعطاء قرض للمستورد، ويمنح قرض المشتري لفترة تتجاوز(18) شهرا (يحدد فيه أنماط الدفع، أجال التسديد، سعر الفائدة، العمولات، الضمانات....الخ)، و يلعب المصدر دور الوسيط في المفاوضات مابين المستورد والبنوك المعنية بغرض إتمام عملية القرض.

من أهم مميزات قرض المشتري أنه يحتوي على عقدين متميزين وهما :

أ- العقد التجاري: يبين فيه التزامات البائع والمشتري، و نوعية السلع ومبالغها وشروط تنفيذ الصفقة، و يمثل القاعدة الأساسية لاتفاقية القرض، بحيث بدون وجوده لا تحقق اتفاقية منح القرض؛

ب- العقد المالي (عقد القرض): هو عقد يبرم بين المستورد و البنك المانح للقرض(يمضي بعد العقد التجاري حيث يلغى في حالة إلغاء هذا الأخير)، ومن أهم الشروط الموجودة في هذه الاتفاقيات نذكر:

- مدة القرض، والتي تتراوح بين 18 شهر إلى 10 سنوات.
- قاعدة القرض، والتي تشير الى المبلغ المقترض الذي يمثل 85% من مبلغ صفقة التمويل.
- تكلفة القرض، والتي تعبر عن الفائدة المطبقة على القرض إضافة إلى العمولات (عمولة التسيير و الالتزام)، وتكلفة التأمين.
- ضمان القرض، وينقسم إلى قسمين:

- تأمين القرض: يؤمن من خلاله البنك المقرض بنسبة 90 % ضد خطر عدم قدرة المقترض على الدفع؛

-التأمين ضد الخطر الصناعي: يؤمن ضد خطر عدم إتمام الصفقة، أو عن توقف القرض من طرف البنك.

إضافة إلى هذا، يتميز قرض المشتري بالخصائص التالية:

- يمنح قرض المشتري عادة لتمويل الصفقات الهامة، من حيث المبلغ و طوال فترة الانتظار؛
- يسمح هذا النوع من التمويل بحماية المصدر من الخطر التجاري، و كذا التخلص من العبئ المالي الذي يتم تحويله للبنك؛
- عادة ما تكون مثل هذه القروض مضمونة من طرف منظمات خاصة بالتامين، حيث تضمن شركات التامين الخاصة بتامين التجارة الخارجية للبنك في حدود 95% من قيمة القرض و 5% الباقية تمثل خطر على الخارج.

ج- مراحل سير عملية قرض المشتري: تتمثل أهم المراحل بالترتيب في ما يلي:

- إمضاء العقد التجاري بين المستورد والمصدر، بمراعاة عناصر العقد؛
- توقيع العقد المالي بين البنك المقرض و المستورد؛
- فتح اعتماد بطلب من المستورد لدى بنك المصدر، بواسطة بنك المستورد؛
- حصول كلا البنكين المقرض والمصدر على وثقتين للتأمين من طرف هيئة التأمين، الأولى لصالح البنك لضمان ضد خطر القرض المقدم للمشتري الأجنبي، والثانية لصالح المصدر لتأمين ضد خطر الصنع؛
- إعداد السلعة و إرسالها إلى المستورد، ثم إرسال مستندات ووثائق التصدير مرورا ببنك المورد؛

- تقديم الوثائق من طرف بنك المورد لبنك المشتري للحصول على المبلغ المدفوع؛
- تقديم الوثائق من طرف بنك المشتري وحصوله على المبلغ الذي دفعه.

2-قرض المورد (Supplier Loan): هو ذلك القرض الذي يمنح للمصدر، والذي يعطي أجالا -مدة- للدفع للمتعاملين الأجانب، فالمورد الذي يمنح قرضا للمتعامل الأجنبي، والذي لا يقبل الحصول إلا على جزء من السعر (السعر المطابق، الموازي للصادرات)، هذا الأخير يجب أن يحصل من بنكه على قرض في انتظار الحصول على المبالغ المستحقة على المستورد الأجنبي.

أي قيام البنك بمنح قرض للمصدر لتمويل صادراته، و هو ناشئ بالأساس عن مهلة التسديد، أي عندما يمنح المصدر لصالح زبونه الأجنبي مهلة للتسديد، يلجأ إلى البنك للتفاوض حول إمكانية قيام هذا الأخير بمنحه قرضا لتمويل هذه الصادرات، و لذلك يبدو قرض المورد على أنه شراء لديون من طرف البنك على المدى المتوسط.

2-1-خصائص قرض المورد: هناك عدة خصائص لقرض المورد لعل أهمها:

- تصل مدة القرض إلى 07 سنوات في حالة المدى المتوسط، و10 سنوات في حالة المدى الطويل؛
- أنه قرض مقدم من طرف المصدر على شكل تأخير في الدفع، في الحدود التي اقترحتها أجهزة التأمين على قرض التصدير؛
- يتطلب قرض المورد قبول المستورد للكمبيالة المسحوبة عليه، و هذه الكمبيالات قابلة للخصم و لإعادة الخصم؛
- يكون قرض المورد مضمون من طرف منظمات خاصة، كـ (COFACE) بفرنسا، و (HERMES) بألمانيا؛
- قرض المورد يتطلب إبرام عقد واحد، يتضمن بالإضافة إلى الجانب التجاري للصفقة شروط وطرق تمويلها (العقد المالي).

2-2-مراحل سير عملية قرض المورد: يمر قرض المورد بالمراحل التالية:

- إبرام العقد التجاري بين المصدر والمستورد؛
- العقد المالي بين المستورد وبنك المقرض؛

- تامين القرض من طرف المصدر وبنك المقرض لدى هيئة التامين؛
- تقديم الضمانات البنكية؛
- إرسال المستندات لبنك المقرض بعد إرسال البضاعة؛
- التسديد من طرف بنك المقرض للمورد؛
- حصول بنك المقرض على المبلغ الذي دفعه من طرف بنك المستورد؛
- تسديد المستورد لبنك المستورد.

2-3-أوجه الاختلاف بين قرض المشتري وقرض المورد: هناك عدة أوجه إختلاف بين قرض المورد وقرض المشتري، يمكن إجمالها في النقاط التالية:

أ- قرض المورد:

- يمنح للمصدر، بعد منح هذا الأخير مهلة للمستورد؛
- وجود عقد واحد (عقد تجارى)؛
- بوليصة تامين القرض يتحملها المصدر، لكنها تدخل في تكاليف العقد التجاري؛
- سريع نظرا لان المصدر يراقب مجمل العمليات؛
- لا تظهر التكاليف بوضوح، فهي ليست معروفة.

ب-قرض المشترى:

- يمنح للمستورد بوساطة من المصدر؛
- وجود عقدين (عقد مالي، عقد تجارى)؛
- بوليصتين للتامين ناتجة عن وجود عقدين يتحملها المصدر؛
- مفاوضات طويلة؛
- ظهور كل من التكاليف بوضوح في اتفاقية القرض.

ثانيا- تسهيلات مصرفية (Banc crédit): وهي قروض قصيرة الأجل تمنحها البنوك 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.

ثالثا- القروض المشتركة (Syndicated loans): القرض المشترك هو قرض تقدّمه مجموعة من المقرضين ويتم تنظيمه وترتيبه وإدارته بواسطة بنك أو عدة بنوك تجارية أو بنوك استثمارية تعرف باسم المنظّمين الرائدين، ويتضمن الحصول على مبالغ مالية ضخمة من عدة مؤسسات مالية ومن خلال اتفاقية واحدة.

تعتبر القروض (المشتركة) أداة تمويل للمقترضين الذين يحتاجون إلى قروض كبيرة الحجم بالأورودولار ولآجال تصل إلى خمس (5) سنوات وقد تمتد أحيانا إلى 10 سنوات، كما يمكن أن تكون ذات أجل قصير (بين 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 "كونسوريتوم" (Consrtium) 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، حيث يتم من خلاله:

- توفير مبالغ مالية ضخمة؛
- إمكانية التمويل مع مدة استحقاق أطول؛
- تقليل الوقت والجهد في التفاوض على الاشتراطات؛
- زيادة الفاعلية المالية الإجمالية.

1-أطراف التعامل في القروض المشتركة(Borrower):

1-1-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.

1-2-مجموعة البنوك المقرضة (Lending Bank): يتكون كونسوريتوم البنوك من فئات مختلفة تتفاوت في الأهمية حسب قيمة الشريحة التي تشارك بها في القرض، وتتكون هذه البنوك من:

أ- **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 وضمان نجاح تسويقه بين مختلف البنوك العاملة في السوق.

ب-**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 الاعلامية والشروط التي ستتضمنها 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.

1-3-المدراء المساعدون (Co-manager): يحتل المدراء المساعدون المستوى الثالث في المجموعة الإدارية للقرض وحصتهم اقل من حصة المدراء الذين يعلونهم وأقل من طبقة المدراء الرئيسيين.

1-4-المشاركون العاديون (Ordinary Participants): تأتي هذه البنوك في مؤخرة المجموعة الإدارية للقرض، ويأتي ترتيبها حسب نسبة مشاركتها في القرض.

1-5-الفئة الخاصة: بمعنى أنها لا تعتبر من طبقة المديرين أو المديرين المساعدين أو المشاركين العاديين، وإنما تأتي مرتبتهم في وثائق الاعلان عن القرض في نفس مرتبة المديرين

المساعدين أو بين هؤلاء والمشاركين العاديين.

1-6-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، وإعداد سجل يحتوي على تفاصيل الإجراءات المتعقلة بالقرض؛
- فحص التقارير السنوية والميزانيات المقدمة من المقترض؛
- إعلام مجموعة البنوك المقرضة لكل المعلومات والبيانات عن المقرض.

رابعا- الأسواق المالية الدولية: يمكن اعتبار السوق المالية المجال أو الإطار الذي يتم فيه الالتقاء أو الجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض (المدخرة) والتي ترغب بالاستثمار، ووحدات العجز المالي التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة.

و نظرا للتنوع الكبير الذي تتميز به، فإننا نجد تقسيمات متعددة لها، تختلف باختلاف المعيار المستخدم، وعموما يمكن أن نفرق بين قسمين رئيسين:

1- السوق النقدية الدولية: هي سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقاتها من حيث مصادرها واستخدمها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشترى به أوراق الدين قصيرة الأجل.

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 بالعملات الأجنبية.

ومن مواصفاتها أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تتشكل من مجموعة البنوك والمؤسسات المالية بأنواعها، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها (الأصول المتداولة)، وبدرجات مرتفعة من الأمان، ويعتبر سعر الفائدة هو ثمن التوازن في السوق النقدي.

2-سوق رأس المال الدولية: هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء الأسهم أو السندات، 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.

خامسا- الاستثمار الأجنبي والشركات متعددة الجنسيات:

1- الاستثمار الاجنبي المباشر: يعتبر أحد أهم مصادر التمويل الدولي التي تعتمد عليها الدول لسد فجوة الموارد المحلية، و تؤدي زيادة الاستثمار الى تخفيف مشكلة القروض الخارجية والى تدعيم الجانب المالي والجانب التنموي للدول.

وتعبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة عن استراتيجية طويلة المدى تتمثل في شراء وتملك أصول خارجية في شركات عاملة أو المساهمة فيها، أي امتلاك شيء ملموس ومحدد، يمكن المستثمر من إدارة الشركة المساهم فيها و التأثير بدرجة ما في استراتيجياتها.

كما يعبر الاستثمار الاجنبي عن قيام مستثمر في بلد ما(البلد الأم) بامتلاك أصل أو موجود في بلد آخر(البلد المضيف) مع وجود النية في إدارة ذلك الأصل.

وبالتالي فالاستثمار الأجنبي المباشرة هوالاستثمار الذي يفضي إلى علاقة طويلة الأمد ويعكس منفعة وسيطرة دائمتين للمستثمر الأجنبي، أوالشركة الأم في فرع أجنبي قائم في دولة مضيفة غير تلك التي ينتميان إلى جنسيتها، ويشمل الاستثمارالأجنبي المباشر ملكية الأسهم، رأس المال، الأرباح المعاد استثمارها، والقروض من الشركة الأم للشركات التابعة في القطر المضيف، وهي الاستثمارات التي تفضي إلى السيطرة على الأصول المستخدمة في الإنتاج في الخارج.

وبرز الإستثمار الأجنبي المباشر كأحد أهم أشكال التمويل الدولي منذ تسعينات القرن العشرين خصوصا على مستوى الدول النامية، باعتباره تحول للبروز كبديل للتمويل عن طريق القروض الذي أدخل الدول المعنية في أزمة مديونية في ثمانينات القرن العشرين، والتي كانت

لها عواقب كبيرة على اقتصادياتها، زيادة على ما يوفره الإستثمار الأجنبي المباشر من إيجابيات عديدة على الإقتصاد المستضيف مقارنة بأشكال التمويل الأخرى، من حيث الإستفادة من كفاءة رأس المال الأجنبي، وما يرتبط به من تطور في الخبرات والتقنية التكنولوجية التي تؤثر إيجابا في الإقتصاد المحلي.

إن استقطاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة يتطلب تهيئة مناخ ملائم لها يرتكز بالأساس على توفر الإستقرار السياسي، استقرار وملائمة ومرونة البيئة التشريعية والقانونية المنظمة، توفر فرص ربحية، تحرير السوق (الحد من تدخل الدولة) وحماية حقوق الملكية.

2- الشركات متعددة الجنسيات (Multinational Corporation) (MNC) :

2-1-تعريف الشركات متعددة الجنسيات: تعد هذه الشركات من أهم أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر والمحرك الرئيسي له، حيث أن لها فروعا متعددة تمتد إلى عدة دول مختلفة، وتتميز بالحجم الكبير من حيث المبيعات والإنتاج وتنوعه، وتفوقها التكنولوجي والانتماء إلى دول اقتصاديات السوق المتقدمة صناعيا، وكذا زيادة درجة التنوع والتكامل.

وهي شركة تخضع ملكيتها لسيطرة جنسيات متعددة، كما يتولى إدارتها أشخاص من جنسيات متعددة، وتمارس نشاطها في بلدان أجنبية متعددة، على الرغم من أن إستراتيجياتها وسياساتها وخطط عملها تصمم في مركزها الرئيسي الذي يوجد في دولة معينة تسمى الدولة الأم (Home Country)، إلا أن نشاطها يتجاوز الحدود الوطنية والإقليمية لهذه الدولة وتتوسع في نشاطها إلى دول أخرى تسمى الدول المضيفة (Host Countries).

وتعتمد أنشطتها هذه الشركات على سوق متعدد الدول، كما أن استراتيجياتها وقراراتها ذات طابع دولي وعالمي، و تتمتع بقدر كبير من حرية تحريك ونقل الموارد، ومن ثم عناصر الإنتاج من رأس المال والعمل، فضلا عن المزايا التقنية و نقل التكنولوجيا بين الدول المختلفة.

وهي تساهم من خلال تأثيرها في بلورة خصائص وآليات النظام الاقتصادي العالمي الجديد، وتعد من العوامل الأساسية في ظهور العولمة.

2-2-خصائص الشركات المتعددة الجنسيات: تمتع الشركات المتعددة الجنسيات والتي تعد من أهم ملامح ظاهرة العولمة أو النظام الاقتصادي المعاصر بالعديد من الصفات والسمات التي تميزها وتتحدد دورها وتأثيرها على النظام الاقتصادي العالمي، ومن أهم هذه الصفات:

- **ضخامة الحجم:** تتميز هذه الشركات بتمثليها لكيانات اقتصادية عملاقة، ومن المؤشرات التي تدل على ضخامة حجمها، حجم الاستثمارات، وحجم رأس المال، وتنوع الانتاج، و ارتفاع أرقام المبيعات وكذلك الإيرادات التي تحققها، بالإضافة إلى حجم الشبكات التسويقية التي تملكها، وحجم الإنفاق العالي على البحث والتطوير، فضلا عن هياكلها التنظيمية وكفاءة أدارتها.
- **التنوع الكبير في الأنشطة:** تقوم سياسة الشركات المتعددة الجنسيات على تنوع المنتجات التي تخرجها الشركة بهدف تقليل حجم الخسائر لأدنى درجة ممكنة، ففي حال حدوث الخسارة في أحد المنتجات التي تنتجها هذه الشركات يحدث ربح في المنتجات الأخرى، وبالتالي يسهم ذلك في تحقيق التوازن والربح العالي.
- **الانتشار الجغرافي (الأسواق):** تتميز الشركات متعددة الجنسيات بكبر مساحة السوق التي تغطيها وامتدادها الجغرافي، خارج الدولة الأم، بما لها من إمكانيات هائلة في التسويق، وفروع وشركات تابعة في أنحاء العالم.
- **القدرة على تحويل الإنتاج والاستثمار على مستوى العالم:** هذه الخاصية ناتجة عن كون هذه الشركات تتميز بنشاطها الاستثماري الواسع في العالم، وكذلك كونها كيانات عملاقة متنوعة الأنشطة تسودها عمليات التكامل الأفقي والرأسي.
- **إقامة التحالفات الإستراتيجية:** وهي من السمات الهامة للشركات متعددة الجنسيات والتي تسعى دوماً إلى إقامة تحالفات إستراتيجية فيما بينها، من أجل تحقيق مصالحها الاقتصادية المشتركة وتعزيز قدراتها التنافسية والتسويقية.
- **المزايا الاحتكارية:** ترجع هذه السمة إلى أن هيكل السوق الذي تعمل فيه هذه الشركات، يأخذ شكل سوق احتكار القلة في الأغلب الأعم، ومن أهم عوامل نشأته تمتع مجموعة الشركات المكونة له من احتكار التكنولوجيا الحديثة، والمهارات الفنية والإدارية ذات الكفاءات العالية والمتخصصة، وهو ما يتيح لها الفرصة لزيادة قدراتها التنافسية ومن ثم تعظيم أرباحها وإيراداتها، وتتحدد المزايا الاحتكارية في أربعة مجالات هي **التمويل، والإدارة، والتكنولوجيا، والتسويق**.

وتنبع المزايا التمويلية من توافر موارد عالية كبيرة لدى الشركة متعددة الجنسية، وتمكنها من الاقتراض بأفضل الشروط من الأسواق المالية العالمية نظرا لوجود عنصر الثقة في سلامة وقوة مركزها المالي.

- **تعبئة المدخرات العالمية:** تسعى الشركات متعددة الجنسيات إلى تعبئة المدخرات من السوق العالمية من خلال مجموعة الوسائل التالية :
- طرح الأسهم الخاصة بتلك الشركات في كل من الأسواق المالية العالمية الهامة وكذلك الأسواق الناهضة، وغيرها؛
- استقطاب الجزء الأعظم من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وتوجهه أساسا إلى أسواق الدول الصناعية التي تمثل ثلاثة أرباع السوق العالمية؛
- إلزام كل افروع التابعة لها بأن توفر محلياً أقصى ما يمكن من التمويل اللازم لها، من خلال وسائل مختلفة مثل المشروعات المشتركة، طرح الأسهم الخاصة بتلك الشركات في الأسواق المالية العالمية، الاقتراض من الجهاز المصرفي المحلي وغيرها.
- **التخطيط الاستراتيجي والإدارة الإستراتيجية:** يعتبر التخطيط الاستراتيجي أداة لإدارة الشركات متعددة الجنسيات، وهو المنهج الملائم الذي يضمن ويؤدي إلى تحقيق ما تهدف إليه الشركة متعددة الجنسية والتعرف على ما ترغب أن تكون عليه في المستقبل، و تسعى من خلاله لاقتناص الفرص وتكبير العوائد، وتحقيق معدلات مرتفعة في المبيعات والأرباح ومعدل العائد على رأس المال المستثمر.

2-3-دور الشركات متعددة الجنسيات:

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

- **التأثير على النظام النقدي الدولي:** ويتبين من الحجم الضخم من الأصول السائلة والاحتياطات الدولية المتوافرة لدى هذه الشركات، وهو ما يوضح مدى التأثير الذي يمكن أن تمارسه هذه الشركات على السياسة النقدية الدولية والاستقرار النقدي العالمي.
- **التأثير على التجارة العالمية:** نتيجة لاستحواذ الشركات المتعددة الجنسيات على نسبة كبيرة من حجم التجارة وحركة المبيعات الدولية، فإنها تؤثر بلا شك على منظومة وهيكل التجارة

الدولية، من خلال ما تمتلكه من قدرات تكنولوجية عالية وإمكانيات وموارد، قد تؤدي إلى إكساب الكثير من الدول بعض المزايا التنافسية في الكثير من الصناعات والأنشطة، كما يؤدي إلى ازدياد حجم التبادل التجاري بين تلك الشركات ومشروعاتها التابعة أو فروعها في الدول المختلفة.

- **التأثير على توجهات الاستثمار الدولي:** تشير تقديرات تقرير الاستثمار الدولي الى إن الشركات المتعددة الجنسيات تنفذ الجزء الأكبر من الاستثمارات الدولية سنويا، ويلاحظ في هذا المجال أن الخريطة الاستثمارية للاستثمار الدولي تتأثر بتوجهات النشاط الاستثماري للشركات المتعددة الجنسيات.
- **تكوين أنماط جديدة من التخصص وتقسيم العمل الدولي:** ان تفاعل تأثير النشاط الاستثماري والإنتاجي والتسويقي والتجاري للشركات المتعددة الجنسيات على التجارة العالمية وتوجهات الاستثمار الدولي، قد أدى إلى تكوين أنماط جديدة من التخصص وتقسيم العمل الدولي، وأصبحت قرارات الإنتاج والاستثمار تتخذ من منظور عالمي وفقا لاعتبارات الاقتصادية فيما يتعلق بالتكلفة والعائد.
- **التأثير على نقل التكنولوجيا وإحداث الثورة التكنولوجية :** حيث تقوم الشركات المتعددة الجنسيات بدور فعال ومؤثر في إحداث الثورة التكنولوجية.

الفصل الرابع: ميزان المدفوعات

يعتبر ميزان المدفوعات أحد أكثر المؤشرات الاقتصادية التي يهتم بها رجال الاقتصاد و السياسة في البلد، حيث يوفر الإحاطة الكاملة بعناصر التجارة و المعاملات المالية الدولية.

فميزان المدفوعات انعكاس لـ:

- قيم البضائع المصدرة و المستوردة؛
- إيرادات الشركات الوطنية و شركات النقل و الشحن الأجنبية؛
- إيرادات مواطنيها المقيمين بالخارج(حركة السياحة)؛
- الأرباح الرأسمالية المحققة من الاستثمارات الخارجية؛
- كافة الإيرادات القادمة من الخارج سواء كانت من أفراد أو هيئات أو شركات خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة واحدة.

أولا- ماهية ميزان المدفوعات:

1- تعريف ميزان المدفوعات: يمكن تعريف ميزان المدفوعات لدولة ما، بأنه بيان حسابي يسجل قيم جميع السلع والخدمات، والهبات والمساعدات الأجنبية، وكل المعاملات الرأسمالية، وجميع كميات الذهب النقدي، الداخلة والخارجة، إلى ومن بلد ما، خلال فترة معينة من الزمن عادة ما تكون سنة، أي أنه سجل منظم لجميع العمليات التجارية، المالية والنقدية بين المقيمين وغير المقيمين في دولة معينة، ولفترة زمنية عادة ما تكون سنة

كذلك، هو- وفق صندوق النقد الدولي- "سجل يعتمد على القيد المزدوج، يتناول إحصائيات فترة زمنية معينة، للتغيرات في مكونات أو قيمة أصول اقتصاديات دولة ما، بسبب تعاملها مع بقية الدول الأخرى، أو بسبب هجرة الأفراد، وكذا التغيرات في قيمة أو مكونات ما تحتفظ به من ذهب نقدي، وحقوق سحب خاصة من الصندوق، وحقوقها والتزاماتها اتجاه بقية دول".

هذا ويعرف أيضا، بأنه سجل لمجمل المعاملات الاقتصادية، التي تتم بين المقيمين في دولة معينة وغير المقيمين فيها، وذلك لمدة زمنية غالبا ما تكون سنة واحدة.

ويقصد بالمقيمين، كل الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين (الأفراد، المؤسسات، الهيئات الحكومية... الخ)، الذين يزاولون نشاطهم داخل إقليم الدولة، بما في ذلك مياهها الإقليمية

ومجالها الجوي، أي الذين تدوم إقامتهم داخل الحدود السياسية للدولة (لسنة أو أكثر)، وذلك بغض النظر عن جنسيتهم.

أما غير المقيمين، فهم كل الأشخاص الذين يمارسون أنشطهم خارج الحدود الإقليمية للدولة.

وهكذا، فميزان المدفوعات يبين بمجموعه ما يشير إلى الاتفاق على النقاط التالية:

- لا يخرج عن كونه سجل يصور في شكل حساب ذو جانبين، جانب دائن تسجل فيه كافة المتحصلات من العالم الخارجي، و جانب مدين تسجل فيه كافة المدفوعات للعالم الخارجي؛
- يتم القيد في هذا السجل من خلال طريقة القيد المزدوج، ويحدث نتيجة لذلك ما يسمى بالتوازن الحسابي أو الشكلي لميزان المدفوعات، ويتم ذلك من خلال ما يسمى ببنود الموازنة أو التسوية؛
- يتم التسجيل في ميزان المدفوعات على أساس التفرقة بين المقيمين وغير المقيمين، فالقاعدة العامة في هذا المجال، هي أن كل عملية يترتب عليها طلب عملة دولة وعرض عملة دولة أخرى تقيد في الجانب الدائن، وكل عملية يترتب عليها عرض عملة بلد وطلب عملة بلد آخر تقيد في الجانب المدين.

وبهذا يتم تسجيل أية معاملات تترتب عنها:

- مقبوضات أو تحصيلات من الغير للبلد المعني في الجانب الدائن(كالصادرات مثلا).
- مدفوعات للغير في الجانب المدين(كالواردات مثلا).

2- مكونات ميزان المدفوعات: يقسم ميزان المدفوعات أفقيا إلى جانبين أحدهما مدين(سلبي) والأخر دائن (إيجابي)، فالجانب الدائن يحتوي على سجل لجميع المعاملات التي تنتج عنها مدفوعات من بلد ما إلى البلدان الأخرى، أما الجانب الدائن فيحتوي على سجل لجميع المعاملات التي ينتج عنها دخول مدفوعات أجنبية إليه ، فمثلا الصادرات تؤدي إلى زيادة المدفوعات الأجنبية إلى البلد، ومن ثم تقيد في الجانب الدائن، أما الواردات فتقيد في الجانب المدين، حيث أنها تؤدي إلى زيادة مدفوعات البلد إلى الخارج.

أما عموديا فلا توجد تقسيمات موحدة لميزان المدفوعات تسير عليها جميع الدول، لذا حاول صندوق النقد الدولي توحيد طريقة إعداد ميزان المدفوعات، فقسمه إلى ما يلي:

2-1-حساب العمليات الجارية: يشمل الحساب الجاري، مجموعة متنوعة من التدفقات المالية الناتجة عن المعاملات الدولية، والتي من شأنها التأثير على حجم الدخل الوطني بصورة مباشرة، سواء بالزيادة أو بالنقصان، لذلك يطلق عليه أحيانا اسم حساب الدخل، وينقسم هذا الحساب إلى حسابين فرعيين:

2-1-1- الميزان التجاري: يمثل الميزان التجاري القسم الرئيسي من ميزان المدفوعات، وهو يعرف بأنه البيان الذي يشتمل على كافة البنود الدائنة والمدينة لكل من الصادرات والواردات من السلع والخدمات، هذا في معناه الواسع، أما في معناه الضيق، فهو لا يظهر إلا المعاملات المنظورة أي الملموسة في شكل سلع، وبالتالي يمكن تقسيم هذا الحساب إلى:

أ- الميزان السلعي: ويطلق عليه أيضا ميزان التجارة المنظورة، وهو الذي يحتوي على الصادرات والواردات السلعية (التي تتخذ شكلا ماديا ملموسا)، بما في ذلك الذهب غير النقدي، الذي يتم تبادله بين المقيمين وغير المقيمين.

ب- ميزان الخدمات: ويسمى بحساب أو ميزان المعاملات غير المنظورة، وتسجل فيه جميع المعاملات الخدمية، أي صادرات وواردات الخدمات(خدمات النقل، التأمين، السياحة، البنوك...)، وتسجل صادرات الخدمات في الجانب الدائن من هذا الميزان، أما واردات الخدمات فتسجل في الجانب المدين.

2-1-2-حساب التحويلات من جانب واحد: ويسجل التحويلات الخاصة أو الحكومية، التي يترتب عليها انتقال موارد حقيقية أو مالية من وإلى الخارج، دون اقتضاء مقابل فوري.

وتشمل هذه التحويلات الهبات، التبرعات، الإعانات، وتحويلات العاملين والمهاجرين في الخارج إلى ذويهم، وسميت بالتحويلات من جانب واحد لأنه لا يترتب على الدولة المستفيدة جرائها أي التزام بالسداد، وقد تكون هذه التحويلات خاصة أو حكومية، وتسجل هذه التحويلات مرتين، كما يلي:

- تسجل كافة التحويلات والمدفوعات من جانب واحد، والتي تتلقاها دولة معينة من دول العالم الخارجي في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات، باعتبارها تمثل في هذه الحالة حقا للدولة تجاه الدول الأخرى، ويكون حساب التحويلات من جانب واحد مدينا بقيمة هذه التحويلات أو

المدفوعات التي تتم لصالح الدولة من العالم الخارجي (الجانب المدين لحساب السلع أو الخدمات المقدمة، هذا بالنسبة للدولة المستفيدة).

- تسجل كافة التحويلات والمدفوعات من جانب واحد، والتي تقدمها الدولة إلى العالم الخارجي في الجانب المدين من ميزان المدفوعات، باعتبار أن الدولة عليها دفعها، فهي تمثل ديون عليها للعالم الخارجي، في حين تسجل قيمتها في الجانب الدائن من حساب التحويلات أو المدفوعات من جانب واحد.

2-2-حساب العمليات الرأسمالية: تسجل في هذا الحساب كافة المعاملات الدولية التي يترتب عنها انتقال رأس المال سواءًا كان أصولا حقيقية أو مالية - من دولة إلى أخرى-، أي تسجل فيه كافة العمليات التي تمثل تغيرا في مركز الدائنية والمديونية للدولة.

ويتضمن حساب العمليات الرأسمالية حسابين أساسين هما:

2-2-1-حساب رأس المال طويل الأجل: ويشمل هذا الحساب جميع العمليات الرأسمالية طويلة الأجل التي تفوق مدتها سنة واحدة، معبر عنها بالتدفقات الرأسمالية من البلد إلى الخارج أو العكس، ونجد في هذا الحساب:

"عمليات الاستثمار المباشر في الخارج، عمليات الاستثمار الأجنبي في الداخل، عمليات الاقتراض طويل الأجل وأقساط سدادها، شراء أو بيع عقارات في الخارج، حصة الدولة في المنظمات الدولية، وفي ملكية العلاقات التجارية وبراءات الاختراع".

وطبقا للقاعدة العامة، والتي مفادها أن أية معاملات يترتب عليها تحقيق متحصلات تردنا من الخارج تسجل في الجانب الدائن، بينما تقيد في الجانب المدين أية معاملات يترتب عنها قيامنا بمدفوعات للخارج، يتم تسجيل المعاملات الراسمالية طويلة الاجل، كما يلي:

- **الجانب الدائن:** تسجل فيه القروض الرأسمالية الأجنبية الآتية من الخارج، وأقساط سداد القروض الرأسمالية الوطنية المقرضة للخارج، وكذلك الاستثمارات التي يقوم بها الأجانب في البلد.
- **الجانب المدين:** تسجل فيه معاملات القروض المقدمة للخارج، وأقساط سداد القروض الأجنبية التي اقترضت من جانب المواطنين، وكذلك الاستثمارات التي يقوم بها مواطنونا في الخارج.

2-2-2- حساب رأس المال قصير الأجل: ويضم رؤوس الأموال الداخلة أو الخارجة بهدف الاستثمار قصير الأجل، ويتمثل في التغيرات التي تطرأ على إجمالي الحقوق المالية قصيرة الأجل التي يحتفظ بها المقيمون على الأجانب، وإجمالي الحقوق المالية التي يحتفظ بها الأجانب على المقيمين، وتتخذ هذه الحقوق أشكالا كثيرة: أذونات خزينة، وشهادات إيداع قصيرة الأجل، عملات (يدخل الذهب في حساب العمليات الرأسمالية، حيث يعتبر أصلا من الأصول النقدية التي تستخدم في تسوية المعاملات الدولية، وهو بذلك أداة من أدوات الدفع، ويمكن أن يدخل في الميزان التجاري، إذا كان سلعة تدخل في الصناعة أو غيرها)، ودائع مصرفية، أوراق مالية قصيرة الأجل، كمبيالات، أوراق تجارية...الخ، وتتميز هذه الحقوق بسيولتها الفائقة والسهولة التي تنتقل بها من مكان إلى أخر، ما لم يكن هناك قيود عل تحركها.

وعادة ما تنشا حركات رؤوس الأموال القصيرة الأجل، لتسوية العجز أو الفائض الإجمالي في الميزان.

2-3-حساب أو فقرة السهو والخطأ: تعني حقيقة أن ميزان المدفوعات يبنى على أساس القيد المزدوج، أنه يجب أن يتوازن دائما، أي أن المجموع الكلي للبنود المدينة لابد أن يتساوى بالضبط مع المجموع الكلي للبنود الدائنة، وفي حالة الحصول على مجاميع مختلفة لكل من البنود المدينة والدائنة، فانه يتوجب إدخال بند "موازن" يسمى "سهو وخطأ"، يعوض بقيد مدين أو بقيد دائن ما قد يظهر من اختلاف في هذا الصدد، أي يتم إدخاله لخلق التوازن الحسابي في حالة وجود خلل، أي عدم التوازن بين القيدين الدائن والمدين.

ورغم ما سبق بيانه من حسابات، يعتبر الميزان التجاري هو الأساس في ميزان المدفوعات، حيث يعول عليه وحده في قياس مدى متانة الاقتصاد وقوته وتطوره، ذلك لأنه يوضح النشاط الإنتاجي وهيكله في الدولة، إضافة إلى أن الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات يجد أساسه الهام غالبا في فائض أو عجز الميزان التجاري (أي غالبا ما يتبع الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات رصيد الميزان التجاري)، إلا أن حركة المعاملات الرأسمالية يمكن أن تغير حالة الفائض أو العجز حسب الحالة المعنية، وبالشكل الذي يمكن أن يقلل من الفائض أو العجز أو يزيد منه، حسب طبيعة أوضاع الدولة وظروفها وعلاقاتها الاقتصادية مع العالم الخارجي.

ثانيا- التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات:

يبين ميزان المدفوعات درجة التشابك و الترابط لاقتصاد دولة ما مع باقي الاقتصاديات، فهو يعطي المزيد من التفاصيل عن المعاملات الاقتصادية الدولية، و التي تقيد في هذا السجل من خلال طريقة القيد المزدوج، ويحدث نتيجة لذلك أن ميزان المدفوعات يكون دائمًا متوازنا في المعنى المحاسبي، ولا يمكن الاعتماد على هذا التوازن في استخلاص أو تحليل مركز الدولة الاقتصادي الخارجي، و من هنا، جاء طرح مضمون التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات.

1- مفهوم توازن ميزان المدفوعات: يعرف توازن ميزان المدفوعات على أنه الحالة التي تكون فيها المديونية مساوية للدائنية في المدفوعات المختلفة، ونفرق بين نوعين من التوازنات:

1-1-التوازن المحاسبي: وفقه يتوازن ميزان المدفوعات دائما بناءًا للقواعد المحاسبية القيد المزدوج.

1-2-التوازن الاقتصادي: يتحقق عندما يتساوى الجانب الدائن للحساب الجاري وحساب رأس المال مع مجموع الجانب المدين فيهما، أي أن التوازن الاقتصادي يستوجب تعادل أصول وخصوم بنود المعاملات المستقلة أو التلقائية (المعاملات فوق الخط).

وبهذا، فيوصف ميزان المدفوعات بأنه متوازن أو مختل اقتصاديا، عندما يركز النظر على العمليات التلقائية و المستقلة وحدها دون غيرها، أي دون تغير في العناصر أسفل الخط.

2- اختلال ميزان المدفوعات: يعرف الخلل في ميزان المدفوعات بأنه حالة عدم التوازن بين الجانبين الدائن والمدين في المعاملات التلقائية، والخلل يعني حدوث عجز أو فائض، ويحمل ميزان المدفوعات عديد الأنواع من الإختلالات (الفائض أو العجز)، و التي يمكن حصرها في:

2-1-الإختلال المؤقت (قصير الأمد): هو الاختلال الناتج عن مظاهر اقتصادية قصيرة الأجل، و يزول بزوال الأسباب المنشأة له، وينقسم هذا الاختلال بدوره إلى:

- **الإختلال العارض:** يحدث نتيجة لظروف طارئة غير متوقعة، مثل الحالات المرتبطة بالكوارث الطبيعية كالفيضانات أو الزلازل..الخ، ويزول بزوال الطارئ المسبب له؛
- **الإختلال الموسمي:** نجد هذا النوع خاصة في الدول التي تكون أغلب صادرتها منتجات موسمية ، كالدول الزراعية التي تعتمد على محصول واحد كأهم صادرتها؛

- **الإختلال الدوري:** يرتبط بالتقلبات في النشاطات الاقتصادية التي تتعرض لها الدول دوريا وبشكل مستمر، ويزول بزوال هذه التقلبات، يمكن تسويته عن طريق السياسات الاقتصادية؛
- **الإختلال الإتجاهي:** يظهر خلال انتقال الاقتصاد من مرحلة التخلف إلى مرحلة النمو.
- **الإختلال المتصل بالأسعار:** يرجع إلى العلاقة بين الأسعار الداخلية والأسعار الخارجية، وتتوقف تلك العلاقة على قيمة العملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي.

2-2-الإختلال الدائم (الهيكلي): ناتج عن التغييرات الأساسية في ظروف العرض والطلب، سواء المحلية أو الخارجية، ما يؤثر على الهيكل الاقتصادي، وبالتالي على ميزان المدفوعات.

ويكون العجز دائما إذا استمر لعدد من السنوات، وهذا النوع من الاختلال يلزمه الارتقاء بالفن الإنتاجي والتنظيمي و يتطلب الكثير من الجهود التي قد تمتد لفترة طويلة.

ثالثا- القيد في ميزان المدفوعات:

يستخدم في ميزان المدفوعات نظام القيد المزدوج أي أن أي كل عملية تجارية تؤثر على جانبين في ميزان المدفوعات، فمثلا إذا قامت الجزائر باستيراد القمح من الو م أ، فإن ذلك سيؤثر على جانبين في ميزان المدفوعات وهما: ميزان السلع ويكون مدينا، وحساب الاحتياطات ويكون دائنا بقيمة الصفقة، ويكون ميزان المدفوعات متوازنا من الناحية المحاسبة وبشكل دائم.

سنأخذ موازين المدفوعات وكيفية قيد العمليات ضمن أسلوبين:

1- القيد في ميزان المدفوعات باعتباره بمثابة ميزانية سنوية: القيد هنا يدرج ضمن الأصول والخصوم، وبما أن العمليات أو الصفقات الدولية تسدد من حيث المبدأ وغالبا بالعملات الاجنبية، فإن خروج أو دخول هذه العملات هو المعيار الأساسي في عملية القيد، فكل عملية ينتج عنها دخول للعملات الأجنبية تسجل في الأصول، و كل عملية ترتب خروجا تدون في جانب الخصوم.

ومن أجل التمييز بين الأصول والخصوم يستند إلى معيار أساسي هو عرض أو طلب النقد الأجنبي، على كافة عمليات السلع والخدمات وعائد رأس المال .

أما بشان رأس المال، فإن البلد المصدر لرأس المال (أي البلد الدائن) يدون قيمة رأسماله المصدر في الخصوم في ميزان مدفوعاته، أما البلد المتلقي لرأس المال (البلد المدين) فإنه يقيد قيمة العملة في الأصول.

وفيما يتعلق بالهبات والتعويضات والأموال التي يرسلها المهاجرون، يلاحظ أن البلد المانح يجب عليه عرض نقده في سوق الصرف من أجل الحصول على نقد البلد المتلقي للمساعدة، لذلك يقيد البلد المانح قيمة العملية في الخصوم، أما البلد الممنوح فيقيد قيمة العملية في الأصول.

كذلك بالنسبة لرؤوس الأموال غير النقدية الطويلة والقصيرة الأجل على حد سواء، يجب أن تطبق نفس القاعدة المشار إليها.

كخلاصة: كل العمليات التي جرى عرضها لغاية الآن هي واقعة "فوق الخط" الذي يقسم ميزان المدفوعات، أما حركات رؤوس الأموال النقدية فهي تقع "تحت الخط" المذكور، العمليات الواقعة فوق الخط تعرف بالعمليات الإقتصادية، أما العمليات الواقعة تحت الخط فتعرف بالعمليات النقدية.

والواقع ان ميزان العمليات الاقتصادية (الحساب الجاري)، هو من يتقرر على أساسه ما إذا كان البلد دائنا أو مدينا اقتصاديا للخارج.

وبذلك يصبح ميزان المدفوعات متوازنا بحكم الضرورة، أي أن مجموع الأصول يساوي مجموع الخصوم، فالذي يظهر حالة العجز او الفائض هو في الواقع ميزان العمليات الاقتصادية (الحساب الجاري)، حيث يتقرر على أساسه ما إذا كان البلد دائنا أو مدينا للخارج.

هذا الرصيد يسوى على أثر تدخل السلطات النقدية، التي تمتص الزيادة في الإيرادات عند تحقق الفائض، أو على العكس تقدم هذه السلطات على الاقتطاع من الاحتياطات النقدية لتسديد العجز أو اللجوء إلى صندوق النقد الدولي لأجل تلك الغاية.

جدول رقم (1) : القيد في ميزان المدفوعات تحت بابي الخصوم والأصول

أصول	خصوم
-صادرات. -خدمات مقبوضة (نقل، سياحة، مداخيل رؤوس الأموال المستثمرة في الخارج، أتاوات مقبوضة على البراءات والشهادات). -تحويل مدخرات العمال المهاجرين وهبات مقبوضة من الخارج (خاصة وحكومية). -استثمارات وقروض حكومية متأتية من الخارج. -رؤوس أموال قصيرة الأجل غير مصرفية مستلمة من القطاع الخاص غير المصرفي.	-واردات. -خدمات مدفوعة (نقل، سياحة، مداخيل رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في الداخل، أتاوات مدفوعة على البراءات والشهادات). -خروج مدخرات العمال الأجانب وهبات مقدمة إلى الخارج (خاصة وحكومية). -استثمارات مقامة في الخارج وقروض حكومية ممنوحة. -رؤوس أموال قصيرة الأجل غير مقرضة بواسطة القطاع الخاص المصرفي.
-زيادة الالتزامات قصيرة الأجل للقطاع الخاص المصرفي أو تدني أصوله. -زيادة مديونية القطاع الرسمي (مصرف مركزي+ خزينة)، تجاه باقي البنوك التجارية أو خفض احتياطاته بالذهب والعملات الصعبة وحقوق السحب الخاصة.	-زيادة أصول القطاع المصرفي أو تدني التزاماته. -زيادة احتياطات القطاع الرسمي (مصرف مركزي+ خزينة)، بالذهب والعملات الصعبة وحقوق السحب الخاصة ...إلخ أو تدني التزاماته.

وإذا كان قيد العمليات في ميزان المدفوعات يخضع من الوجهة النظرية لمبدأ المحاسبة المزدوجة، أي ان قيمة العملية الواحدة يتم قيدها مرتين، فإن قيد العمليات لا يجري عمليا حسب مبدأ المحاسبة المزدوجة، وهذا ما تم إيضاحه سابقا، أما مبدأ المحاسبة المزدوجة فسوف يتم وفقا لما يلي:

2-القيد في الميزان طبقا للمحاسبة المزدوجة دائن (له) (Crédit) ومدين (منه) (Débit):

حسب هذه المبدأ (القيد المزدوج)، يعتبر ميزان المدفوعات حساب يشتمل على جانبين:

2-1-الجانب الدائن: تسجل كافة عمليات البيع بما فيها بيع الأصول من قبل المقيمين إلى غير المقيمين (سواء كانت هذه الأصول بضائع أو أسهم أو عملات ...إلخ).

2-2-الجانب المدين: فتسجل كافة عمليات الشراء بما فيها حيازة كافة نماذج الأصول التي يجريها المقيمين مع غير المقيمين.

يجب تطبيق القاعدة على كافة أنواع الأصول، فتسديد العملات الصعبة إلى الخارج بواسطة أحد المقيمين يسجل في الجانب الدائن، لأنه يترتب على ذلك بيع لأصول نقدية، كذلك البيع لسهم أو سند معين من قبل مقيم إلى غير مقيم يدون في الجانب الدائن لأن البيع وقع على أصل مالي.

في المقابل حيازة العملات الصعبة بواسطة أحد المقيمين تسجل في جانب المدين، كذلك شراء أسهم معينة بواسطة أحد المقيمين من غير مقيم يسجل أيضا في جانب المدين(منه)، وعليه فإن الزيادة في التزامات أحد المقيمين تجاه غير المقيمين هي شبيهة ببيع أو تحويل أحد أنواع الأصول، لذلك فهي تسجل في الجانب الدائن (له)، وبالمقابل كل نقص في التزامات (تقلص ديون) أحد المقيمين تجاه غير المقيمين يسجل في الجانب المدين (منه).

الدائن Crédit : انخفاض الأصول أو زيادة الالتزامات.
المدين Débit : زيادة الأصول وانخفاض الالتزامات.

إن كل عملية تجري بين المقيم وغير المقيم، يترتب عليها قيد محاسبي في ميزان المدفوعات (تحت عمود الدائن او تحت عمود المدين)، ولكي يتحقق التوازن في الميزان المذكور يقتضي إدراج مبدأ آخر مقابل وبنفس القيمة (تحت العمود الآخر).

إذا كانت القيود لا يشوبها الخطأ فإن مجاميع الدائن والمدين يفترض أن تكون متساوية تماما، لكنه توجد العديد من حالات الخطأ والسهو التي تحول دون التوازن التام، لذلك فإن إضافة كافة قيود الخطأ واالسهو تجعل من ميزان المدفوعات مستندا محاسبيا متوازنا.

3-أمثلة حول عمليات القيد والتسجيل :

أ- إذا افترضنا بأن شركة مقيمة قامت بتصدير بضائع بقيمة 300 مليون دج، عملية التصدير هذه هي بمثابة بيع (تحويل) لأصول حقيقية، وبالتالي يتم تسجيلها في جانب الدائن تحت

باب "الصادرات والواردات من البضائع"، و في مقابل هذا البيع للسلع قد ترتب عليه التسديد (يمكن أن يأخذ عدة أشكال)، فإذا كان هناك شراء مقابل للبضائع وبذات الوقت، فإن العملية تسجل في جانب المدين تحت نفس الباب السابق أي "الصادرات والواردات من البضائع" لأنه جرت الحيازة لأصول حقيقية بواسطة الشركة المقيمة حسب الجدول التالي:

جدول رقم (1) : التبادل بالمقابل أي تسديد الصادرات بالواردات

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	**300**	**-**
الواردات من البضائع	**-**	**300**

ب-إذا كان تسديد ثمن البضائع المصدرة قد حصل على الفور وبالعملات الصعبة، فإن الشركة المقيمة سوف تتلقى ما يوازي 300 مليون دج بالعملات الصعبة، وتضعها في حسابها المصرفي، على إثر ذلك فإن رصيد البلد بالعملات الصعبة سوف يزداد بقيمة 300 مليون دج، هذه الزيادة على الأصول تسجل في الجانب المدين تحت باب أصول والتزامات بالعملات الصعبة حسب الجدول التالي:

جدول رقم (2) : تسديد الصادرات بأصول والتزامات بالعملات الصعبة

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	**300**	**-**
أصول بالعملات الصعبة	**-**	**300**

ج- وإذا كانت الشركة المقيمة التي تقوم بالتصدير قد منحت للشركة غير المقيمة المستوردة قرضا تجاريا قصير الأجل (ذا استحقاق دون سنة)، فإن الشركة المقيمة تتلقى سندا ممثلا لهذا القرض نتيجة لما تقدم، فإن رصيد محفظة السندات القصيرة الأجل التي يمتلكها البلد المذكور آنفا سوف يرتفع، وهذا يعني أن هناك زيادة قد طرأت على الأموال أو الحقوق قصيرة الأجل العائدة إلى البلد المصدر، والتي تأخذ شكل قروض تجارية، الزيادة المشار إليها على الأصول تدون في الجانب المدين حسب القاعدة الواردة سابقا، وذلك تحت باب قروض تجارية قصيرة الأجل حسب الجدول التالي:

جدول رقم (3) : تسديد الصادرات بقروض تجارية قصيرة الأجل

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	**300**	**-**
قروض تجارية قصيرة الأجل	**-**	**300**

د- وإذا افترضنا بأن القرض التجاري قد استحق قبل نهاية العام، وأن الشركة غير المقيمة المستوردة سددت القرض المستحق بواسطة العملات الصعبة، فهذا التسديد للقرض يستتبع بالنسبة الشركة المقيمة زوال السلفة التي كانت نمتلكها، والتي تأخذ شكل القرض التجاري، هذا الانخفاض في الأصول المالية العائدة للبلد المصدر يسجل في الجانب الدائن ككل انخفاض في الأصول، وذلك تحت باب "قروض تجارية قصيرة الأجل"، أما تسديد العملات الصعبة الذي يحصل في المقابل فهو يأتي ليزيد رصيد البلد المصدر بتلك العملات، ويسجل في الجانب المدين تحت باب "أصول والتزامات بالعملات الصعبة" حسب الجدول التالي:

جدول رقم (4) : تسديد قروض قصيرة الأجل بواسطة العملات الصعبة

البيان	دائن	مدين
قروض تجارية قصيرة الأجل	**300**	**-**
أصول بالعملات الصعبة	**-**	**300**

ه- كذلك فإن التصدير لبضائع بقيمة 300 مليون دج بواسطة الشركة المقيمة قد يترتب عليه أيضا قرض تجاري طويل الأجل (لمدة تتجاوز سنة)، وفي هذه الحالة تدون قيمة الصادرات في الجانب الدائن تحت باب "الصادرات والواردات من البضائع"، أما في الجانب المدين فيسجل المقابل تحت باب "قروض تجارية طويلة الأجل"، عملية القيد هذه تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم (5) : الصادرات الممولة بقرض طويل الأجل

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	**300**	**-**
قروض تجارية طويلة الأجل	**-**	**300**

و- أما إذا كان تسديد ثمن الصادرات قد حصل نقدا وبالعملة الوطنية (دج)، فإن الرصيد النقدي بالدينار الجزائري الذي يحوزه غير المقيمين يتدنى بذات القيمة، هذا التسديد بالعملة الوطنية يعتبر بمثابة تدني أو انخفاض لالتزامات المقيمين، ذلك لأن النقد الوطني الذي يحوزه غير المقيمين هو بمثابة التزام المقيمين تجاه الخارج، وبالعودة إلى القاعدة التي تم إيضاحها، فإن انخفاض الالتزامات هو شبيه بزيادة الأصول أو الحقوق ويسجل في الجانب المدين، لذلك فإن التسديد بالنقد الوطني يتوجب تسجيلها في الجانب المدين تحت باب "أصول والتزامات بالنقد الوطني" أي بالدينار الجزائري في المثال الحالي حسب الجدول التالي:

جدول رقم (6) : الصادرات المسددة فورا بالنقد الوطني

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	**300**	**-**
أصول (حقوق) بالنقد الوطني	**-**	**300**

بالإضافة إلى الأمثلة الواردة أعلاه تجدر الإشارة إلى بعض الأمثلة التي تسمح ببيان كيفية قيد العمليات الرئيسية التالية:

- تصدير البضائع وبيع الخدمات إلى الخارج تسجل في الجانب الدائن Crédit.
- استيراد البضائع وشراء الخدمات إلى الخارج تسجل في الجانب المدين Débit.
- شراء الأسهم والسندات طويلة وقصيرة الأجل للخارج (أي حيازة رأس المال من قبل المقيمين) يسجل في الجانب المدين.
- بيع الأسهم والسندات قصيرة وطويلة الأجل للخارج (أي حيازة رأس المال بواسطة غير المقيمين) يسجل في الجانب الدائن.
- حيازة العملات الصعبة والنقد الوطني بواسطة المقيمين والمدفوع من قبل غير المقيمين تسجل في الجانب المدين.
- تسديد العملات الصعبة والنقد الوطني من قبل المقيمين إلى غير المقيمين يسجل في الجانب الدائن.

هذه بإيجاز أهم العمليات التي يمكن أن ترد في إطار ميزان المدفوعات، أما باقي العمليات الأخرى فسوف تظهر خلال معالجة الأرصدة التي يتضمنها الميزان المذكور.

4-قيد وتسجيل التحويلات من جانب واحد:

التحويلات من جانب واحد هي التحويلات او الهبات التي لا يوجد لها مقابل، وللحفاظ على مبدأ التوازن المحاسبي تم التوافق على القيد المزدوج لكل صفقة مجانية.

- القيد الأول : يتم على أساس التدفق flux الحاصل لصالح المقيمين أو غير المقيمين.
- أما القيد الموازن: فيظهر في حساب خاص يعرف بـ "التحويلات دون مقابل".

وعندما يقدم مقيم منحة او هبة إلى غير مقيم، فهذا يعني تحويل أو نقل نموذج معين من الأصول بواسطة أحد المقيمين إلى الخارج، وبالتالي قيد العملية في الجانب الدائن (credit)، أما المقابل لهذا القيد يدون في الجانب المدين (débit) تحت باب "تحويلات دون مقابل" ، أما إذا كانت الهبة ممنوحة من غير مقيم لصالح مقيم فإن البنود تدون على وجه معاكس.

فإذا أقدمت الجزائر على تقديم هبة عينية بقيمة 500 مليون لأحد البلدان التي قد كان تعرض لكارثة طبيعية، فهذه الهبة هي شبيهة بالتصدير للبضائع من حيث طبيعة التدفق باتجاه الخارج، بالتأكيد تدون قيمة هذه الهبة في الجانب الدائن، أما المقابل المحاسبي فيتم قيده في الجانب المدين تحت باب "تحويلات دون مقابل للقطاع العام".

جدول رقم (7) : هبة عينية من الدولة إلى بلد أجنبي

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	500	-
تحويلات دون مقابل الى العالم الخارجي	-	500

وعلى عكس ما سبق إذا تلقت الدولة الجزائرية معونة مالية بالدولار الأمريكي توازي قيمة 1.5 مليار سنتيم مقدمة من الولايات المتحدة الأمريكية، فهذا التحويل يأتي ليزيد رصيد الجزائر بالعملات الصعبة، ويسجل في الجانب المدين، فالقيد المحاسبي المقابل يسجل في الجانب الدائن تحت باب "تحويلات بدون مقابل للقطاع العام" حسب الجدول التالي:

جدول رقم (8) : معونة بالعملات الصعبة محولة لصالح الجزائر (بملايين الدنانير)

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

قد تأخذ الصفقات المجانية أو الهبات أشكالا عديدة غير قابلة للحصر سواء كانت سلعا أو خدمات أو عملات صعبة أو ذهبا نقديا...إلخ، كذلك فإن هذه الهبات قد تقدم للقطاع العام أو من

قبل القطاع الخاص، وقد تقدم أيضا من قبل الهيئات الخاصة أو تمنح للهيئات الخاصة.

على الرغم من تبويبات ميزان المدفوعات فإن الموازين المشار إليها تلتقي في معظم الحالات على الوجه التالي:

الصادرات من البضائع

- الواردات من البضائع

= رصيد الميزان التجاري

+ رصيد ميزان الخدمات

= رصيد الميزان التجاري بالمعنى الواسع

+ رصيد ميزان مداخيل عناصر الإنتاج

= رصيد العمليات الجارية

+ رصيد التحويلات الأحادية الجانب

= رصيد ميزان المداخيل

+ رصيد ميزان حركات رؤوس الأموال في الأجل الطويل

+ رصيد ميزان حركات رؤوس الأموال في الأجل القصير

= رصيد ميزان الحسابات الترجيحية (التسوية)

+ رصيد العمليات الموازنة "الترجيحية، التسوية" (في حالة الصرف الثابت)

= ميزان المدفوعات (= ميزان الحساب/في حالة الصرف المرن)

من الناحية المحاسبية يكون ميزان المدفوعات متوازن لما رصيد العمليات الجارية + رصيد حساب رأس المال+ رصيد الحساب المالي خارج الحقوق والاحتياطات+ التغير في الحقوق والاحتياطات+بند السهو والخطأ = 0

أي :

ميزان المدفوعات= 0 = رصيد العمليات الجارية + رصيد حساب رأس المال+ رصيد الحساب المالي خارج الحقوق والاحتياطات+ التغير في الحقوق والاحتياطات+بند السهو والخطأ

أمثلة عامة على القيد المزدوج في ميزان المدفوعات:

1- قامت شركة جزائرية بتصدير التمور بقيمة مليون أورو إلى فرنسا:

- هذه العملية التجارية تؤثر على جانبين في ميزان المدفوعات، فالتمور هي سلعة ملموسة يؤدي تصديرها إلى قيد دائن (+) للحساب الجاري الجزائري، لانها ادت لنقص في عرض السلع والخدمات المحلية(النقص يعني حدوث بيع، وهذا يعني ان حقوق الجزائر لجدى الخارج ستزداد)
- ولكن هذه العملية ستؤثر ايضا على طرف آخر، وهو زيادة تراكم الاحتياطات من العملات الأجنبية للجزائر، وبالتالي فإن هناك قيدا مدينا (-) في حساب الاحتياطات الأجنبية، أي في حساب رأس المال، لأن التزامت الجزائر للخارج ستنقص.

2- قام سائح جزائري بإنفاق 2000 أورو في باريس:

- هذه العملية تؤثر على الحساب الجاري وحساب رأس المال، ويكون الحساب الجاري مدينا بقيمة 2000 أورو، وحساب الاحتياطات الأجنبية دائنا بنفس القيمة.

3- قامت شركة جزائرية باستيراد تجهيزات بقيمة 5 مليون دينار من شركة ألمانية:

- هذه العملية ستؤثر على جانبين في ميزان المدفوعات هما الحساب الجاري وحساب رأس المال، وبما أن هذه العملية تؤدي إلى زيادة السلع فإن الحساب الجاري يكون مدينا، والطرف الآخر وهو حساب الاحتياطات الأجنبية يكون دائنا.

4- قام مستثمر جزائري بالإنفاق على شراء سلع بقيمة 2 مليون دولار من شركة أمريكية:

- هذه ليست عملية تجارية ولن تؤثر على ميزان المدفوعات في كلا الدولتين ،لأنه لم ينتج عنها دخول أو خروج عملة كما انه لم ينتج عنها دخول أو خروج سلع أو خدمات.

5- تطبيقات لتسجيل العمليات في ميزان المدفوعات:

1- قامت الجزائر باستيراد سلع بقيمة 50.000 دج، وأن قيمة هذه السلع قد سددت بالدينار عن طريق حوالة:

- يمثل استيراد السلع في هذه الحال مقبوضات تسحب في الجانب المدين من حساب التجارة السلعية، بينما يسجل المبلغ المدفوع مقابل هذه الواردات في الجانب الدائن من حساب المدفوعات النقدية (حساب رأس المال).

2- قامت الجزائر بتصدير سلع بقيمة 30.000 دج، وتم استيلام قيمة هذه السلع بالدينار بموجب شيك:

- يمثل تصدير السلع مطلوبات أي تسجل في الجانب الدائن من حساب التجارة السلعية، لأن الدولة تكون دائنة للدول الأخرى بمقدار هذه السلع التي تم تصديرها، ويكون حساب المدفوعات النقدية (حساب رأس المال) مدينا بالمقابل الذي تم استلامه لقاء عمليات التصدير هذه، وتسجل في الجانب المدين من الحساب.

3- قدمت شركة تامين أجنبية خدمات لصالح مستوردين محليين بمبلغ 20.000 دج، وتم دفع مبلغ التامين للشركة بحوالة:

- في هذه الحالة يسجل المبلغ المدفوع مقابل هذه الخدمات في حساب المدفوعات النقدية (راس المال) في الجانب الدائن، لأنه يمثل مدفوعات، في حين تعتبر الدولة مدينة للشركة الأجنبية بقيمة هذه الخدمات، لأنها قدمت لصالح مقيمين في الداخل تاكيدا على السلع والخدمات التي تم استيرادها من قبلهم، ولذلك تسجل في الجانب المدين من حساب الخدمات.

4- قامت شركة نقل محلية بنقل منتجات لحساب دول أخرى مقابل 10.000 دج، ودفع المبلغ نقدا:

- في هذه الحالة تسجل المعاملة في حساب الخدمات بالجانب الدائن، لأنها تمثل عملية تصدير خدمة لجهة أجنبية، وبالتالي فهي تمثل مطلوبات على تلك الجهة، والدول تكون دائنة بمبلغها.
- في حين يسجل المبلغ الذي تم استلامه مقابل خدمة النقل هذه في الجانب من حساب المدفوعات النقدية (حساب رأس المال) باعتباره مقبوضات تم استلامها نقدا، ويكون حساب المدفوعات النقدية مدينا في هذه الحالة.

5- اشترى مقيمين من دولة اخرى أسهم تعود لشركات محلية بمبلغ قدره 60.000 دج، وقد تم تسديد قيمة هذه الأسهم لتلك الشركات بموجب شيكات مصرفية:

- ان قيمة هذه الأسهم في هذه الحالة تعتبر مطلوبة للدولة على الدول الأخرى التي تم شراء الأسهم من قبل المقيمين فيها، وتسجل بالتالي في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات في

حساب رأس المال، بينما تسجل المبالغ التي تم استلامها مقابل مبيعات الأسهم هذه في الجانب المدين من حساب المدفوعات النقدية (حساب رأس المال)، باعتبارها مقبوضات تم استلامها.

6- اشترى مقيمين في الجزائر سندات بقيمة 40.000 دج من دولة أخرى، وتم دفع قيمتها بشيك الى احدى المؤسسات المالية الحكومية الأجنبية التي باعت هذه السندات:

- في هذه الحالة السندات تمثل دينا على الدولة، وتسجل في الجانب المدين من حساب رأس المال، بينما تسجل المدفوعات التي تمت مقابل شراء هذه السندات في الجانب الدائن من حساب المدفوعات النقدية (حساب رأس المال).

7- منحت الدولة لدول اخرى بقيمة 70.000 دج، وقد تم دفع مبلغ المساعدات بشكل عيني ممثل بسلع غذائية تم تزويد الدول الأخرى بها بدون مقابل:

- في هذه الحالة تعامل المساعدات العينية معاملة الصادرات، لأنها تمثل تصدير للخارج، ولكن الفارق فقط كونها بدون مقابل، ولذلك يكون حساب ميزان التجار السلعية (الحساب الجاري) في ميزان المدفوعات دائنا بهذا المبلغ، بينما تسجل قيمتها دينا على حساب التحويلات من جانب واحد (الحساب الجاري)، أي في الجانب المدين منه، نظرا لعدم امكانية تسجيلها في حساب المدفوعات النقدية، لأن هذا الحساب لم يستلم مقابل لها، اذ انها تمت بشكل منحة وبدون مقابل.

8- تم استيلام مساعدات سلعية بشكل منح الى الدولة من جهات أجنبية بقيمة 20.000 دج:

- في هذه الحالة تعامل هذه المساعدات معاملة الاستيراد، لأنها تمثل عملية تلقي الدولة لسلع من الخارج، وبالتالي يكون حساب التجارة السلعية (الحساب الجاري) مدينا بها، ويكون حساب التحويلات من جانب واحد (الحساب الجاري) دائنا بقيمة هذه المساعدات نظرا لعدم امكانية تسجيلها في حساب المدفواعت النقدية، لأن هذا المبلغ لم يتم دفعه مقابلها، وذلك لكونها تمت بشكل منحة وبدون مقابل.

والجدول الموالي يوضح هذه العمليات الافتراضية

الجدول رقم (9): ميزان المدفوعات
(موضحا العمليات الافتراضية السابقة)

اسم الحساب	مدين		دائن		الرصيد المتراكم	
	المبلغ	رقم المعاملة	المبلغ	رقم المعاملة	دائن	مدين
حساب التجارة السلعية (التجارة المنظورة)	50.000 20.000	(1) (8)	30.000 70.000	(2) (7)	30.000	
حساب الخدمات (التجارة غير المنظورة)	20.000	(3)	10.000	(4)		10.000
حساب التحويلات من جانب واحد (الحساب الجاري)	70.000	(7)	20.000	(8)		50.000
حساب رأس المال (حساب المدفوعات النقدية)	40.000 30.000 10.000 60.000	(6) (2) (4) (5)	60.000 50.000 20.000 40.000	(5) (1) (3) (6)	30.000	
	300.000		300.00		60.000	60.000

الفصل الخامس: سعر الصرف الأجنبي

لا شك أن تعامل الدولة الخارجي، يجعلها تطلب النقد الأجنبي لإتمام معاملاتها في الحالات التي تقتضيها هذه المعاملات، وهذا يعني أن تعرض عملتها لقاء حصولها على النقد الأجنبي، وهو ما تتضمنه عمليات الاستيراد والتصدير، وما يماثلها من عمليات، والتي تشكل حقوقا أو دائنية للدولة على الدول الأخرى، وبناءاً على هذه الحقوق و الدائنية، يتحدد طلب أو عرض العملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية، وهو ما يعرف بالصرف الأجنبي.

وتلعب سياسة سعر الصرف دوراً هاماً في التأثير في النشاط الاقتصادي، ليس في ظل تأثيرها على القطاع الخارجي فقط، بل وعلى القطاع الداخلي أيضا، من خلال تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، لذلك، فإن فهم آلية تأثير سعر الصرف على النشاط الاقتصادي يعتبر شرطا أساسيا لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، خاصة تحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي والخارجي، لذا سنقوم ومن خلال هذا المبحث بدراسة سعر الصرف من خلال التطرق لأهم الجوانب المتعلقة به.

أولا- ماهية سعر الصرف (التعريف، الأهمية):

يحتل الصرف الأجنبي مكانا بارزا في الدراسات المالية الحديثة، و يعتبر عنصرا محوريا في المالية الدولية، فالصرف الأجنبي، أو ما يطلق عليه بالتحويل الخارجي، هو العملية التي يتم بمقتضاها استبدال العملة المحلية بعملات أجنبية، أما سعر الصرف، فهو السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بعملات أجنبية، وهو ما يمكن أن نستشفه من العناصر التالية:

1- تعريف سعر الصرف: سعر الصرف، هو"سعر العملة الأجنبية مقوما بوحدات من العملة المحلية، أي عدد من الوحدات المحلية اللازمة للحصول وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو هو سعر مبادلة عملة ما بأخرى، وهكذا تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها".

كما يعبر سعر الصرف أيضا، عن "النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم، ونقصد بالعملة الأجنبية هنا كافة الودائع و الاعتمادات والمدفوعات المستحقة بعملة ما، إضافة إلى الحوالات والشيكات السياحية والكمبيالات".

وبناءا على ما سبق، يمكن تعريف سعر الصرف بأنه يمثل عملية مبادلة عملة(العملة وطنية) مقابل عملة أخرى (العملة الأجنبية) بهدف تسوية المدفوعات الدولية، وبذلك فإن الأولى تعتبر ثمنا لها والاخيرة تعبر عن سلعة، ويتحدد سعر كل عملة بناء على كل من قوى العرض والطلب في مكان يسمى سوق الصرف، وما يمكن استنباطه من مفهوم سعر الصرف أنه يشمل على العناصر التالية:

- **العملية:** تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى؛
- **المكان:** يقصد به سوق الصرف؛
- **الهدف:** تسوية المدفوعات الدولية؛
- **السعر:** علاقة التحويل الذي من خلاله يمكن الحصول على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.

وبهذا يمكن القول بأن سعر الصرف يقوم بالوظائف التالية:

- **وظيفة قياسية:** حيث يعتمد المنتجون المحليين على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية مع اسعار أسعار السوق العالمية، كما يمثل سعر الصرف بالنسبة لهؤلاء بمثابة حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية.
- **وظيفة تطويرية:** يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات مناطق معينة إلى مناطق اخرى من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعاضة عنها بالواردات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حينيمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع استيرادات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعيالجغرافي للتجارة الخارجية للدول.
- **وظيفة توزيعية:** يمارس سعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيعه، وتقوم كذلك بإعادة توزيع الدخل الوطني العالمي والثروات الوطنية بين أقطار العالم، وهو ما يؤدي الى القول بإنه عند حدوث انخفاض في سعر صرف عملة قيادية فإن الدولة الشريكة لصاحبة تلك

العملة سوف تستفيد، وفي حالة ارتفاع سعر صرف العملة القيادية فإن الدولة الشريكة سوف تدفع المزيد من العملة ثمنا لوارداتها.

وباعتبار سعر الصرف بيئل العلاقة التبادلية بين العملة الوطنية وأي عملة أجنبية أخرى يمكن التعبير عنه بإحدى الطريقتين:

- **تسعير مباشر** : حيث يتم التعبير عن سعر الصرف وفقا لهذه الطريقة بعدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية، ومثال ذلك: يتم التعبير عن سعر صرف الدينار الجزائري بعدد من الوحدات من الدولار الأمريكي كما يلي:

$$1Da= 0.00714\$$$

- **تسعير غير مباشر:** حيث يعبر عن سعر الصرف وفقا لهذه الطريقة على أنه عبارة عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ووفقا لهذه الطريقة يتم التعبير عن سعر الصرف ويقاس الدينار الجزائري بعدد من الوحدات من الدولار الأمريكي كما يلي:

$$1\$= 140Da$$

2- أهمية سعر الصرف: ولا شك أن هناك ترابطا وثيقا وعلاقة قوية بين سعر الصرف وبين التوازن الخارجي لميزان المدفوعات، حيث أن العلاقات الاقتصادية الدولية للدولة، والتي يتضمنها ميزان المدفوعات تستدعي الحاجة إلى استخدام سعر الصرف في هذه العلاقات، والتي بموجبها تحول العملة المحلية إلى عملات أجنبية، تبعا لمتطلبات هذه الحاجة و إمكانيات تلبيتها، ومنه فإن أهمية سعر الصرف تتمثل في:

- يجسد أداة ربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فهو يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية؛
- يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد، من خلال كونه يمثل التكاليف والأسعار داخل البلد وخارجه، وبالتالي فهو مؤشر على وزن التجارة الخارجية ومنه ميزان المدفوعات؛
- يلعب سعر الصرف دورا مهما في النشاطات الاقتصادية الخارجية، سواء النشاطات التجارية أو الاستثمارية لأي بلد؛

- يحتل مركزا محوريا في السياسة النقدية، حيث يمكن أن يستخدم كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر، واستخدامه كهدف يكون عاملا لاستقرار الأسعار وتخفيض التضخم؛
- يعتبر وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية، وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، و من ذلك على التضخم والناتج والعمالة.

ثانيا- أشكال سعر الصرف:

يمكن التمييز بين عدة أشكال للصرف نذكر منها:

1- سعر الصرف الاسمي: يعبر سعر الصرف الاسمي عن قيمة ما تساويه الوحدة الواحدة من العملة الوطنية مقومة في شكل وحدات من العملة الأجنبية، أو بالعكس سعر العملة الأجنبية مقومة بوحدات من العملة الوطنية، فهو مقياس لقيمة تبادل عملة بعملة أخرى، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، وتبعا لنظام الصرف المعتمد.

وللإشارة، فإن مصادر الطلب على النقد الأجنبي تتمثل في البنود الدائنة في ميزان المدفوعات، والمتمثلة باستيراد السلع والخدمات، والتحويلات من جانب واحد إلى الخارج، وصادرات رؤوس الأموال سواء القصيرة أو الطويلة، والواردات من الذهب للأغراض النقدية أو الصناعية، و ما إلى ذلك.

أما مصادر عرض الصرف الأجنبي، فتتمثل أساسا بالصادرات من السلع والخدمات، والتحويلات إلى الدولة من جانب واحد، واستيراد رؤوس الأموال بكافة أشكالها، والصادرات من الذهب للأغراض النقدية والصناعية، وما إلى ذلك.

2-سعر الصرف الحقيقي: يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، فهو السعر الذي يأخذ بعين الاعتبار الأسعار في بلدين مختلفين، ويحسب سعر الصرف الحقيقي (ER)، وفق المعادلة:

$$ER = EP / P^*$$

حيث P: سعر المنتوج المحلي بالعملة الوطنية.

P^*: سعر المنتوج الأجنبي بالعملة الأجنبية.

E: سعر الصرف الاسمي.

3-سعر الصرف الفعلي: يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأخرى، فهو عبارة عن سعر الصرف الاسمي المصحح بالتعريفة الاسمية أو الضمنية على المعاملات الاقتصادية الخارجية.

4-سعر الصرف الفعلي الحقيقي: الواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر اسمي، لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج، لابد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، و يمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:

$$TCRE = \sum_{p} \frac{X_O^P (e^{pr})_t / XP_O(e^{pr})o}{(P_o^p / P_o^r)/(p_t^p / P_t^r)} x100$$

$$TCRE = \sum_{p} Z_p \left\{ \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_o} x \frac{(P_t^p / P_T^R)}{(P_o^p / p_o^r)} \right\} x100$$

$$TCRE = \sum Z_p IRER_{pr} x100$$

حيث: P_o^p, P_t^p : مؤشر أسعار الدولة P في سنتي القياس والأساس على التوالي.

P_o^r, P_t^r : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

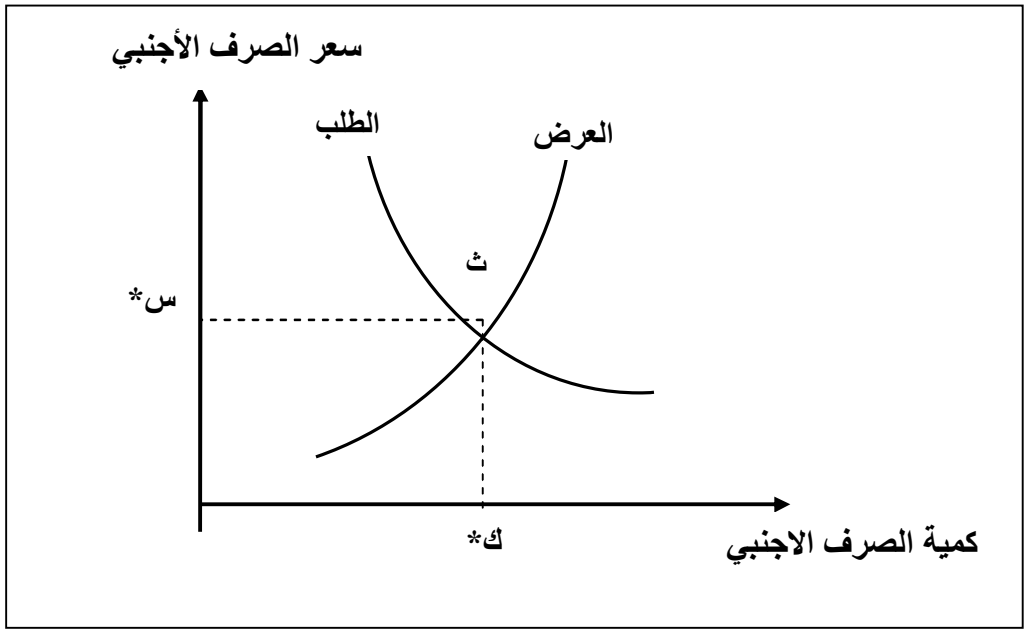
$IRER_{pr}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر الصرف عملة الشريك التجاري، مع الأخذ بعين الإعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.

5-سعر الصرف التوازني: هو تعريف متسق مع التوازن الاقتصادي الكلي، فسعر الصرف التوازني هو الذي يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، وبالتالي فسعر الصرف التوازني مثل سعر التوازن لأي سلعة من السلع المتداولة في

الأسواق الحرة الخاضعة للمنافسة التامة، و يتوقف سعر الصرف المتوازن على المتغيرات النقدية التالية:

- معدل نمو الدخل الوطني؛
- معدل التغير النسبي في المعروض النقدي؛
- معدل التغير في سعر الفائدة؛
- إتجاه الطلب على النقود.

الشكل رقم (3): منحنى تحديد سعر الصرف التوازني



المصدر: أحمد محمد مندور، السيد أحمد السريتي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص271.

يكون سوق الصرف الأجنبي في حالة توازن عند سعر معين للصرف الأجنبي، كما تتعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي، و يعرف هذا السعر بالسعر التوازني .

يتضح من الشكل (3) أن السعر التوازني(س*)، يتحدد عندما يتقاطع منحنى الطلب على الصرف الأجنبي (الطلب) مع منحنى العرض من الصرف الأجنبي (العرض) في النقطة (ث)، حيث تكون الكمية المطلوبة و المعروضة (ك*).

و طالما أن سوق الصرف الأجنبي في حالة توازن عند سعر الصرف السائد فلا يوجد سبب يجعل هذا السعر يتغير، إذا لم يتغير أحد العوامل المؤثرة و التي نفترض ثباتها عند رسم منحنيات الطلب و العرض.

ثالثا- العوامل المؤثرة في أسعار صرف العملات:

إن العوامل التي تؤدي إلى تغيرات واسعة في الأسعار التقاطعية للعملات، تنجم عن اختلاف النظم التي تحدد أسعار صرف العملات، كما أن اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسات النقدية والمالية، يُساهم بدوره في هذه التغيرات، فاختلاف السياسات والأوضاع ينعكس مباشرة على أوضاع صرف العملات وتطور أسعارها التقاطعية، ويظهر هذا يوميا بسوق الصرف في حال العملات الخاضعة لنظام التعويم أو التعويم المدار، أما في حالة العملات الخاضعة لأنظمة التثبيت، فتأثير السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية لا يظهر إلا في الأمد الطويل حين تجرى التعديلات على سعر الارتباط أو على نظام الارتباط ككل.

والعوامل التي تتأثر بها أسعار صرف العملات يمكن إيجازها فيما يلي:

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، حيث يرتفع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها إذا ما تحقق فائض، وإذا تحقق العجز، فإن الطلب على العملة ينخفض ومن ثم ينخفض سعر صرفها؛
- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، إذ يتأثر سعر صرف العملة من خلال حجم تيار الاستثمارات التي تدخل وتخرج من البلد، فتدفق رؤوس الأموال إلى داخل الدولة يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس حين يكون التدفق خارج الدولة ؛
- الطلب على الصرف الأجنبي، والذي ينشأ من العمليات التي تسجل في الجانب المدين من ميزان المدفوعات، و يوضح الطلب على الصرف الأجنبي مختلف الكميات المطلوبة من العملة الأجنبية عند أسعار الصرف المختلفة بافتراض ثبات العوامل الأخرى التي تؤثر على الطلب على العملة غير سعر الصرف، و يتميز الطلب على الصرف الأجنبي بوجود علاقة عكسية بين سعر الصرف و الكمية المطلوبة منه، فكلما إرتفع سعر صرف العملة الأجنبية كلما أصبحت الواردات أكثر تكلفة، و من ثم ينتقل الطلب على العملة الأجنبية، و كلما

انخفض سعر الصرف كلما أصبحت تكلفة الواردات أقل و من ثم يزيد الطلب على العملة الأجنبية، و عند رسم منحنى الطلب على الصرف الأجنبي، يلاحظ أن منحنى الطلب ينحدر من اليسار إلى اليمين عند قياس سعر الصرف على المحور الرأسي و كمية الصرف الأجنبي على المحور الأفقي كما يتضح من الشكل (3).

- العرض من الصرف الأجنبي، و تمثل مصادر العرض، المصادر المقابلة أو العكسية للطلب على الصرف الأجنبي، و هي صادرات السلع و الخدمات، تدفقات رؤوس الأموال، التحويلات من جانب واحد إلى الداخل، و باختصار العمليات التي تسجل في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات، و يلاحظ أن العرض من هذه المصادر يعتمد بقدر كبير على قرارات الدول الأخرى، فحجم صادرات دولة معينة سيعتمد أساسا على الكميات من السلع و الخدمات التي ترغب الدول الأخرى في استيرادها، كما تعتمد رؤوس الأموال الأجنبية و التحويلات من طرف واحد إلى الداخل على القدر الذي ترغب الدول الأخرى في تقديمه إلى هذه الدولة

و يلاحظ أنه كلما ارتفع سعر الصرف الأجنبي زادت الكمية المعروضة منه، حيث يعني إرتفاع سعر الصرف في دولة معينة انخفاض سعر الصرف في الدولة الأخرى، و من ثم فإن أسعار السلع .

و الخدمات في هذه الدولة ستكون أرخص بالنسبة للدولة الأخرى، و لذلك سيطلب المزيد من هذه السلع من قبل الأجانب و تزيد الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي، و من ثم يكون منحى العرض ذو ميل موجب كما هو موضح بالشكل رقم (3)، حيث ينحدر من أسفل لأعلى من ناحية اليمين.

- نشاط البنوك المركزية لما تتدخل في سوق الصرف بيعا و ش راء لدعم قيمة العملة أو خفضها؛
- ارتفاع معدل التضخم في الدولة، أو الكساد التضخمي، حيث تلجأ الدولة إلى اتخاذ إجراءات نقدية أو مالية بواسطة سلطاتها النقدية، وفي حالة غياب هذه الإجراءات، فإن الأمر يتطلب تخفيض قيمة العملة والعكس صحيح.

كذلك الحال في فترات الكساد التضخمي، فإن الدولة تلجأ إلى التخفيض كي تصبح منتجاتها رخيصة وتعطيها القدرة التنافسية؛

- الضغوط والمشاكل السياسية تؤثر في سعر صرف العملة، فخروج رؤوس الأموال من الدولة في حالة عدم الاستقرار ينعكس سلبا على قيمة العملة

وعموما يمكن تقسيم العوامل التي تؤثر على سعر الصرف الى:

1- المتغيرات الاقتصادية: تتمثل أهم هذه المتغيرات فيما يلي:

1-1-تغير الأسعار النسبية: يؤدي انخفاض الأسعار في دولة ما إلى انخفاض الأسعار النسبية في الدول الأخرى، فإذا انخفضت الأسعار في أحد البلدان، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة صادرات ذلك البلد، ومن ثم يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة البلد .

ومع بقاء العوامل الأخرى المؤثرة في أسعار الصرف ثابتة فإن زيادة الطلب على العملة النقدية تؤدي إلى رفع قيمة عملة ذلك البلد أو زيادة سعر صرفها مقابل العملات النقدية الأخرى، ومن المؤكد أن العكس يكون صحيحا، واذا ارتفعت الأسعار في أحد البلدان، فإن الطلب على منتجات ذلك البلد ينخفض، ومن ثم ينخفض الطلب على عملة البلد، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة عملة ذلك البلد أو سعر صرفها.

1-2- تغير الصادرات والواردات: يتأثر سعر صرف العملة النقدية بالصادرات والواردات، فإذا كانت صادرات دولة ما أكبر من وارداتها فان ذلك يعني أن الطلب على عملة هذه الدولة من قبل الدول الأخرى سيكون أكبر من طلب هذه الدولة على العملات النقدية الأخرى، والعكس يكون صحيحا، ونتيجة لذلك فإن قيمة عملة الدولة المصدرة والمستوردة تتأثر بالارتفاع والانخفاض من خلال حجم صارارتها قياسا بوارداتها.

1-3-حركة رؤوس الأموال: تؤثر حركة رؤوس الأموال في قيمة عملة دولة ما مقابل العملات الأخرى، إذ ترتفع قيمة عملة الدولة المستوردة لرأس المال وتنخفض قيمة العملة بالنسبة للدولة المصدرة لرأس المال، وبناءا على ذلك فإن تغييرحركة رؤوس الأموال يؤدي إلى تغيير صرف العملات النقدية.

1-4-عرض النقد: كان الكلاسيك يرون ومن خلال النظرية الكمية للنقود بأن هنالك علاقة قائمة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وهذه العلاقة تكون بنفس النسبة ونفس الاتجاه.

وقد أكدت المدرسة النقدية بزعامة **ملتون فريدمان** على أهمية النقود في التأثير على المستوى العام للأسعار، إلا أنه ليس بالصورة التي تصورها الكلاسيك.

حيث يرى **ميلتون فريدمان** أن حركات الأسعار تعكس بشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود، وأن هناك علاقة وثيقة بين تغيرات كمية النقود لوحدة واحدة من الناتج وحركات الأسعار أيضا، وفي ذلك يقول فريدمان "ليس هناك من حالة حدث فيها تغير أساسي في كمية النقود بالنسبة لوحدة من الناتج دون أن ترافقه تغييرات مهمة في مستوى الأسعار بنفس الاتجاه وبالعكس"، حيث أن الزيادة في عرض النقد تدفع قيمة العملة في العادة للانخفاض وتراجع في قيمتها نتيجة قصور العرض مما يتسبب إلى ارتفاع مستوى الأسعار.

وهذا ما يجعل سلع الدولة المحلية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى، مما يتسبب في زيادة الاستيراد وانخفاض الصادرات، ويقابل ذلك زيادة في الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض في الطلب على العملة المحلية، مما ينتج عنها ارتفاع في أسعار الصرف العملات الأجنبية، وإن السياسة النقدية المتبعة بأي من أدواتها التي تستهدف التاثير في عرض النقد وحجم الائتمان تؤثر بشكل مباشر في سعر الصرف الأجنبي.

1-5-أسعار الفائدة: يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة الطلب على العملة النقدية ومن ثم ترتفع قيمتها والعكس صحيح.

فحركة رؤوس الأموال الدولية وانتقالها مابين الاقتصاد الدولي إنما تتحرك بحثا عن الفائدة، فالبلد الذي يرتفع فيه أسعار الفائدة الحقيقية عن بقية الدول فان ذلك الوضع سوف يشجع رؤوس الأموال على الانتقال إليه، مما يعني زيادة عرض العملة الأجنبية في الدخل وبالتالي تدهور سعر صرفها.

وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الفائدة الرسمية على العملات النقدية الرئيسية في العالم تأثرت بالأزمة المالية التي اجتاحت جنوب شرق آسيا سنة 1997 و روسيا سنة 1998 ، وهددت بعض الإقتصادات في الدول الصناعية الرئيسية ذات العلاقة الوثيقة بالدول الآسيوية.

1-6-ميزان المدفوعات: يعد التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف، وذلك لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات لبلد معين فان ذلك يؤدي إلى زيادة طلبه على

العملات الأجنبية لسد ذلك العجز، وبالمقابل انخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية، مما يعني تدهور سعر الصرف لعملة ذلك البلد، وبالعكس في حالة حصول فائض في ميزان المدفوعات.

1-7-الميزانية العامة للدولة: تلعب الميزانية العامة للدولة دورا كبيرا في التأثير على سعر الصرف، حيث أن أثر الإنفاق الحكومي على سعر الصرف يعتمد على هيكل هذا الإنفاق، فزيادة الإنفاق الحكومي على السلع القابلة للتجارة يؤدي إلى رفع سعرها بالنسبة للسلع غير القابلة للتجارة، وبالتالي تنخفض القيمة الحقيقية للعملة الوطنية، أما بالنسبة لأثر زيادة الاستهلاك الحكومي من السلع غير القابلة للتجارة على سعر الصرف فيعتمد على أثرين هما أثر الدخل وأثر الإحلال.

ففي ما يخص أثر الإحلال، فإن زيادة الطلب على السلع غير القابلة للتجارة سوف يؤدي إلى زيادة السعر النسبي لهذه السلع، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة الوطنية.

أما أثر الدخل، فيعمل من خلال انعكاس زيادة الاستهلاك الحكومي على زيادة الدين العام لتمويل هذا الاستهلاك، ويتطلب زيادة مستوى الاقتراض الحكومي زيادة في الضرائب على الدخل، مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الدخل المتاح، وبالتالي انخفاض الطلب على السلع غير القابلة للتجارة مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ومن ثم انخفاض القيمة الحقيقية للعملة الوطنية، وعلى ذلك فإن زيادة الاستهلاك الحكومي من السلع غير القابلة للتجارة يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية لأثر الإحلال وإلى انخفاضه طبقا لأثر الدخل، ويعتمد الأثر الصافي لزيادة الإنفاق الحكومي على القوة النسبية لكل من أثر الإحلال وأثر الدخل، أما في حالة الضرائب يمكن أن تكون لها ردود فعل مختلفة، فإذا كان الهدف منها معالجة التضخم فإنها تخفض سعر الصرف، ولكن قد يكون أثرها عكسياً عندما تفرض على رؤوس الأموال الداخلة فإنها ستشكل قيداً عليها مما يؤدي إلى رفع سعر الصرف.

وبهذا، إذا ما اتبعت الدولة سياسة انكماشية من خلال تقليل تقليص حجم الإنفاق العام الحكومي الذي يؤدي إلى الحد من حجم الطلب، وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي، وهبوط في معدلات التضخم، سيؤدي بالنتيجة إلى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية.

1-8-درجة الانتفاع: المقصود بدرجة الانتفاع، درجة التعامل الخارجي، و إذا تحدثنا عن التعاملات الخارجية فإننا نتحدث عن عوامل الطلب على العملة، و التي تتمثل أساسا في:

- صادرات السلع و الخدمات؛
- التحويلات الخارجية؛
- حركة رؤوس الأموال.

بالإضافة إلى صادرات الذهب و ما له من وزن في التعاملات الخارجية، بحيث هذه العوامل تزيد من الطلب عن عملة البلد، و بالتالي تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة.

1-9-التغيرات الهيكلية: تؤدي التغيرات الهيكلية، وخاصة تلك المتعلقة بالهيكل الإنتاجي في دولة ما، إلى تغيير صرف عملتها النقدية، فإذا استخدمت الدولة وسائل تكنولوجية حديثة في مجال الإنتاج، فإنها تتمكن من زيادة إنتاجيتها إلى الحد الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار منتجاتها تدريجيا بسبب هذه الزيادة، ويؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على منتجاتها من قبل الدول الأخرى وتزداد صادرات تلك الدولة ومن ثم يزداد الطلب على عملتها النقدية، ويؤدي ذلك بالنتيجة إلى زيادة سعر صرف عملتها النقدية.

1-10-المضاربة: تؤدي المضاربة في الأسواق الدولية للعملات إلى التأثير في صرف العملات النقدية وخاصة على المدى القصير، فإذا توقع المضاربون أن قيمة العملة النقدية لدولة ما سترتفع في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى اقتناء هذه العملة، ومن ثم يزداد الطلب عليها ويرتفع سعر صرفها، أما إذا توقع المضاربون أن قيمة هذه العملة ستنخفض في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى بيعها، ومن ثم ينخفض سعر صرفها مقابل العملات النقدية الأخرى.

2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف: هناك عوامل أخرى غير اقتصادية تؤثر في أسعار الصرف، يمكن إجمالها في:

2-1-الاضطرابات والحروب: إن من العوامل المؤثرة على سعر الصرف ولاسيما في المدى القصير وأحيانا على المدى البعيد هي الاضطرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية والخارجية، والتي تؤثر على أوضاع التجارة والصناعة والزراعة والمال التي من شأنها إن تغير الطلب على الصرف الأجنبي، وبالتالي تغير سعر الصرف.

حيث يزداد الإنفاق على المجالات العسكرية والأمنية، وتنخفض كفاءة الوحدات الاستثمارية بسبب التدمير أو التعطيل المرافق العامة والخاصة، فضلا عن الانخفاض في الصادرات وغيرها من التأثيرات المباشرة وغير المباشرة، والتي تؤدي في مجملها إلى فقدان الثقة بعملة البلد المعني.

وفي مثل هذه الظروف، تسيطر الحكومة عادة على موارد الصرف الأجنبي وتقيد استعماله لخدمة الحرب، وشواهد الحروب والاضطرابات كثيرة، فقد تولدت اضطرابات كبيرة في أسعار صرف عملات عدد كبير من البلدان أبان الحربين العالمتين الأولى والثانية.

2-2-الإشاعات والأخبار: تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف الأجنبي سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة، فأحيانا تصدر الإشاعات من بعض المتعاملين أنفسهم حول مستقبل عملة ما، ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير ولا تلبث السوق أن تستعيد استقرارها.

وبسبب اعتماد سعر الصرف على عدد من المتغيرات التي يمكن متابعتها من الأخبار كالتوقعات حول أسعار الفائدة، أو عرض النقد فان المتعاملين يتأثرون بكل الأخبار ذات العلاقة بها أو بالبيئة الاقتصادية عموما، وكذلك أخبار الأحداث السياسية والحروب وغيرها من المتغيرات ذات التأثير على توجهات ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة وبالتالي سعر الصرف الخاص بها، وتأتي الاستجابة لهذه المتغيرات معتمدة على قوة تجاوب السوق معها، فقد يكون في بعض الأحيان حساسا وقويا، وفي أخرى أقل من ذلك لاختلاف استجابات المتعاملين.

2-3-خبرة المتعاملين وأوضاعهم: يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية في ضوء مهاراتهم وخبراتهم بالسوق وأحواله بتحديد اتجاه الأسعار، واتخاذ قراراتهم بشأنها ،وتحديد ما إذا كان من الضروري تعديلها أو بقاءها على ما هي عليه، وبناءا عليه فان الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين بمهاراتهم، فضلا على أن أسعار الصرف تتأثر بالقوة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة لتنفيذ عملياتهم المختلفة، كما تتأثر بحجم التزاماتها القائمة، فان كانت كبيرة سيتطلب إقناعهم بالتزامات إضافية تغير جذري في السعر ليغيرهم بزيادة حجمها، والعكس يحدث إن كانت قليلة.

2-4-الكميات المتعامل بها ودرجة السيولة المطلوبة: إن سعر الصرف يتحدد نتيجة لقوى السوق، أي قوى العرض والطلب، وبالتالي فإن الكميات المتعامل بها سواء أكانت معروضة أو مطلوبة تؤثر على أسعار صرف العملات.

2-5-مدى الحاجة للعملة المطلوبة ومدى التنويع في العمليات: كلما زادت الكميات المطلوبة من عملة معينة يزيد سعر صرفها مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وكلما كانت حاجة المتعاملين من عملة معينة أكبر فإن سعرها يميل إلى الارتفاع حتى لو كانت الكميات المعروضة تساوي الكميات المطلوبة، ويعتمد ذلك على الأسلوب التفاوضي من الجهة العارضة.

رابعا- أنظمة سعر الصرف:

يعتبر سعر الصرف من بين العناصر الرئيسية للسياسة الاقتصادية لأي دولة، فتحاول مقاومة ارتفاعه لحماية صادراتها، وانخفاضه للحد من أثاره التضخمية، ورغم تعدد أنظمته واختلافها في معظم الدول إلى أن صندوق النقد الدولي صنفها إلى خمس فئات: "فئة الأسعار الثابتة لعملة واحدة، فئة الأسعار الثابتة لسلة من العملات، فئة الأسعار ذات المرونة المحدودة (منظومة النقد الأوربية)، وفئة الأسعار ذات المرونة المنظمة، وفئة الأسعار العالمية الحرة"، وعموما يمكن تلخيص أنظمة الصرف في نمطين أساسيين هما:

1- أنظمة سعر الصرف الثابتة: هذه الأنظمة تعتمد على قيام الدولة بربط وتثبيت صرف عملتها إلى:

1-1- عملة واحدة: في هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى عملة تتميز بالقوة والاستقرار دون إحداث أي تغيير، أي ربط العملة رسميا بمعدل ثابت بعملة صعبة ذات مكانة كبيرة.

1-2-سلة عملات: وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقا من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة.

1-3-هوامش محددة: وهنا يتم تحديد مجال مسموح به للتقلب، سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو بسلة من العملات.

2- الأنظمة المرنة لسعر الصرف (غير تثبيتية): وفيها تتحرك أسعار الصرف دون قيود في ظل تأثير كل من العرض والطلب، وفي هذا النظام لا تقوم الحكومة بإعلان سعر الصرف،

وتتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير والمؤشرات الاقتصادية، وتنقسم إلى:

2-1- النظام الحر(العائم المستقل): فيه تتحدد قيمة صرف العملة على أساس قانون العرض والطلب المطلق في السوق، و يتم في هذه الحالة تحديد سعر صرف عملة البلد في سوق صرف حرة باستمرار، فليس هناك سعر صرف ثابت بين هذه العملة و عملة التدخل أو أي سلة من العملات، و إنما يتغير سعر صرف في سوق الصرف يوميا حسب تقلبات العرض و الطلب.

2-2- التعويم المدار: في هذا النظام، تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب، وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.

والجدول الموالي يوضح وصفا عاما لنظام سعر الصرف الاجنبي

الجدول رقم (10): وصف عام لنظام سعر الصرف الاجنبي

النظام	الوصف	الملاحظات
التعويم الحر **free float**	حرية كاملة لقوى السوق	رغم إمكانية تطبيقه من الناحية النظرية إلا أنه عملياً من النادر إستمراره لفترة طويلة حيث يرغب البنك المركزي في العادة في التدخل بدرجة محدودة
التعويم المدار **managed float**	يتدخل البنك المركزي ولكن عادة للحد من التقلبات فقط	شائع الوجود، المشكلة أن البنك المركزي لا يعرف ما إذا كانت حركة سعر الصرف هي تقلب قصير الأجل أم علامة على وجود اتجاه أساسي
الربط مع الزحف **crawling peg**	يتدخل البنك المركزي في تحقيق تعديل خاضع للسيطرة في سعر الصرف وعادة ما يكون ذلك بصورة مستمرة	موجود بصورة أكثر شيوعاً ولكن مستمر فقط في حالة اتفاق السوق مع رؤية البنك المركزي لتعديل مسار المعدل، ويمكن أن تكون الإصلاحات وفقا لصيغة ما (مثال: للتأثير على الربط بسلة من العملات أو لتعكس إختلاف معدلات التضخم مع الدول المنافسة، وعادة ما يتم نشر صيغة أو قواعد التعديل الأخرى
ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة **fixed with margin or target zone**	يسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش ولكن يتدخل البنك المركزي لمنع المعدل من تعدي هذا الهامش	مثل نظام النقد الأوروبي الذي يعمل في ظل هامش يتراوح بين حدي 10.5% و 15% فإذا ما اقترب المعدل أو وصل للحد فان البنك المركزي يواجه اختيارات أو تحديات كما هو الحال في نظام الصرف الثابت.
ثابت ولكن قابل للتعديل **fixed but adjustable**	ثابت، (ويتدخل البنك المركزي إذا لزم ذلك) لفترات ممتدة، وهو وإن كان في حدود هوامش ضيقة إلا أنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها	نظام **bretton woods** حيث كان الحد الأقصى لهامش التقلبات 1% على أي من جانبي النسبة المعلنة مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 1945-1972.
ثابت من قبل البنك المركزي **fixed by central bank**	يعد نسخة أكثر صرامة وشدة من نظام ثابت ولكن قابل للتعديل **fixed but adjustable**	يقصد الثبات الدائم **indefinite fixity** ولكن لا يمكن ضمانه، قد يكون الاصلاح ضرورياً حتى وإن يتم صراحة الاعتراف بإمكانية قياسه، خلافاً لذلك يحظر التدخل نادراً هذه الأيام ولكن قد يظهر كمقدمة للاتحاد النقدي الأوروبي. بعض الأمثلة التاريخية لإرجاء الثبات إذا ما كانت هناك تعبئة منخفضة أو قيود على رأس المال (مثال: الجنيه البريطاني والجنيه الايرلندي حتى 1979)
ثابت بمجلس النقد (معيار الذهب) **fixed by currency board or a gold standard**	النقود الأساسية (= العملة + ميزانية البنوك لدى البنك المركزي) ولابد من تغطيتها بالكامل بالعملة الأجنبية (الذهب) عند معدل ثابت	نظام آلي وصارم يضمن تحول النقود الأساسية عند معدل ثابت ومن ثم بالمراجعة أو الموازنة **arbitrage** يتضمن سعر قريب من معدل السوق، إلا أن الضغط على مكان آخر داخل الاقتصاد (مثال: على البنوك، الأنشطة أو الأسعار) قد يزيد الضغوط السياسية لتغيير المعدل أو للتنازل عن نظام مجلس النقد
عملة موحدة **unified currency**	التنازل عن العملة المستقلة وإتباع عملة أخرى	وهنا يظهر تساؤل حول ما إذا كانت الدولة تابعة بالكامل لدولة أخرى في تحديد السياسة النقدية ونيل الرسوم أو يسمح لها بحصة

المصدر: محمود محي الدين وأحمد كجوك، "سياسات سعر الصرف في مصر"، ندوة "معهد السياسات الاقتصادية "، ص:212.

خامسا- النظريات المفسرة لسعر الصرف:

ارتبطت النظريات الخاصة بأسعار الصرف بالأنظمة النقدية الدولية، حيث اتخذت مقاييس مختلفة في اتخاذ المعايير التي يتم وفقها اختيار النظام النقدي، أخذا بعين الاعتبار الاختلاف الحاصل في المؤشرات الاقتصادية والمالية في تحديد قيمة العملة،وفيما يلي أهم النظريات التي تتعرض إلى أسعار الصرف.

1- نظرية تعادل القوة الشرائية:

1-1-ماهية نظرية تعادل القوة الشرائية: ظهرت هذه النظرية خلال الحرب العالمية الأولى على يد الاقتصادي السويدي **(Gustav Cassel)** غوستاف كاسل الذي قام بصياغتها عام 1922، عندما أصدر كتاب بعنوان "النقود وأسعار الصرف الأجنبي بعد عام 1914" ، بعد أن تخلت الدول عن قاعدة الذهب وطرحت مشكلة تحديد أسعار التعادل بين مختلف العملات التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شديد في أسعار الصرف.

فحاول الاقتصادي السويدي **"GUSTAV CASSEL"** أن يبحث عن أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى الأخرى بخلاف أساس الذهب، و قد خرج بنظرية تعادل القوة الشرائية، حيث يرى أن سعر أية عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، ومن ثم فإن العلاقة بين عملتين تتحدد تبعا للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين، ومنه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعملتين.

وتعتمد هذه النظرية على الصيغ التالية:

- **الصورة المطلقة للنظرية:** تعتبر هذه الصيغة امتدادا لقانون السعر الوحيد(تميز قانون السعر الوحيد بالبساطة لكون التحكم الدولي يقوم على أساس التعادل بين السلع المتشابهة إذا عبر عنها بعملة واحدة) ، والتي تفترض أن السوق تامة، وغياب الحواجز الجمركية أمام حركات السلع، إضافة إلى أن المعلومات تامة الانتقال، وتوافر سوق دولية في ظل المنافسة، فضلا عن تجانس السلع في كل البلدان.

وتبين هذه الصيغة أن سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما، هي مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر.

..... (1)

$$e_t = \frac{P_t}{P_t^*}$$

حيث أن:

et : سعر الصرف الذي يحدد عملة أجنبية بالنسبة للعملة المحلي

P_t : مستوى الأسعار المحلية.

P_t^* : مستوى الأسعار الأجنبية.

علما أن:

$$P_t = \sum \alpha_i \cdot P_{it}$$

$$P_t^* = \sum \alpha_i \cdot P_{it}^*$$

α_i: الوزن الترجيحي الخاص بالسلع المتبادلة بين البلدين (i).

إن وجود بعض تكاليف النقل، وبعض القيود المتعلقة بالتجارة الخارجية مثل التعريفات الجمركية...الخ، وباعتبار هذه العوامل ثابتة عبر الزمن، فإنه يمكن صياغة المعادلة (1) على النحو التالي:

$$e_t = \pi \frac{P_t}{P_t^*} \qquad .....(1)$$

وبالتالي فالفكرة التي بنيت عليها نظرية تعادل القدرة الشرائية، هي أن كمية السلع أو الخدمات التي تحصل عليها من دفع وحدة نقدية من العملة المحلية هو نفس المقدار أو الكمية من السلع و الخدمات التي تحصل عليها في الخارج بنفس الوحدة النقدية، بعد تحويل العملة إلى العملة الأجنبية.

- **الصورة النسبية للنظرية:** على عكس الصيغة المطلقة، فإن الصيغة النسبية تبنى على أساس الفرضيات التالية:
  - الأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل؛
  - حرية انتقال المعلومات؛

- إزالة الحواجز التجارية التي تحد من تكافؤ الأسعار معبرا عنها بالعملتين.

واهتمت الصيغة النسبية بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج مؤشر التضخم، حيث يعمل سعر الصرف الاسمي على إلغاء فوراق التضخم في البلدين أو بمعنى آخر، يحقق توازن سعر الصرف عندما يساوي معدل التغير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار.

إذن وبإدخال اللوغاريتم على المعادلة (1) نحصل على:

$$\log e_t = \pi + \log P_t - \log P_t^* \quad \text{.....(2)}$$

وإذا عبرنا عن المعادلة (1) بالتغير نحصل على:

$$\Delta \log e_t = \Delta \log P_t - \Delta \log P_t^* \quad \text{.....(3)}$$

المعادلة (3): تبين أن انخفاض نسبة سعر الصرف الاسمي يساوي إلى فرق مستوى التضخم بين البلد محل الدراسة والبلد الأجنبي.

إذن تنطلق هذه الصيغة من مبدأ أن البلدان صاحبة معدلات تضخم عالية، مقارنة بالدول المتعاملة معها تقبل بتدهور قيمة عملتها مقابل عملات هذه الدول، مما يؤثر على مبادلاتها التجارية.

وبالتالي اهتمت نظرية تعادل القوة الشرائية في صيغتها النسبية إلى ما يحدث من تغير في سعر الصرف التوازني من لحظة إلى أخرى.

1-2-الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية: بالرغم من التأييد الذي عرفته هذه النظرية على اعتبار التدهور الحاصل في القيمة الداخلية للعملة يشكل السبب الرئيسي لتدهور قيمتها الخارجية وليس العكس، إلا أنها لاقت أكثر من غيرها من النظريات المتعلقة بسعر الصرف للعديد من أوجه النقد والتحليل والمناقشة، باعتبارها أول نظرية تضع الاقتصاديين الذين جاءوا بعد "CASSEL" على طريق تحليل العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصرف، وعليه فإن هذه النظرية تطرح بعض القضايا العالقة منها:

- زيادة على الصعوبات التي تقف أمام التحديد الدقيق للقوة الشرائية الداخلية لأية عملة عن طريق الأرقام القياسية، حيث يصبح أمر مقارنة القوة الشرائية لأكثر من عملتين غاية في التعقيد لأن نظرية تعادل القوة الشرائية تعتمد أساسا على هذه المقارنة؛
- أثبتت التجارب أن القدرة التنافسية في مجال التجارة الدولية لا تتوقف على عنصر السعر وحده، إنما تتدخل عناصر أخرى هامة مثل جودة السلع، دقة مواعيد التسليم، خدمات ما بعد البيع ... الخ؛
- إهمال النظرية لتحركات رؤوس الأموال كعنصر هام من عناصر تحديد أسعار الصرف؛
- صعوبة معرفة فترة التوازن لسعر الصرف -في الصورة النسبية للنظرية- ومنه صعوبة اختيار فترة الأساس التي يؤخذ فيها سعر الصرف للمقارنة بما يحدث من تغيرات لاحقة فيه؛
- تتجاهل نفقات نقل السلع وشحنها من دولة إلى أخرى، كما تتجاهل أثر الرسوم الجمركية على سعر الصرف ومالها من تأثير على حجم الصادرات والواردات؛
- عجزها عن إعطاء توقعات لتغيرات أسعار الصرف في الأجل القصير، إذ يعتبر حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات أفضل مؤشر– في الأمد القصير - لمعرفة اتجاهات سعر الصرف، فحالة هذا الحساب تؤدي بسعر العملة إلى الارتفاع أو الانخفاض؛
- اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة، أسعار الاستهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات والواردات ...الخ؛
- طول مدة التصحيح أسعار بالنسبة للأسعار غير المحددة بالدقة، ونفس الأمر بالنسبة لسنة الأساس؛
- هناك عناصر أخرى من غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري، وميزان المدفوعات خاصة مرونة الطلب بالنسبة للدخل، وبالنسبة للأسعار وكذلك مرونة الصادرات والواردات بالنسبة لنفس المتغيرين؛
- تعتمد هذه النظرية على تعادل قوتي الشراء للعملة، قوتها الداخلية، وقوتها الخارجية، والواقع أنه يوجد دائما احتمال لتفاوت هاتين القيمتين، فهناك تكاليف النقل، وهذه التكاليف وحدها تنسد التعادل المحتمل؛

- تفترض هذه النظرية أن سعر الصرف يتأثر فقط بتغير القوة الشرائية، ولا يؤثر في القوة الشرائية المحلية، إلا أنه في سنة 1937 أثبت "P. EIMZIG" من خلال التجربة أنه حدث وأن تغير سعر الصرف ثم أعقبه تغير في القوة الشرائية في الداخل (إشكالية تحديد السبب والنتيجة)؛
- إن نظرية تعادل القوة الشرائية لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية، وليس بكامل ميزان المدفوعات؛
- تعتمد هذه النظرية أنه يمكننا تقدير معدل التضخم في كل البلدان بغض النظر عن تطور الأنظمة الإحصائية والإعلامية؛
- تتوفر السلطات الاقتصادية على وسائل أخرى يمكن بواسطتها التأثير على عجز ميزان المدفوعات؛
- وجود بعض السلع والخدمات التي لا تدخل ضمن نطاق التجارة الدولية لعدة اعتبارات، ومن ثم لا توجد وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية فيما بين أسعارها؛
- هناك عوامل أخرى مؤثرة على تحديد أسعار الصرف مثل تغير أذواق المستهلكين وظهور المنتجات البديلة ...الخ؛
- هناك مشكل التمييز بين المتغير التابع من المتغير المستقل، ذلك أن نظرية تعادل القوة الشرائية تفترض مستوى الأسعار هو المتغير المستقل، وأن سعر الصرف هو المتغير التابع، إلا أنه يمكن أن نلاحظ بأن التغيرات في أسعار الصرف، تؤدي إلى إحداث تغيرات في مستوى الأسعار؛
- إلا أنه بالرغم من ذلك فإن حساب أسعار الصرف الاسمية الفعلية لعملة ما، في مختلف الفترات، اعتبارا لكون الدول تقوم بالمعاملات الدولية مع شركاء رعديدين، يمكن الدولة من تقدير ما إذا كانت عملتها مقومة بشكل أعلى أو أقل بالنظر إلى تعادل القوة الشرائية.

ورغم كل الانتقادات السابقة، فإن هذه النظرية أدت إلى تفسير تحركات سعر الصرف في الأجل الطويل خاصة عند اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول بدرجة كبيرة، كما أدت دورا في إبراز العلاقة بين مستويات الأسعار في مختلف الدول وأسعار الصرف ما بين عملاتها في ظل نظام حرية الصرف، و لا تزال مرجع الكثير من الاقتصاديين الذين يتناولون

سعر الصرف بالدراسة والتحليل سواء بالأسلوب التحليلي أو القياسي، ومن ثم يمكن الاعتماد عليها لمعرفة تقدير تقريبي لسعر الصرف، يستند على تفاوت القوة الشرائية من دولة إلى أخرى.

ومنه يتوقف نجاح نظرية تعادل القوة الشرائية على:

- سيادة حرية التجارة الدولية، ذلك أن وجود القيود من شأنه تشويه الأسعار؛
- سيادة حرية تحويل النقود من دولة إلى أخرى، وعدم إخضاع ذلك لنظم الرقابة.

2- نظرية كمية النقود:

2-1-مفهوم نظرية كمية النقود: تركز النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك على أهمية عرض النقود، في حين تهتم النظرية النيوكلاسيكية بالطلب على النقود وتأثيره على الكمية المعروضة في التداول، كما أن النظريتين تؤكدان على أن المستوى العام للأسعار عبارة عن دالة في كمية النقود.

وتقوم النظرية على مطابقة حسابية، أساسها أن أي مبادلة تجري بين البائع والمشتري تتطلب استبدال النقود بالسلع أو الخدمات أو الأوراق المالية.

ويترتب على ذلك حقيقة مفادها أن قيمة النقود يجب أن تساوي قيمة السلع أو الخدمات أو الأوراق المالية التي تم تبادلها بالنقود، ففي أي لحظة من الزمن يجب أن تتساوى قيمة السلع والخدمات والأوراق وعليه **(P)**، مضروبا في معدل سعر المعاملات **(T)** المالية مع عدد المعاملات في تلك اللحظة، مضروبا في **(M)** ستكون مساوية إلى قيمة التدفق النقدي الذي يتمثل في كمية النقود **(PT)**، فإنه يتم التعبير عن هذه المطابقة كالتالي :

$$MV = PT \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث:

(V): سرعة تداول النقود؛

M : عامل خارجي يتحدد مقداره من طرف البنك المركزي؛

T : دالة في مستوى الدخل) ثابتة في الأمد القصير؛

T، P،M : ثابتة ومستقلة عن باقي المتغيرات الأخرى.

ويكون مستوى السعر كالتالي:

$$P = MV/t.....(2)$$

من المعادلة رقم **(2)** يظهر أن مستوى السعر يعتمد على كمية النقود، وأن التغير في السعر يكون بمقدار التغير في كمية النقود، أي أن السعر يتضاعف إذا تضاعفت كمية النقود.

فإذا زادت كمية النقود المعروضة مع زيادة سرعة تداولها، انعكست هذه الزيادة على أسعار صرف العملة من خلال ارتفاع المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، الارتفاع الذي يظهر على مستوى الصادرات وارتفاع تكاليفها، الأمر الذي يجعلها ضعيفة من حيث درجة المنافسة في الأسواق الخارجية، وبالتالي، انخفاض الطلب عليها محليا وخارجيا، بحيث يؤول الأمر كله إلى ارتفاع الطلب على السلع والخدمات الخارجية، وهو ما يعني ارتفاع الطلب على العملة الأجنبية ومنه تدني سعر صرف العملة المحلية.

أما إذا نقصت كمية النقود المعروضة وتراجعت سرعة تداولها، فيحدث العكس أي تقل تكاليف الصادرات، ومنه زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية وأخيرا ارتفاع سعر الصرف بسبب زيادة الطلب على العملة.

إن الزيادات المفرطة في عرض النقود، تترتب عنها مستويات عالية من التضخم، تنعكس على ميزان المدفوعات، مخلفة أوضاعا مختلفة، وهو ما يتطلب تغيير سعر الصرف تماشيا مع المستوى العام للأسعار الجديدة.

2-2- عيوب نظرية كمية النقود: يرى كينز وأتباعه أن نظرية كمية النقود لا يمكن أن تتحدد بالمستوى العام للأسعار فقط، كما لا يمكن اعتبار التغيرات في مستوى الأسعار تعتمد على التغيرات في كمية النقود وبالتالي، فإن التغيرات الحاصلة في سعر الصرف لا يمكن ربطها بهذه التغيرات فقط، وكمثال فإن المارك الألماني لم تنخفض قيمته خلال الحرب العالمية الأولى برغم الزيادة الحاصلة في عدد الماركات المتداولة.

كما يرى كينز أن الزيادة في كمية النقود لا أثر له أكثر من مجرد زيادة الطلب على النقود عندما تسود حالة الكساد، ويقع الاقتصاد في نطاق مصيدة السيولة، وفي هذه الحالة لا يمكن للسياسة النقدية التأثير على مستوى الأسعار.

3- نظرية تعادل معدلات الفائدة:

3-1- مضمون نظرية تعادل معدلات الفائدة: ترتكز هذه النظرية على أسعار الفائدة في تفسير التغيرات التي تحدث على مستوى القيمة الخارجية للعملة، بحيث أن مستوى أسعار الفائدة المطبقة في بلدين مختلفين يجب أن يعكس التغيرات في أسعار الصرف، ومنه يكون التباين في معدلات الفائدة لدى البلد يساوي معدل التدهور أو التحسن في العملة تجاه العملة الأخرى.

نظرية تعادل أسعار الفائدة تسعى للكشف عن الصلة الموجودة بين السوق النقدي الوطني وسوق الصرف في الواقع، إن أي اختلاف بين معدلات الفائدة في بلدين اثنين ينتج عنه سواء تحسن أو تدهور للعملة المحلية نسبة إلى العملة الأجنبية.

فزيادة سعر الخصم في بلد ما، من شأنه أن يؤدي بسعر الفائدة إلى الارتفاع، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال نحو هذا البلد بهدف الاستثمار كون سعر الفائدة المطبق هو أعلى منه في البلدان الأخرى، ويؤدي هذا في الأخير إلى زيادة الطلب الأجنبي على العملة المحلية ومنه ارتفاع سعر صرفها، ويحدث العكس لما ينخفض سعر الخصم، إذ يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي ومنه زيادة العرض من العملة الوطنية وخروج رؤوس الأموال بحثا عن سعر الفائدة المرتفع، حيث تقل بذلك القيمة الخارجية للعملة المحلية وينعكس ذلك على ميزان المدفوعات.

فحسب هذه النظرية يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم **(M)** في أسواقهم المحلية لمدة سنة مثلا، ويحصلون في نهاية التوظيف على **$M(1+i_d)$** (حيث **i_d** معدل الفائدة)، يجب أن يكون هذا المبلغ مساويا حسب هذه النظرية للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال إلى عملات صعبة أجنبية بسعر الصرف الآني (نقدا)، وتوظيفها في الأسواق الأجنبية بمعدل فائدة **(i_e)**، وإعادة بيعها لأجل بشكل يمكن من الحصول مجددا على مبلغ من العملة المحلية.

حسب هذه النظرية لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي، عند توظيفهم للأموال في دول أين يكون معدل الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني، وسعر الصرف الآجل، ويمكن أن تتم العمليات على النحو التالي.

ويمكن أن نعبر عن ذلك رياضيا:

$$M(1+I_D) = \frac{M}{CC}\ (1+i_e)\times CT \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (1)$$

حيث أن:

CC : سعر الصرف الآني (نقدا).

CT: سعر الصرف الآجل

i_e : معدل الفائدة الخارجي الإسمي.

i_d: معدل الفائدة الداخلي الإسمي.

المعادلة (1) تؤدي إلى أن:

$$\frac{CT}{CC} = \frac{1+i_d}{1+i_e} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

نطرح (1) من طرفي المعادلة (2) ونحصل على:

$$\frac{CT}{CC} - 1 = \frac{1+i_d}{1+i_e} - 1 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

ويمكننا كتابة المعادلة كما يلي:

$$\frac{CT - CC}{CC} = i_d + i_e$$

تسمح هذه النظرية بربط الأسواق النقدية الوطنية بأسواق الصرف (بمراعاة الصرف العاجل والآجل).

- **سعر الصرف الآني (العاجل):** هو سعر الصرف الأجنبي المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل التسليم والتسلم الفوري (التسلم في الحال).

وهناك عدة عوامل تتحكم في سعر الصرف العاجل، نذكر منها:

- أسعار الفائدة؛
- معدلات التضخم؛
- وضعية ميزان المدفوعات؛
- المعلومات الاقتصادية والسياسية.

- **سعر الصرف الآجل:** هو عبارة عن سعر متفق عليه حاليا (في نفس تاريخ ابرام العقد) لشراء أو بيع كمية معينة من الصرف الأجنبي، ويتم التسليم والتسلم بعد فترة، بمعنى أن التسليم يكون مؤجلا إلى حين حلول التاريخ المتفق عليه.

وتتحكم فيه عدة عوامل منها:

- العرض والطلب على العملات الأجنبية؛
- مراقبة الصرف الأجنبي؛
- المضاربة.

3-2- تقييم نظرية تعادل أسعار الفائدة:

رغم ايجابيات هذه النظرية إلا أنها تعرضت لبعض الانتقادات، والتي منها:

- إن معدلات الفائدة لا تمثل عاملا مهما في توجيه طريقة وسلوك المحكمين؛
- يمكن أن تحدث عملية المضاربة آثار تذبذبية؛
- يمكن أن توجد حواجز تعيق تحركات رؤوس الأموال (الرقابة على الصرف)؛
- المحكمين لا يمكنهم القيام بعملية التحكيم مثلما تفترضه هذه النظرية.

4- نظرية أرصدة ميزان المدفوعات:

4-1- مضمون نظرية الارصدة: تقوم هذه النظرية على إعتبار القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغيير، عندما تحقق الدولة فائضا هاما في معاملاتها الخارجية، فإن هذا يعني زيادة الطلب على عملتها الوطنية أو زيادة في عرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، وهذا الارتفاع ينتج عنه ارتفاع في أسعار سلعها بالعملات الأخرى، مما يضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية، ويؤدي إلى انخفاض الطلب على سلع هذه الدولة ثم يتناقص الفائض في ميزان مدفوعاتها تدريجيا.

ومن ناحية أخرى، عندما تحقق الدولة عجزا هاما في معاملاتها الخارجية، فإن الآلية السابقة نفسها تعمل باتجاه معاكس، حيث يزداد عرض العملة الوطنية لهذه الدولة مقابل العملات الأجنبية فينخفض الطلب على هذه العملة وتصبح أسعار سلع الدولة منخفضة بالعملات الأخرى، مما ينتج عنه زيادة الصادرات وانخفاض الواردات ثم يتلاشى هذا العجز تدريجيا.

وهكذا يمكن لمرونة أسعار الصرف أن تساعد على معالجة معظم الإختلالات في موازين المدفوعات(العجز أو الفائض)، وهذا ما دعى بعض الاقتصاديين إلى اعتبار مرونة أسعار الصرف أفضل بديل لحركات دخول وخروج الذهب في ظل النظام الذهبي النقدي، والتي كان لها آثار تعديلية على موازين مدفوعات الدول التي اتبعت هذا النظام الذهبي.

وكنتيجة مستخلصة، فإن وجود عجز في ميزان المدفوعات لدولة ما، فإن انخفاض سعر صرف عملة هذه الدولة يمكن أن يؤدي إلى التخفيف من هذا العجز أو معالجته نهائيا وبالعكس، عند وجود فائض في ميزان المدفوعات، فإن ارتفاع سعر صرف عملة الدولة يمكن أن يؤدي إلى معالجة هذا الفائض

ويعتبر البعض أن فترة الحرب العالمية كانت مؤشرا على صحة هذه النظرية، وذلك لكون قيمة المارك الألماني آنذاك لم تتأثر، رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وارتفاع مستوى الأسعار، السبب في ذلك هو توازن الميزان الحسابي لألمانيا بالشكل الذي لم يسمح لها بزيادة وارداتها عن صادراتها، بمعنى أنه لم يكن هناك رصيد دائن أو مدين في ميزان المدفوعات يؤثر على القيمة الخارجية للعملة.

4-2- الانتقادات الموجهة لنظرية الارصدة: من أهم الانتقادات التي تعرضت لها نظرية أرصدة ميزان المدفوعات أنها تتميز بالتعقيد، فضلا عن الانتقاد الموجه لها فيما يخص أنها تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية النسبية كمحدد هام لتفسير حركة التجارة في الأجل الطويل.

5- نظرية كفاءة السوق:

5-1-مضمون نظرية كفاءة السوق: السوق الكفء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة، وهذا يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكن الوصول إلى معلومات، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الإقتصادية الحالية أو الماضية، مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، العجز التوازني، معدل التضخم .....إلخ.

ففي السوق الكفء:

- كل المعلومات الجديدة تجد تأثيرها الآني على أسعار الصرف الآنية والآجلة؛
- تكاليف المعاملات ضعيفة؛
- تغيرات أسعار الصرف عشوائية.

وهذا يؤدي إلى النتائج الآتية:

- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب؛
- التسعيرة الآجلة يمكن إعتبارها كمؤشر من دون مضاربة على السعر الآني (نقدا) المستقبلي.

ويكون سعر الصرف المتوقع في ظل سوق الصرف ذو كفاءة مسار لسعر الصرف الآجل بالنسبة لنفس فترة الاستحقاق، وتظهر بموجب ذلك عملية التحكيم بفائدة التي تعبر عنها رياضيا كما يلي:

$$\frac{e^a_{t+1} - e_t}{e_t} = \frac{e_a - e_t}{e_t} = i - i^*$$

حيث أن:

e^a_{t+1} : سعر الصرف المتوقع.

e_a : سعر الصرف الآجل.

i : سعر الفائدة المحلي.

i^* : سعر الفائدة الأجنبي.

وفي حالة كفاءة السوق يكون:

$$\boxed{e_a = e^a_{t+1}}$$

2-5- الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة السوق: رغم التفسيرات التي جاءت بها هذه النظرية، الا أن هناك جدالا قائما اليوم بخصوص ما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفؤة نسبيا، وهذا ما أدى إلى القيام بعدة إعتبارات لإثبات ذلك، أظهر بعضها **(إختبارات جيدي و ديفي)** على التوالي في (1975- 1976) كفاءة السوق، في حين أن البعض الآخر دراسات **(هانت 1986، ودراسات كيرني وماك دولاند 1989)** يؤكد عدم كفاءة سوق الصرف نسبيا في الوقت الذي سيعتقد فيه الممارسون أن هناك عدم كفاءة نسبية في أسواق الصرف.

6- نظرية المرونات:

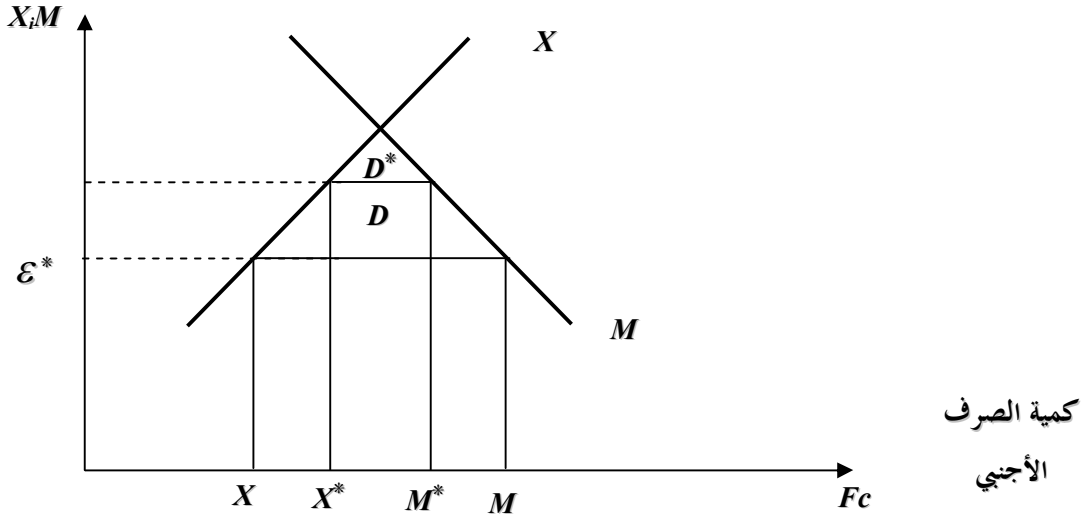
تفسر هذه النظرية التغير الكبير لسعر الصرف الحقيقي، على أنه راجع إلى ضعف المرونات لسعر للتجارة الخارجية.

ولقد حاول الاقتصاديون فيما بعد الحرب العالمية الثانية رفع مرونة التجارة الخارجية بربط المعاملات التجارية بين الدول بعملة الذهب التي تجعل من سوق الصرف أكثر استقرارا (النظام السائد في تلك الفترة كان موافقا لهذه النظرية).

فطور "ألكسندر" هذه النظرية، بإدخال الناتج عن المرونات على الدخل، فمثلا دولة انخفضت صادراتها، فإن التعديل الواجب حدوثه في ميزان المدفوعات لا يحدث إضافة إلى انخفاض الدخل، واعتبر "كروغمان" أن التغير الكبير في أسعار الصرف ناتج عن عدم استجابة أسعار الصادرات للتغيرات الحادثة في الأسعار المحلية، وإلى تغير الاستثمارات في القطاع الإنتاجي المخصص للصادرات لكون هاذين السببين يضعفان من مرونة الصادرات والواردات بحيث ولا يتحقق شرط "مارشال ليرنر" في المدى القصير.

ويقيس مفهوم المرونات سعر الصرف التوازني، الذي يعطي ميزانا تجاريا متوازنا، ويحدد سعر الصرف التوازني على أساس المعدل الذي يكون فيه سوق الصرف متوازنا، أو عند مستوى مستدام مقبول من الاختلال (D*) في الميزان التجاري.

الشكل رقم (4): تحديد سعر الصرف التوازني وفق نظرية المرونات.



المصدر: العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، "سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23 نوفمبر 2003. المعهد العربي للتخطيط، الكويت".

إذا كان الميزان التجاري (D)، فإن سعر الصرف الحقيقي يكون أقل من سعر الصرف التوازني.

ويمكن حساب المستويات التوازنية للصادرات (X *) والواردات (M *) كما يلي:

$$\frac{X - X^*}{X} = \varepsilon_E . \frac{\varepsilon - \varepsilon^*}{\varepsilon}$$

$$\frac{M - M^*}{M} = \varepsilon_M . \frac{\varepsilon - \varepsilon^*}{\varepsilon}$$

التغير الضروري في الميزان التجاري والتغير في سعر الصرف:

$$D - D^* = \left(M - M^*\right) - \left(X - X^*\right)$$

$$D - D^* = \left(\varepsilon_E . E - \varepsilon_E . M\right).\left(\varepsilon^* - \varepsilon\right)/\varepsilon$$

ومنه يمكن إيجاد حل للمعادلة، وحساب سعر الصرف التوازني كالتالي:

$$\varepsilon^* = \varepsilon.\left[1 + \left(D - D^*\right)/\left(\varepsilon_E . X - \varepsilon_M . M\right)\right]$$

بما أن:

$\varepsilon_M < 0$ فإن المقام دائما موجب، ومنه تخفيض العجز في الميزان التجاري.

$D - D^* > 0$ يتطلب تخفيض (رفع) سعر الصرف الحقيقي.

هذه المعادلة يمكن أن تستعمل لحساب سعر الصرف التوازني الاسمي:

$$e^* = e.\left[1 + \left(D - D^*\right)/\left(\varepsilon_E . X - \varepsilon_M . M\right)\right]$$

تتطلب هذه المعادلة معرفة (D*)، مستوى العجز القابل الاستدامة، وكذلك مرونات الصادرات والواردات، أو باستعمال قيم معروفة في الأدبيات الاقتصادية $\left(\varepsilon_M = X.\varepsilon_E = 1\right)$.

سادسا- سياسات سعر الصرف:

1- ماهية سياسة سعر الصرف: تعبر سياسة سعر الصرف عن مجموع الإجراءات والقرارات التي تتخذها السلطات النقدية لتحديد سعر صرف عملتها الوطنية في سوق الصرف الأجنبي، بالإضافة إلى اختيار وتحديد نظام الصرف الواجب إتباعه وفقا للأوضاع الاقتصادية وللأهداف المرجوة.

وتعتبر سياسة سعر الصرف أداة هامة من أدوات السياسة الاقتصادية، حيث تظهر من يوم إلى آخر استقلالها عن السياسة النقدية من خلال تميزها بأهدافها وأدواتها، إلى أنه يتعين استخدامها مع السياسات الاقتصادية الأخرى في إطار تجانس السياسة الاقتصادية الكلية.

2- أهداف سياسة سعر الصرف: تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق العديد من الأهداف أبرزها:

2-1- تحقيق الاستقرار في الأسعار ومكافحة التضخم: تهدف سياسة الصرف إلى الحفاظ على القوة الشرائية للعملة الوطنية، وذلك بالتنسيق مع السياسة النقدية التي تهدف إلى تخفيض معدلات التضخم، و تحاول بعض البلدان توظيف أسعار الصرف لمحاربة التضخم و تخفيض معدلاته و مراقبته، و تعتبر برامج التثبيت باستعمال سعر الصرف كمثبت بمثابة برامج لمحاربة التضخم، حيث يؤدي التحسن في سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد، و تحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير، يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثر ايجابي على انخفاض مستوى التضخم، و تتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط، و هكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية، و تتمكن من إنتاج سلع عالية الجودة بما يحسن تنافسيتها، و تسمى هذه الظاهرة بالحلقة الفاضلة للعملة القوية، و تم اعتمادها كسياسة مناهضة للتضخم، و التي تبنتها فرنسا انطلاقا من سنة 1983.

2-2- تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي، الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير)، و هذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية، بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلا للتصدير، و بالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها.

و يزيد إنتاج السلع التي كانت تستورد محليا (إحلال الواردات)، و السلع التي يمكن تصديرها، كما ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل و رأس المال في قطاع التصدير، و في الصناعات المنافسة للاستيراد.

2-3- توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعية) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، و يعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال، و عند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي)، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية، فتقلص استثماراتها.

و بهدف تقليص الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصرف التنافسي، يلجأ أصحاب القرار أحيانا إلى اعتماد أسعار صرف متعددة مثل سعر صرف للصادرات التقليدية، سعر صرف للواردات الغذائية ...الخ.

2-4- تنمية الصناعات المحلية: يمكن للسلطات النقدية تخفيض أسعار الصرف من أجل رفع القدرة التنافسية للصناعة المحلية و تشجيع التصدير، و قد نجحت هذه السياسة في ألمانيا سنة 1948، حيث قامت السلطات النقدية (البنك الفدرالي الألماني) بتخفيض هام لسعر صرف العملة مما شجع التصدير، كما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة تخفيض العملة لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية و وتشجيع الصادرات ما بين (1970- 1990).

3- أدوات سياسة سعر الصرف: في ظل سعي سياسة الصرف لتحقيق أهدافها، تلجأ السلطات لاستعمال مجموعة من الوسائل و الأدوات، والتي من أبرزها:

3-1-تعديل سعر صرف العملة: تهدف هذه السياسة إلى علاج التوازن الخارجي لميزان المدفوعات، وتتمثل في قيام الدولة بتخفيض قيمة عملتها الوطنية، ويقصد بالتخفيض تغيير التعادل أو التوازن القانوني للعملة بالنسبة لعملة أو لعملات أجنبية، بزيادة ما تساويه الوحدة الأجنبية من الوحدات من العملة الوطنية.

فتخفيض قيمة العملة الوطنية، يؤدي إلى انخفاض أسعار الصادرات مقومة بالعملة الأجنبية، وهو ما يجعلها أكثر تنافسية في الأسواق الخارجية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع كميتها و قيمتها، خاصة إذا كان الطلب الأجنبي مرن مرونة كافية لزيادة الطلب على الصادرات، وهو ما ينعكس على الميزان التجاري.

أما بالنسبة للواردات فالأثر بعكس الصادرات، حيث يؤدي تخفيض العملة إلى ارتفاع أسعار الواردات مقومة بالعملة الوطنية نتيجة التخفيض وبنفس نسبته، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفتها، وانخفاض القدرة الشرائية للمستورد المحلي، مما يدفعه إلى تقليص وارداته، والتخفيض من حجم المدفوعات للخارج والمطلوب من النقد الأجنبي، خاصة إذا كان الطلب المحلي على الواردات مرن مرونة كافية، وبالوزن النسبي الذي تحتله الواردات الاستهلاكية ضمن إجمالي الواردات السلعية، كما أن انخفاض الواردات يدفع المستهلكين المحليين إلى طلب السلع البديلة للواردات، التي تعتبر أرخص ثمنا.

وبهذه الآلية يزداد حجم الصادرات، وينخفض حجم الواردات، فيؤدي إلى تقليص الفارق بينهما، وبالتالي تحسن وضعية الميزان التجاري.

إن مسألة فعالية تخفيض قيمة العملة الوطنية في علاج عجز ميزان المدفوعات ليست بالبساطة التي يوحي بها التحليل، فهناك أمور كثيرة وشروط دقيقة معقدة لابد من توفرها لكي تنجح هذه السياسة في تحقيق الهدف المنشود من ورائها.

3-2-استخدام احتياطات الصرف: و يتم هذا عن طريق تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف للحد من تغير أو تقلب سعر الصرف، سواء ببيع العملات الصعبة التي تحتفظ بها مقابل العملة المحلية للحد من انهيار أو انخفاض قيمة عملتها، أو العكس في حالة ارتفاع قيمة العملة عن الحد الذي ترغب فيه، فتشتري العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، و يتوقف تطبيق هذه الوسيلة على حجم احتياطي الصرف للدولة.

3-3-استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة، يعتمد البنك المركزي سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة، وقد لجأت فرنسا إلى هذه الأداة عندما أعتبر الفرنك الفرنسي أضعف من المارك الألماني، وهذا باعتماد بنك فرنسا لأسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الموجودة في ألمانيا.

3-4-مراقبة الصرف: يتم هذا عن طريق التدخل الإداري المباشر للدولة، من أجل الموازنة بين الطلب على العملات الأجنبية وعرضها، وذلك من خلال تنظيم ومراقبة الاتفاقات المالية مع الخارج في ظل التوازنات الخارجية، وتختلف أوجه وتقنيات وأهداف الرقابة حسب كل بلد.

3-5-إقامة سعر صرف متعدد: يهدف هذا الإجراء إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق، وإلى توجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة، فيمكن اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صرف العملة، أحدهما مغالى فيه، و يتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو واردات القطاعات المراد دعمها و ترقيتها، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي.

4-آثار سياسة سعر الصرف على التوازن الاقتصادي:

إن دور أدوات سياسة سعر الصرف في تحقيق التوازن الاقتصادي الداخلي أو الخارجي يعتبر من الموضوعات الاقتصادية الهامة، والجدير بالذكر أنه لا يوجد تفسير بسيط لعلاقة سعر الصرف بهذه التوازنات، ذلك أن هذه العلاقة قد تكون قوية في بعض الأحوال، وفي ظروف أخرى قد تضعف وتفقد فاعليتها، وذلك إذا تدخلت متغيرات أخرى مؤثرة في الاقتصاد الوطني داخليا أو خارجيا، ومع ذلك يمكن إعطاء صورة مجردة وموجزة عن دور سعر الصرف في تحقيق التوازن من خلال أثر الأدوات التالية.

4-1-أثر سياسة تعديل سعر صرف العملة (تخفيض العملة): تعتبر سياسة تخفيض قيمة العملة إحدى الوسائل المتاحة للتأثير على التوازن الاقتصادي الخارجي والداخلي، من خلال تأثيرها على الميزان التجاري، وعلى بعض المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة بالتوازن الداخلي.

4-1-1- أثر سياسة تخفيض العملة على التوازن الداخلي:

أ- أثر تخفيض العملة على الدخل: يترتب على تخفيض العملة توسعا في الناتج الوطني، ومن ثم توسعا في التوظيف، والدخل، والصناعات التصديرية، والصناعات البديلة للواردات، هذه الزيادة سببها الطلب من المصادر المحلية والخارجية، حيث يكون الأمر المبدئي على الناتج هو زيادة الصادرات مع انخفاض الواردات، وعبر آلية المضاعف ينتقل هذا الأثر ليخلق زيادة مضاعفة في الناتج المحلي الإجمالي.

إن تعديل أسعار الصرف، وتخفيض قيمة العملة أداة فعالة لمعالجة حالة من العجز الخارجي والبطالة، حيث يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى تخفيض العجز وزيادة كل من الناتج والتوظيف.

ب- أثر التخفيض على الأسعار المحلية: يترتب على تخفيض قيمة العملة ارتفاع في الأسعار المحلية، حيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أسعار السلع المستوردة، خاصة إذا كانت هذه السلع عبارة عن مواد أولية في العملية الإنتاجية أو سلع ضرورية، وبالتالي سوف تزيد من التكاليف ومن ثم تحدد الدخل جزئيا.

إلا أن مقدار الارتفاع في الأسعار، يتوقف على هيكل الاقتصاد المحلي ومدى قدرته على توفير البدائل، وكذا على درجة انفتاحه، وعلى السياسات الاقتصادية المستعملة.

4-1-2- أثر سياسة تخفيض العملة على التوازن الخارجي: تؤثر سياسة تخفيض العملة على كافة بنود ميزان المدفوعات، إلا أن الاعتبار الرئيسي لهذه السياسة يتمثل في أثرها على الميزان التجاري.

أ- أثر سياسة التعديل أو التخفيض على الواردات: يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى جعل أسعار الواردات مقومة بالعملة المحلية أعلى نسبياً، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب المحلي على الواردات، وبالتالي انخفاض كمية وقيمة الواردات بشرط أن تكون مرونة الطلب المحلي على الواردات أكبر من الصفر، ومن ثم يقل الطلب عليها مما يساهم في القضاء على العجز الخارجي وتحقيق التوازن الاقتصادي.

ب-أثر سياسة التعديل أو التخفيض على الصادرات: يترتب على تخفيض قيمة العملة الوطنية جعل أسعار الصادرات أرخص نسبياً مقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم زيادة الطلب الأجنبي على الصادرات، وبالتالي زيادة كمية وقيمة الصادرات، بشرط أن تكون مرونة الطلب على الصادرات أكبر من الوحدة، الأمر الذي ينعكس في الميزان التجاري، بما يساهم في تحقيق التوازن و القضاء على العجز.

وتستخدم سياسة التخفيض على نطاق واسع لتشجيع الصادرات إلا أن نجاح هذه السياسة يتوقف على توفر مجموعة من الشروط، نذكر منها:

- عدم قيام الدول المنافسة بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها، مما يزيل الأثر المترتب عن التخفيض؛

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدول بقدر كاف من المرونة؛ بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الطلب العالمي على المنتجات المصدرة من نسبة التخفيض؛
- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة، بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الطلب على الصادرات؛
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية وعدم ارتفاع الأسعار تكلفة المنتجات المحلية؛
- أن يكون مجموع مرونة الطلب ومرونة الصادرات أكبر من الواحد الصحيح (شرط مارشال- ليرنر).

ج-أثر تغير سعر الصرف على ميزان رؤوس الأموال:

إن التغير في احتياطي الصرف والذي نرمز له بـ R يكون مساويا إلى رصيد الحساب الجاري لـ X الصادرات، M الواردات، إضافة التدفقات الصافية لرؤوس الأموال F

$$R = X - M + F$$

إن رصيد الحساب الجاري الذي يمكن كتابته:

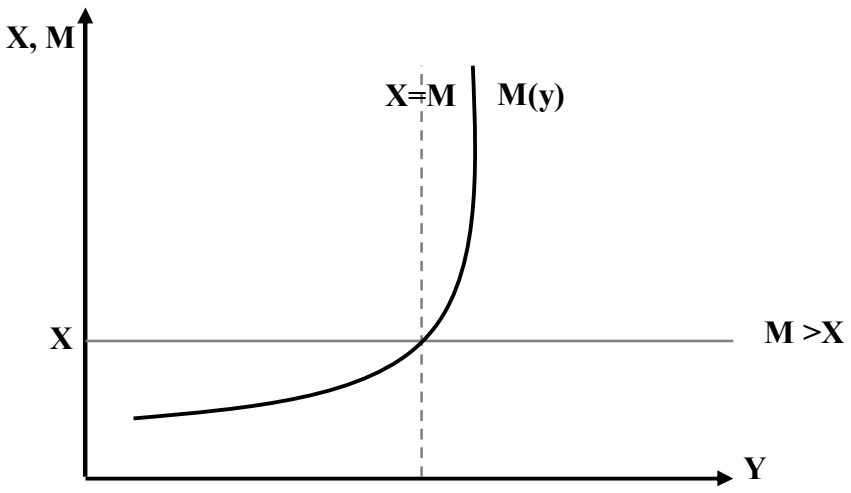
$$X - M = px(p,e) - \frac{p^*}{e \cdot M(Y,P,e)}$$

P : المستوي العام للأسعار المحلية.

P^*: المستوي العام للأسعار الأجنبية.

e : سعر الصرف.

الشكل رقم (5): أثر تغير سعر الصرف على ميزان رؤوس الأموال



تؤدي زيادة الدخل الحقيقي إلى ارتفاع في الواردات وتقهقر في الميزان التجاري من أجل مستوي دخل أقل من $\bar{y}$ ، سوف يتميز الميزان التجاري بفائض، والعكس من أجل مستوى دخل أكثر من y ، يكون هناك عجز، فالتخفيض يمكن أن يكون له آثار إيجابية على ميزان رؤوس الأموال.

4-2-أثر سياسة استخدام سعر الفائدة: يؤدي سعر الفائدة دورا هاما في الحياة الاقتصادية باعتباره كأحد أساليب السياسة الاقتصادية، فهو يؤثر على القطاعات النقدية والحقيقية للاقتصاد والمجتمع.

4-2-1- أثر استخدام سياسة سعر الفائدة على التوازن الداخلي:

أ- أثر استخدام سعر الفائدة على التضخم: يعتبر التضخم من المشكلات الاقتصادية الرئيسية التي تعاني منها اقتصاديات الدول، ورغم اهتمام الاقتصاديين به، إلا أن هناك جدلا كبيرا بينهم حول أسبابه، وآثاره الاقتصادية، وأفضل السياسات التي يتعين إتباعها للقضاء عليه.

فهو يحتل مكانا بارزا في الدراسات الاقتصادية، حيث يعرف بأنه زيادة كمية النقود بدرجة تنخفض معها قيمة النقود، أو على أنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار في دولة ما، والناجم عن فائض الطلب عما هو معروض من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة.

ويمكن علاج التضخم بإتباع سياسات تقوم على تحقيق الانكماش في الائتمان المصرفي، ويعتبر سعر الفائدة أحد أهم الأدوات التي تؤدي إلى تحقيق هذا الغرض، ويعرف سعر أو معدل الفائدة بأنه السعر الذي تتعامل به البنوك التجارية مع الأفراد، أي أنه سعر الفائدة الذي تحصل عليه البنوك التجارية عند منحها القروض والتسهيلات الائتمانية للأفراد، وهو ما يحصل عليه الأفراد مقابل مدخراتهم لدى البنوك التجارية.

فتغيير سعر الفائدة مؤشر للمؤسسات النقدية للتوسع في الائتمان أو تقليصه، فتخفيض سعر الفائدة حافز لزيادة الائتمان والتوسع فيه، أما رفعه فيؤدي إلى تقييد الائتمان والحد منه.

و تلتزم البنوك التجارية بالحد الأعلى لسعر الفائدة، الذي يحدده البنك المركزي الذي يعتبر السلطة النقدية الوحيدة التي لها حق تغيير هذا السعر، ففي حالة التضخم يتم رفع أسعار الفائدة على الودائع لإغراء الأفراد والمؤسسات لإيداع أموالهم، مما يؤدي إلى امتصاص أكبر قدر ممكن من السيولة في السوق.

ب- الأثر على الميزانية العامة للدولة: يمارس سعر الفائدة تأثيره على الميزانية العامة من خلال تأثيره على السوق المالي وعلى أذونات الخزينة ودورها في تراكم الدين العام الداخلي، بالإضافة إلى تأثيره على باقي بنود الدين العام الداخلي.

4-2-2- أثر استخدام سياسة سعر الفائدة على التوازن الخارجي: إن لجوء البنوك التجارية إلى رفع سعر الفائدة على القروض، يؤدي إلى تقليص حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، وهو الأمر الذي سوف يقود إلى انخفاض الأسعار الداخلية، وهذا الانخفاض في الأسعار سوف يؤدي إلى تشجيع الصادرات وتقليل الواردات، وهو ما يؤثر بالدرجة الأولى على الميزان التجاري.

4-3- أثر سياسة مراقبة الصرف على التوازن: إن نظام الرقابة على الصرف يستخدم كوسيلة لتحقيق توازن ميزان المدفوعات، حيث أنه يهمل قوى السوق، ويستبدل هذه القوى بالقرارات التحكمية للحكومة، فهو يهدف إلى سيطرة الحكومة سيطرة تامة على سوق الصرف الأجنبي، فجميع المقبوضات من الصادرات والإيرادات الأخرى يجب تسليمها لإدارة الرقابة على الصرف، وتقوم الحكومة بتوزيع حصيلة العملات الأجنبية التي تحصل عليها طبقا لاحتياجات السياسة الاقتصادية الوطنية، فالواردات من السلع الأساسية للاقتصاد الوطني كمواد الغذاء والوقود والمواد الخام اللازمة للصناعة تلقى الأولوية في توزيع حصيلة العملات الأجنبية، أما السلع الكمالية والسلع غير الضرورية فإنها تأتي في المرتبة الأخيرة، ولا يصيبها أي شيء من توزيع حصيلة العملات الأجنبية.

وبالتالي، يمكن لسياسة الرقابة على الصرف أن تستخدم كأداة للحد من واردات سلع معينة بفرض حصص على الواردات، فليس هناك فرق كبير بين تحديد السلطات عدد السيارات التي يمكن أن تدخل الدولة، أو قيامها بوضع قيود على مقدار الصرف الأجنبي الذي يتم تخصيصه لاستيراد السيارات.

رغم أن هذا النظام يقضي بأن تضحي الدولة بقابلية عملتها للتحويل، وأن تعتمد على وسائل خاصة -غير الوسائل المعتادة- في تنظيم سوق الصرف، إلا أن نظام الرقابة على الصرف قد يكون الوسيلة الوحيدة لبعض الدول، وخاصة إذا ما كان الاحتياطي الدولي لهذه الدول لا يلاءم إتباع سياسة سعر صرف ثابت، أو إذا كان الاقتصاد في حالة انكماش، أو إذا كانت مرونة كل

من طلب وعرض الصرف الأجنبي منخفضة، ففي مثل هذه الحالات فإن الرقابة على الصرف يمكن تبريرها كوسيلة مؤقتة لكسب الوقت، بينما إجراءات أخرى تتخذ لتحقيق التوازن الاقتصادي.

4-4-أثر سياسة استخدام احتياطات الصرف (الموازنة) على التوازن: صندوق موازنة الصرف عبارة عن احتياطي مكون من عملات أجنبية، وموضوع تحت تصرف سلطة مركزية، بغرض التدخل في سوق الصرف لمنع التقلبات غير المناسبة لسعر الصرف (كانت انجلترا هي أول من أنشأ صندوق موازنة الصرف، وهذا بغرض منع المضاربة في حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل والتي تؤثر على قيمة الجنيه الإسترليني).

ويمكن تشبيه عمليات الموازنة بدور البنك المركزي في عمليات السوق المفتوح، فالصندوق يتدخل من خلال العملات الأجنبية المتوفرة لديه، فإذا وجد أن سعر الصرف قد انخفض عن المستوى المحدد يقوم بعرض تلك العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية، مما يؤدي إلى رفع قيمة هذه الأخيرة، وفي حالة العكس يقوم ببيع العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، ومن هنا يؤثر صندوق الصرف في ميزان المدفوعات من خلال انتقال رؤوس الأموال، ومن خلال التحكم في تغيرات أسعار الصادرات و الواردات في الأسواق الدولية، فيمكن تخفيض قيمة العملة من خلاله، وبالتالي زيادة تنافسية الصادرات في الأسواق الخارجية والحد من الواردات وبالتالي التأثير على الميزان التجاري.

4-5-أثر سياسة إقامة سعر صرف متعدد: إن نظام سعر الصرف المتعدد هو في الواقع نظام جزئي لتخفيض قيمة العملة، وكان أول من استعمله ألمانيا في أوائل الثلاثينيات، وأبسط صوره هو نظام الصرف الثنائي، الذي يقضي بأن تتبع الدولة سعري صرف فقط، سعر رسمي (عادة ما يكون مغالى فيه) للصفقات المسموح بها، وسعر حر لبقية الصفقات.

وعادة ما يخصص سعر الصرف الرسمي للتعامل في الصادرات القادرة على المنافسة في الأسواق الخارجية، وعادة ما تكون هذه السلع التي يكون فيها مركز الدولة كمنتجة مركز قوي أو شبه احتكاري كما هو الحال بالنسبة للبن البرازيلي مثلا.

ومن ناحية الطلب، فإن واردات السلع الضرورية عادة ما تكون هي التي يسمح أن يتم التعامل فيها بواسطة السعر الرسمي، وجميع العمليات الأخرى -بخلاف تلك العمليات التي

يسمح بالتعامل فيها بالسعر الرسمي-، إنما تتم على أساس سعر الصرف الحر، وتشمل هذه الصادرات التي تلقى منافسة شديدة في الخارج، وكذا الواردات الكمالية وغير الأساسية.

ونظام سعر الصرف المتعدد، ظهر عندما كانت العديد من الدول تبحث عن تخفيف القيود الناتجة عن المغالاة في قيمة العملة التي ترتبت عن تطبيق نظام الرقابة على الصرف، ونظام تراخيص الاستيراد، وباقي الأدوات التقييدية لسياسة التجارة الخارجية، فنظراً لعدم رغبة هذه الدول تخفيض قيمة عملتها دفعة واحدة دفعها إلى إتباع طريقة تدريجية لذلك، عن طريق تحديد عدد من أسعار الصرف، كل سعر يختص بالتعامل في مجموعة من المعاملات، ويطبق أقل الأسعار انخفاضاً بالنسبة للصادرات التي تتمتع بمركز تنافسي قوي، كما أنه يطبق بالنسبة للواردات الضرورية ذات الأهمية القصوى للاقتصاد الوطني.

5-الآثار المتبادلة ما بين سعر الصرف و التجارة الخارجية

5-1-فعالية تخفيض قيمة صرف العملة على الميزان التجاري:

تعتبر سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة أداة هامة في إعادة التوازن إلى ميزان التجاري من خلال زيادة الصادرات والحد من الواردات، حيث يترتب عن تطبيق سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة مجموعة من الآثار على مستويات مختلفة أهمها:

5-1-1- أثر تخفيض قيمة العملة بالنسبة للصادرات: يمكن للدول النامية أن تلجأ إلى سياسة تخفيض العملة من أجل تحسين ميزان المدفوعات وذلك من خلال إمكانية الزيادة في حجم الصادرات بالتالي زيادة حصيلة الدولة من العملات الصعبة، والحد من الواردات أي تخفيض مدفوعات الدولة من النقد الأجنبي، لكن نجاح هذه السياسة يتوقف على شروط منها:

أ- مرونة كافية للطلب الخارجي على صادرات الدولة: تتمثل معظم صادرات هذه الدول في المواد الأولية والمواد الزراعية بصفة عامة، والتي تتسم بتقلبات أسعارها في الأسواق العالمية واتجاه الطلب العالمي على بعض هذه الصادرات إلى الانخفاض في المدى المتوسط والطويل، كما أن مستوى النشاط الاقتصادي للدول التي تستورد صادرات الدول النامية، وهي في العادة الدول الصناعية يتعرض لدورات من الركود الاقتصادي الذي يؤثر في الطلب على منتجات الدول النامية.

إذ ليس بالضرورة في حالة تخفيض أسعار الصادرات سيتزايد الطلب على منتجات الدول النامية، وسياسة التخفيض تفترض أن قوى الإنتاج الداخلي للصادرات قادر على الاستجابة للطلب العالمي على هذه المنتجات، إلا أن الدول النامية تواجه العديد من الصعوبات لزيادة إنتاج السلع الموجهة للتصدير، ذلك أن تلاقي صعوبات في استغلال الطاقات العاطلة وزيادة الإمكانيات المتاحة لقطاع التصدير، إذ يتطلب ذلك تضافر موارد أخرى، ويتطلب ذلك انتظار بعض الوقت قبل أن تساهم هذه الموارد في العملية الإنتاجية.

إذن زيادة الصادرات أمر مرتبط بزيادة قدرة الاقتصاد الوطني على الإنتاج من أجل زيادة الصادرات، ثم يأتي في المقام الثاني مسألة التخفيض.

ب- ثبات مستوى الأسعار المحلية: تتوقف فعالية سياسة التخفيض على عدم ارتفاع الأسعار الداخلية للصادرات فإذا صاحب سياسة تخفيض قيمة العملة ارتفاع في الأسعار الداخلية تنعدم فاعلية التخفيض، وبالنظر إلى أوضاع الدول النامية نجدها تتسم بعدم مرونة جهازها الإنتاجي وتطبيقها أو إتباعها لسياسات تجعلها تتخبط تحت وطأة الضغوط التضخمية كسياسة التمويل بالعجز، إضافة إلى تزايد الطلب على السلع الناشئ عن التزايد السريع للسكان وارتفاع أسعار الواردات والسلع الإنتاجية والوسيطة المستعملة في إنتاج السلع الموجهة للتصدير.

وقد تؤدي هذه العوامل عند القيام بتطبيق سياسة تخفيض العملة إلى ارتفاع محسوس في الأسعار الداخلية بنسبة قد تفوق نسبة تخفيض العملة، وبالتالي تنخفض أو تنعدم المزايا الممكن تحقيقها والمتمثلة أساسًا في تحسين المركز التنافسي لصادرات الدولة.

5-1-2- أثر تخفيض قيمة العملة بالنسبة للواردات: إن إتباع سياسة تخفيض العملة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الواردات بدلالة العملة المحلية مع ثباتها بالعملة الأجنبية مما يؤدي إلى خفض الطلب على الواردات وارتفاع الطلب على المنتجات المحلية، الشيء الذي يؤدي إلى تحسين الميزان التجاري ومنه تسوية عجز ميزان المدفوعات، لكن هل الشروط متوفرة لنجاح ذلك.

أ- **مرونة كافية من الطلب الداخلي على الواردات:** يحدث نتيجة التخفيض ارتفاع الأسعار المحلية للسلع المستوردة بنفس نسبة التخفيض، مما يؤدي إلى تناقص في طلب المستهلكين على هذه السلع المستوردة بنسبة أكبر، مما يدفعهم إلى الحد من استيرادها، ولا يتحقق ذلك

في البلدان النامية لأنها تفتقد إلى شروط أساسية، فهل بمقدور جهازها الإنتاجي، إنتاج السلع البديلة للسلع المستوردة وبأقل سعر.

في الواقع إن الجزء الأكبر من واردات الدول النامية يوفرها العالم الخارجي، فهي تمثل سلع ضرورية لا تنتج محليًا، ولا يمكن الاستغناء عنها، مثل الأدوية والتجهيزات والسلع الغذائية .. الخ، ومن ثم فإن سياسة تخفيض العملة لا يتوقع منها أن تؤدي إلى انخفاض الطلب المحلي على تلك الواردات حتى وإن ارتفعت أسعارها من جراء التخفيض.

ب- مرونة كافية للعرض الخارجي للواردات: حتى تكون سياسة تخفيض العملة فعالة في الحد من حجم الواردات يجب ألا تلجأ الدول المصدرة إلى إتباع سياسة الإغراق أو تخفيض قيمة أسعار صادراتها مقومة بالعملة الأجنبية بنفس نسبة تخفيض العملة، ومنه سوف تظل الأسعار المحلية لواردات الدول النامية على حالها قبل القيام بسياسة التخفيض.

وبالتالي فإنه من غير المتوقع أن تؤثر سياسة تخفيض العملة في الحد من الواردات.

5-2-تأثير أدوات السياسة التجارية على سعر الصرف:

5-2-1-نظام الحصص: إن الغرض من نظام الحصص كما نعرف هو تقييد الواردات ولنفرض الآن أن البلاد الأجنبية التي نتاجر معها قد قامت بفرض نظام الحصص على جميع أنواع السلع التي تستوردها منا، وبالإضافة إلى هذا دعنا نفرض أن الواردات الفعلية في هذه البلاد قد بلغت أقصى حد سمحت به الحصص المفروضة، وهذا يعني أننا لا نستطيع أن نزيد من صادراتنا إلى هذه البلاد إطلاقًا عند سعر صرف معين أو فوق هذا السعر بتخفيض القيمة الخارجية لعملتنا، إذن هذه السياسة في ظل هذه الافتراضات سوف تبوء بالفشل، لأن انخفاض أسعار صادراتنا التي ترتب على تخفيض القيمة الخارجية لعملتنا لن يؤدي إلى زيادة في الكميات المصدرة، وبالتالي لن يؤدي إلى أي زيادة في عرض العملات الأجنبية.

ولكن هذا الفرض الذي أقمناه وهو اكتمال حصص الاستيراد في البلاد الأجنبية لدرجة لا تسمح بأي زيادة في صادراتنا يعد فرض غير صحيح، ففي غالب الأمر سوف نجد أن حصص الاستيراد في البلاد الأجنبية لم تكتمل بعد عند سعر صرف معين، وعليه فرفع سعر الصرف الأجنبي وذلك بتخفيض القيمة الخارجية لعملتنا سوف يشجع المستهلكين الأجانب على زيادة طلبهم على السلع التي نصدرها، ولكن يجب أن يكون واضحًا لدينا أن الزيادة في الصادرات

سوف تكون محدودة بالحدود القصوى التي تسمح بها حصص الإستيراد في البلاد الأجنبية، أي أن نجاح سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة سوف يتوقف على حجم تلك الأجزاء من حصص الإستيراد في البلاد الأجنبية التي يمكن إتباعها عند سعر الصرف السابق.

5-2-2- تأثير التعريفة الجمركية:

أ- تأثير التعريفة الجمركية الأجنبية على عرض النقد الأجنبي (عند التصدير): إن التعريفة الجمركية التي تفرضها الدولة الأجنبية المستوردة، لها أثرها على فعالية تخفيض قيمة العملة المحلية، بحيث أنه كلما ارتفعت التعريفة كلما قل الطلب الأجنبي على سلع وخدمات البلاد، فتقل معه إستجابة الطلب الأجنبي للتخفيض في قيمة العملة المحلية، مما ينتج عنه عدم جدوى هذه الأداة في زيادة كمية العملات الأجنبية، ومنه معالجة العجز في ميزان المدفوعات.

إلا أن درجة فعالية سياسة سعر الصرف مرتبطة، كما سبق ذكره بمرونة الطلب الأجنبي على الصادرات، بحيث يمكن نسبيًا، تجاوز أثر التعريفة الجمركية إذا كان الطلب الأجنبي يتمتع بمرونة كبيرة.

ب- تأثير التعريفة الجمركية الوطنية على الطلب على النقد الأجنبي (عند الإستيراد): أما من ناحية التعريفة الجمركية المفروضة على الواردات، فيمكن القول أنه كلما ارتفعت نسبتها كلما انخفض أثر التخفيض على إنقاص الطلب على السلع .

سابعا- العوامل المحددة لاختيار سياسة الصرف الأجنبي في الدول النامية:

لقد قدم الاقتصادي (R.Heller) عدة عوامل قد تساعد في اختيار الدول النامية بين سياسة الربط وسياسة التعويم وهي:

- **درجة الانفتاح الاقتصادي:** يقصد بالإنفتاح الإقتصادي درجة انكشاف الدولة للخارج، وهناك العديد من المؤشرات التي تقيس درجة الإنفتاح الإقتصادي من أهمها مؤشرات الإنفتاح التجاري، الذي يقاس بنسبة التجارة الخارجية إلى الناتج الوطني الإجمالي، ويقيس هذا المؤشر مدى حساسية الإقتصاد للتغيرات التي تحدث في التجارة الخارجية سواء كان مصدرها داخليا أو خارجيا، ويتميز الاقتصاد المفتوح بالأهمية النسبية لقطاع التجارة الخارجية في تكوين الناتج الوطني مقارنة بباقي القطاعات، وهو ما يؤدي الى زيادة حساسية الأسعار المحلية للتغيرات في أسعار الصرف، وهو ما يعني عدم إلى ملاءمة نظام

سعر الصرف العائم لمثل هذا النوع من الإقتصاديات ويصبح نظام الأسعار الثابتة هو الأكثر ملائمة، لذا يجب أن تقوم بإتباع سياسة الربط أو التثبيت، أما الاقتصاد الأقل انفتاحا على العالم الخارجي فقد يلائمه إتباع سياسة التعويم.

- **حجم الإقتصاد ودرجة تنوع هيكل الإنتاج والتصدير:** يفضل تطبيق أنظمة سعر صرف مرنة في الإقتصادات كبيرة الحجم، لما تتميز به من ترابط كبير مع الإقتصاد الدولي، وحصة ضئيلة للتجارة الخارجية في ناتجها المحلي الإجمالي، وبالعكس نجد أن الإقتصادات ذات الحجم الصغير، والتي تكون التجارة الخارجية مكون أساسي في الناتج المحلي الإجمالي يفضل أن تطبق الأنظمة الثابتة

فالأنظمة الثابتة وإن كانت تلائم كما سبق ذكره الإقتصادات الصغيرة الا انها تفقد مصداقيتها وأسباب وجودها إذا كان الإقتصاد (كبيرا كان أو صغيرا) يتميز بدرجة تركيز كبيرة سواء في هيكل الإنتاج أو الصادرات كما هو الحال في أغلب الدول النامية وهو ما يعني أفضلية للأنظمة المرنة، والسبب في ذلك هو أن التغيرات في أسعار السلع المصدرة سَيُحْدث اختلال كبير في موازين المدفوعات، مما يعني أن إعطاء مرونة أكبر لسعر الصرف، سيسمح له بعملية تصحيح هذا الإختلال، بالمقابل نجد أن نظام سعر الصرف المرن يلاءم أكثر الدول التي تتميز بتنوع كبير في هيكل الإنتاج والتصدير، على أساس أن هذه الإقتصادات تكون غير معرضة بشكل كبير للصدمات الحقيقية الخارجية (تغير الأسعار).

- **درجة تكامل سوق رأس المال المحلي مع أسواق رأس المال الدولي:** وتقاس بنسبة ما تحتفظ به البنوك من أصول مالية أجنبية إلى العرض النقدي المحلي، وأيضا بدرجة الإحلال بين الأصول المالية المحلية والأصول المالية الأجنبية، وكلما ارتفعت درجة حرية التعامل في السوق المالي المحلي كلما كان من الأفضل اختيار سياسة التعويم، حيث تلعب التغيرات في سعر الصرف دورا هاما في جذب رؤوس الأموال التي تعمل على تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات الذي ينتج عن المعاملات الجارية، أما بالنسبة للاقتصاد الذي يتميز بانخفاض درجة تكامل سوق رأس المال المحلي مع الأسواق المالية الدولية، فإنه يفضل اختيار سياسة الربط أو التثبيت.

- **معدل التضخم النسبي:** بالنسبة للدول التي يكون لديها معدل التضخم أعلى من شركائها التجاريين، أو تكون التضخم تعاني من معدلات تضخم مرتفعة جدا يفضل أن تعتمد على نظام سعر الصرف الثابت، لأنه يمثل أحسن أداة للتحكم في ظاهرة التضخم واحتواء اثارها، فغالبا ما يفضل إتباع سياسة تثبيت أسعار الصرف بين الدول التي تتقارب فيما بينها معدلات التضخم، بينما يفضل إتباع سياسة تعويم أسعار الصرف بين الدول التي تتباين فيها معدلات التضخم.
- **الأهمية النسبية للمصادر الداخلية والخارجية للاختلال في ميزان المدفوعات:** حينما تكون أغلب مصادر اختلال ميزان المدفوعات ترجع لأسباب خارجية، كالانخفاض المفاجئ في الطلب الأجنبي للصادرات مثلا، فإنه يفضل اختيار سياسة تعويم أسعار الصرف، أما إذا كانت أغلب الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد من مصادر داخلية فإنه يفضل إتباع سياسة ربط أسعار الصرف.
- **قيمة مرونات التجارة الخارجية:** قد لا يكون ملائما اختيار سياسة أسعار الصرف المعومة إذا كانت مرونة الطلب الأجنبي على الصادرات، والطلب المحلي على الواردات ومرونة العرض المحلي للصادرات منخفضة، كما هو الحال في غالبية الدول النامية، حيث يصبح تغير سعر الصرف غير فعال في استعادة التوازن في ميزان المدفوعات، ولذلك يفضل إتباع سياسة ربط سعر الصرف والاعتماد على السياسات الأخرى البديلة لتصحيح الاختلال كالسياسة المالية والنقدية الانكماشية.
- **تأثير تغير سعر الصرف على كل من الاستيعاب والعرض النقدي المحليين:** اختيار سياسة تغير سعر الصرف الملائمة يعتمد على مدى استجابة كل من الاستيعاب المحلي، والقيمة الحقيقية للعرض النقدي للتغيرات في سعر الصرف، وكلما ارتفعت درجة استجابة تلك المتغيرات للتغير في سعر الصرف خلال الأجل القصير والمتوسط، فإنه يفضل إتباع سياسة تعويم سعر الصرف، أما إذا كانت التغيرات في سعر الصرف قليلة التأثير على الاستيعاب المحلي أو العرض النقدي، فإنه يفضل تثبيت سعر الصرف، وإتباع السياسات التصحيحية البديلة.

- **مستودع الأرصدة النقدية الدولية:** إن اختيار سياسة سعر الصرف الملائمة تتحدد أيضا بمدى توفر الاحتياطات الدولية، إذ أنه كلما زاد حجم تلك الاحتياطات كلما انخفضت الحاجة إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية لاختلال ميزان المدفوعات، وأمكن الحفاظ على سعر الصرف ثابتا من خلال تمويل العجز اعتمادا على تلك الاحتياطات، وبالتالي يفضل في هذه الحالة إتباع سياسة تثبيت سعر الصرف، أما في حالة انخفاض حجم الأرصدة الدولية وصعوبة الاقتراض من الخارج، فيفضل إتباع سياسة تعويم سعر الصرف.

الفصل السادس: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها (سوق العملات الاجنبية)

يتحدد سعر الصرف في سوق العملة تبعا للكميات المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي، إذ يجري التعامل من خلال شبكة اتصالات عالمية بين المتعاملين في تلك السوق، لذا سوف نتطرق الى مختلف المفاهيم المتعلقة بسوق الصرف الأجنبي وعملياتها.

أولا- ماهية أسواق الصرف الأجنبية:

1- تعريف سوق الصرف الأجنبية: يعرف سوق الصرف الأجنبية على أنه: "الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي"، وتتكون سوق الصرف الأجنبية لأي عملة كالدولار مثلا، من جميع المواقع، مثل لندن، وزيورخ، وباريس، وكذلك نيويورك، حيث تُباع وتُشترى مقابل عملات أجنبية أخرى.

كما جاء تعريف سوق الصرف الأجنبية على أنها "ليست سوقا منظمة مثل أسواق الأوراق المالية أو البضائع، فليس له مكان مركزي يجتمع فيه المتعاملون، كما أنه ليس قاصرا على أي بلد واحد، فمن الأحسن أن نفكر فيه على أنه ميكانيكية يتم بواسطتها الجمع بين مشتري وبائع العملات الأجنبية، فهو يتكون أساسا من عدد من البنوك التي تنخرط بنشاط في استبدال العملات الأجنبية فالبنوك تصنع سوق الصرف".

وتعتبر البنوك الدولية الكبيرة الوسيط الطبيعي بين المعروض من الصرف الأجنبي والمطلوب منه، كما أن معظم معاملات أسواق الصرف الأجنبي تتم بالدولار الأمريكي، حيث قدر بنك التسويات الدولية أن نسبة 83% من إجمالي صفقات العملات الأجنبية في العالم خلال سنة 1992 كانت بالدولار، ثم يليه من حيث الأهمية المارك الألماني، ثم الين الياباني، ويقوم نشاط البنوك في مجال الصرف الأجنبي على إيجاد سعر متماثل إلى حد كبير لأية عملة قابلة للتحويل في جميع المراكز المالية.

2- خصائص سوق الصرف الأجنبية: تتميز أسواق الصرف الأجنبية بالخصائص الآتية:

- تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالية في العالم، وقد قدر بنك التسويات الدولية، من خلال عمليات المسح التي يقوم بها كل ثلاث سنوات لأسواق العملات الأجنبية أن متوسط حجم التعاملات اليومية في سوق العملات الأجنبية هو 1190 مليار

دولار في أفريل 1995، و بالرغم من السيولة الضخمة والاتساع الجغرافي فإن سوق العملات الأجنبية لديها القدرة على أن تخضع الأسواق المالية العالمية الحديثة لسلطانها؛

- رغم الانتشار المتزايد للمشتركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم، إلا أن أغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك وطوكيو، وتصل حصة لندن في أسواق العملة الأجنبية إلى 30% من كل الصفقات، بينما تصل حصة كل من نيويورك وطوكيو 72%و 10%على التوالي؛
- تستحوذ الأسواق الثلاثة لندن، نيويورك، طوكيو، على نسبة 56% من صفقات العملات الأجنبية في العالم؛
- تركيز السوق، حيث يعادل ما ثلثي (2/3) صفقات العملات الأجنبية اليومية يحدث ما بين سماسرة البنوك، وحوالي 16% من المعاملات تخص العملاء غير الماليين، أما الجزء الباقي من المعاملات 20% فيشمل مؤسسات مالية خلاف سماسرة البنوك، والتي هي في الأغلب شركات أوراق مالية، تعمل في أسواق القروض والأسهم العالمية التي دخلت سوق العملات الأجنبية كأجهزة للوساطة تقوم بالشراء على مرحلة واحدة لعملائها؛
- تتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة، فالصفقات كبيرة وتنفذ بكثرة، حيث تكتتب المؤسسة العادية للسمسرة ما بين 3000 و 4000 تذكرة معاملات لصفقات في العملة الأجنبية خلال يوم متوسط من 24 ساعة؛
- تجري الصفقات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل، وتشمل في أغلب الأحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.

3- وظائف سوق الصرف:

من أهم الوظائف التي يقوم بها سوق الصرف هي تسهيل التبادل بين العملة المحلية و العملات الأجنبية، حيث تسمح بنقل القوة الشرائية من بلد لآخر من خلال مقابلة العرض بالطلب و سنتطرق لهذه الوظائف كما يلي:

- **تسوية المدفوعات الدولية ونقل القوة الشرائية بين الدول:** فعن طريق هذه الأسواق تتم تسوية الحسابات الدولية المترتبة على المبادلات التجارية، إضافة إلى التحويلات الرأسمالية بمختلف صورها.

- **التحكيم و الموازنة:** هو عملية الشراء للعملات في مكان تكون فيه رخيصة الثمن و بيعها في مكان آخر يكون فيه سعرها أعلى بهدف تحقيق الربح، و سرعان ما تؤدي هذه العملية إلى تحقيق التوازن بين أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية، و هذا في ظل الحرية التامة في تحويل العملات المختلفة داخل تلك الأسواق، و في ظل تطور في وسائل الإتصال و نقل المعلومات فيما بين هذه المراكز المالية عالميا.
- **التغطية:** يقصد بها، تجنب الخسارة التي تتعرض لها قيمة الصادرات أو الواردات المترتبة على تقلبات أسعار الصرف العاجلة للمتعامل في أسواق الصرف الأجنبية.
- **تقديم الائتمان للتجارة الخارجية:** يقوم البنك التجاري بتقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الدولية، حيث يعطي المصدرين غالبا 90 يوما للمستوردين لسداد قيمة الواردات، و لكن نظرا لحاجة المصدرين إلى الأموال فإنهم يقومون بخصم الالتزامات للمستوردين المؤجلة فورا لدى البنوك التجارية، و يحصلون في المقابل على قيمتها الحالية، حيث تنتظر البنوك 90 يوما حتى تقوم بتحصيل هذه الالتزامات من المستوردين، و هو ما يعتبر بمثابة ائتمان تقدمه البنوك التجارية للمستوردين.

ثانيا- المتدخلون في سوق الصرف الأجنبية:

لسوق الصرف الأجنبي أطراف متعددة تتعامل في إطاره بيعا وشراء أو حتى متابعة وإشرافا، ويتمثلون أساسا في البنوك والمؤسسات المالية والبنوك المركزية والسماسرة والعملاء الخواص.

1-البنوك التجارية وبنوك الاعمال والمؤسسات المالية: تتمثل هذه الشريحة أساسا في البنوك التجارية التي تتعامل بصورة مباشرة في سوق الصرف الأجنبية، حيث يمثلون في هذه الحالة ماسكي الصفقات سواء لحسابهم الخاص أو لحساب الغير (الزبائن)، أوفي حالة مستعملي سوق الصرف، حيث تكون العلاقة مع أسواق الصرف غير مباشرة.

وفي كل الحالات يعتبرون وسطاء معتمدون على الرغم من أهليتهم في التعامل في سوق الصرف - سواء لحسابهم أو لحساب الغير- إلا أن هذا النشاط يبقى ثانويا جدا لعدد كبير منهم، حيث يعتمدون مثلهم مثل المؤسسات -الاقتصادية، التجارية- على هيئات أخرى تمثل في معظم الأحيان بنوكا ذات أحجام كبيرة، ويبقى الجزء الذي يتعامل في ميدان سوق الصرف من هذه

الشريحة، ينقسم بين بنوك تمارس وظيفة ماسكي الصفقات، وأخرى مستعملا لها، وللتدليل على ذلك فإنه في الولايات المتحدة الأمريكية تتمركز أغلب البنوك محليا والتي يفوق عددها 1000 بنك لها اهتمام بسوق الصرف، يوجد منها 400 نشطة فعلا، و 50 بنكا من هذه الأخيرة فقط لها وظيفة مسك الصفقات.

و يتدخلون بواسطة وسطاء خاصين (مكاتب الصرف)، والذين يتلقون الأوامر من الزبائن، سواء من أجل البيع، أو الشراء، ويكون هؤلاء الوسطاء في اتصال مع مكاتب صرف أخرى، أو متدخلين آخرين بواسطة شبكة اتصال متطورة، ووظيفتهم إنجاز هذه الأوامر بأحسن سعر، وفي اللحظة الملائمة، مع تحقيق عائد أو أرباح للبنك أي أنها تعمل كبيوت مقاصة بين كاسبي ومستخدمي الصرف الأجنبي، كما يمكن للبنوك أن تبيع لحسابها الخاص لكي تعدل من تركيب أصولها وخصومها.

وتنقسم مكاتب الصرف إلى ثلاثة أنواع وهي:

- **مكاتب شراء وبيع الصرف:** وتقوم بعملية الصرف نقدًا (بيع وشراء العملات الصعبة) بين البنوك وزبائنهم؛
- **مكاتب صرف للودائع:** الذين يقومون باقتراض أو إقراض العملات الصعبة لبنوك أخرى أو مؤسسات في مدة تتراوح من يوم إلى عدة سنوات؛
- **مكاتب الصرف:** تستعمل كوسيط بين الحالتين السابقتين

2-البنوك المركزية: لا يرقى تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف إلى درجة تدخل البنوك التجارية، فهو تدخل يتميز بالقلة في حالة المقارنة، إلا أنه ذو أهمية كبيرة ويمكن حصر مجال تدخلها في العمليات الموالية:

- شراء وبيع العملات الأجنبية بغرض تدعيم العملة الوطنية، أو تلبية لحاجيات العملاء (بنوك مركزية أجنبية، بنوك تجارية، خزينة الدولة)؛
- بيع وشراء العملات الأجنبية بقصد التأثير على مستوى العرض والطلب للعملة، والتأثير على أسعار صرف العملات ارتفاعا وانخفاضا، بهدف الحفاظ على استقرار هذه الأسعار خاصة إذا كان النظام نظام تعويم؛

- تتدخل باستخدام عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها، حين تتعرض لضغوط المضاربة، ولتوفير السيولة للاقتصاد الوطني، أو للتخلص من فائض السيولة فيه؛
- تنفيذ عمليات تخص السندات الدفع بالعملات الأجنبيةعلى سبيل الرهن أو الإسترهان أو على سبيل نظام الأمانة، و إعادة خصم هذه السندات؛
- إدارة احتياطات الصرف وتوظيفها؛
- فتح حسابات بالعملة الأجنبية للشركات الخاضعة للقانون المحلي، والتي تقوم بعمليات تصدير أو تتمتع بامتياز استثمار أملاك الدولة، وإجبار هذه الشركات أثناء تعاملاتها مع الخارج أن تقوم بذلك باستعمال هذه الحسابات والعملات الصعبة المودعة بها؛
- يمكن للبنك المركزي أن يستعمل احتياطات الصرف غير المخصصة لتغطية الإصدار النقدي في العمليات التي ترمي إلى الحفاظ على استقرار سعر الصرف أو دعم الدين العام المستحق لصالح الدولة الدائنة؛
- القيام بعمليات الاقتراض و الاكتتاب في سندات مالية محررة بعملات أجنبية في الأسواق المالية الدولية والتي تكون مسعرة بشكل منظم في الفئة الأولى.

3-السماسرة: عبارة عن مؤسسات مهنية مستقلة تتدخل في سوق الصرف، وتتعامل مع البنوك، وتتولى ترتيب صفقات العملات، حيث تعمل على جمع أحسن عروض بيع العملات الأجنبية، وأحسن طلبات شراء العملات، يتمثل دور السماسرة عند تدخلهم في سوق الصرف في الوساطة بين المتعاملين في السوق وهذا من خلال درايتهم ومعرفتهم الجيدة بظروف أسواق الصرف الأجنبي، حيث يقومون بتقديم أفضل العروض للعملات الأجنبية، ويتعاملون مع أفضل الطلبات، ولا يقتصر نطاق عملهم على الأسواق الوطنية، بل يمتد إلى الأسواق الدولية، حيث يتم توسيطهم في الصفقات التي تتم بين البنوك، مع تقاضي العمولات نظير الخدمات المقدمة، وتتم السمسرة في مؤسسات قائمة بذاتها.

4-العملاء الخواص: يتشكل العملاء الخواص من ثلاث فئات رئيسية هي:

- المؤسسات المالية أو البنوك الصغيرة؛
- المؤسسات الصناعية والتجارية؛
- المستثمرون الدوليون.

في غالب الأحيان، فإن العملاء لا يتدخلون مباشرة في سوق الصرف، إنما يقتصر الأمر فقط على الذين حققوا أو يحققون حجما مهما من العمليات، والذين لديهم متعاملين خاصين بهم يمكنهم أن يحملوا صفة العملاء الصيارفة، ومن ثم يحق لهم الدخول إلى قاعات السوق، أما الذين لا يتوفر لديهم الحجم المهم من العمليات فتتم عملياتهم وتمويلاتهم من خلال الهياكل التقليدية للبنوك التجارية، بعد دراسة الصفقات والتأكد من التكليفات.

5-صناديق التحوط: والتحوط يعني خفض عدم التيقن بأسعار السوق المستقبلية، وذلك بتغطية رهان برهان موازي.

ولم تكن أسواق العملة في دائرة اهتمام صناديق التحوط، إلا من فترات ليست بعيدة، ولصناديق التحوط ينتمي الأشخاص من ذوي الثروات الضخمة -والذين يقومون باستثمارات لا تقل أحجام العقود فيها عن المليون دولار .

وباستخدام هذه المبالغ كغطاء تقوم هذه الصناديق بالاقتراض بما يفوق الاستثمار الأولي بعدة مرات، وتتبع أي استثمار محتمل في أي بقعة من بقاع العالم حيث تودع أموالها بالاستثمار بأداة واحدة أو عدة أدوات في نفس الوقت وهم بذلك يضخون في السوق كميات ضخمة من العملات مما يجعل سوق العملة على درجة عالية من السيولة.

ثالثا- عمليات الصرف الاجنبي:

يتم التفرقة بين نوعين من أسواق الصرف الأجنبي:

- **سوق الصرف الأجنبي العاجل:** وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء العملة الأجنبية وفقا لسعر عاجل، ويتم التسليم والتسلم في الحال.
- **سوق الصرف الأجنبي الآجل**: وهو السوق الذي يتم فيه بيع شراءالعملة الأجنبية وفقا لسعر آجل، ويتم التسليم والتسلم بعد فترة، بمعنى أن التسليم يكون مؤجلا إلى حين حلول التاريخ المتفق عليه.

ومدة التأجيل قد تكون في حدود شهر أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة على أكثر تقدير.

أما بالنسبة للعمليات فيمكن التفرقة بين العمليات التالية:

1-العمليات الفورية: تتضمن تجارة الصرف الأجنبي شراءعملة أجنبية مقابل بيع عملة أجنبية أخرى، فاذا ما تم الاتفاق على صفقة بنقد أجنبي بسعر صرف محدد، فان الأطراف المعنية

عليها تحديد مكان التسليم وتاريخ التسليم، فاذا لم يتم تحديد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها فورية، وتشكل العمليات الفورية الجانب الأكبر من النشاط في أسواق الصرف، كما يمثل الصرف الفوري الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي، وتتم الصفقات باستخدام التسوية الفورية، وهذا يعني أن العملية سيتم تسويتها بعد مضي يومين من تاريخ ابرام الصفقة.

2-العمليات الآجلة: عمليات الصرف الآجلة تتضمن صفقات النقد الأجنبي شراء وبيع العملات في تاريخ آجل محدد، ويقصد بعملية الصرف الآجلة أن يعقد اتفاق لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه الطرفين، وسعر الصرف الآجل لعملة ما هو السعر الذي يتم على أساسه بيع و شراء عملة في تاريخ لاحق، لتاريخ ابرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع الصفقة في نفس تاريخ ابرام العقد.

3-عمليات المبادلة: وتجمع بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلا في نفس الوقت أو العكس، أو بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة ،إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين وتفصل بينهما فترة زمنية .

4-التغطية: ويقصد بعمليات التغطية تلك العمليات التي تهدف إلى تحويل مقابل أصول مستثمرة في عملة ضعيفة أو يخشى انخفاض قيمتها إلى عملة أخرى قوية، من أجل حماية تلك الأصول أو الحقوق، و بنفس الكيفية تغطى الالتزامات المقومة بعملات يخشى ارتفاع أسعارها.

5-المضاربة(spéculation): المضاربة هي عكس التغطية فعلى حين أن المغطي يسعى إلى تغطية مخاطر الصرف الأجنبي، فإن المضارب يقبل وحتى يسعى إلى تعريض نفسه لمخاطر الصرف الأجنبي على أمل أن يحقق ربحا، فإذا توقع المضارب بصدق التغيرات المستقبلية في أسعار الصرف فإنه يحقق ربح وخلاف ذلك فإنه يتحمل خسارة.

فالمضاربة تعني بلغة الصرف الاحتفاظ بمركز مفتوح بعملة أجنبية معرضة لأخطار الصرف لتحقيق أرباح مع القبول باحتمال الخسارة.

وهي شراء أو بيع آجل للعملات بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآني يوم الاستحقاق.

وما يميز المضارب في سوق الصرف الحاضر عنها في الآجل هو أنه يتحمل التكلفة الناتجة عن اقتراض العملة التي يتوقع انخفاض قيمتها من أجل شراء العملة المتوقع ارتفاعها، لأن البيع سيتم فعليا في المستقبل، والمضارب نوعان:

- **مضارب الصعود (Bull):** والذي يتخذ رأيا أكثر تفاؤلا من السوق بخصوص مستقبل عملة معينة فيدخل مشتريا لها بالسعر الفوري وبالمركز الطويل.
- **مضارب الهبوط (Baer):** الذي يكون رأيه غير متفائل نحو عملة معينة ويوقع انخفاض قيمتها مستقبلا، لذا فإنه سيدخل بائعا لها بمركز قصير.

6-المراجحة (Arbitrage): تعرف المراجحة بأنها "تحقيق أرباح بدون مخاطرة من خلال استخدام فرق السعر المكاني أو الزمني للسلع المتجانسة" في سوق الصرف الأجنبي.

فالمراجحة تعني الاستفادة من اختلاف أسعار إحدى العملات في أسواق منفصلة عن بعضها وفي وقت معين، وذلك عن طريق شراء العملة من أحد الأسواق بسعر معين، وبيعها مباشرة في سوق أخرى بسعر أعلى بقصد تحقيق الأرباح.

فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر السوق للدولار الواحد = 300 ين في سوق طوكيو ولكن الدولار الواحد = 200 ين في سوق نيويورك، يمكنك تحقيق ربح عن طريق شراء الدولار في نيويورك وبيعه في طوكيو.

ونظرا لأن هذا القانون لا ينطوي على أي مخاطر، فإن عمل المراجحة نشط للغاية طالما أن فرق السعر أعلاه موجود، نتيجة لذلك سيرتفع الدولار في نيويورك وينخفض في طوكيو، وستكون أسعار صرف الين مقابل الدولار في السوقين متفقين بشكل وثيق، باستثناء الاختلاف الطفيف في تكاليف المعاملات.

وتعمل المراجحة بنفس مبادئ العمل بين الأسواق أو العملات في ثلاثة بلدان أو أكثر، فعلى سبيل المثال، إذا كانت هناك ثلاث عملات A و B و C، وتم تحديد أسعار الصرف من (A إلى B) ومن (A إلى C)، ويتم حساب سعر الصرف الفعلي من (B إلى C) عن طريق السعر المتقاطع، والذي لا يمكن أن ينحرف بشكل كبير، كذلك لا يختلف السعر المتقاطع بين أسواق متعددة، نتيجة المراجحة.

ولتوضيح المقصود بعملية المراجحة نأخذ المثال التالي:

لنفترض أن شخص يمتلك 2,000,000 دولار أمريكي، وقد وجد أسعار الصرف التالية:

EUR/USD = 0.894

EUR/GBP = 1.276

USD/GBP = 1.432

أولا سيقوم بتحويل الـ 2,000,000 مليون دولار إلى يورو بسعر صرف 0.894 ليُعطيه 1,788,000 يورو، ثم يقوم بتحويل المبلغ إلى جنيه إسترليني بسعر صرف 1.276 ليُعطيه 1,401,254 إسترليني، وفي الأخير يقوم بتحويل ذلك المبلغ مرة أخرى للدولار الأمريكي بسعر صرف 1.432 ليُعطيه في النهاية 2,006,596 دولار أمريكي، أي أن إجمالي ربحه يصل لـ 6,596 دولار.

وبالتالي فالمراجحة المباشرة في التبادل هي عندما يتم إجراء المراجحة بعملتين أو بين بلدين بنفس الكمية (وهذا النوع من المراجحة خالي تماما من المخاطر نظرا لان لمعرفة السعر)، وتكون المراجحة غير المباشرة في الصرف عندما يتم إجراء المراجحة بين ثلاث عملات أو ثلاث دول أو أكثر.

و نتيجة لمراجحة الصرف، فإن سعر الصرف بين العملات هو نفسه تقريبًا في أي سوق في العالم، وبمعنى آخر ستحقق المراجحة في التبادل "قانون السعر الواحد" في سوق الصرف الأجنبي في جميع أنحاء العالم، ويمكن اعتبار سوق الصرف العالمي بمثابة سوق صرف واحد في الواقع.

وبالتالي فالمراجحة لا تلغي إمكانية تغير السعر، وإنما تساعد في توحيد السعر بجميع أسواق الصرف الدولية، ومن مميزاتها أنها لا تحتوي عل مخاطر، لأن أسعار الصرف تكون معلنة ومعروفة من طرف المتعاملين، وتهتم بالاستفادة من التباين في سعر العملة في أسواق متعددة عند نقطة زمنية واحدة .

طبقا لنظرية المراجحة فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تتساوى في عوائدها وهذا ما يسمى بالسعر الواحد، أما إذا لم يحدث ذلك يبدأ المراجحين عملهم حتى تختفي المراجحة المربحة بين الأوراق المالية، حيث يصبح عائد الورقة المالية مساوي للعائد الخالي

من المخاطر، بالإضافة إلى علاوة مخاطر تعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الأوراق المالية.

وتجدر الاشارة الى ان عملية المراجحة أصبحت نادرة خلال السنوات الأخيرة، ويعود ذلك بشكل جزئي إلى العولمة في الأسواق المالية.

7-التغطية وتجنب المخاطر: عندما تكون أسعار الصرف ثابتة بالنسبة لجميع العملات فانه لا فرق عند الأفراد بين الاحتفاظ بأي نوع من العملات، ولكن إذا كانت أسعار الصرف عرضة للتقلب والتغير المستمر فان المستثمرين سيواجهون خطر نقص قيمة ما بحوزتهم من عملات أجنبية، أو زيادة قيمة ما يجب تسديده أو بالعكس، لذلك سيتوجب مواجهة هذه المواقف وهو ما يعد أحد وظائف سعر الصرف الآجل أو ما يسمى بالتحوط أو التغطية لتجنب مخاطر الصرف.

الفصل السابع: الأسواق المالية الدولية

أولا- طبيعة الأسواق المالية الدولية:

1-تعريف الأسواق المالية وأهميتها: يمكن اعتبار السوق المالية المجال أو الإطار الذي يتم فيه الالتقاء أو الجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض (المدخرة) والتي ترغب بالاستثمار، ووحدات العجز المالي التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة.

وتتجلى أهمية سوق المال فيما يلي:

- مصدر تمويل للاقتصاد من خلال تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد ككل؛
- وسيلة توفير و تنظيم سيولة المدخرات المستمرة طويلة المدى؛
- أداة لقياس قيمة الأصول؛
- أداة مساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية؛
- مكان للتعاملات الخطرة، كما تعتبر أداة لتسيير المخاطر.

2- مقومات إنشاء السوق المالية: طبقا لمفهوم السوق المالية وأهميتها، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفاعليتها تستدعي مجموعة مقومات يجب توافرها، وفي ما يلي إيجاز هذه المقومات:

2-1- المقومات الأساسية:

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم، الثقة بالنظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، أما التنظيم فينعكس بكفاءة وفاعلية السياسات المالية والنقدية وما يلحقها من نظم وتشريعات.
- فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة، المختلطة والخاصة، وما يتبعها من أنظمة وقوانين؛
- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق رأس المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات؛

- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع لمخاطر وتقليلها، هذا بجانب فعاليتها بتسويق الإصدارات؛
- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال، إذ أن وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

2-2- المقومات الساندة: سميت بالساندة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق، وإضفاءه صفة العمق والاتساع، ومن هذه المقومات:

- نظم اتصال فعالة ومتطورة و كفؤة، تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار؛
- أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق، وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني؛
- تشريعات تضفي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار، بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب؛
- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال؛
- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

3- وظائف الأسواق المالية: هناك وظيفتين أساسيتين للسوق المالية تتمثل في:

3-1- الوظيفة الاقتصادية: تؤدي الأسواق المالية وظيفتها الاقتصادية من خلال تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، فالمقرضين يحققون عائدا من عملياتهم ويريدون ادخار جزء منه لاستخدامه في المستقبل، فهم يستطيعون كسب عائد على هذا الجزء المدخر، من خلال إقراضه (أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية) إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية (من خلال شراء الآلات والمعدات والاستفادة من خدمات متعددة).

وهكذا فالموارد الحقيقية تتدفق إلى المقترضين، أما المقرضين الذين خفضوا من استهلاكهم العالي، فإنهم سيحصلون عل دخل أكبر ومستوى استهلاكي أكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يحين

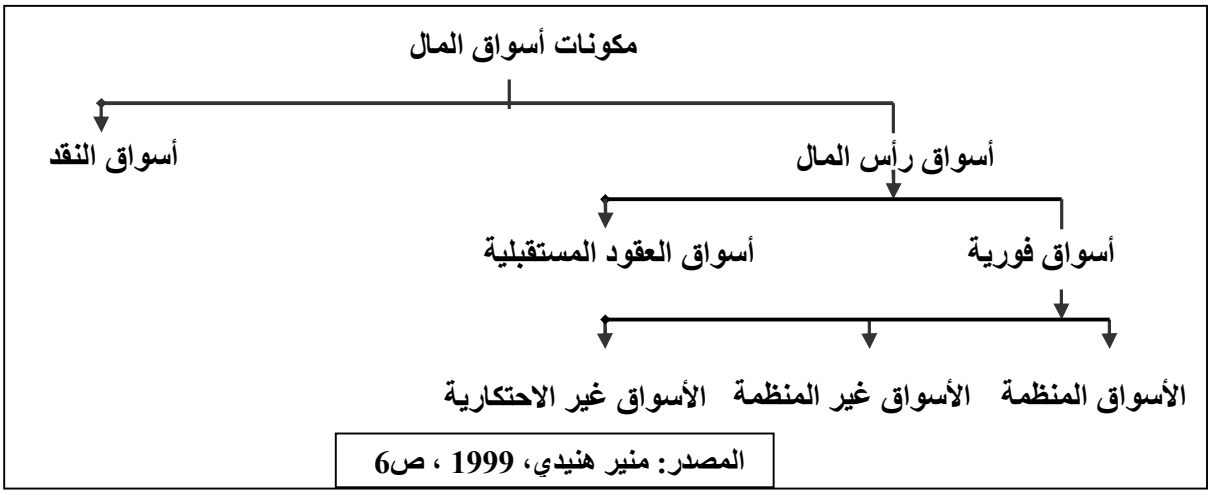
موعد استحقاق أموالهم، فعندما يستخدم المقترضون الأموال في استثمارات تكون إنتاجيتها عالية، فإنهم يحققون عائدا كبيرا يعود بالنفع على جميع أفراد المجتمع من خلال تحقيق الرفاهية الاقتصادية.

3-2- الوظيفة التمويلية: إن الأسواق المالية تعمل على تنظيم تدفق الأموال، من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل مقارنة بحجم خططها الاستثمارية.

ثانيا- أنواع وتصنيفات الأسواق المالية:

نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية، فإننا نجد هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق، تختلف باختلاف المعيار المستخدم فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات وتوقيت إصدارها، وكذا المتدخلين في هذه السوق، فنجد السوق الأول والثاني والثالث والرابع، معيار ثان للتقسيم يعتمد على آجال العمليات، حيث نجد السوق النقدية التي تخص الآجال القصيرة، وسوق رؤوس الأموال التي تتضمن الآجال الطويلة، المعيار الثالث للتقسيم يرتكز على طبيعة المنتجات المتداولة في السوق، بورصة السلع، أسواق الأوراق المالية، أسواق القروض، أما المعيار الرابع فيعتمد على المجال الجغرافي المغطى من طرف هذه السوق، أسواق رأس المال الدولية، أسواق المال الإقليمية، أسواق المال المحلية.

شكل رقم (06): مكونات أسواق المال



المصدر: منير هنيدي، 1999 ، ص6

وسنتناول بعض هذه التقسيمات فقط بنوع من التفصيل كما يلي:

1- التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار: وفقا لهذا المعيار نجد التقسيمات التالية:

1-1- السوق الأول: يقصد بالسوق الأول، السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية (للاكتتاب)، قامت بإصدارها لحساب مؤسسة أعمال أو جهة حكومية، فعندما تصدر شركة ما أسهما جديدة وتطرحها للجمهور، فإنها غالبا ما تعتمد على ما يطلق عليه اسم **بنك الاستثمار**، والذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، والوظيفة الرئيسية لبنك الاستثمار تتمثل أساسا في كونه وسيطا بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، و بين الجهة التي قررت إصدارها، أي أنه يقوم بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة، ثم يبيعها للمستثمرين مع تحقيق فرق بين السعرين مقابل الخدمة التي يقوم بها.

و لا يعتبر بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية، فهناك طريقان آخران هما: الأسلوب المباشر والمزاد.

ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد كبير من كبار المستثمرين لكي تبيع لهم الأسهم أو السندات التي أصدرتها، أما المزاد فيتمثل في دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية الكمية أو السعر، و يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار، وبصورة عامة فإن بنك الاستثمار يقوم بالخدمات التالية:

- ضمان الأوراق المالية المصدرة ضد تقلبات الأسعار التي يمكن أن تحدث عند توزيع أسهم جديدة، حيث يقوم بشرائها ثم يقوم ببيعها بحيث لا يحدث هبوط في القيمة التي تباع بها؛
- تسويق الأوراق المالية، فنظرا لتخصص بنك الاستثمار فإنه يقوم بتسويق الأوراق المالية بكفاءة كبيرة نسبيا، وهو يقوم بتسويق هذه الأوراق المالية عن طريق وكلاء السماسرة؛
- تقديم النصيحة والمشورة للشركات عن صفات وشروط الأوراق المالية باعتباره خبيرا في أسواق المال.

1-2-السوق الثاني: يقصد به السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها وذلك بحسب أنظمة وإجراءات تضعها إدارة البورصة، وتشرف عليها هيئات مراقبة حكومية بواسطة بنوك الاستثمار، ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق

غير المنظمة، ولعل البورصات هي الشكل السائد للأسواق المنظمة، والتي يقصد بها ذلك "السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمؤسسة المصدرة لتلك الورقة"، وباختصار يمكن تقديم خمس مزايا لبورصة الأوراق المالية:

- إن وجود مكان محدد يجعل من السهل تنفيذ عمليات الشراء والبيع بكفاءة وتكلفة أقل؛
- إن عمليات البيع والشراء التي تتم يوميا هي بمثابة اختبار لقيم الأوراق المالية، وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع؛
- يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشطة و كفؤة عاملا أساسيا في تطور سوق الرأسمال الأولى، حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق، مما يخفض من خطر ضمان هذه الإصدارات، ويشجع على نمو بنوك الاستثمار؛
- تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالي من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية، وترتفع أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تكون نتائج أعمالها غير مرضية، فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق؛
- تساهم البورصة في تشجيع عملية الادخار والاستثمار في المجتمع، وذلك بتجميع الإدخارات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال كبيرة، توفر للشركات التمويل اللازم لاستغلال فرصها الاستثمارية المنتجة، ويعتبر السوق الثاني ذو كفاءة عالية، إذ يمكن من توجيه رؤوس الأموال نحو الاستعمالات الأكثر إنتاجية وربحية، وهناك شرطان ضروريان لذلك، أولهما توفر المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية التي يجري تداولها، بالإفصاح عنها ونشرها بسرعة وتوصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بأقل تكلفة ممكنة، أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات (عمولات الوساطة) منخفضة، بحيث لا تقف عائقا أمام بيع وشراء الأوراق المالية، حتى ولو كانت فرص الربح من التداول صغيرة.

1-3-السوق الثالث: يمثل السوق الثالث قطاعا من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة، وعلى

استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وهي تمارس دورًا منافسا للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية، هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذه السوق فرصة التفاوض في مقدار العمولة، بل والحصول على تخفيض مغر، بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة، هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة.

1-4-السوق الرابع: يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات.

يعتبر هذا التقسيم الذي يعتمد أساسا على طبيعة المعاملات، وكذا على المتدخلين في السوق، تقسيما يكاد يكون السائد في أغلب أنحاء العالم.

2-التقسيم حسب آجال العمليات: يبرز لنا استخدام معيار آجال العمليات سوقين أساسيين:

2-1- السوق النقدية: يعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال، فهو سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقاتها من حيث مصادرها واستخدمها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشترى به أوراق الدين قصيرة الأجل.

ومن مواصفاتها أنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تتشكل من مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا بنشاط السوق، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لأن قيمتها الاسمية شبه مؤكدة، ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، لا سيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني القوي.

يؤدي سوق النقد دورا مهما في الاقتصاد الوطني، وتنعكس أهمية هذا الدور في النقاط التالية:

- تامين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى للجهاز المصرفي، حيث تتمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة؛
- يلعب سوق النقد دورا هاما في رسم السياسة النقدية للدولة، إذ يقوم البنك المركزي بإحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل (المباشر وغير المباشر) في تغيير أسعار الفائدة في الأجل الصغير؛
- يوفر السوق فرصة لمؤسسات الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطرة منخفضة جدا، وذات قابلية تسويقية عالية؛
- توفير احتياجات الأنشطة الاقتصادية الجارية من التمويل قصير الأجل.

2-1-1- خصائص السوق النقدي: تتمثل أهم الخصائص في:

- تتميز الأصول المتداولة في هذا السوق بخاصية رئيسية، هي سيولتها النسبية؛
- قلة المخاطرة مقارنة بالأسواق الأخرى؛
- سعر الفائدة هو ثمن التوازن في السوق النقدي؛
- يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية.

2-1-2- الأطراف المتعاملة في السوق النقدي: هناك ثلاثة أطراف متعاملة في السوق النقدية، تتمثل في:

- **الطرف الأول:** مؤسسات الوساطة المالية والنقدية، مثل البنك المركزي، والبنوك التجارية، وشركات التامين، والمؤسسات المالية غير المصرفية؛
- **الطرف الثاني:** أصحاب الفوائض المالية، أي الفئات التي لها مدخرات، والتي تبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لهم السيولة، والعائد، وقلة المخاطر؛
- **الطرف الثالث:** الوحدات الاقتصادية ذات العجز، التي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل.

2-1-3- أدوات الاستثمار في سوق النقد: تتوافر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، والمخاطرة المنخفضة، وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة، والأنواع المتاحة في سوق النقد هي:

أ- **أذونات الخزينة:** تعتبر أذونات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها الحكومة وفي الغالب لحاملها، تباع بطريقة المزايدة العلنية وخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة.

قد تصدر الأذونات إما بالأشهر (12،3،6،9) شهر أو بالأيام (365،91،182) يوم، كما تصدر بفئات، أول إصدار لها كان عام"1929" في الولايات المتحدة الأمريكية، تباع وتشترى أذونات الخزينة في السوق الثانوية من قبل الأفراد والوكلاء المتخصصين.

تتداول أذونات الخزينة على أساس سعرين، الأول للشراء، والثاني للبيع، وتتحدد هذه الأسعار بناءا على سعر خصم البيع، وآخر للشراء معلنة في الصحف المالية، والمثال التالي يوضح آلية التسعير للحالة في السوق الثانوية:

مثـــال: أذن خزينة قيمتها الاسمية 100 دينار، بأجل استحقاق 120 يوم، فما هو سعر شراء وبيع الأذن، إذا علمت أن معدل خصم الشراء 7.479%، ومعدل خصم البيع 7.191% .

الحـــل:

- تحديد سعر شراء الأذن

قيمة الخصم(الشراء) = معدل خصم الشراء x (مدة الأذن / 360)

= 7.479 x (120 / 360) = 2.493 دينار

سعر الشراء = 100 - 2.493 =97.507 دينار.

- تحديد سعر بيع الأذن

قيمة الخصم(البيع) = معدل خصم البيع x (مدة الأذن / 360)

= 7.191 x (120 / 360) = 2.397 دينار

سعر بيع الأذن = 100 - 2.397 =97.603 دينار

ب-الأوراق التجارية: تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، تراوح بين (3-270) يوم تباع بخصم عن القيمة الاسمية، وأحيانا تكون إصداراتها بالأشهر (2- 6) أشهر.

تستخدم أدوات الدين هذه لأغراض تغطية الاحتياجات المالية القصيرة الأجل، أول إصدار لها عام 1920 في و م أ، وتتسم الأوراق التجارية بالمخاطرة المرتفعة نسبيا قياسا بأذونات

الخزينة، لذلك يكون معدل الخصم مرتفعا نوعا ما، يتم تسويقها إما من قبل الجهة المصدرة (الشركة ذات العلاقة) أو عن طريق الوسطاء حيث تسوق إلى الجمهور.

يحسب معدل الخصم على الورقة التجارية على وفق الصيغة الآتية:

معدل الخصم= [(القيمة الاسمية- القيمة المدفوعة)/ القيمة الاسمية] x (360 / مدة الورقة) 100x

مثال: ورقة تجارية أصدرتها إحدى الشركات ذات السمعة الائتمانية العالية، بأجل استحقاق 180يوم، بلغت القيمة المدفوعة بالورقة 192 دينار مقابل 200 دينار قيمة اسمية عند الاستحقاق.

المطلوب: حساب معدل الخصم.

معدل الخصم= [(200- 192)/ 200] x (180 / 360) x100 =8%

الصيغة الرياضية السابقة تستخدم لحساب معدل الخصم الاسمي، أي على أساس القيمة الاسمية للورقة التجارية، إلا أن البعض يحسب هذا المعدل على أساس القيمة المدفوعة فعلا بالورقة التجارية، ويسمى هذا المعدل الخصم الفعلي أو المعادل، ويحسب وفق الصيغة التالية:

معدل الخصم الفعلي= [(القيمة الاسمية- القيمة المدفوعة)/ القيمة المدفوعة] x (360/ مدة الورقة) 100 x

مثال: طبقا للمعلومات الواردة في المثال السابق، أحسب معدل الخصم الفعلي:

معدل الخصم الفعلي = [(200- 192)/ 192] x (180 / 360) x100 =8.4%

يلاحظ من نتائج المثالين السابقين أن معدل الخصم الفعلي أكبر من معدل الخصم الاسمي، لأن القيمة المستثمرة بالورقة التجارية هي أقل من القيمة الاسمية التي تدفع لحامل الورقة التجارية عند الاستحقاق.

ملاحظة: إن الصيغ أعلاه لحساب معدل الخصم، يمكن أن تستخدم لحساب معدل الخصم الاسمي أو الفعلي على أذونات الخزينة.

ج-شهادات الإيداع المصرفية: الرمز الشائع بالتداول لهذه الورقة هو (CDs)، وهي تعتبر من الأدوات المهمة في سوق النقد، تصدرها البنوك التجارية، ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة

الحصول على فوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة، وبنسبة مئوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة.

يرجع أول إصدار لها عام 1961، ويتم تداولها على أساس سعر الفائدة وليس الخصم، ويمكن لحاملها أن يحصل قيمتها في أي وقت مقابل التضحية بجزء من الفائدة التي تخص المدة المتبقية من الاستحقاق.

د- القبولات المصرفية: هي عبارة عن سحوبات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد بضاعة من الخارج، فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية القصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد بها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق، وتنشأ هذه الحوالات بشكل واسع من عمليات تمويل التجارة الخارجية، يتراوح استحقاقها بين 30-180 يوم، وهي قصيرة الأجل، معتدلة المخاطر، يربط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية، والعلاقة بينهما عكسية.

2-2- سوق رؤوس الأموال: هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم، أو مستند مديونية كالسندات .

3-التقسيم حسب المنتجات المتداولة: تقسم الأسواق المالية وفقا لهذا المنظور إلى الأنواع التالية:

3-1-بورصة السلع: تعرف هذه البورصة، على أنها جمعية من الأفراد أو الشركات، التي تمنح سوقا لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة، كالحبوب، اللحوم، المعادن، القهوة، الخشب ...

أو كما تعرف ببورصة التجارة **Bourse de Marchandises** ، وعليه فإن بورصة السلع هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة والمشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة، وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه، وإمكانية قياسها وغيرها من الشروط، ويرجع تاريخ ظهور هذه الأسواق إلى العصور القديمة جدا، حيث نظم الإغريق والرومان ما يشبه بورصات السلع الحالية، حتى في المعاملات الآجلة أو كما يعرف حاليا ببورصة العقود، كما عرف هذا النوع تطورا وانتشارا سريعا في أوروبا، وخاصة في الدول الأنجلوسكسونية خلال القرن التاسع عشر مع إقامة بورصة القطن بمدينة ليفربول

البريطانية سنة 1842، وبورصة التجارة بشيكاغو سنة 1848، والتي كان الهدف الأساسي من إنشائها هو تسهيل تبادل السلع التي يمكن تسليمها فورا.

هذا ويمكن تقسيم العمليات التي تتم في بورصة السلع إلى قسمين: القسم الأول منها يتم في بورصات السلع الحاضرة، أما القسم الثاني من العمليات التي تتم في بورصة السلع فيتمثل في العقود المبرمة بين المتعاملين التي يكون التسليم فيها في وقت لاحق، بمعنى آخر تلك العمليات والصفقات التي تعقد في أسواق السلع الآجلة، وغالبا ما يكون التعامل هنا منصبا على السلع والمنتجات التي يكون إنتاجها موسميا أما الطلب عليها فيكون على مدار السنة.

3-2-أسواق الأوراق المالية: وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وفقا لقواعد خاصة بكل سوق، وبكل بلد، على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة، وتمتاز أسواق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع، من حيث طبيعة العمليات التي ممكن أن تجرى حيث تكون على نوعين: العمليات الفورية والعمليات الآجلة.

3-3-أسواق القروض: تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل الالتقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي بمختلف آجاله/ وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية، ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل/ وقروض متوسطة وطويلة/ فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل/ وسوق القروض قصيرة الأجل.

4-التقسيم حسب المجال المغطى: تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية:

4-1-الأسواق المالية الدولية: وتنقسم بدورها إلى:

أ- سوق النقد الدولية؛

ب- سوق رأس المال الدولية:

- سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية (Euro-crédits)؛
- سوق السندات الدولية؛
- سوق الأسهم الدولية.

ج- السوق الدولية للقسيمات وسندات الخزينة.

4-2- أسواق المال الإقليمية: يقصد بها تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية، أو

الدول العربية مجتمعة أو البعض منها، كدول الخليج، أو الدول المغاربية، أو غيرها من الاتحادات القائمة.

3-4- أسواق المال المحلية: هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل شركات ومؤسسات الأعمال الوطنية والخاصة، وكذا تغطية العجز الحكومي، وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة.

ثالثا- الأدوات المتداولة في سوق رأس المال:

1- الأسهم العادية: يعرف السهم العادي بأنه "أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يخول الحق لحامله بالحصول على عوائد غير ثابتة بذمة الجهة المصدرة له، بجانب حصته برأس مال الشركة، والمثبتة بشهادة السهم".

1-1- خصائص السهم: للسهم عدة خصائص تمثل أهمها فيما يلي:

- السهم يمثل أداة ملكية في رأس مال الشركة؛
- ليس له تاريخ استحقاق (تبقى علاقة حامله بالشركة قائمة ما لم يتم تصفيتها)؛
- له حق التصويت بمجلس الإدارة وانتخاب أعضاءها؛
- الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات؛
- عدم ثبات العائد وتذبذبه مابين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة؛
- يعطي نوعين من العائد: عائد رأس مالي عند بيع السهم، وعائد جاري يتمثل في نصيب السهم من الأرباح الموزعة (عائد مكرر)؛
- لا يجوز خصم أرباح الأسهم من النتيجة الخاضعة للضريبة، باعتبار توزيع الأرباح لا يعتبر عبئًا على الشركة؛
- الحصول على الأرباح وفقا لقرارات الإدارة، مع إمكانية تأجيل توزيع الأرباح؛
- يأتي حملة الأسهم العادية في ذيل القائمة من حيث حصولهم على نصيب في صافي التصفية؛

1-2- قيم السهم: للسهم عدة قيم، نذكر منها:

أ- **القيمة الاسمية للسهم:** هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، التي ينص عليها عقد تأسيس الشركة **(مادة 715 مكرر 50 قانون تجاري جزائري)**، وعليه لا يمكن للشركة أن تصدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها.

ب-القيمة الدفترية للسهم: هي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم، وتمثل ما يصيب السهم الواحد من حق الملكية (رأس المال المدفوع+الأرباح المحتجزة)، ويعتمد في حسابها على التقارير المالية للشركة (كشف الدخل، الميزانية العمومية)، وذلك بقسمة حق الملكية على عدد الأسهم القائمة.

مثـال: بفرض أن رأس المال المدفوع لإحدى شركات المساهمة (10) مليون دينار، كما أظهرت الميزانية العمومية في 2015/12/31، والأرباح المحتجزة لذات العام (12) مليون دينار، بالإضافة إلى احتياطات مقدارها (13)مليون دينار.

أحسب القيمة الدفترية للسهم، إذا علمت أن عدد الأسهم القائمة (10) مليون سهم(القيمة الاسمية للسهم دينار واحد).

الحـل: القيمة الدفترية = حق الملكية/عدد الأسهم القائمة.

حق الملكية = 10مليون+ 12 مليون+ 13مليون = 35 مليون دينار

القيمة الدفترية = 35 مليون/10مليون = 3.50 دينار

ج-القيمة السوقية: تمثل القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أي لحظة زمنية معينة، والتي تتحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

د- القيمة الحقيقية (العادلة): تلك القيمة التي تتحدد أو تبررها حقائق اقتصادية ومالية تنعكس بقيمة موجودات الشركة، مقسوم الأرباح.

ه- القيمة التصفوية للسهم: تتمثل في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة، بعد تسديد كل الالتزامات، وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

1-3- الاستحداثات الجديدة في الأسهم العادية: إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية، والتي نذكر أهمها فيما يلي:

أ- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام الشركة، حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين، ولحامل هذا السهم الحق في المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية أقسام الشركة، أول إصدار لهذه الأسهم كان في الثمانينات من طرف شركة جينرال موتورز، حيث أصدرت مجموعة من الأسهم أطلق عليها اسم "E Class"، و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها اسم"H class"، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع لجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ب-**الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** الأرباح الموزعة لهذه الأسهم ستقطع من الربح قبل الضريبة، هذه الأسهم تخصص للعاملين في الشركة، مما يجعل أرباح هذه الأسهم تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون كونها تختص بعنصر العمل، ومن آثار منح العاملين أسهما في الشركة هو ترك أثر نفسي مهم ومحفز للعامل لزيادة إنتاجه، وبالتالي زيادة إنتاج الشركة، أول إصدار لهذا النوع كان في الو م أ، وبالرغم من انخفاض إيرادات الحكومة من الضرائب إلا أنه يقابله زيادة في الإنتاج.

ج-**الأسهم العادية المضمونة:** إصدار هذه الأسهم يكون مضمون بقيمة معينة خلال فترة محددة، فعند شراء سهم ما بـ 10 دينار مثلا، تضمن الشركة المصدرة لهذا السهم ألا تقل قيمته السوقية عن 8 دينار، ولو انخفض إلى 9 دينار فلا تتحمل الشركة شيئا، أما لو انخفض إلى 6 دينار فتعوض الشركة حامل السهم بالفرق 2 دينار لتصل للقيمة المضمونة، أول إصدار لها كان في الو م أ سنة 1984.

2- الأسهم الممتازة: يعرف السهم الممتاز على أنه "أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي)، لحامله الحق بالحصول على عائد محدد سنويا، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد، بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم".

اكتسب السهم الممتاز هذه التسمية لتفضيل حملته على حملة السهم العادي، سواء من حيث الحصول على الربح، أو اقتسام موجودات الشركة عند الصفية، ولقد ظهر هذا النوع في القرن التاسع عشر لتشجيع المستثمرين من أجل الاستثمار في السكك الحديدية الأمريكية.

2-1- سمات الأسهم الممتازة: هناك نوعين من السمات الخاصة بالأسهم الممتازة.

أ- السمات الأساسية (خصائص السهم الممتاز):

- تصدر بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم الأرباح الممتاز، ليس هناك قيمة اسمية محددة، إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات؛
- للسهم الممتاز أسبقية في موجودات الجهة المصدرة له عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية؛
- يجب أن يحصل السهم الممتاز على مقسومه، قبل حملة الأسهم العادية، وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه، إلا إذا نص على خلاف ذلك؛
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين، إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء.

ب- السمات الإضافية: إضافة إلى السمات الأساسية، هناك سمات إضافية تتمثل في:

- **حق التصويت:** معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضاءها، لكن قد يرد استثناء يعطي هذا الحق في حالات تراكم مقسوم الأرباح، وقد يشارك في التصويت على الإصدارات الإضافية من الأسهم العادية، وفي حالات خاصة السندات.
- **الإطفاء:** بعض الشركات تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استهلاك السهم، إما بفترات متعاقبة أو في نهاية فترة زمنية تحدد مسبقا، وطبقا لحاجة الجهة المصدرة ولظروف سوق الأوراق المالية، وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد سابقا أيهما اقل؛
- **الاستدعاء:** مثل هذا الشرط يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية، تسمى علاوة الاستدعاء، وقد يكون الاستدعاء بسعر السوق، كما قد تحدد مدة زمنية للاستدعاء؛

- **التحويل:** يقصد به تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي، وفي هذه الحالة يخضع السهم الممتاز إلى شرط الإطفاء والاستدعاء، إن الأسباب الرئيسية لشرط التحويل هي لتبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته، وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق.

ولهذا المستند قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي، حيث تحسب قيمته الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم المصدرة، بمعنى آخر أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية الشركة.

ويعاب عليها أنه في حالة الإفلاس وتوزيع صافي التصفية، يأتي حملة الأسهم الممتازة بعد الدائنين، كذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات في البعض من أنواعها، حيث أنه ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات، إلا أنهم يحتفظون بحقهم مستقبلا في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر فيها توزيع (مجمعة للأرباح)، وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أي توزيعات، إن الأصل في الأسهم الممتازة هو أن التوزيعات ثابتة وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم.

3-السندات: يعرف السند على أنه "أداة مديونية، ذو صفة مالية قابلة للتداول، لحامله الحق في الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق"، ويتضح من التعريف ما يلي:

- السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد؛
- حامل السند دائن للجهة المصدرة له؛
- عائد السند فائدة محددة بنسبة مئوية، استحقاقها إما دوري سنوي، أو دوري نصف سنوي، أو دوري ربع سنوي؛
- للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند؛
- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.

3-1- خصائص السندات: تصنف هذه الخصائص إلى خصائص مشتركة بين كل الأنواع بغض النظر عن الجهة المصدرة وأجل السند، وأخرى منفردة يميز المستثمر من خلالها بين سند وآخر..، والخصائص والسمات المنفردة للسندات هي ذاتها للأسهم الممتازة، لذا ما ينطبق على السندات بهذا الخصوص ينطبق على الأسهم الممتازة.

أ- السمات المشتركة:

- الاستحقاق، حيث تستحق السندات بحلول أجل محدد مسبقا مذكور في شهادة السند، ويلعب الاستحقاق دور كبير في تحديد سعر الفائدة، وفي الغالب الأعم استحقاق السند يكون بين (2-30) سنة، لكن هذا لا يمنع أن تكون هناك سندات قصيرة الأجل (كما هو الحال في أدوات سوق النقد)؛
- معظم السندات بالأسواق العالمية تصدر بفئات ذات قيمة 100، 1000 ومضاعفاتها؛
- الوصاية، حيث تتولى جهة معينة شؤون حملة السندات (مؤسسة مالية)، تضمن حقوق حملة السندات، وتقيم المركز الائتماني للجهة المصدرة لضمان تنفيذ الاتفاقية؛
- السندات المسجلة وسندات الكوبون، فقد يكون السند اسمي يحمل اسم مالكه، أو لحامله، وعادة تكون الكوبونات (سعر الفائدة) ملصقة بالسند، ويسهل فصلها عند الاستحقاق.

ب-السمات المنفردة:

- **قابلية التحويل:** تنص شهادة السند أحيانا على شرط تحويله إلى أسهم عادية بسعر محدد، يسمى سعر التحويل، وخلال مدة هي الأخرى محددة.
- **سمة الإطفاء:** تخصص صناديق خاصة تسمى صناديق الإطفاء، توضع فيها مبالغ دورية لإطفاء السندات إما بصورة متسلسلة، أوبنسبة معينة سنويا، و يكون الإطفاء بالقيمة السوقية للسند، خصوصا في أوقات ارتفاع أسعار الفائدة السوقية بأعلى من السند، حيث تنخفض القيمة السوقية للسند لوجود علاقة عكسية بين قيمة السند ومعدل الفائدة السوقية.
- **قابلية الاستدعاء:** قد ينص عقد إصدار بعض الأوراق المالية (الأسهم الممتازة والسندات) أنه يحق للمؤسسة أن تستدعي هذه الأوراق المالية القديمة، مقابل دفع قيمتها لحملتها القدامى، بالإضافة إلى علاوة الاستدعاء، التي تمثل تعويضا للمستثمر على العائد الذي يضيع منه خلال فترة البحث عن استثمار جديد.

وعادة ما تلجأ المؤسسة إلى خيار الاستدعاء في حالات انخفاض أسعار الفائدة بنسب كبيرة عن المستوى المطلوب، فتقوم باستدعاء السندات (أو الأسهم الممتازة) القديمة ذات العائد المرتفع، وإحلالها بسندات (أو أسهم ممتازة) جديدة ذات عائد اقل، أو للتخلص كلية من أعباء الفائدة أو الشروط التي يحتويها حق الإصدار القديم.

إن قرار الاستدعاء يحقق بعض الوفورات والعوائد للمؤسسة، ويلزمها ببعض التكاليف، لذلك قبل اتخاذها لأي قرار من هذا النوع على المؤسسة المقارنة بين الوفورات التي يمكن أن تجنيها، وبين التكاليف التي تتحملها من جراء قرار الاستدعاء.

3-2- أنواع السندات: هناك العديد من أنواع السندات نذكر منها:

أ- **السندات التي لا تحمل معدلات فائدة:** بالنسبة للسندات التي لا تحمل معدل فائدة فإنها تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر .

ب-**السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** يقصد بها تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى، خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة، وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين، له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم، وتتم عملية التحويل وفقا لشروط محددة مقدما، وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار.

ج-**السندات المضمونة بأصول الشركة:** قد تصدر مؤسسات الأعمال سندات بضمان بعض الأصول كالأراضي، أو المباني، أو الآلات، أو حتى أوراق مالية أخرى، وحينئذ يكون لحاملها الأولوية في استرداد مستحقاته من الأصل المرهون، وبالتالي لا يحق للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول بالبيع أو التنازل.

د- **السندات الغير مضمونة:** على العكس من السندات السابق شرحها، فإن السندات غير المضمونة تمثل دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من

السندات، كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى، أو عدم إبرام عقود استدانة أخرى، مما يشجع المستثمرين على اقتناء هذا النوع من السندات.

هـ- **السندات ذات المعدل المتحرك:** عادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي، يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق ارتفاعا أو انخفاضا.

و- **السندات المرتبطة بالمؤشرات:** ويقصد بها السندات التي يربط معدل الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي، أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين، وربط هذه السندات بمؤشر يشبه إلى حد ما السندات ذات المعدل المتغير بالرغم من الهدف المختلف لكل منهما.

ز- **السندات منخفضة الجودة:** وتسمى أيضا السندات الرديئة، ولها فترة محددة، ويستخدم هذا النوع من السندات لتمويل عملية سيطرة أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المؤسسة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق.

وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بقدر كبير من المخاطر.

ح- **السندات المشاركة:** يشبه هذا النوع من السندات الأسهم الممتازة المشاركة، حيث تمنح المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح الشركة، بمعنى آخر، فإنه بالإضافة إلى الفوائد المحددة دوريا يشارك حملة هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع، وفقا لشروط تحددها المنشأة مسبقا.

ط- **السندات ذات الدخل:** يتماشى هذا النوع من السندات ذات الدخل مع الصيغ الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المؤسسة أرباحا، ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عند حلول تاريخ استحقاقها، إضافة إلى نص ثالث محتمل، وهو أن يكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية.

ي-**السندات الحكومية:** تلجأ الحكومات في بعض الحالات إلى إصدار صكوك مديونية متمثلة في السندات وما يماثلها، بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية، كالمدارس والمستشفيات، أو بهدف مواجهة التضخم، و عادة ما تصدر هذه السندات لفترات طويلة جدا، حيث تصل إلى 30 أو 40 سنة، وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي، قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية، إذ قد يمارس نفس الحق أيضا بواسطة الحكومات المحلية.

وينظر المستثمر إلى السندات التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد، أو مخاطر تأجيله، والملاحظ أن هذا النوع متعدد وواسع الانتشار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، وإذا ما أخذنا الولايات المتحدة الأمريكية كمثال لهذا النوع من الأدوات المالية نجد أنها تنقسم إلى قسمين رئيسيين"الأول تقوم بإصداره الحكومة المركزية، والثاني تصدره الحكومات المحلية".

الفصل الثامن: المشتقات المالية (للعملة)

أولا- عقود مبادلة العملة (Les swaps de devises):

عقود مبادلة الصرف بشكلها البسيط هي المعاملة المالية التي من خلالها يلتزم طرفان بالتبادل الآني للعملة، مثلا اليورو مقابل الدولار بسعر صرف عاجل و تبادل نفس العملات عند استحقاق العقد (3 أشهر، سنة، الخ)، بسعر صرف آجل.

فهي عملية تبديل عملات، أي شراء وبيع عملة على أساس التسليم الآني وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الأجل بسعر تسليم آجل يتم تحديده بين الطرفين.

عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وهناك نوعان أساسيان من عقود المبادلة، عقود مبادلة عملات، عقود مبادلة أسعار الفائدة.

ومن صور عقود مبادلة العملات العقد الذي يبرم بين شركة جزائرية في حاجة إلى دولارات أمريكية، وشركة أمريكية في حاجة إلى دينار جزائري لاستخدامها في تغطية تكاليف عمليات في السوق الجزائري، هنا، تقوم الشركة الجزائرية باقتراض ما تحتاجه الشركة الأمريكية من دينار من أحد البنوك الجزائرية، وفي المقابل تقوم الشركة الأمريكية باقتراض احتياجات الشركة الجزائرية من الدولارات من أحد البنوك الأمريكية.

أما عقود مبادلة أسعار الفائدة، فتتم بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نمط مختلف من التدفقات النقدية، مثال ذلك عقد مبادلة أسعار فائدة يبرم بين بنك تجاري وشركة تامين، يتفق فيه الطرفان على أن يدفع البنك التجاري لشركة التأمين فوائد بسعر فائدة ثابت، على أن تدفع شركة التأمين للبنك بسعر فائدة متغير، وذلك على أساس مبلغ مفترض يتفق عليه الطرفان.

هذا، وإذا كان عقد مبادلة أسعار الفائدة يعتبر أداة من أدوات التغطية ضد مخاطر تغير أسعار الفائدة، فإن عقد مبادلة العملات له طبيعة مختلفة، إذ أن الهدف منه هو إتاحة الفرصة لتخفيض تكلفة التمويل، ومع هذا قد يكون أيضا أداة للتغطية ضد المخاطر سعر الفائدة.

ثانيا- العقود المستقبلية على العملة Les contrats à terme ou" futures" sur devise:

تعتبر العقود المستقبلية على العملة تقنية حديثة نوعا ما مقارنة بما سبق، ترجع نشأتها إلى سنة 1972 عندما قررت بورصة المواد الأولية لـ شيكاغو إنشاء فرع يسمى بـ (IMM)

(International Monetary Market)، و الذي من خلاله تم تداول أول العقود المالية الأجلة الخاصة بالعملات الأجنبية.

فالعقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين، بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يمكن تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل.

وعلى خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البوصة سمات معيارية معينة في العقد.

وأكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي مجلس شيكاغو للتجارة، و بوصة شيكاغو ميركانتايل.

و العقد المستقبلي هو عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد، بشراء أو ببيع عملة محددة بسعر محدد و تاريخ معلوم، و الفكرة الأساسية في التغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هي محاولة الوصول إلى وضعية صرف (Une position de change) في المستقبل مناقضة لوضعية الصرف الحالية في السوق الفورية.

إن مثل هذه العقود تنصب حاليا على مبالغ محددة من العملة و أسعارها محددة في مقابل الدولار الأمريكي كما أن تاريخ التسليم محدد بتواريخ ثابتة.

و يمكن توضيح ذلك كمايلي:

حالة المستورد وضعية صرف قصيرة (Position Court)	**حالة المصدر وضعية صرف طويلة (Position Long)**
- ديون بالعملة الأجنبية أو تدفق مستقبلي سالب بالعملة.	- ذمة بالعملة الأجنبية أو تدفق إيجابي بالعملة مستقبلا.
- الخطر : ارتفاع قيمة العملة	- الخطر : إنخفاض قيمة العملة
- شراء عقود آجلة في حالة إرتفاع قيمة العملة فإن الربح المحقق في العقد الآجل يعوض الخسارة الحاضرة و العكس صحيح.	- بيع عقود آجلة في حالة الانخفاض، فإن الربح المحقق في العقود الآجلة يعوض الخسائر المحتملة في الحاضر و العكس صحيح.

بالنسبة لخطر الصرف، فإن آلية عمل هذه الطريقة هي أن يتخذ الطرف المعني بتغطية خطر الصرف المتوقع فى العقود المستقبلية وضعية معاكسة لوضعيته فى السوق العاجل للعملات الأجنبية، حيث تسمح له هذه الطريقة بتعويض الخسارة المحتملة فى أحد السوقين بالأرباح المحققة فى السوق الثاني.

فالمتعامل الذي يريد تغطية وضعية قصيرة يشتري عقد تتناسب قيمته مع وضعيته هذه، و بعد حلول الأجل يقوم بالمقارنة بين السعر العاجل و سعر عقد الشراء فإذا كان السعر العاجل أكبر من سعر التعاقد فهي تعتبر خسارة يتم تعويضها عن طريق العقد الآجل و العكس، و لا يتم عادة التسليم الفعلي للعقد بل يتم إجراء مقاصة بين السعرين العاجل و سعر العقد، و العكس بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة.

ثالثا- عقود الخيار المالي للعملة (OPTIONS DE CHANGE):

1- تعريف عقد الخيار المالي: عقد الخيار، هو عقد يبرم بين طرفين: مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل معين، بسعر يحدد لحظة التعاقد يسمى بسعر التنفيذ (Prix d'exercice) ، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، مقابل تكلفة تسمى عمولة "Prime " أو " Premium" .

وبالتالي فهو اتفاق بين طرفين احدهما مشتري الخيار و الآخر بائع (محرر) الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول (المشتري) الحق وليس الإلزام بان يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر، أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلا معينا بسعر وفي تاريخ معين و خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.

و بعبارة أخرى فإن خيار الصرف يمثل بالنسبة لحائزه حق في شراء أو بيع وضعية صرف عاجلة أو آجلة بالنسبة لعملة معينة في تاريخ أو مدة محددة، و بسعر صرف متفق عليه و محدد بدقة في تاريخ التعاقد على هذا الخيار.

و تم تداول عقود الخيارات أول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الخيارات ويتم تداولها الآن في بورصات كثيرة حول العالم، وتشمل الأصول موضوع الخيارات: الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الدين، السلع.

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

2- تقسيمات عقود الخيار المالي: يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير كما يلي:

2-1-تصنيف عقود الاختيار على أساس نوع الصفقة:

أ- **خيار الشراء (call option):** يوجد طرفان في خيار الشراء، الأول هو مشتري العقد الذي يملك الحق وليس الإلزام في شراء أصل معين، وبكمية وسعر محددين، وخلال تاريخ محدد أو فترة زمنية محددة حسب الاتفاق مع الطرف الثاني محرر العقد(البائع)، وذلك مقابل حصوله على علاوة أو مكافأة غير قابلة للرد، وبهذا يكون المحرر ملزما ببيع محل التعاقد إذا ما رغب المشتري في تنفيذ العقد.

ب-**خيار البيع (put option):** هو خيار يعطي الحق لحامله (المشتري) أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني وهو محرر العقد (البائع) أصلا معينا- بكمية معينة وبسعر محدد- وفي تاريخ محدد أو فترة زمنية محددة حسب الاتفاق مقابل حصول البائع (المحرر) إلى علاوة معينة غير قابلة للرد، وبذلك يصبح بائع العقد (المحرر) ملزما بشراء الأصل محل التعاقد إذا قام مشتري الخيار بالتنفيذ.

مما سبق يلاحظ بأن مبادرة التنفيذ في عقد الخيار هي دائما في يد مشتري العقد(الذي يقوم بدفع العلاوة)، بينما الإلزام على محرر العقد (محرر الاختيار)، ويلجا المستثمرون إلى خيار الشراء عندما يتوقع الارتفاع في أسعار الأصل محل التعاقد، بينما يلجا إلى شراء عقود البيع عند توقعهم الانخفاض في أسعار الأصول.

2-2-تصنيف عقود الاختيار على أساس طريقة تنفيذ العقد: تتم عن طريق نوعين من العقود حسب الاختيار:

أ- **الأمريكي**: يم فيه ممارسة حق التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تقتضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهاءه.

ب- الأوروبي: يتم تنفيذ العقد عند انتهاء المدة.

إن خيار الصرف يمكن أن يستخدم من أجل تغطية عمليات مؤكدة خاصة بـ : الإستيراد، التصدير، تسديد ديون بالعملة الأجنبية، تحويل عملة، أو عمليات أخرى غير أكيدة الوقوع أومحتملة فقط، كما هو الحال بالنسبة لـ: المناقصات ، الأرباح الموزعة (Dividens)...إلخ،

فخيارات الصرف تشمل على مجموعة كبيرة من العقود بالعملات الأجنبية، و التي يمكن التفرقة بينها حسب :

- نوعية أو طبيعة العملة المقابلة (Par la nature de la devise sous- jacente).
- إتجاه العملية (بيع أو شراء).
- شروط التنفيذ : سواء في تاريخ الإستحقاق أو خلال فترة الحيازة.

3-أركان عقد الاختيار:

3-1- الأصل الضمني (underlying): ويعتبر بمثابة حامل أودعامة الخيار، ونقصد به الأساس الذي يشتق منه الخيار وقد يتمثل الأصل في السندات، الأسهم، المؤشرات، أسعار الفائدة، العملات، السلع، المعادن، و في هذه الحالة تمثل العملات الأصل الضمني (الكامن).

3-2- نوع عقد حق الاختيار: حق خيار الشراء (call)، حق خيار البيع (put).

3-3-سعر التنفيذ (Strike price): ويسمى أيضا سعر الممارسة، وهو السعر الذي يتم الإنفاق عليه بين مشتري الحق وبائعه، حيث أن الاتفاق يجب أن يتضمن سعر محدد، ولا يترك المجال مفتوحا أمام مشتري الاختيار، ومن الطبيعي أن هذا الأخير لن يمارس حقه في الشراء أو البيع الا بعد مقارنة السعر المتفق عليه (السعر المحدد) مع السعر في السوق الحاضر في تاريخ التنفيذ، وبناءا عليه يأخذ قراره بالتنفيذ أو عدمه، لهذا يدعى هذا السعر بسعر التنفيذ.

وينقسم سعر التنفيذ إلى ثلاث فئات حسب نوع الصفقة:

3-3-1-خيار الشراء (call option): يتعلق ربح مشتري خيار الشراء بالفرق بين أسعار السوق وأسعار التنفيذ حسب ما يلي:

أ- **داخل العملة (In The Money)(ITM):** عندما يكون سعر تنفيذ الخيار أقل من سعر السوق (سعر السوق > سعر التنفيذ) تكون القيمة الذاتية موجبة، و بالتالي من مصلحة المشتري ممارسة الخيار.

ب- **في العملة (At The Money)(ATM):** عندما يكون سعر ممارسة الخيار مساوي لسعرالسوق (سعر السوق = سعر التنفيذ)، هنا المشتري يمكنه الشراء أوالامتناع.

ج- خارج العملة (Out of The Money)(OTM): عندما يكون سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق (سعر السوق < سعر التنفيذ) تكون القيمة الذاتية معدومة، وبالتالي المشتري لا ينفذ الخيار.

3-3-2- خيار البيع (put option): يتعلق ربح مشتري خيار البيع بالفرق بين أسعار السوق وأسعار التنفيذ حسب ما يلي:

أ- داخل العملة (In The Money)(ITM): عندما يكون سعر تنفيذ الخيار أفضل من سعر السوق (سعر السوق > سعر التنفيذ) تكون قيمته الذاتية موجبة، و بالتالي من مصلحة المشتري ممارسة الخيار.

ب- في العملة (At The Money)(ATM): عندما يكون سعر ممارسة الخيار مساوي لسعرالسوق (سعر السوق = سعر التنفيذ)، هنا المشتري يمكنه الشراء أوالامتناع.

ج- خارج العملة (Out of The Money)(OTM): عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ (سعر التنفيذ> سعر السوق)، وبالتالي المشتري لا ينفذ الخيار

الأسعار	طبيعة خيار الشراء	طبيعة خيار البيع
CC > CT	**ITM** : In The Money option	**OTM**: Out of The Money option
CC = CT	**ATM** : At The Money option	**ATM** : At The Money option
CC < CT	**OTM** : Out of The Money option	**ITM** : In The Money option

3-4- العلاوة أو المكافأة (premium): وتمثل سعر أو تكلفة الخيار،و هي تكلفة يتفق عليها المشتري والبائع، يدفعها مشتري العقد الى المحرر وتكون إلزامية وغير قابلة للرد.

3-5- تاريخ التنفيذ (date d'exercice): يمثل التاريخ المحدد أو الفترة الزمنية المعينة حسب الاتفاق في عقد الخيار و التي يمكن ضمنها ممارسة حق الخيار، حيث نجد كل من الخيار الأوروبي و الخيار الأمريكي.

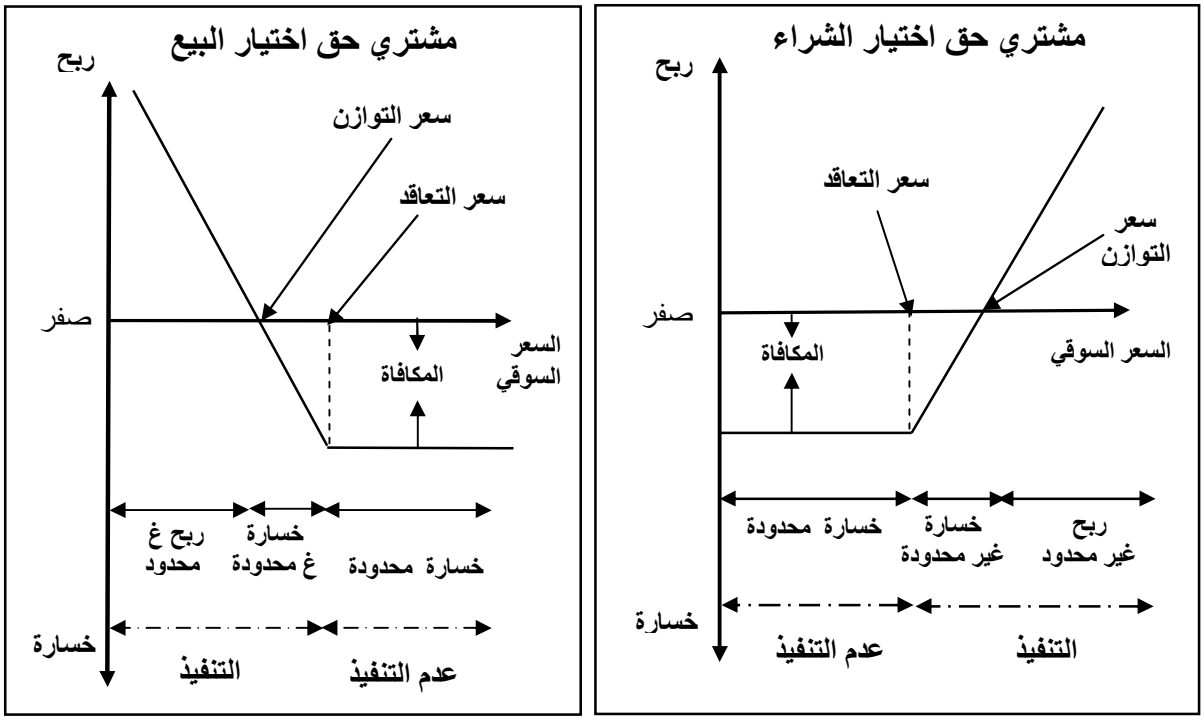
3-6- السعر السوقي: هو السعر في تاريخ انتهاء المهلة لمحددة بين الطرفين.

فاذا نظرنا على سبيل المثال الى حق الخيار **ABC November 100 Call Option**، نرى أن **ABC** تمثل الاصل الاساسي وهو سهم، في حين يمثل **November** شهر الاستحقاق او تاريخ التنفيذ، وتمثل **100** سعر التنفيذ او الممارسة، و **Call** تمثل نوع العقد الذي هو خيار الشراء.

4-التحوط بخيارات الصرف: وقبل التطرق للاستراتيجيات المختلفة التي يمكن أن تستخدمها المؤسسات يجب أن نتطرق لمفهوم سعر التوازن (سعر الصرف الفعلي المضمون).

4-1-سعر الصرف الفعلي المضمون (سعر التوازن): ويطلق عليه ايضا سعر التعادل، ويمكن تعريفه بأنه ذلك السعر الذي يتم الحصول عليه بزيادة أو بخصم العلاوة من سعر التنفيذ، ولقد عبر عنه (Marc Fiorentino) بنقطة التوازن أو عتبة المردودية ويمكن تمثيله بيانيا كالتالي:

الشكل رقم (07): تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري خياري الشراء والبيع



نلاحظ من الشكل، أن سعر التوزان (سعر الصرف الفعلي المضمون) يتم الحصول عليه من خلال إضافة العلاوة من سعر التنفيذ في حالة شراء خيار الشراء، وبعد خصم العلاوة في شراء خيار البيع، ويمكن حساب هذا السعر باللصيغة التالية :

$$PM= PE*(1\pm P)$$

حيث أن:

PM: هي عتبة المردودية أو السعر الفعلي المضمون، او سعر التوازن؛

PE: سعر التنفيذ؛

P: العلاوة.

4-2-تحديد هوامش الربح والخسارة لكلا طرفي خيار الشراء (call option):

إن شراء خيار الشراء يعطي للمتعامل الحق، وليس الالتزام في شراء العملات الأجنبية بسعر التنفيذ المحدد وقت الشراء PE ، مقابل علاوة P ، وتحدد التغيرات في سعر الصرف الفوري نتائج الارباح والخسائر لمشتري خيار الشراء.

4-2-1- بالنسبة لمشتري حق اختيار الشراء: (أنظر الشكل رقم (7))

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي- سعر التعادل

حيث أن: سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافاة

ويمكن تلخيص أرباح وخسائر مشتري خيار الشرء من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (11): هوامش الربح والخسارة لمشتري خيار الشراء

	السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
مشتري اختيار الشراء	سعر السوق > سعر التعادل	تحقيق ربح	ينفذ
	سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	ينفذ أو لا ينفذ
	سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	خسارة غير محدودة (محصورة بالعلاوة)	ينفذ ويخسر اقل من العلاوة
	سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	خسارة محدودة (بقيمة العلاوة)	لا ينفذ ويخسر العلاوة

4-2-2- بالنسبة لمحرر حق اختيار الشراء:

بائع خيار الشراء خاضع إلى قرار مشتري خيار الشراء، ويتوجب عليه تسليم العملة الأجنبية إذا قرر المشتري تنفيذ الخيار مهما كان سعر الصرف الفوري للعملة الأجنبية.

أرباح بائع الخيار تنحصر في مبلغ العلاوة التي يستلمها من طرف مشتري الخيار، أما خسارته فهي غير محدودة إذا تطور سعر الصرف في غير صالحه لأنه ملزم بتسليم العملة الأجنبية للمشتري.

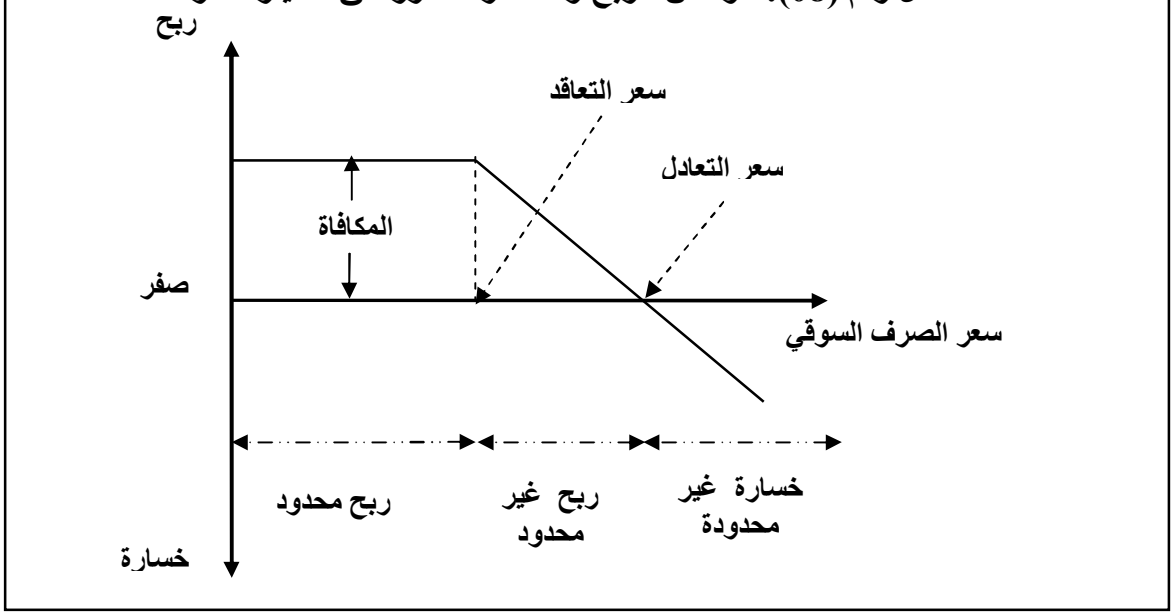
قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل - السعر السوقي

الجدول رقم (12): هوامش الربح والخسارة لمحرر خيار الشراء

	السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
بائع أو محرر اختيار الشراء	سعر السوق < سعر التعادل	تحقيق خسارة	خاضع إلى قرار مشتري خيار الشراء
	سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	
	سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	ربح غير محدودة (محصورة بالعلاوة)	
	سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	ربح محدودة (بقيمة العلاوة)	

ويمكن ترجمة الجدول في الشكل التالي:

الشكل رقم (08): هوامش الربح والخسارة محرر حق اختيار الشراء



4-3-تحديد هوامش الربح والخسارة لكلا طرفي خيار البيع (put option):

4-3-1-بالنسبة لمشتري حق اختيار البيع: (أنظر الشكل رقم (7))

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل- السعر السوقي

سعر التعادل = سعر التنفيذ- العلاوة أو المكافاة

ويمكن تلخيص أرباح وخسائر مشتري خيار البيع من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (13): هوامش الربح والخسارة لمشتري خيار البيع

	السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
مشتري اختيار البيع	سعر السوق > سعر التعادل	تحقيق ربح	ينفذ
	سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	ينفذ أو لا ينفذ
	سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	خسارة غير محدودة (محصورة بالعلاوة)	ينفذ ويخسر اقل من العلاوة
	سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	خسارة محدودة (بقيمة العلاوة)	لا ينفذ ويخسر العلاوة

4-3-2- بالنسبة لمحرر حق اختيار البيع:

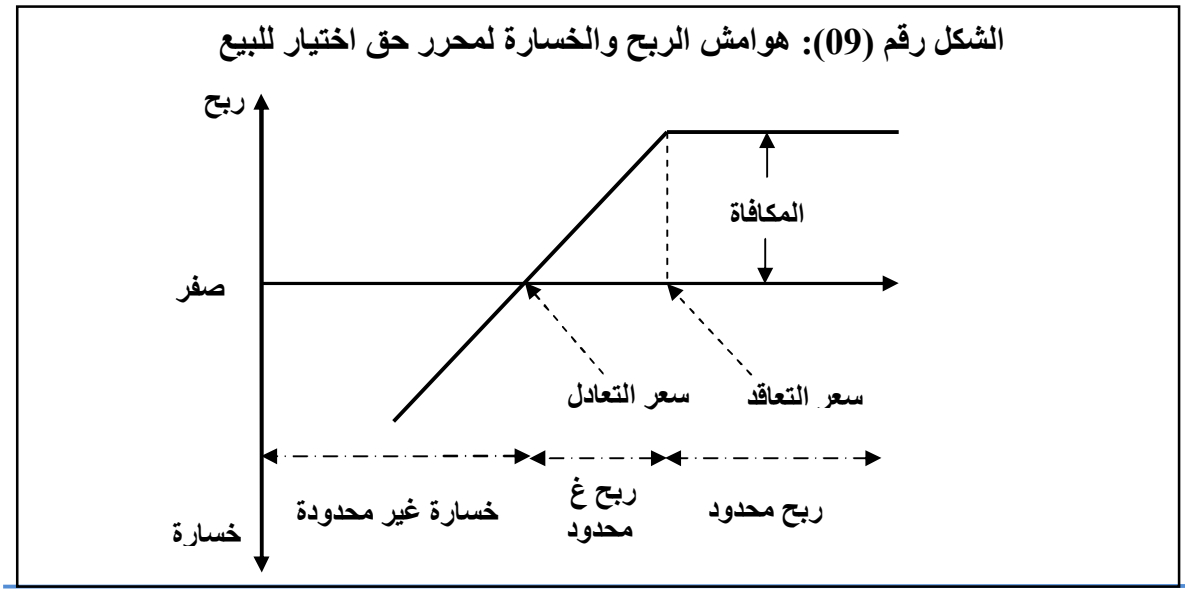
قيمة حق اختيار البيع = السعر السوقي - سعر التعادل

الجدول رقم (14): هوامش الربح والخسارة لمحرر خيار البيع

	السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
بائع أو محرر اختيار البيع	سعر السوق > سعر التعادل	تحقيق خسارة	خاضع إلى قرار مشتري خيار البيع
	سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	
	سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	ربح غير محدودة (محصورة بالعلاوة)	
	سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	ربح محدودة (بقيمة العلاوة)	

ويمكن ترجمة الجدول في الشكل التالي:

الشكل رقم (09): هوامش الربح والخسارة لمحرر حق اختيار للبيع



5-التحوط من خطر الصرف الأكيد:

لتوضيح كيفية إستخدام الخيارات في التحوط من خطر الصرف الأكيد سنميز بين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة.

أ- **تغطية مركز صرف قصير:** لتغطية خطر الصرف الناتج عن ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية المحور بها ديون المؤسسة، يمكن لها اللجوء إلى شراء خيار شراء للعملة الأجنبية، في تاريخ الاستحقاق إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر الصرف السوقي الفوري للعملة تقوم المؤسسة بتنفيذ العقد وتشتري العملات الأجنبية بسعر التنفيذ، وفي الحالة العكسية عندما يكون سعر الصرف الفوري اقل من سعر التنفيذ تتخلى المؤسسة عن تنفيذ الخيار ويتم شراء العملة بسعر الصرف الفوري.

ب-**تغطية مركز صرف طويل:** لتغطية خطر الصرف الناتج عن انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية المحرر بها مستحقات المؤسسة، تقوم المؤسة المصدرة بشراء خيار البيع بالعملة الأجنبية، اذا كان سعر الصرف الفوري اقل من سعر التنفيذ يتم تنفيذ العقد، وفي الحالة العكسية لا يتم تنفيذ العقد وتلجأ المؤسسة المصدرة إلى البيع في السوق الفوري.

6-أمثلة على عقود الخيار المالي:

مثال01: (مشتري خيار الشراء)

لنفترض أن شركة أمريكية في يوم 1 افريل قامت باستيراد ما قيمته 1500000 euro ألبسة رياضية من ايطاليا يتم تحصيلها بعد ستة اشهر، وتشير توقعاتها إلى احتمال ارتفاع أسعار الصرف في تلك الفترة، وحتى تتجنب المخاطر التي قد تنجم عن ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فانها تقوم بتغطية نفسها، حيث قررت اللجوء الى سوق نيويورك وذلك بالتعاقد لشراء حق اختيار الشراء.

حيث أنه في 1 افريل كان سعر الصرف الفوري 1 euro = 0.61 $، والشركة قررت التغطية من خلال شراء خيار يستحق في 1 اكتوبر، حيث تم التعاقد على سعر محدد هو 61 سنتا، ووفقا لنصوص الاتفاق ينبغي أن تدفع الشركة علاوة أو مكافأة للطرف الآخر بما قيمتها 2.05 سنتا.

وفقا لبيانات المثال:

قيمة العلاوة: تقدم الشركة لبائع الخيار علاوة قيمتها:

$ 30750 = 0.0205 ×1500000

أ- التغطية (حالة ارتفاع السعر السوقي):

في حالة ارتفاع سعر صرف اليورو إلى: 1 € = 0.64 $

يقوم المستورد بتنفيذ خيار الشراء بسعر التنفيذ المتفق عليه: 1 € = 0.61$

حيث يدفع: $ 945750 = (0.0205 +0.61) ×1500000

يدفع المستورد مبلغ اجمالي (باضافة العلاوة) مقداره 945750 دولار.

ب-في حالة غياب التغطية، فإن سعر اليورو هو 0.64 $، ومن خلال عملية تحويل الدولار الى يورو يدفع المستورد:

$ 960000 = 0.64 ×1500000

وبالتالي بتنفيذ العقد يدفع المستورد مبلغ قدره 945750$، وهو أقل مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في السوق، وبالتالي فربح الشركة أو مبلغ التحوط هو الفرق بين المبلغ المدفوع والمبلغ الذي كان سيدفع في غياب التغطية.

مبلغ التحوط (الربح) = 960000 - 945750 = 14250 دولار.

ويمكن حساب هذه النتيجة بتطبيق قانون تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري حق لخيار الشراء (call option):

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي- سعر التعادل

سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافاة

= 0.61 +0.0205 = 0.6305

قيمة حق اختيار البيع = 0.64 -0.6305 =0.0095 لكل واحد دولار.

وبالتالي فالربح الاجمالي = 0.0095 ×1500000= 14250 دولار.

ج- حالة انخفاض السعر السوقي:

في حالة انخفاض سعر صرف اليورو الى: 1€ = 0.5895 $

هذا سيجعل المستورد لا ينفذ خيار الشراء، فيقبل بخسارة قيمة العلاوة 30750$، ويشتري اليورو في السوق الفوري فيدفع مبلغ:

$ 884250 = 0.5895 × 1500000

و باضافة مبلغ العلاوة فالمبلغ الاجمالي الذي يدفعه المستورد هو:

$ 915000 = 30750 + 884250

وهو أقل من السعر في حالة لو تم التنفيذ (945750 $).

د- وللتوضيح أكثر نأخذ الأسعار عند القيم التالية:

1€ = 0.6305 $ / 1€ = 0.64 $ / 1€ = 0.65 $

1€ = 0.60 $ / 1€ = 0.61 $ / 1€ = 0.62 $

بالنسبة لمشتري حق اختيار الشراء:

قيمة العلاوة الاجمالية = 1500000 × 0.0205 = 30750$

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي- سعر التعادل × (قيمة الصفقة)

سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافاة

= 0.61+ 0.0205 = 0.6305 بالنسبة لوحدة واحدة من العملة.

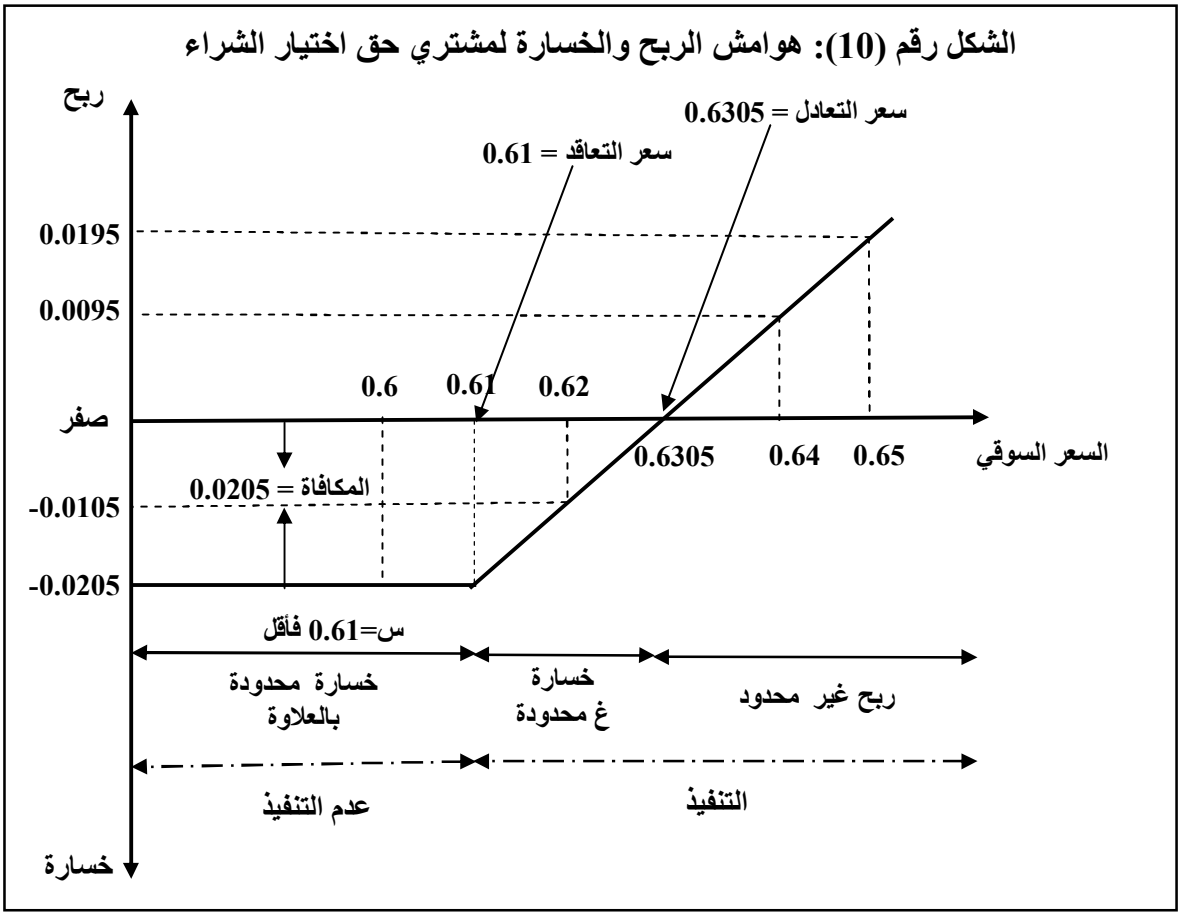
دراسة هوامش الربح والخسارة عند القيم التالية:

- 0.65: قيمة حق اختيار الشراء = (0.6305 - 0.65) ×(1500000)= 29250، ينفذ ويربح 29250 دولار.
- 0.64: قيمة حق اختيار الشراء = (0.6305 - 0.64) ×(1500000)= 14250، ينفذ ويربح 14250 دولار.
- 0.6305: قيمة حق اختيار الشراء = (0.6305 -0.6305)×(1500000) = 0، ينفذ أو لا ينفذ، لا ربح ولا خسارة .
- 0.62: قيمة حق اختيار الشراء = (0.6305 -0.62) ×(1500000)= - 15750، ينفذ ويخسر أقل من العلاوة (حيث 0.62 -0.6305= - 0.0105 وهي قيمة أقل العلاوة).
- 0.61: قيمة حق اختيار الشراء = (0.6305 -0.61) ×(1500000)= - 30750، ينفذ ويخسر العلاوة (حيث0.61 -0.6305=-0.0205 وهي قيمة العلاوة).

- 0.60: قيمة حق اختيار الشراء = (0.6- 0.6305) ×(1500000)= - 45750، لا ينفذ ويخسر العلاوة.

والرسم البياني التالي يوضح تحليل الربح لهذه العملية.

الشكل رقم (10): هوامش الربح والخسارة لمشتري حق اختيار الشراء



مثال 02: (مشتري خيار البيع)

لنفترض أن شركة أمريكية في يوم 1 مارس قامت بتصديرما قيمتهeuro 1500000 أجهزة كمبيوتر لأسبانيا يتم تحصيلها بعد ثلاثة أشهر، وتشير توقعاتها إلى احتمال انخفاض أسعار الصرف في تلك الفترة، وحتى تتجنب المخاطر التي قد تنجم عن انخفاض سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فانها تقوم بتغطية نفسها، حيث قررت اللجوء الى سوق نيويورك وذلك بالتعاقد لشراء حق اختيار البيع.

حيث أنه في 1 مارس كان سعر الصرف الفوري $ 0.6090 =euro 1، والشركة قررت التغطية من خلال شراء خيار يستحق في 1 ماي، له سعر تنفيذ أقرب ما يكون للسعر الصرف

الفوري، حيث تم التعاقد على سعر محدد هو 61 سنتا، ووفقا لنصوص الاتفاق ينبغي أن تدفع الشركة علاوة أو مكافأة للطرف الآخر بما قيمتها 2.05 سنتا.

وتشير المعطيات وقتها الى أن القيمة الاسمية للخيارت في سوق نيويورك هيا 62500 euro، وهذا يعني أن الشركة ستشتري 24 خيار.

وفقا لبيانات المثال:

قيمة العلاوة: تقدم الشركة لبائع الخيار علاوة قيمتها

$$(24 \times 62500) \times 0.0205 = 30750\ \$$$

أ- **التغطية (حالة انخفاض السعر السوقي):**

في حالة انخفاض سعر صرف اليورو إلى: $1\ € = 0.5620\ \$$

يقوم المصدر بتنفيذ خيار البيع بسعر التنفيذ المتفق عليه: $1\ € = 0.61\ \$$

حيث يحصل على: $1500000 \times (0.0205 - 0.61) = 884\ 250\ \$$

يحصل المصدر على مبلغ صافي (بخصم العلاوة) مقداره 884 250 دولار.

ب- **في حالة غياب التغطية**، فإن سعر اليورو هو 0.5620$، ومن خلال عملية تحويل الدولار الى يورو يحصل المصدر على:

$$1500000 \times 0.5620 = 843\ 000\ \$$$

وبالتالي بتنفيذ العقد يحصل المصدر على مبلغ قدره 884250$، وهو أكبر مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في السوق، وبالتالي فربح الشركة او مبلغ التحوط هو الفرق بين المبلغ المحصل والمبلغ الذي كان سيحصل في غياب التغطية.

مبلغ التحوط (الربح) = 884250 - 843000 = 41250 دولار.

ويمكن حساب هذه النتيجة بتطبيق قانون تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري حق خيار البيع (put option):

فبالنسبة لمشتري حق اختيار البيع:

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل- السعر السوقي

سعر التعادل = سعر التنفيذ- العلاوة أو المكافاة

$$= 0.61 - 0.0205 = 0.5895$$

قيمة حق اختيار البيع = 0.5895- 0.5620 =0.0275 لكل واحد دولار

وبالتالي فالربح الاجمالي = 0.0275 ×1500000= 41250 دولار

ج- حالة ارتفاع السعر السوقي:

في حالة ارتفاع سعر صرف اليورو الى: 1€ = 0.6530 $

هذا يجعل المصدر لا ينفذ خيار البيع، فيقبل بخسارة قيمة العلاوة 30750$، ويبيع اليورو في السوق الفوري فيحصل على مبلغ:

1500000 × 0.6530 = 979500 $

ومع خصم العلاوة فإن المبلغ الصافي الذي يحصل عليه المصدر هو:

979500 - 30750 = 948 750 $

وهو أكبر من السعر لو تم التنفيذ (884250 $).

د- وللتوضيح أكثر نأخذ الأسعار عند القيم التالية:

1€ = 0.60$ / 1€ = 0.5895 $ / 1€ = 0.5620 $

1€ = 0.6305 $ / 1€ = 0.62 $ / 1€ = 0.61 $

بالنسبة لمشتري حق اختيار البيع:

قيمة العلاوة الاجمالية = 1500000 ×0.0205 = 30750 $

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل- السعر السوقي × (قيمة الصفقة)

سعر التعادل = سعر التنفيذ- العلاوة أو المكافاة

سعر التعادل = 0.61- 0.0205 = 0.5895 بالنسبة لوحدة واحدة من العملة.

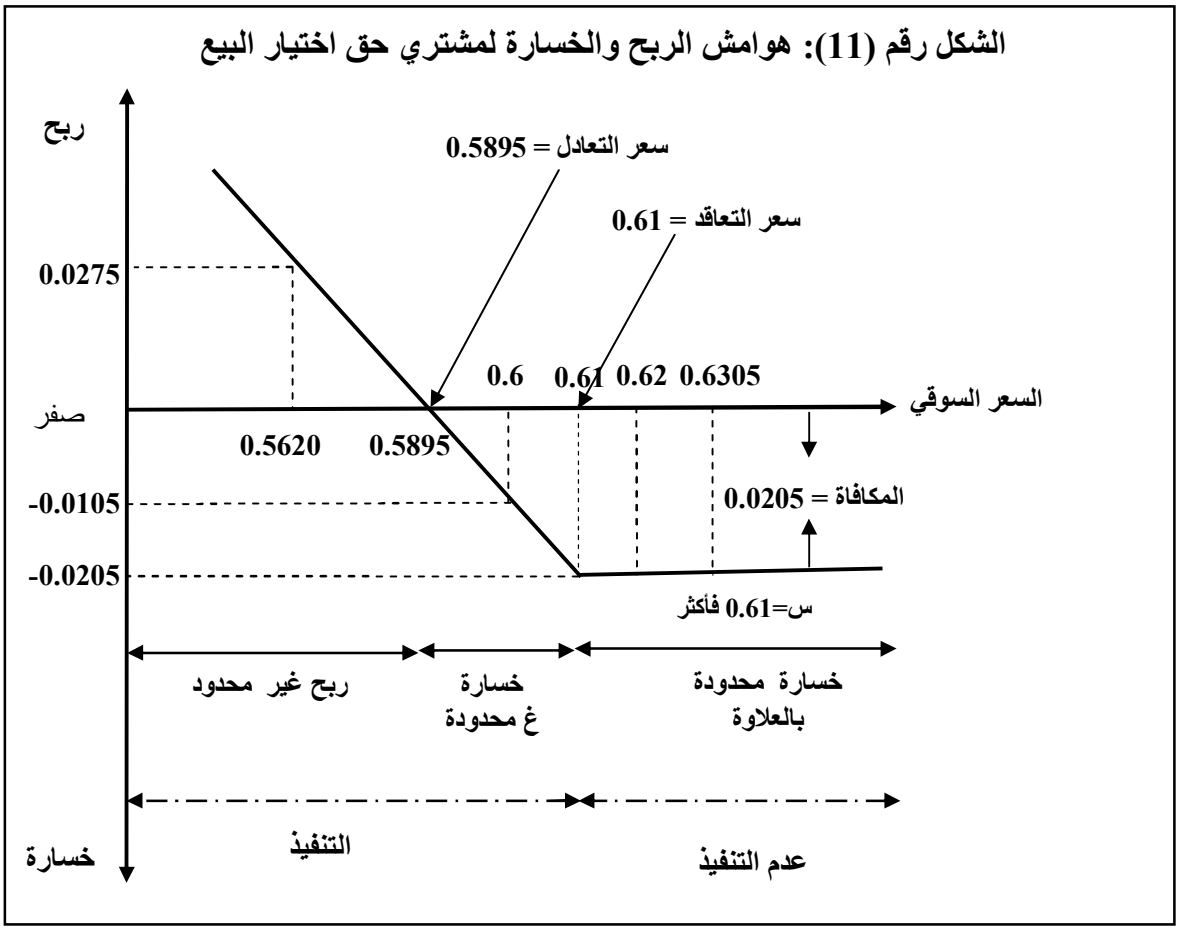
دراسة هوامش الربح والخسارة عند القيم التالية:

- 0.5620: قيمة اختيار البيع = (0.5895- 0.5620)×(1500000) = 41250، ينفذ ويربح 41250 دولار.
- 0.5895: قيمة اختيار البيع = (0.5895 – 0.5895) ×(1500000)= 0 ، ينفذ أو لا ينفذ، لا ربح ولا خسارة.
- 0.60: قيمة اختيار البيع = (0.60 -0.5895) ×(1500000)= - 15750، ينفذ ويخسر أقل من العلاوة (حيث 0.5895- 0.60= - 0.0105 وهي قيمة اقل العلاوة).

- 0.61 : قيمة اختيار البيع = (0.61 -0.5895) ×(1500000)= - 30750، ينفذ ويخسر العلاوة (حيث0.5895 - 0.61= -0.0205 وهي قيمة العلاوة).
- 0.62: قيمة اختيار البيع = (0.62 -0.5895) ×(1500000)= - 45750، لا ينفذ ويخسر العلاوة.
- 0.6305: قيمة اختيار البيع = (0.6305 -0.5895) ×(1500000)=- 61500، لا ينفذ ويخسر العلاوة.

والرسم البياني التالي يوضح تحليل الربح لهذه العملية.

الشكل رقم (11): هوامش الربح والخسارة لمشتري حق اختيار البيع



5-7- عقود الخيار والعمليات الآجلة:

على الرغم من بعض التشابه القائم بين عقود الخيار والعمليات الآجلة خاصة فيما تعلق بأن كليهما عمليات مبنية على أسعار تثبت الأن على أساس التسليم في الفترات آجلة لاحقة، إلا أن عقود الخيار تمتاز بميزتين اضافيتين، هما:

2- أنها تعطي طرفا من الطرفين المتعاملين حق اختيار الالتزام بالعقد الموقع وتنفيذه ليكون الطرف المقابل هو الملزم بالتنفيذ، وهذه ميزة لا توفرها العلمليات الآجلة؛

3- أنها توفر أربع حالات تعامل ممكنة هي شراء حق ممارسة الشراء، شراء حق ممارسة البيع، بيع حق ممارسة الشراء، بيع حق ممارسة البيع، في حين توفر عمليات التعامل الآجل حالتين فقط هما حالة الشراء وحالة البيع.

ومما سبق نجد أنه من الممكن لعقود الخيار أن تحل محل عمليات التعامل الآجل أو أن تعتبر عمليات مكملة لها، ونجد في كثير من الأحيان تداخلا كبيرا بين هاتين الأداتين تعتمد درجته على أسعارهما المعروضة.

وبهذا قد يظهر للوهلة الأولى أنه لا يوجد مبرر قوي لاستعمال حقوق الخيار كبديل لعمليات التعامل الآجل ضمن أساليب التحوط والحماية، خاصة وأن هناك مبلغا يدفعه المشتري سلفا كثمن لاستعمال هذه الحقوق، ويرتفع في بعض الأحيان ليشكل عبئا كبيرا على المتعامل، في حين أنه لا يطلب منه مثل هذا الثمن في عمليات التعامل الآجل، الأمر الذي يدفع الكثيرين لعدم تزكية استعمال هذه الحقوق.

ومايمكن قوله أنه في اطار تذبذبات الأسعار غير المتوقعة، فإن الخسارة المحدودة التي قد تترتب عن استعمال عمليات التعامل بحقوق الخيار ستبقى دائما أفضل من الخسارة غير المحدودة التي قد تترتب عن استعمال عمليات التعامل الاجل.

قائمة المراجع:

أولا- باللغة العربية:

1- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الطبعة 01، 1999.

2- حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، دار زهراء الشرق، القاهرة، 1998.

3- ماهركنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية-العملات الاجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق،دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة 01، 2004.

4- عبد المجيد قدي- المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية– ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط03، 2006 .

5- صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال في ميزان المدفوعات (التجربة المصرية في سعر صرف الجنيه المصري)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002.

6- كامل بكري، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، 1988.

7- سامي خليل، الاقتصاد الدولي- الكتاب الثاني-، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.

8- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.

9- مدحت صادق، النقود الدولية وعملية الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط01،1997 .

10-مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج01، 1993.

11-سالفاتور دومينيك، الاقتصاد الدولي، دار ماكجروهيل للنشر، القاهرة، 1975 .

12-حسين زينب عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية للنشر مطابع الامل بيروت، 1999.

13-أحمد محمد مندور، السيد أحمد السريتي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

14-عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي جوانب الاقتصاد الدولي المعاصر، الدار الجامعية، بيروت،1999.

15- عبد الباسط وفا محمد، المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، اسبابها، انواعها، اساليب تلافيها، دار النهضة العربية، مصر،1998.

16-لورا إ. كودريس،" أسواق العملات الأجنبية : الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04 ،1996.

17-بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 23، نوفمبر 2003.

18-برباص الطاهر،اثر تدخل المؤسسات النقدية والمالية الدولية في الاقتصاد-دراسة حالة الجزائر، مذكر ماجيستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2009/2008.

19-محمد بن بوزيان، مطبوعة المالية الدولية، جامعة أبي بكر بلقايد، جامعة تلمسان.

20-صالح مفتاح، مطبوعة المالية الدولية، جامعة بسكرة، 2006/2005.

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:

1- .Poul Grand Jeau, precis de Gestion financiere internationale, D'organisatios, Paris, 1986.

2- Olivier Blonchard , Macro économie, Pearsou éducation, Paris, France, 2001.

3- http://www.ksu.edu.sa/sites/Colleges/Arabic%20Colleges/AdministrativeSciences.

4- 1- www.microfinancegateway.org/audit/index.htm/file_3.pdf.

5- J. Longatte, P.Vanhove, C. Viprey, économie générale, dunod, paris 2002.

6- michel, jura, technique financiere internationale, dunod, paris 1999

7- Jean claud praser, La politique aujourd'hui, elliprs édition marketing As.A Paris, France, 2002

8- Ghislaine Legrand, Hubert Martini," technique du commerce international, comment bien gérer vos opérations import/export", édition Gualino, 2éme édition, paris.

9- Josette Peyrard :"Gestion financière internationale", 5ème édition, Vuibert, Paris, France, 2003.

ثالثا- المواقع الالكترونية:

1- https://www.albankaldawli.org/ar/who-we-are

2- https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/multilingual_ext_content/ifc_external_corporate_site/home_ar
3- https://icsid.worldbank.org/
4- https://www.miga.org/
5- https://www.worldbank.org/en/who-we-are/ibrd
6- https://ida.worldbank.org/en/ida
7- Fonds Monétaire International; https://www.imf.org/fr/Home