

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خلدون - تيارت -
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مطبوعة بعنوان:

المالية الدولية

موجهة لطلبة السنة الثالثة تجارة دولية

من إعداد : الدكتور طالم علي

السنة الجامعية: 2020.2021

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
01	فهرس المحتويات
03	مقدمة
04	المحور الأول: مدخل عام للتمويل الدولي
05	أولاً: مفهوم التمويل الدولي
08	ثانياً: مراحل تطور التمويل الدولي
12	ثالثاً: أشكال التمويل الدولي
16	رابعاً: أهمية التمويل الدولي
20	المحور الثاني: سعر الصرف الأجنبي
21	أولاً: مفهوم سعر الصرف الأجنبي وأنواعه
27	ثانياً: وظائف سعر الصرف الأجنبي
28	ثالثاً: نظريات سعر الصرف الأجنبي
33	رابعاً: العوامل المؤثرة في سعر الصرف الأجنبي
35	خامساً: أنظمة سعر الصرف الأجنبي
39	المحور الثالث: سوق الصرف الأجنبي
40	أولاً: تعريف سوق الصرف الأجنبي ووظائفه
42	ثانياً: أنواع أسواق الصرف الأجنبي
44	ثالثاً: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي
46	رابعاً: العمليات الأساسية في سوق الصرف الأجنبي
51	المحور الرابع: أساسيات ميزان المدفوعات
52	أولاً: مفهوم ميزان المدفوعات وأهميته
57	ثانياً: تقسيمات ميزان المدفوعات
63	ثالثاً: التوازن والإختلال في ميزان المدفوعات
67	رابعاً: الفكر الاقتصادي وتوازن ميزان المدفوعات
71	المحور الخامس: العولمة المالية وأهم الأزمات الناجمة عنها
72	أولاً: التعريف بالعولمة المالية
73	ثانياً: مراحل تطور العولمة المالية

76	ثالثا: مظاهر العولمة المالية
77	رابعا: العوامل المساعدة على ظهور العولمة المالية
80	خامسا: إيجابيات وسلبيات العولمة المالية
86	سادسا: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها
89	سابعا: أهم الأزمات المالية الناجمة عن العولمة المالية
95	المحور السادس: المشتقات المالية
96	أولا: مفهوم المشتقات المالية
97	ثانيا: أنواع عقود المشتقات المالية
103	ثالثا: أغراض المتعاملين بالمشتقات المالية
105	رابعا: المخاطر الناجمة عن استخدام المشتقات المالية
108	خاتمة
109	قائمة المراجع

مقدمة

يُعدّ مجال المالية الدولية من أكثر المجالات الاقتصادية استحوذاً على اهتمام الباحثين، نظراً لما يشمله من موضوعات تؤثر على اقتصاديات الدول بالأخص مع ظهور وتطور العولمة المالية، حيث ازدادت التدفقات المالية الدولية، زيادة هذه الأخيرة تكون إما في شكل تسديد للقروض وفوائدها من الدول النامية باتجاه الدول المتقدمة، أو في شكل استثمارات أجنبية، كل هذا يترتب عليه تحويل متواصل ومستمر للعملة المحلية إلى العملة الأجنبية أو العكس وهذا هو جوهر المقياس.

يشكّل التمويل الدولي بنداً جوهرياً في جدول الأعمال الدولية، كون أن التعامل بالعملة الأجنبية وعمليات الاستثمار الأجنبي بشكله ترتبط بشكل واضح بمختلف الجوانب الاقتصادية والمالية لمختلف دول العالم، بحيث تبرز حاجة الدول النامية إليه بشكل أكبر نظراً لعدم كفاية مواردها المحلية اللازمة لتغطية برامجها التنموية.

وعلى هذا الأساس جاء هذا العمل ليتناول مختلف محاور المالية الدولية، أين نعالج ضمن المحور الأول مدخل عام للتمويل الدولي نبرز من خلاله المفهوم، الأشكال والأهمية لكل الأطراف، ثم نتطرق في المحور الثاني سعر الصرف الأجنبي من خلال الإشارة إلى مفهومه، وظائفه وأهم العوامل المؤثرة فيه، ثم يتمحور المحور الثالث حول سوق الصرف الأجنبي بالإشارة إلى مفهومه وأنواعه وأهم العمليات التي تتم على مستواه ودعمها ببعض الأمثلة التطبيقية، في حين تم تناول محور موالى متعلق بأساسيات ميزان المدفوعات، بمناقشة مركباته الرئيسية والتوازن الإختلالات ثم طرق معالجتها، المحور الخامس خصص للعملة المالية وبعض الأزمات الناجمة عنها، وكمحور أخير تم التطرق إلى المشتقات المالية بالتركيز على أنواعها وأهم المخاطر الناجمة عن إستخداماتها.

نأمل في الأخير من خلال هذا العمل المتواضع أن يوفر لطلبة كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير عموماً والمعنيين بمقياس المالية الدولية خصوصاً، ومنهم تخصص التجارة الدولية مرجعاً لهم يتناول أهم الموضوعات الرئيسية التي يشملها المقياس، بمنهج بسيط وشرح مختصر يمكن الطالب من الفهم والاستيعاب.

المحور الأول: مدخل عام للتمويل الدولي

- أولاً: مفهوم التمويل الدولي
- ثانياً: مراحل تطور التمويل الدولي
- ثالثاً: أشكال التمويل الدولي
- رابعاً: أهمية التمويل الدولي

المحور الأول: مدخل عام للتمويل الدولي

أولاً/ مفهوم التمويل الدولي (International Finance)

إنّ النظرة التقليدية للتمويل هي عملية الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل أو تطوير المشاريع والتي تتركز أساساً على تحديد أفضل مصدر للحصول على أموال من عدة مصادر متاحة. التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها، إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة وفي الوقت الملائم، وطالما يشمل التمويل الجانب النقدي والمالي الذي يتزامن انسياب السلع والخدمات وعليه فإنه يندرج ضمن البعد الثاني، لأن البعد الأول يشمل الجانب السلعي للاقتصاد الدولي¹.

يُشير مفهوم التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون المصطلح من كلمتين، حيث تشير كلمة التمويل إلى ندرة المعروض من رأس المال في دولة ما مقارنة بالقدرة المطلوب منه، ونتيجة ذلك هو حدوث فجوة بين العرض والطلب من رأس المال، ويستدعي ذلك سد هذه الفجوة وهذا ينطبق على الوحدة الاقتصادية أي على المستوى الجزئي (Micro) أو مجموع الوحدات الاقتصادية في دولة معينة (Macro) أي على المستوى الكلي.

ولهذا فإنّ 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، فضلاً عن انتقال رؤوس الأموال عن هذا النحو التي تكون من أهدافها الأساسية الحصول على أكبر عائد ممكن على هذه الأموال.

أمّا الكلمة الثانية من مصطلح التمويل الدولي تشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم.

كما أنّ الطبيعة الدولية في التمويل تبين مدى اختلاف الدول في مجال الفائض والعجز في عنصر رأس المال، والعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلى أخرى أو من سوق إلى أخرى هو شكل العلاقة بين الادخار والاستثمار على مستوى الوطني، والجدير بالذكر أن ندرة رأس المال بالنسبة للطلب عليه في دولة تؤدي إلى ارتفاع عائده في هذه الدولة، ومن ثم فإن رأس المال سيتدفق داخل هذه الدولة.

¹ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص 29.

وليس المقصود بتحركات رؤوس الأموال إنتقال رؤوس الأموال العينية في شكل آلات ومعدات وأصول مختلفة، فهذا يدخل في مجال التجارة الدولية للسلع، ولكن المقصود بهذه التحركات هو انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات إقراض واقتراض بين الدول المختلفة، ويشير الأمر الأخير إلى تأثير هذه التحركات الرأسمالية في تغير الحقوق والالتزامات المترتبة عليها.

وتنقسم التحركات الدولية بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة¹:

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

- قروض حكومية ثنائية.

- قروض دولية متعددة الأطراف.

- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

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

- تسهيلات الموردين Supplier Credit

- تسهيلات أو قروض مصرفية Banc Crédit

- طرح سندات في الأسواق الدولية International Bonds Issues

- الاستثمار المباشر والمحفظة الاستثمارية Direct and Portfolio Investement

ويمكن القول أن رؤوس الأموال الخاصة تتحرك بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن على هذه الأموال، وقد يشتمل هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات كما في حالة تسهيلات الموردين، أو على الرغبة في زيادة الأرباح كما في حالة القروض المصرفية والسندات الدولية والاستثمارات المباشرة.

وعادة ما تتضمن تدفقات رأس المال الدولي تدفقات طويلة الأجل وتدفقات قصيرة الأجل وتتحرك التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات عبر الحدود السياسية للدول المختلفة ويمكن التمييز في إطار هذه التحركات بين الاستثمار في محفظة الأوراق المالية Portfolio Investment والاستثمار الأجنبي Foreign Direct Investment لأنه يبين الدافع الحقيقي الذي يكمن وراءه كل نوع من هذه التحركات.

¹ مصطفى كافي ويوسف كافي، التمويل الدولي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص21.

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

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

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

أما بالنسبة للتحركات الرسمية لرؤوس الأموال فإنها ترتبط إلى حد كبير بالعوامل السياسية، حيث ترى الدول المانحة ضرورة تحقيق أهداف سياسية معينة في المناطق التي توجه قروضها إليها.

هذا هو ما يحتويه مصطلح التمويل الدولي غير أن السنوات الأخيرة قد شهدت تطورا كبيرا خاصة بعد ظهور أزمات مالية وأزمة الديون الدولية ويرجع هذا التطور إلى المحاولات المتعددة بهدف انتعاش النظام المالي الدولي وإيجاد الوسائل والتقنيات المالية الدولية لتخفيف الأزمة وحماية النظام المالي الدولي. يقصد بالتمويل الدولي بأنه: ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دوليا في شكل قروض أو لأغراض الاستثمار الخارجي الأجنبي المباشر أو غي المباشر بمختلف صورته، وهكذا فإن التمويل الدولي ينجح ضمن البند المالي ومنه يمكن تعريف التمويل الدولي على أنه: إنتقال رؤوس أموال من أماكن (مستثمرين) عن طريق (مقترضين) مجموعة من الوسطاء الماليين بغرض تحقيق جملة من الأهداف أهمها الحصول على أكبر عائد ويكون تحرك رأس المال في إطار خارج الحدود السياسية للدول¹.

¹ مصطفى كافي ويوسف كافي، التمويل الدولي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 23.

ثانيا/ مراحل تطور التمويل الدولي

01. المرحلة الأولى (1870-1914) قبل الحرب العالمية الأولى

لقد ساد خلال هذه الفترة النظام النقدي الدولي الذي قام على أساس قاعدة الذهب والذي التزمت فيه مختلف الدول بتحديد قيمة ثابتة لعملتها الورقية نسبة إلى وزن معين من الذهب مع إعطاء الحرية في تصدير واستيراد الذهب، وكان من مزايا قاعدة الذهب استقرار أسعار الصرف واستقرار مستويات الأسعار في الدول النامية، ودعم الثقة في النظام النقدي الدولي، لكنه تعرض لانتقادات منها أن استقرار أسعار الصرف الأجنبي يكون على حساب عدم الاستقرار الاقتصادي الداخلي، والآثار العكسية التي نتجت عن انتقال الذهب بين الدول من خلال سوء توزيعه وتركوه في دول على حساب أخرى كالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا.... مع ظهور قوى احتكارية وعدم الاستقرار السياسي.

وكانت حركة رؤوس الأموال الدولية في هذه المرحلة تجري في عالم يؤمن بحرية التبادل ولم تكن هناك حدود فاصلة وحواجز بين الدول، وخلال هذه الفترة اتخذ انتقال رؤوس الأموال شكلين¹:

الشكل الأول: انتقال الذهب بين الدول وفقا لحالة ميزان المدفوعات، حيث كان يتوازن تلقائيا من خلال دخول وخروج الذهب بحرية وعليه كانت تحركات رؤوس الأموال كانت تتم تبعا لحركة التجارة الدولية ووضعية ميزان المدفوعات لمختلف دول العالم.

الشكل الثاني: تمحور حول انتقال رؤوس الأموال التي لها علاقة بنمو حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة نتيجة للظروف التي أنشأتها أسعار الصرف الثابتة وميزة الأمان، مع وجود الفرص الاستثمارية المربحة في المستعمرات التابعة للقوى الكبرى من ناحية، وانتشار النظم الإمبريالية من ناحية أخرى، حيث كانت العاصمة البريطانية لندن هي المركز الرئيسي للتجارة والتمويل، حيث كانت توضع فيها معظم الودائع من الأرصدة المالية العالمية للتجار والبنوك وكان انتقال رأس المال باتجاه بريطانيا، وخارجها يتبع تغيرات أسعار الفائدة في بريطانيا.

02. المرحلة الثانية (1920-1939) ما بين الحربين

بعد الحرب العالمية الأولى اختلفت قواعد اللعبة التي تضمن استمرار قاعدة الذهب، وخرجت كل الدول عن قاعدة الذهب وانهارت الأسواق المالية وتقلص حجم التجارة الدولية، وتم منع عمليات استيراد وتصدير الذهب، ووقف تحويل العملات الورقية إلى ذهب، أين برزت الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الأولى كأكبر دولة دائنة وذات فوائض مالية كبيرة وأرصدة ذهبية ضخمة، وعليه بادرت الدول إلى عقد مؤتمر للإصلاح النقدي في بروكسل سنة 1920 وفي جنوى سنة 1922 ضم عدة دول منها فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان بغرض العودة إلى نظام قاعدة الذهب وتعزيز التعاون بين البنوك المركزية

¹ يحيى السيد عمر، القروض الدولية وأثارها على اقتصاديات الدول الإسلامية، دار الأصول العلمية، اسطنبول، تركيا، 2018، ص70.

لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي، حيث عاد عدد كبير من الدول لقاعدة الذهب ولفترة محدودة، بعدها حلت أزمة الكساد العالمي عام 1929 وخرجت الدول تباعاً عن الالتزام بقاعدة الذهب حيث سادت الفوضى، وسمح الخروج بتعويم مختلف عملات الدول وكان مرفقاً بتخفيضات كبيرة لأسعار صرف العملات المختلفة وهو ما أثر بشكل كبير على حركة التجارة الدولية، وجاءت الحرب العالمية الثانية سنة 1939 ودامت 06 سنوات انتهت باستسلام ألمانيا في ماي 1945 واليابان في سبتمبر 1945 ودمرت أوروبا اقتصادياً وتقلصت التجارة العالمية بشكل كبير.

وتميز التمويل الدولي في هذه الفترة بأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر وخاصة الاستثمارات الأمريكية في أوروبا، حيث بلغ الاستثمار الدولي 47.5 مليار دولار منها ما يقارب 16 مليار دولار حصة الولايات المتحدة الأمريكية، وانخفض الاستثمار الأجنبي المباشر بعد أزمة الكساد العالمي 1929 تراخي سوق رؤوس الأموال وانخفض أسعار المواد الأولية، مع تفاقم الاضطراب السياسي وفرض قيود على الصرف الأجنبي، رغم ذلك اتبعت كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية إجراءات لإعادة الحياة لحركة رؤوس الأموال المختلفة ومنه قامت عديد الاستثمارات الأجنبية المباشرة ولا سيما في قطاع المحروقات¹.

03. المرحلة الثالثة (1947-1985) بعد الحرب العالمية الثانية: انتعشت حركة رؤوس الأموال الدولية

بعد الحرب العالمية الثانية نتيجة الحاجة لرؤوس الأموال لأغراض البناء وإعادة الإعمار، وياتت المساعدات تمثل عنصراً مهماً في التمويل الدولي، حيث أرسلت الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1948 المساعدات إلى دول أوروبا الغربية من خلال مشروع مارشال بقيمة تقدر بـ 12 مليار دولار بهدف إعادة تعميمها وخلال النصف الثاني من الخمسينيات بدأت أوضاع الدول الأوروبية تتحسن ودخلت أوروبا مجال تقديم رؤوس الأموال إلى الدول النامية وذلك لعدة أسباب:

- منافسة الولايات المتحدة في هذه الدول؛
- التخلص من الدولارات الفائضة وظهور العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي (1958)؛
- التزام الدول الغنية بتقديم ما نسبته 1% من ناتجها القومي الإجمالي إلى الدول الفقيرة في إطار عقد التنمية الأول خلال ستينات القرن الماضي.

أما بالنسبة للدول النامية فقد تبين عدم كفاية الإعانات المقدمة لتمويل متطلبات التنمية في هذه الدول بحيث لم تتجاوز 0,6% في حين قدر الحد الأدنى للنسبة المطلوبة في ذلك الوقت بما يعادل 1% من مجموع الدخل القومي للدول المتقدمة، كما أن نسبة المنح والإعانات الأجنبية إلى مجموع الدخل القومي للدول المتقدمة اتجه إلى التناقص منذ الستينات، الأمر الذي جعل هذه النسبة تصل في سنة 1975 إلى 0,35% من مجموع الدخل الوطني للدول المانحة. رغم الزيادة الحقيقية في الدخل

¹ عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي: مدخل حديث، ط01، بغداد، العراق، 2008، ص17.

القومي للدول الصناعية بأمريكا الشمالية وغرب أوروبا وشرق آسيا ودول الباسيفيك خلال الفترة (1961-1975) التي بلغت ما يعادل 80% من سنة الأساس.

04. المرحلة الرابعة (1985- الآن) العولمة المالية: شهد التمويل الدولي منذ منتصف ثمانينات القرن الماضي وحتى اليوم تطورات كبيرة وهائلة ساهمت في ضخامة رؤوس الأموال الدولية وفي سرعة انسيابها من مكان لآخر وتغير نمط تدفقها، بحيث تنامت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وأصبح يعتبر من أهم التدفقات المالية. فقد تضاعف في الثمانينات على نطاق العالم بأربع مرات وبمعدل سنوي 15%. أما عقد التسعينات لم تختلف الاتجاهات التقليدية كثيرا عن سابقتها إذ اتسم بالتركيز العالي فيما بين الدول المتقدمة وخاصة في شكله الجديد وفق عمليات الإندماج والتملك عبر الحدود كإحدى الاستراتيجيات الجديدة من أجل السيطرة على الاقتصاد العالمي، بحيث ارتفعت من 186,5 مليار دولار عام 1985 إلى 227 مليار دولار عام 1996 ثم قفزت بشكل كبير عام 2000 وتخطت حاجز التريليون دولار خاصة في مجال الخدمات¹.

على غرار الاستثمار الأجنبي المباشر فإن تحويلات العاملين المهاجرين الذين يحولون جزء من رواتبهم إلى بلادهم أضحت أهم مصدر تمويلي بعد الاستثمارات الأجنبية، وتمثل ضعف تدفقات المعونات الرسمية ولا تشمل هذه التحويلات تحويلات العمال المهاجرين المتدفقة عبر القنوات غير الرسمية التي كان من الممكن في حال تسجيل البيانات الخاصة بها أن تؤدي إلى تضخم مبالغ التحويلات.

وتفيد بيانات البنك الدولي أن هذه التحويلات هي في ارتفاع مستمر منذ 1995 أين كانت لا تتعدى 58 مليار دولار، ووصلت في عام 2000 إلى 84,5 مليار دولار تحتكر منها أربع دول نامية قرابة 40% من هذه التحويلات².

بعد الازدهار الذي عرفته تدفقات المساعدات الإنمائية الرسمية في الثمانينات من القرن الماضي أين وصلت نسبتها 21% من إجمالي التدفقات لرؤوس الأموال الدولية خلال الفترة (83-1989) فقد انخفضت بحدّة في التسعينات عقب انتهاء الحرب الباردة إلى 11% في الفترة (90-1998) نتيجة العجز في موازنات دول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (92-1996) أين خفضت من إنفاقها العام وبالتالي انخفاض حجم المساعدات الإنمائية المقدمة أيضا. ومع مطلع القرن الجديد (عام 2001) كان مجموع المساعدات الإنمائية الرسمية بالقيمة الدولارية المعدلة بما يأخذ التضخم في عين الاعتبار أقل بنسبة 20% مما كان عليه في عام 1990.

¹ فرحي كريمة، محاضرات في التمويل الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، جامعة البويرة، الجزائر، 2019-2020، ص 11.

² World Bank, Global Development Finance, Report 2008, p35.

أما مديونية الدول النامية فهي في تزايد مستمر وسريع، حيث بلغت في سنة 2000 حوالي 2.2 تريليون دولار مقابل 1,2 تريليون دولار عام 1990.

وبالنسبة للاستثمار الأجنبي غير المباشر أو كما أطلق عليه (مانيو سايمون) عام 1967 لأول مرة تسمية الاستثمار الأجنبي المحفظي أي الاستثمارات الأجنبية التي تصب في سوق الأوراق المالية في شكل أسهم وسندات، فقد ازداد تدفقه زيادة هائلة منذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، بحيث ارتفع من حوالي 5.5 مليار دولار عام 1989 إلى حوالي 21 مليار دولار عام 1992 و 92 مليار دولار عام 1996 ومنذ ذلك التاريخ صارت المضاربة المالية نشاطا على الاقتصاد الحقيقي وأصبحت حركة رأس المال، وأسعار الصرف وأسعار الفائدة لا تعبر عن حركة التجارة الدولية بل باتت مستقلة عنها. ففي عام 2006 كانت التدفقات المالية بين مجموعة الدول الصناعية السبع، أربعين ضعفا من حجم المبادلات التجارية بين هذه البلدان السبع نفسها.

وفيما يلي عرض لبعض الأرقام والحقائق حول تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية (ذات الدخل الضعيف والمتوسط) خلال الفترة (2000-2018):

الجدول رقم (01): حجم تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية خلال الفترة (2000-2018)

2018	2017	2016	2014	2012	2010	2005	2000	مليار دولار
7810	7424	6726	7071.2	5872	4024	2532.2	2091	رصيد الديون الخارجية
528.7	734.4	210.6	542.3	585.1	195.0	137.5	5.2	صافي تدفقات الديون الخارجية
7755.8	7070.6	6205.7	7295.2	6949	5634	3128.6	1.149	صادرات السلع والخدمات
468.6	471.5	470.3	536.1	549.4	538.8	263.0	1.131	استثمار أجنبي مباشر
34.9	68.9	44.6	80.8	89.0	118.2	66.1	3.14	استثمار المحفظة
160.5	165.0	161.5	161.6	133.7	131.5	108.5	-	المنح والمساعدات
481.5	446.7	415.4	406.9	362.8	300.0	170.8	0.73	تحويلات العاملين

المصدر: فرحي كريمة، محاضرات في التمويل الدولي، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة علوم

اقتصادية، جامعة البويرة، الجزائر، 2019-2020، ص12.

ثالثاً/ أشكال التمويل الدولي

يكون التمويل الدولي وفق ثلاثة أشكال رئيسية كما يتضح فيما يلي:

01. الإستثمار الأجنبي المباشر: يعرّف هذا الشكل من التمويل الدولي على أنه قيام مستثمر ما بتملك حصة 10% من رأسمال مشروع أجنبي تؤهله لامتلاك القدرة على المشاركة في اتخاذ القرار فيما تعلق بإدارة المشروع وتسييره.

يعرّف دليل ميزان المدفوعات الذي يصدره صندوق النقد الدولي الإستثمار الأجنبي المباشر على أنه شكل من أشكال الإستثمار المباشر عبر الحدود الذي يرتبط بمقيم في اقتصاد ما يتمتع بالسيطرة أو بدرجة عالية من النفوذ في إدارة مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر.

وتتحقق السيطرة أو النفوذ مباشرة عن طريق امتلاك أسهم رأس المال في المؤسسة المقيمة في اقتصاد آخر والتي تمنح لحائزها القوة التصويتية، أو على نحو غير مباشر من خلال امتلاك القوة التصويتية في مؤسسة أخرى لديها القوة التصويتية في المؤسسة المعنية.

ومن ناحية عملية، تنشأ علاقة الإستثمار المباشر بين المستثمر والمؤسسة المعنية إذا امتلك أكثر من 10% من القوة التصويتية في مؤسسة الإستثمار المباشر المعنية. إذ تتحقق السيطرة إذا كان يمتلك أكثر من 50% من القوة التصويتية، وتتحقق الدرجة العالية من النفوذ إذا امتلك ما بين 10% و 50% من القوة التصويتية.

وتنفذ الإستثمارات الأجنبية المباشرة من مستثمرين سواء كانوا في شكل شركات عمومية دولية النشاط تكون مملوكة للدولة أو من قبل مستثمرين خواص يتمثلون أساساً فيما يعرف بـ"الشركات المتعددة الجنسيات" التي تعتبر بمثابة شركات كبرى تملك فروعاً عديدة لها في دول العالم. إذ تختلف تعاريفها من حيث الأساس الذي يستند إليه في التفرقة بين شركة متعددة الجنسيات وبقية الشركات، إذ تتعدد تعريفاتها كما يبرز فيما يلي¹:

- الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تحقق ما نسبته 25% أو أكثر من إيراداتها في الخارج؛

- الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تمتلك على الأقل خمسة فروع تابعة لها في الخارج؛

- الشركات المتعددة الجنسيات هي الشركات التي تمتلك أكثر من ثلثي نشاطها في الخارج.

وقد جاء نمو هذا النوع من الشركات متزامناً مع ما شهدته الإستثمارات الأجنبية المباشرة من نمو وانتشار في مختلف أنحاء العالم في ظل ما توفره من مزايا وإيجابيات، مما عزز من تزايد المنافسة بين المؤسسات الدولية النشاط للإستحواذ على النصيب الأكبر منها، إذ تبرز أهم أسباب نموها وتطورها في:

¹ سعود جايد العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، ط2، دار زهران، عمان، الأردن، 2010، ص13.

- البحث عن المواد الأولية؛
- البحث عن أسواق جديدة لمنتجاتها وخدماتها؛
- تخفيض تكاليف الإنتاج.

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 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.

إنّ 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.

02. الإستثمار في المحفظة المالية: يعبر الإستثمار في المحفظة المالية على أنه القيام بالمعاملات التي تتعلق سواء بالأسهم (أوراق ملكية) أو بالسندات (أوراق دين) على مستوى الأسواق المالية الدولية. وتجدر الإشارة إلى أن حيازات الأسهم التي تمنح حاملها القوة التصويتية التي تمكنه من التدخل في إدارة المشروع تقيد على أنها استثمار مباشر ولا تدخل في حساب الإستثمار في المحفظة المالية¹.

إنّ بروز الإستثمار في المحفظة المالية جاء بالتوازي مع تطور الأسواق المالية الدولية (خصوصا منذ بداية تسعينيات القرن العشرين) باعتبارها مصدر هذا التمويل، أين دفع التطور التكنولوجي الذي مس أجهزة الإتصال والمعلومات من جهة وتنامي موجة تحرير الأسواق المالية من جهة أخرى إلى تزايد حجم الإستثمار في المحفظة المالية، والذي ينعكس من خلال المستوى المرتفع لحجم الأصول المالية الدولية (سواء في شكل أسهم أو سندات) الذي بلغ حوالي 225 تريليون دولار منتصف سنة 2012 بعد أن كان يقدر سنة 1990 بحوالي 56 تريليون دولار².

03. القروض والمساعدات الدولية: تعبر القروض الدولية عن التزام تعاقدى بين طرفين أجنبيين تلتزم فيه جهة مقرضة بتحويل قيمة مالية إلى جهة مقترضة لفترة متفق عليها وبسعر فائدة محدد قد يكون ثابتا وقد يكون متغيرا.

تتمثل مصادر القروض الدولية في مصادر خاصة قد تكون ثنائية كالبنوك أو قد تكون متعددة الأطراف كنادي لندن وهو عبارة عن مجموعة من الدائنين الخواص، كما قد تكون مصادر رسمية ثنائية

¹ صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، ط6، 06، 2009، ص110.

² Susan Lund et al, Financial Globalization ; retreat or reset, Mckinsey global institute, March 2013, p 02.

كالبنوك المركزية للدول أو رسمية متعددة الأطراف كالهيئات الدولية كالبنك العالمي وصندوق النقد الدولي.

مثلت القروض منذ تدويل التمويل الدولي في ستينات القرن العشرين الشكل الغالب للتدفقات الرأسمالية الدولية حتى منتصف ثمانينات القرن العشرين باعتبار أنها كانت مرحلة سيطرة البنوك على عملية التمويل وعدم وصول الأسواق المالية للمستوى الذي يسمح لها بالانتشار دولياً، أين دفعت أزمة المديونية التي مست العديد من الدول النامية آنذاك إلى تراجع العديد من البنوك عن منح هكذا قروض لتزايد خطر عدم القدرة على التسديد، في مقابل توجه العديد من الدول المقترضة أيضاً للإعتماد على التمويل عن طريق الإستثمار الأجنبي المباشر كبديل للتمويل عن طريق القروض الدولية لما لذلك من مزايا عديدة على اقتصادياتها.

أما المعونات الدولية فتعرف على أنها كافة التحويلات التي تتم وفق شروط ميسرة بعيداً عن القواعد والأسس التجارية السائدة وفقاً لظروف السوق. وتبرز حسب عدة أشكال كما يبرز فيما يلي:

من حيث طبيعتها : نجد:

-**المنح** : وهي عبارة عن التحويلات النقدية والعينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء لاعتبارات اقتصادية أو سياسية أو إنسانية، وهي تحويلات لا ترد، وهي لا تتضمن المعونات العسكرية رغم تشابهها مع المعونات الأجنبية إلا أنه هناك اختلاف في الأهداف.

-**القروض الميسرة**: هذا النوع من المعونات تحكمه قواعد وشروط تختلف عن غيرها السائدة في الأسواق المالية الدولية من ناحية مدة السداد أو فترات السماح التي تكون أطول.

فلقد قامت الهيئة الدولية للتنمية IDA بعقد قروض تسدد في حدود خمسين سنة بفترة سداد قدرها عشر سنوات تبدأ الدولة المقترضة السداد في السنة الحادية عشر بدفع 1% من أصل القرض سنوياً لمدة 10 سنوات ثم 3% من أصل القرض سنوياً ابتداء من السنة الحادية عشر ولمدة 30 عاماً الباقية وتتحمل الدولة المقترضة فوائد بقيمة 0.75% فقط و هذا لتغطية المصاريف الإدارية.

من حيث مصادرها : نجد:

-**المعونات الثنائية**: التي تسند على العلاقات الثنائية بين الدولة المانحة والدولة المستفيدة، مثل معونات الدول الغربية وغيرها التي تقدم على بموجب إتفاقيات ثنائية.

-**المعونات الجماعية**: تتمثل في المنح والقروض الميسرة التي تقدمها الهيئات الدولية المتخصصة في التنمية الاقتصادية.

_من حيث ضوابطها : نجد:

-المعونات الأجنبية غير المقيدة: وهي التي تقدم دون أن تلتزم بإنفاقها في الدولة المانحة، بل قد يصل عدم التقييد في تقديمها بعملات من غير عملات الدول المانحة و لكن هذه المعونات لا تقدم إلا في نطاق ضيق جدا و محدود.

- المعونات المقيدة: تتميز بانخفاض أسعار الفائدة و طول كل من أجل السداد و فترة السماح، مقابل مطالب الدول المانحة التي تصل إلى حد إملاء بعض الشروط التي تسمح لها بممارسة بعض أساليب الرقابة لضمان تنفيذها، وتستخدم هذه المعونات في تنمية صادرات الدول المقرضة، لأن الدول المانحة تشترط ربط هذه المعونة بتصدير منتجاتها و نقلها على بواخرها و التأمين عليها لدى شركات التأمين الوطنية فيها، بالإضافة إلى اشتراط قيام بيوت الخبرة المعتمدة لديها بالقيام بالدراسات الفنية و الاقتصادية لهذه المشروعات بمعنى إنفاق الجانب الأكبر من المعونة في الدول المانحة لها وحرمان الدول النامية الاستفادة من انخفاض تكاليف خبرات و منتجات الدول الأخرى.

وعليه هناك العديد من الآراء التي انتقدت المعونات الأجنبية وهي كالتالي:

- تستخدم المعونات الأجنبية للدول النامية المستقلة حديثا لاستمرار تبعيتها لهذه الدول؛
- لا تتفق المعونات مع مطالب التنمية الوطنية في الدول النامية بقدر ما تخدم المصالح السياسية و الاقتصادية للدول المتقدمة لذلك فهي تتقطع أو تتخفف لمجرد حدوث أي خلاف بين الدولتين؛
- ترتبط غالبية المعونات بقيود تفرضها الدول المانحة لها بحيث تلزم الدول المستفيدة من استخدام اعتماداتها لشراء كافة احتياجاتها من الدول المانحة.

رابعا/أهمية التمويل الدولي

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده، وتتطلب هذه السياسة التنمية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب احتياجات وقدرة الدولة التمويلية، ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا تظهر أهمية التمويل الدولي وله دور فعال في تحقيق سياسة البلد التنموية وذلك عن طريق ما يلي:

أولاً: تحقيق والايفاء بالمبادلات التجارية منها الصادرات والواردات (السلعية والخدمية) بين مختلف البلدان، وذلك عن طريق التمويل الدولي؛

ثانياً: توفير رؤوس الأموال اللازمة لانجاز المشاريع التي يترتب عليها ما يلي:

- توفير فرص جديدة للعمل لغرض الحد من البطالة أو القضاء على البطالة؛

- تحقيق التنمية الاقتصادية في البلد؛

- تحقيق الأهداف المخططة من قبل الدولة؛

- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسن الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن والعمل مثلاً)

ثالثاً: تأمين التدفقات الدولية لرؤوس الأموال بأشكالها المختلفة (كالقروض والاستثمارات... إلخ).

رابعا: تأمين الالتزامات المالية في البلدان المرتبطة بالأوضاع السياسية السائدة في العالم وخصوصاً في حالة حصول حرب أو مطالبة بتعويضات مالية.

كما تختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال بين دول العالم باختلاف وجهات النظر بين الدول المقرضة لرأس المال والدولة المقرضة له من ناحية، وباختلاف نوعية رأس المال المتدفق من ناحية أخرى ويكون تحليل أهمية التمويل كما يلي¹:

01. أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقرضة (المتلقية)

تستهدف الدول المتلقية لرأس المال في الغالب:

- تدعيم برامج وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛
- رفع مستوى معيشة السكان؛
- مواجهة العجز في موازين المدفوعات وسدّ الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.

كما يمكن للدول أن تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين، فإذا كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض أو

¹ مصطفى كافي ويوسف كافي، التمويل الدولي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص25.

المنح الخارجية يصبح أمرا لا مفر منه لأنه عندما تكون الواردات من الصادرات فإن ذلك يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي¹، ولا بد من سد هذه الفجوة بأحد الأسلوبين:
الأول: عن طريق السحب من الاحتياطيات الخارجية المملوكة للدول.
والثاني: هو الاقتراض الخارجي، وعادة ما يتم اللجوء إلى الأسلوب الثاني إذ كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بالمزيد من السحب منه.

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

02. أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة

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

فيؤكد كل من 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 أنّ 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 المقرضة 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 بأضرار جسيمة، ولهذا يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات).

¹ يحيى السيد عمر، القروض الدولية وأثارها على اقتصاديات الدول الإسلامية، دار الأصول العلمية، اسطنبول، تركيا، 2018، ص65.

- تحمل الدولة المانحة للقرض المشاريع الممولة بالقرض تكاليف النقل والتأمين لدى شركات تابعة للدولة المانحة بالإضافة إلى تكاليف الخبراء والمشرفين.
- أما التمويل الدولي متعدد الأطراف: وهو رأس المال الذي يتدفق من المؤسسات الدولية والإقليمية فهو يخضع في تحركه للتيارات السياسية من جانب الدول المسيطرة على إدارة هذه المؤسسات الدولية.

03. أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي

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

والملاحظة الجديرة بالذكر هي أن الحجم الفعلي لتحركات رؤوس الأموال بين دول العالم فيما بين الأسواق المالية الدولية قد فاق عدة مرات التحرك الفعلي للسلع والخدمات على المستوى الدولي، ولم يعد هناك ارتباط بين التدفقات المالية والتدفقات العينية، وتعرف هذه الظاهرة على المستوى الدولي بظاهرة الاقتصاد الرمزي، وأن الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية (USA) هي وحدها المستفيدة من ظهور ونمو الاقتصاد الرمزي، ويعود ذلك إلى امتلاكها للأدوات القادرة على توجيه عمليات التحرك لهذه الأموال كاستخدام السياسة النقدية لجذب رؤوس الأموال وسياسة الصرف الأجنبي بهدف إحداث تخفيض في القيمة الحقيقية لديونها الخارجية المقومة بالدولار الأمريكي¹.

وبشكل عام تكمن أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي فيما يلي²:

- توفير السيولة المالية الدولية المطلوبة على المستوى الدولي؛
- توفير أداة مناسبة لقياس مستوى النشاط الاقتصادي في مختلف الدول عن طريق أسواق المال، التي تشكل بدورها مصدرا مناسباً لتوظيف واستثمار الأموال، ومنبعاً لتمويل التجارة والاستثمار على المستوى العالمي؛
- تمويل حركة التجارة الدولية السلعية والخدمية، بحيث أن أي قصور في عملية التمويل تؤدي إلى انكماش العلاقات الاقتصادية بين الدول وهذا بدوره سيؤدي إلى تراجع القطاع الخارجي داخل الدول، وعلى اعتبار أن هذا الأخير - أي القطاع الخارجي - هو المحرك الأساسي للنمو فسيؤدي تراجعها إلى

¹ مفتاح صالح، المالية الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الرابعة ليسانس علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005، ص 06-05.

² نواز عبد الرحمان الهيتي ومنجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 15-16.

تراجع معدلات النمو الاقتصادي داخل دول العالم وخلق العديد من المشاكل (مثل انخفاض حجم الإنتاج المخصص للتصدير والسلع المطلوب استيرادها لأغراض الاستثمار أو لأغراض الاستهلاك).

المحور الثاني: سعر الصرف الأجنبي

- أولاً: مفهوم سعر الصرف الأجنبي وأنواعه
- ثانياً: وظائف سعر الصرف الأجنبي
- ثالثاً: نظريات سعر الصرف الأجنبي
- رابعاً: العوامل المؤثرة في سعر الصرف الأجنبي
- خامساً: أنظمة الصرف الأجنبي

المحور الثاني: سعر الصرف الأجنبي

أولاً/ مفهوم سعر الصرف الأجنبي وأنواعه

تقتضي تسوية المعاملات والمدفوعات الدولية، وجود أداة للتسوية ومقياسا للقيمة، فإقتناء سلعة معينة من دولة ما لا يتم دفع قيمتها بالعملة المحلية، بل يتطلب تحديد نسبة الوحدات بالعملة المحلية إلى العملات الأجنبية، ويطلق على هذه النسبة في الأدبيات الإقتصادية بـ: سعر الصرف.

لقد اهتمت أغلب الدول وخاصة المتقدمة منها بسعر الصرف ومنحته العناية الفائقة نظرا لاعتباره مرآة عاكسة لوضعية الأداء الاقتصادي للبلد كما أنه يحدد شكل العلاقات التبادلية بين البلدان، برزت العديد من تعريفات سعر الصرف و لكن أغلبها جاءت متقاربة في جوهرها، لذا سنحاول عرض بعض التعاريف المتعلقة بهذا العنصر .

يعرّف سعر صرف عملة معينة، في وقت محدد، بأنه عبارة عن عدد الوحدات من هذه العملة، مثلا اليورو، التي تدفع من أجل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية مثل الدولار الأمريكي. يعبر حسابيا عن سعر صرف اليورو مقابل الدولار كما يلي ($1\text{Euro} = 0.9212 \$$) يقتضي سعر الصرف أن تتحدد قيمة العملة في سوقين مختلفتين، فمثلا عندما نقول سعر صرف اليورو بالدولار، فهذا يعني أن هذا السعر هو سعر صرف اليورو بالدولار في سوق الاتحاد الأوروبي، وعندما نقول سعر صرف الدولار مقابل باليورو، فهذا يعني سعر صرف الدولار باليورو في السوق الأمريكية.

ويعرّف أيضا على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية¹.

يعرّف سعر الصرف على أنه عدد وحدات من عملة تسمى (عملة التسعير) مقابل وحدة واحدة من عملة بلد آخر تسمى (العملة الأساسية) ، أي أنه عبارة عن المعدل الذي يتم من خلاله تبادل العملات. مع أنه من المتعارف عليه في سوق العملات الأجنبية أنه دوما تكون العملة الضعيفة هي عملة التسعير والعملة القوية هي عملة الأساس، وذلك لأجل أن يكون سعر الصرف أكثر من الواحد.

وهو بهذا يجسد أداة الربط بين الإقتصاد المحلي وباقي الإقتصاديات فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على التخصيص بين القطاعات الإقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، ومن ذلك على التضخم والناتج والعمالة، وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الإقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية، فالسعر العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف².

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص96.

² قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص103.

تسعيرة الصرف

تختلف طريقة حساب التسعيرة باختلاف نوع العملة والبلد وحسب طبيعة العملة وقوتها مقارنة بالعملة المراد حسابها.

أ/ التسعيرة غير المؤكدة (التسعير غير المباشر)

وهي الأكثر استخداما وانتشارا في العالم، وعلى أساسها يتم تحديد قيمة وحدة واحدة أو مئة وحدة أو ألف وحدة من العملة الأجنبية بعدد من العملة الوطنية. في هذا النوع من التسعير، نجد أن العملة التي تكون ثابتة (وفقا لعدد الوحدات) هي العملة الأجنبية، أما العملة التي تتغير حسب العرض والطلب فهي العملة الوطنية، فعلا سبيل المثال نجد في الجزائر أن التسعير يكون كالتالي:

USD/DZ

ويعني أن 1 دولار (عملة أجنبية) يساوي عدد معين من الدينار الجزائري (عملة وطنية)

ب/ التسعيرة المؤكدة (التسعير المباشر)

يستخدم التسعير الأكيد في كل من دول منطقة اليورو، بريطانيا، نيوزلندا، أستراليا والسوق ما بين البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية. وعلى عكس الطريقة السابقة، فنجد أن العملة الثابتة في التسعيرة هي العملة الوطنية أما المتغيرة فهي العملة الأجنبية. فعلى سبيل المثال نجد في لندن أن البنوك تعلن عن أسعار الصرف بالشكل التالي:

GBP/CNY

يعني أن 1 جنيه (عملة محلية) يساوي عدد معين من اللوان (عملة أجنبية). وما تجدر الإشارة إليه أنه لا يوجد أي منفعة مرجوة من خلال المفاضلة بين الطريقتين السابقتين، فالهدف لكلا النوعين هو الإعلان عن سعر الصرف. كما أن إمكانية الانتقال من نوع إلى آخر هي عملية بسيطة جدا تقضي بحساب مقلوب سعر الصرف المعلن فيصبح بذلك مقلوب سعر الشراء في إحدى الطريقتين (التسعير غير الأكيد مثلا) هو نفسه سعر البيع في الطريقة الأخرى (التسعير الأكيد والعكس صحيح)¹.

ج/ الأسعار المتقاطعة

عند تبادل العملات في مركز مالي معين، قد يكون سعر عملتين مقابل بعضها البعض غير متوفر، ولضرورة التبادل يجب تحديد سعر تبادلها ويتم ذلك بناء على علاقة العملتين بعملة ثالثة، وتسمى الأسعار المحسوبة بهذه الطريقة بالأسعار المتقاطعة.

¹ Michel Bialès et autres, L'essentiel sur l'économie, 4ème édition, Berti, Paris, France, 2006, p235.

مثال تطبيقي 01:

إن تسعير الأورو مقابل الين ينتج عن تسعيرات الأورو والين مقابل الدولار الأمريكي حسب العلاقة التالية:

$$\text{EUR/JPY} = \text{EUR/USD} \times \text{USD/JPY}$$

إذا انطلقا من سعر العملات في المراكز المالية يمكننا أن نحسب سعر أي عملة بدلالة عملة أخرى ليكن المثال التالي:

في الجزائر: 1 دولار أمريكي = 122.833 الين الياباني

1 دولار أمريكي = 98.8524 دينار

يمكننا انطلقا من هذه المعطيات حساب صرف الدينار مقابل الين الياباني كما يلي:

1 دولار أمريكي = 122.833 ين ياباني

1 دينار جزائري = 98.8524 / 1 دولار أمريكي

1 دينار جزائري = 122.833 X 98.8524 / 1 = 1.2425 ين ياباني.

مثال تطبيقي 02

يتم حساب سعر الصرف المتقاطع على أساس المقارنة ما بين سعري صرف عملتين بالنسبة لعملة ثالثة تعتمد كأساس، مثل دولار الولايات المتحدة الأمريكية كما هي العادة. ليكن لدينا:

$$1 \text{ USD} = 0.7050 \text{ €}$$

$$1 \text{ USD} = 1.2020 \text{ CHF}$$

وعليه فإن سعر صرف الفرنك السويسري بالنسبة لليورو يتم حسابه كما يلي:

$$1 \text{ CHF} = 1.7050 / 1.2020$$

$$1 \text{ CHF} = 0.5865 \text{ €}$$

من المعلوم أنه يوجد بالنسبة لكل عملة سعر شراء وسعر بيع، وكقاعدة عامة يكون سعر البيع أكبر من سعر الشراء، والفرق بينهما يشكل هامش ربح البنك.

أنواع سعر الصرف الأجنبي

يأخذ سعر الصرف عدّة أشكال لكل واحد منها غرض وهدف محدّد، نلخصها فيما يلي:

01. سعر الصرف الإسمي

يعرّف سعر الصرف الإسمي الثنائي على أنّه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية. ويمكن أن نعكس هذا التعريف لحساب العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية. والمقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي، أي سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين.

عندما نستعمل التعريف الأول فإننا نعبر عن سعر العملة الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية (التعريف المستعمل) ونرمز له بـ E. فمثلا في حالة الدولار والدينار الأردني يرمز لعدد وحدات الدولار مقابل الدينار بـ \$/JD (دولارات للدينار الواحد) ويشمل تحويل الدولارات للدينار بالتقسيم على E والعكس بالضرب في E*، حيث E* هو E/1.

يتغير سعر الصرف الاسمي يوميا وهذه التغيرات تسمى تدهورا أو نحسنا، والتحسّن يعني ارتفاع سعر العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية أما التدهور فهو انخفاض سعر العملة المحلية. باستعمال التعريف الأول، فإن التحسّن يعني انخفاض سعر الصرف والتدهور يعني ارتفاع سعر الصرف الاسمي (E). يمكن لسعر الصرف أن يأخذ منحى اتجاه مغاير لمستواه الحالي في الأجل الطويل وكذلك يمكن أن يتذبذب بشدة، في الواقع لا يهم الأعوان الاقتصاديون مستوى سعر الصرف الاسمي بقدر ما يحويه من قدرة شرائية، أي كمية السلع التي يتم اقتناؤها بنفس المبلغ من العملة المحلية وهو ما يعرف بسعر الصرف الحقيقي¹.

02. سعر الصرف الحقيقي le taux de change reel

يعبّر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية²، أي أنه ذلك المؤشر المرجع الذي يجمع بين كل من تذبذبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، بإعتبار أنه يأخذ في الحساب التغيرات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية وربطها بمستوى الأسعار المحلية. ومنه فإن سعر الصرف الحقيقي يمثل القدرة الشرائية للعملة ومؤشرا للمنافسة للإنتاج الوطني³. وبحسب بالعلاقة:

$$TCR = \frac{TCN / Pd_z}{1\$ / Pus} = \frac{TCN.Pus}{Pd_z}$$

¹ بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد 23، 2003،

ص 04.

² AFTATION.F, les taux de change, 2eme edition, P U F presse universitaires de Paris, 1992, p50.

³ PERYRARD JOSETTE, Gestion financiere international, 3eme edition, Vuibert, Paris, 1995, p70.

حيث:

TCR: سعر الصرف الحقيقي

TCN: سعر الصرف الاسمي

Pus: مؤشر الأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية

Pdz: مؤشر الأسعار في الجزائر

تعطينا $1\$/Pus$ القدرة الشرائية للدولار الأمريكي في أمريكا، أما TCN/Pdz فتعطينا القدرة الشرائية للدولار في الجزائر، وعليه فإن سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري مقابل الدولار يعكس الفرق بين القدرة الشرائية في أمريكا والقدرة الشرائية في الجزائر، وكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للجزائر.

03. سعر الصرف الفعلي الاسمي

وهو عبارة عن مقياس لمقيمة المتوسطة المرجحة لعملة ما في مقابل إثنين أو أكثر من العملات. ولقد طورت فكرة سعر الصرف الفعلي الاسمي لأول مرة من قبل Hirsch و Higgins سنة 1970 والذي إفترضه لتمثيل العلاقة الكمية الناشئة بين القيمة الفعلية للعملة المحلية معبرا عنها بمعادل معين والقيمة المجمعة لسلة العملات الأجنبية المعبر عنها بنفس المعادل، بالإضافة إلى أعمال كل من Artus و Rhomborg سنة 1973، حيث يقيس هذا المؤشر تأثيرات حركات سعر الصرف على قيمة سلة مختارة من العملات مقارنة مع فترة أساس محددة¹.

فهو بذلك يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لسلة من العملات في فترة زمنية معينة، ويمكن قياسه باستخدام مؤشر "لاسيبر" للأرقام القياسية.

ويعتبر نموذج سعر الصرف المتعدّد (MERM) Multilateral Exchange Rate Model من بين أهم تطورات سعر الصرف الفعلي الاسمي والذي يعرف بأنه التغير في سعر الصرف الذي ينتج عنه نفس التغير في ميزان التجارة لقطر مختار معبرا عنه بالعملة المعادلة، وهذا المؤشر يظهر في المدى المتوسط التأثير الصافي لتغيرات سعر الصرف لبلد معين على ميزان تجارته، وهناك ثلاثة عناصر ينبغي الإحاطة بها لتقدير تأثيرات سعر الصرف عليه وهي:

- درجة التكيّف في التكاليف والأسعار المحلية لتغيرات سعر الصرف؛
- مرونة الأسعار لتدفقات التجارة الخارجية؛
- سياسات إدارة الطلب الكلي المتبعة من قبل السلطات.

¹ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2011، ص 29.

04. سعر الصرف الفعلي الحقيقي

سعر الصرف الفعلي هو سعر إسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج لا بد أن يخضع هذا المعدل الإسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية.

سعر الصرف الفعلي الحقيقي (re) سعر الصرف الفعلي الإسمي (ne) معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية و المحلية أي:

$$re = ne - (fp - dp) = ne - rp$$

$$ne = \sum w(i) \cdot e(i)$$

$$fp = \sum w(i) \cdot fp(i)$$

حيث:

w(i): وزن التجارة الخارجية الثنائية؛

e(i): أسعار الصرف الثنائية؛

fp(i): مستوى سعر الدولة (i) التي يتاجر معها؛

حيث يعتبر هذا المؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج.

05. سعر الصرف التوازني

هو سعر الصرف الذي يكون وفق التوازن الاقتصادي الكلي، أي أنّ سعر الصرف التوازني يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، أي أن سعر الصرف الذي يسود في بيئة اقتصادية متوازنة، فالصدمات الإسمية المؤقتة تؤثر على سعر الصرف الحقيقي و تبعده عن مستواه التوازني و لهذا فإنه من الضروري الاستعانة بالمستوى التوازني لسعر الصرف.

وقد تم استعمال عدة مناهج لتحديد سعر الصرف التوازني أبسط هذه النماذج وأكثرها شعبية مبني على مفهوم تعادل القوة الشرائية حيث تقول هذه النظرية أن سعر الصرف متناسب مع السعر النسبي المحلي والخارجي أي القدرة الشرائية النسبية للعملة الوطنية.

وهناك طريقة ثانية أكثر ملائمة من الناحية النظرية، لتعريف سعر الصرف الحقيقي هي استعمال نسبة الأسعار القابلة للتجار PT للأسعار غير القابلة للتجار PN حيث: [PT/PN] ، والتي تعطي مقياسا لكيفية تخصيص الموارد ما بين القطاعين فإذا ارتفع PT نسبيا مقارنة بـ PN فيتم تخصيص الموارد تجاه قطاع السلع القابلة للتجار فيتحسن الميزان التجاري¹.

¹ العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تهتم بقضايا التنمية في الوطن العربي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003، ص 08.

ثانيا/وظائف سعر الصرف الأجنبي

لسعر الصرف دور هام في النشاطات الاقتصادية الخارجية لأي بلد، سواء كان ذلك النشاط تجاريا أو استثماريا، إذ يعتبر أداة ربط هامة بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات العالمية، كما يعتبر وسيلة هامة للتأثير على ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، وينعكس ذلك على التضخم والعمالة، إضافة إلى أنه يستخدم كمؤشر كونه يمثل التكاليف والأسعار سواء داخل البلد أو خارجه، فإنه يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد وبالتالي على ميزان المدفوعات في النهاية.

يمارس سعر الصرف عدة وظائف في الاقتصاد الوطني من بينها الوظيفة القياسية، الوظيفة التطويرية والوظيفة التوزيعية، سوف نقدمها وبشرح موجز فيما يلي¹:

01. الوظيفة القياسية

يمثل سعر الصرف حلقة وصل بين الأسعار العالمية من جهة والأسعار المحلية من جهة أخرى، وعن طريقه نجد أن الأسعار المحلية - باعتبارها تجسيدا للقيمة الدولية للبضائع - يمكن التعبير عنها بعملات وطنية مقومة بعملات أجنبية، معنى هذا أن سعر الصرف يشكل قاعدة مهمة للقياس المباشر للتجارة الخارجية أو بالأحرى لعمليات تجارية معينة.

02. الوظيفة التطويرية

يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، كما يؤدي إلى تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعاضة عنها بالواردات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للبلدان، وهنا يمكن الاستشهاد بواقع التبادل التجاري بين الولايات المتحدة واليابان، فعندما ارتفع سعر صرف الدولار إزاء الين الياباني زاد إقبال الأمريكيين على شراء السيارات اليابانية حيث كان ثمنها منخفض مقارنة بالسيارات الأمريكية.

03. الوظيفة التوزيعية

يمارس سعر الصرف وظيفته التوزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين بلدان العالم، فمثلا عند انخفاض سعر صرف الدولار إزاء الين الياباني، وبافتراض أن اليابان تستورد الحبوب من الولايات المتحدة الأمريكية، فإذا أرادت اليابان زيادة حصتها من الحبوب فإنها ستضطر إلى دفع زيادة في الدولارات بسبب الارتفاع في قيمة الدولار إزاء الين الياباني، مما سيؤثر ذلك على احتياطات اليابان من

¹ بن الزاوي عبد الرزاق، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص17-

الدولار الأمريكي، في حين سترتفع احتياطات الولايات الأمريكية من الدولار وينطبق ذلك أيضا في حالة انخفاض قيمة الدولار الأمريكي إزاء الين الياباني.

ثالثا/ نظريات سعر الصرف الأجنبي

01. نظرية تعادل القدرة الشرائية (Parity of Purchasing Power)

ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية إلى حيز الوجود خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تلتها عندما أثير التساؤل عن كيفية إعادة تحديد أسعار التعادل بين عملات الدول التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شديد في أسعار الصرف.

تقوم نظرية تكافؤ القوة الشرائية التي أعدت من قبل كاسيل (G.Cassel) على أساس أنّ الأسعار الخاصة بعمليتين نقديتين تتطور بحسب قوتها الشرائية. وفي حالة البدء من نقطة التوازن لأسعار الصرف الفوري فإن نظرية تكافؤ القوة الشرائية تشترط أي تباين لمعدل التضخم الاقتصادي بين بلدين يتعين أن يعوض في الأجل الطويل عن طريق تغيير الأسعار بنفس الأهمية. ويرى كاسيل (Cassel) أنّ التوازن يتحقق بالطريقة الآتية:

إذا كان معدّل التضخم الاقتصادي في البلد (أ) أعلى بكثير من معدّل التضخم الاقتصادي في البلد (ب) فإنّ البلد (أ) سيزيد وارداته من البلد (ب) وذلك لأنّ الأسعار في هذا الأخير ستكون منخفضة. وفي الوقت نفسه فإنّ صادرات البلد (أ) ستتناقص وذلك لأنّ أسعار منتجاته ستكون مرتفعة. الأمر الذي ينجم عنه حصول عجز في الميزان التجاري للبلد (أ) ويميل الإتجاه نحو تخفيض نقود البلد (أ) قياساً بنقود البلد (ب) وتحقيق تكافؤ جديد للنقود¹.

وبالتعبير عن الرموز الآتي:

$$CC_0 = \text{السعر الفوري للنقد في الزمن } (0)$$

$$CC_1 = \text{السعر الفور المتوقع للنقد في الزمن } (1)$$

$$IF = \text{مؤشر الأسعار في البلد الأجنبي (Foreign country)}$$

$$ID = \text{مؤشر الأسعار في البلد الوطن (Domestic country)}$$

يمكن الحصول على المعادلة التالية:

$$CC_1/CC_0 = ID/IF$$

¹ سعود جايد مشطور العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، الطبعة الأولى، البصرة، 2005، ص ص 60-61.

مثال:

إذا كان السعر الفوري للدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي كما يلي:

$$\text{الدولار} / \text{الدينار} = 0.332$$

ويتوقع أن تحصل زيادة في المستوى العام للأسعار بنسبة (6%) في العراق و (2%) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال السنة. وإن مؤشر الأسعار هو (100) للعام نفسه. فما يجب أن يكون عليه سعر الدولار / الدينار في نهاية السنة في حالة إثبات نظرية تكافؤ القوة الشرائية؟.

الحل

$$CC1 / CC_0 = ID / IF$$

$$CC1 / 0.332 = 106 / 102$$

وبذلك فإن قيمة السعر الفوري المتوقع (CC1) للزمن (1) هو: (دينار) $CC1 = 0.345$ وهذا ما يعادل زيادة في قيمة الدولار بنسبة (3.9%) أي ما يقارب التباين في معدل التضخم الاقتصادي البالغة نسبته (4%) ويمكن احتساب هذا المعدل كما يلي:

$$C C1 / CC_0 = 0.345 / 0.332 = 1.039$$

$$(1.039 \times 100) - 100 = 3.9$$

ومن الجدير بالذكر أن السعر الفوري (spot rate) المتوقع قد يؤدي إلى النقص في قيمة النقد وليس الزيادة فيها كما وردت في المثال.

02. نظرية ميزان المدفوعات (نظرية الأرصدة)

يرجع الفضل في وضع أسس هذه النظرية إلى الاقتصادي جون مينارد كينز، والذي يعتبر أن سعر صرف العملة يتحدد عند المستوى الذي تتعادل فيه الكميات المطلوبة من العملات الأجنبية مع الكميات المعروضة منها وبذلك تشكل عجوزات وفوائض ميزان المدفوعات المعيار الأساسي لتقييم العملات المختلفة.

ففي حالة وجود فائض في ميزان مدفوعات فإن ذلك يعني زيادة في الطلب على العملة الوطنية نتيجة زيادة الصادرات ومن ثم ارتفاع في قيمتها الخارجية، بينما يحدث العكس في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة المعروض النقدي من العملة نتيجة زيادة الواردات ومن ثم انخفاض في قيمتها الخارجية. وبذلك ترتكز هذه النظرية على الأسس التالية:

- يعد وضع ميزان المدفوعات العامل الحاسم في تحديد سعر صرف العملة الوطنية؛

- يتحدد سعر الصرف كما يتحدد أي سعر آخر وفقاً لقوى العرض والطلب؛

- إن ميزان المدفوعات هو متغير مستقل وأن سعر الصرف هو متغير تابع.

إلا أنه يؤخذ على هذه النظرية ما يلي¹:

- هناك تأثير متبادل بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف من خلال تأثير كل من الواردات والصادرات بشكل حاسم بوضع سعر صرف العملة، كذلك فرغ القيمة الخارجية لمعممة أو تخفيضها يؤثر بشكل واضح في الواردات والصادرات؛

- إن ميزان المدفوعات يمكن أن يمارس تأثيره في أسعار الصرف من خلال العمليات الاقتصادية وهذا يستدعي استبعاد معظم فقرات رأس المال قصير الأجل، باعتبارها فقرات موازنة تقوم بها الدولة لتجنب الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، ومن ثم هذا غير ممكن لأن حساب رأس المال جزء لا يتجزأ من حساب ميزان المدفوعات؛

- تحتاج نظرية ميزان المدفوعات إلى مرونة كافية لأسعار الصرف لضمان إيجاد حالة من الانسجام بين القيمة الخارجية وقيمتها الداخلية.

03.نظرية الإنتاجية

وتتلخص هذه النظرية في أن القيمة الخارجية لعملة دولة ما تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي، وزيادة الإنتاجية بما في ذلك زيادة إنتاجية الفرد، ومن ثم مستوى معيشته، بما يتضمنه هذا من ارتفاع في مستويات الدخل والأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من الصادرات وزيادة الواردات، وهذا معناه زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وانخفاض الطلب على العملة المحلية، وهو ما يعني انخفاض قيمتها الخارجية. ويحصل العكس في حالة انخفاض الأسعار المرتبطة بانخفاض الدخل و مستويات المعيشة، و المتأتي من انخفاض الإنتاجية².

ويلاحظ أن انخفاض قيمة العملة يمكن أن يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي على صادرات الدولة في حالة استجابة الجهاز الإنتاجي له مما يؤدي إلى تحسن الميزان التجاري للدولة واتجاه قيمة العملة إلى الارتفاع في المستقبل ولعل ما سبق يشير إلى أهمية اتجاه سعر الصرف في نفس اتجاه مستوى الإنتاجية في الدولة لكي يتحقق التوازن المرغوب في ميزان المدفوعات³.

¹ سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري، عمان، الأردن، دون ذكر سنة النشر، ص26.

² فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص229.

³ حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، دار زهراء للنشر، القاهرة، مصر، 1998، ص54.

04. نظرية كفاءة السوق (Theory of Market Efficiency)

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة وهذا يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، العجز الموازني، معدّل التضخم.

حيث تقوم هذه النظرية على أن الاستغلال الكفاء للمعلومات الاقتصادية وهو ما يصطلح عليه بكفاءة المعلومات ويعتبر السوق بأنه سوق كفاء إذا كان سعر الأصل محل الاهتمام يعكس المعلومات المتاحة بكفاءة دائما وكفاءة السوق تتضمن بالضرورة أن تتبع أسعار الأصول مسارا عشوائيا أي أن العوائد الفعلية تتقلب بشكل عشوائي حول قيمة العائد التوازني المتوقع ولكن في هذه الحالة من المفترض أن يكون العائد التوازني المتوقع غير ثابت.

05. نظرية كمية النقود

تتلخص نظرية الكمية في أن الزيادة في كمية النقود والودائع، أي زيادة النقود والودائع المصرفية، وكذلك الزيادة في سرعة تداول النقود، تؤدي إلى إرتفاع الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تغير كبير في معامل التبادل الدولي، فنتوقف بعض الدول عن شراء بعض السلع والخدمات من هذه الدول، كما تبين لرعايا هذه الدول أن أسعار السلع والخدمات الأجنبية أصبحت أقل من أسعارها الداخلية فيقبلون على شراء عملات الدول الأجنبية، مما يؤدي إلى إرتفاع أسعار الصرف في حالة حرية تحديدها أو يؤدي إلى خروج الذهب في حالة إتباع نظام الذهب¹.

إن إرتفاع أسعار العملات الأجنبية يؤدي إلى إرتفاع أسعار السلع والخدمات الأجنبية مما يؤدي إلى عدم الإقبال عليها، كما يترتب على خروج الذهب إلى العالم الخارجي نقص في كمية النقود في الدولة مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض مستويات الأسعار².

06. نظرية تكافؤ معدلات الفائدة (Parity of Interest Rates)

تتوّم نظرية تكافؤ معدّلات الفائدة على أساس أن سعر الاستلام المؤجل (carrying over-rate) أو سعر التسليم المؤجل (backwardation rate) لعملة نقدية أجنبية معينة يجب أن يعكس التباين أو الاختلاف في معدل الفائدة بين البلدين.

بموجب هذه النظرية فإن المستثمر لا يمكنه الحصول من خلال توظيف أمواله في الخارج في بلد يكون فيه معدل الفائدة (If) أكثر ارتفاعا من سوقه المحلية على معدل عائد أعلى من ذلك المعدل الذي

¹ صبحي تادرس قريضة ومدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، لبنان، 1983، ص343.

² محمد عبد العزيز عجمية ومدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، لبنان، 1979، ص334.

سيحصله في سوقه الخاص، وذلك لأن إختلاف المعدلات يجب أن يعوض عن طريق الفرق بين السعر الفوري والسعر لأجل (forward rate) .

يمكن أن تنجز العمليات بالأسلوب الآتي: المستثمر يمكن أن يوظف أمواله (M) في سوقه الخاص لمدة سنة واحدة على سبيل المثال والحصول في نهاية الاستثمار أو التوظيف (1+ Id) M وهذا المبلغ يجب أن يكون معادلاً بموجب هذه النظرية إلى المبلغ الذي سيحصله من خلال تحول أمواله في البداية إلى عملات نقدية أجنبية بالسعر الفوري ومن خلال توظيف هذه العملات في السوق الأجنبية بمعدل (If) ومن خلال البيع الآجل المجموع المستقبلي بأسلوب يمكن أن تحصل بواسطته على مبلغ جديد بالعملية النقدية المحلية¹.

$$M (1+Id) = M/CC (1+If) \times CT \dots\dots\dots(1)$$

حيث أن:

$$CC = \text{السعر الفوري}$$

$$CT = \text{السعر لأجل}$$

$$If = \text{معدل الفائدة الاسمي الأجنبي}$$

$$Id = \text{معدل الفائدة الإسمي المحلي}$$

$$CT / CC = (1+Id) / (1+If) \dots\dots\dots(2)$$

ويمكن كتابة المعادلة (2) مرة أخرى عن طريق طرح (1) من الطرفين:

$$CT / CC - 1 = (1+Id) / (1+If) - 1 \dots\dots\dots(3)$$

أو يمكن كتابة المعادلة السابقة بالشكل الآتي:

$$(CT-CC) / CC = (Id-If) / (1+If)$$

وإذا اعتبر أن المقدار (If) ضعيف فإنه يمكن كتابة المعادلة بطريقة أخرى كما يلي:

$$(CT-CC) / CC = Id - If$$

وعليه فإن سعر الاستلام العاجل (أو التسليم العاجل) يجب أن يكون تقريباً مساوياً إلى الفرق في معدل الفائدة بين العملتين النقديتين. وان سعر الاستلام العاجل (أو التسليم العاجل) وتباين معدل الفائدة المأخوذ في الحسبان يجب أن تكون لهما نفس الفترة.

¹ سعود جايد مشطور العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، الطبعة الأولى، البصرة، 2005، ص 64.

مثال:

نفترض أن أسعار ومعدلات الفائدة كان كما يلي:

- السعر الفوري للدولار الأمريكي / الدينار العراقي (USD/IRD) = 0.33000

- معدل الفائدة السنوي بالدولار (USD) = 6%

- معدل الفائدة السنوي بالدينار (IRD) = 4%

في حالة تطبيق نظرية تكافؤ معدّلات الفائدة فان معدل التسليم العاجل خلال سنة للدولار مقابل الدينار العراقي يجب أن يكون تقريباً معادلاً إلى:

$$(CT - 0.330) / 0.330 = 6\% - 4\%$$

$$CT = 0.3366$$

يجب أن يكون معدل التسليم العاجل للدولار حوالي (2%) وهو تقريباً ما يعادل التباين في معدل الفائدة خلال سنة واحدة. ويحسب كما يلي:

$$0.3366 / 0.3300 = (1.02 - 1) \times 100 = 2\%$$

وإذا كانت الأسواق في حالة توازن فإنّ السعر لأجل خلال سنة يجب أن يقترب من النتيجة الآتية:

$$CT - 0.33000 = (-2\%) \times 0.33000$$

$$CT = 0.33000 (1 - 2\%)$$

$$CT = 0.3234$$

وكما أشير إليه آنفاً إذا لم تكن هناك رقابة على الصرف فإن الأسعار لأجل يجب أن تعكس التباين أو الاختلاف في معدلات الفائدة بين العملات النقدية. وإن التوازن في أسواق الصرف حصل بفضل الترجيح في أسعار الصرف (arbitrage) بمعدل الفائدة المغطى.

رابعاً/ العوامل المؤثرة في سعر الصرف الأجنبي

هناك مجموعة كبيرة من العناصر المؤثرة على أسعار الصرف والتي لا تؤثر بصورة مباشرة في سعر صرف العملة و إنما تؤثر أساساً في جانب العرض والطلب من العملة والذي بدوره يؤثر في سعر العملة ومن أهم هذه العوامل الآتي:

01. التغييرات الهيكلية: تؤدي التغييرات الهيكلية، وخاصة تلك المتعلقة بالهيكل الإنتاجي في دولة ما إلى تغيير سعر صرف عملتها النقدية. فإذا استخدمت الدولة وسائل تكنولوجية حديثة في مجال الإنتاج، فإنها سوف تتمكن من زيادة إنتاجها إلى الحد الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار منتجاتها تدريجياً بسبب هذه

الزيادة، ويؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على منتجاتها من قبل الدول الأخرى وتزداد صادرات تلك الدولة ومن ثم يزداد الطلب على عملتها، ويؤدي ذلك بالنتيجة إلى ارتفاع سعر صرف عملتها النقدية.

02.ميزان المدفوعات: يؤثر على أسعار الصرف، حيث أي اختلال أو عدم توازن في ميزان المدفوعات سيؤثر حتما على سعر الصرف لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة بلد ما بالعالم الخارجي، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات لبلد معين فإن ذلك يؤدي إلى زيادة طلبه على العملات الأجنبية لسد ذلك العجز، وبالمقابل انخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية يعني تدهور سعر الصرف لعملة ذلك البلد، والعكس في حالة حصول فائض في ميزان المدفوعات.

03.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 صحيحاً¹.

04.أسعار الفائدة: يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى عملة معينة أو زيادة الطلب على هذه العملة من طرف الأجانب بهدف الاستفادة من فروقات أسعار الفائدة الدولية، وكمحصلة لذلك ترتفع قيمة العملة والعكس صحيح بالنسبة لحالة انخفاض أسعار الفائدة.

05.الموازنة العامة للدولة: تلعب دورا كبيرا في التأثير على أسعار الصرف، فإذا ما انتهجت الدولة سياسة انكماشية من خلال تقليص حجم الإنفاق الحكومي الذي يؤدي بدوره إلى الحد من حجم الطلب وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي وانخفاض معدلات التضخم فإن الأمر هذا سيؤدي حتما إلى رفع سعر الصرف للعملة المحلية².

06.الميزان التجاري للبلد: يمثل الميزان التجاري مقارنة بين واردات وصادرات بلد من خلال فترة معينة، فإذا ما شهد الميزان التجاري وجود عجز معين فإن ذلك يعني أن واردات البلد هي أكبر من صادراته أي أنّ طلبا على السلع الأجنبية أكبر من الطلب على السلع المحلية من قبل البلدان الأخرى، وبذلك سيزداد الطلب على العملات الأجنبية مقابل انخفاض الطلب على العملة المحلية وهذا يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة المحلية وزيادة قيمة العملة الأجنبية.

07.تدخل الحكومة: يمكن أن تؤثر الحكومة في أسعار الصرف بعدة طرق مختلفة سواء عن طريق التأثير في جانب الطلب أو جانب العرض ويمكن أن يكون التدخل الحكومي بعدة طرق، مثل:

¹ سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص150.

² صباح نوري عباس، أثر التضخم على سعر الصرف التوازني للدينار العراقي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد17، 2008، ص65.

- فرض القيود على التحويل الخارجي.
- فرض القيود على التجارة الخارجية.
- بيع وشراء الأوراق المالية في أسواق العرض الأجنبية.
- التأثير في مجموعة واسعة من العوامل مثل أسعار الفائدة، التضخم، مستويات الدخل والضرائب.

خامسا/أنظمة سعر الصرف الأجنبي

لقد اختلفت أنظمت سعر الصرف المطبقة باختلاف الظروف الاقتصادية السائدة في العالم، حيث بدأت بنظام قاعدة الذهب، أي ثبات سعر الصرف، وانتهت بالنظام العائم، أهم أنظمة سعر الصرف المتعارف عليها، والتي يمكن إجمالها في الأنظمة التالية:

01. أنظمة سعر الصرف الثابتة (Fixed exchange systems)

يتم تحديد سعر الصرف الثابت في ظل قاعدة الذهب، حيث تقوم كل دولة بربط عملة واحدة من عملتها المحلية بمقدار معين من الذهب الخالص وبالمقابل تقوم الدولة الأخرى أيضا بربط عملة واحدة من عملتها المحلية وفق مقدار معين من الذهب الخالص، وهذا ما يسمى بسعر الصرف الثابت وذلك لأنه كلا الدولتين تقوم بربط عملتيهما بالذهب الخالص فيستلزم تحديد قيمة ثابتة للعملة المحلية بالذهب في ظل توافر بعض الشروط:

- ضمان قابلية تحويل العملة الوطنية إلى ذهب أو بالعكس بتحويل الذهب إلى وحدات من العملة المحلية بشكل حر ومن دون أي قيود أمام عملية التحويل؛
- حرية تصدير واستيراد الذهب.

وعليه وفقا لهذا النظام تقوم السلطات النقدية بتحديد سعر الصرف الرسمي على أساس الظروف الاقتصادية للقطاع الخارجي وحجم احتياطات الدولة من العملات الأجنبية وعليه فالعلاقة بين العملة المحلية والعملات الأجنبية تكون محددة إداريا، أي أنه لا يوجد سوق بحيث أن أي اختلال على مستوى العرض والطلب سوف لن يؤثر على السعر، وعلى أثر ذلك تتخذ الحكومات إجراءات لتقييد الطلب على الدولار و اتخاذ إجراء رقابيا على خروج الدولار من البلد و زيادة عرضه عن طريق تشجيع التصدير¹.

و لسعر الصرف الثابت عدة مزايا منها:

- تعرض مزايا سعر الصرف الثابت بأنها تتمخض عن تجارة أكثر قوة وتدفعات استثمارية أكبر حجما (خصوصا إذا ثبتت الدولة عملتها تجاه عملة شريكها التجاري الرئيسي) وعن جلب معدلات تضخم؛
- تحقيق شيء من الاستقرار في أسعار صرف العملات على المستوى العالمي، وكذلك يساعد على زيادة المبادلات التجارية ما بين مختلف الدول.

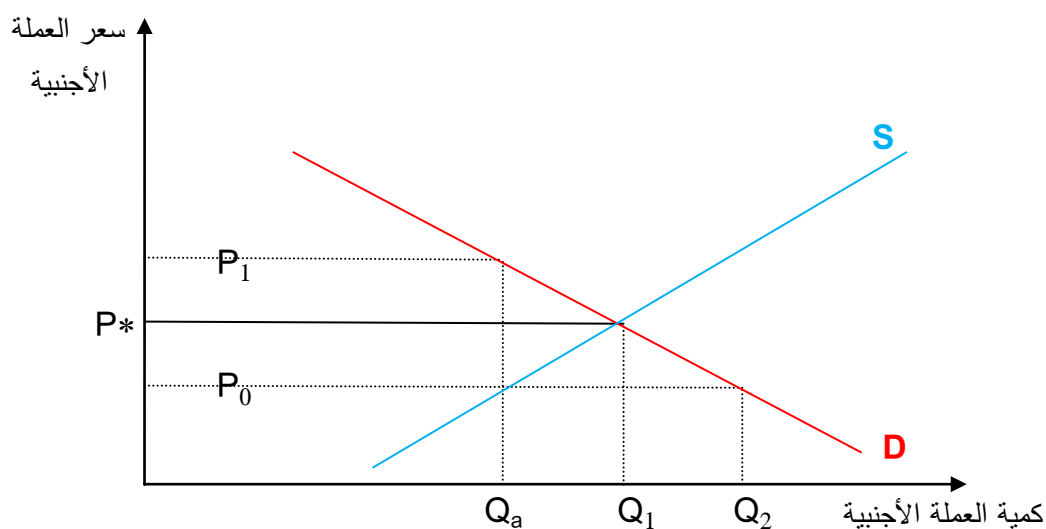
¹ موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدول، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2008، ص46.

لكن هذا النظام لم يسلم من العيوب منها:

- هو يقيد السياسات الاقتصادية المحلية للدولة بحسب احتياجات التوازن الخارجي أو وفقا لحالة ميزان المدفوعات وكذلك يزيد من حاجة الدولة لاحتياطات نقدية دولية كبيرة وأخيرا يقوم بنقل الأوضاع الاقتصادية السيئة السائدة في الدول الأخرى إلى داخل الدولة مثل حالة الكساد والتضخم¹؛
- أحد نقاط الضعف الأساسية لنظام سعر الصرف الثابت هي الزيادة الحتمية في سعر الصرف الحقيقي التي تنشأ نظرا لتأخر انخفاض معدلات التضخم.

02. نظام أسعار الصرف المعمومة أو المرنة (Flexible exchange systems)

يتحدد سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية نتيجة لتفاعلات قوى العرض والطلب من العملة الوطنية والعملية الأجنبية، فالطلب المحلي على العملة الأجنبية مشتق من الطلب على السلع والخدمات والأصول المالية الأجنبية، في حين أن عرض الصرف الأجنبي مشتق من الطلب الأجنبي على السلع والخدمات والأصول المالية المحلية.



من الشكل أعلاه يبين الخط S عرض العملة الأجنبية ويمثل الخط D الطلب على العملة الأجنبية ويتضح من الرسم أن الطلب على العملة الأجنبية سوف ينخفض مع زيادة سعرها وبالتالي لأن عرض هذه العملة سوف يزداد (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة مثل معدلات الفائدة ومعدلات التضخم.... إلخ).

تعرف نقطة التقاطع (P^*) بين خط عرض العملة الأجنبية وخط الطلب عليها بسعر صرف العملة الأجنبية التوازني وهو السعر الذي من المفترض أن يسود في سوق الصرف الأجنبي. وعليه فإن أي سعر

¹ محمد سلمان محمد البراوي وخديجة قاير سمايل، أثر تغيرات سعر الصرف على المستوى العام للأسعار للمواد بدينة أربيل، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 102، 2011، ص 05.

أعلى من هذا السعر التوازني سيؤدي لحدوث زيادة في عرض العملة الأجنبية، الأمر الذي سيؤدي في النهاية إلى تخفيض السعر إلى السعر التوازني. كما أن أي سعر للعملة الأجنبية أقل من السعر التوازني سيؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية مما سيؤدي في النهاية إلى رفع سعرها إلى السعر التوازني (P^*).

إنّ التكيف التلقائي لقوى السوق تتضمن دائما توجيه السعر نحو سعر التوازن ويعتمد هذا التكيف لأسعار صرف العملات الأجنبية على مدى مرونة الطلب المحلي على الواردات الأجنبية ومدى مرونة الطلب الأجنبي على السلع والخدمات الوطنية¹.

لنظام سعر الصرف الحر مزايا منها التكيف التلقائي نحو الاختلاف في أسعار الصرف والناجئة عن الاختلافات في ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى أن الدولة لا تكون في حاجة إلى الاحتفاظ بأرصدة من العملة الأجنبية للمحافظة على سعر صرف توازني للعملة المحلية. ومن عيوب هذا النظام لسعر الصرف نجد التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف والتي قد تحصل خلال فترة قصيرة جدا مما يعرض المصدرين والمستوردين لمخاطر هذه التقلبات.

رغم أن هذا النظام يفترض عدم تدخل السلطات في تحديد سعر الصرف، إلا أنه نظرا لانعكاسات التغيرات المعتمدة في سعر الصرف على معظم المتغيرات الاقتصادية للدولة فإنه من غير المعقول أن تترك الدولة مصير استقرارها الاقتصادي رهنا لتقلبات قوى العرض والطلب، لذلك فإن الواقع العملي يؤكد أنّ السلطات النقدية والمالية تتخذ ما تراه مناسبا من الإجراءات للتأثير على سعر الصرف في الإتجاه الذي ترغب فيه تفاديا لحدوث أزمات داخل اقتصادها، ومن تلك الإجراءات ما يسمى بالتعويم النظيف و التعويم غير النظيف.

أ. التعويم النظيف (التعويم الحر): في هذه الحالة تترك السلطات النقدية سعر الصرف حرا يتحدد وفقا لقانون العرض والطلب، لكنها تقوم بإنشاء ما يعرف بأموال موازنة الصرف، وهذا بتخصيص أرصدة من الاحتياطات النقدية والذهب تسمح للسلطات النقدية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق البيع أو الشراء حسب الحالة، هذا لحماية سعر صرف عملتها من التغيرات العارضة أو المؤقتة أو التي تسببها عمليات المضاربة²، و تعتبر أموال موازنة الصرف وطرق استخدامها قواعد اللعبة في ظل نظام أسعار الصرف الحرة.

¹ هاني عرب، المساعد في المالية الدولية، ملتقى البحث العلمي، 1429هـ، ص27.

² سامي عفيفي حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية، القاهرة، مصر، 1987، ص191.

ب.التعويم غير النظيف (التعويم المدار): يتمثل في تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف الأجنبي عن طريق البيع أو الشراء قصد التأثير على قيمة عملتها لتحقيق هدف معين، ومن ذلك¹:

- بيع العملة الوطنية بهدف زيادة المعروض منها وتخفيض قيمتها من أجل تخفيض أسعار صادراتها بغرض زيادة الطلب العالمي عليها.
- شراء عملتها الوطنية لزيادة الطلب عليها وبالتالي زيادة قيمتها لمنع رؤوس الأموال من التسرب إلى الخارج.

وقد يتسبب هذا النظام في حرب بين السلطات النقدية لبعض الدول وذلك باتخاذ إجراءات وإجراءات مضادة قد تتسبب في اضطراب أسواق النقد الدولية.

03.نظام الرقابة على الصرف الأجنبي

الرقابة على الصرف إجراء تتخذه الدولة بغرض أن ترفع سعر صرف عملتها في أسواق الصرف، ويتم ذلك بأن تقرر الدولة سعرا معينا لعملتها، ثم تضع نظاما كاملا لمراقبة هذا السعر حتى لا ينخفض. كان الغرض الأصلي للرقابة على الصرف في بداية ظهورها هو الحد من خروج رؤوس الأموال، ثم أصبحت المحافظة على سعر الصرف الرسمي للعملة السبب من فرض الرقابة على الصرف من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

وهكذا تلجأ الدولة لفرض نظام الرقابة على صرفها الخارجي كمحاولة من جانبها لتلافي العجز في ميزانها الخارجي، فهذا العجز معناه أن الدولة عليها مدفوعات أكثر مما لها من إيرادات. فكيف لمثل هذه الدولة أن تتخلص من ذلك العجز؟ وكيف يمكنها أن تواصل الشراء من الخارج؟.

تستطيع الدولة مثلا أن تقيد وارداتها بإتباع نظام الحصص، غير أن الدولة إذا ما أرادت أن تقيد جميع مدفوعاتها للخارج فإن عليها أن تبع نظاما أوسع من نظام الحصص، وهنا يتدخل نظام الرقابة على الصرف.

فهو إذن محاولة من جانب الدولة للتخلص من العجز بين الإيرادات والمدفوعات عن طريق تقيد جميع المدفوعات، تلك هي الفكرة الجوهرية في نظام الرقابة على الصرف².

¹ راتول محمد، الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقييم، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 04، جامعة الشلف، الجزائر، ص 241.

² مجدي محمود شهاب وسوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2006، ص ص 146-147.

المحور الثالث: سوق الصرف الأجنبي

أولاً: تعريف سوق الصرف الأجنبي ووظائفه

ثانياً: أنواع أسواق الصرف الأجنبي

ثالثاً: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي

رابعاً: العمليات الأساسية في سوق الصرف الأجنبي

المحور الثالث: سوق الصرف الأجنبي

أولا/تعريف سوق الصرف الأجنبي ووظائفه

سوق الصرف الأجنبي هو الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية، أي القيام بعمليات الصرف¹، وتعني عمليات الصرف تبادل عملة دولة ما بعملة دولة أخرى، وفي هذه السوق يلتقي العرض والطلب على العملات، فيحدد سعر كل عملة بالعملة الوطنية عند التقاء الطلب مع العرض.

إذن سوق الصرف يعبر عن السوق الذي تتم فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية، ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق، ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية أو معلوماتية، مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال أو أقمار صناعية تتم إنشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية، كما قامت في معظم البلدان مؤسسات متخصصة يقتصر نشاطها على التعامل في الصرف الأجنبي، ويطلق عليها اصطلاح "سماسرة الصرف"، وتستمد هذه المؤسسات أرباحها من الفرق بين الأسعار التي تشتري بها والأسعار التي تباع بها ما تتداوله من حقوق أجنبية، وتكون هذه المؤسسات ما يسمى بسوق الصرف. إذن سوق الصرف الأجنبي هو الوسيلة التي يتم بواسطتها شراء وبيع العملات الأجنبية المختلفة، بمعنى تسهيل استبدال العملة الوطنية بالعملات الأجنبية.

يمكن تعريف سوق الصرف الأجنبي على أنها: إلتقاء البائعين والمشتريين للعملات المختلفة، بغض النظر للزمان والمكان، حسب معلومات وآليات وأنظمة معينة للاستفادة من فروقات الأسعار أو لما يحقق احتياجات عمليات تبادل السلع والخدمات والأصول المالية والموارد الأخرى.

يتضح من هذا التعريف أن أسواق الصرف تتسم بما يلي²:

- أنها تعمل يوميا وعلى مدار الساعة، وبالتالي كلما ازدادت شبكات الاتصالات الدولية تطورا واتساعا وانخفضت تكاليف هذه الشبكات ازدادت نشاطات أسواق الصرف وتعددت مهامها دون أن تقيد بزمن أو بموقع ما؛
- تحديد وإعلان أسعار الصرف الأجنبي للعملات المعومة أو المرنة تجاه تغييرات الطلب والعرض. ويجري التأكيد عادة على العملات المتسمة بالتداول الدولي مثل الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، والين الياباني؛
- تقلبات أسواق الصرف الأجنبي غالبا ما هي إلا انعكاس لتقلبات أسواق السلع والخدمات والأصول المالية والموارد الأخرى. لأن الطلب على العملات الأجنبية وعرضها مشتقان من الطلب والعرض السائدين في الأسواق الأخيرة، وحيث هناك تجارة واستثمار وسياحة وسفر؛

¹ Dominik Salvadore, economie internationale, copy right, Paris, 1982, p119.

² هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص282.

• تجري عمليات التبادل في أسواق الصرف الأجنبي حسب ترتيبات منظمة غالباً، وهنا تنقسم الأنظمة السائدة بين نوعين رئيسيين: أحدهما يركز على الصفقات التي تتم فيما بين البنوك التجارية أو أسواق التجزئة والوسطاء الماليين. والآخر يهتم بالتعاملات التي تتجز فيما بين البنوك التجارية وزيائتها.

ويتميز سوق الصرف بالخصائص التالية:

- **الوحدة في الزمن:** تنفذ عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية طوال اليوم دون توقف، وذلك كون أن إنتهاء أوقات عمل سوق صرف في دولة يقابله بداية عمل سوق صرف في دولة أخرى، وهكذا يمكن شراء وبيع العملات الأجنبية طوال 24 ساعة في أي وقت بفعل تطور تكنولوجيا الإعلام والاتصال والمعلومات.
- **الوحدة في المكان:** وهو مفهوم ليس ذو بعد جغرافي بقدر ما هو مفهوم يعني امتداد شبكة تنفيذ عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية لتشمل مختلف أنحاء العالم، بحيث يمكن في أي سوق صرف ما تنفيذ أي عملية بغض النظر عن موقعها.
- **الوحدة في العمليات:** تتشابه إجراءات وأدوات وحتى التكنولوجيا المستخدمة في تنفيذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية بين مختلف أسواق الصرف العالمية.

وظائف سوق الصرف الأجنبي

إن وظيفة سوق الصرف الأجنبي لا تقتصر على مجرد تحديد أسعار الصرف وإنما تشمل وظائف أخرى سوف نوجزها فيما يلي¹:

01. تحويل القوة الشرائية بين الدول

فالوظيفة الأساسية لأسواق الصرف الأجنبي هي تحويل الأموال أو القوة الشرائية من دولة إلى أخرى، و يتم عادة هذا التحويل عن طريق التحويل التلغرافي، الذي هو عبارة عن شيك يرسل بالبرق بدلاً عن البريد، ومن طريقه يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته إلى بنكه المرسل في مركز نقدي أجنبي بأن يدفع قدرًا معينًا من العملة المحلية السائدة هناك إلى أي شخص أو منشأة حساب.

02. تقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الخارجية

ويتم ذلك عن طريق قيام أحد البنوك بمنح ائتمان، فعندما يقوم البنك بفتح اعتمادات بالعملات الأجنبية أكثر من حجم الودائع لديه فإنه يكون قد منح ائتمانًا لتمويل التجارة الخارجية.

03. تغطية مخاطر الصرف الأجنبي

حيث يقوم سوق الصرف الأجنبي بمساعدة المستثمرين الماليين على تجنب مخاطر الصرف الأجنبي

¹ بن الزاوي عبد الرزاق، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص40-41.

والقيام بعملية التغطية، ذلك أنّ أسعار الصرف الأجنبي عادة تتقلب عبر الزمن فإن أي شخص عليه القيام بدفع أي تسليم مبالغ مالية بعملة أجنبية في تاريخ لاحق سيتعرض لمخاطرة أنه سوف يتعين عليه أن يدفع أكثر أو يتسلم أقل مما يتوقع بدلالة العملة المحلية ويمكن تغطية هذه المخاطر في الصرف الأجنبي خلال عملية التغطية، وعادة ما تتضمن اتفاق على شراء وبيع كمية معينة من الصرف الأجنبي في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه اليوم (عادة 03 أشهر من تاريخه).

وتختلف أسواق الصرف والمعاملات التي تتم فيها، ومن خلالها باختلاف الزمان والمكان والظروف والأحوال الاقتصادية التي تحيط بها، وفي هذا المجال يمكن التمييز جغرافيا بين السوق الدولية للصرف الأجنبي والسوق المحلية، وزمنيا يمكن تقسيم العمليات التي تتم في أسواق الصرف إلى العمليات الحاضرة والعمليات الآجلة.

ثانيا/ أنواع أسواق الصرف الأجنبي

يمكن تصنيف أسواق الصرف الأجنبي إلى:

01. سوق الصرف الآني (الفوري) Spot Exchange Rates

وهي عملية شراء لعملات أجنبية مقابل بيع عملات أجنبية أخرى، فإذا ما تم الاتفاق على صفقة نقد أجنبي بسعر صرف محدد، فإن الأطراف المعنية عليها تحديد مكان وتاريخ التسليم، فإذا لم يحدد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها آنية أو فورية ويجب أن تسلم على أبعد حد، بعد يومين قابلين للعمل، من تاريخ إنجاز العملية، ولا يستثنى من هذه القاعدة إلا العمليات بين الدولار الأمريكي والدولار الكندي، حيث يجب أن يحصل التسليم خلال 24 ساعة.

وتتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفوري، ويراعى ألا يصادف تاريخ تسوية صفقة العملة يوم إجازة في أي من بلدي العملتين وإلا تأجلت التسوية إلى يوم العمل الموالي، فمثلا إذا عقدت صفقة يوم الاثنين فإن التسوية تنفذ يوم الأربعاء، فإذا اتفق أن كان يوم الأربعاء إجازة في أي من بلدي العملتين أو في نيويورك فإن التسوية تنفذ يوم الخميس، وإذا عقدت الصفقة يوم الخميس فإنها تنفذ يوم الاثنين من الأسبوع التالي.

02. سوق الصرف الآجل (المستقبلية) Forward Exchange Rates

يقصد بها أن يعقد اتفاق بين أحد البنوك وطرف لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه الطرفين، وسعر الصرف الآجل بعملة ما هو إلا السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق (آجل) لتاريخ إبرام عقد الصفقة.

يتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام الصفقة (لتجنب تقلب أسعار صرف العملة المحددة في الصفقة) وسعر الصرف الآجل ببساطة هو سعر الصرف

الفوري السائد وقت الإبرام مضافا إليه فرق سعري الفائزة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل. بمعنى أن الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل هو الفرق بين سعري الفائزة على العملتين.

ولذلك يمكن إكتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الآجل استنادا إلى ثلاثة عناصر:

- سعر الصرف الفوري السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة؛
- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما افترض قيمة العملة المباعة التي سيتم السداد فيها عند استحقاق العقد الآجل؛
- سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة لفترة العقد الآجل.

مثال تطبيقي

لنفرض بأن عميل لديه وديعة بالأورو لمدة سنة قدرها 100000 أورو بفائدة نسبتها 6.5% سنويا، وأن عميلا آخر لديه وديعة تعادل قيمة الوديعة الأولى لكن بالدولار ونسبة الفائدة المحتسبة لها 5.25% وأن سعر الصرف الفوري للدولار مقابل الأورو هو 1.12 دولار لكل أورو، فما هو السعر الآجل الذي يساوي بين وديعة الأورو ووديعة الدولار عند استحقاقهما؟.

الحل

حسب ما ذكرناه سابقا، علينا أن نحدد العناصر الثلاثة التالية:

$$- \text{قيمة وديعة الأورو عند استحقاقها} = 100000 \times (1 + 0.065) = 106500 \text{ أورو}$$

$$- \text{قيمة الوديعة بالدولار المعادلة لمبلغ} = 100000 \text{ أورو بالسعر الفوري.}$$

$$= 112000 \text{ دولار} = 1.12 \times 100000$$

$$- \text{قيمة الوديعة بالدولار عند الإستحقاق} = 112000 \times (1 + 0.0525) = 117880 \text{ دولار.}$$

إذا كان سعر الصرف الفوري قدره 1.12 هو الذي يساوي بين مبلغ 100000 أورو ومبلغ 112000 دولار، فيكون السعر الآجل بطبيعة الحال هو السعر الذي يجعل الأورو يتساوى مع مبلغ الدولار عند الإستحقاق، أي أن السعر الآجل الخالص يساوي مبلغ الدولار عند الاستحقاق مقسوما على مبلغ الأورو عند الاستحقاق أي يساوي:

$$1.107 = 106500 \div 117880$$

أي أن السعر الآجل معدلا بفرق أسعار الفائدة = 1.107 دولار.

ثالثا/المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي

يتعدّد المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بتعدد عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية ولعل أهم المتعاملين في هذه السوق نجد:

01.البنوك المركزية

تختلف دوافع اشتراك البنوك المركزية في أسواق الصرف عن دوافع البنوك التجارية وإن كانت تتفق معها في أنها تتولى القيام بالأعمال المصرفية وما تتطلبه من بيع وشراء مختلف العملات الدولية فتتدخل البنوك المركزية من خلال عمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة، ومن جهة ثانية لتنفيذ أوامر الحكومة باعتبارها بنوك الدولة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى¹، ويكون على البنوك المركزية التدخل في سوق الصرف طبقا لبعض الترتيبات كاتفاقية صندوق النقد الدولي (FMI)، كما قد تتعامل البنوك المركزية في سوق الصرف بصفة رسمية مكشوفة، كما تلجأ إلى خدمات السماسرة لتعمل في شكل مستمر، ولتجنب التأثير على عرض النقود يقوم البنك المركزي بما يسمى "التدخل المعقم"، ويمكن لهذا الأخير أن يؤثر على سعر الصرف من خلال قناتين هما:

- **قناة تغيير الأسعار النسبية للأصول المحلية والأجنبية:** حيث تقوم السلطات النقدية بتعقيم شراء المواطنين للعملات الأجنبية، وذلك عن طريق قيامها بشراء السندات المحلية؛
- **قناة التوقعات:** بما أن المتعاملون يعتقدون أن السلطات النقدية لديها معلومات أكثر من تلك التي بحوزتهم حول أسواق الصرف، فإنهم مباشرة بعد شعورهم بتدخلها في الأسواق يقومون بتعديل توقعاتهم حول سعر الصرف وفقا لاتجاه تدخل الحكومة، فإذا كان التدخل في شكل شراء للعملة فإن سعر الصرف ينخفض.

02.البنوك التجارية وبنوك الأعمال

يتدخلون بواسطة وسطاء خاصين (مكاتب الصرف) الذين يتلقون الأوامر من الزبائن سواء من أجل البيع أو الشراء، ويكون هؤلاء الوسطاء في اتصال مع مكاتب صرف أخرى أو متدخلين آخرين بواسطة شبكة إتصال 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 وهي²:

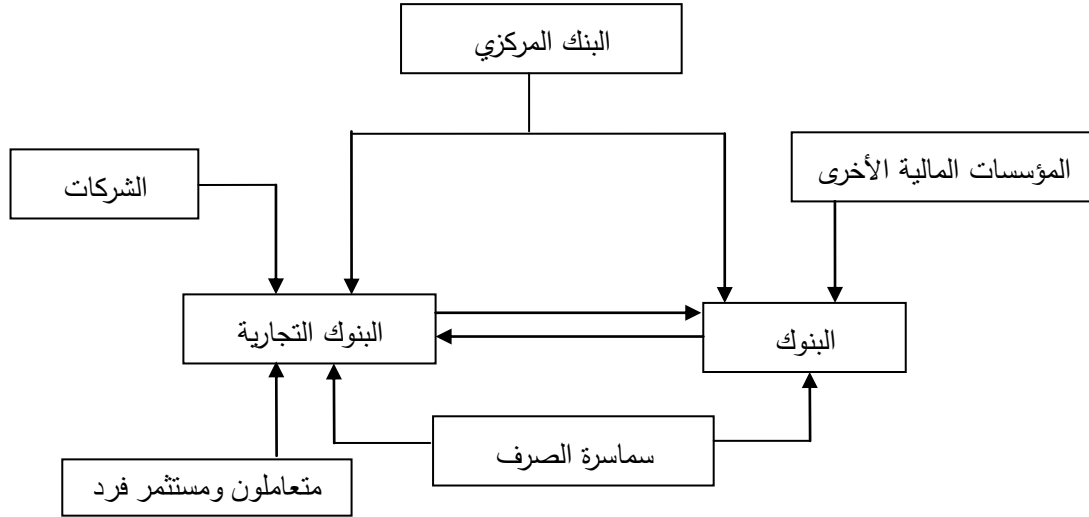
- مكاتب الصرف: تقوم بعملية الصرف نقداً (بيع وشراء العملات الصعبة) بين البنوك وزبائنهم؛

¹ PAUL.R.Krugman, Maurice Abfeld, Economie internationale, de Boeck Universite, 3eme edition, Belgique, 2001, p385.

² Guendouzi brahime , relations economiques internationales, edition elmaarifa, Alger, 1998, p66

- مكاتب صرف للودائع: 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.

الشكل رقم (01): أهم المشاركون في سوق العملة



المصدر: بن الزاوي عبد الرزاق، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار يازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص52.

03..سماسرة الصرف

يعتبر سماسرة الصرف وسطاء نشطين يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين، ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك وإعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشتريّة لهذه العملات¹. فإذا أراد أحد المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي أن يشتري أو يبيع عملة معينة، فإنه يقوم بإبلاغ السمسار المختص في هذه العملة في مكتب السمسرة بمضمون طلبه، وله يحدد مبلغ العملة محل الصفقة، وبعدها يقوم السمسار بإخطار البنوك له التي علاقات معها على الفوز بمضمون طلب الزبون، وبعد تلقيه إجابات من البنوك المختلفة، فإنه يقوم بالاتصال بالزبون، ثم ما فإذا الاتفاق على السعر و قيمة الصفقة فإن السمسار يتقاضى عمولة أو رسم سمسرة، فدور السمسار أن هو هنا يعمل كوسيط بين طرفي التعامل وتقريب الاتصال بينهما بسرعة وكفاءة، كما يعمل على تعجيل الحصول على المعلومات المطلوبة من البنوك في المناطق المختلفة².

¹ قدي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص109.

² مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، الطبعة الثانية، دار غريب للنشر، القاهرة، مصر، 1997، ص123.

وتلعب بيوت السمسرة دورا في هاما سوق الصرف خاصة في لندن و نيويورك، وذلك لأن جزء من كبير عمليات السوق يقوم به هؤلاء السماسرة.

ومع مطلع التسعينات ما ظهر يعرف بالسماسرة الالكترونيين، وهي عبارة عن شبكات الكترونية تعرض أسعار العملات الدولية المتداولة في أسواق الصرف ومن أشهرها شبكة (Reuter) والتي بدأت العمل في سنة 1998، تضم أكثر من 1000 مؤسسة مالية، وشبكة (E B S) التي بدأت العمل في 1993 وتضم 144 مؤسسة مالية.

رابعاً/العمليات الأساسية في سوق الصرف الأجنبي

من بين عمليات الصرف نجد:

01. عملية المراجعة (التحكيم)

تؤدي عدم كفاءة سوق الصرف إلى حدوث فروقات في أسعار صرف نفس العملات في المراكز والمواقع المختلفة، وبالتالي تتيح هذه الفروقات للمتعاملين فرص لتحقيق أرباح. إن عملية شراء العملة في سوق يكون فيه سعرها منخفض وإعادة بيعها في سوق آخر يكون فيه سعرها مرتفع، تسمى بعملية المراجعة أو الموازنة. وينتج عن هذه العملية بالنسبة للعميل الذي قام بها أرباح بدون مخاطرة، أما بالنسبة للسوق، فسوف يعيد توازنه من خلال إعادة ضبط العرض والطلب بحيث ينتج عنهما سعرا مساويا أو قريبا من الأسعار المتداولة في الأسواق الأخرى. ويمكن التمييز بين نوعين من المراجعة¹:

• **المراجعة المزدوجة:** تنجز هذه العملية في سوقين مختلفين، وتؤدي إلى زيادة الطلب على العرض في السوق (منخفض السعر) وزيادة العرض في السوق (مرتفع السعر) ويؤدي ذلك في النهاية إلى إعادة التوازن في السوقين.

• **المراجعة المتعددة:** تنجز هذه العملية في ثلاثة أسواق أو أكثر، أي أنها تحدث ما بين أسعار ثلاث عملات فما أكثر، وتعتبر هذه العملية أكثر تعقيدا عن العملية الأولى باعتبار أنها تتطلب استخدام ما يعرف بالأسعار المتقاطعة (أي خلق أسعار افتراضية على أساس أسعار الصرف الناتجة عن العرض والطلب).

لا يتحمل المراجح سواء في عملية المراجعة الثنائية أو المتعددة أي خطر مهما كان نوعه، باعتبار أنه يتعامل على أساس أسعار صرف معلومة ومعلنة، كما أنه لا يتخذ أي وضعية مفتوحة، فالوضعية الناشئة عن عملية الشراء في أحد السوقين، ستغلق في نفس اللحظة في السوق الثاني عندما يقوم بإعادة بيع العملة. ولا تقتصر المراجعة على سوق بعينه، وإنما قد تحصل على كل المنتجات المتوفرة في سوق الصرف.

¹ Josette Peyrard, Gestion Financière Internationale, 3ème édition, Vuibert, Paris, France, 1995, pp 55-56.

مثال تطبيقي

مستثمر جزائري يمتلك ما قيمته 1 مليون أورو، وكان سعر صرف الدولار مقابل اليورو في بورصتي باريس ونيويورك شراء وبيعا على النحو التالي:

سعر البيع (اليورو)	سعر الشراء (اليورو)	//
1.2355	1.2345	بورصة باريس
1.2365	1.2358	بورصة نيويورك

نتيجة لإختلاف أسعار شراء وبيع الدولار مقابل اليورو بين البورصتين فإن المستثمر يدرك وجود فرصة تحقيق ربح في حال قيامه بعملية التحكيم وذلك وفق الخطوات التالية:

- بما أن المستثمر يملك اليورو فإن ما يقوم به هو بيع اليورو في البورصة (شراء الدولار)، وبالمقارنة بين البورصتين يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو سعر بورصة نيويورك لأنه الأعلى (1 يورو = 1.2358)، ومن ثم يبيع 1 مليون ويحصل على ما يعادله من دولارات أي 1235800 دولار.
- بعد أن يمتلك المستثمر الدولارات التي تعادل ما كان لديه من يورو، يحولها مرة أخرى إلى يورو بالمقارنة بين الأسعار في البورصتين، ومن ثم يجد المستثمر أن السعر الذي يناسبه هو السعر على مستوى بورصة نيويورك. وعليه بتحويل دولاراته (1235800) إلى يورو نجد: 1235800 دولار / 1.2355 = 1000242.8 يورو.

وبالتالي في الأخير نجد أن عملية التحكيم مكنت المستثمر من تحقيق ربح قدره الفارق بين ما كان يمتلكه في البداية من يورو وما امتلكه في النهاية من يورو بعد القيام بعملية التحكيم حيث نجد: 1000000 يورو - 1000242.8 يورو = 242.8 يورو.

باستمرار عملية التحكيم نجد أن استمرار بيع اليورو (شراء الدولار) على مستوى بورصة نيويورك يدفع تدريجيا بانخفاض سعر شراء اليورو مقابل الدولار على مستوى بورصة باريس. ونفس الشيء استمرار شراء اليورو (بيع الدولار) على مستوى بورصة باريس يدفع تدريجيا لارتفاع سعر بيع اليورو مقابل الدولار ليتطابق مع سعر بيع اليورو مقابل الدولار على مستوى بورصة نيويورك. وبالتالي عند تطابق أسعار شراء وبيع العملات بين مختلف البورصات العالمية وزوال الفروقات تزول الفائدة من عملية التحكيم.

02. عملية المضاربة

ويقصد بها أن يتعاقد متعامل ما على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد آجل بسعر أعلى بناء على توقعات معينة. وبالتالي فإنه من الممكن والمحتمل أن يتعرض المضاربون إلى الخسارة الناشئة عن الفارق في سعر صرف تلك العملة بين فترتين متباعدتين إذا لم تصدق التوقعات التي بني على أساسها دخول المتعامل للسوق. وبعبارة أخرى إذا توقع المتعاملون في سوق الصرف أن سعر إحدى

العملات سيرتفع في المستقبل، في هذه الحالة سيتجه هؤلاء المتعاملين لشراء أكبر كمية ممكنة من هذه العملة وبيعها فيما بعد عندما يكون سعرها قد ارتفع وبالعكس، أي إذا توقع بعض المتعاملين في سوق النقد الأجنبي أن سعر إحدى العملات سينخفض في المستقبل، فإنهم يلجأون إلى بيع هذه العملة الآن وشراؤها فيما بعد والاستفادة من فارق السعرين.

ولكن نلاحظ أن المضاربة تؤدي إلى الابتعاد عن التوازن في سوق الصرف الأجنبي، ففي الحالة الأولى يقوم المتعاملون بشراء العملة عندما يكون سعرها منخفض وعلى العكس أي في حالة توقع الانخفاض واللجوء إلى التخلص منها فإن ذلك في حد ذاته سيؤدي بسعر العملة إلى مزيد من الانخفاض، لذلك فإن المضاربة تعتبر من العوامل المخلة بالاستقرار في الأسواق.

وبالتالي يمكن القول بأنّ المضارب يكون مقبلا وباحثا عن مخاطر الصرف الأجنبي على أمل الحصول على الربح، فإذا حدثت توقعاته حول تغيرات أسعار الصرف فإنه سيحقق مكاسب وإذا لم تتحقق توقعاته فإنه سينكبد خسائر، ويطلق عادة على المضارب الذي يتوقع ارتفاع في قيمة العملة بالمضارب على الارتفاع، أما المضارب الذي يتوقع انخفاض قيمة العملة بالمضارب على الإنخفاض، والمضاربون هم عادة الأفراد والشركات ذات الثروات الكبيرة أكثر من كونهم بنوك.

مثال تطبيقي

إذا كان سعر صرف الدولار مقابل اليورو هو: 1 يورو = 1.2345 دولار، وتوقع مستثمر ما أن قيمة اليورو سترتفع بعد 03 أشهر _ في ظل ترقب صدور بيانات إيجابية حول نمو الإقتصاديات الأوروبية وتحسن معدل العمالة والإنتاج الصناعي (كمؤشرات دالة ومحددة لسعر الصرف مثلا) _ إلى حدود 1 يورو = 1.2350 دولار، يقوم المستثمر بالدخول في عقد شراء مليون يورو لأجل 03 أشهر على أساس أنه سيدفع 1234500 دولار كي يعيد بيعها بعد ذلك عند تحقق الارتفاع لتحقيق ربح.

بعد مرور 03 أشهر إذا تحققت توقعات المستثمر وارتفعت قيمة اليورو فرضا إلى المستوى الذي توقعه، فإنه يدفع 1234500 دولار لشراء مليون يورو وبعد إعادة بيعها يحصل على 1235000 دولار ومن ثم يحقق ربحا قدره 500 دولار. أما إذا لم تتحقق توقعاته وتراجعت فرضا قيمة اليورو مثلا إلى مستوى 1 يورو = 1.2343 دولار، يكون المستثمر قد اشترى مليون يورو بـ 1234500 دولار ليعيد بيعها بسعر أقل مما دفعه أي 1234300 دولار محققا خسارة قدرها 200 دولار.

03. عملية التحكيم المغطى بفائدة

يشير تحكيم الفائدة إلى تحويل الأرصدة السائلة من مركز نقدي وعملة أخرى للاستفادة من الأسعار الأعلى العوائد (الفائدة). وعادة تغطي مخاطرة الصرف الأجنبي الناتجة ببيع مقدم للعملة الأجنبية للتطابق

مع سداد الاستثمار الأجنبي، وهناك حافز للتحكيم المغطى بفائدة طالما كان فرق الفائدة الموجب لمصلحة مركز النقد الأجنبي يزيد على الخصم المقدم على العملة الأجنبية¹. ونميز بين نوعين من هذا التحكيم:

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

مثال تطبيقي

إذا كان عائد أدون خزانة لثلاثة شهور هو 8% (على أساس سنوي) في لندن، 4% في نيويورك، فإن مقيماً في الولايات المتحدة يمكن أن يبادل دولاراته مقابل جنيهات عند سعر اللحظة الجاري ويستثمرها في لندن حيث يكسب 4% أكثر للسنة أو 1% أكثر للربع سنة (1/4). مع ذلك ففي ثلاث شهور قد يرغب المقيم الأمريكي في إعادة تحويل الجنيهات إلى دولارات وجمع الفائدة الإضافية التي اكتسبها. حيث أنه في ثلاث شهور قد يصبح السعر الحاضر للدولارات بالنسبة للجنيه أقل، فإن الفائدة الإضافية التي اكتسبها قد تتبخر أو يتبخر ما يزيد عليها.

ولتغطية هذه المخاطرة ففي نفس الوقت الذي يقوم فيه المستثمر الأمريكي بمبادلة الدولارات مقابل جنيهات الاستثمار في لندن لثلاث شهور فإنه سوف يقوم ببيع مقدم للقيمة المساوية للجنيهات مقابل دولارات لتسلمها في ثلاثة شهور. فإذا كان الخصم المقدم للجنيه هو 1% على أساس سنوي، فإنه سوف يفقد 1/4 الواحد في المائة للربع سنة في معاملة الصرف الأجنبي، بيد أنه سوف يكسب فائدة إضافية لهذا الربع السنوي، مقابل عائد صاف خال من المخاطرة 3/4 من الـ 1% على استثماره الأجنبي.

ومع ذلك، ومع استمرار التحكيم المغطى بفائدة، فإن فرق الفائدة الموجب لمصلحة لندن يميل إلى الإنخفاض بينما الخصم المقدم على الجنيه يميل إلى الارتفاع حتى يتساوى (تماثل الفائدة) وعند تماثل الفائدة لا تصبح هناك ثمة إمكانية لتحقيق كسب ويتوقف التحكيم المغطى بفائدة.

¹ دومينيك سالفاتور، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 147.

04. عملية التغطية

حيث أن أسعار الصرف عادة تتقلب عبر الزمن، فإن أي شخص عليه القيام بدفع أو تسلم مبالغ بعملة أجنبية في تاريخ لاحق يتعرض لمخاطرة حيث أنه سوف يتعين عليه أن يدفع أكثر أو يستلم أقل مما يتوقع بدلالة العملة المحلية، ويمكن تجنب أو تغطية هذه المخاطر في الصرف الأجنبي من خلال عملية التغطية، وهذه عادة تتضمن إتفاقا على شراء أو بيع كمية معينة من الصرف الأجنبي في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه اليوم. (عادة 03 أشهر من تاريخه) (سعر الصرف المقدم)¹.

مثال تطبيقي

مستثمر جزائري استورد ما قيمته 01 مليون أورو تجهيزات صناعية لإنشاء مصانع مقابل أن يتم التسديد بعد مرور فترة 06 أشهر. وعلى إفتراض أن سعر صرف الدينار مقابل اليورو هو 1 يورو = 110 دج وأن المستثمر الجزائري يتوقع ارتفاع قيمة اليورو مستقبلا بعد 06 أشهر لتصل مستوى 1 يورو = 120 دج، أي أن تكلفة الإستيراد نتيجة ارتفاع قيمة اليورو مستقبلا يتوقع ارتفاعها من 110 مليون دج إلى 120 مليون دج. على هذا الأساس يلجأ المستثمر الجزائري إلى التغطية ضد خطر سعر الصرف بأن يعقد اتفاق شراء مستقبلي لا 1 مليون يورو مقابل سعر الصرف السائد وهو 1 يورو = 110 دج.

بعد مرور 06 أشهر إذا صدقت توقعات المستثمر وارتفع سعر صرف الدينار مقابل اليورو مثلا إلى مستوى 1 يورو = 120 دج، عندها يكون المستثمر قد حقق ربحا من عملية التغطية (تجنب خسارة محققة) قدره 10 مليون دج (لأنه دفع مقابل 1 مليون يورو ما قيمته 110 مليون دج بدل 120 مليون دج).

أما إذا لم تصدق توقعاته وانخفض سعر صرف الدينار مقابل اليورو مثلا لمستوى 1 يورو = 105 دينار، عندها يكون المستثمر قد حقق خسارة من عملية التغطية التي قام بها قدرها 05 مليون دج (لأنه دفع مقابل 1 مليون يورو ما قيمته 110 مليون دج بدل 105 مليون دج).

¹ دومينيك سالفاتور، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 147.

المحور الرابع: أساسيات ميزان المدفوعات

أولاً: مفهوم ميزان المدفوعات وأهميته

ثانياً: تقسيمات ميزان المدفوعات

ثالثاً: التوازن والإختلال في ميزان المدفوعات

رابعاً: الفكر الاقتصادي وتوازن ميزان المدفوعات

المحور الرابع: أساسيات ميزان المدفوعات

أولاً/ مفهوم ميزان المدفوعات وأهميته

يمكن تعريف ميزان المدفوعات بأنه سجل محاسبي منتظم لكافة المبادلات الاقتصادية التي تمت بين المقيمين في هذه الدولة والمقيمين في الدول الأخرى، خلال فترة زمنية معينة عادة تكون سنة¹. هو عبارة عن تقدير مالي لجميع المعاملات التجارية والمالية التي تتم بين الدولة والعالم الخارجي خلال فترة زمنية عادة تكون سنة.

عرّف صندوق النقد الدولي ميزان المدفوعات بأنه بيان إحصائي يلخص المعاملات بين المقيمين وغير المقيمين خلال فترة معينة ويتألف من حساب السلع والخدمات وحساب الدخل الأولي والحساب الثانوي والحساب الرأسمالي والحساب المالي، وفقاً لقاعدة القيد المزدوج الذي يركز عليه ميزان المدفوعات يسجل كل معاملة قيدان ومجموع القيود الدائنة يساوي مجموع القيود المدينة.

يعرّف ميزان المدفوعات الدولية على أنه سجل محاسبي أو إحصائي موثق رسمياً، يعتمد قيدا مزدوجاً لخاصة المقبوضات والمدفوعات اللتين تترتب عليهما حقوق دائنية والتزامات مديونية للمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والقانونيين في دولة ما مع الخارج نتيجة للمبادلات الاقتصادية والتحويلات الخارجية سواء كانت من طرف واحد أو من طرفين خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة. ويتضمن هذا التعريف العناصر التالية²:

- سجل محاسبي أو إحصائي موثق رسمياً: وهو يعد حسب أصول المحاسبة وبما يجعله مرجعاً للمعلومات يعتمد من قبل صانعي القرارات والباحثين المختصين والمتابعين النقديين والماليين، خاصة أن السجل المعني يصدر عن مؤسسات رسمية وفي مقدمتها البنوك المركزية ويوثق أيضاً من قبل صندوق النقد الدولي (IMF).

- القيد المزدوج: والذي يتضمن كافة التدفقات الداخلية إلى البلد كمقبوضات والتدفقات الخارجة منه كمدفوعات، فتقابل حقوق البلد المكتسبة من التعاملات الاقتصادية الدولية ديون عليه، ولا يعني القيد المزدوج تعادل الأرقام فيما يخص البنود (أو الفقرات) الأساسية أو التفصيلية بل المسألة تتعلق بالحسابات الختامية وإن ما تبقى من فروقات بين طرفي المقبوضات والمدفوعات يتم تلافيه من خلال بند (أو فقرة) التصحيح أو التعديل.

- المبادلات الاقتصادية والتحويلات الخارجية: وهي تسجل حسب تصنيفها المعتمد سواء اتخذت صيغة علاقات تبادلية مثل الصادرات مقابل الواردات أو خرجت كتحويلات خارجة للدخول والتي قد تتحقق

¹ شافعي محمد زكي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، الكويت، 1977، ص 57.

² هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 235-236.

كتدفقات متقابلة بشكل أدنى أو من قبل طرف واحد مثل الهبات والتعويضات وتحويلات العاملين في الخارج وبعض الضرائب والرسوم.

- المقيمين من الأشخاص الطبيعيين والقانونيين في دولة ما: وبذلك ترتبط حسابات ميزان المدفوعات بثلاث وقائع إحداها (المقيمون وحسب المفهوم المعتمد على المستويين المحلي والدولي) والثانية (الأشخاص الطبيعيين كأفراد وأسر والأشخاص القانونيون كتنظيمات مرخصة اقتصادية وغير اقتصادية حكومية أو خاصة أو دولية أو أجنبية) والثالثة (الدولة كبناء أساسي متكامل (أرض، شعب، حكومة وسيادة) وبالتالي فإن ميزان المدفوعات الدولية لا يرتبط بأي من هذه المكونات على إنفراد.

- فترة زمنية معينة: والتي تحدد عادة بسنة واحدة وبذلك يختلف ميزان المدفوعات الدولية عن حسابات الدائنية والمديونية لبلد ما والتي تتم غالبا في مجال زمني ضيق ك لحظة معينة.

أهمية ميزان المدفوعات

تعكس بيانات ميزان المدفوعات دلالاتها الخاصة التي تعبر عن الأحوال الاقتصادية للبلد بغض النظر عن الفترة الزمنية التي تغطيها دراسة هذه البيانات لذلك فإن تسجيل هذه المعاملات الاقتصادية الدولية في حد ذاتها مسألة حيوية لأي اقتصاد وطني وذلك للأسباب التالية¹:

01. يعكس قوة الاقتصاد الوطني للدولة: إن هيكل هذه المعاملات الاقتصادية يعكس قوة الاقتصاد الوطني، وقابليته ودرجة تكييفه مع المتغيرات المؤثرة في الاقتصاد الدولي، لأنه يعكس حجم وهيكل كل من الصادرات والواردات، بما فيه العوامل المؤثرة عليه كحجم الاستثمارات ودرجة التوظيف، ومستوى الأسعار والتكاليف....إلخ.

02. يظهر القوى المحددة لسعر الصرف: إن ميزان المدفوعات يعكس قوى طلب وعرض العملات الأجنبية، ويبين أثر السياسات الاقتصادية على هيكل التجارة الخارجية من حيث حجم المبادلات ونوع سلع التبادل، الشيء الذي يؤدي إلى متابعة ومعرفة مدى تطور البنين الاقتصادي للدولة ونتائج سياساتها الاقتصادية

03. يساعد على تخطيط وتوجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للدولة: حيث يشكل ميزان المدفوعات أداة هامة تساعد السلطات العامة على تخطيط وتوجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للبلد بسبب هيكله الجامع، كتخطيط التجارة الخارجية من الجانب السلعي والجغرافي أو عند وضع السياسات المالية والنقدية، ولذلك تعد المعلومات المدونة فيه ضرورية للبنوك والمؤسسات والأشخاص ضمن مجالات التمويل والتجارة الخارجية.

¹ السيد محمد أحمد السريتي وأحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار فاروس العلمية، الإسكندرية، مصر، 2017، ص ص 251-252.

04. يقيس الوضع الخارجي للدولة: حيث أن المعاملات الاقتصادية التي تربط الدولة مع العالم الخارجي هي نتيجة اندماجه في الاقتصاد الخارجي، وهي بذلك فهي تعكس الوضع الخارجي للبلد.

كيفية تسجيل المعاملات الاقتصادية

إنّ المبدأ المتبع في التسجيل هو مبدأ القيد المزدوج المعروف في المحاسبة؛ وهو الذي يجعل ميزان المدفوعات دائماً متوازناً من الناحية المحاسبية، ذلك لأنّ كل عملية اقتصادية تُسجل مرتين: مرة في الجانب الدائن، مثلاً بالنسبة للمصدر عندما تتم الصفقة التجارية، وأخرى في الجانب المدين وذلك عندما تتم تسويتها مالياً. في الواقع عادة ما يكون ميزان المدفوعات من الناحية الاقتصادية مختلاً، أي أنه يحقق فائضاً أو عجزاً. إذا كان الإختلال بسيطاً فهو لا يشكل أي قلق للبلد المعني. يعتبر الإختلال الحالة العادية التي ميزت الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية وحتى غاية بداية التسعينات من القرن العشرين، خاصة بالنسبة للبلدان النامية؛

وذلك رغم ما نصت عليه اتفاقات بريتن وودز من لزوم قيام التعاون الدولي النقدي والمالي اللازمين لمعالجة مثل هذه الإختلالات. الجدير بالذكر هو أنّ الإختلالات المزمّنة كانت أحد الأسباب الرئيسية التي عجلت بالتخلي عن نظام أسعار الصرف الثابتة خلال عقد السبعينات من القرن العشرين.

بالنسبة للبلد المصدر، فإنّ كل عمليات التصدير، سواء تعلقت بالسلع أو بالخدمات، فهي تسجل عند إتمامها في الجانب الدائن من الميزان، أي أن البلد دائن بقيمتها لباقي العالم، وهي تسمح للبلد بالحصول على قيمتها بعملة أجنبية تحظى بالقبول العام دولياً. وعندما تتم فعلاً عملية التسديد فهي تسجل عكس السلعة أو الخدمة التي تقابله، أي في الجانب المدين من الميزان؛

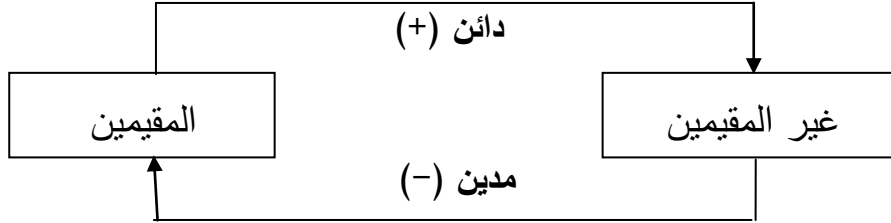
وبذلك يتوازن الميزان محاسبياً. أمّا عمليات استيراد السلع والخدمات فهي تسجل في الجانب المدين، لأنها تلزم البلد بتسديد قيمتها بعملة صعبة. عندما يتم التسديد تسجل القيمة في الجانب المدين، وبذلك يتم كذلك توازن الميزان محاسبياً.

أمّا حركة رؤوس الأموال الدولية، الطويلة أو القصيرة الأجل، فهي تسجل في الجانب المدين عندما يكون الأمر يتعلق بتصديرها، وفي الجانب الدائن عندما تستورد. ونلاحظ هنا وكأن الأمر معكوس بالنسبة لتسجيل السلع والخدمات. إن الأمر الذي يبدو معكوساً هو في الواقع صحيح لأن تصدير رؤوس أموال، أي كان شكله، إقراض أو استثمار أو هبات، يلزم البلد المصدر بدفعها فعلاً للبلد المضيف: أي أنها التزم بالنسبة للبلد المصدر وحق بالنسبة للبلد المضيف؛

وعليه فهي تسجل في الجانب المدين من ميزان مدفوعات البلد المصدر لرؤوس الأموال، وفي الجانب الدائن من ميزان مدفوعات البلد المضيف. والعكس تماماً في حالة استيراد رؤوس الأموال.

أمثلة عن التسجيل في ميزان المدفوعات

الشكل رقم (02): تسجيل التدفقات في ميزان المدفوعات



Source : Bernard Guillochon, économie internationale, Dunod, Paris, 1995, p02.

تقوم حسابات ميزان المدفوعات على أساس مبدأ القيد المزدوج، ويفترض بالتالي أن لكل عملية تتم مع العالم الخارجي قيدتين متساويتين في القيمة، أحدهما دائن والآخر مدين، وجرت العادة على معاملة البنود المدينة في الميزان كبنود سالبة (-)، والبنود الدائنة موجبة (+).

01. قامت شركة جزائرية بتصدير كمية من الإسمنت بقيمة 05 مليون دولار لدولة إسبانيا:

- هذه العملية التجارية تؤثر على جانبيين في ميزان المدفوعات، فالإسمنت عبارة عن سلعة ملموسة تصديرها يؤدي إلى قيد دائن (+) في الحساب الجاري الجزائري لأنها أدت إلى نقص في عرض السلع والخدمات المحلية (النقص يعني حدوث بيع وهذا يعني حقوق الجزائر لدى الخارج سوف تزداد).

- لكن هذه العملية سوف تؤثر أيضا على طرف آخر وهو زيادة تراكم الاحتياطيات من العملات الأجنبية للجزائر وبالتالي فإنه سيكون هناك قيد مدين (-) في حساب احتياطياتها الأجنبية أي في حساب رأس المال وذلك لأن التزامات الجزائر للخارج سوف تنقص.

02. قام سائح جزائري بإنفاق عشرة آلاف دولار في دولة بلجيكا

- هذه العملية تؤثر على الحساب الجاري وحساب رأس المال ويكون الحساب الجاري لدينا بقيمة عشرة آلاف دولار وحساب الاحتياطيات الأجنبية دائنا بنفس القيمة.

03. قامت شركة جزائرية باستيراد مواد خام بقيمة خمسة مليون دينار جزائري من شركة ألمانية:

- هذه العملية تؤثر على جانبيين في ميزان المدفوعات هما الحساب الجاري وحساب رأس المال، وربما أن هذه العملية تؤدي إلى زيادة السلع فإن الحساب الجاري يكون لدينا والطرف الآخر وهو حساب الاحتياطيات الأجنبية يكون دائنا.

04. قام مستثمر جزائري بالاتفاق على شراء على شراء سلع بقيمة أربعين مليون دولار من شركة صينية:

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

05. قامت الجزائر بتصدير سلع بقيمة ثمانون مليون دينار جزائري وتم استلام قيمة هذه السلع بالدينار بموجب شيك:

- يمثل تصدير السلع في هذه الحالة مطلوبات أي تسجل في الجانب الدائن من حساب التجارة السلعية لأن الدولة تكون دائنة للدول الأخرى بمقدار قيمة 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.

06. بافتراض أن مقيما قام بتصدير بضائع بقيمة 100 مليون دج مقابل شراء بضائع، فالتسجيل يكون:

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

- إذا كان تسديد ثمن البضائع المصدرة قد حصل على الفور وبالعملات الصعبة، فالتسجيل يكون:

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

- وإذا كان المقيم الذي يقوم بالتصدير قد منح غير المقيم المستورد قرضا قصير الأجل، فيكون التسجيل:

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

- تصدير بضائع بقيمة 100 مليون دج، مقابل قرض تجاري طويل الأجل، فيتم التسجيل كما يلي:

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

- إذا كان ثمن الصادرات قد حصل نقداً، وبالعلة الوطنية (100 مليون دج) فيكون التسجيل كالتالي:

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	100	-
أصول (حقوق) بالنقد الوطني	-	100

- إذا أقدمت الجزائر على تقديم هبة عينية بقيمة 700 مليون دج لأحد الدول، فتسجل كما يلي:

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

- تلقت الجزائر معونة مالية بالدولار الأمريكي، توازي قيمتها 150 مليون دج، من إحدى الدول، فتسجل:

البيان	دائن	مدين
تحويلات دون مقابل للقطاع العام من الخارج	150	-
أصول (حقوق) بالعملة الصعبة	-	150

ثانيا/تقسيمات ميزان المدفوعات

إن أسلوب إعداد ميزان المدفوعات الدولية وترتيب مكوناته يعتمدان على محددات عديدة نذكر منها¹:

1. مدى توافر المعلومات من مصادرها الأصلية المعتمدة مثل السلطات الجمركية والأجهزة المصرفية وخاصة البنوك المركزية والدوائر ذات العلاقة بالتحويلات الخارجية؛
2. حجم المعاملات الدولية ومستوى تنوعها أو تركزها؛
3. النظام الاقتصادي السائد من حيث الإنفتاح على العالم وإندماجه (كمركز) أو (كهامش) في الأسواق ودور مؤسساته في عمليات الإنتاج والتبادل والإئتمان الدولية؛
4. أهداف السياسات الاقتصادية المعتمدة في الدولة وخاصة اتجاه حركة رؤوس الأموال الأجنبية وحرية أو تقييد التحويلات الخارجية ونمط التنمية فيما بين تعويض الواردات وتعزيز الصادرات؛
5. واقع الاقتصاد بين التخصص والتركيز الإنتاجي في مواد أولية بغرض التصدير أو التنويع الإنتاجي والتوازن الهيكلي.

نتيجة لتعدد المعاملات الاقتصادية لكل بلد مع العالم الخارجي، ظهرت صعوبة في حصرها وتدوينها بصورة منفردة في ميزان المدفوعات، مما يستلزم في الغالب تقسيم ميزان المدفوعات على مستويين:

التقسيم العمودي: عموديا ينقسم ميزان المدفوعات إلى:

- الجانب الدائن:** ويتم في هذا الجانب تسجيل كل العمليات التي يترتب عنها دخول للعملة الأجنبية (الصادرات) وكل ما من شأنه خلق حقوق للدولة من قبل المستوردين الأجانب؛
- الجانب المدين:** ويسجل في هذا الجانب كل العمليات التي يترتب عنها خروج العملة الأجنبية من دولة لأخرى (الواردات) وكل ما من شأنه خلق التزام للدولة من قبل دول أخرى.

¹ هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 239.

التقسيم الأفقي: أفقياً ينقسم ميزان المدفوعات إلى أقسام مستقلة وحسابات وموازن فرعية، بحيث تضم كل منها مجموعة من المعاملات الاقتصادية والمالية المتماثلة من حيث الطبيعة والمقاربة من حيث الأهداف، ويشمل هذا التقسيم الحسابات التالية:

1. حساب العمليات الجارية

ويسمى حساب العمليات الجارية بحساب الدخل، وذلك لأنه يشمل كافة المعاملات الدولية التي من شأنها التأثير على حجم الدخل الوطني بالزيادة أو بالنقصان، ويعتبر حساب العمليات الجارية أهم بنود ميزان المدفوعات لأنه يسجل حركة السلع والخدمات (الصادرات والواردات) التي تمثل أهم العلاقات الاقتصادية الخارجية لأي دولة.

01. الحساب التجاري

يتضمن الحساب التجاري كافة العمليات التجارية الدولية التي تتم بمقابل، بمعنى وجود عائد سواء سلع أو خدمات أو نقود مقابل هذه العمليات. وهو بدوره يتضمن حسابين آخرين: حساب التجارة المنظورة وحساب التجارة غير المنظورة.

• حساب التجارة المنظورة

هو من أهم أجزاء ميزان المدفوعات، ويقصد به كافة البنود المادية المتعلقة بحركة السلع من صادرات وواردات البلد مع بقية دول العالم في فترة زمنية محددة. ويشدّد على المنتجات الجاهزة والمنتجات الوسيطة والمواد الأولية التي يمكن مشاهدتها وتسجل عند عبورها الحدود.

يطلق عليه اسم الميزان التجاري أو ميزان التجارة المنظورة، وهو يمثل حصيلة الفرق الجبري بين مجمل الصادرات ومجمل الواردات الدولية، وهي تزيد من الادخار والقدرة على نمو الاقتصاد عندما تكون نتيجة الفرق موجبة، وتتنقصها عندما تكون سالبة، وهذا الميزان يشكل أهم فقرات ميزان المدفوعات¹.

وأنّ جميع المعاملات التجارية المنظورة تحدّد بشكل بسيط ودقيق إلى حد ما، غير أنه من الضروري إجراء تعديلات في القيمة حتى تسهل عملية تكييف الإحصاءات الجمركية لشروط ميزان المدفوعات، وهي إعادة حسابات الواردات من أسعار CIF* (الكلفة والتأمين وأجرة الشحن، أي التكاليف المتكبدة في نقل واردات السلع وصادراتها من دولة لأخرى). إلى أسعار FOB* (تسليم على السفينة وهي أسعار وواردات السلع وصادراتها+ مصاريف التحميل). وتعني FOB حذف نفقات النقل والتأمين عن النفقات الأساسية لشراء السلع².

¹ حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 14.

* CIF (Cost Insurance Freight).

* FOB (Free On Board).

² بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003، ص 55-56.

• حساب التجارة غير المنظورة

يشمل حساب التجارة غير المنظورة كافة الخدمات التي تقدمها الدولة للخارج، أو التي تحصل عليها من الخارج، كمثال خدمات النقل والتأمين والسياحة والاستثمار والخدمات الحكومية والمصرفية وغيرها من الخدمات الأخرى.

ففي مجال السياحة يشمل هذا البند مصروفات المسافرين الأجانب داخل الدولة (دائن) ومصروفات المقيمين عند السفر في الخارج (مدين) أيًا كان الهدف من السفر، السياحة أو التعلم أو العلاج أو العمل. وينصرف مجال النقل إلى قيمة خدمات النقل البحري والبري والجوي والنهري التي يقدمها المقيمون لغير المقيمين (دائن) و غير المقيمين إلى المقيمين (مدين). وقيمة خدمات النقل تتضمن ثمن تذاكر السفر ورسوم الموانئ وأجور شحن البضائع و ثمن الوقود وغيرها من القيم الأخرى¹.

أمّا التأمين فيشمل كافة عمليات التأمين تأمين على الحياة أو ضد الحوادث أو على الطائرات والسفن أو على نقل البضائع، وقيمة عمليات إعادة التأمين التي تتم بين المقيمين و غير المقيمين خلال فترة الميزان.

وتقيد أفساط التأمين في الجانب الدائن فيما يتعلق بما تستحقه مشروعات مقيمة قبل غير مقيمين، وفي الجانب المدين بما تستحقه غير المقيمين قبل المقيمين، أما عند استحقاق مبالغ التأمين فالدفع منها إلى الداخل يقيد بالدائن والمدفوع منها إلى الخارج يقيد بالمدين.

ويقصد بدخول الاستثمار خدمات رأس المال سواء أداها رأس المال المحلي للخارج أو أداها رأس المال الأجنبي إلى الداخل.

وتتضمن الخدمات الحكومية كل الخدمات التي تقدمها الحكومة الوطنية أو الحكومة الأجنبية. ومثالها نفقات البعثات الدبلوماسية والسياسية، والنفقات الإدارية وكمساهمة الحكومة الوطنية في النفقات الإدارية للمنظمات الدولية والمعاشاة التي تدفعها الدولة للخارج والعمليات بالقوات المسلحة في الخارج، والضرائب التي يدفعها مواطنيها في الخارج.

أمّا الخدمات المصرفية فتشمل الخدمات التي تقدمها البنوك الوطنية إلى الخارج والعكس، كالقروض والتحويلات وكافة عمليات الإئتمان وخصم الأوراق التجارية والإعتمادات المستندية وغيرها.

ومن الخدمات الأخرى كذلك حقوق التأليف، حقوق الملكية التجارية والصناعية، وإيجار الأفلام السينمائية...إلخ.

02. حساب التحويلات: لحساب التحويلات طبيعة خاصة، حيث أنه يتضمن كافة المعاملات والمبادلات التي تمت بين الدولة والخارج خلال فترة الميزان بدون مقابل، أي لا تؤثر بصورة مباشرة على الإنتاج والدخل المحليين. ولذلك يعرف بأنه يشمل العمليات غير التبادلية.

¹ مجدي محمود شهاب وسوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006، ص98.

ويدخل في حساب التحويلات كافة الهبات والتعويضات سواء أخذت شكلا نقديا أو عينيا، وتقيد الدولة جميع الهبات التي حصلت عليها من الخارج في الجانب الدائن، بينما تقيد كافة الهبات التي دفعها المقيمون إلى الخارج في الجانب المدين.

ومن أمثلتها التعويضات التي تدفعها الدولة إلى الخارج كالتعويضات عن حوادث الطيران، وكذلك كأن تصدر الدولة كمية من القمح إلى دولة أخرى على سبيل الهبة، أو أن يحول مقيم مبلغا من المال إلى الخارج كمساعدة أو إعانة لشخص ما. وبالتالي فإن حساب التحويلات لا يحتوي إلا على بند واحد فقط هو الهبات والتعويضات.

عموما التحويلات بدون مقابل، تشمل التحويلات التي يترتب عليها انتقال موارد حقيقية عينية أو موارد مالية من وإلى الخارج دون إقتضاء مقابل، وهي نوعان¹:

- **تحويلات خاصة:** تشمل الهدايا والهبات والإعانات والتبرعات (عينية ونقدية)، والمقدمة أو المستلمة من الأفراد والمؤسسات الخاصة (دينية، ثقافية، خيرية...);
- **تحويلات رسمية:** تشمل المعاشات والمنح والتعويضات (عينية أو نقدية)، والمقدمة أو المستلمة من الحكومات، مثل المنح التي تقدم لإنجاز البرامج التنموية أو الإغاثة من الكوارث الطبيعية.

ثانيا/ حساب المعاملات الرأسمالية

يقيس هذا الحساب من ميزان المدفوعات كافة المعاملات الاقتصادية الدولية للأصول المالية، أي أن الحساب المذكور يتضمن كافة العمليات التي تمثل تغيرا في المراكز الدائنة والمراكز المدينة للدولة كون هذه العمليات تقتصر على حركات رؤوس الأموال بين الدولة وبين الدول الأخرى.

ويتكون هذا الحساب من من حسابي رؤوس الأموال طويلة الأجل ورؤوس الأموال قصيرة الأجل:

أ/ **حساب رؤوس الأموال طويلة الأجل:** هو الحساب الذي يتضمن التدفقات الرأسمالية التي يطول أمدتها لمدة زمنية أكثر من سنة، ويتكون هذا البند بدوره من:

- **القروض طويلة الأجل:** تستحق السداد أكثر من سنة، خمس سنوات، عشر سنوات.... إلخ) أقساط سدادها، سواء تلك الممنوحة إلى الأجانب أو الممنوحة من الأجانب، وهي تكون عادة إما من مصادر حكومية أو خاصة أو مؤسسات وهيئات دولية. وتسجل القروض طويلة الأجل التي يمنحها الأجانب إلى البلد في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات، كما تسجل قيمة سداد أقساط القروض الوطنية التي يمنحها البلد إلى الخارج ، أما القروض طويلة الأجل التي يمنحها البلد إلى الأجانب فتسجل في الجانب المدين، كذلك تسجل في هذا الجانب أقساط الدين الذي يقوم البلد بسداده إلى الأجانب²؛

¹ رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص347.

² وليد عبيد عبد النبي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق، 2012، ص08.

● **الاستثمار المباشر:** ومقياس هذا الاستثمار يتمثل في صافي رأس المال في خارج الدولة وفي داخلها لتولي وممارسة السيطرة والرقابة على الأصول. فعلى سبيل المثال فإن قيام إحدى المؤسسات بإنجاز مشروع جديد لصناعة السيارات في بلد آخر أو شراء مؤسسة قائمة في بلد آخر، فإن هذه العمليات تمثل استثمار مباشر في ميزان المدفوعات للدولة المعنية، وعندما تخرج التدفقات الرأسمالية من الدولة المعنية، فإن قيود رصيد التسديدات ستمثل تدفقا نقديا سالبا، وفي نفس الوقت فإذا قامت إحدى الشركات الأجنبية بشراء مؤسسة في الدولة المعنية فإن ذلك يمثل تدفقات رأسمالية وأن قيود رصيد التسديدات سيكون تدفقا نقديا موجبا.

● **الاستثمار في الأوراق المالية:** مثل شراء الأسهم والسندات من جانب المقيمين خلال تعاملهم في الأسواق المالية الدولية، وكذلك استثمار غير المقيمين لأموالهم عن طريق شراء أسهم الشركات العاملة في البلد أو السندات التي تصدرها جهات حكومية أو بنوك وطنية مقيمة¹.

ب/ حساب رؤوس الأموال قصيرة الأجل

ويقصد بها التحركات التلقائية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل أي لمدة تقل عن سنة، وتفيد حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للخارج في الجانب المدين، أما تحركات رؤوس الأموال للداخل تسجل في الجانب الدائن، وتتم التحركات التلقائية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل لعدة أسباب منها²:

● الخوف من الظروف الاقتصادية والسياسية غير الملائمة، ويؤدي ذلك إلى هروب رأس المال واللجوء إلى بلد يتمتع بظروف أفضل؛

● إختلاف مستويات أسعار الفائدة، لأن هذا يؤدي إلى تحركات رؤوس الأموال في البلاد ذات أسعار الفائدة المنخفضة إلى الدول ذات أسعار الفائدة المرتفعة بغرض تحقيق دخل أكبر؛

● لغرض المضاربة، فمثلا عندما يتوقع المضاربون ارتفاع سعر عملة ما فإنهم يحولون أموالهم للبلد صاحب العملة المتوقع ارتفاع قيمتها ثم يبيعون مشترياتهم من العملة إذا ما تحققت توقعاتهم والعكس.

03. حساب الإحتياطات الرسمية

تتم تسوية المدفوعات الدولية عن طريق الصرف الأجنبي والذهب، الذي كان من أدوات الدفع الأكثر قبولا للوفاء بالالتزامات الدولية، حيث تقوم الدولة بتسوية العجز في ميزان مدفوعاتها عن طريق تصدير الذهب إلى الخارج. أما عندما يكون هناك فائض في ميزان المدفوعات فإن الدولة تقوم باستخدام الفائض المذكور لشراء الذهب من الخارج، وعليه فإن الذهب الذي يستخدم في تسوية كل من العجز والفائض في ميزان المدفوعات هو الذي يتم الإحتفاظ به لدى السلطة النقدية (البنك المركزي) كغطاء أو

¹ طارق فاروق الحصري، الاقتصاد الدولي، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2010، ص55.

² السيد محمد أحمد السريتي وأحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، دار فاروس العلمية، الإسكندرية، مصر، 2017، ص255.

احتياطي. ويتضمن حساب الاحتياطات الرسمية جانبا مدينا وجانبا دائنا تقيد فيهما حركة الذهب والصرف الأجنبي¹.

خلاصة ذلك أنّ هذه التحركات في الاحتياطات الرسمية الدولية تستعمل بغرض إجراء عملية التسوية عند حدوث الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات.

04. حساب السهو والخطأ

إنّ إعداد تقديرات لميزان المدفوعات وفقا لمبدأ القيد المزدوج تؤدي للوصول إلى تعادل بين القيود الموجبة والسالبة، لكن قد يحدث أن تكون القيمة التي نحصل عليها لمجموع البنود في الجانب الدائن غير مساوية للقيمة التي نصل عليها في الجانب المدين والتي قد تكون راجعة لسهو أو خطأ أو حتمية فرضتها ضرورة الأمن الوطني للبلد إلى عدم الإفصاح عن بعض مشترياتها مثل ما يتعلق بالأسلحة العسكرية، وفي هذه الحالة تظهر الحاجة لحساب يعمل على التعادل بين الجانبين، ولقد جرت العادة عند عرض بيانات ميزان المدفوعات إظهار بند مستقل لحساب السهو والخطأ، بحيث يكون مكان هذا القيد هو الجانب الأقل سواء كان دائن أو مدين ويعرف هذا الحساب أيضا بحساب التعديلات لأنه يعادل بين جانبي ميزان المدفوعات².

جدول رقم (02): مركبات ميزان المدفوعات

الرصيد	مدين	دائن	نوع الحساب
			أ. حساب العمليات الجارية 1. الميزان التجاري <ul style="list-style-type: none"> • الصادرات السلعية • الواردات السلعية 2. ميزان الخدمات <ul style="list-style-type: none"> • النقل • التأمين • السياحة 3. ميزان التحويلات من جانب واحد <ul style="list-style-type: none"> • إعانات • منح • هبات (هدايا)
			ب. حساب العمليات الرأسمالية

¹ عدنان تايه النعيمي، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، صص 64-65.

² زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، صص 68.

			<p>1. حساب رؤوس الأموال طويلة الأجل</p> <ul style="list-style-type: none"> • قروض طويلة الأجل • استثمارات مباشرة • استثمارات في الأوراق المالية <p>2. حساب رؤوس الأموال قصيرة الأجل</p> <ul style="list-style-type: none"> • قروض قصيرة الأجل <p>III. حساب الإحتياطات الرسمية</p> <p>IV. حساب السهو والخطأ</p>
--	--	--	--

المصدر: من إعداد الباحث إنطلاقاً مما سبق

ثالثاً/التوازن والإختلال في ميزان المدفوعات

حالة التوازن في ميزان المدفوعات تعكس مدى نجاح وفعالية السياسة الاقتصادية المنتهجة بالدولة وعلى كفاءة الأداء الاقتصادي بها، وبالتالي يكون قد تحقق هدف التوازن مع العالم الخارجي الذي يقتضي كون ميزان المدفوعات في حالة توازن ويكون متوافقاً مع التوازن الداخلي للاقتصاد الوطني.

01. التوازن المحاسبي لميزان المدفوعات

أوضحنا من قبل أن ميزان المدفوعات عبارة عن سجل لكافة المعاملات الاقتصادية التي تتم بين المقيمين في بلد معين وغير المقيمين فيه، خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، وبما أن القيد في ميزان المدفوعات يتم وفقاً للقاعدة المحاسبية المعروفة بالقيد المزدوج، المقصود ذلك أن كل عملية لها طرفان طرف مدين وطرف دائن، وبناءً على ذلك يكون ميزان المدفوعات متوازن حسابياً ويعني هذا التوازن أن يتساوى مجموع الجانب الدائن مع مجموع الجانب المدين.

تجدر الإشارة إلى أن هذا التوازن لا يمثل قيمة في التعرف على مركز الدولة الاقتصادي، وليس شرطاً أن يحدث التوازن لكل حساب على حدى¹، فقد يكون ميزان العمليات الجارية في حالة عجز فإن حساب رأس المال غير متوازن، فعند حدوث عجز أو فائض في حساب معين في ميزان المدفوعات ينعكس ذلك على حساب آخر.

وللتوضيح إذا كان ميزان العمليات الجارية في حالة عجز فإن حساب رأس المال يكون في حالة فائض بنفس قيمة العجز، وعند وجود فارق بين الجانب المدين والجانب الدائن بعد استكمال كل التسجيلات، فإن حساب السهو الخطأ يعيد التوازن لميزان المدفوعات فهو مفتوح خصيصاً للمعاملات الاقتصادية التي تمت مع العالمي الخارجي والتي فشل المعنيين في إحصائها، وتعود حتمية هذا التوازن

¹ عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 98.

إلى الدور الذي تلعبه حركات رؤوس الأموال المسماة بعمليات الموازنة، وهي عمليات مترتبة على العمليات التلقائية وهي لا تجري لذاتها وإنما حسب وضع ميزان المدفوعات وتشمل حركة رأس المال قصير الأجل على شكل قروض والتغيرات في طبيعة الأرصدة الأجنبية وحركة الذهب للأغراض النقدية¹.

02. التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات

التوازن الاقتصادي يعني تعادل أصول وخصوم بنود محددة في ميزان المدفوعات، ويقصد به أيضا الحالة التي يتساوى فيها إيرادات الدولة من صادراتها من السلع والخدمات والتحويلات الرأسمالية طويلة الأجل إلى الداخل مع المديونيات الناشئة عن وارداتها من السلع والخدمات والتحويلات الرأسمالية طويلة الأجل إلى الخارج.

يستلزم التوازن الاقتصادي بميزان المدفوعات تساوي أصول وخصوم المعاملات المستقلة أو التلقائية، وتعرف أيضا بالمعاملات فوق الخط، وهي المعاملات التي تتم بغض النظر عن موقف ميزان المدفوعات ككل، ومن هذه المعاملات الصادرات والواردات سواء كانت منظورة أو غير منظورة أي المعاملات الجارية يضاف إليها المعاملات الرأسمالية طويلة الأجل التي تتم بغرض الاستثمار طويل الأجل من أجل تحقيق الربح وأيضا المعاملات القصيرة الأجل التي تتم من أجل الاستفادة من فرص الاختلاف في أسعار الفائدة بين المراكز المالية الدولية أو بغرض المضاربة. أما باقي العمليات فتسمى ببنود التسوية أو عمليات مشتقة الهدف منها توازن الجانب الدائن مع الجانب المدين لميزان المدفوعات. يمكن توضيح التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات من خلال الإستدلال بالمثال الموالي:

الجدول رقم (03): التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات

البيان	الحقوق	الديون	الرصيد
1. ميزان العمليات الجارية			
• الميزان التجاري	500	500	00
• ميزان الخدمات	350	350	00
• ميزان التحويلات	170	170	00
2. ميزان العمليات الرأسمالية طويلة الأجل			
• قروض طويلة الأجل	380	380	00
المجموع	1400	1400	//

المصدر: من إعداد الباحث

¹ زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 227.

03. أسباب الإختلال في ميزان المدفوعات

إنّ الظروف التي تمر بها الدول يكون لها الأثر الكبير على الحياة الاقتصادية، الشيء الذي يؤثر وبصفة مباشرة على موازين المدفوعات، وحينها تكون النتيجة إما فائض أو عجز، بحيث يتخذ هذا الإختلال صوراً مختلفة بحسب مصدره وأسبابه، ومن أهم هذه الأسباب نذكر:

أ. عوامل لا يمكن التنبؤ بها أو توقعها

تتمثل في مجموعة العوامل التي تكون سبب في هذا الإختلال وليس بالإمكان التنبؤ بها أو التحكم فيها كالعوامل الطبيعية، التغيرات المفاجئة في الأذواق (سلوك المستهلك)، التطور التكنولوجي والذي يؤدي إلى حدوث تغيرات في التكاليف، الكمية التي يمكن تبادلها من السلع والخدمات، التدهور المفاجئ في نسبة التبادل الدولي الناتج عن إرتفاع أسعار الواردات أو إنخفاض أسعار الصادرات، وكذلك تغير العوامل السياسية كالحروب وظهور بعض المنتجات البديلة. ومن هذه الأسباب ما هو ذات طبيعة هيكلية تؤثر على قدرة البلد في تحقيق التوازن ونذكر منها:

- تغير هيكل الطلب الخارجي وتحوله إلى بعض السلع على حساب البعض الآخر مثل تحول الطلب العالمي من الفحم إلى البترول؛
- تدهور الميزة النسبية للصادرات نتيجة لحدوث بعض التغيرات غير المتكافئة في عرض عوامل الإنتاج أو في المعرفة التكنولوجية في البلدان المشتركة في التجارة مما يؤدي بالتأثير على الميزة النسبية التي يتمتع بها البعض في تصدير سلع معينة؛
- محاكاة مستويات المعيشة المرتفعة في البلدان الأخرى نتيجة لإصرار بعض الدول الأقل تقدماً على تقليد أنماط الاستهلاك السائدة في الدول المتقدمة على الرغم من عدم قدرتها الإنتاجية لتحقيق دخل وطني مرتفع يسمح لها من تحسين المستوى المعيشي ويرى (نيركس) أن أثر المحاكاة سوف يؤدي إلى زيادة الاستهلاك من دون الزيادة في حجم الاستثمار؛
- حدوث تغير في الأصول التي تملكها الدولة في الخارج، الأمر الذي يرافقه تغير المقابل الذي تحصل عليه من العالم الخارجي وبالتالي حدوث إختلال في ميزان المدفوعات.

ب. عوامل يمكن التنبؤ بها وتجنبها وتجنبها

في أغلب الأحيان عن طريق التدخل الحكومي وعن طريق السياسات النقدية والمالية، كالتضخم أو الانكماش الذي يصيب دولة ما فيؤثر على مستويات الأسعار والدخول فيها وبالتالي على حركة الصادرات منها والواردات إليها. وأيضاً التضخم والانكماش الذي يصيب دولة أخرى وتنتقل آثاره عن طريق مضاعف التجارة الخارجية من بلد لآخر، وتتأثر بالتالي موازين مدفوعات هذه الدول عن طريق ما يصيب مستويات الأسعار والدخول فيها.

يمكن تلخيص مجموعة العوامل التي من شأن الدول أن تتحكم فيها وبإمكانها التنبؤ بها ويمكن حصرها فيما يلي¹:

• **التضخم المحلي**: يؤدي التضخم المحلي إلى زيادة الدخول النقدية، والتي تؤدي إلى زيادة في الطلب وارتفاع في أسعار السلع المحلية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الأجنبية وبالتالي زيادة الواردات؛

• **سعر الصرف الأجنبي**: هو الذي يربط بين مستويات الأسعار في الدول المختلفة، فإذا كان سعر الصرف للبلد محل الدراسة أعلى من المستوى الملائم مع الأسعار السائدة في الداخل يؤدي هذا إلى ظهور عجز في ميزان المدفوعات، وعلى العكس من ذلك إذا تم تحديد القيمة الخارجية لوحدة النقد الوطنية عند مستوى أقل مما يتفق مع مستويات الأسعار السائدة في الداخل في علاقتها بالأسعار في الخارج أدى هذا إلى ظهور فائض في ميزان المدفوعات؛

• **التغير في ظروف العرض والطلب**: تعكس هيكل الاقتصاد الوطني، كوجود تكاليف إنتاج مرتفعة مما يضعف القوة التنافسية للدولة بسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج، أما زيادة قوتها على المنافسة يكون نتيجة لزيادة حجم الإنتاج وانكماش في التكاليف الكلية وارتفاع الطلب.

ولمواجهة تلك الإختلالات الهيكلية قد يتطلب الأمر إعادة توزيع موارد الدولة ونقلها من الفروع الكاسدة إلى فروع جديدة، أو تجديدا شاملا لطاقتها الإنتاجية تدعما لقدرتها على المنافسة، أو تغييرا في سياستها الاجتماعية كل بحسب نوع الإختلال الهيكلية ذاته.

• **إقدام الدول على برامج تنموية**: مثل برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية، في هذه الحالة تزيد الدولة من وارداتها من الآلات والتجهيزات الفنية ومستلزمات الإنتاج وغيرها من سلع التنمية لفترة طويلة نسبيا، وتمولها قروض طويلة الأجل معقودة مقدما.

وعموما يتأثر طابع ميزان المدفوعات للدولة وبصفة خاصة ميزان العمليات الجارية وميزان رأس المال طويل الأجل بمستوى التطور الاقتصادي الذي بلغته الدولة خلال مراحل نمو الاقتصاد الوطني المختلفة وانتقاله من مرحلة اقتصاد متخلف إلى مرحلة اقتصاد متقدم، وهكذا تتناسب مع كل مرحلة من مراحل النمو الاقتصادي صورة خاصة لميزان المدفوعات الدولية.

¹ زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون ذكر سنة النشر، ص101.

رابعاً/الفكر الاقتصادي وتوازن ميزان المدفوعات الدولية

اختلف الفكر الاقتصادي خلال تطوره في تحديد أسس تعديل الاختلالات التي تحدث في ميزان المدفوعات الدولية.

01. النظرية الكلاسيكية (نظرية الأسعار) وتوازن ميزان المدفوعات

تعتمد النظرية الكلاسيكية على نظرية النفقات النسبية في التجارة الخارجية ونظرية كمية النقود، حيث تفسر هذه النظرية من ناحية حركات السلع بين البلدان المختلفة على أساس الفروقات النسبية في أسعارها، وترتبط من ناحية أخرى قيمة العملة الوطنية بكمية عرضها.

هنا فإنّ تغيير مستويات الأسعار في بلد ما، يتبعه بالضرورة تغيير حجم السلع المتبادلة واتجاهها، وبالتالي يحدث اختلال في ميزان المدفوعات بالسلب أو بالإيجاب، وأنّ هذا الإختلال لا يستمر طويلاً وإنما يزول في المعتاد وبصورة تلقائية دون أدنى تدخل حكومي، حيث أن زيادة قيمة الواردات على قيمة الصادرات ولأي سبب كان مثلاً تتطوي بطبيعة الحال على وجود عجز في الميزان التجاري، وفي ظل نظام الذهب لا بد من تغطية هذا العجز بالذهب، وهو ما يعني خروج النقود الذهبية من البلد المعني بمبلغ هذا العجز، ويؤدي ذلك حتماً إلى قلة عرض هذه النقود وبالتالي إلى انخفاض الأسعار المحلية، ويكون هذا الانخفاض مغرياً للمستوردين الأجانب فيزداد طلبهم على المنتجات المحلية، وأنّ مؤدى ذلك بالطبع زيادة الصادرات بالنسبة إلى الواردات أي بمعنى آخر دخول نقود جديدة بما يعادل العجز السابق فيحدث التوازن في ميزان المدفوعات¹.

وهكذا تنحصر العلاقة في إعادة التوازن في النظرية الكلاسيكية في العلاقات السعرية، أي فيما بين مستويات الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية للسلع المتبادلة وذلك بالاعتماد على دور كمية النقود في الداخل والخارج، وعلى تبعية هذه الكمية النقدية (من حيث الزيادة أو النقصان) لكمية الذهب الصادرة أو الواردة، نتيجة لما تفترضه هذه النظرية من أن زيادة أو نقصان كمية النقود تؤدي إلى زيادة أو نقصان الطلب الكلي على السلع والخدمات، وأن زيادة أو نقصان هذا الطلب تؤثر في مستويات الأسعار والنفقات دون مستويات التشغيل والدخل الوطني.

وفي نفس الوقت تفترض هذه النظرية أن كمية النقود المتغيرة (بسبب تغيير الحسابات الخارجية) في ظل نظام الذهب هي كمية الذهب النقدي التي تدخل هذه الحسابات فحسب.

ولكن الواقع لم يكن نظام الذهب جامداً، كما تصوره الكلاسيك، أي في أن تعتمد كمية النقود على كمية الذهب تماماً، فعند دخول الذهب إلى القطر المعني (أو خروجه من هذا القطر) كان على البنك المركزي

¹ هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 261.

أن يزيد أو (يقلل) من عرض النقود بإضعاف كمية الذهب الداخلة (أو الخارجة) وذلك لأنه كان عليه أن يشتري (أو يبيع) بجانب الذهب كمية من السندات الوطنية.

بالإضافة إلى ذلك فإن نظام الذهب الذي اعتمده النظرية الكلاسيكية لم يضمن في الواقع وخلال جميع الفترات التي طبق فيها تحقيق التوازن المنشود في ميزان المدفوعات، وإنما كان عاملاً من عوامل تحديد حجم المعاملات الاقتصادية، على الرغم مما ساهم فيه من تقليل حجم الإختلال.

كما ولا شك، أن الإتكال على دور النقود ونتائجها التلقائية في تعديل ميزان المدفوعات جعل هذه النظرية تهمل إلى حد كبير الآثار الاقتصادية الفعلية لاختلالات ميزان المدفوعات في الداخل وخاصة في التشغيل والدخل الوطني، حيث أنها حصرت هذه الآثار في الأسعار والنفقات. وبالتالي استمرت هذه النظرية تسقط في اعتبارها تأثير الانعكاسات الاقتصادية المحلية في إعادة التوازن، إلى أن ظهرت النظرية الكينزية.

02. النظرية الكينزية وتوازن ميزان المدفوعات (علاج الإختلال من خلال التغييرات في الدخل)

تقوم هذه النظرية على أساس أن الاختلال في العلاقات الاقتصادية الدولية يؤدي إلى إحداث تغييرات في حجم الدخل الوطني والتشغيل في الدول التي أصابها الإختلال، فالعلاقة بين الدخل الوطني وميزان المدفوعات علاقة وثيقة جداً فأى تغير في إحداها ينعكس بصورة حتمية على الآخر.

فالدخل الوطني يساوي إجمالي الإنفاق على السلع المنتجة محلياً وفي الخارج، ومن ثم فإنفاق الدول الأخرى على صادرات الدولة تحتسب ضمن الدخل الوطني، بينما لا يحسب إنفاق الدولة على الواردات ضمن هذا الدخل. ونستنتج من ذلك أن التغير في قيمة الصادرات يترتب عليه تغيير في الدخل الوطني في نفس الإتجاه (بالزيادة أو بالنقصان)، وإن تغير الدخل يؤدي إلى تغير قيمة الواردات في نفس الإتجاه. وباختصار فإن الدخل يعتبر دالة متزايدة للصادرات (كلما زاد الدخل زادت الصادرات) بينما تعتبر الواردات دالة متزايدة للدخل (كلما زادت الواردات زاد الدخل).

إذا كان ميزان المدفوعات في حالة توازن، ثم حدث إختلال في الميزان نتيجة تغير في قيمة الصادرات، فإن إعادة التوازن تتحقق غالباً في الميزان نتيجة التغير في قيمة الواردات والنتائج عن التغير في الدخل الناتج عن التغير في قيمة الصادرات. ومن ناحية أخرى فإن زيادة الدخل الوطني وعلى افتراض ثبات الصادرات تؤدي إلى زيادة الواردات ومن ثم إختلال ميزان المدفوعات.

فالعجز في ميزان المدفوعات في دولة ما قد يتلاشى دون الحاجة إلى تغييرات في الأسعار، وذلك إذا ما ترتب على الزيادة في الدخل في دولة الفائض نتيجة لزيادة صادراتها وزيادة في الواردات في دولة العجز¹.

¹ مجدي محمود شهاب وسوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2006، ص ص 121-123.

لقد اعتمد كينز في تفسيره للتوازن على فكرتين أساسيتين هما: الميل الحدي للاستهلاك، ومضاعف التجارة الخارجية.

والميل الحدي للاستيراد يعبر عن العلاقة بين مقدار التغير في الواردات، زيادة أو نقصانا، المترتب على التغير في الدخل أي أنه يبين أثر التغير في الدخل على الواردات. أما مضاعف التجارة الخارجية فهو نسبة التغير الكلي في الدخل الوطني إلى التغير الأصلي في الإنفاق الذي تولد عن تحقيق فائض، أو تسبب في حدوث عجز في ميزان مدفوعات الدولة مع الدول الأخرى. ويكون المضاعف إيجابيا في حالة تحقق فائض في ميزان المدفوعات نظرا لما يتولد عندئذ عن الزيادة الأصلية في الإنفاق النقدي من زيادة مضاعفة في الدخل الوطني عن طريق ما تزاوله تلك الزيادة في الإنفاق من تأثير على الإنفاق الوطني على الاستهلاك. وعلى العكس يكون المضاعف سلبيا في حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات نظرا لما يتولد عن الإنخفاض الأصلي في الإنفاق النقدي في هذه الحالة من انخفاض مضاعف في الدخل الوطني عن طريق ما يزاوله ذلك الإنخفاض في الإنفاق من تأثير على الإنفاق الوطني على الإستهلاك.

إذا كان التحليل الكينزي يتميز باستقلاله عن السياسة المصرفية التي تبنتها النظرية الكلاسيكية، إلا أن هذا التحليل لم يقدم تفسيراً كاملاً لعملية التوازن، حيث لا يوجد ضمان لعودة حالة التوازن بصورة تلقائية وكاملة إلى ميزان المدفوعات المختل بسبب تغييرات الدخل الوطني، بالإضافة إلى إمكانية وجود تناقض بين هدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي عند مستوى العمالة الكاملة وهدف تحقيق توازن ميزان المدفوعات، وهو التناقض الذي تعاني منه الدولة في ظل التوازن عن طريق الأسعار التقليدية. وعليه فالدول التي تصاب باختلال في ميزان مدفوعاتها تجد نفسها مضطرة لإختيار أحد أمرين، إما استقرار التشغيل والدخل الوطني وإما التوازن الدولي. أضف إلى ذلك أن نظرية الدخل وإن كانت تعطي تفسيراً معقولاً في ظل الإنكماش فإنها لا تفسر الوضع الاقتصادي في ظروف الإنتعاش، حيث يقترب الاقتصاد من حالة العمالة الكاملة.

وإزاء هذه الانتقادات فقد أخذ الفكر الاقتصادي الحديث بكل من تغييرات الأسعار والدخل سوياً من أجل تحقيق التوازن في العلاقات الاقتصادية الخارجية للدولة.

03. المدرسة التخطيطية وتوازن ميزان المدفوعات

اعتمدت اقتصاديات التخطيط المركزي الشامل ولعدة عقود خطة النقد الأجنبي بدلا من ترك قيم المعاملات الاقتصادية الدولية لآليات السوق وحركات الأسعار وذلك بإعتبار أن التخطيط العلمي يكفل مسبقاً تطابق القيم التخمينية المتوقعة مع القيم الحقيقية المتولدة عن المشروعات المخططة، وبالتالي فإن قيم المعاملات الخارجية شأنها شأن قيم المعاملات الداخلية تخضع لتنبؤات مؤكدة، فتضمن خطة النقد الأجنبي تعادل مقبوضات الدولة من النقد الأجنبي مع مدفوعاتها من هذا النقد.

وهنا حسب المدرسة التخطيطية لا تبرز صعوبة فيما إذا تعادل جانبا الخطة أو إذا زادت القيمة الكلية لكافة بنود الإيرادات على القيمة الكلية لكافة بنود النفقات وذلك لتحقيق النتائج المخططة في الحالة الأولى (أي تنفيذ الخطة بصورة كاملة) ولحدوث فائض في النقد الأجنبي في الحالة الثانية، حيث يفترض في هذه الحالة الأخيرة توجيه الفائض المتحقق توجيها اقتصاديا سليما دون إعطاء نتائج سلبية على الاقتصاد الوطني. ومن الإجراءات التي يمكن اللجوء إليها في هذا السبيل، أي من أجل استيعاب الفائض هي:

- إنفاق المبالغ التي تحصل عليها الدولة كفائض في ميزان النقد الأجنبي على السلع والخدمات الإضافية التي تحتاجها مشروعات التنمية المخططة؛
 - تقديم المبالغ الفائضة من النقد الأجنبي إلى بعض الدول الأخرى في شكل قروض؛
 - إضافة المبالغ المعنية إلى الاحتياطي العام للدولة في شكل الذهب عادة.
- وتؤدي هذه الإجراءات إلى زيادة النفقات وبالتالي إلى إعادة توازن الميزان.

أما في حالة العجز فإن الصعوبة تبرز بشكل واضح، حيث أن نتائج ذلك قد تنعكس على حجم الاستثمارات ومستوى الاستهلاك العام ومن ثم على الخطة ككل، وفي نفس الوقت تعتبر إجراءات التعديل إي إعادة التوازن أصعب في حالة العجز منها في حالة الفائض.

ومن الإجراءات التي يمكن اتخاذها لإزالة عجز ميزان المدفوعات هي كالتالي¹:

- تخفيض النفقات العامة عن طريق تقليل الواردات من بعض السلع، وقد يؤثر هذا الإجراء في تنفيذ المشروعات الاقتصادية التي سبق وأن تم طلبها للحاجة إليها وذلك إذا تعلق هذه الحاجة بالسلع الإنتاجية أو قد يخل بالتوازن المخطط بين دخول السكان ونفقاتهم النقدية عندما يتعلق الموضوع بالسلع الاستهلاكية؛
- زيادة حجم الإيرادات عن طريق زيادة الصادرات من بعض السلع، وهو ما قد يزيد من أعباء المشروعات المنتجة لها، أو قد يزيد من صعوبة تحقيق التوازن، أو قد يزيد من صعوبة تحقيق التوازن إذا كانت هذه المشروعات بحاجة إلى سلع ومواد أولية مستوردة؛
- الاقتراض من الدول الأخرى، وهذا ما يجعل الدول مدينة بقيمة القروض إلى الخارج، وبالتالي فإن هذا الإجراء يستتبع سداد الديون المستحقة مع فوائدها بالسلع والخدمات المحلية أو بالذهب أو العملات الحرة التي تشكل جزءا من إحتياطي الدولة؛

ومهما كانت النتائج المترتبة على هذه الإجراءات فإن من شأنها تحقيق التوازن المنشود في ميزان المدفوعات، أي تنفيذ خطة النقد الأجنبي المتوازنة وحسب الترتيب والتوقيت المحدودين.

¹ هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 66-68.

المحور الخامس: العولمة المالية وأهم الأزمات الناجمة عنها

أولاً: التعريف بالعولمة المالية

ثانياً: مراحل تطور العولمة المالية

ثالثاً: مظاهر العولمة المالية

رابعاً: العوامل المساعدة على نمو العولمة المالية

خامساً: إيجابيات وسلبيات العولمة المالية

سادساً: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها

سابعاً: أهم الأزمات المالية الناجمة عن العولمة المالية

المحور الخامس: العولمة المالية وأهم الأزمات الناجمة عنها

أولا/التعريف بالعولمة المالية

كثيرة هي التعاريف المتعلقة بالعولمة المالية شأنها شأن العولمة بصفة عامة، ولا يمكننا هنا سرد كل التعاريف وإنما نحاول وضع تصور عام لمفهوم العولمة المالية بناء على الأفكار التي قدمها الباحثون.

فالعولمة المالية يعرفها جيمس توبين (James Tobin) على أنها تحرير وإعادة صياغة التشريعات التي تحكم المعاملات المالية الدولية، وأن المنطق وراء العولمة المالية يتمثل في زيادة مرونة الإحلال بين معدل العائد المعدل بالمخاطر على الأصول والديون المحلية، ومعدل العائد على الأصول في الأسواق الدولارية، حيث لا يوجد بينها هامش يستطيع البنك المركزي المحلي من خلاله تحديد أسعار الفائدة المحلية.

عُدَّت العولمة ظاهرة شمولية لها أبعادها السياسية والاقتصادية والثقافية، وعقد التسعينات أظهر لنا ما نسميه اليوم العولمة المالية، إذ ازدادت تحركات رؤوس الأموال الدولية بمعدلات فاقت معدلات التجارة الدولية، ويعرفها الاقتصادي الأمريكي هيلان راي بأنها الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي الذي أدى إلى إلغاء القيود على حركة الأموال على مستوى كافة الأسواق المالية العالمية.

أما دومنيك بليون (Dominic Plihon) بأنّ العولمة المالية هي عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلشى في ظلها كل القيود الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات السلعية والمالية، من أجل ضمان أحسن تخصيص لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر¹.

وبالتالي فالعولمة المالية هي نمو سريع في المبادلات المالية الدولية عن طريق زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وإنشاء أسواق مالية تتدفق فيها الرساميل قصيرة الأجل بين الدول من دون قيود تذكر عليها.

حسب (Jean Pierre Paulet) فإن مصطلح العولمة المالية يستعمل للإشارة للتحويلات التي حدثت في الأسواق المالية، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه للانفتاح على الأسواق الدولية، مع تزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال².

¹ Plihon Dominique, les enjeux de la globalisation financière: mondialisation au de la des mythes, edition Alger CASBA, 1999, P 68.

² Jean Pierre Paulet, Mondialisation, 4^{eme} edition Armand Colin, Paris, 2007, p48.

تعتبر العولمة المالية الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي، مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أصبحت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية¹. أما صندوق النقد الدولي فقد عرف العولمة المالية في تقرير أفاق الاقتصاد العالمي: أنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، والتدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك سرعة ومدى إنتشار التكنولوجيا.

إنطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن أن نعرّف العولمة المالية على أنها تلك الظاهرة التي تؤدي برؤوس الأموال في مصب واحد دون أية قيود، والتحرك في أي لحظة وفي أي إتجاه بفضل تكنولوجيا المعلومات والإتصال.

ثانياً/مراحل تطوّر العولمة المالية

العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، ف عمرها لا يتجاوز الخمسين سنة على أكثر تقدير، ومهما يكن ذلك فقد مرّت العولمة المالية بمراحل نلخصها فيما يلي:

01.مرحلة تدويل التمويل غير المباشر (1960-1979)

تميزت هذه المرحلة باستقلالية الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة والتمويل بوساطة بنكية (التمويل غير المباشر)، إذ تتضح سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية وسيادة البنوك الأمريكية في كافة أرجاء العالم، والتي ساهمت في منح العديد من القروض الدولية. كما تميزت ببداية مديونية العالم الثالث، بالإضافة إلى ارتفاع العجز على مستوى موازين مدفوعات الدول المتقدمة وبالأخص الولايات المتحدة الأمريكية، فمن خلال هذه المرحلة وعلى أساس العجز المالي الكبير داخل الاقتصاد الأمريكي قررت الحكومة حينها بتحرير الصرف كما ظهرت سوق جديدة لرؤوس الأموال وهي سوق اليورو - دولار، الذي نشأ نتيجة هروب رؤوس الأموال الخاصة الأمريكية إلى أوروبا بكميات عظيمة بحثاً عن ارتفاع الأرباح المالية وتلبية لانخفاض معدلات الفائدة وكذلك ظهور سوق (Petro Dollar) مع أزمة 1973 كسوق حرة، حيث أدمجت البترو - دولارات (Petro Dollar) في الاقتصاد العالمي بعد إرتفاع أسعار البترول وتراكم مبالغ هائلة في الدول المصدرة له، إذ نجد أن دول الخليج العربي أنفقت فائضا بـ 30 مليار دولار خلال ثمانية سنوات (1974-1981) مما زاد نسبة الادخار العالمي.

هذه العوامل الثلاثة الأخيرة (انهيار نظام بريتون وودز، سوق (اليورو - دولار)♦، سوق (البترو-دولار)) كانت أساسية في فتح مجال العولمة المالية، أين تم تحرير الأسواق المالية، الأمر الذي يعني أن كافة القيود التقليدية الذي كان نظام الوساطة المالية مبنيا عليها سوف تزول.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص33.

♦ اليورو دولار: هي ودائع بالدولار الأمريكي توضع في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

02.مرحلة التحرير المالي (1980-1985)

تزامنت هذه المرحلة مع وصول "مارقرت تاتشر" إلى الحكم في بريطانيا وتولي "بول فولكر" رئاسة الإحتياطي الفدرالي الأمريكي، هما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الإقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي وامتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتميزت بما يلي¹:

- المرور إلى إقتصاد السوق، وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي؛

- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وبذلك رفعت كافة الحواجز في وجهها دخولا وخروجا، وأعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية إنتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي؛

- التوسع الكبير في أسواق السندات (30% من مجموع الأصول المالية المصدرة عالميا) وإرتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية، لاسيما سندات الخزينة. وسميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية؛

- توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة، والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإدخار العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة؛

- توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الإدخار، وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة، هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

03.مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة (1986- إلى يومنا هذا)

امتدت هذه المرحلة من 1986 وحتى الآن وتميزت بما يلي²:

- تحرير أسواق الأسهم، ولقد كانت الإنطلاقة من بورصة لندن سنة 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم (Big Bang)، وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسواق أسهمها، مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات؛

- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية، مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية، تم ذلك بربطها بشبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية فيها، الشيء الذي زاد من تدفق رؤوس الأموال نحوها؛

¹ Michel Alietta, Anton Breder, Globalisation Financiere-l'aventure obligee, Paris, economica, 1990, P14.

² جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة، مجلة العلوم الإنسانية العدد 07، جامعة باتنة، الجزائر، 2002، ص188.

- الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية، والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية؛
- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة، وذلك باستعمال وسائل الإتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية، بحيث أصبح بإمكان المستثمر الياباني شراء الأدوات المالية التي يرغب في الاستثمار فيها من الولايات المتحدة الأمريكية باستعمال أطراف الحاسوب الموجودة في اليابان بكل سهولة، أكثر من هذا قد تكون تلك الأدوات مدرجة في البورصات اليابانية، وهكذا بالنسبة للمستثمر الأمريكي أو البريطاني أو الألماني...؛
- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف؛
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها؛
- توسيع التمويل المباشر (بالجوء إلى الأسواق المالية)، تغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية، حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون والتنمية.

ثالثاً/ مظاهر العولمة المالية (مؤشرات تنامي الظاهرة)

عمليات التحرر المالي تسمح بخلق مناخ استثماري يتصف بالمرونة في المعاملات بالنسبة للأعوان الاقتصادية سواء كانوا أفراد أو مؤسسات أو بنوك، وذلك من خلال التخفيف من حدة القيود المفروضة خصوصاً في مجال الاستثمار في الأسواق المالية، الشيء الذي يؤدي إلى ظهور عدة مظاهر نتيجة عولمة هذه الأخيرة نذكر من أهمها:

01. الترابط بين البورصات

- تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتوزيع الأوراق المالية بغرض تخفيف المخاطر عن طريق الترابط فيما بينها بأساليب مختلفة منها على سبيل المثال:
- الربط الحاسوبي للبورصات باستخدام شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الأنترنت وشبكة الهاتف؛
 - الربط بالوسطاء الماليين، من خلال تواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق؛
 - الربط بالسياسات المالية وذلك بتوحيدها بين مختلف الأسواق، إلى جانب ذلك نجد الربط التنظيمي الذي يتم باستخدام هياكل تنظيمية متماثلة...إلخ.

02. نمو الأسواق المالية الدولية

الإتجاه نحو عولمة أسواق الأسهم والسندات بدأت منذ بداية الثمانينات، بإصدار سندات من طرف المقترضين وبمساعدة البنوك في ذلك الوقت للبحث عن أفضل تمويل وبأقل تكاليف ممكنة، فمثلاً ارتفع مجموع العمليات على السندات الأمريكية في الخارج أقل من 50 مليار دولار سنة 1984 إلى أكثر من 500 مليار دولار سنة 1992، وانتشرت المنافسة الدولية فيما يخص ترويج سنداتها، حيث عرفت

السندات الأمريكية عائدها المرتفع والذي يتراوح من 6% إلى 8% مقارنة بمثيلها في اليابان الذي يتراوح من 4% إلى 5% هو الأمر الذي يفسر رواج السندات الأمريكية العالمية في عقد التسعينات، في حين تستحوذ المؤسسات على ما يقارب 75% إلى 80% في المتوسط من مجموع الإصدارات العالمية في عقد التسعينات في حين تستحوذ المؤسسات المالية العالمية نسبة تتراوح من 10% إلى 11.5%. ولعل إمكانية الإقتراض من السوق العالمية بتكلفة قليلة تعد بمثابة الحافز لزيادة الاستثمارات من جهة، وإثباتاً للاتجاه المتزايد نحو العولمة المالية من جهة أخرى، والتي أدت إلى تقليل فعالية السياسات المحلية، مما يستدعي التدخل في الأسواق المالية الدولية من خلال ضريبة "TOBIN" التي تفرض على المعاملات المالية عبر الحدود كمحاولة لتنشيط تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تزعزع الاستقرار المالي والاقتصادي وتؤثر على التدفقات طويلة الأجل¹.

03. تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية

إنّ التقدم العالمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة، إذ أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل في تقدّم عولمة الأسواق خاصة منها الأسواق المالية، حيث توجد سوق مالية عالمية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الخطوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسيب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية:

- النظام الإلكتروني للتحويلات المالية بين البنوك؛
- النظام الأوتوماتيكي للمقاصة؛
- نظام الاتصالات عبر البنوك والبورصات العالمية، ونظام التليكس.

¹ صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001، ص26.

رابعاً/العوامل التي ساعدت على ظهور العولمة المالية

تعتبر الأحداث الاقتصادية التي سبقت نشوء العولمة المالية وتشكلت زمنياً قبلها، هي التي مهدت لصعودها ومهدت لتواجدها، ولقد تضافرت عوامل عديدة في توفير المناخ الملائم لتغذية العولمة المالية وجعلتها تتوسع وتنتشر بشكل أكبر. نذكر أبرز هذه العوامل فيما يلي:

01. تنامي الرأسمالية المالية

نعني به الأهمية المتزايدة لرأس المال التي تتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية، وتوجه رأس المال إلى التوظيف على حساب الاستثمار أو ما يسمى بالريع الذي تحققه الأوراق المالية، زيادة على ما يقدمه من قروض واستثمارات مالية بشروطه الخاصة، فقد ارتبط هذا الصعود بظهور ما يسمى بالاقتصاد الرمزي الذي أصبحت تحركه الأسهم والسندات ومختلف الأوراق المالية¹.

ونتيجة لذلك أصبح الاقتصاد العالمي تحركه مؤشرات رموز البورصات العالمية (داوجونز، ناسداك، نيكاي، داكس، كاك40... إلخ)، والتي تؤدي إلى نقل الثروة العينية من يد مستثمر لآخر دون أية عوائق سواء داخل البلد الواحد أو عبر الحدود الجغرافية.

02. تنامي دور المستثمرين المؤسسيين

تضم الأسواق المالية مؤسسات مالية تقوم بالكثير من العمليات على القيم، ويمثل المستثمرون المؤسسيون الفئة الأكثر أهمية في هذه السوق، نظراً للكتلة الكبيرة لرؤوس الأموال التي يديرونها، وهي تضم صناديق المعاشات التي تدير أموال التقاعد، مؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، شركات التأمين، صناديق المضاربة وغيرها. ويكون تدخل هؤلاء المستثمرين في السوق سواء للتغطية أو المضاربة، وهم يلعبون دوراً متزايداً ليس فقط على مستوى الأسواق المالية، لكن أيضاً من خلال تقنيات الإنتاج الحقيقي، وحجم هذه المؤسسات يختلف باختلاف البلدان، كما أنّ القواعد التي تحكم توزيع العوائد والمخاطر بين هؤلاء المتعاملين تختلف باختلاف المؤسسات².

03. عجز الأسواق الوطنية على استيعاب الفوائض المالية

لقد صرح صندوق النقد الدولي عام 1998 بأن المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية قد قامت سنة 1995 بإدارة أصول مالية تزيد قيمتها عن 20 تريليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل 110% من إجمالي الناتج المحلي ونحو 90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها في هذه

¹ صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص14.

² جاب الله عادل رياض، إنعكاسات العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية (دراسات اقتصادية)، جامعة الجلفة، الجزائر، ص93.

الدول، كما أنّه يزيد على نصف قيمة الأسهم والسندات المتداولة فيها، فالجديد هو تعاضم حجم هذه الاستثمارات بمعدّلات خيالية، وتنوع الأدوات المالية المتجسدة فيها، مع ارتباط الأسواق المالية في مختلف دول العالم، والاستقلالية النسبية التي تتحرك بها الأموال بعيدا عن حركة التجارة الدولية.

04. تطور أسواق عملات الأورو الدولية

إنّ مصطلح سوق عملات الأورو يشير إلى سوق العملات المقومة بعملات دولة معينة، ولكنها تودع خارج حدودها الوطنية وتتمتع هذه الأسواق وخاصة سوق الأورو - دولار بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، فمثلا عندما يودع مقيم أمريكي أمواله بالدولار في أحد البنوك الأوربية، فإن هذه الودائع تعتبر ودائع عملات الأورو ويطلق على هذه العملة بالأورو - دولار، وتطورت هذه الأسواق بفعل عدة عوامل منها¹:

- إعلان معظم الدول الأوربية قابلية عملاتها للتحويل؛
- سيطرة الحرب الباردة على العلاقات الاقتصادية الدولية وإيداع الأرصدة بالدولار للدول الشيوعية بالبنوك الأوربية وخاصة بنوك لندن؛
- إضطراب ميزان المدفوعات الأمريكي وفرض بعض القيود النقدية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، بالأخص وضع قيود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار؛
- إرتفاع أسعار البترول مع بداية السبعينات وتكوّن الفوائض المالية بالدولار للدول المصدرة للنفط والتي تم إيداعها في المراكز الرئيسية بأوربا.
- عدم وجود أيّة قيود تنظيمية أو رقابية على المعاملات التي تتم في هذه السوق، وبالتالي إنخفاض تكلفة الائتمان في هذه السوق بالمقارنة مع مثيلتها في الأسواق المحلية الأخرى، وقد قامت البنوك التي تتلقى ودائع الأورو من جانبها بتدوير هذه الأموال في صورة قروض للدول النامية في آسيا وفي إفريقيا وبصفة خاصة لدول أمريكا اللاتينية.

05. التطور التكنولوجي وانخفاض التكاليف في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال

خلال النصف الثاني من السبعينات والثمانينات شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة والتي تولدت عنها ثورة أخرى في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصالات والبرمجيات، ممّا ساعد على زيادة إندماج الأسواق المالية الدولية، كما حدث انخفاض كبير في تكلفة النقل والاتصالات، كما كان لظهور الفاكس وشبكات الكمبيوتر المساهمة في تذليل عقبة الحدود الجغرافية، فأصبح بإمكان الملايير من الدولارات الأمريكية أو أي من العملات الأخرى أن تتجاوز الحدود في دقائق معدودة. وهكذا ساهم التقدم التكنولوجي في رفع سيولة الأسواق المالية وسيولة تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة. ناهيك عن مساهمته كذلك في تمكين المتعاملين في الأسواق وسلطات الدول من جمع المعلومات التي يحتاجونها لقياس

¹ مفتاح صالح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 02، جامعة بسكرة، الجزائر، جوان 2002، ص 219.

ومراقبة وإدارة المخاطر المالية، وتسعير وتداول الأدوات المالية الجديدة المعقدة والتي تم تطويرها في السنوات الأخيرة، وإدارة دفاتر المعاملات المنتشرة في المراكز المالية العالمية¹.

06. التحرير المالي المحلي والدولي

لقد إرتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود إرتباطاً وثيقاً بعمليات التحرير المالي الداخلي وبالتحرير المالي الدولي، ولقد زاد معدل نمو هذه التدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، مع السماح للمقيمين وغير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية².

ويشير الجدول الموالي إلى السنوات التي بدأت فيها بعض البلدان الصناعية والنامية عمليات التحرير المالي، بعد مرحلة كان يسودها التدخل الحكومي الواسع النطاق في الأسواق المالية.

الجدول رقم (04): تاريخ بداية عمليات التحرير المالي في بعض الدول

البلد	بداية التحرير المالي	البلد	بداية التحرير المالي
الولايات المتحدة الأمريكية	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	فنزويلا	1991
اليابان	1979	مصر	1991
المملكة المتحدة	1981	المغرب	1991
كوريا الجنوبية	1978	جنوب افريقيا	1980
ماليزيا	1978	الهند	1989
سنغافورة	1978	فرنسا	1984
أندونيسيا	1981	البرازيل	1989

المصدر: شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا، الأردن، 2002، ص21.

07. ظهور الابتكارات المالية

إرتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الحديثة التي إستقطبت الكثير من المستثمرين، فإلى جانب الأدوات التقليدية المعروفة في الأسواق المالية، كالأسهم والسندات، أصبح هناك العديد من الأدوات الاستثمارية منها المشتقات المالية[♦] التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتشمل:

¹ Gerd Häusler, The Globalization of finance: Finance & Development, a quarterly magazine of the of Monetary International Fund, Volume 39, N°: 01, , U.S.A, March 2002.

² شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا للنشر، الأردن، 2002، ص20.

♦ المشتقات المالية هي أدوات مالية تستمد قيمتها من أصل حقيقي أو مالي أو من أداء أحد المؤشرات السوقية.

• **المبادلات (SWAPS):** هي عبارة عن إتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية والعينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً، وأهم هذه العقود عقد مبادلات عملة بعملة أخرى معادلة لها في القيم أو مبادلة فائدة ثابتة مقابل فائدة معلومة. وعموماً هذا مضمون المبادلات؛

• **المستقبليات (FUTURES):** هي العقود التي يلتزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بهدف الحماية من مخاطر التغير في حالات تغير العائد على الودائع أو سعر العمل مثلاً. وهي عقود ليست نمطية إنما تم الإتفاق عليها وفقاً لكل صفقة وهي واجبة التنفيذ وتختلف هذه العقود عن العقود الأخرى من حيث إمكانية تحويلها، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في استلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد؛

• **الخيارات (OPTIONS):** يمكن تعريفه بأنه ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحق في الشراء ويسمى خيار الشراء أو حق بيع يسمى خيار البيع، وخيار الشراء والبيع ينصب على بيع أو شراء كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفاً يسمى سعر الممارسة في تاريخ معين أو خلال فترة محددة وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع والشراء.

خامساً/إيجابيات وسلبيات العولمة المالية

ظاهرة العولمة المالية بما تعكسه من زيادة حركية تنقل رؤوس الأموال قد تحمل معها مخاطر عديدة، كما أنها قد تجلب معها مزايا وفوائد، وسوف نبرز أهم هذه الآثار فيما يلي:

01. إيجابيات العولمة المالية

تتمثل إيجابيات العولمة المالية أساساً في توجيه الأموال إلى إستخداماتها الإنتاجية، بحيث تساعد كل من البلدان النامية والمتقدمة على حد سواء في تحسين مستويات معيشة أعلى، بالإضافة إلى مزايا أخرى نذكر منها:

• إعطاء فرصة للبنوك لتحسين الأداء والتسيير، وذلك بالاستفادة مما تتيحه العولمة المالية من فرص في ظل المنافسة الشديدة، حيث تصبح قادرة على جلب أكبر عدد من المدخرين لمواجهة طلبات المستثمرين؛

• زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل البلدان النامية كإعكاس لنجاح العولمة المالية والتحرر المالي يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الفائدة على المستوى المحلي، مما يشجع المستثمرين على الإقتراض وفتح مشاريع جديدة؛

- إمكانية الدول النامية من خلال الانفتاح المالي الوصول إلى الأسواق المالية الدولية بهدف الحصول على ما تحتاجه من أموال لسد العجز في الموارد المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي، كما يفتح المجال في تخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين؛
- يعمل التحرير المالي والمصرفي على تسهيل الحصول على القروض سواء بطريقة مباشرة (بفعل عملية التحرير) أو بطريقة غير مباشرة (بانخفاض تكاليف القروض)؛
- تخفيض تكاليف الخدمات المصرفية كلما اشتدت درجات المنافسة والاندماج المصرفي¹؛
- الاستفادة من الثورة المعلوماتية الحديثة خاصة، وأنها أصبحت تتطور يوماً بعد يوم وأصبحت المعلومات والأموال والتجارة والاستثمارات تنتقل عبر الحدود بسهولة وبسرعة؛
- تقديم خدمات مصرفية أحسن لرفع مستوى التعامل مع الزبائن وجلبهم، وبالتالي الاعتماد على الإدخار المحلي والأجنبي لتمويل الاستثمار لأنه أقل تكلفة؛
- تحرير القطاع المالي والمصرفي وانفتاحه على الشراكة والمنافسة الأجنبية يسمح بالاستفادة من التطور والتكنولوجيا، إضافة إلى تخفيض تكاليف التحرير والانفتاح؛
- تسمح العولمة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائدها المتراكمة، وتوفير ضمانات لأصحاب هذه الأموال ومجالاً للتنوع ضد كثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين مختلف الأسواق²؛
- إنطلقت الأسواق المالية الدولية الرئيسية نحو عملية الاندماج بعدما حقته من مكاسب كبيرة على مستوى الاقتصاد المحلي، ومن خلال وظيفتها الأساسية في جمع المدخرات المحلية والفوائد المالية الأخرى وتوجيهها نحو المستثمرين والمقترضين المحليين، بذلك أسهمت بشكل كبير في تمويل القطاع الخاص، وإمداد السلطة المالية بالسيولة اللازمة لمتابعة سياستها المالية بمرونة وكفاءة عليا، هذا فضلا على أنّ السوق المالية تعدّ مساعدا كبيرا للسلطة النقدية على تحقيق سياستها النقدية وبذلك فهي تعطي للنمو الاقتصادي دفعة قوية نحو الأمام.

02. سلبيات العولمة المالية

رغم ما يمكن أن تحققه العولمة المالية من إيجابيات، إلا أنّها يمكن أن تزيد نسبة المخاطر إلى المنافع إذا لم يتم توفير كل الشروط اللازمة لتطبيقها. وتتمثل أهم التكاليف المترتبة عن إجراءات العولمة المالية فيما يلي:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص145.

² لحوّل عبد القادر، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاته على الأسواق المالية، مداخلة قدمت في إطار الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، الجزائر، يومي 28-29 أبريل 2010، ص06.

• مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)

لقد تعرضت العديد من الدول النامية عبر آليات التحرير المالي المحلي والدولي، إلى موجات من دخول أموال غير مشروعة، فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية، مع إنفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب إنفتحت أمام ذلك قنوات أخرى لغسيل الأموال.

لغسيل الأموال آثار سلبية على الاقتصاد الكلي ومتغيراته نذكر منها:

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي؛
- إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من تنفيذ القوانين؛
- إنتشار وتوسّع الجريمة بكافة أشكالها الإقتصادية والإجتماعية؛
- فقدان الثقة في السوق المالي المحلي؛
- تحويل إتجاهات المستثمرين إلى نشاطات إجرامية بأرباح مرتفعة؛
- التهرب الضريبي من دخول الأموال المغسولة وخسارة في الإيرادات العامة للدولة.

• الآثار الناجمة عن التقلبات المفاجئة لرأس المال

بتحليل حركة انسياب الاستثمارات الأجنبية للدول النامية، يتضح أن الاستثمارات الأجنبية في الحافظة المالية تتسم بالحركة السريعة والمفاجئة، حيث تتأثر بالمعلومات والتوقعات التي تتوافر للمتعاملين وأحوالهم النفسية، في الوقت الذي يتم البيع لهذه الاستثمارات بسهولة في الأسواق المالية، مما يؤثر في إقتصاد الدولة التي يستثمر فيها هذه الأموال ويزيد من عدم استقرار الإقتصاد الكلي لهذه الدولة، ويسبب آثار سلبية على الإقتصاد الوطني، ويظهر ذلك من خلال تدفق استثمارات قصيرة الأجل بكميات كبيرة مفاجئة تؤدي إلى إرتفاع أسعار الصرف للعملة الوطنية، إرتفاع أسعار الأراضي، والعقارات وزيادة معدلات التضخم وكذا زيادة الاستهلاك المحلي. وحينما تخرج الاستثمارات الأجنبية من الإقتصاد بصورة مفاجئة فإنها تؤدي إلى انخفاض سعر الصرف وتدهور أسعار الأصول وهبوط الأسعار والريح، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي واستنزاف الإحتياطيات الدولية¹.

• مخاطر التعرض لهجمات المضاربة وأزمات العملة

لقد أصبحت الإقتصاديات أكثر حساسية في ظل عولمة الأسواق المالية، كما أصبحت عولمة الأزمات أسرع نفاذاً وأوسع نطاقاً، ومما زاد من هشاشة هذه الأسواق تزايد عمليات المضاربة، وذلك عقب إنهيار نظام بريتون وودز والتحوّل إلى نظام تعويم أسعار الصرف الذي خلق البيئة المواتية للمضاربات على العملة، ولقد ساعد على ذلك تطور تكنولوجيات الإعلام والاتصال على نحو لم يسبق له مثيل،

¹ جاب الله عادل رياض، إنعكاسات العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية (دراسات إقتصادية)، جامعة الجلفة، الجزائر، بدون ذكر سنة النشر، ص94.

وبذلك تحوّلت الأسواق المالية على أداء دورها الأصلي (دورها التجميعي والتخصيصي لرؤوس الأموال) وأصبحت مرتعا لتحقيق الربح السريع.

عانت الكثير من الدول الصناعية من هجمات المضاربين ومن الاضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم، ويكفي هنا الإشارة مثلا إلى ما حدث خلال الفترة (1992-1993) حينما تسبب المضاربون في إنهيار نظام النقد الأوربي، وحققوا أرباحا ليس بإمكان قطاعات الإنتاج الحقيقي إنجازها، والأمر الملفت للنظر هو أن تلك الأرباح الخيالية يتم تحقيقها باستغلال الثغرات القانونية التي وفرها التحرير المالي المحلي والدولي، ورغم الخسائر التي سببتها المضاربات على العملة، والتي يتحمل تكلفتها في النهاية البنوك المركزية ودافعوا الضرائب، وموجات النقد العنيف التي توجه من حين لآخر إلى المضاربة باعتبارها نشاط ذو طابع تدميري، إلا أنصار العولمة المالية يردون على تلك الإنتقادات بالقول: بأن حرية انسياب رؤوس الأموال، والمنافسة بين العملات هي أركان راسخة في اقتصاد السوق الحرة، وأنها تساعد على إجراء التصحيحات الضرورية¹.

أما بالنسبة للبلدان النامية، وهي الحلقة الأضعف في النظام المالي العالمي الجديد، فقد أصبحت موضوعا ممتازا لنشاط المضاربين في ضوء إجراءات العولمة المالية التي طبقتها في عقد التسعينيات، حيث تتعرض عملاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها، لهجمات المضاربين الذين يحققون منها أرباحا خيالية².

• العولمة المالية والأزمات المصرفية

لقد أثبتت الدراسات والتي أجريت عام 1997 والتي أجريت على 65 دولة خلال فترة من (1980-1994) والتي إعتمدت على مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي، أنّ هناك علاقة وثيقة بين إجراءات العولمة المالية وأزمة الجهاز المصرفي التي حدثت في هذه الدول خلال تلك الفترة، كما أوضحت الأزمة التي حدثت في دول جنوب شرق آسيا في أكتوبر عام 1997، الأثر الذي أحدثته العولمة المالية على الأسواق المالية العالمية والمحلية من خلال تحرير حساب رأس المال والتوسع في عمليات الإقتراض الخارجي والإنتفاع دون ضوابط على الأسواق العالمية، مما أدى إلى إندلاع أزمة الجهاز المصرفي. كما أنّ البنوك في إطار التحري المالي كثيرا ما تسرف في منح الإئتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية، وبالذات لقطاع العقارات، وعلى الأخص في فترات الرواج الاقتصادي المصحوب بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج³.

¹ العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2013/2012، ص ص58-59.

² رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد02، الجزائر، 2000، ص45.

³ توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص ص277-278.

وهذه المصارف كثيرا ما تعاني من مصاعب مالية كبيرة عندما يحدث خفض في قيمة العملة وتعد أزمة المكسيك عام 1994 مثالا واضحا على ذلك.

كما أنّ العولمة المالية تؤدي إلى مخاطر أكبر على المستوى الدولي، لأنّ فشل أحد البنوك الكبرى بإحدى الاقتصاديات الكبيرة مثل اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية يمكن أن ينشأ عنه سلسلة من حالات الفشل المصرفي في الدول الأخرى، وهذا ما حدث فعلا أثناء أزمة الرهن العقاري سنة 2008.

• مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج

هي مخاطر تسرب رؤوس الأموال الوطنية إلى المواقع الأكثر ربحية في العالم، حيث أسفرت العولمة المالية فيما يتعلق بالدول النامية، أنّ من أهم مخاطرها تكمن في تدويل مدخراتها الوطنية، ممّا يؤدي إلى خروج هذه المدخرات للاستثمارات بالخارج، وفي الوقت الذي تحتاج فيه الدولة إلى هذه المدخرات لاستثمارها بالداخل، وتكشف البيانات التاريخية المتاحة بأنّ هناك دولا تزيد فيها نسبة الأموال الأجنبية عن 10% مثل حالة فنزويلا في أوائل الثمانينات، رغم أنّ ظاهرة هروب الأموال الوطنية للخارج قديمة بالدول النامية إلا أنّ إجراءات التحرير المالي المحلي والدولي أسبغ نوعا من المشروعية على حرية خروج هذه الأموال، وما ينجم عنها من آثار سلبية على ميزان المدفوعات وقدرة الدول على التراكم والاستثمار والتدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية.

ويتم ذلك بمنحه الكثير من المزايا والحوافز لجذبه، وفي المقابل سمحت هذه الدول لمواطنيها باستثمار أموالهم خارج هذه الدول في ظل التحرير المالي، في حين أنّها مثقلة بالديون الخارجية. وهذا تناقض لأنّه في الوقت الذي تقوم الكثير من الدول بتشجيع الاستثمار الأجنبي وتقدم له مزايا، فإنّها تسمح لمدخراتها المحلية بالخروج بالاستثمار في الخارج إستنادا إلى العولمة المالية¹.

ومن المفارقات أيضا في هذا الحديث هو أنّ هناك دول تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من 50% إلى 90% من إجمالي ديونها الخارجية، الأمر الذي يرى أنصار العولمة المالية أنها تحقق للدول النامية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية، والحصول على كل ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة من الموارد المحلية، كما أنّها تحد من اللجوء إلى القروض المصرفية، ومن ثم حجم الديون من خلال الاستثمار في المحافظ المالية وكذلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

• الأثر على معدلات التضخم وسعر الصرف

قد تؤدي تدفقات رأس المال الداخلة إلى توسع مفرط في الطلب الإجمالي، وهذا التوسع ينعكس في ضغوط تضخمية، وفي تقلبات سعر الصرف الحقيقي، وزيادة عجز الحساب الجاري، وفي النهاية إلى

¹ توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، صص 256-257.

تدفقات كبيرة للخارج بسبب التغيرات في العائد المتوقع على الأصول، وسيادة سلوك القطيع بين المستثمرين¹.

عموما، عندما تتدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تزيد من عدم استقرار الاقتصاد الكلي، إذ غالبا ما تزيد معدلات التضخم، وارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية، الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري. ولا شك أن هذا الحال سيؤخر من العملية التصحيحية للبلدان المستوردة (بلدان العجز) وبالتالي تصاعد التزاماتها المالية الدولية. وعلى العكس حينما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ، فإنها غالبا ما تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وتراجع في معدلات التضخم، واستنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد، وخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع على سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة. وهو ما حدث فعلا في بلدان الأزمة الآسيوية، حيث ترتب عن دخول رأس المال ارتفاع في معدلات التضخم وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية خلال الفترة (1990-1997) وهو ما انعكس سلبا على صادرات هذه البلدان منذ منتصف التسعينيات لتتخفف بعد ذلك وبشكل حاد ابتداء من عام 1995².

• تراجع فعالية السياسة النقدية والمالية

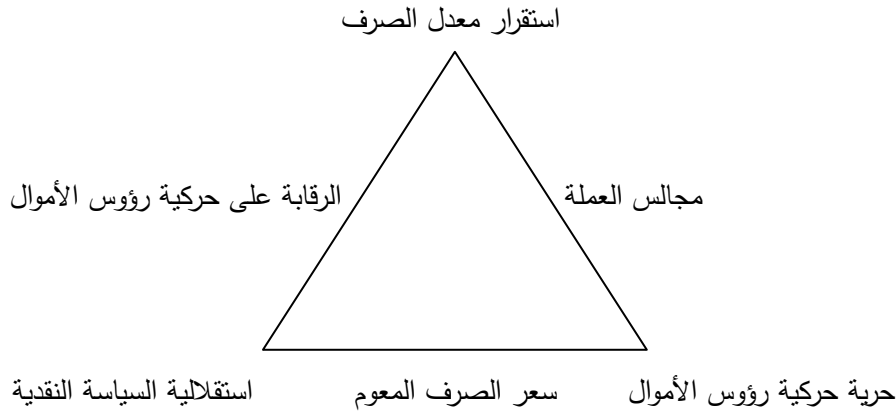
تظهر النظرية الاقتصادية أن هدف التحرير الكامل لحركية رؤوس الأموال لا يمكن أن يتحقق في نفس الوقت مع ثبات سعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية، حيث أن هناك تصاعدا هائلا في تدفقات رؤوس الأموال تتم بأقل من لمح البصر عبر شاشات الكمبيوتر، وتجعل من التدخل الفعال من طرف السلطات النقدية أمرا معقدا جدا، سواء ما تعلق بأسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية. فمثلا يمكن للتغير المفاجئ في اتجاه تدفق رأس المال أن يجعل السلطات النقدية والمالية عاجزة عن كبح سرعة هذه التدفقات عندما يشعر أصحاب رؤوس الأموال بعدم توفر المردودية اللائمة لاستثماراتهم المالية، أو بمخاطر قد تتجم عن ضعف أداء النظام المصرفي. ومثل هذا الوضع هو الذي حوّل ارتباط كثير من عمليات السوق المالية من خط المنافسة الاقتصادية إلى خط المضاربة ومن ثم المقامرة. ولعل أبرز مثال على ذلك ما حدث في دول جنوب شرق آسيا وعجز البنوك المركزية في تلك الدول عن إنقاذ العملة الوطنية وسعر الصرف من التدهور³.

¹ أليخاندر لويز ميا، التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والنتائج ورد فعل السياسة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، 1999، ص 28.

² العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2013/2012، ص 63.

³ العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

الشكل رقم (04): مثلث عدم التكافؤ لمندل (Triangle D'incompatibilité)



SOURCE: Paul R.Krugman, Economie internationale, 4eme edition, Paris, 2003, P787.

يظهر من خلال الشكل أعلاه الأهداف الثلاث التي يسعى المسؤولون في الاقتصاديات المنفتحة على رأس المال الأجنبي إلى تحقيقها، لكن إثنين فقط من الأهداف الثلاث هي التي يمكن تحقيقها في الوقت نفسه، إذ يجب اختيار أحد جوانب المثلث، وكل من معدل الصرف المعموم ومجالس العملة وكذا الرقابة على رأس المال يمكنها الجمع بين الهدفين المختارين، بمعنى أنه لتحقيق أحد هذه الأهداف يجب التخلي على أحد الهدفين المتبقين.

سادسا/ مفهوم الأزمات المالية وأنواعها

ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب "الكونت دي لاس كاز" (1766-1842) وذلك عام 1823. وتتضمن الأزمات المالية بشكل عام توليفات مختلفة من المشاكل النقدية والمصرفية ومشاكل الديون، وعليه تعددت مفاهيمها مع إختلاف أنواعها.

عرّف (E.Borthalon) الأزمة المالية أنها: عبارة عن تغيير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية المتمثلة في عرض الأسهم والسندات وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف¹. ومن ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بتغير (إنخفاض) معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة.

تعرف الأزمة المالية على أنها: اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في بعض المؤسسات المالية وتمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى². وهي مؤشر لهشاشة النظام المالي لهذا البلد أو ذلك.

¹ E.Borthalon, crises financières: un panorama des explications, revue problems économiques, N°2595, mars 1998, p01.

² بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة؟، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، ط01، مركز النشر العلمي، السعودية، 2009، ص08.

كما يمكن تعريفها بأنها انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقار، أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول كنتيجة لانفجار "فقاعة مالية"♦.

وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلاّ بالأسواق المالية، فإن توسعها وتفاقمها يؤدي إلى آثار مضرّة بالاقتصاد الحقيقي، من خلال تطبيق الإئتمان وانخفاض الاستثمار، الأمر الذي يؤدي حتماً إلى أزمة إقتصادية، بل وحتى إلى ركود اقتصادي، وقد تتحول إلى أزمة إقليمية، أو أزمة عالمية.

فالأزمة المالية هي اضطراب يصيب النظام المالي ويتميز بانخفاض أسعار الأصول المالية، القروض، الودائع البنكية وسعر الصرف، ويقترن هذا بإفلاس الوسطاء الماليين والمدنيين. ويميل المستثمرون للبحث على سيولة أكثر فأكثر من خلال التخلي عن الأموال الموجودة لديهم واستبدالها بأموال أخرى. هذه الأزمة تنتشر عبر النظام المالي وتؤدي إلى تثبيط قدرة هذا النظام على تخصيص رؤوس الأموال بشكل فعال في الاقتصاد.

أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية وتتنوع وفقاً لمسبباتها، وطبيعة القطاع الذي حدثت فيه وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين الأشكال الأساسية لأنواع الأزمات المالية من أهمها:

01. أزمة البنوك: أزمة البنوك عبارة عن حالة من عدم الاستقرار، تحدث نتيجة إهيار أحد المصارف، وذلك عندما يقوم المودعون قصيرو الأجل فجأة بسحب قروضهم وودائعهم من من مقترض غير قادر على السداد¹، وهي تعبر عن إختلالات النظام المصرفي، وعدم قدرته على الوفاء بالتزاماته أمام مودعيه، الأمر الذي يتطلب تدخل الحكومة أو السلطة النقدية المسؤولة عن تقديم المساعدات للوحدات البنكية المتعثرة، وتقديم الحماية الكافية لبقية الجهاز بما يضمن عدم انهياره بشكل تام.

وعادة ما يبدأ الإضطراب نتيجة فقدان الثقة في الجهاز المصرفي ليس بسبب وجود مشاكل فعلية في ميزانيته وإنما بسبب انتشار الشائعة حول انخفاض مستوى أداءه، ومن ثم يتزايد خوف المودعين فتبدأ الهرولة، نتيجة سحب الأموال بكثرة والجدير بالذكر أن الإضطراب من أهم صفاته سرعة الإنتشار، هذا ما يدفع المودعين إلى سحب أموالهم مرة واحدة وينتشر الأمر إلى بنوك أخرى.

♦ الفقاعة المالية هي تراكم الفروقات بين القيمة السوقية لأصل مالي وقيمه الأساسية، أي ابتعاد القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية.

¹ شذا الخطيب، الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا، مجلة دراسات إستراتيجية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2001، ص 23.

02. أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات): تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعة (Bubble)، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادية على نحو إرتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم هو الريح الناتج عن إرتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح إنهييار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهها قويا لبيع الأصل فيبدأ سعره في الانخفاض، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

03. أزمة العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو كمخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات عادة عندما تتخذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي إلى إنهييار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في إندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا سنة 1997، وعلى الرغم من آثار تقويم أو خفض عر صرف العملة الوطنية قد يبدوا قرارا تطوعيا من قبل السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية.

بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدث الإنكماش بل قد يصل إلى درجة الكساد.

04. أزمة ديون: تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، في هذه الحالة تؤدي المخاطر المتوقعة إلى توقف القطاع العام عن سداد إلتزاماته، وإلى تراجع حاد في تدفقات رأس المال الخاص وإلى أزمة في الصرف الأجنبي، وهي الحالة التي تعجز فيها الدولة عن خدمة ديونها الخارجية.

سابعاً/ أهم الأزمات الناجمة عن العولمة المالية

01. أزمة الكساد الكبير (1929): كانت العشرينيات من القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية سنوات مضارية حادة، خاصة في العقارات وما يتصل بها، وفي سنة 1926 عندما اجتاح فلوردا اعصاران لم تكن الأماكن مرغوب فيها واتجه الجميع عندئذ للبورصة، وعرفت بذلك أسعار الأسهم تصاعدا كبيرا خاصة في سنة 1928، وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929. وانتقل بذلك مؤشر داوجونز لمتوسط القطاع الصناعي من 191 نقطة في بداية 1928 إلى 300 نقطة في ديسمبر من نفس السنة، وإلى أقصاه في سبتمبر 1929 بـ 381 نقطة أي تضاعف مرتين خلال سنتين، وكان ذلك نتيجة ارتفاع المضاربة الشديدة على قيم الأسهم، وانتقل معدل حجم التداول من 04 ملايين سهم في مارس 1928 إلى 6.9 مليون سهم في نوفمبر و8.2 مليون سهم في مارس 1929، ولقد فاق معدل عدد الأسهم المتداولة كل يوم 4277000 سهم، وهذا بخصوص 1.1 مليون سهم مسجل فقط سنة 1929، وارتفع معدل السعر إلى الربح من مستوى معتدل يقارب 10 أو 12 إلى 20¹.

في شهر سبتمبر من عام 1929 أقل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة على أعلى قيمة له بـ 381 نقطة، وفي الثاني أكتوبر من نفس السنة انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وصاحبه انخفاض آخر في اليوم الموالي قدره 43 نقطة معلنا بداية الكساد العظيم، وفي يوم الأربعاء 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة، مما يعني انخفاضا بلغت نسبته 20% بالمقارنة مما كان عليه الحال في 03 سبتمبر أي في أقل من شهرين، وحدث هلع كبير في 24 أكتوبر (الخميس الأسود) في أوساط المستثمرين، كما حاولت العديد من البنوك التدخل لوقف الانخفاض لشراء سندات مقابل مبالغ باهضة، وذلك بواسطة الأموال السائلة المقدمة في السوق المفتوحة من البنك الفدرالي الاحتياطي لكن ذلك لم يوقف الأسعار إلا مؤقتا، فقد شهر الأسبوع الموالي انخفاض جديد.

نتج عن هذه الأزمة إفلاس العديد من الشركات، تفشي ظاهرة البطالة، مع إنخفاض الطلب على السلع والخدمات وتراجع الأسعار، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير جدا بسبب إحجام المقرضين عن منح الإئتمان لكنهم لم يتمكنوا من تحصيل حقوقهم من المدينين الذين عجزوا بدورهم عن الوفاء بما عليهم من مستحقات، ومن ثم فإن البنوك قد واجهت صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهذا الأمر الذي جعلها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم مما نجم عنه إغلاق العديد من هذه البنوك، وبتاريخ 06 مارس 1933، تم إغلاق كافة البنوك بأمر من الرئيس الأمريكي، لكن بعد أسبوع من ذلك تم السماح للبنوك التي تتمتع بمستوى مقبول من السيولة أن تمارس نشاطها².

¹ C.PKindlerger et A. Bernard, la grande crise mondiale 1929-1933, édition Economica, paris, 1988, pp107-108.

² هندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص174.

02. الأزمة المالية المكسيكية (1994): تعرضت المكسيك لأزمة مالية ضربت اقتصادها عام 1995، فقد أعلنت الآلاف من الشركات إفلاسها في الوقت الذي تحول فيه الآلاف إلى العاطلين عن العمل، وأظهرت أن حاجة الدولة إلى أكثر من مليار دولار لضمان قدرتها الائتمانية، وفجأة غير المستثمرون في اتجاهاتهم الاستثمارية، الأمر الذي أدى إلى هجرة رؤوس الأموال الداخلة إلى الخارج بشكل واسع ما أدى إلى أزمة عميقة في النظم المالية، وهدد استقرار القطاعات الإنتاجية لتوصف بذلك أزمة المكسيك في عام (1994-1995) بأنها أول أزمة مالية في القرن العشرين توجه الإنتباه إلى حجم تدفق رؤوس الأموال وسرعة هذا التدفق¹.

بعد أن كانت المكسيك هو المنطلق لأزمة المديونية سنة 1982 وسعيًا من الدولة آنذاك دأبت المكسيك على القيام بإصلاحات هيكلية، كان الغرض منها إعادة الثقة لدى المستثمرين من أجل جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وإعادة مكانة المكسيك في الأسواق المالية الدولية، فإنتهاج برنامج إصلاحات ذو طابع حر (رفع الرقابة على أسعار الصرف، الخصوصية، تحرير التجارة الخارجية، إزالة القيود التنظيمية بالاستثمارات الأجنبية، التخفيف من القيود التنظيمية وتحديث الأسواق المالية) كان يحظى بدعم من طرف العديد من الهيئات المالية الدولية، وساعدها على تحقيق ذلك عاملان رئيسيان:

- عامل داخلي: وهو قيامها بتخفيف القيود التي تحد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها؛
- عامل خارجي: وهو انخفاض سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية المجاورة.

وقد نتج عن ذلك أن عاد النمو الإقتصادي إلى المكسيك، وانخفض معدل التضخم من 114% سنة 1988 إلى 26% سنة 1990 وحدث الرجوع إلى حالة التوازن الميزاني (التوازن في ميزان المدفوعات). وفي ديسمبر 1994 حدث انخفاض في قيمة البيزو المكسيكي (The Peso) فوضع نهاية مفاجئة لتدفقات رؤوس الأموال من الخارج، وعجل بالأزمة المالية.

لقد اتفق معظم الاقتصاديين في تلك الفترة، على أنّ سبب الأزمة المالية التي ضربت المكسيك في 1994 جاءت إثر تضافر العديد من العوامل، إذ أنّ تحرير القطاع المالي من القيود لجذب رؤوس الأموال الأجنبية أدى إلى زيادة المعروض من رؤوس الأموال في الأسواق المحلية، فتوسعت البنوك في منح الائتمان، في حين سيطر الوهن على قطاع الإشراف والرقابة بالبنوك، وغابت مراقبة البنوك لمجالات توجيه الاستثمارات بسبب تخلي الحكومة المكسيكية عن الكثير من المؤهلين القطاع المصرفي منذ سنة 1982 على إثر انتشار عمليات التخصيصية التي شهدتها القطاع، وعدم مراعاة نوعية المساهمين الجدد فيه من القطاع الخاص².

¹ بوخرص عبد الحفيظ، تحليل المقاربة بين أسباب العولمة المالية وأسباب الأزمة المالية (الأزمة المالية المكسيكية)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية (دراسات اقتصادية)، جامعة الجلفة، الجزائر، ص22.

² ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص32.

إضافة إلى هذا، ومع ارتفاع قيمة العملة، انفتاح التجارة الخارجية (لاسيما مع اتفاقية الناقتا علما أن معظم تبادلات المكسيك كانت تتم في الأساس مع الولايات المتحدة الأمريكية وكندا)، بالخصوص تحرير قروض الإستهلاك، تزامن هذا مع انخفاض معدل الإدخار الخاص الذي انتقل من نسبة 20.1% إلى 11.4% من الناتج الداخلي الإجمالي في الفترة (1988-1994).

ما نتج عن الأزمة وفي مقابل التحسن في الوضعية الإقتصادية للمكسيك عرف الميزان التجاري عجزا مقدرا بـ 29 مليار دولار خاصة في ديسمبر 1994 وهذا ما أدى إلى بروز ضغوطات على سعر صرف "البيزو" فقررت الحكومة الجديدة بعد 03 أسابيع من إنشائها تخفيض قيمته بمعدل 15%، لكن سعر صرف البيزو انخفض بأكبر من هذا المعدل حيث انتقل من 3.45 بيزو للدولار إلى 5.5 بيزو للدولار أي بنسبة 30% والسبب في ذلك العجز المبالغ في تقييم العملة، والتي كانت بهدف تثبيت معدل التضخم، وارتفعت المديونية كثيرا بانخفاض قيمة البيزو (43 مليار دولار في نهاية 1994)، منها 30 مليار دولار سندات، وظهر موجة كبيرة من عمليات بيع الأصول المالية (هروب المستثمرين ورؤوس الأموال) مما أدى إلى انخفاض أسعارها، وشملت الأزمة البنوك والسوق المالية وبقية القطاعات، كما تأثرت مصداقية السياسة النقدية أشد التأثير بسبب إرتباط البيزو بعملة أخرى، مم أدى بفعل أثر العدوى، إلى إنتشار الأزمة إلى باقي الدول، وإلى ظهور مخاوف وشكوك من المستثمرين وظفوا أموالهم في دول أمريكا اللاتينية ويسمى هذا الأثر "تأثير تكيلا" *effet tequila*. كما انعكس اتجاه رؤوس الأموال بحيث أصبحت هذه الأخيرة تغادر المكسيك الأمر الذي كاد أن يحول أزمة السيولة التي حدثت إلى حالة عدم القدرة على الدفع (لو لا تدخل صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة)، لا سيما رؤوس الأموال هذه هي التي كانت تضمن تمويل عجز الميزان التجاري.

03. الأزمة المالية الآسيوية (1997): لقد تعرضت الدول الآسيوية (أندونيسيا، ماليزيا، سنغافورة، تايوان، هونج كونج، تايلاند، لاوس، الفلبين، كمبوديا) لأزمة مالية حادة سنة 1997، وشهدت الأسواق المالية لهذه الدول انهيارا كبيرا، حيث بدأت من تايلاند وانتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة. بدأت الأزمة المالية الآسيوية بانهيار سعر عملة تايلاند، بعد قرار الحكومة التايلاندية تعويم عملتها، مما أدى إلى عجز الحكومة عن دعم هذه العملة بسبب المضاربات القوية التي تعرضت لها، وانتقلت بعدها إلى دول جنوب آسيا الأخرى، أندونيسيا، الفلبين، ماليزيا، كوريا الجنوبية وغيرهم.

فالانخفاض المفاجئ في أسعار الممتلكات وبطئ النمو الإقتصادي خلال عقد من الزمن قد فرض ضغطا على النظام المصرفي في تايلاند، والذي ترتب عليه سوء حالة القروض الداخلية، كما حدث لكثير من النظم المصرفية في الأسواق المالية الناشئة، وقد أسهمت حالة القلق على الإقتصاد وانخفاض قيمة العملة في تدهور أحوال بورصة الأوراق المالية بمقدار 60% وكذا مؤشر الأسهم في الفترة ما بين فبراير

1996 وماي 1997، وأصبح الباهت ذاته تحت ضغط قاس بشكل منقطع لعدة شهور قبل إنهياره بشكل تام.

وبسبب تشابك إقتصاد تايلاند من الناحية التجارية باقتصاديات دول المنطقة، ووجود أسباب مشتركة لهذه الأزمة بين تايلاند وبعض دول المنطقة، ومنها حصول القطاع الخاص على قروض خارجية كبيرة، واستخدامها بدون حذر وفي غير ما خصص لها، كالمضاربة في البورصة وانتشار ذلك بصورة واسعة، انعكست هذه الأزمة على بقية الدول الآسيوية خاصة ماليزيا، واندونوسيا وسنغافورة والفلبين والتي انخفضت أسعار صرف عملاتها أمام الدولار بنحو 9.33%، 8.56%، 7.16%، 3.34%، على الترتيب في نهاية عام 1997، وقد عكس الإنخفاض في أسعار عملات هذه الدول تباطؤ النمو الاقتصادي فيها، مما دفع المستثمرين للتخلص من هذه العملات.

وبدأت تلك الدول تعاني آثار انهيار أسواق الأسهم والبورصات فيها مما أفقدها، وخلال أشهر قليلة من 40% إلى 50% من ثروتها، الأمر الذي ألغى ثمار سنوات من المثابرة، مما هدها باضطرابات سياسية وتصاعدات إجتماعية نتيجة الاستمرار في إغراق هذه الدول الآسيوية بالديون قصيرة الأجل، سواء للقطاع العام أو الخاص.

وفي الثاني من يوليو 1997 أعلنت الحكومة التايلاندية بعد محاولة مضنية من جانبها، للحفاظ على سعر صرف الباهت وفك ارتباط الباهت بالدولار الأمريكي وتعويمه، وتبع ذلك سعر صرف الباهت في ذات اليوم بنسبة 20%، وفي 11 يوليو 1997 انخفض سعر الصرف "البيزو الفلبيني"، في حين انخفض سعر صرف "الرينجيت" الماليزي في 14 يوليو، وسارعت الحكومة الأندونيسية في ذات الأسبوع بتوسيع نطاق تحرك سعر صرف "الروبية" الأندونيسية من 8% إلى 12%، وقد كان ذلك بداية لطريق التراجع الحاد لأسعار صرف عملات تلك الدول، وإلى إتجاه نزولي تزايد في حداثها يوما بعد يوم في مؤشرات أسعار بورصات الأوراق المالية هناك، وفي الإجتماع السنوي المشترك لصندوق النقد والبنك الدولي في أكتوبر 1997 في هونج كونج، سميت الأزمة بالأزمة الآسيوية ووصفت بأنها أزمة عالمية¹.

لقد تدهورت أسعار الأسهم في البورصات الآسيوية، وعلى وجه الخصوص البورصات الخمس (أندونوسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين)، حيث نتج عن هذه الأزمة انخفاض حاد في القيم، فقد سجل سوق الأسهم في جاكرتا انخفاضا كبيرا حيث انخفض مؤشره في 1998 بنسبة 46.3% من قيمته السائد سنة 1997. وهو ما يعتبر تدهورا كبيرا في أسعار الأسهم في الأسواق المالية لتلك الدول، كما امتدت آثار الأزمة الآسيوية إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، أين انخفض مؤشر داوجونز في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.6%، وامتدت أيضا إلى البورصات الأوروبية وبورصات دول أمريكا اللاتينية.

¹ توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، صص 113-115.

والنتيجة الأهم لهذه الأزمة تمثلت في إفلاس العديد من المؤسسات المالية والاقتصادية، ارتفاع معدلات البطالة والفقر مع تدني مستويات المعيشة وتعتبر أندونيسيا وتايلاند وماليزيا وكوريا أكثر الدول تضررا من جراء الأزمة، حيث أن نسبة البطالة تضاعفت بثلاث أضعاف سنة 1999 مقارنة بسنة 1997، حينها فقد الكثيرون منهم أعمالهم.

04. الأزمة المالية العالمية (2008): إنّ الإنهيار الذي تعرضت له الأسواق المالية العالمية، خاصة البنوك وشركات التأمين في كلّ من أمريكا وأوروبا ودول أخرى من العالم، وكما هو معروف فإنّ سوق المال هو المكان الرسمي والقانوني لتداول الأدوات المالية باختلاف أنواعها.

لقد ظهرت الأزمة المالية العالمية الراهنة في نهاية عام 2007 (شهر أوت 2007) في الولايات المتحدة الأمريكية، حين قامت البنوك والمؤسسات المالية بمنح قروض عقارية بشكل كبير، بهدف تمويل حاجة المقترضين لشراء عقارات على اختلاف أنواعها، ويتميز هذا النوع من القروض بالمخاطرة العالية، لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشروع الممول، يمكن للبنك الإعتماد عليها كمصدر لسداد القرض، لهذا السبب قامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض، من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن من القرض، وذلك من أجل تغطية جزء من المخاطر التي تتدرج تحت هذا النوع من القروض مع مرور الوقت.

ونتيجة لاستحقاق سداد هذه القروض، بدأ المقترضون في مواجهة مشكلة عدم المقدرة على السداد، بسبب ارتفاع قيمة إلتزاماتهم للبنوك، هذا ما أدى بالمختصين تسميتها أزمة الرهون العقارية، ليمتد تأثير الأزمة إلى الأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي بعد ارتفاع حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية العالية المخاطر، حيث قامت المصارف وشركات العقار ببيع الديون إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات قابلة للتداول في أسواق البورصة العالمية.

إنّ هذه الأزمة التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، لم تبق داخل أمريكا وإنما أصابت مختلف دول العالم، وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة، تبعا لارتباط كل دولة بالاقتصاد الأمريكي، ونظرا لما تفرضه العولمة الإقتصادية من ترابطات إقتصادية متشابكة، فإن إنتشار الأزمة وتجاوزها الحدود الجغرافية للولايات المتحدة الأمريكية أصبح أمرا مفروغا منه، ويتدعم هذا الرأي أكثر عندما نعرف حقيقة الهيمنة الأمريكية في المجال الإقتصادي وسيطرتها الكبيرة على مختلف المنظّمات المالية الدولية التي تضع السياسات الإقتصادية والمالية كما هو الحال مع البنك الدولي وصندوق النقد العالمي ومنظمة التجارة الدولية وغيرها من المنظمات غير الحكومية المختلفة.

لهذا فإن هذه الأزمة قد أصابت إقتصاديات جميع البلدان، لتبدأ رحلة الأزمة العالمية تدعمها شبكة الإقتصاديات العالمية ورؤوس الأموال المترابطة مع بعضها البعض.

في سبتمبر 2008 بدأت الأزمة المالية تتحوا منحى عالمي، والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 حيث امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية، الدول الآسيوية، الدول الخليجية والدول النامية، وبدأت ملامح ظهورها إلى العالمية ببروز العديد من المؤشرات التي تشير إلى تراجع الإقتصاد العالمي ككل، ومن جملة هذه المؤشرات إرتفاع أسعار النفط، فضلاً عن ارتفاع معدلات التضخم العالمية مع تزايد معدلات البطالة، ثم الأزمة المالية الضارية والتي أدت إلى إفلاس العديد من المؤسسات المصرفية الكبرى، والمصارف التجارية في العديد من دول العالم مع إمكانية حدوث كساد عالمي، وقدرت خسائر البورصات العالمية بنحو 2.5 تريليون دولار كما بلغت الرهون العقارية عالية المخاطر 2.5 تريليون دولار حسب مؤسسة البحوث الإقتصادية "غلوبال أنسيت" وحسب تقديرات بنك انكلترا المركزي ألحقت الأزمة خسائر بالمؤسسات المالية العالمية بلغت 2.8 تريليون دولار، ففي دول الإتحاد الأوربي خفّضت مفوضية الإتحاد الأوربي توقعاتها للنمو الإقتصادي في منطقة اليورو إلى (1.8%) وحذّر وزراء مالية منطقة اليورو والبنك المركزي الأوربي من ارتفاع معدلات التضخم التي وصلت (3.5%)¹.

من أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة لم يسبق لها مثيل في السيولة، حيث قفزت أسعار الفائدة على المعاملات بين البنوك، وحدث هذا في وقت سعت فيه البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها، وانتشرت حالات نقص السيولة بصورة أوسع نطاقاً، حيث لجأت البنوك إلى تخفيض خطوط الإئتمان وزيادة هوامش الضمان للأوراق المالية وزيادة طلبات إيداع هامش الوقاية من الوسطاء الماليين الآخرين².

نشأت الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية، وتطورت بعد ذلك بصورة سريعة، ومن مظاهرها كثرة حالات الإندماج بطريقة الإستحواذ وحالات إشهار الإفلاس، التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة حتى أنه بلغ عددها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية تسعة عشر (19) بنكاً عملاقاً مما أعاد للأذهان المشاهد المأساوية التي شهدتها العالم في العقد الثالث من القرن الماضي عندما هزه كساد كبير.

¹ مارتن بولار، إنقلاب النظام العالمي رأساً على عقب حقائق مالية على الدولار، مجلة المستقبل العربي، مركز الدراسات العربية، بيروت، العدد 358، 2012، ص18.

² جهاد الصباح، السياسة المالية في الإقتصاد الإسلامي، دار الفكر العربي، مصر، 2008، ص93.

المحور السادس: المشتقات المالية

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

ثانياً: أنواع عقود المشتقات المالية

ثالثاً: أغراض المتعاملين بالمشتقات المالية

رابعاً: المخاطر الناجمة عن استخدام المشتقات المالية

المحور السادس: المشتقات المالية

أولاً/ مفهوم المشتقات المالية

تعددت التعاريف التي أعطيت للمشتقات المالية لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها، وفيما يلي بعض منها:

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة، فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم إستراداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار.

وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها¹.

المشتقات المالية هي أية عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر، مع أنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها².

وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة.

كما عرّفها صندوق النقد الدولي بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي:

- هي عقود؛
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه؛
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد؛
- يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل.

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص58.

² عادل رزق، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006، ص ص74-75.

ثانيا/أنواع عقود المشتقات المالية

هناك أربعة أنواع رئيسية من عقود المشتقات المالية تتمثل في عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المقايضات، وعبر التاريخ كانت العقود الآجلة أولى المشتقات التي ظهرت ثم تلتها في الظهور العقود المستقبلية ثم عقود الخيارات وأخيرا عقود المبادلة.

01.العقود الآجلة (Forwards Contracts)

هي عقود بين طرفين أساسيين لبيع وشراء أدوات معينة (عملات، ذهب، سلعة... إلخ) بسعر يتفق عليه الآن على أن يتم التسليم في وقت لاحق، وتستعمل البنوك والمستثمرون هذه العقود لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف ولا سيما في مجالات الاستثمارات الدولية، وهناك تشابه بين العقود الآجلة والمستقبلية بأن طرفي العقد يتعهدان بالمبادلة في تاريخ مستقبلي محدد، وكذلك يتشابه السوقان في التسعير المحدد مسبقا، وتختلف العقود الآجلة عن المستقبلية في أن العقود الآجلة عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، فهم يحددون الشروط للعقد مثل الكمية، النوعية، الوقت وبما يتفق وظروفهما الشخصية، في حين أن العقود المستقبلية عقود نمطية ويتم تحديد شروطها من قبل البورصة، إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض وهذا ما يجعلها عقود غير شخصية، ويعتبر عقد الفائدة الآجل أهم العقود الآجلة.

وتعرف بأنها عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا ويسعر يحدد مسبقا أيضا، أحدهما هو سعر التسليم وهو السعر السائد وقت التعاقد والأخر السعر الآجل، يكون الأول ثابت بينما الثاني قابل للتغيير¹.

مثال تطبيقي

تقوم مؤسسة "أ" بشراء سندات خزينة على أساس معدل فائدة 6% يكون إستحقاقها بعد 10 سنوات بما قيمته 5 مليون دولار. ونظرا لطول فترة الاستحقاق تواجه المؤسسة خطر سعر الفائدة، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة في السوق يجعل من سنداتها ذات قيمة سوقية أقل (هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للسند) مما يدفعها للجوء قصد الحد من هذا الخطر إلى عملية التحوط من خلال الإتفاق مع مؤسسة أخرى "ب" تتوقع انخفاضا في سعر الفائدة (توقع معاكس) بأن تبيع لها هذه السندات في تاريخ مستقبلي بالسعر السائد لحظة الإتفاق على سبيل المثال بما يمكنها من تجنب الخسائر التي ستنتج عند إرتفاع سعر الفائدة مستقبلا. في حين أن المؤسسة "ب" تلجأ لشراء هذه السندات بقيمة 5 مليون دولار ومعدل فائدة 6% على اعتبار توقعها لانخفاض سعر الفائدة مستقبلا ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للسندات لأكثر من 5 مليون دولار بما يمكنها من تحقيق ربح عند بيعها.

¹ مباح شبيب الشبري وحسن كريم حمزة، التمويل الدولي: أسس نظرية وأساليب تحليلية، دار الضياء للطباعة والنشر، العراق، 2015، ص72.

وعند حدوث التغيير في سعر الفائدة فإنه في حال ما إذا كان ارتفاعاً فإن المؤسسة "أ" تكون قد نجحت في تجنب المخاطر المالية باستخدام العقد الآجل نتيجة صحة توقعاتها، مقابل تحمل المؤسسة "ب" للمخاطر المالية نتيجة أن توقعاتها كانت خاطئة، والعكس في حال ما إذا تحقق انخفاض في سعر الفائدة.

02. العقود المستقبلية (Future Contracts)

يعرّف العقد المستقبلي على أنه اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد.

تعرف العقود المستقبلية هي عقود معيارية منظمة بواسطة البورصة بين طرفين، يُفرض على أحدهما أن يسلم الآخر كمية محددة من أصل معين في تاريخ لاحق في مكان محدد ويسعر يحدد الآن. ويجب أن تحدد في العقد العناصر التالية: تاريخ العقد ونوع الأصل محل العقد، وتاريخ التسليم والكمية وسعر التنفيذ أو سعر التسوية، ومكان وطريقة التسليم¹.

ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلاً عدد الوحدات في العقد الواحد وتواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكناً. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقاً لإتفاق الطرفين.

ولقد بدأ التعامل بالعقود المستقبلية لأول مرة في تاريخ المعاملات المعاصرة من خلال بورصة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1972 بصدد العقد على عملات أجنبية، ثم تطورت هذه العقود لتحل على أسعار الفائدة وكان هذا عام 1975 وأعقبه عام 1976 شكلاً آخر لها، حيث تم التعامل بها على أنون الخزنة، وفي عام 1977 حلت على سندات الخزينة، وفي عام 1980 ظهرت لأول مرة على مؤشرات الأسهم بالبورصة، ثم ما لبثت أن حل التعامل بها على الخدمات والرحلات وكان هذا في نهاية القرن العشرين².

يتم تسوية العقود المستقبلية وفق ثلاثة طرق:

● **تعويض الصفقة:** يعتبر تعويض الصفقة قبل تاريخ استحقاقها من أكثر طرق تسوية العقود المستقبلية شيوعاً في الأسواق المالية، حيث أن المستثمر صاحب المركز الطويل يبيع نفس عدد العقود التي سبق وأن اشتراها من قبل، في حين أن المستثمر صاحب المركز القصير يشتري نفس عدد العقود التي سبق وأن باعها من قبل، ويتم تقبيد المكاسب والخسائر في الجانب الدائن أو المدين لحسابات الهامش الخاصة بالمستثمرين.

¹ منير إبراهيم هندي، "الأسواق الحاضرة والمستقبلية، عمان، الأردن، 1994، ص370.

² توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص195.

ففي حالة ما اتخذ المستثمر ما مركزا طويلا بشراء عقد مستقبلي، فإن تعويض الصفقة (من خلال بيع نفس العقد المستقبلي) عند سعر مرتفع يعني تحقيق المستثمر لربح يساوي إلى الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع الأعلى، والعكس إذا ما تم تعويض الصفقة عند سعر منخفض فإنه يحقق خسارة تساوي إلى الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع الأقل، أما في حالة ما إذا اتخذ المستثمر مركزا قصيرا ببيع عقد مستقبلي، فإن تعويض الصفقة (من خلال شراء عقد مستقبلي) عند سعر منخفض يعني تحقيق المستثمر لربح يساوي إلى الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء الأقل، والعكس إذا ما تم تعويض الصفقة عند سعر مرتفع فإنه يحقق خسارة تساوي إلى الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء الأعلى¹.

• **مبادلة الوضعية مع طرف آخر:** يمكن لمستثمرين في العقود المستقبلية أحدهما صاحب مركز طويل والآخر والآخر صاحب مركز قصير الاتفاق على الوفاء بالتزاماتها (التسليم والدفع) قبل وصول تاريخ استحقاق العقد المستقبلي وإخطار مؤسسة المقاصة بذلك قصد القيام بإلغاء وتسوية العقدين. حيث أن أفضلية هذه الطريقة تكمن في أنها تمكن كلا الطرفين من مبادلة أصل ما لا يتماشى والمتطلبات اللازمة والضرورية للعقد المستقبلي.

• **التسليم:** أحيانا خلال فترة التسليم المتفق عليها، يقوم مستثمر ما صاحب مركز قصير بتقديم إشعار تسليم إلى غرفة المقاصة لإخطارها برغبتها في القيام بالتسليم قبل وصول تاريخ الاستحقاق، وهنا تقوم غرفة المقاصة بإجراء عملية اختيار عشوائية أو حسب آلية محددة باختيار مستثمر آخر صاحب مركز طويل فسي نفس العقد المستقبلي لقبول عملية التسليم التي ينجر عنها دفعه لقيمة الصفقة واستلامه للأصل محل الصفقة.

مثال تطبيقي

إذا كانت المؤسسة "أ" التي تملك سندات خزينة بقيمة إجمالية 5 مليون دولار بمعدل فائدة 6% لفترة استحقاق 10 سنوات تتوقع ارتفاعا في سعر الفائدة مستقبلا مما يجعل من قيمة سنداتها منخفضة في السوق، يمكنها الحد من خطر سعر الفائدة باللجوء للتحوط عن طريق العقود المستقبلية. باعتبار أن قيمة العقد المستقبلي الواحد محددة في السوق بـ 100000 دولار، فإنه يتوجب على المؤسسة أن تباع ما يعادل $100000 / 5000000 = 50$ عقد مستقبلي خاص بسندات الخزينة للتحوط من خطر سعر الفائدة مستقبلا، إذ أنه بافتراض ارتفاع سعر الفائدة في السنة الموالية على سندات الخزينة إلى 10% مثلا نتيجة ارتفاع معدل التضخم سيؤدي إلى تراجع قيمة سندات الخزينة التي تمتلكها المؤسسة إلى قيمة سوقية أقل (هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للسند) مما يدفعها إلى إبرام عقد حالي مع طرف آخر تبيعه 50 عقد مستقبلي بقيمة إجمالية 5 مليون دولار في تاريخ الاستحقاق بدل السعر المنخفض.

¹ Roy Bailey , The Economics of Financial Markets, Cambridge University Press, UK, 2005, p346.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن قبول الطرف الآخر لإبرام العقد مع المؤسسة "أ" راجع إلى كونه يملك توقعات معاكسة لسعر الفائدة بأن ينخفض ولا يرتفع كما تتوقع المؤسسة "أ" ومن ثم يقبل شراء هذه السندات بـ 5 مليون دولار على أمل أن ترتفع قيمته السوقية في السنة الموالية عندما ينخفض سعر الفائدة وعندها يحقق ربحاً.

03. عقود الخيارات (Options Contracts)

تم تداول عقود الخيار لأول مرة عام 1973، وانتشر استخدامها بعد ذلك على نطاق واسع، ونشأتها تعود إلى سوق السلع، حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، لذلك يشتركون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض للتجار. وفيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل هي (الأسهم، السندات، مؤشرات الأسهم، العملات الأجنبية)، كما تعتبر عقود الخيارات بديل عن المتاجرة مباشرة بالأسهم العادية، حيث بدلا من شراء أسهم يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

وعقد الخيار هو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الوحدات من أصل معين (أصل مالي أو حقيقي) من طرف آخر (محرر العقد) بسعر يتفق عليه عند التعاقد، وله الحق كذلك في أن ينفذ أولاً ينفذ عملية الشراء والبيع، مقابل مكافأة يدفعها للمحرر وغير قابلة للرد تدفع عند التعاقد. كما يعرف عقد الخيار على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية (الأسهم مثلا) أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين يسمى سعر التنفيذ أو الممارسة¹.

أنواع عقود الخيارات

أ/ الأنواع الرئيسية: وتشتمل على²:

- خيار الشراء **Call Option**: يعطي الحق لحامله في شراء أصل مالي معين حسب سعر التنفيذ سواء خلال فترة زمنية محددة أو عند تاريخ استحقاق معين، مقابل دفع عمولة إلى محرر الخيار (البائع).
- خيار البيع **Put Option**: يعطي الحق لحامله في بيع أصل مالي معين حسب سعر التنفيذ سواء خلال فترة زمنية محددة أو عند تاريخ استحقاق معين، مقابل دفع عمولة إلى محرر الخيار (المشتري).

ب/ حسب تاريخ تنفيذ العقد: وتنقسم إلى:

¹ مايج شبيب الشبيري وحسن كريم حمزة، التمويل الدولي: أسس نظرية وأساليب تحليلية، دار الضياء للطباعة والنشر، العراق، 2015، ص ص 249-250.

² Roy Bailey, The Economics of Financial Markets, Cambridge University Press, UK, 2005, p439.

- عقود الخيار الأمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في الشراء أو البيع في أي وقت من الفترة بين شراء العقد وتاريخ إنهاء صلاحية العقد.
- عقود الخيار الأوروبية: بموجبه يكون لحامل العقد الحق أن ينفذ عقده في تاريخ الإستحقاق فقط أي في يوم واحد فقط. ويلاحظ أن معظم حقوق الخيار للأسهم والسندات والعملات ومؤشرات الأسهم غالباً ما تكون أمريكية من حيث أسلوب التنفيذ.

ج/ حسب التغطية: تتمثل في:

- عقد خيار الشراء المغطى: هي عبارة عن عقد يكون فيه محرر العقد مالكا للسهم (الأصل) موضوع العقد.
- عقد خيار الشراء غير المغطى: في هذا النوع من العقود لا يمتلك المحرر السهم موضوع العقد، وفي حال التنفيذ سوف يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذا لمتطلبات العقد.

رابعاً/حسب الربحية: كما هو موضح في الجدول التالي:

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	البيان
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

مثال تطبيقي

تم عقد خيار شراء بين طرفين يخص 1000 سهم بما يقابل 115 دولار للسهم الواحد مع دفع حوالي 2000 دولار كعمولة.

- في حال كان سعر السهم في السوق في تاريخ الاستحقاق هو 115 دولار فإنه بالنسبة لحامل الخيار لا فرق بين أن ينفذ الخيار أو لا ينفذه، إذ أنه في كلتا الحالتين سينكبد خسارة بقيمة العمولة التي يدفعها، ومن ثم يكون الخيار في هذه الحالة في وضعية "at the money".

- إذا كان سعر السهم في السوق هو 110 دولار، فإن حامل الخيار من مصلحته شراء السهم الواحد بـ 110 دولار بدل 115 دولار، وبالتالي لا يقوم بتنفيذ خيار الشراء ويخسر قيمة العمولة المقدر بـ 2000 دولار، ويكون الخيار في هذه الحالة في وضعية "out of the money".

- إذا كان سعر السهم في السوق 120 دولار فإن حامل الخيار من مصلحته الشراء بـ 115 دولار للسهم بدل 120 دولار للسهم، ومن ثم يقوم بتنفيذ خيار الشراء محققاً ربحاً قدره $1000 \times (115 - 120) = -5000$ دولار مع خسارة قيمة العمولة المقدر بـ 2000 دولار أي حقق ربحاً صافياً قدره 3000 دولار، ويكون الخيار في هذه الحالة في وضعية "in the money".

04. عقود المبادلات (المقايضات) (Swaps Contracts)

عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتضمن تحرير عقدتين متزامنتين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدتين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف، ويفصل بينها فترة زمنية (شهر أو 6 أشهر أو سنة)¹، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار، أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون جنيه إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه، بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء². ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة أو هامش السعر الآجل، ويبلغ في المثال: $0.10 = 2 - 2.10$.

وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني، ويعبر عنها بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة، فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار، فمعنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين، والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1%، فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال هناك ارتفاع بنصف نقطة.

في معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف، غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد المتعاقدين العملة شراء فوريا من جهة ما ثم يبيعهما آجلا لجهة أخرى، وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة، تميزها لها عن المبادلة التامة، والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد، وفي عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

مثال تطبيقي

نفترض أنّ مستثمرا أمريكيا يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره 10 مليار ين ياباني، وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75% ومستثمرا يابانيا يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار، وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7%، وهي تكلفة مرتفعة مقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الأمريكي وهو 6.5%.

في هذا المثال تتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفق سويا، واقترض كل منهما قرضا بعملة الوطن بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر، وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات. ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار والين وكذلك

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، ط2، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2002، ص17.

² مومن عبد الكريم، مطبوعة بعنوان المالية الدولية موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، جامعة أدرار، الجزائر، 2017/2018، ص90.

كل المخاطر الائتمانية، ولتجنب هذه المخاطر يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ 0.125% مثلاً.

• بالنسبة للمستثمر الأمريكي: تكلفة عقد مبادلة العملات = $(7.250\% + 0.125\%)$ ، أي قيمة عمولة البنك هي 7.375%. والفرق بين تكلفة الإقتراض المباشر من السوق اليابانية (7.750%)، وتكلفة تدبيره نفس المبلغ من خلال عقد مبادلة العملات (7.375%) هو $7.375 - 7.750 = 0.375\%$.

• بالنسبة للمستثمر الياباني: تكلفة عقد مبادلة العملات = $(6.500\% + 0.125\%)$ ، أي قيمة عمولة البنك هي 6.625% والفرق بين تكلفة الإقتراض المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7%، وتكلفة تدبير نفس المبلغ من خلال عقد مبادلة العملات (6.625%) هو $7\% - 6.625\% = 0.375\%$ ¹.

ثالثاً/أغراض المتعاملين بالمشتقات المالية

تعدّ أهم وظائف المشتقات المالية تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر، أمّلين في تحقيق أرباح عالية فيما لو سارت الأمور على ما يرام واتجهت الأسعار بشكل مناسب. وتتمثل أغراض المتعاملين فيما يلي:

01. إدارة المخاطر، أو التحوّط ضد المخاطر

تعرف المخاطرة بأنها احتمالية السلبية في الحدث مطلقاً وفي مجال الاستثمار تعني أن يكون العائد المحقق الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع.
أمّا التحوّط فيعرف كما يلي:

- فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات؛
- شراء أو بيع عقد أجل في مقابل شراء أو بيع سابق لكمية متساوية لنفس السلعة أو كمية معادلة لسلعة أخرى والتي تتحرك أسعاره في إتجاه مواز لها؛
- إزالة الأثار السلبية التي تصاحب التطورات غير الملائمة في أسعار الصرف، أو أسعار الفائدة، أو قيم الأصول المستثمر فيها، أو الحد منه إلى أدنى درجة ممكنة.

فمصطلح التحوّط يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها، وهناك من يفرق بين التحوّط وبين التأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الإحتفاظ بإمكانية الربح، لكننا نستخدم المصطلح بالمعنى العام دون تحديد كيفية تطبيقه.

¹ مومن عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 92.

فالتحوط بهذا المعنى، وهو تجنب المخاطر قدر الإمكان، يتفق مع مقاصد الشريعة الإسلامية وأهدافها، ولا ينبغي أن يكون محل إشكال من هذا الجانب، إنما تظهر الإشكالات في الوسائل أو الأدوات المستخدمة لتحقيق هذا الهدف.

02. المضاربة

المضاربة بصفة عامة هي شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر، وقد توصف المضاربة بأنها مراجعة عبر الوقت، أي الشراء في وقت ما والبيع في وقت آخر، ففي هذه الحالة لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي لا يمكن أن يكون صحيحاً أو خاطئاً.

أمّا المضاربة في البورصة فإنها وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشتركون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأس مالي. ومن المعلوم أن هدفهم هذا يتوقف على أمرين:

الأول: وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء؛

الثاني: زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل عليها.

وبذلك عرف الاقتصاديين المضاربة بتعريفات عدة حسب الزاوية التي ينظر إليها نذكر منها ما يلي¹:

- التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال إرتفاع أسعارها، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها.

- السعي وراء تحقيق فائض قيمة قصير الأجل بالاعتماد على فروق الأسعار مع الزمن.

- عملية بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن بهدف الاستفادة من التغيرات التي يحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الاسمية والدفترية (الحقيقية) من ناحية أخرى.

يتوقف عامل التنبؤ على قدرات المتعاملين وعدم التأثر بالعوامل العاطفية كالتشائعات ونحوها، وأما نفسية السوق فتعتمد على طبيعة السوق واتجاهات التعامل فيها وأما عامل السرعة فيتوقف على قدرة المضارب على التخلص من العقود الآجلة المعقودة وتداولها بسرعة، لتحقيق الربح الحاصل من فروق الأسعار، وإن لم يتضمن تسليماً للورقة المالية.

03. المراجعة

المراجعة هي أحد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر إلى التريح عندما تباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين، وهنا يحرص الشخص المشتغل بعمليات المراجعة على الاستفادة من تغيرات الأسعار، فهو يشتري السلعة منخفضة السعر في أحد الأسواق وبيئها بالسعر الأعلى في السوق الآخر.

¹ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 87.

عرّفت المراجعة بأنها اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما، في سوقين مختلفين، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها في نفس الوقت على المكشوف في السوق الآخر الذي تباع فيه الورقة بسعر منخفض.

ومن المعروف أنّ الشراء يساعد على إرتفاع الأسعار وأن البيع يعمل على انخفاضها، ومن هنا سميت العملية بالموازنة أو المراجعة لأن من شأنها أن تميل بالأسعار إلى المساواة.

وتعتبر عمليات المراجعة من الاستراتيجيات الجاذبة للاستثمار، ذلك أن ألقا من البشر في المجتمعات الغربية على الخصوص يكرسون وقتهم في البحث عن فرص التربح من عمليات المراجعة. ومن أهم المزايا المترتبة على عمليات المراجعة أنه ما أن يشرع المستثمرون في الشراء من السوق ذات الأسعار المنخفضة، والبيع في الأسواق ذات الأسعار المرتفعة إلا وترتب على ذلك ارتفاع الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة حتى يصبح لدينا سعرا واحدا للسلعة الواحدة في جميع الأسواق، وهو ما يعرف بقانون السعر الواحد¹.

رابعاً/المخاطر الناجمة عن استخدام المشتقات المالية

قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة، والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس، وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساساً في:

01. مخاطر الائتمان

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد²، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر إنتشاراً في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

وهناك عدد من السياسات والإجراءات التي تمكن المتعاملين في أسواق المشتقات من إدارة هذه المخاطر الائتمانية منها ما يلي:

• أدوات الرقابة الداخلية التي تتضمن تقدير المخاطر الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف المقابل، مع رقابة هذه المخاطر خلال مدة كل تعامل معها؛

¹ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 89.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 264.

- التوثيق الدقيق للتعاملات مما يقلل من حدة المخاطر الائتمانية، وبالتالي يوفر الالتزام القانوني لتنفيذ العقود؛
 - تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بحدود معينة لهذه المخاطر؛
 - توفير الضمانات اللازمة التي تدعم الائتمان وتقلل أو تحد من التعرض لمخاطر تعثر أطراف عملية معينة.
- كما يمكن تحديد بعض الشروط في العقد مثل أن يتم تنفيذ العقد شهريا بدلا من كل ثلاثة أشهر وغيرها من الشروط، لاسيما بالنسبة لعقود المبادلات التي تعد أكثر أنواع المشتقات المالية عرضة للمخاطر الائتمانية.

02. مخاطر التشغيل

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها. وتنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش¹.

03. مخاطر التسوية

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية. كما قد تكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية. ويمكن تقليل مخاطرة التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.

04. مخاطر السيولة

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أولا بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة هذه الأدوات أكثر صعوبة.

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص332.

وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.

05. المخاطر القانونية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ، مثلاً من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحية في الدخول بالتعاقدات، لذلك يجب التأكد على ضمان امتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيات التي تخول لهم التعاقد باسم المصرف أو الشركة، ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد¹.

¹ هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص123.

خاتمة

لقد أصبحت المشاكل المالية الدولية أكثر تعقيدا وتتطلب مفاهيم دقيقة، أين جاءت نظريات ساهمت في طرح جميع هذه المشاكل المالية المتعددة وناقشتها بشكل واسع ومدقق، وفي نفس الوقت من الصعب المعالجة النهائية لهذه الصعوبات بسبب التطورات المتسارعة التي تفرضها المتغيرات الدولية الراهنة.

في الأخير نرجو أن نكون قد وفقنا في تقديم هذا العمل، كما نشير بأن مقياس المالية الدولية هو مقياس واسع يحتاج إلى البحث أكثر فأكثر، وبالتالي ينبغي على الطالب المزيد من الإطلاع نظرا لشموليته وتفرعه، كما نأسف إن كانت هناك بعض الأخطاء الواردة، وسوف يتم تداركها مستقبلا بحول الله.

قائمة المراجع

أولا/المراجع باللغة العربية

01. ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
02. أليخاندر لوبيز مخيا، التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والنتائج ورد فعل السياسة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، 1999.
03. بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003.
04. بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة؟، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، ط01، مركز النشر العلمي، السعودية، 2009.
05. بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد23، 2003.
06. بن الزاوي عبد الرزاق، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
07. بوخرص عبد الحفيظ، تحليل المقاربة بين أسباب العولمة المالية وأسباب الأزمة المالية (الأزمة المالية المكسيكية)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية (دراسات اقتصادية)، جامعة الجلفة، الجزائر.
08. توفيق خير الدين خليفة خير الله، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
09. جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة، مجلة العلوم الإنسانية العدد07، جامعة باتنة، الجزائر، 2002.
10. جهاد الصباح، السياسة المالية في الاقتصاد الإسلامي، دار الفكر العربي، مصر، 2008.
11. حربي محمد موسى عريقات، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
12. حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، دار زهراء للنشر، القاهرة، مصر، 1998.
13. دومينيك سالفاتور، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
14. راتول محمد، الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقويم، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد04، جامعة الشلف، الجزائر.
15. رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
16. رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد02، الجزائر، 2000.
17. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، ط2، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2002.

18. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.
19. سامي عفيفي حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية، القاهرة، مصر، 1987.
20. سعود جايد العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، ط02، دار زهران، عمان، الأردن، 2010.
21. سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية: نظرية وتطبيق، الطبعة الأولى، البصرة، 2005.
22. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001.
23. سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري، عمان، الأردن، دون ذكر سنة النشر.
24. السيد محمد أحمد السريتي وأحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار فاروس العلمية، الإسكندرية، مصر، 2017.
25. شافعي محمد زكي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، الكويت، 1977.
26. شذا الخطيب، الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق آسيا، مجلة دراسات إستراتيجية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2001.
27. شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا للنشر، الأردن، 2002.
28. صباح نوري عباس، أثر التضخم على سعر الصرف التوازني للدينار العراقي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، 2008.
29. صبحي تادرس قريصة ومدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، لبنان، 1983.
30. صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001.
31. صندوق النقد الدولي: دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، ط06، 2009.
32. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
33. طارق فاروق الحصري، الاقتصاد الدولي، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2010.
34. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
35. عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1993.
36. عادل رزق، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006.
37. العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تهتم بقضايا التنمية في الوطن العربي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2003.
38. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2011.
39. عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي: مدخل حديث، ط01، بغداد، العراق، 2008.
40. عبد المطلب عبد الحميد، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2005.

41. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
42. عدنان تايه النعيمي، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
43. عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999.
44. فليح حسن خلف، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2001.
45. قدي عبد المجيد، السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
46. مايج شبيب الشبري وحسن كريم حمزة، التمويل الدولي: أسس نظرية وأساليب تحليلية، دار الضياء للطباعة والنشر، العراق، 2015.
47. مجدي محمود شهاب وسوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
48. محمد سلمان محمد البراوي وخديجة قاير سمايل، أثر تغيرات سعر الصرف على المستوى العام للأسعار للمواد بدينة أربيل، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 102، 2011.
49. محمد عبد العزيز عجمية ومدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، لبنان، 1979.
50. مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، الطبعة الثانية، دار غريب للنشر، القاهرة، مصر، 1997.
51. مصطفى كافي ويوسف كافي، التمويل الدولي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
52. مفتاح صالح، المالية الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الرابعة ليسانس علوم اقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005.
53. منير إبراهيم هندي، "الأسواق الحاضرة والمستقبلية، عمان، الأردن، 1994.
54. موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدول، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2008.
55. مومن عبد الكريم، مطبوعة بعنوان المالية الدولية موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، جامعة أدرار، الجزائر، 2018/2017.
56. نواز عبد الرحمان الهيبي ومنجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
57. هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
58. هاني عرب، المساعد في المالية الدولية، ملتقى البحث العلمي، 1429هـ.
59. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
60. هندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

61. هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
62. وليد عبيد عبد النبي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق، 2012.
63. يحيى السيد عمر، القروض الدولية وأثارها على اقتصاديات الدول الإسلامية، دار الأصول العلمية، اسطنبول، تركيا، 2018.

ثانيا/المراجع باللغة الأجنبية

64. Aftaation.F, les taux de change, 2eme edition, P U F , presse universitaires de Paris, 1992.
65. C.PKindlerger et A. Bernard, la grande crise mondiale 1929-1933, édition Economica, paris, 1988.
66. Dominik Salvadore, economie internationale, copy right, Paris, 1982.
67. E.Borthalon, crises financières: un panorama des explications, revue problems économiques, N°2595, mars 1998.
68. Gerd Häusler, The Globalization of finance: Finance & Development, a quarterly magazine of the of Monetary International Fund, Volume 39, N°: 01, , U.S.A, March 2002.
69. Guendouzi brahime , relations economiques internationales, edition elmaarifa, Alger, 1998.
70. Jean Pierre Paulet, Mondialisation, 4^{eme} edition Armand Colin, Paris, 2007.
71. Josette Peyrard, Gestion Financière Internationale, 3ème édition, Vuibert, Paris, France, 1995.
72. Michel Alietta, Anton Breder, Globalisation Financiere-l'aventure obligee, Paris, economica, 1990.
73. Michel Bialès et autres, L'essentiel sur l'économie, 4ème édition, Berti, Paris, France, 2006.
74. Paul.R.Krugman, Maurice Abfeld, Economie internationale, de Boeck Universite, 3eme edition, Belgique, 2001.
75. Peryrard Josette, Gestion financiere international, 3eme edition, Vuibert, Paris, 1995.
76. Plihon Dominique, les enjeux de la globalisation financière: mondialisation au de la des mythes, edition Alger CASBA, 1999.
77. Roy Bailey , The Economics of Financial Markets, Cambridge University Press, UK, 2005.
78. Susan Lund et al, Financial Globalization ; reheat or reset, Mckinsey global institute, March 2013.
79. World Bank, Global Development Finance, Report 2008.