



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة محمد الحميد بن باديس - مستغانم -



كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير

محاضرات التسيير المالي الدولي

مطبوعة موجهة لطلبة السنة ثانية الماستر في العلوم التجارية

تخصص مالية و تجارة دولية

من إعداد الدكتور: بوزيد سفيان

2021/2020



{ لا تهنوا ولا تحزنوا وأنتم الأعلون إن كنتم مؤمنين }

**فهرس المحتويات
وقائمة الجداول والأشكال**

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	فهرس المحتويات.....
أ-ب	المقدمة.....
17-02	المحور الأول: النظام النقدي الدولي
02	I - النظام النقدي الدولي، تعريفه ومكوناته.....
06	II - المحطات الرئيسية للنظام النقدي الدولي.....
12	III - معايير كفاءة النظام النقدي الدولي ومعايير إصلاحه.....
37-18	المحور الثاني: الايطار المفاهيمي للنقود
18	I - تعريف النقود و خصائصها.....
23	II - وظائف النقود و الأداء الإقتصادي.....
28	III - تكلفة استخدام النقود.....
30	IV - أنواع النقود.....
49-38	المحور الثالث: نظريات الطلب على النقود
37	I - النظرية النقدية الكلاسيكية.....
41	II - النظرية الكنزوية للطلب على النقود
44	III - النظرية الكمية الحديثة لفريدمان.....
57-50	المحور الرابع: النظريات المفسرة لعرض النقود
48	I - النظرية الكمية للنقود.....
51	II - النظرية الكينزية.....
54	III - النظرية الكمية الحديثة لفريدمان.....

82-58

المحور الخامس: ميزان المدفوعات

- 56 I - مفهوم ميزان المدفوعات وأهميته وآلية القيد فيه.....
- 61 II - وظائف و خصائص و محددات ميزان المدفوعات.....
- 64 III - اقسام ميزان المدفوعات.....
- 68 IV - رصيد ميزان المدفوعات و النيات تعديله.....

112-83

المحور السادس: سعر الصرف

- 83 I - ماهية الصرف.....
- 94 II - مدخل الى سوق الصرف.....
- 100 III - ماهية سعر الصرف.....
- 109 IV - محددات سعر الصرف و طرق التنبؤ به.....

127-113

المحور السابع: تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف

- 113 I - ماهية خطر سعر الصرف.....
- 114 II - أهمية إدارة خطر سعر الصرف.....
- 115 III - التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر الصرف.....
- 119 IV - التقنيات الخارجية لإدارة مخاطر الصرف.....

151-128

المحور الثامن: الأسواق المالية الدولية

- 128 I - ماهية الأسواق المالية.....
- 134 II - أدوات الأسواق المالية الدولية.....
- 139 III - مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية.....
- 142 IV - كفاءة السوق الدولية.....
- 145 V - فروع الأسواق المالية الدولية.....

152 ١ - مفهوم عقود المشتقات
153 ٢ - أسواق عقود المشتقات و المتدخلون فيها
156 ٣ - مخاطر المشتقات المالية
178 قائمة المراجع

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	كيفية القيد في ميزان المدفوعات في بندي الحساب الجاري والحساب الرأسمالي	61
02	كيفية القيد في ميزان المدفوعات في بند الحساب المالي	62
03	مكونات الحساب الجاري	68
04	مكونات الحساب الرأسمالي	69
05	مكونات الحساب المالي	70
06	أنظمة الصرف في الدول العربية عام 2000	92
07	أهم العملات القيادية في سوق الفوركس.	148

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	سعر التعادل للدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني في ظل قاعدة الذهب.	09
02	العلاقة بين الذهب والدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني والمارك الألماني	11
03	عرض النقود من وجهة نظر النظرية الكمية للنقود	51
04	العلاقة بين الأسعار وعرض النقود	52
05	عرض النقود من وجهة نظر الكينزيون	53
06	علاقة الطلب الكلي بالدخل الكلي	54
07	علاقة الاستثمار بسعر الفائدة	54
08	علاقة عرض النقود بسعر الفائدة	54
09	آلية تأثير عرض النقود على القطاع الحقيقي ضمن النموذج الكينزي	56
10	نموذج ماندل فليمنج	109

132	التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية	11
134	أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.	12

تقدير للمحاضرات



المقدمة:

يتم الربط بين أوجه النشاط الاقتصادي المختلفة من إنتاج السلع والخدمات وتوزيعها واستهلاكها من خلال أداة التبادل التي تطورت عبر التاريخ من مرحلة المقايضة إلى مرحلة الاقتصاد النقدي، وخلال تطور وسائل المبادلة عرف الفكر الاقتصادي نظريات عديدة مختلفة حولها، فهذا الاقتصادي "جون ستورانت ميل" كان يقول " لا الشيء في الاقتصاد أقل قيمة من النقود" وهو ينتمي للمدرسة الكلاسيكية التي تعتقد بأن دور النقود في الحياة الاقتصادية هو مجرد تغطية للمعاملات فقط، ثم تطور الفكر الاقتصادي إلى نظرة أخرى تعطي للنقد مكانة هامة، وهي نظرة "كينز" وأتباعه التي تبين أهمية النقود نظرا لملامستهم التأثيرات التي تحدثها النقود، وأصبح ينظر إليها على أنها تلعب دور المحرك في النشاط الاقتصادي، أو دور الكابح له حسب تحكم السلطات النقدية فيها.

ومن ثم فإنه ليس من الخطأ أن يسمى النظام الاقتصادي الحديث بالنظام الاقتصادي النقدي، وهذه التسمية لم تطلق على سبيل المبالغة، ولكنها تعبيراً عن واقع الحياة الاقتصادية، والمبادلات التي تتم بين الأطراف المتعاملة تخضع إلى أسلوب إدارة هذا النظام، فإذا كان يتصف بحسن التسيير والضبط انتعشت حركة المبادلات، وساعد ذلك على التنمية الاقتصادية، وتحقيق الاستقرار، أما إذا تميز بخلاف ذلك عرف النشاط الاقتصادي تراجعاً، وقد يصاب بالكساد.

وعليه فإن أي هيئة ما لديها السلطة لتنظيم هذه الأداة (النقود) هي في الواقع تتمتع بالدور البالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية، وهذه السلطة ليست هيكلًا جامداً تمر عبره النقود، بل عليه إذا تنظيم تداول هذه الأداة ما دامت لها تأثيرات قوية على الإنتاج والتشغيل والتضخم والتوازن الخارجي وذلك لتجنبها، فإذا تدخلت السلطات لتنظيم تداول النقود لتحقيق أهداف معينة، أو تجنب اختلالات اقتصادية، سمي ذلك السياسة النقدية، وكان الاقتصادي الأمريكي زعيم النظرية النقدية "ملتون فريدمان" يحبذ القول بأنه لا يوجد ما يسمى "بالسياسة" فكل ما تفعله الحكومات هو سياسة، فإذا لم تصدر نقوداً فهذه سياسة،

وإذا أصدرتها فتلك سياسة أيضا، وهذا تعميم على كافة الإجراءات التي تقوم بها الحكومة في كل الميادين المختلفة.

في إطار ما تقدم تأتي هذه المطبوعة من أجل تقديم إحاطة نظرية شاملة للمفاهيم والجوانب الأساسية في موضوعات النقود والبنوك والأسواق المالية، سيما بالنسبة لطلبة السنة الثانية ماستر علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير، على النحو الذي يتيح تزويد المتلقي وإثراء معارفه في واحد من بين أهم مجالات علم الاقتصاد ككل، ويسمح بتكامل مجموع مهاراته وخبراته التي تتقاطع في عديد جوانبها مع موضوعات الاقتصاد البنكي والاقتصاد الكلي والمالية العامة وغيرها من المواضيع الأخرى.

وعليه فقد جرى تقسيم هذه المطبوعة إلى تسعة محاور، منها ما خصص لمسائل النظم النقدية والنظريات والسياسات النقدية، في حين خصصت الأخرى لأساسيات الاقتصاد المصرفي والمالي، وهذا حسب ما يلي:

- النظام النقدي الدولي؛
- الايطار المفاهيمي للنقود؛
- نظريات الطلب على النقود؛
- النظريات المفسرة لعرض النقود؛
- ميزان المدفوعات؛
- سعر الصرف؛
- تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف؛
- الأسواق المالية الدولية؛
- المشتقات المالية؛

المحور الأول:

النظام النقدي الدولي

ترتبط العلاقات الاقتصادية الدولية نتيجة للتبادل التجاري الخارجي القائم أساساً على مبدأ التخصص الدولي، ارتباطاً مباشراً بعمليات المدفوعات الدولية، حيث ينشأ عن هذا التبادل قيام عدد ضخم من علاقات دائنة وأخرى مدينة، تتطلب تسويتها وسائل دفع دولية تتمتع بدرجة عالية من الوفرة والانسحاب. من هذا المنطلق، عملت دول العالم المتقدم على إنشاء نظام يهدف إلى خلق تنسيق نقدي عرف بنظام بريتون وودز، الذي قام على أنقاض النظام النقدي لقاعدة الذهب واهتم بمعالجة الاختلالات المؤقتة في موازين المدفوعات الناتجة عن التبادلات الدولية ومراقبة أسعار الصرف، من خلال دوره القائم على تثبيت أسعار صرف العملات بالدولار الذي كان بدوره مثبت بالذهب. لكن هذا النظام لم يستمر طويلاً، فبحلول سبعينيات القرن الماضي انهار هذا النظام وتحول العالم إلى نظام التعويم، هذا الأخير الذي خلق الكثير من الاختلالات والأزمات جعل الدول النامية خصوصاً تطالب بضرورة إصلاحه وفق ما يخدم الاقتصاد العالمي ككل، وليس مصالح دولة على حساب دولة أخرى.

I- النظام النقدي الدولي، تعريفه ومكوناته:

إن مجموعة القواعد والتنظيمات الوطنية والدولية التي تعمل على تنظيم سير العلاقات النقدية وطنياً ودولياً من خلال أسعار صرف العملات اتجاه بعضها البعض، لأجل تدعيم فعالية المبادلات الدولية التي تثيرها العلاقات الاقتصادية الدولية (حركة السلع والخدمات، حركة رؤوس الأموال، حركة القوى العاملة)، تشكل ما يسمى بالنظام النقدي. فإن كانت هذه العمليات محلية كان نظام النقدي محلياً، وإن كانت دولية كان نظام النقد دولياً، وقد يكون نظام النقد إقليمياً كحالة النظام النقدي الأوروبي.

1- تعريف النظام النقدي الدولي:

تتمثل الأنظمة النقدية على المستوى المحلي، في مجموعة القواعد والتنظيمات والسياسات النقدية التي تتبعها كل دولة في المجال النقدي، بما في ذلك التنظيمات والقوانين الخاصة بالإصدار النقدي والسياسات النقدية الواجب إتباعها خلال فترة زمنية معينة¹. أما على المستوى الدولي، فالنظام النقدي يمثل مجموعة العلاقات النقدية الدولية المنبثقة عن التجارب العملية والاتفاقيات الدولية التي يتواجد في ظلها وسيلة أو وسائل دفع تقبل في تسوية الحسابات الدولية. أو باعتبار آخر، هو النظام الذي يوفر ما يسمى بالنقد الدولي، أي ذلك الشيء الذي يستخدم وسيطاً في المبادلات الدولية ومقياس للقيمة الأجنبية ومستودعاً لها أو ما يسمى بالسيولة الدولية.

¹ مصطفى أحمد فريد، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2009، ص 247.

ولكل دولة نظامها النقدي الذي يتكون من مجموع النقود المتداولة بين مختلف الأعوان الاقتصاديين والمؤسسات المنشأة لهذه النقود، وكذا التنظيمات المختلفة التي تسهل على النقود القيام بوظائفها المختلفة. يؤخذ اسم النظام النقدي من السلعة التي تثبت وحدة النقد بدلالته، فإذا ما تم تثبيت عملة دولة ما بالنسبة للذهب قيل أنها تتبع قاعدة الذهب، وإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة قيل أنها تتبع نظام المعدنين، وإذا تم ربطها بالفضة قيل أنها تتبع قاعدة الفضة، وإذا لم يتم ربط عملة الدولة بأي معدن قيل أنها تتبع النظام الورقي. وأن الحاجة إلى وجود نظام نقدي ظهرت باتساع المبادلات والعلاقات الاقتصادية الدولية، وكذا التعدد الواسع للعمالات التي ظهر معها عدم استقرار أسعار هذه العملات إزاء بعضها البعض. يشير معظم الاقتصاديين إلى أن وجود نظام نقدي دولي، يعد شرطاً ضرورياً لتمكين التجارة الدولية من النمو بشكل يحقق مصالح الدول المختلفة، فهو مجموعة القواعد والآليات والإجراءات التي يمكن أن تتخذ بتنظيم الأوضاع النقدية الدولية بالشكل الذي يسهل ويكفل تمويل حركة التجارة الدولية المتعددة الأطراف، ويسير العلاقات الاقتصادية الدولية عموماً، ويساعد في نموها بصورة مضطربة دون أن ترتب على ذلك حدوث اضطرابات اقتصادية داخل أعضائه.

عموماً لا يوجد تعريف شامل ودقيق للنظام النقدي الدولي. وبالإضافة لما سبق، يمكن أن نعرفه على أنه مجموعة من القواعد والآليات المرتبطة بتنظيم الأوضاع النقدية لمختلف دول العالم، بما يكفل تمويل حركة التجارة الدولية المتعددة الأطراف ونموها بصورة جيدة واستقرار العلاقات الاقتصادية الدولية دون أن يترتب عن ذلك حدوث أزمات واضطرابات اقتصادية¹.

كذلك يمثل النظام النقدي الدولي، ذلك النظام الذي يحكم ويضبط قواعد السلوك في كل ما يتعلق بأسعار الصرف وموازنين المدفوعات ومصادر تمويل العجز ونوعية السياسات التصحيحية، التي يجوز للدولة العضو إتباعها وتطبيقها لعلاج مثل هذا العجز عند وقوعه، وبالتالي فإن هذا النظام يفترض أنه يكفل تحقيق الاستقرار النقدي العالمي في النظام الاقتصادي العالمي الجيد، ويعتبر صندوق النقد الدولي هو الحارس والقائم على إدارة النظام النقدي.

والنظام النقدي الدولي أيضاً هو مجموعة القواعد والأعراف والوسائل والتسهيلات والتنظيمات التي تؤثر في المدفوعات الدولية. وهناك تصنيفين للنظام هما:

¹ عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999، ص 215.

- يصنف تبعاً للطريقة التي يتحدد بموجبها سعر الصرف، فيقال هنالك نظام لسعر الصرف الثابت، أو نظام سعر الصرف الثابت مع نطاق ضيق من التقلبات حول القيمة الاسمية، أو نطاق واسع من التقلبات، أو نظام سعر الصرف العائم المدار، أو نظام سعر الصرف العائم الحر، أو نظام سعر الصرف القابل للتكيف.
 - يصنف تبعاً للصيغة التي تتخذها الاحتياطات الدولية، فيقال هنالك قاعدة الذهب عندما يكون الذهب هو الاحتياطي الدولي الوحيد، أو قاعدة الثقة التامة بإحدى العملات كقاعدة الصرف بالدولار دون أن تكون هناك أي علاقة بالذهب، أو قاعدة الصرف بالذهب وهي مزيج بين النظامين السابقين.
- وبصيغة أشمل. فالنظام النقدي الدولي هو إطار عالمي للمعاملات النقدية الدولية، أي مجموعة من الأدوات التي تعزز موازين مدفوعات المعاملات الخارجية كاستخدام وإصدار العملات الدولية وتدفقات رؤوس الأموال ونظم أسعار الصرف وتعزيز الارتباط بين مختلف دول العالم، لتعزيز مستلزمات التنمية الاقتصادية والمالية الدولية. وفي هذا الإطار، فإن النظام النقدي الدولي المناسب ينبغي أن يوفر بيئة مستقرة لاستيعاب التدفق العالمي للمدفوعات وتسهيل الوساطة المالية وتوفير السيولة للدول لكي تتمكن من الوفاء بالتزاماتها الخارجية، ودعم كل ذلك من خلال تدفقات رؤوس الأموال والاستثمار لتعزيز النمو والتنمية المستدامة على الصعيدين الدولي والمحلي¹.
- وإقراراً من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بأن الغرض الأساسي من النظام النقدي الدولي، يتمثل في توفير إطار لتسيير تبادل السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين البلدان، والحفاظ على نمو اقتصادي سليم، وأن أحد أهدافه الرئيسية يتمثل في مواصلة تطوير الأوضاع الأساسية المنظمة بغية تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، يلتزم كل عضو بالتعاون مع الصندوق وسائر البلدان الأعضاء لتأمين ترتيبات منظمة للصرف الأجنبي والعمل على إيجاد نظام مستقر لأسعار الصرف. وعلى وجه التحديد، يلتزم كل عضو بما يلي:
- السعي لتوجيه سياساته الاقتصادية والمالية المحلية نحو تعزيز النمو الاقتصادي المنظم، بقدر معقول من الاستقرار السعري مع مراعاة ظروفه الخاصة؛

¹ عبد الكريم جابر شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم حمزة العويدي، الأزمة المالية العالمية وإصلاح النظام النقدي الدولي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14 العدد 03، جامعة القادسية، العراق 2012، ص 186.

- العمل على دعم الاستقرار بإرساء أوضاع اقتصادية ومالية أساسية منظمة، وإقامة نظام اقتصادي لا تترتب عليه اضطرابات عشوائية؛
- تجنب التلاعب بأسعار الصرف أو النظام النقدي الدولي، لمنع إجراء تعديل فعال في ميزان المدفوعات أو لكسب ميزة تنافسية غير عادلة تميزه عن الأعضاء الآخرين؛
- انتهاج سياسات الصرف الأجنبي التي تتوافق مع التعهدات الواردة؛

2- مكونات النظام النقدي الدولي:

- من خلال التعاريف السابقة، نجد أن النظام النقدي يهتم أساساً بالعلاقات النقدية الدولية وتسيير وتسهيل التجارة الدولية والعلاقات الاقتصادية، وهو كغيره من الأنظمة يمتاز بجملته من العناصر التي إذا ما تكاملت وتفاعلت فيما بينها أدت إلى ضمان كفاءة وفعالية أداء النظام، ويمكن ذكرها كما يلي¹:
- وجود مؤسسات تنظيمية تتولى إدارة وتوجيه هذا النظام، كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي؛
 - توفير آلية يتم من خلالها تسيير عمل النظام، وتتمثل في الإجراءات والأنظمة التي يمكن أن تتخذ لتحقيق الكيفية التي يعمل بها ويسير بها النظام، هذه الأنظمة عديدة ومتنوعة ومتكاملة لا تتعارض فيما بينها، وإنما تتكامل لخدمة النظام النقدي وتهدف لتحقيق التوازن والاستقرار؛
 - وجود وسائل يتم من خلالها عمل النظام، ويمكن أن تتمثل في وسائل تسوية المبادلات الدولية كالذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة وغيرها من الأشكال المقبولة كوسائل لتسوية المبادلات والمعاملات على النطاق الدولي؛
 - توفير إجراءات يتم من خلالها تسيير التدفقات النقدية لتسهيل المبادلات الدولية وتسويتها وتطويرها واستقرارها؛ إن النظام النقدي الدولي الجيد هو ذلك النظام الذي يعمل على زيادة تدفق التجارة الدولية والاستثمارات ويعمل على توزيع منافع التجارة بين الدول بعدالة، ويقوم عادة بالاستناد إلى ثلاثة معايير هي: التصحيح (*Adjustment*) والسيولة (*Liquidity*) والثقة (*Confidence*). إذ يشير التصحيح إلى الطريقة التي يمكن بواسطتها معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات، فالنظام الجيد هو الذي يقلل الكلفة والوقت اللازم لتصحيح الاختلال إلى أقل ما يمكن. أما السيولة فتشير إلى الكمية المتوفرة من الموجودات الاحتياطية الدولية اللازمة لتسوية الاختلال المؤقت في ميزان المدفوعات، فالنظام الجيد هو

¹ فاطمة الزهراء خبازي، النظام النقدي الدولي المنافسة أورو- دولار، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2013، ص ص:

الذي يوفر الاحتياطات الدولية الكافية التي تمكن الدول من تصحيح العجز في ميزانها بدون حصول انكماش في اقتصادها. أما الثقة فتشير إلى الإدراك بأن آلية التصحيح تعمل بكفاءة وأن الاحتياطات الدولية سوف تحافظ على قيمتها المطلقة والنسبية.

II- المحطات الرئيسية للنظام النقدي الدولي:

يرتكز كل نظام نقدي على قاعدة نقدية، وهي التي يتخذها المجتمع مقياس للقيم الاقتصادية ومقارنتها مع بعضها، وهي عبارة عن وحدة النقد الأساسية التي تنسب إليها باقي أنواع النقود. وتعتبر هذه القاعدة أهم العناصر التي يتألف منها النظام النقدي نظراً لأهمية ما تؤديه من وظائف، فضلاً عن توقف الاستقرار النقدي على مدى نجاح القاعدة النقدية في أداء وظائفها ومهامها.

قام نظام النقد الدولي خلال القرن التاسع عشر على الذهب، وكانت قاعدة الذهب الدولية قادرة على حل كافة المشاكل والصعوبات الاقتصادية داخل النظام الاقتصادي، إضافة لذلك استطاعت قاعدة الذهب حل كافة المشاكل النقدية الدولية فيما بين الدول وخاصة مشكلة ارتفاع الأسعار، لذا يعد نظام الذهب أفضل الأنظمة النقدية التي عرفت البشرية، نظراً لقدرته على تجاوز المشاكل والصعوبات النقدية، لذلك استمرت قاعدة الذهب لفترة طويلة من الزمن دون صعوبات. أما في فترة الحرب العالمية الأولى وما تلاها حتى الحرب العالمية الثانية فقد ظهرت الاضطرابات النقدية، واختلال أسعار الصرف وظهرت الكتل النقدية، وظهرت الاضطرابات في التجارة الدولية إلى المستوى الذي أثر في الإنتاج الصناعي والزراعي، وأدت الفوضى النقدية لظهور أزمة الكساد الكبير عام 1929، لتستمر هذه الفوضى أثناء الحرب العالمية الثانية حتى جويلية 1944 (مؤتمر بريتون وودز)، الذي انبثق عنه نظام نقدي دولي جديد يهدف إلى تصحيح الفوضى السائدة وحالات التضخم المفرط والانكماش المرهق في عشرينات القرن الماضي. مما يتيح للبلدان تصحيح اختلالات الخارجية، دون اللجوء إلى التخفيضات التنافسية في سعر الصرف والسياسات التجارية التقييدية التي كانت تستخدم خلال الفترة ما بين الحربين العالميتين.

وكانت الركيزة الأساسية التي قام عليها النظام الجديد الذي أطلق عليه اسم نظام بريتون وودز، وضع أسعار تعادل ثابتة، ولكن قابلة للتعديل لمختلف العملات مقابل الدولار الأمريكي الذي تحدد قيمته بالذهب، وتم إنشاء صندوق النقد الدولي للمساعدة في إدارة هذا النظام¹. لكن هذا النظام لم يستمر طويلاً، بسبب

¹ أتيش ريكس غوش، في مركز الصدارة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51 الرقم 03، صندوق النقد الدولي، واشنطن سبتمبر 2014، ص 50.

الانتقال من قاعدة الذهب إلى قاعدة الدولار، حيث مع بداية السبعينات انهار هذا النظام وبدأ تعويم العملات ليتحول العالم إلى نظام أسعار الصرف المرنة.

1- المرحلة الميركانتيلية (الرأسمالية التجارية):

تبلور ظهور النظام النقدي في هذه المرحلة، على الرغم من صعوبة الإشارة إلى نظام نقدي دولي في تلك المرحلة، نظراً لطابع القرصنة والنهب التي كانت تتم في ضوئه حركة التبادل الدولي بعد الاكتشافات الجغرافية، إذ كانت الثروات والأرباح الضخمة التي تكونت خلال المرحلة الميركانتيلية عن طريق سرقة الذهب والفضة، ومن تجارة السلع والرق من المناطق التي هيمن عليها الأوروبيون في آسيا وإفريقيا وأمريكا، هي أولى عمليات التراكم الرأسمالي ومصدر قوة رأس المال التجاري الذي سيلعب في الفترة التالية الدور الأساسي في مرحلة التوسع الرأسمالي. هذه الكميات الضخمة المنهوبة من الذهب والفضة، هي الكميات التي أسس عليها نظام قاعدة الذهب في مرحلة الثورة الصناعية في أواخر القرن الثامن عشر وطوال القرن التاسع عشر، إذ كانت المهمة التاريخية للمرحلة الميركانتيلية قد تحققت، وهي تكوين التراكم البدائي لرأس المال وتوحيد وتهيئة السوق العالمية أمام المجتمع الجديد، مجتمع الرأسمالية الصناعية.¹

وبهذا فقد أوصى التجاريون بإخضاع التجارة الخارجية لرقابة الدولة، مما أدى إلى الأخذ بنظام أقرب لنظام الرقابة على الصرف وتمكين الدولة من استخدام حصيلة التجارة الخارجية بما يعود عليها بالقوة والنفع (الاقتصاد للقوة) ويمكنها من تنفيذ مشاريعها المختلفة. ولم يكن وراء هذه السياسة أي تحليل نظري، وإنما مجرد توصيات تعود إلى مالينز (Malynes: 6851- 1461)، حيث قام بتحليل العلاقة بين الصرف والتوازنات في العلاقات الدولية، ولم يصل إلى النتيجة المنطقية ذا التحليل، وهي حرية الصرف، وإنما انتهى إلى ما نادى به غيره من التجاريين وهو ضرورة الرقابة على الصرف. حيث قامت انجلترا بحضر تصدير الذهب والفضة، وأنشأت إدارة خاصة برئاسة موظف عمومي عرف باسم صراف الملك تركزت في يده جميع المعاملات في الصرف الأجنبي والتجارة الدولية، وفي مرحلة لاحقة تطورت الرقابة على مستوى العالم الخارجي بدلاً من كل دولة على حدى، بمعنى أن تتوازن التجارة الخارجية لكل دولة أو تحقق فائضاً. ثم تولى دافيد هيوم مهاجمة نظام الرقابة على الصرف، وقام بتحليل العوامل التي تحكم توزيع المعدن النفيس بين جميع البلدان التي تدخل في علاقات تجارية، وفكرته الأساسية أن المعدن النفيس يتوزع تلقائياً

¹ سالم رشدي سيد، إدارة التمويل الدولي أسسه ونظرياته، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان 2015، ص ص 119-

بين البلدان بما يتناسب مع حجم نشاطها الاقتصادي عن طريق العلاقة بين مستوى الأسعار في الداخل ومستواها في الخارج. واشتهرت هذه النظرية باسم "نظرية التوازن التلقائي للذهب"¹.

2- نظام قاعدة الذهب الدولية:

قام النظام النقدي الدولي في الفترة (1870-1913) على أساس قاعدة الذهب التي طبقت بشكل تلقائي ودون اتفاق مسبق بين دول العالم على مضمون الأساس النقدي اللازم لتسوية المدفوعات الدولية، غير أن توفر مجموعة من الشروط أو ما يطلق عليه قواعد اللعبة، هي التي مهدت الطريق لسيطرة قاعدة الذهب على النظام النقدي العالمي، حيث بدأت هذه القاعدة بالانتشار في الثلث الأول من القرن التاسع عشر باتخاذ بريطانيا لها كقاعدة نقدية بقانون صدر في 1819 وأصبح ساري المفعول في سنة 1821. ثم لحقت بها بعض الدول الأخرى مثل ألمانيا في 1871، والولايات المتحدة الأمريكية في 1879، حتى جاء عام 1900 الذي أضحى فيه جميع الدول تقريباً تأخذ بقاعدة الذهب باستثناء الصين والمكسيك اللتان فضلتا قاعدة الفضة. وأضحت هذه القاعدة توفر الاستقرار للاقتصاد العالمي، وكانت أفكار المدرسة الكلاسيكية تشجع العمل الفردي والحرية الفردية في العمل والإنتاج والاستيراد والتصدير، لذلك تلاقت أفكار الكلاسيك مع قوة الذهب في تحقيق الاستقرار ومنع حدوث الأزمات والإدارة التلقائية للنقد.

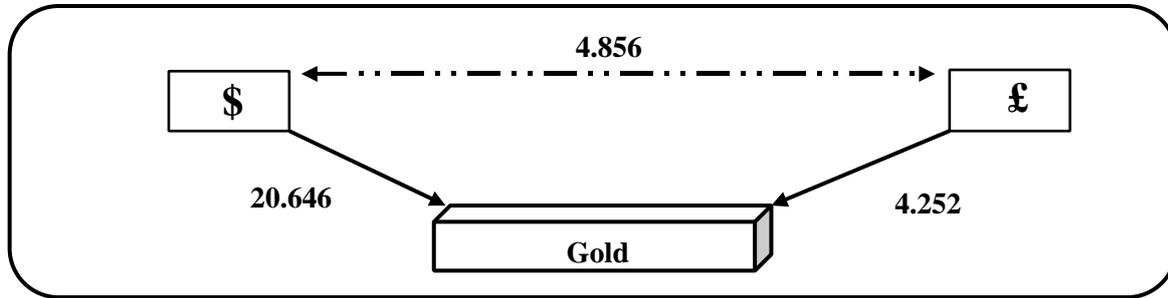
قاعدة الذهب هي نظام نقدي متكافئ في ظلّه قيمة وحدة النقد مع قيمة وزن معين من الذهب، وهي عبارة عن قاعدة نقدية ترتبط بمقتضاها القيمة الاقتصادية للنقود بالقيمة الاقتصادية لمعدن الذهب الذي يتخذه المجتمع مقياساً للقيم الاقتصادية، ويعترف المشرع له بقوة إبراء غير محدودة بالوفاء للالتزامات، فإذا اتفقت دول عدة على اتخاذ الذهب قاعدة للنقد وكفل المشرع للأفراد حرية تصدير المعدن واستيراده بلا قيد ولا شرط، اكتسبت هذه القاعدة طابعها الدولي، ويطلق عليها اصطلاحاً قاعدة الذهب الدولية². يتمتع الذهب في ظل هذه القاعدة بمميزات النقد الأساسي (القبول العام، صعوبة تزيف الذهب، ندرته النسبية، درجة تجانس الذهب أكثر بكثير من درجة تجانس الفضة)، وهو ما سهل استخدام الذهب كوحدة نقد وكأساس للنظام النقدي.

¹ السيد محمد الملط، نقود العالم متى ظهرت ومتى اختفت، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر 1993، ص 61.

² محمد فاضل محمد عزيز قفطان، دراسة تحليلية للذهب كمعدن واحتياطي للنقد ومستقبله، المجلة العلمية لجامعة صلاح الدين، المجلد 8، العدد الأول، جامعة صلاح الدين، العراق 1981، ص ص 16-17.

سعر التعادل للدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني في ظل قاعدة الذهب.

الشكل رقم: 01



المصدر: جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2010، ص 103.

وقد اتخذت هذه القاعدة في التطبيق الأشكال التالية:

2-1- قاعدة المسكوكات الذهبية:

قال (*J. B. Condliffe*)، إن معيار الذهب الكلاسيكي كان سلسلة من أنظمة الائتمان المستندة إلى الذهب والمتصلة بعضها ببعض بأسعار صرف ثابتة، وفي أواخر القرن التاسع عشر كان الالتزام العالمي بنظام سعر صرف ثابت مرتبطاً بالذهب وبسوق عملة تسيطر عليه بريطانيا. وكنتيجة لذلك، فإن الاقتصاد العالمي المطبق حينئذ كان له عملة عالمية متجانسة مع تضخم قليل نسبياً أو تقلب قليل نسبياً في أسعار العملات ونجم عن ذلك استقرار أسعار الصرف الأجنبي، مما كان يعتبر عنصراً أساسياً في النمو الدائم للتجارة والاستثمار¹.

2-2- قاعدة السبائك الذهبية:

سارعت الدول بعد الحرب العالمية الأولى إلى عقد مؤتمر للإصلاح النقدي في بروكسل عام 1920 وفي جنوة عام 1922، وكانت الدعوة هي العودة إلى قاعدة الذهب على أن تكون في شكل تطبيق نظام السبائك الذهبية. في هذا النظام تقوم مؤسسة الإصدار بإصدار نقود قانونية تعادل وزناً معيناً من الذهب، ويغطي هذا الإصدار بنسبة معينة منه على شكل سبائك ذهبية وتتمتع النقود الورقية بصفة القانونية والنهائية، حيث تقبل قبولاً عاماً في المعاملات ولا يجوز تحويلها إلى ذهب باستثناء المعاملات الضخمة (وزن السبيكة الواحدة المعروضة للبيع 400 أوقية). وفي هذا النظام يكون استخدام السبائك الذهبية قاصراً

¹ روبرت غيلبين، الاقتصاد السياسي للعلاقات الدولية، ترجمة ونشر مركز الخليج للأبحاث، دبي 2004، ص 161.

على تسوية المعاملات الخارجية فقط، كما تكون للأفراد حرية تصدير واستيراد الذهب،¹ وقد اتبعت إنجلترا هذا النظام عام 1925 بهدف استعادة الثقة بالإسترليني كعملة دولية، ومنعت تصدير السبائك إلا في حدود (400 أوقية) وتعهدت بتسديد ديونها الخارجية، وقد أخذت فرنسا بنفس النظام عام 1928 وألمانيا عام 1924.

2_3- قاعدة الصرف بالذهب:

- يقوم هذا النظام على أساس تحديد قيمة العملة الوطنية بالذهب بصورة غير مباشرة، وذلك من خلال ربط العملة الوطنية مع عملة دولة أخرى تسير على قاعدة الذهب. ويتم ذلك من خلال مايلي²:
- عدم قابلية تحويل العملة الوطنية إلى ذهب في الداخل وعدم وجود مسكوكات ذهبية في التداول المحلي.
 - إمكانية تحويل العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب في بلدانها إما بشكل مسكوكات أو سبائك ذهبية.
 - التزام الحكومة ببيع وشراء عملتها الوطنية بسعر صرف ثابت مع العملات الأجنبية، أي بسعر صرف ثابت مع الذهب بصورة غير مباشرة.
 - يتم إصدار النقود الورقية مقابل غطاء يتكون من العملات والأوراق المالية الأجنبية. ويتيح لهذه الدول استخدام احتياطياتها الذهبية كودائع لدى البنوك الأجنبية مقابل فوائد.

إن عودة المملكة المتحدة إلى نظام قاعدة الذهب بنفس سعر التعادل الذي ساد قبل اندلاع الحرب، وعودة فرنسا بسعر يقل كثيراً عن المستوى الذي كانت عليه قبل الحرب. ونتيجة لذلك، اعتقد كثيرون أن الحفاظ على سعر التعادل الذي ساد قبل الحرب سوف ينتج عنه تقويم للإسترليني بأعلى من قيمته الفعلية. وللحفاظ على سعر التعادل المشار إليه، كان على المملكة المتحدة أن تشهد معدلات فائدة مرتفعة ومعدلات بطالة مرتفعة أيضاً. وقد أدى ذلك إلى ارتفاع كبير في التكلفة السياسية للحفاظ على قيمة الإسترليني، وهو الأمر الذي دعا بريطانيا إلى التخلي عن قاعدة الذهب عام 1931 من خلال تعليقها قابلية تحويل الإسترليني إلى ذهب، كما أسست مع عدد من دول الكومنولث المستقلة وبعض الشركاء التجاريين كتلة الإسترليني (*Sterling block*) في مؤتمر أوتاوا (*Ottawa*) عام 1932، وفي 1933 قامت الولايات المتحدة بنفس

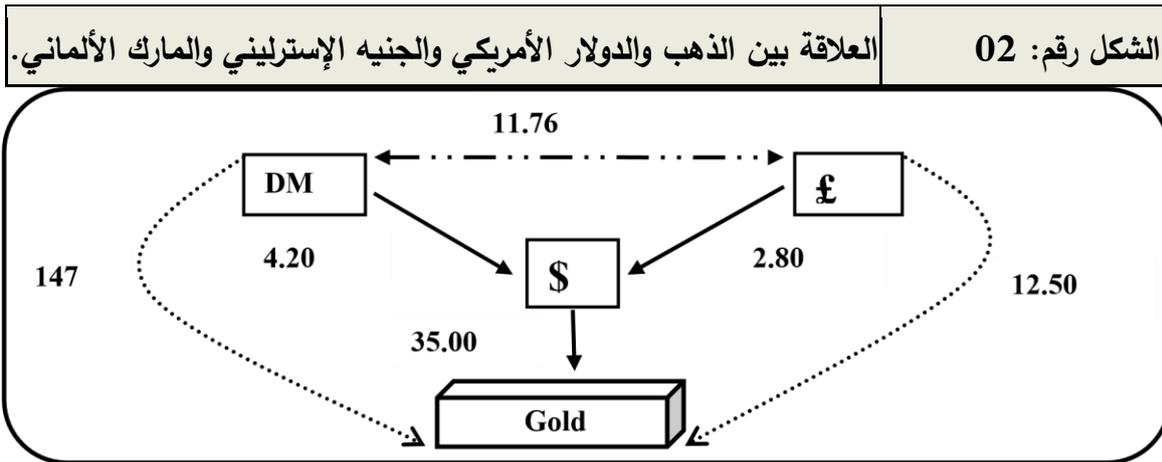
¹ السيد متولي عبد القادر، الاقتصاد الدولي النظرية والسياسات، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص 248.

² هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص 126-127.

الإجراء وأنشئت كتلة الدولار (*Dollar block*)، كما أنشئت كتلة الذهب (*Gold block*) في فرنسا، ومع حلول 1936 كانت أغلبية الدول الصناعية قد تركت العمل بقاعدة الذهب. ومن بين الأسباب التي أدت إلى انهيار هذا النظام، أن الدول التي عانت من الكساد العالمي سعت إلى تحقيق أهداف معينة مثل معدلات تشغيل ومعدلات نمو اقتصادي عالية، بدلاً من السعي للحفاظ على القيمة التبادلية لأسعار صرف عملاتها.

3- نظام بريتون وودز:

اجتمعت الوفود القادمة من 44 دولة لحضور المؤتمر النقدي والمالي الدولي في بريتون وودز بولاية نيوهامبشير بالولايات المتحدة الأمريكية، كان الهدف هو تصميم نظام نقدي دولي جديد، بغرض تصحيح الفوضى الاقتصادية في الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية. ومن أهم نتائج هذا المؤتمر هو تثبيت قاعدة الصرف بالذهب، حيث ارتكز على قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب وتثبيت صرف العملات الأخرى بالدولار، فترتبط جميع العملات الأخرى بالذهب عن طريق الدولار، وهذا يعني احتفاظ الولايات المتحدة الأمريكية باحتياطي كبير من الذهب، حيث وصل في بعض التقديرات إلى ثلاثة أرباع إجمالي الذهب العالمي، وهكذا تم اعتماد نظام أسعار الصرف الثابتة بين العملات المختلفة، وأصبح النظام النقدي الدولي يعتمد على قاعدة نقدية جديدة هي قاعدة الذهب- الدولار *"Gold- Dollar Standard"*. ولذا فإن الدولار الأمريكي كان بمثابة المحدد العام للنظام وكذلك عملة الاحتياطي الرسمي، وحيث أن كل الدول كانت تتدخل في أسواق الصرف المحلية بالدولار لكي تحافظ على سعر صرف عملتها ثابتاً في مواجهة الدولار، فإن الدولار هو أيضاً عملة التدخل.



المصدر: جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، مرجع سابق، ص: 111.

وتجدر الإشارة أنه في الستينيات وبداية السبعينيات، ترتب على حدوث عجز في الميزان التجاري الأمريكي وزيادة احتياطي البنك المركزي الياباني وبعض البنوك المركزية الأوروبية، مما أدى إلى تقادم عدم تقبلها لهذا

النظام. وفي ظل تثبيت قيمة الدولار مقابل الذهب، كانت المشكلة الرئيسية من منظور الولايات المتحدة، تكمن في وضع بلدان الفائض على مسار التصحيح (ألمانيا واليابان أساساً). وبالنسبة لبقية العالم، كانت الأزمة تكمن في أن العجز الأمريكي هو مصدر السيولة النظامية، وكانت حقوق السحب الخاصة هي الحل الذي جاء به صندوق النقد الدولي.

وفي المقابل، فإن الولايات المتحدة كانت غير راضية عن النظام، نظراً لعدم قدرتها في إقناع الدول التي حققت فوائض ضخمة برفع سعر صرف عملاتها، مما اضطرها إلى تخفيض قيمة الدولار في حين بدأت التحويلات الكثيفة من الدولار الأمريكي إلى العملات القوية الأخرى، خاصة الأوروبية منها وهو ما أدى إلى حدوث مزيد من الاختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي. ومع بداية السبعينيات، تم التخلي عن نظام بريتون وودز والتوصل إلى ترتيبات الصرف الحالية (خليطاً بين أسعار الصرف الثابتة والحرّة)¹.

III- معايير كفاءة النظام النقدي الدولي ومعايير إصلاحه:

لا تستطيع أي دولة تحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي، ما لم تتوفر على نظام نقدي قادر على توفير السيولة اللازمة للاقتصاد ومراقبة والتحكم في مختلف المؤشرات التي تعكس الأداء الاقتصادي. وكذلك على الصعيد الدولي، فلا تكون هناك تجارة مزدهرة ولا علاقات تجارية متطورة بين الأقطار، ما لم يكن هناك نظام نقدي يتوفر على قواعد وآليات تضمن استقرار نقدي دولي وتوفر السيولة للمدفوعات الدولية وتشرف على تنظيم المعاملات الدولية.

مر النظام النقدي بمراحل مختلفة ولكل مرحلة من مراحلها معطياتها وتأثيراتها الخاصة على صعيد الاقتصاد الدولي بأطرافه ومراكزه، ولا شك أن مثل هذه العناصر التي يتطلبها عمل النظام، تتكامل فيما بينها من أجل تسهيل أو عرقلة عمل النظام تبعاً لطبيعة هذه العناصر، ومدى فاعلية وكفاءة كل منها في أدائها لوظائفها.

إن الغاية الرئيسية للنظام النقدي عبر التاريخ، تجسدت في الحرص على تحقيق أكبر قدر ممكن من استقرار أسعار الصرف والعمل على تجنب التقلبات في أسواق الصرف الأجنبي، إلا أن التجربة الفعلية للنظم النقدية الدولية التي مر بها العالم خلال فترات متعاقبة، وصولاً إلى النظام النقدي الحالي كانت مزيجاً من النجاح والفشل.

¹ مورد خاي كريانين، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، تعريب محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2007، ص 284.

ويبدو أن مهمة إصلاح النظام النقدي الدولي بعد الأزمات المتوالية تزداد صعوبة، وأن التحديات تتصاعد في ظل أجواء الغموض الاقتصادي ومخاوف وقوع الاقتصاد العالمي في ركود مزدوج. ومع اجتياح الأزمة المالية الدولية (أزمة الرهن العقاري) العالم كله، بدأت الكيانات الاقتصادية سواء المتطورة منها أو النامية تزيد من وتيرة المطالبة بإصلاح النظام النقدي الدولي. وترى هذه الكيانات أن النظام الحالي الذي شكلته العملات الاحتياطية لدول منفردة، يوجد دائماً تناقض بين سياسة النقد المحلية ومطالب جميع الدول للعملة الدولية للاحتياطيات، وتتم المطالبة بخلق عملة دولية احتياطية منفصلة عن دول منفردة، قادرة على المحافظة على بقائها مستقرة على المدى الطويل في قيمتها، مما يزيل العلل الملازمة الناتجة عن استخدام عملات وطنية تركز على الائتمان، باعتبارها مدخراً احتياطياً دولياً، وهو هدف إصلاح النظام النقدي الدولي. بالإضافة إلى تنظيم التمويل الدولي ودعم الدول المثقلة بالديون.

لكن من جهة أخرى، ما دام المجتمع الدولي غير قادر على الاتفاق على الإصلاحات الأساسية للنظام المالي والنقدي الدولي، ينبغي للاقتصاديات النامية والانتقالية أن تضع استراتيجيات وطنية، وإقليمية حيثما أمكن، بهدف الحد من قابليتها للتأثر بالصدمات المالية العالمية. وهذا يعني، في ظل الحالة الراهنة، أن هذه الاقتصاديات تحتاج إلى ممارسة أقصى درجات الحذر إزاء التدفقات الرأسمالية عبر الحدود، ووضعة في اعتبارها أن بذور أية أزمة إنما تبذر في مرحلة قوة النشاط حين يبدأ تشكل موجة من التدفقات المالية الوافدة¹.

1- معايير كفاءة النظام النقدي الدولي:

حتى يكون النظام النقدي الدولي أكثر كفاءة عليه أن يشمل المعايير التالية:

1-1 معيار نمو التجارة الدولية:

إن النظام النقدي الدولي الجيد، هو النظام الذي يعظم تدفق التجارة والاستثمارات الدولية ويقود إلى توزيع عادل للمكاسب من التجارة بين دول العالم. وهو الأمر الذي تم تحقيقه بنجاح في ظل قاعدة الذهب، بحيث ساعدت هذه الأخيرة على إقامة علاقات تجارية مستقرة لم يعرف لها مثيل. فقد كان النمو الذي عرفته التجارة الدولية إحدى القوى الأساسية وراء النمو الاقتصادي في الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية، لاسيما فيما بعد انفتاح دول كثيرة على الأسواق العالمية، حيث تشير الإحصائيات إلى أن نمو

¹ مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، تقرير التجارة والتنمية، 2013، الأمم المتحدة، جنيف، 2013، ص 29.

متوسط الناتج المحلي الإجمالي على المستوى العالمي ارتفع بنسبة 34% خلال الفترة 1950-1990، نتيجة النمو في المعاملات التجارية الدولية.

1-2 معيار تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف:

يجب أن يكون للنظام النقدي الدولي المقدر على الموازنة بين نسب التضخم والانكماش في الاقتصاد العالمي، فعندما كان العالم يسير على نظام قاعدة الذهب في تعامله النقدي عرف مرحلة من الاستقرار النقدي، وعندما زال نظام قاعدة الذهب وحل محله نظام الصرف بالذهب أخذت تظهر الاضطرابات النقدية، وبانتهاء نظام الصرف بالذهب، أصبح التعامل بالأوراق الإلزامية التي جرت معها مشاكل التضخم. فنظام القاعدة الذهبية يضمن سعر صرف ثابت، لأنه منسوب إلى وحدة ذهبية متعارف عليها، ولقد حقق هذا النظام الاستقرار وثبتت قيمة الوحدة النقدية على الصعيد الداخلي والخارجي على السواء، فالأرقام القياسية لأسعار بالذهب عام 1910، كانت تقريباً في المستوى نفسه التي كانت عليه في عام 1890.

1-3 معيار التنسيق بين الاختلال الداخلي والخارجي:

يعني هذا المعيار مدى تمكن النظام النقدي الدولي من تصحيح الاختلالات الداخلية والخارجية بأقل التكاليف، حيث بالعودة إلى نظام قاعدة الذهب نجد أن الاختلالات في موازين المدفوعات كانت تعالج عن طريق ميكانيزمات التصحيح الذاتي، والتي دامت قرابة نصف قرن من الزمن. فعملية التصحيح هي عملية آلية، تبدأ حالما ينشئ اختلال في ميزان المدفوعات وتستمر حتى يكون العجز قد أزيل تماماً، كما أن التصحيح يعتمد على تغيير الأسعار الداخلية في دولة العجز والفائز، وبالتالي يمكن القول بأن تصحيح الاختلال في ظل قاعدة الذهب سواء كان عن طريق تحويلات الذهب أو عن طريق حركات رؤوس الأموال، ناتج عن فعالية النظام النقدي الدولي.

وقبل أن نتطرق إلى معايير إصلاح النظام النقدي الدولي الحالي، نشير إلى أهم ملامحه الأساسية في الآتي:

- ارتفاع مستوى الطلب على تراكم احتياطات الصرف الأجنبي بالرغم من التحول من نظام أسعار الصرف الثابتة إلى المرنة منذ ما يقارب نصف قرن من الزمن، وتركز هذا الطلب في أصول الدولار الأمريكي، مما جعل من الصعب على الولايات المتحدة الأمريكية تحقيق التوازن الداخلي والخارجي. وهذا ما أكد عليه وروبرت تريفن (*R-Triffin*) عام 1960 فيما يعرف بمعضلة تريفن.

• الاعتماد المفرط للنظام النقدي الدولي على المعروض من عملة الدولار الأمريكي، وهو ما أعطى امتياز للولايات المتحدة الأمريكية مكنها من أن تصدر سندات بأسعار فائدة منخفضة في سوق رأس المال الدولية، لعدم تعرضها لأي ضغط في هذه السوق لضبط سياساتها الاقتصادية الكلية، وهو الأمر الذي سهل من تراكم فقاعات الأصول وتفاقم الخلل في الاقتصاد العالمي.

• بعد تحرير حركة رؤوس الأموال على نطاق واسع منذ تسعينيات القرن الماضي، فقد تم تشويه هذه الحركة في النظام النقدي والمالي الحالي، وهو ما قلل من فرص الاستثمار اللازمة لبناء قاعدة صناعية وتحقيق النمو الاقتصادي في الدول النامية.

2- معايير إصلاح النظام النقدي الدولي:

في ظل الصعوبات والأزمات التي واجهت العديد من دول العالم، وخاصة النامية منها من جراء الاختلال الذي اكتنف النظام النقدي الدولي عبر مراحل مختلفة. وبسبب استمرار تجاهل مصالح الدول النامية من طرف الدول الكبرى في إطار العلاقات النقدية الدولية والسعي الدائم إلى إنشاء نظام نقدي دولي يتماشى مع مصالح هذه الأخيرة، فقد نادى الكثير من الدول النامية إلى ضرورة إصلاح هذا النظام وجعله أكثر ملائمة وسلامة.

إن التغيرات التي شهدتها النظام النقدي الدولي، خاصة بعد مطلع عقد التسعينات الماضية ولا تزال تتفاعل بشدة حتى الوقت الحاضر، تركت أثراً ملموساً على الوظائف الأساسية للنظام النقدي الدولي والمؤسسات المالية التابعة له والمسؤولة عن حركة التمويل الدولي وضمان استمراريته، وعلى وجه الخصوص في البلدان الأقل نمواً.

ولكي يتحقق نظام نقدي دولي جديد يحقق انسيابية عالية في عمليات التمويل والإقراض الخارجي، لابد أن يخدم هدفين رئيسيين¹:

- أن يكون قادراً على تحقيق الاستقرار النقدي اللازم لاستعادة المستويات المقبولة من التوظيف والنمو المستمرين، إضافة إلى كبح الميول التضخمية السائدة في الاقتصاد العالمي.
- يجب أن يدعم هذا النظام عملية التنمية الدولية وبالذات تنمية الدول النامية، ويساهم في حل مشكلاتها المالية والنقدية.

¹ هاني عبده، ظاهرة استبدال النقود في البلدان النامية، مجلة التمويل والتنمية، العدد 10، صندوق النقد الدولي، واشنطن 2005، ص

وحتى يرتقي النظام النقدي الدولي إلى الهدف الأساسي منه، يجب أن تتوفر فيه المعايير الآتية¹:

2-1- ديمقراطية الإدارة والرقابة: على الرغم من أن النظام النقدي الدولي يتأثر ضمناً بتوجهات الدول القوية اقتصادياً، إلا أن مصلحة غالبية دول العالم يجب أن يراعيها هذا النظام من خلال ديمقراطية الإدارة والرقابة وتخفيف المشروطة في منح القروض للدول التي تطلبها.

2-2- الصفة العالمية: إن النمو المتزايد الذي طرأ على تدويل التجارة والمدفوعات، يتطلب أن يكون الاعتماد العالمي متبادلاً، وذلك لأن النظام النقدي الدولي ذو طبيعة عالمية، إذ أنه يتعامل مع جميع دول العالم.

2-3- وحدة النقد العالمية: لكي تكون وسيلة النقد مقبولة في التبادلات العالمية وأصل الاحتياطي الأساسي، فالعالم لا يستطيع أن يستمر في قبول الوضع الحالي الذي يقسم فيه الدولار والأورو صفة العملة الدولية القائدة، فالمفروض أن تكون هناك عملة دولية واحدة مقبولة من جميع دول العالم لتكون مقياس لسعر الصرف والتبادل الدولي، وأن تكون هذه العملة البديلة مرجعية؛ أي من خارج جميع العملات الوطنية، باعتقاد أن التنوع هو ضمان للتوازن وأداة للاستقرار، وهذا بالضبط مانادي به كينز قبل تأسيس بريتون وودز 1944 وتريفن عام 1960.

2-4- مرونة عمليات التمويل: والغرض من ذلك تسهيل تحويلات الموارد من خلال الأصل الاحتياطي الذي سيستحدثه المجتمع الدولي.

2-5- كفاية موارد صندوق النقد الدولي: من بين الأولويات التي ينبغي على صندوق النقد الدولي (المرجع الرئيس لهذا النظام) أن يوفرها، كفاية الموارد المالية لتمويل العجز الذي يحصل بشكل طبيعي نتيجة الجهود المبذولة لتحقيق التنمية والتغيرات الهيكلية في الدول المعنية.

إن صندوق النقد الدولي كأحد أهم مؤسسات النظام النقدي الدولي، وهو يقوم بتمويل العجز في الدول المختلفة، يجب أن يراعي مبدأ سيادة الدول في اختيارها الخاص لنماذجها الاقتصادية والاجتماعية ونماذجها التنموية، وأن يحقق أداء أفضل في نظم الرقابة الإدارية للموازانات (في مجال سعر الصرف والواردات والاستثمار والائتمان).

¹ فاضل جويد عواد، طبيعة واتجاهات التمويل الدولي في البلدان النامية والإجراءات المقترحة لمعالجة مشكلاته للمدة من 1990-2010، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بالمؤتمر العلمي الخامس، بغداد 2015، ص ص 74-75.

في سياق ضرورة هذه الإصلاحات وأهميتها، أجرى صندوق النقد الدولي تقييماً للنظام النقدي الدولي، وكانت أولى مراحل التقييم تتمثل في إعداد مجموعة من الدراسات تم مناقشتها في مارس 2016. تبحث الدراسة الأولى وعنوانها (تقوية النظام النقدي الدولي)، التحولات الهيكلية التي هي أساس الحاجة إلى مواصلة تعزيز النظام، وتحدد المجالات المحتملة للإصلاح والتي ستعزز جهود منع وقوع الأزمات والآليات العالمية للتكيف، والتعاون، وتوفير السيولة. وحددت الدراسة ثلاثة مجالات ممكنة للإصلاح:

- آليات منع وقوع الأزمات والتكيف معها حال وقوعها؛
 - القواعد والمؤسسات التي تعزز التعاون العالمي بشأن السياسات التي تؤثر على الاستقرار العالمي؛
 - الحاجة إلى بناء شبكة أمان مالي عالمية أكثر تماسكاً؛
- وتُجري الدراسة الثانية وعنوانها (كفاية شبكة الأمان المالي العالمية)، تقييماً لمواطن القوة وجوانب الضعف والتحديات في مصفوفة التدابير الموضوعية لدعم الاقتصاد العالمي في أوقات العسر. وتشمل هذه التدابير الاحتياطات الدولية، وترتيبات المبادلة بين البنوك المركزية، وترتيبات التمويل الإقليمية، وموارد صندوق النقد الدولي، والأدوات القائمة على السوق.
- وتثبت الدراسة أن شبكة الأمان المالي العالمية اليوم أكبر وتتضمن طبقات متعددة أكثر من ذي قبل وأنها تكتسب قوة بمرور الوقت، ولاسيما مع عمليات تنقيح أطر الرقابة والإقراض من الصندوق. ومع هذا، تسلم الدراسة كذلك بأن المجال متاح لتحسين الهيكل الحالي لشبكة الأمان من أجل زيادة الوضوح في مسارها، وتعزيز مصداقيتها، وتعجيل وتيرة آليات التأمين والتمويل في مواجهة الصدمات وتوفير الحوافز الصحيحة للبلدان كي تطبق سياسات اقتصادية كلية سليمة.

المحور الثاني:

الإطار المفاهيمي للنقود

I - تعريف النقود و خصائصها:

تبدأ دائرة تعريف النقود من حدود الوظائف التي تؤديها، وربما كان من الأفضل التعرف على تلك الوظائف، إلا أنه من المتعارف عليه هو تقديم تعريف الشيء، ثم بحث وظائفه فيما بعد، وفي هذا المبحث سنتعرض إلى أهم التعريفات في المطلب الأول و كذا خصائص النقود في المطلب الثاني.

المطلب الأول: تعريفات النقد

إن تقديم تعريف نهائي و دقيق للنقود أمر ليس يسيرا، لأنه سيواجه الكثير من العقبات و الإختلافات لأن فضاء عمل النقود هي الحياة العملية و ليس أمرا مجردا كما أن مفهوم النقود دائم التطور و التغير باستمرار.

فيرى بينو (R.Penau) أن النقود "هي مجموع وسائل الدفع المستعملة لإتمام كل المدفوعات على كامل الإقليم"¹، أما الإقتصادي روبرتسون (D.H.Robertson) يرى "أن النقود هي كل ما يقبل عموما في الدفع مقابل السلع أو في الإبراء من جميع إلتزامات الأعمال"²، كما عرفت النقود بأنها "أي شئ شاع استعماله و تم قبوله عموما كوسيلة مبادلة أو كأداة تقييم"، و عرفها الإقتصادي هنري غيتون (Henri Guitton) في كتابه النقود (La Monnaie) " إن النقود هي أساسا أداة أو وسيلة تعطي في النهاية لحائزها بالمعنى الإقتصادي قوة شرائية و بالمعنى القانوني وسيلة تحرير ووسيلة تصفية أو تسديد الديون"، و بالتالي نلاحظ أنه يمكننا أن نصنف التعريفات في اتجاهات ثلاثة:

1-الإتجاه الأول: يعتبر النقود سلعة مثل السلع الأخرى و هذا يرجع إلى سببين:

أ- إن النقود تاريخيا مرت بعدة تطورات فبدأت بسلعة إلى أن صنعت من الذهب و الفضة التي تستخدم في أشياء يحتاجها الإنسان.

ب- إن النقود تحتوي على منافع مثل بقية السلع فهي تؤدي خدمات للإنسان من خلال وظائفها.

و هذا الإتجاه ينتقد من عدة أوجه:

1-إن الطلب على السلعة مثل (الذهب و الفضة) من أجل استعماله يمثل نسبة ضئيلة من مجموع الطلب، فلو فرضنا إن البنوك المركزية تمتع عن شراء الذهب، فإن النقود و السبائك الذهبي ستخرج إلى السوق، و هذا ما يؤدي إلى انخفاض سعر الذهب في السوق و هذا ما يؤكد أن استعمال الذهب كنقد هو الذي يمنحه تلك القيمة التجارية العالية.

¹ R.Penau, les institutions financières, 2eme éd, Revue Banque,1982, P.14.

² D.H. Robertson, Money, London, Nisbet. And co.ltd, 1948, P.2.

2- كما أن القائلين بأن النقد هو سلعة مثل بقية السلع، لكن الفرق يبدو بين النقد و السلعة من خلال اعتبار السلعة شئ مرغوب فيه لسد حاجة قيمتها تتحدد بمقدار سدها تلك الحاجة، أما النقد فتحدد قيمته بمقدار ما يساوي من سلع أو خدمات لسد حاجته فهو بيد صاحبه من أجل الشراء أو تسديد ديون و بالتالي فليس من الضروري أن يكون للنقد قيمة ذاتية خاصة به مثل بقية السلع الأخرى.

كما أن النقد هو مال ليس ككل الأموال المملوكة فهو يتيح لصاحبه حيازة أي سلعة معروضة في السوق و من هنا قال إندرسون " إن النقد حامل حق الخيار ".¹

2-الإتجاه الثاني: أما أصحاب هذا الإتجاه فيميلون إلى تعريف النقود بوظائف النقد الأصلية فقط و خاصة وظيفتا وسيط للتبادل و مقياس للقيم و في هذا الإتجاه يمكن أن تعرف النقود على أساس هاتين الوظيفتين الأصليتين و ذلك بأن النقود "هي أي شئ يتمتع بقبول عام كوسيط للتبادل و كمقياس للقيم" و هذا الإتجاه في التعريف يركز على ما يلي:

1- لا يستثني من النقود أي شئ، بل يشمل النقد كل ما يلاقي قبولا عاما لدى المجتمع.
2-يركز أيضا التعريف على القبول العام و ليس القبول الخاص و القبول في جميع الظروف العامة و ليس في ظروف معينة استثنائية.

3-أيضا يركز التعريف على الوظيفتين الأصليتين (وسيط للتبادل، مقياس للقيم)
3-الإتجاه الثالث: تعرف النقود على أساس قيامها بكل الوظائف و بالتالي فعندهم النقود هي أي شئ يكون أداة للتبادل و مقياس للقيم و مخزن للقيم و معيار للمدفوعات الآجلة و في هذا التعريف نرى أنه خرج من الإطار النظري في تعريف النقد إلى الإطار العملي، و بالتالي فإن كل أشكال النقود يجب أن تؤدي هذه الوظائف ، و أن قبول الأفراد بأن يكون أي شئ يقوم بهذه الوظائف مجتمعة هو نقودا، أما الشئ الذي لا يؤدي هذه الوظائف لا يعتبر نقودا.

و نعتقد أن بعض هذه الوظائف يمكن أن تؤديها حتى السلع الأخرى مثل وظيفة مقياس للقيم ووظيفة مستودع للقيمة التي يمكن أن ترتبط بالمعنى الواسع للنقود فتضاف الودائع لأجل، و بالتالي هناك الكثير من البدائل لأن تؤدي هذه الوظيفة و لا تكون وسيلة للمبادلات.

و يمكن أن نقول ما قاله أحد الإقتصاديين عن تعريف النقود "النقود رغم أنها كانت من الموضوعات الأولى التي جذبت الإنتباه الفكري و كانت مركز البحث الإقتصادي فإنه لليوم لا يوجد اتفاق تقريبي عما

¹ أحمد السمان، موجز الإقتصاد السياسي ج 2 ، مطبعة جامعة دمشق 1975 ، ص 13.

يجب تحديده بالمصطلح، فدنيا الأعمال تستعمله بمعاني مختلفة، و بين الإقتصادييين كثير من المفاهيم المختلفة بعدد الكتاب عن هذا الموضوع".

وبالتالي يمكننا أن نقدم تعريفا شاملا للنقود فهي أي شئ تتوفر فيه ثلاثة عناصر:

1- أن يحظى بالقبول العام.

2- يكون وسيلة لتسديد الديون و دفع قيمة الإلتزامات في كل مكان و زمان.

3- أن تكون قوتها الشرائية تؤدي إلى السداد الفوري التام و النهائي للدين¹.

و بهذا التعريف نكون قد حددنا ما هي الأشياء التي يمكن أن ندخلها ضمن دائرة النقود : فمثلا تعتبر النقود الورقية و المعدنية و الودائع تحت الطلب نقودا لأنها يمكن أن تكون وسيلة للتبادل، بينما لا تعتبر الودائع الإدخارية و الأجلة نقودا لكونها لا تكون مقبولة كوسيط للمبادلات، و يجب تحويلها إلى ودايع تحت الطلب أو أي شكل من أشكال النقود.

و في الأخير يمكن أن نضيف أن النقد المصدر من البنك المركزي يمكن أن نعرفه بأنه دين على الدولة المصدرة له، فكان حامل للنقد الأجنبي مثل مقدار 50 دولار يحملها جزائري هذا يعني أن الإقتصاد الأمريكي مدين لحامل هذا المقدار بأن يدفع مقابلها سلعا و خدمات، و كذلك النقد الذي تخلقه البنوك التجارية أي نقود الودائع يعتبر دينا على البنوك التجارية.

المطلب الثاني: خصائص النقود

تتميز النقود بعدة خصائص مما جعلها تختلف عن بقية السلع الأخرى وأهم هذه الخصائص هي:

1- للنقود قوة شرائية كاملة فيها بحيث يمكن لحاملها أن يكتسب أو يحوز على سلع وخدمات في أي وقت، وتستمد هذه القوة من القبول العام الذي تلاقيه من جميع أفراد المجتمع وهي كونها أداة إجبارية أي أن البائع أو الدائن لا يستطيع رفض ثمن الشراء أو التسديد ولا يمكن أن يعتبر أن هذا غير مقبول، وبالتالي فإن القانون جاء لتكريس القيمة الإجبارية للنقد.

2- النقود هي السيولة الكاملة، فتميز سيولتها بالسهولة و الملائمة في التحويل و بدون خسارة أثناء تحويلها أي بدون تكلفة تذكر و تعتبر هاتين الخاصيتين من الصفات الأصلية للنقد.

و هناك صفات ثانوية تكمن في جوهر الشئ المستخدم كنقود وهي صفات تسهل أداء النقود للوظائف التي ذكرناها، و هذه الصفات يمكن أن نستخرجها من صعوبات المقايضة و هي:

¹ مايكل إيدجمان، الإقتصاد الكلي، ترجمة محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض 1988، ص 206-207.

أ-سهولة الحمل و النقل:

كان من صعوبات المقايضة أن الفرد المتبادل يكون أحيانا مضطرا إلى الإحتفاظ بكمية كبيرة من سلعة ما يصعب حملها و نقلها و تخزينها و بفضل اختراع النقود أصبح و بالإمكان حمل و نقل قوة شرائية كبيرة في صورة أوراق نقدية لا يكلف حملها أي نفقات و يتمتع حاملها بقوة شرائية تنتقل معه في كل مكان و زمان، و هو نقيض ما لو كانت النقود مصنوعة من سلعة أخرى مثل ما هو الأمر في مرحلة المقايضة مثل سلعة (الطماطم، الشعير... الخ) فإن الأفراد سوف يعانون من نقلها و حملها، كما تكون هذه السلع أيضا كبيرة الحجم، أما النقود الآن فهي صغيرة الحجم كبيرة القيمة¹.

ب-التجانس:

يشترط في النقد أيضا بأن يؤدي وظائفه بشكل جيد أن يكون متجانسا و هذا يعني أن وحدات النقد متماثلة و تكون كل وحدة من وحداتها بديلا تاما للأخرى و لا يكون لدى الفرد تفضيل لوحدة نقدية على أخرى، أي أنه عندما يقرض شخص مبلغا من النقود لشخص آخر فإنه لا يشترط عليه ردها بعينها و لكنه يقبل ردها بالمثل. كما يفضل أن تتماثل وحدات النقد في سمكها و شكلها و في النقوش المرسومة عليها حتى يسهل التعرف عليها و يصبح مستقرا في أذهان الأفراد الحاملين للنقود معدل مبادلة سلعهم بعدد معين من وحدات النقد، و عندما لا يتوفر هذا فإنه من الصعب التعرف على وحدات النقد الجيدة، و تنخفض أهمية النقد غير المتجانس في قياس القيم و هنا تقوم صعوبة استخدام النقد كوسيط للمبادلات.

ج-القابلية للتجزئة:

لكي تؤدي النقود وظائفها في جميع الحالات و خاصة حالة تبادل السلع المنخفضة الثمن يجب أن تكون النقود قابلة للتجزئة إلى وحدات صغيرة مناسبة لتسهيل المعاملات الصغيرة و تغطي كل أنواع السلع الموجودة في التداول و مثل ذلك أن نجد الدينار الجزائري يقسم إلى 100 سنتيم أو الدولار الأمريكي ينقسم إلى 100 سنتا الخ.

د-الصلابة و صعوبة التلف:

من الشروط الواجب توفرها في الشيء المختار كنقد هو مقاومته للتلف و يكون معمرا نسبيا لأن النقود تتداول بشكل كبير، فهي تنتقل من يد إلى أخرى أثناء عمليات التبادل، يجب أن لا يحدث عليها تغيرا كبيرا على جوهرها نتيجة انتقالها و استعمالها، ولذلك فليست كل المعادن مناسبة لأن تكون نقودا، فمثلا

¹ ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر الجزائري، الجزائر، 1993، ص23.

معدن الحديد يتعرض للصدأ بسرعة، و الرصاص يتآكل بشكل سريع، و بالتالي فإن النقود التي سادت بشكل كبير هي تلك المصنوعة من المعادن المقاومة للتلف و الصدأ (كالذهب، الفضة، النيكل و النحاس).
هـ- الندرة النسبية:

عندما يتخذ أي شيء مختار نقدا فإن قيمته النقدية يجب أن تعادل قيمته السلعية في السوق، و لكن هذا يتأثر بعوامل العرض و الطلب لمعدل تبادله بالسلع الأخرى يعني بندرته النسبية، و بالتالي فإن النقد يجب أن يكون مصنوعا من مادة لا يتأثر سعرها بالإنخفاض و الإرتفاع من لحظة لأخرى نتيجة تغير عرضها، لأن قلة عرضها يرفع من قيمتها و زيادته يخفض من قيمتها، و من ثم فإن معدلات إنتاج المعدن النفيس كالذهب لا تعرف هذه التقلبات الكبيرة، و بالتالي فلقد شاع استخدامه كنفد زمتا طويلا لأن صعوبة الحصول عليه و ندرته المتميزة لا تؤثر في الكمية المعروضة منه، و لذا فإن السلعة المتخذة كنفد يجب أن تكون ندرتها النسبية مستقرة فلا يكون هناك إنتاج و فير منها حتى لا تتخفض قيمتها بسرعة، و لا يكون إنتاجها ضعيفا حتى ترتفع قيمتها بشكل كبير و يصاب الإقتصاد بالإنكماش و أضاف بعض الإقتصادييين صفة المعرفة للنوع و الحجم و الشكل.

و- أداة عامة غير محددة و ليست مخصصة:

و هذه الخاصية تميز النقد عن غيره من الأوراق مثل سند الشراء أو تذكرة أو بطاقة هاتف لأنه عندما يكون لدينا تذكرة سفر أو تذكرة مطعم أو بطاقة هاتف تكون لهذه الأدوات قوة شرائية، و لكنها مخصصة لغرض معين، و من ثم فهي ليست عامة و لا نهائية و بالتالي تتمتع النقود بخاصية عدم التخصيص (Non affectation).

ي- أداة نسبية في فضاء إقليمي محدد:

إن خاصية التعميم للنقود ليست مطلقة، فهي أداة تسديد أو شراء في مساحة معينة إقليميا لأن لكل دولة نقودها و لكن مع ظاهرة العولمة المالية يمكن لبعض العملات أن تكون عالمية التداول كالدولار مثلا.

II - وظائف النقود و الأداء الاقتصادي:

اختلفت آراء علماء الإقتصاد في تقسيم الوظائف التي تؤديها النقود، فقسم بعضهم الوظائف إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تمثل الوظائف التقليدية وتتعلق بالتطور التاريخي للنقود، و المجموعة الثانية فهي تلك الوظائف الحركية ذات الطبيعة العامة المتعلقة بتوجيه النشاط الإقتصادي و التأثير على معدل نموه. و يرى باحثون أن للنقود أربعة وظائف كل واحدة من هذه الوظائف تقضي على إحدى صعوبات المقايضة و هذه الوظائف هي : وسيلة للتبادل ووحدة للحساب، و مخزن للقيمة و معيار للمدفوعات الآجلة، و ذكر بعضهم أنها الوظائف الأساسية للنقود.

و يبدو للباحث تقسيم الوظائف كما قسمها بعض الإقتصاديين إلى وظائف أصلية أي جاءت هذه الوظائف مع مجيء أصل النقود ووظائف مكملة لها و تسمى وظائف مشتقة، وهذا ما سنتعرض إليه في المطلبين التاليين:

المطلب الأول: الوظائف الأصلية

إن الوظائف الأصلية للنقود جاءت للقضاء على صعوبات المبادلة في ظل المقايضة فكانت مرتبطة بالنشأة و هي ثلاثة: النقود وسيط للمبادلات، النقود مقياس للقيم، والنقود كمستودع (مخزن) للقيم، أما الوظائف المكملة فهي وظيفة النقود كمعيار للمدفوعات الآجلة ووظيفة النقود و التكوين الرأسمالي.

1- النقود وسيط للمبادلات:

إن من بين صعوبات المقايضة هي التوافق المزدوج بين رغبات المتبادلين، و هذه الصعوبة قد حدت من المبادلات، و عقدت كل عمليات التبادل و ذلك بإلزام وجود المتعاملين من حيث المكان و الزمان ووجوب وجود السلعة المرغوبة من الطرفين المتبادلين و عندما ظهرت النقود و استعملت كأداة أو وسيط في المبادلات فقد تم القضاء على هذه الصعوبة التي ذكرنا، و تحولت العملية إلى عمليتين منفصلتين:

-عملية بيع من جهة بواسطة النقود : بيع سلعة ← تسديد بالنقود

-عملية شراء من جهة أخرى بواسطة النقود أيضا : نقود ← شراء سلعة

و لم يصبح صاحب السلعة (A) في حاجة إلى مبادلة سلعة أخرى (B)، و إنما أصبح كل منهما بإمكانية بيع ما لديه من إنتاج سلعته مقابل الحصول على النقود، و أن يشتري ما يريد بواسطة النقود، ولا تختفي هذه السلعة (النقود) كما هو حال السلع الأخرى المستهلكة من التداول و بالتالي فإن كل تبادل مباشر لسلعتين فقد اختفى لصالح تبادلين مقابل نقود، و لقد نتج عن استخدام النقود كوسيط للتبادل مجموعة من المزايا:

1-سهولة التبادل: بعد ما كانت تتميز المبادلات بالصعوبة أصبح الأمر سهلا و قد أدى ذلك إلى اختزال الوقت و الجهد الذين كانت تتطلبهما عملية المقايضة و هو ما زاد في تشجيع الأفراد على زيادة التخصص و تقسيم العمل من أجل زيادة الإنتاج و اتساع حجم المعاملات دون الخوف من عوائق التبادل و تصريف الفائض من الإنتاج.

2-ازدياد حرية الأفراد في اكتساب القوة الشرائية : لما كانت النقود قوة شرائية عامة فقد جعلت الأفراد يتمتعون بحرية الإختيار الواسعة، بحيث يمكن لحامل النقود أن يقوم بعمليات شراء في أي وقت يريد و في أي مكان كان و في اكتساب أي سلعة يريد، و هو ما كان يفترقه في نظام المقايضة التي كانت تفرض عليه شروطا صعبة في عملية التبادل.

3-زيادة حجم التداول للنقود: في ظل نظام المقايضة لا يمكن لأي سلعة مهما كانت خصائصها أن تتداول بالشكل و بالحجم الذي عرفته النقود، فقد زاد الإقراض و الإقتراض و زادت كميات الإنتاج، و أصبحت النقود متداولة لكونها تتمتع بقوة إبراء غير محدودة نظرا لما تحظى به من قبول عام سواء عند الدائنين أو المدينين.

2- النقود مقياس (معياري) للقيمة:

ويقصد بهذه الوظيفة هي أن النقود وحدة الحساب المستخدمة في تحديد قيمة كل سلعة أو خدمة بالنسبة لغيرها من السلع والخدمات.¹ فالنقود هنا تحدد أسعار السلع و الخدمات، فكما أن الطول يحدد بالمتر، و الوزن بالكيلوغرام... و هكذا فإن قيم السلع و الخدمات تتحدد أيضا بوحدات النقود و في ظل الاقتصاد النقدي يتم تحديد أسعار السلع و الخدمات عادة باستخدام الوسيط الذي تم به التبادل و هو النقود، و من الطبيعي أن يعبر هذا الوسيط عن القيم النسبية للسلع و الخدمات و وجود مقياس مشترك تنسب إليه قيم الأشياء فهو يسهل عملية تحديد السلع و الخدمات الموجودة فكما أوضحنا سابقا في عوائق المقايضة المتمثل في صعوبة تحديد نسب التبادل فإذا كان لدينا 100 سلعة مطروحة في السوق للتبادل فيما بينها، في ظل نظام المقايضة يكون لدينا لكل من هذه السلعة 99 سعرا مختلفا و هذا لا يعني أن عدد الأسعار يساوي 9900 سعرا مختلفا لهذه السلع، لأنه يتحدد السعر سلعتين سلعتين أي في كل مرة يتحدد فيها سعر سلعة معينة بالنسبة لسلعة أخرى ويكون من الضروري في ظل هذا النظام معرفة (سعرا $100 \times 99 / 2$)، ومع تزايد عدد السلع سيكون هذا المعدل مرتفعا ويفضل استخدام النقود ستخفض هذه المعدلات إلى 100 فقط و هي قيمة (سعر) كل سلعة معبرا عنها بالنقود أي وحدة الحساب وبالتالي فإن قيمة النقود داخل

¹ فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي، دار الحدائث للطباعة و النشر و التوزيع، 1981، بيروت، ص286.

البلد تتحدد انطلاقاً من المستوى العام لأسعار السلع والخدمات لان الأسعار هي التعبير أو الترجمة لقيمة السلعة بوحدة نقدية.

إن كل وحدة الحساب عندما تقبل من قبل المجتمع يجب أن تتمتع بالثبات النسبي حتى تبقى مقبولة كميّار لتحديد قيم السلع والخدمات، أي يكون النقد قادراً على شراء نفس الكمية من السلع باستمرار، ولكن هذا ينطبق على وحدات القياس الأخرى بينما وحدة النقود لا تتمتع على الدوام بالثبات وخاصة في عصرنا الحاضر، فقيمة الوحدة النقدية قد تنخفض (أي قدرتها على شراء كمية كبيرة من السلع والخدمات) أو ترتفع (قدرتها على شراء كمية كبيرة من السلع والخدمات) فالنقد يجب أن تتسم بالثبات النسبي لكي تكون مقياساً عاماً مرضياً للقيم، ولكن رغم هذا فإن وظيفة النقود كمقياس عام للقيم قد أدت كثيراً من التسهيلات فهي توفر المعلومات اللازمة لإتمام عمليات التبادل ثم وفرت الجهد والوقت، ويتم استغلال كل الموارد لاستخدامها مادام المقياس للمبادلات متوفراً وليس هناك أدنى صعوبة في تحقيق ذلك.

3- النقود مستودع (مخزن) للقيمة:

قد عرف الإنسان الإيداع والتخزين منذ القديم و لكن في ظل مرحلة المقايضة من الصعب أن يحتفظ الإنسان بكثير من السلع، ولذلك فإن انتشار استعمال النقود قد دلل هذه الصعوبة وأصبح بإمكان الأفراد الاحتفاظ بالنقود فهي مستودع جيد نظراً لقدرة حائزها الحصول على ما يشاء من السلع فبفضل النقود يمكن للفرد أن يقوم بإدخال الفائض في شكل نقود لإنفاقها في المستقبل، وبهذا فإن أهمية النقود ظهرت كوسيلة للإيداع أو اختزان القوة الشرائية أو استبدالها من أجل استخدامها في الأجل¹.

وتعتبر النقود سيولة كاملة بل هي السيولة نفسها لأنها أصل من الأصول المالية الذي يمكن استخدامه بشكل فوري ومباشر لأن السيولة هي السهولة والملائمة في استخدام الأصل للحصول على السلع والخدمات أو لتسديد الديون دون أن تفقد من قيمتها أي شيء، وهذا يبين أن النقود تحمل في ذاتها قوة شرائية مستودعة فيها، وتكون حاضرة عند استخدامها في أي لحظة، ولكن هذا لا يعني أن النقود في عصرنا الحاضر هي الأصل الوحيد الذي تختزن فيه الثروة أو يتم الاعتماد عليه في الإيداع، بحيث أن الفرد قد يحتفظ بثروته في أصل آخر أو مجموعة الأصول المالية كالأوراق المالية، (الأسهم والسندات) أو الأصول الثابتة مثل العقارات والأراضي، إلا أن الاحتفاظ بالثروة في صورة هذه الأصول غير النقود لا تتمتع بالثبات، فهي قد ترتفع أو تنخفض قيمتها في السوق، كما أنها لا تتمتع بالسيولة الكاملة لأنها تحتاج إلى

¹ رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود و البنوك، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2000، ص 25.

وقت لتحويلها إلى نقد أي لا تقوم مقام النقود مباشرة و بشكل فوري، على أن تكلفة الاحتفاظ بالنقد كمخزن للقيم تكون أحيانا مرتفعة، بحيث أن التضخم يؤدي إلى خفض قوتها الشرائية.

و على الرغم من انخفاض قيمة النقود و تعرضها كمخزن للقيم للإنخفاض، إلا أنها تتمتع بالسيولة التامة و هذه الصفة يفضلها أغلب الناس، الأمر الذي يدفعهم إلى اختيار النقود كمستودع للقيم أكبر من الأصول الأخرى، فعندما يطلب الأفراد النقود لاختزان قيمهم فإن ذلك سيؤدي إلى بيع الأسهم و السندات مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، و بالعكس فعندما يقل الطلب على النقود و يحتفظون بثروتهم في صورة سندات و أسهم فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعارها و هو ما يحدث تقلبات في الدورة الإقتصادية و هو ما يؤكد أهمية وظيفة النقود كمخزن للقيم.

المطلب الثاني: الوظائف المكملة

1-النقد أداة للمدفوعات الآجلة:

عندما يتم استخدام النقود وسيط للتبادل و كمقياس للقيم فإنه من الضروري أيضا أن تسدد بها المدفوعات الآجلة أو المستقبلية، و بالتالي فهي مكملة لهاتين الوظيفتين الأصليتين، فالمعاملات المالية التي تكثر في المجتمعات الحديثة ينتج عنها التزامات نقدية في المستقبل (كالمعاشات، الأجور، المرتبات و الأرباح... الخ) كما يترتب عنها بعض العقود التي تتضمن مدفوعات تسدد في المستقبل بوحدة نقدية، و كما رأينا أن هناك صعوبة كبيرة للمدفوعات الآجلة بالسلع العينية في نظام المقايضة، و لذلك فإن استخدام النقود كأداة للمدفوعات الآجلة يقضي على كثير من هذه الصعوبات التي كانت في الماضي و يفضل الكثير من الأفراد أن تكون وسيلة المدفوعات المستقبلية هي النقود، و يعود السبب في ذلك إلى أن أصحاب المعاملات لا يتوقعون حدوث تقلبات كبيرة في قيمة النقود.

إن نجاح قيام النقود بوظيفتها هذه و أدائها بشكل جيد يتطلب تحقيق الإستقرار النسبي للقوة الشرائية في قيمة النقود، فإذا ارتفعت قيمة النقود فإن ذلك سيلحق أضرارا بالمدنيين، و في ذات الوقت سيحقق للدائنين أرباحا و عكس ذلك إذا انخفضت قيمة النقود فإن ذلك سيجعل المدنيين يستفيدون من ذلك نتيجة لهذا الإنخفاض، بينما يلحق أضرارا بالدائنين.

فإذا توقع الأفراد حدوث انخفاض كبير في القوة الشرائية للنقود، فإن المتعاقدين يفضلون استخدام أنواع أخرى من النقود التي تتسم بالثبات النسبي في قيمتها.

و لقد حدث هذا تاريخيا في ألمانيا سنة 1923 عندما عانت من حالة التضخم المفرط بحيث ارتفعت الأسعار ارتفاعا سريعا، و بالتالي انخفضت قيمة النقود المستعملة (المارك) في ألمانيا آنذاك، مما ترتب

عن ذلك استخدام العملات الأخرى في العقود الآجلة مثل الدولار الأمريكي، الفرنك الفرنسي، كما أن كل العقود الآجلة في كل الدول التي مسها التضخم قد كانت تستعمل "شرط الذهب" Gold clause و الغرض منه هو قياس قيمة العملات المستخدمة بالنسبة إلى الذهب و فحوى هذا الشرط هو أن يدفع المدين مبلغا معيناً من النقود يكافئ كمية معينة من الذهب وقت الوفاء بالالتزامات و يكون هذا مسجلاً في العقد و يدمج كثير من الإقتصاديين وظيفة النقود مقياس للقيم مع وظيفة النقود كأداة للمدفوعات الآجلة و لا نعالج هذه الوظيفة بصفة منفصلة.

2- النقود و التراكم الرأسمالي:

لقد انتقلت وظيفة النقود من مجرد أداة لتسهيل المبادلات في الاقتصاد النقدي المعاصر إلى أداة أساسية مرتبطة بأسواق رأس المال، بحيث تعتمد أسواق رأس المال على النقود في تحويل الأرصدة المالية من أصحاب الفائض (المدخرين) إلى جانب أصحاب العجز (طالبي الاستثمار).

فأصحاب الإدخار هم أفراد يضحون بجزء من استهلاكهم الحاضر من مدخولهم إلى استهلاك مستقبلية ، أما المستثمرون فهم يريدون تحقيق أرباح في المستقبل من خلال الفرص الإستثمارية المتاحة كإقامة مشروعات إنتاجية جديدة، أو زيادة التوسع في المشروعات القائمة، و المستثمرون يعتمدون في إقامة مشروعاتهم الجديدة أو التوسع فيها على الموارد المالية التي يوفرها المدخرون فهم يلجأون إلى الإقتراض من المؤسسات المالية المختلفة، و هذا ما يفتقد في ظل نظام اقتصادي قائم على المقايضة بحيث لا يمكن أن تحدث عقود القروض و ذلك بالإعتماد على السلع لأن ذلك يعرضها للتلف و صعوبة التخزين . أما في العصر الحاضر فإن للنقود قوة شرائية عامة الأمر الذي يجعلها أن تكون أداة في إبرام العقود و تسديد الديون، فلو أن هذا الأمر تم بالسلع و الخدمات فإن ذلك سيؤدي إلى ضعف القبول من قبل مجموع الأفراد و هو أمر لا يحبذ المدخرون، و من ثم تظهر وظيفة النقود في التراكم الرأسمالي.¹

و من هنا تبدو وظائف النقود الأساسية هي الثلاثة الأولى : وسيط للمبادلات ووحدة للحساب (مقياس للقيم)، و مستودع للقيم، أما الوظائف الأخرى فهي مشتقة أو مكملة فهي انتشرت أكثر لما وصل النقد إلى أشكاله المتطورة.

و من الإقتصاديين من يضيف وظائف أخرى و كلها مشتقة مثل النقود أداة للمحاسبة بحيث تكون أساس إجراء المقارنات بين القيم الحاضرة للنقد و القيم المستقبلية المتوقعة له على طول الفترة التي ستنفذ فيها المشروعات الإستثمارية، و بالإضافة إلى وظيفة النقد كوسيلة لجرد أوضاع الخزينة و ذلك من أجل:

¹ عبد الفتاح عبد الرحمان عبد المجيد، اقتصاديات النقود، النسر الذهبي للطباعة، 1996، ص 17.

- تحديد أرقام المستحقات المقبلة المتوقعة على الخزينة.
- تكوين الإحتياطات و تحقيق الإدخارات.

و بالتالي فإن النقد هنا يؤدي وظيفة الإحتياطي أو كأساس لعمليات الإئتمان التي تطلبها المؤسسة.

III - المبحث الثالث: تكلفة استخدام النقود

عرفنا في المبحث السابق وظائف النقود و مزايا استخدام النقود حين تؤدي دورها الإيجابي في الحياة الإقتصادية و كيف كان ظهور النقود فتحا كبيرا على المجتمعات التي كانت تعاني من صعوبات المقايضة التي أعاقت مبادلتها في ذلك الوقت فكانت وظائف النقود أداة فعالة، و في هذا المبحث نريد أن نبين الوجه الآخر لاستخدام النقود فكما أن للنقود مزايا من خلال وظائفها فإن للنقود أيضا تكاليف استخدامها و هي:

المطلب الأول: النقود و التقلبات الإقتصادية

لاتحدث تقلبات اقتصادية كبيرة في الإقتصاد القائم على المقايضة ، لأن المنتجين يعرضون ما أنتجوه من أجل مقايضته بسلعة أخرى أنتجها آخرون، و هذا يعني أن عرض السلع و الخدمات في اقتصاد المقايضة يترجم بطلب على السلع و الخدمات الأخرى في نفس الوقت، و هذا يقلل أو لا يظهر الأزمات الإقتصادية كالإنكماش أو التضخم و لكن استعمال النقود قد يكون من الأسباب الكثيرة في التقلبات الإقتصادية و خاصة إذا لم يتحكم فيها بشكل جيد و مناسب.

إن كثيرا من التقلبات الإقتصادية التي تمس الإقتصاد القائم على النقود يكون سببها استعمال النقود، فحالة الإنتعاش الإقتصادي التي يرافقها ارتفاع في معدل نمو كمية النقود المعروضة، و زيادة سرعة دورانها ، مما يؤدي إلى ظهور تيارات تضخمية.

أما حالة الكساد التي تتميز بانخفاض مستوى الإنتاج و العمالة التي يرافقها انخفاض في معدل زيادة كمية النقد المعروض و تتخفف سرعة دوران النقد . و بالتالي نلاحظ أن النقود هنا تلعب دورا كبيرا في حدوث التقلبات الإقتصادية، و الوقائع الإقتصادية تشير إلى أن حدوث الكساد كان من أسبابه : انخفاض معدل نمو المعروض النقدي، و مثل ذلك الكساد الكبير سنة 1929، و كما أن أسباب التضخم التي تتميز بارتفاع المستوى العام للأسعار التي تنتج من الإفراط أو عدم التحكم في زيادة كمية المعروض النقدي.

و من ثم فإن استخدام النقود في الإقتصاد يتطلب الكفاءة في تسيير المعروض النقدي ، و قد تقرر السلطات النقدية تخفيض عرض النقود مما يؤدي إلى الإنكماش ، و بالتالي الوصول إلى حالة الكساد ، لأن زيادة نمو الإقتصاد الوطني تتطلب أيضا زيادة الطلب على النقود، و تؤدي هذه الزيادة في الطلب على

النقد إلى تكوين فائض في الطلب النقدي الذي بدوره يقود إلى زيادة انخفاض الطلب على السلع و الخدمات، و هذا الإنخفاض يؤدي إلى تكوين فائض في السلع و الخدمات المعروضة مما ينتج عنه عدم قدره المنتجين على تصريف منتجاتهم المعروضة، مما يجعلهم يقررون إما تخفيض مستوى الإنتاج أو تخفيض الأسعار و الأجور.

كما أن هناك ظروفًا أخرى تجعل الطلب على النقود للإحتياط يزيد بكثرة و خاصة في ظل عدم التأكد و عدم وضوح الرؤيا المستقبلية للأفراد فيقبلون على طلب النقود للإحتياط من الأخطار و الطوارئ الآجلة و هذا يؤدي إلى حدوث فائض في الطلب على النقود و يدفع بالإقتصاد برمته إلى حالة الكساد، ثم إن العودة من الكساد إلى الإنتعاش الإقتصادي دائما يسبقه زيادة في معدل نمو العرض النقدي مثل ما حدث في أزمة 1929 و حتى هذه الزيادة يجب أن تكون بالشكل الكافي الذي يجعل الأفراد ينزعون من فكرهم حالة الذعر الإقتصادي، فإذا خشي الأفراد من المستقبل تكون كل زيادة في المعروض النقدي في البداية تدخل جيوب أو خزائن الأفراد الخاصة و لا تكاد تخرج إلى التداول إلى أن تتأكد عودة الإنتعاش تدريجيا، و يزيد معدل النقد المعروض إلى أن يصل إلى مستوى الرواج الإقتصادي.

و هكذا نلاحظ الدور الخطير الذي يمكن أن تلعبه النقود فقد تكون إما سببا في الأزمات الإقتصادية أو سببا في الخروج منها في نفس الوقت.

المطلب الثاني: النقود و دور الإئتمان

عندما استخدمت النقود و انتشر استعمالها في المجتمعات تطورت معها كل وظائفها التي ذكرناها و بفضلها تطور الإقراض و الإقتراض بالنقود، و على هذا فالإقتصاد النقدي هو اقتصاد إئتماني أيضا، و الإئتمان المقصود طبعا هو الذي تقدمه البنوك و المؤسسات المالية.

فإذا حدث إقراض من البنك فإنه ستحدث الحالات التالية:

1- إذا تم هذا القرض فهو يعبر عن انتقال للنقود إلى الأشخاص المقترضين و هذا سيرفع رصيد القوة الشرائية لهم بينما تتخفف بالنسبة للمقرضين، ثم إن هذا قد يعني تخفيض الطلب على السلع و الخدمات من جانب المقرضين، و قد لا تمثل زيادة طلب المقرض زيادة صافية في الطلب على الإنتاج و بالتالي فإن القرض في هذه الحالة لا يسبب نموًا في النشاط الإقتصادي.

2- أما إذا كان لدى المقرض نقودا خاملة (غير نشيطة) فإن منحها في شكل قروض، سيؤدي إلى ارتفاع القوة الشرائية لمستلم القرض فتدخل هذه النقود إلى دائرة التداول، وهذا يعني زيادة قوة شرائية أخرى و في هذه الحالة سترتب عنها زيادة في الطلب الفعال (الذي يعني رغبة في شراء السلع و الخدمات مع القدرة

على تحقيق ذلك) فتحدث زيادة في نمو النشاط الإقتصادي، و إذا أدى الإقتراض إلى زيادة في النمو الاقتصادي، كما يمكن أن ينكمش الإقتصاد إذا حدث انخفاض في هذا الإقتراض و لم يتم المقرضون بتجديد القروض أو لم يقوموا بمنح قروض جديدة.

3- إذا استثمر الأفراد نقودهم لدى البنوك أو المؤسسات المالية فإن هذه النقود ستعرض إلى الإحتفاظ بالإحتياط لمواجهة طلبات السحب المنتظرة من أصحاب الودائع، وهذه القروض المعقودة بشكل غير مباشر هي ودائع وتحولت إلى قروض عن طريق وسطاء المال، في هذه الحالة لن تكون هناك زيادة صافية في القوة الشرائية للإقتصاد، أما إذا استثمر الأفراد أرصدة نقدية عاطلة لدى الوسطاء الماليين سيترتب عنها حدوث طلب فعال جديد و بالعكس عندما يسحب الأفراد نقودهم و يحتفظون بها عاطلة فإن هذا سيخفض الطلب الفعال على السلع و الخدمات.

4- عندما يتم عقد الصفقات التجارية بدون دفع نقود، وإنما بالإئتمان أي الدفع في المستقبل، في هذه الحالة فإن مشتري السلع لن يدفع للبائع نقودا و لكنه يدفع له مستندا فحواه أنه سوف يسدد قيمة ما اشتراه من سلع في موعد مستقبلي لاحق.

و خلال تسديد الدين من قبل المشتريين ما عليهم من ديون، فإنه ستحدث لاحقا ديون جديدة عن طريق عمليات شراء جديدة و لكن بالإئتمان، و من ثم فإن الإئتمان التجاري قد يكون أكبر من تسديد ديون المشتريات التي تمت بدون تسديد نقود و هكذا نجد أن هذه التغيرات في الإئتمان التجاري تؤدي إلى إحداث تغيرات في الطلب على السلع و الخدمات، و بالتالي فإن الإئتمان هو شكل من أشكال تطور استعمال النقود.

IV - أنواع النقود:

هناك العديد من الأسس لتحديد أنواع النقود، فالأساس الأول الذي تصنف به أنواع النقود هو التطور التاريخي لها وقد سبق وأن شرحنا هذا الأساس بعناية خلال دراسة التطور التاريخي للنقود فلقد مر النقد بمرحلة النقود السلعية ثم مرحلة النقود الورقية وأخيرا النقود المصرفية.

أما الأساس الآخر فهو عنصر الإئتمان الذي تتضمنه هذه النقود وتصنف كما يلي:

المطلب الأول : النقود السلعية الكاملة

مثل المسكوكات الذهبية التي يختفي فيها عنصر الإئتمان لأن قيمتها النقدية تتعادل مع قيمتها التجارية ولكي تكون هذه النقود ذات قيمة كاملة يجب أن تتوفر فيها شرطان هما:
أ- إمكانية تحويل النقود من هذا الإستخدام إلى استخدام غير نقدي بدون تكلفة.

ب- إمكانية سك المعدن في صورة نقود بدون حدود وبدون تكلفة.

وللإشارة فإن النقود السلعية ذات القيم الكاملة قد اختفت من الإستعمال في الوقت المعاصر إلا أن بعض المجتمعات أو بعض الأفراد يرغبون في العودة إلى هذا النوع من النقود السلعية ذات القيمة الكاملة لكونهم يعتقدون أنها تحمل مميزات لا تتوفر في غيرها وهي¹:

1- إن هذا النوع من النقود السلعية ذات القيمة الكاملة يوفر لهم الثقة باستمرار، فهي نقود يمكن تحويلها إلى استعمالات أخرى غير النقد بدون خسارة أو تكلفة وهذا يعني أن قيمة النقود يتضمنها قيمة المعدن التي صنعت منها للإستخدامات الصناعية وأن قيمة المعدن ترتبط فقط بالكمية المعروضة منه والطلب عليه للإستعمالات غير النقدية، ولكن هذا التحليل يرد عليه بأن قيمة المعدن تتحدد بالطلب الكلي عليه والعرض الكلي منه سواء كان للإستعمال النقدي أو غيره.

2- كما يرغب البعض التعامل بهذه النقود لأن التعامل بها يمكن التحكم فيه لكونها تتمتع بالكميات المحددة والمعروفة لدى السلطات النقدية وبالتالي الحد من خلق النقود وهذا يعود إلى عدم وجود النقود الورقية والنقود المساعدة، وهذا ما يقلل من انتشار التضخم و لكن هذا ليس دوما صحيحا فقد تحدث بعض التيارات التضخمية، نتيجة إما لزيادة إنتاج هذا المعدن الذي يستخدم كنقود وإما لنقص استخدامه في الأغراض الأخرى غير النقدية، كما أنه قد يسبب ذلك الكساد، إذا حدث عدم توفر هذا المعدن بالشكل الذي يتناسب مع نمو الإنتاج.

المطلب الثاني: النقود القابلة للتحويل بكامل قيمتها: (النقود النائبة)

بعدما استخدمت النقود السلعية ذات القيمة الكاملة وانتشر استعمالها بكثرة ظهرت الحاجة إلى استعمال نقود أخرى قابلة للتحويل إلى النقود السلعية ذات القيمة الكاملة وهي نقود تتوب عنها في التداول وهي شهادات ورقية تماثل قيمتها تماما، وهي تشبه شهادات إيداع وتصدرها السلطة النقدية لحامل النقود الكاملة أو هي بمثابة إيصالات لمن يريد السحب على رصيد النقود الكاملة ومن أمثلة ذلك الشهادات الذهبية التي كانت متداولة في الولايات المتحدة سنة 1933، والتي تكون مغطاة بكمية من الذهب تعادل في قيمتها الشهادات التي تصدرها خزنة الولايات المتحدة آنذاك أي نسبة التغطية الذهبية لهذه الشهادات تساوي 100 % ولذلك فقد كانت تسمى بالشهادات الذهبية، ويتوقف حجم هذا النوع من النقود على كمية النقود ذات القيمة الكاملة وبالتالي فهي تشبه النقود الكاملة التي تمثلها. فهناك علاقة كاملة بين قيمة النقود النائبة المصدرة وقيمة المعدن الذي تتوب عنه وتمثله تمثيلا تاما ولها عدة مزايا هي:

¹ مروان عطوان، مقاييس النظريات النقدية، دار البعث، الجزائر، 1989، ص 29.

- 1- من جانب تكاليف طبع النقود النائبة القابلة للتحويل بكامل قيمتها تكون أقل من سك المعدن نفسه.
 - 2- إن استعمال هذه النقود الممثلة للنقود الكاملة يؤدي إلى عدم تآكل أو اهتلاك المعدن، ثم إن الأفراد قد يلجأون إلى اكتناز أجزاء منه ومنعها من التداول ولكن استخدام هذه النقود النائبة سيجعل الأفراد يتداولون كل النقود دون اقتطاع أو اكتناز.
 - 3- يسهل حمل النقود النائبة بالمقارنة مع النقود السلعية الكاملة من مكان لآخر وخاصة إذا كانت المعادن تتوب عنها هذه الشهادات معادن ذات حجم ووزن كبيرين من النحاس، فقد سارت السويد على نظام النحاس خلال القرنين السابع عشر والثامن عشر.
- كما أن لها بعض السلبيات منها:

- 1- تكون النقود النائبة أحيانا سهلة التزوير إذا لم تكن مصنوعة بشكل دقيق وجيد يصعب على المزورين تقليدها.
- 2- كما أن كثرة تداولها يجعلها قديمة ومهتلكة وتتعرض للحرق والتلف، ولذلك يجب على السلطات النقدية أن تسحب في كل مرة النقود التي أصبحت غير صالحة للإستعمال.

المطلب الثالث: النقود الائتمانية

ظهرت النقود الائتمانية بعدما أوقفت السلطات النقدية الصرف بالذهب أي عدم تحويل الأوراق النقدية المصدرة من قبل البنك المركزي إلى ذهب وبالتالي أصبحت النقود الورقية إلزامية وهي نقود غير قابلة للصرف بالذهب وتستمد قيمتها من القانون وهي اصطلاحا ترتكز على الثقة وأن الإستعمال جعل من عبارة "النقود الائتمانية" تخصص للإشارة إلى النقود المجدسة في أوراق البنك المصدرة فقط من بنك الإصدار "البنك المركزي" والتي كانت في الأصل مضمونة بغطاء معدني أو عملات قابلة للصرف، إذن فظاهرة الثقة تطبق في وجود التغطية، ولكن حتى مع اختفاء التحويل ووضع الورق النقدي الإلزامي، وبقيت أيضا هذه النقود تحظى بالقبول العام والثقة في التبادل، ويعود ذلك إلى أن السلطات النقدية هي التي تنظم تسييرها، فعندما فقدت صفة تحويلها أو صرفها بالذهب لم ينقص ذلك من قيمتها أو يضعف مكانتها، وهذا ما يؤكد ما قلناه عند تعريفنا للنقود على أنه أي شيء يحظى بالقبول العام دون النظر إلى المادة المصنوع منها، وبالتالي فإن النقود الائتمانية تتميز بانقطاع الصلة بين قيمتها النقدية (الإسمية) وبين قيمتها التجارية (أي قيمتها كسلعة)، وعلى هذا الأساس احتفظت الدول بحق سك النقود لما يترتب على ذلك من أرباح تتمثل في الفرق بين القيمتين المذكورتين، بحيث أنها لو تركت هذا الأمر للأفراد سيترتب على ذلك سعيهم للحصول على أقصى الأرباح وإغراق الأسواق بكميات هائلة منها مما يؤدي إلى تدهور قيمتها.

إن اختفاء الارتباط بين القيمة الإسمية والقيمة السلعية للنقود جعل النقود تتوفر على درجة كبيرة من المرونة في عرضها، فلم يصبح هذا العرض مقيدا بالغطاء المعدني بالمعادن النفيسة المتاحة وإنما أصبح العرض النقدي مرتبطا باحتياجات النشاط الإقتصادي، وأهم صور النقود الائتمانية هي:

1- نقود تصدرها الدولة:

أ- عملات مساعدة ب- نقود مساعدة رمزية. ج- أوراق نقد حكومية.

2- نقود تصدرها البنوك :

أ-أوراق بنكنوت يصدرها البنك المركزي.

ب-أوراق نقد تصدرها البنوك الأخرى.

ج-الودائع تحت الطلب.

أ-العملات المساعدة:

تتكون من القطع المعدنية وتكون قيمة المعدن المصنوع منها أقل من قيمتها النقدية، ومن أمثلة هذه العملات في الجزائر الدينار، ونصف الدينار و5 دنانير، 10 دنانير... الخ , وهذه القطع تصدر في بعض الدول من قبل الخزينة العمومية وتوضع في التداول من قبل البنك المركزي،ولهذا السبب فإن الأفراد يقبلون التعامل بها طالما أن الدولة هي التي تتكفل بإصدارها بكميات محددة وذلك لتسهيل المعاملات الصغيرة، ولا تشكل النقود المساعدة كمية كبيرة في حجم الكتلة النقدية المتداولة، ولهذا فإنها لا يمكن اعتبارها مؤشرا هاما على تطور الوضعية الإقتصادية والمالية لدولة ما.

ب-النقود المساعدة الرمزية:

وتكون عادة نقودا ورقية، وتعتبر بمثابة إيصال تداول على مخزن العملات المساعدة أولوزن مكافئ من السبائك المودعة لدى الحكومة وتشبه هذه النقود تلك القابلة للتحويل بكامل قيمتها وذلك باستثناء أن العملات أوالسبائك المحتفظ بها كغطاء لها ثقل في قيمتها كسلعة عنها كنقود، ولا يرى أكثر الإقتصاديين الآن ضرورة الإحتفاظ بغطاء من الذهب أوالفضة للنقود الورقية له نفس القيمة كسلعة وكنقود.

ج-النقود الورقية الحكومية:

هي تلك النقود الورقية التي تصدرها الحكومة ويظهر على بعض هذه النقود تعهد الحكومة بسداد قيمة هذه النقود بصورة أخرى من النقود عند الطلب ولا يظهر مثل هذا التعهد في البعض الآخر من هذه النقود، وقد يحدث مثل هذا الإصدار في فترات استثنائية.

د - البنكنوت:

البنكنوت هي نقود ورقية يصدرها البنك المركزي في الدولة وتعتبر أهم أنواع النقود وأكثرها شيوعا في جميع الدول المتقدمة والمتخلفة , وتمثل دينا في ذمة السلطات النقدية التي أصدرتها الممثلة في البنك المركزي، كما أن البنك المركزي يخضع لقيود قانونية في إصداره للبنكنوت منها قيد الاحتفاظ بنسبة معينة من رصيد من الذهب والفضة و عملات أجنبية قوية مما يصدره من بنكنوت، وبذلك فهي مقيدة بحجم رصيده من الذهب والعملات الأجنبية، والهدف من هذا التقييد هو الحفاظ على قيمة العملة الوطنية واحتياجات المعاملات الاقتصادية، وما يترتب عن ذلك من عدم الاستقرار الإقتصادي , ويقوم بإصدار هذه النقود في بريطانيا بنك إنجلترا وأبنوك الإحتياط الفدرالية في الولايات المتحدة، أما في الجزائر فيصدر البنكنوت حاليا بنك الجزائر الذي يمثل البنك المركزي سابقا.

هـ - النقود الكتابية (الحسابات لدى البنوك التجارية):

النقود الكتابية هي الحسابات لدى البنوك التجارية، ويقصد بها هنا الودائع، وتزداد ودائع الأفراد لدى البنوك التجارية كلما زادت درجة المعاملات الاقتصادية وزاد التعامل بالشيكات، وتعتبر ودائع الأفراد ديونا على البنك قابلة للدفع عند الطلب، وتتكون من مجموع الودائع لدى البنوك، لدى الخزينة، ومركز الشيكات البريدية، وتشكل في الدول المتقدمة نسبة هامة بالنسبة لمجموع الكتلة النقدية المتداولة، ومن ثم فإن الودائع الجارية تؤدي وظيفة النقود، وهذه النقود ليست ملموسة، فهي توجد في شكل حساب في دفاتر أوسجلات البنك، ويجب أن نفرق بين الشيكات وهذه الحسابات، فالحسابات الجارية هي نقود الودائع بينما الشيكات هي وسيلة تداول هذه النقود، وبدون الودائع فإن الشيكات لا تساوي شيئا. وتختلف نقود الودائع عن النقود الورقية بما يلي:

1- إن النقود الورقية تعني مديونية البنك المركزي والتي تدون في الورقة المتداولة بين الافراد على أنها صادرة من البنك المركزي، أما نقود الودائع (تحت الطلب) أو الحسابات الجارية فتعني أن مديونية البنك قد سجلت في دفاتره وتنتقل من حساب إلى آخر بأمر من صاحب الوديعة كتابيا إلى البنك.

2- إن الورقة النقدية تمثل حقا عاما أو مشتركا يمكن أن يتداول بين أفراد المجتمع أما الوديعة فهي حق خاص مسجل في دفاتر البنك ولا يمكن أن يطلع عليه أحد أو أن يتداول إلا بأمر من صاحب الوديعة عن طريق الشيكات، وهذه الإختلافات تبين حقيقة مفادها أن الورقة النقدية هي نقود، أما الشيك فليس نقودا، ولكنه أمر بالدفع بالنقود، ومع تطور الحياة الاقتصادية فإن نقود الودائع يتم التعامل بها في الحياة العملية، إلا أن القانون لم يعترف لها بالصفة القانونية في التداول ولذلك يمكن رفضها كوسيلة دفع إلا أن هذا لم يقلل من

التعامل بالشيكات، بل اتسع نطاقها كما أن القوانين قد حمت هذه المعاملات وتمثل ذلك في عدم جواز إصدار الشيك بدون رصيد ووضع عقوبات على ذلك، كما أن البنوك قد دعمت الثقة في هذه الشيكات بفضل زيادة التعامل وقد أدى ذلك إلى زيادة قبول الودائع وبذلك حظيت هذه النقود البنكية بالقبول الواسع للتسيير في كثير من النظم النقدية المعاصرة، ونظرا لزيادة الوعي المصرفي في الدول المتقدمة أصبحت نقود الودائع تحت الطلب جزءا هاما من عرض النقود، بينما يقل انتشار التعامل بالشيكات في الدول المتخلفة نظرا إلى التعقيدات البنكية والوقت الضائع في عملية تحصيل الشيكات بسبب تخلف التسيير بأنظمة الإعلام الألي وعدم التحكم في تسيير البنوك ونقص الكفاءات بها.

المطلب الرابع: شبه النقود

وهي الودائع لاجل وحسابات الادخار في البنوك التجارية وبنوك الادخار، وتعتبر ديونا على هذه البنوك تستحق الدفع بعد مرور فترة يتفق عليها الطرفان المودع والبنك، ويتلقى صاحب الوديعة فائدة نظير عدم سحبه وديعته خلال الفترة المحددة بينهما، ويكون الإتفاق بناء على عدم سحب الودائع إلا بعد مرور الفترة المتفق عليها، حتى يحق لصاحبها تلقي الفائدة وهي تمثل إيداعات نقدية ثابتة لأجل محدد بين الطرفين صاحب الوديعة والبنك، ويتطلب سحبها إجراءات منها انقضاء الفترة المتفق عليها، أو إخطار البنك قبل السحب بمدة معينة كما يلزم مرور فترة زمنية بين الإخطار والسحب أو الاستئذان من البنك، ولهذا فإن مثل هذه الودائع تظهر أنها ملك للمودعين، إلا أنها لا تتمتع بدرجة السيولة التي تتمتع بها الودائع الجارية، أما الودائع الأخرى التي تودع بصناديق التوفير والادخار والتي تضمن لصاحبها الحق في السحب في أي وقت شاء فإن ذلك لا يتم بموجب أمر من صاحبها للبنك بالدفع للمستفيد ولكن يكون بشكل آخر وهو استعمال دفاتر التوفير ولذلك فإن هذه النقود لا تتمتع بالسيولة المطلقة ولهذا سميت بشبه النقود¹.

المطلب الخامس: تداول النقود الكتابية

كما ذكرنا فإن هناك أدوات لتداول النقود الكتابية لكي تجسد الأمر المسجل من العميل إلى الشخص الذي يسير حسابه بهدف دفع مبلغ محدد لصالح صاحب الحساب (العميل) أولفائدة شخص آخر، وهذه الأدوات هي: الشيك، الحوالة، الإشعار بالاقتطاع والسند العام بالدفع.

1 - الشيك: هو ورقة تتضمن أمرا معطى من صاحب الحساب في مصرف أو حساب شيكات بريدية إلى إدارة حسابه بالدفع نقدا وعلى الفور إلى حامل الشيك بقيمة المبلغ المحدد في الشيك

¹ محمود محمد نور، أسس ومبادئ النقود والبنوك، كلية التجارة، جامعة الأزهر، مصر، ص 37.

وبالتالي فإن صاحب الحساب هو الساحب، والمصرف هو المسحوب، وحامل الشيك هو المستفيد وقد يكون صاحب الحساب أو شخص آخر.

فالشيك هو إذا أداة دفع صادرة من الساحب، ويمكن لدائن صاحب الحساب أن يتقدم بالشيك لمصرفه بهدف تحصيله نقداً، وأن يقبض قيمته بنفسه من المركز الذي أصدره.

2- الحوالة: هذه الأداة تسمح بالتحويلات لمبالغ من حساب لآخر عندما يعطي صاحب الحساب أمراً يتضمن التحويل من حسابه إلى حساب آخر، فهي تعتمد على تسجيل قيد محاسبي للنقد الكتابي، بحيث يسجل في حساب الشخص الذي يقوم بالتحويل تخفيض من حسابه، بينما يسجل لحساب الذي يتلقى التحويل زيادة في حسابه ويكون التحويل إما مباشراً أي في نفس المصرف بين عملائه وإما يكون غير مباشر أي بين عملاء في مصرفين مختلفين، الأمر يتضمن المبلغ المحول واسم المستفيد وبنكه مع رقم حسابه إن أمكن.

3- الإشعار بالاقطاع: يستخدم عادة من الدائنين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد الذين يتقاضون دورياً مبالغ مستحقة من المدينين فعلى سبيل المثال فواتير شركات الكهرباء والهاتف وأقساط التأمين... إلخ ويجب أن يكون هناك أمراً من صاحب الحساب إلى المصرف أو مركز الصكوك البريدية بالاقطاع لتسديد الدائنين مجرد إبرازهم الإشعار بالاقطاع الذي يحمل نفس التوقيع الموجود على الأمر لدى المصرف.

4- السند العام للدفع (TUP) والسند المصرفي الداخلي للدفع (TIP): لا زال استخدام هذه الأداة ضعيفاً في بلدان العالم الثالث، بينما أصبحت من الأدوات المعروفة في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية، ويتم استخدام السند العام للدفع من قبل دائنين لشركات يتلقون العديد من التسديدات، على أن يصدر سند بالنسبة لكل عملية تغطية أو تسديد، ويرسل إلى المدين الذي يمكنه أن يختار طريقة التسديد التي تناسبه: تحويل مصرفي أو بريدي (يكمل المدين تعبئة المستند ويوقعه ويرسله إلى حسابات الشيكات البريدية كما هو موجود في فرنسا) - الاقطةاع لقيمة كل سند من الحساب المصرفي - شيك مرفق بكعب القسيمة المحدد للسند المصرفي الداخلي.

فحسب هذه الأداة يرسل المستند الصادر من الدائن في نفس الوقت مع الإشعار بالاستحقاق إلى المدين وليس المصرف، وبإمكان المدين المذكور أن يرفض الدفع ويجب عليه أن يوقع السند وكذلك أن يسدد بإحدى الطرق التي أشرنا إليها أعلاه عندما يريد الدفع، وتم استخدام السند العام للدفع سنة 1973 واستخدم من قبل شركات التأمين نظراً للكلفة القليلة لخدمات الإعلام الآلي وترك تحريك المدين لحسابه.

وتم اختراع طريقة أخرى هي السند المصرفي الداخلي للدفع، وتم استخدامها في فرنسا سنة 1988 بعد الإتفاق المبرم بين مركز الصكوك البريدية والبنوك، وكانت هناك إضافات على السند العام للدفع منها: الإشارة إلى تاريخ التنفيذ، تدوين المبلغ من قبل المدين، ويستطيع الدائن أن يحصل هذه السندات بواسطة المركز الذي يختاره هو، وتكمن فائدة السند العام للدفع بالنسبة للمدين في حصوله على قسيمة تسديد معبأة مسبقا ويضع توقيعها عليها.

أما فائدة الدائنين فهي تتمثل في حصولهم على أشرطة ممغنطة أو أقراص كمبيوتر تسجل عليها كافة المعلومات المتعلقة بالتسديد لكي تصبح قابلة مباشرة للاستخدام بواسطة الإعلام الآلي. إن الإشعار بالاقطاع والسند العام للدفع لهما خاصية مشتركة تتمثل في عدم تبادل أوراق الإثبات بين المصارف وإنما يتم تبادل المعلومات فقط عبر وسائل الإعلام الآلي، وهذه الأدوات مستخدمة من أجل تسهيل التداول النقدي وليست هي النقود الكتابية.

5- بطاقات الائتمان: هي بطاقة خاصة يصدرها المصرف لعميلة لتزويده برقمه السري الذي يحوله استخدام البطاقة المذكورة التي تمكنه من الحصول على السلع والخدمات من محلات وأماكن معينة عند تقديمه لهذه البطاقة ويقوم بئذ السلع أو الخدمات بالتالي: بتقديم الفاتورة الموقعة من العميل إلى المصرف مصدر الائتمان فيسدد قيمته، ويقدم المصرف للعميل كشفا شهريا بإجمالي القيمة لتسديدها أولخصمها من حسابه الجاري لطرفه.¹

وبالتالي تمنح هذه البطاقة لصاحبها الاستغناء عن حمل الأوراق النقدية والشيكات، وهي عملية لتسهيل تسديد المشتريات أو الشراء دينا، كما تقدم هذه البطاقات لأصحاب الحسابات للحصول على السيولة من الموزعات الآلية للأوراق النقدية حتى خارج أوقات عمل المصارف.

¹ بنوي أحمد زكي، معجم المصطلحات التجارية والتعاونية، عربي، انجليزي، فرنسي، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت 1984، ص 62.

المحور الثالث:

نظريات الطلبة على النقود

من خلال هذا المحور سوف نتطرق في المرحلة الأولى إلى نظرية كمية النقود التي يمكن اعتبارها نظرية تقوم بتفسير التغيرات في الدخل النقدي والإنفاق وكمية الإنتاج للمجتمع، ثم تليه نظرية كينز التي تقرر أن هناك ثلاث دوافع للطلب على النقود، لغرض المبادلات والإحتياط ثم المضاربة، ثم في النهاية سنتطرق إلى النظرية الكمية الحديثة لميلتون فريدمان.

1- النظرية النقدية الكلاسيكية

أ) نظرية كمية النقود:

ظهرت النظرية الكمية للنقود نتيجة لمحاولات عديدة لتحديد العلاقة بين كمية النقود المتداولة والمستوى العام للأسعار، ويقوم مضمونها على أن التغير في كمية النقود، يؤدي الى تغير مستوى الأسعار بنفس المعدل والإتجاه، وهذا بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة. ولقد قام بوضع هذه النظرية وتطويرها كل من الإقتصادي الإنجليزي جون لوك (1632-1704 م) ومواطنه دافيد هيوم (1711-1776م)، ثم ميل (1773-1836م)، والإقتصادي الفرنسي مونتسكيو (1689-1755م)¹.

ولقد لعبت النظرية الكمية النقدية دورا رئيسيا في تفسير التقلبات في قيمة النقود، وخاصة منذ منتصف القرن 19م الى ما بعد الحرب العالمية الثانية، إضافة إلى ذلك فقد كانت محور الدراسات الفكرية التقليدية للظواهر الإقتصادية المختلفة وتحليلها.

- **فرضيات النظرية الكمية:** تقوم النظرية الكمية للنقود على الإعتقاد في ثبات حجم المبادلات (T)، سرعة تداول النقود (V)، وفي أن كمية النقود هي المتغير المستقل، والمستوى العام للأسعار (P) هو المتغير التابع.

➤ **ثبات حجم المبادلات (الحجم الحقيقي للإنتاج):** تفترض النظرية أن حجم المعاملات ومستوى النشاط الإقتصادي يتم تحديده بعوامل موضوعية ليس لها علاقة بكمية النقود أو بالتغيرات التي تحدث فيها، وقد يرجع ذلك الى الفكر السائد حينها الذي يعتبر أن الإقتصاد الوطني - في أي مجتمع - يكون بإستمرار في حالة من التوازن عند مستوى التوظيف الكامل.

إن هذه الفرضية تمثل إحدى مقومات ودعائم الفكر الكلاسيكي، والذي يعتقد بأن النظام الاقتصادي يملك القدرة الذاتية على التحرك بصورة تلقائية نحو مستوى التوظيف الكامل للموارد الإنتاجية، وعلى ذلك فإن حجم المعاملات وفقا للنظرية الكمية يعد بمثابة متغير خارجي، ومن ثم يعامل على أنه ثابت.

¹ مروان عطوان، مقاييس اقتصادية، النظرية النقدية، أبلوس 1989، ص93.

➤ ثبات سرعة دوران النقود: تفترض هذه النظرية أن سرعة دوران النقود ثابتة على الأقل في المدة القصيرة فهي تحدد بعوامل بطيئة التغير ومستقلة عن كمية النقود، ومن ثم ينظر إليها على أساس انها متغير خارجي.

➤ كمية النقود هي التي تحدد قيمتها: تعتبر كمية النقود العامل الفعال في تحديد قيمتها (قوتها الشرائية) فمثلا زيادة كمية النقود إلى الضعف تؤدي إلى انخفاض قوتها الشرائية إلى النصف، وبمعنى آخر هي العامل الهام والفعال في التأثير على حركة الأسعار.

➤ المستوى العام للأسعار متغير تابع:¹ ويتصف بالسلبية في مواجهة تغيرات كمية النقود، ومعنى ذلك أن الأثر الرئيسي لحدوث تغير في كمية النقود (المتغير المستقل) سوف يقع كاملا على مستوى الأسعار (المتغير التابع)، دون أن يؤثر على سرعة التداول أو حجم المبادلات، أي أن هذه النظرية تفترض أن المستوى العام للأسعار نتيجة وليس سببا في العوامل الأخرى، وتغيراته مرتبطة بنفس الدرجة ونفس الإتجاه مع تغيرات كمية النقود، وهذا ما يشكل تناسب طردي بين هذين المتغيرين.

ويستند أصحاب هذا الرأي إلى منطق معين يتمثل في أن زيادة كمية النقود هي في واقع الأمر زيادة في وسائل الدفع، - فإذا كانت كمية السلع والخدمات التي تستعمل هذه النقود في تبادلها ثابتة- وحيث أن النقود لا تطلب لذاتها وإنما لإنفاقها على شراء السلع والخدمات التي تستخدم في إشباع الحاجات، فسوف يترتب على زيادة وسائل الدفع هذه (وبالضرورة) ارتفاع في الأسعار، نظرا لوجود كمية أكبر من النقود لشراء نفس الكمية الثابتة من السلع والخدمات.

ويسمى هذا الشكل للنظرية بالجامد، والذي بموجبه يؤدي الى حدوث تغير في كمية النقود بنسبة سرعة تداول النقود (V)، الى تغير في مستوى الأسعار بنفس الاتجاه والنسبة V، أي أن العلاقة بينهما تكون دائما ثابتة ومحددة.

ويرى بعض الإقتصاديين بشكل آخر النظرية الكمية، بحيث وفقا لهم إذا تغيرت كمية النقود فغالبا ما تتغير الأسعار أيضا لكن دون جزم بالمقدار.

وفي محاولة لضمان مواجهة هذه النظرية للتطورات المتجددة فقد قام أنصارها بتطويرها في بعض نواحيها، ومن بين هؤلاء الأمريكي فيشر والسويدي كاسل هانس، وأخيرا من قبل أنصار مدرسة شيكاغو النقدية ومنهم فريدمان، ولقد استعان التقليديون (المدرسة الكلاسيكية) في شرحهم النظرية الكمية وتبيان دورها في تفسير

¹ سهير محمود معتوق، أصول الإقتصاد، مكتبة عين شمس، القاهرة 1996، ص 24.

حركات الأسعار وتحليل الظواهر التضخمية بمعادلة التبادل، والتي تتضمن العناصر التي تؤلف صلب هذه النظرية.

ب) معادلة التبادل لفيشر:

يتخذ الكميون من معادلة التبادل أداة لشرح نظريتهم وذلك بمحاولة إيجاد العلاقات المختلفة بين متغيراتها وبصفة خاصة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، ولقد تم إدراج هذه المعادلة سنة 1911م من قبل الإقتصادي الأمريكي آرثر فيشر (1867-1967م) الذي يعتبر أحد أعمدة الفكر النيوكلاسيكي، نظرا لما تركه من بصمات خاصة فيما يتعلق بالظواهر النقدية.

وتنهض نظرية كمية النقود على أساس مجموعة من الافتراضات المتعلقة بأهمية تغيرات كمية النقود بالنسبة إلى غيرها من العوامل في التأثير على مستوى الائتمان، فيرى أنصار هذه النظرية في كمية النقود العامل الفعال و المؤثر في تحديد المستوى العام للأسعار و التناسب بينهما تناسبا عكسيا، و يتخذ أنصار

هذه النظرية معادلة التبادل أداة تحليلية لبيان وجهات نظرهم كما يلي: $MV = PT$

M: كمية النقود المتداولة، وتشمل النقود الورقية و النقود المساعدة و الودائع الجارية.

V: سرعة تداولها (وهي متوسط عدد المرات التي تنتقل فيها وحدة النقد من يد لأخرى).

P: المستوى العام للأسعار.

T: حجم المبادلات.

و بالتالي فالمعادلة تحدد جميع العوامل التي تتفاعل بطريقة مباشرة في تحديد مستوى الأسعار و قد ظهرت معادلة أخرى تسمى بمعادلة التبادل الإقتصادي لفيشر أيضا، حيث أدخلت النقود المصرفية في التبادل فأصبحت المعادلة¹:

$$MV + M'V' = PT$$

M: النقود القانونية.

V: سرعة تداولها.

M': النقود المصرفية.

V': سرعة تداولها.

¹ أحمد أبو الفتح علي الناقبة، نظرية النقود و الأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الإسكندرية، ط 1، 2001 ص 357.

والهدف من الفصل بين M و M' ، هو حتى يتبين أهمية كل واحدة في تحقيق مستوى معين من المبادلات و رغم هذا التقديم فإن الخلاصة لا تتغير، فكل تغيير في عنصر من العناصر النقدية له تأثير فقط على الأسعار، و بالتالي فإن النقد محايد.

وبالتالي يمكن القول بأن السياسة النقدية عند الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود لتنفيذ المعاملات، أي أن حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توافرها.

وقد وجهت لهذه النظرية العديد من الانتقادات من بينها¹:

- تجاهل آثار أسعار الفائدة على المستوى العام للأسعار.
- لم تبين النظرية أسباب التغيرات التي تطرأ على قيمة النقود والقوى التي تحكم ذلك.
- افتراض أن الأسعار تتغير تبعاً لتغير كمية النقود المعروضة ولا يمكن أن تتغير نتيجة عوامل أخرى، وهذا غير صحيح، فقد تتغير الأسعار نتيجة لأسباب غير نقدية كفضل موسم زراعي مثلاً.
- الاهتمام بوظيفة وسيط في المبادلات وإهمال الوظائف الأخرى.

رغم هذه الانتقادات فإن هذه النظرية إنما تعتبر خطوة قيمة، فقد أفلحت في تركيز الانتباه حول بعض الكميات الكلية الهامة التي تعكس النشاط الاقتصادي، مثل كمية المبادلات، وكمية النقود، كما أنها مهدت لدراسة الجوانب الأخرى من الاقتصاد التي تتحكم في مسلك النقود وسرعة تداولها.

ج (نظرية الدخل ومعادلة كامبريدج:

قامت إلى جانب النظرية السابقة نظرية أخرى تحاول تفسير تقلبات قيمة النقود، حيث حاول بعض الكتاب تفسير القيمة الحدية، وأعلنوا أن النقود لا تؤثر في الأسعار إلا عن طريق الدخول، وأن العبرة بسلوك الفرد إزاء دخله.

وترتبط نظرية الدخل في التحليل بين فكريتي الدخل والمنفعة لتفسير تقلبات قيمة النقود و هي ترى أن تقلبات الأسعار تتوقف على الحركات الخاصة بالدخل النقدي و الدخل من السلع و الخدمات، و الذي يؤثر على الأسعار هي كمية النقود التي تصل إلى الأسواق.

و قد مهد هذا الإتجاه العديد من النظريات، من بينها نظرية كامبريدج.

¹ إسماعيل محمد هاشم، النقود والبنوك، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ص 131-129.

معادلة كامبريدج:

يرى ألفريد مارشال أن الأعوان الإقتصاديون يميلون للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة لمقابلة ما يقومون بشرائه من سلع وخدمات، وهو ما أطلق عليه مارشال "التفضيل النقدي"، وهذا التحليل يرتكز على عوامل طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة وصيغت المعادلة من الشكل:

$$Md = KY$$

Md : الطلب على النقود.

Y : الدخل النقدي.

K : التفضيل النقدي للمجتمع و هو نسبة من الدخل الوطني التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في شكل نقدي سائل، و هي حجر الزاوية في معادلة مارشال، و مع فرض استخدام النقود لغرض ثبات نسبة الرصيد النقدي K و بما أن سرعة دوران النقود ثابتة للفترة القصيرة، واعتبار أن K هو مقلوب Y، فسيكون أي تغير في كمية النقود تأثير على مستوى الأسعار أي $P = f(M)$ ، وبالتالي نفس تحليل معادلة التبادل، مما يعني حيادية السياسة النقدية، فتأثير تغير النقود فقط يكون على المستوى العام للأسعار، مما يعني عدم فعاليتها في تأثير الدخل و معدلات الفائدة و الجانب الحقيقي للاقتصاد.

II- النظرية الكينزية للطلب على النقود

عرضنا فيما سبق إجمالاً لمكونات النظرية النقدية التقليدية، وبيننا أن هذا التحليل يدعم مبدأ "حياد النقود". وأن التوازن الإقتصادي العام إنما يتحدد بتفاعل القوى الداخلة في إطار النموذج العيني أي أن العرض يخلق الطلب المساوي له عند أي مستوى من العمالة، نظراً لأن كل ادخار يتحول حتماً إلى استثمار بفعل تلقائية حركات سعر الفائدة.

لكن ظهر عجز هذه الفلسفة الاقتصادية بأحداث الكساد العظيم سنة 1929، واستلزمت هذه الأحداث ثورة حقيقية في الفكر الإقتصادي، تغير فيه حقل الدراسة وأدوات التحليل المستخدمة، وهو ما حدث في نطاق النظرية الكينزية، حيث بحث كينز في أثر النقود على مختلف أوجه النشاط الإقتصادي، بدلاً من اقتصار مجال بحث النظرية على تفسير قيمة النقود (العوامل التي تحكم تغير المستوى العام للأسعار)، والتي هي حسب كينز مجرد إنعكاس لظاهرة أخرى أكثر أهمية، وهي مستوى العمالة و الدخل الوطني و بالتالي مستوى الطلب الفعال، و الذي هو "جزء من الطلب الكلي المتوقع الذي يحقق للمنظمين أكبر ربح ممكن"، و يكتسب الطلب الكلي الفعال صفة المتغير الأساسي المستقل الذي يحدد مستويات التشغيل و الإنتاج و الدخل بوصفها متغيرات تابعة، ويتوقف هذا الطلب على ثلاث متغيرات مستقلة أساسية، هي

الميل للاستهلاك و الكفاية الحدية لرأس المال و سعر الفائدة، و بذلك جعل كينز من الطلب الفعال أداة هامة و أساسية من أدوات التحليل الاقتصادي¹.

(أ) فرضيات النظرية الكينزية: وبنى كينز نظريته على الفرضيات التالية:

- رفض قانون سامي للأسواق، وما ينجم عنه من رفض سيادة التوازن الدائم والمستمر عند مستوى العمالة الكاملة، ورفض تعادل الإدخار و الإستثمار باستمرار.
- تعتبر النقود سلعة كبقية السلع تطلب لذاتها.
- عرض النقود متغير خارجي تحدده السلطات النقدية.
- تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لمعالجة الإختلالات.
- عدم الإيمان بالتشغيل التام، فالإقتصاد يمكن أن يعرف حالة أقل أو أكثر من التشغيل الكامل.
- يتوقف الإدخار و الإستثمار على الدخل و ليس على معدل الفائدة.
- يرى أن من الصعب الفصل بين الجانب النقدي والجانب العيني في الإقتصاد.
- يعتبر تحليل كينز تحليلا كليا.

(ب) الطلب على النقود (تفضيل السيولة):

أدخل كينز ثلاث دوافع للطلب على النقود، بغرض المعاملات، الإحتياط و المضاربة حيث يتعلق الطلب بغرض المعاملات و الإحتياط بالدخل، وتعتمد المضاربة على معدل الفائدة و هو في علاقة عكسية. ويعتبر كينز عرض النقود كمتغير مستقل يتحدد خارج النموذج. و يرى كينز أن عرض النقود في أي وقت من الأوقات ثابت ويتحدد بواسطة البنك المركزي ويحدده حسب حاجة النشاط الاقتصادي.

(ج) الطلب الفعال وعلاقته بالتوازن النقدي عند كينز:

تعتبر فكرة الطلب الفعال أحد أهم الإضافات التي أسهم بها كينز في النظرية الاقتصادية، فقد نقل بها كينز الفكر الاقتصادي من اقتصاد جانب العرض إلى اقتصاد جانب الطلب، واعتبر كينز أن التوازن الاقتصادي ربما يحدث دون الوصول إلى مستوى التشغيل الكامل، و أن نقطة التوازن تتحدد بتلاقي العرض الكلي مع الطلب الكلي.

¹ Michelle de Mourgues, La monnaie, Système financier et théorie monétaire, Economica, Paris, 9 Ed, 1993, P : 363-366.

و يقرر كينز أن الطلب الكلي الفعال (يتكون من الطلب الاستثماري و الطلب الاستهلاكي)، يزداد مع زيادة مستوى التشغيل، و ينخفض مع انخفاضه، و يبحث تحليل كينز على أثر النقود على المجمعات الكلية أي يبحث أثر تغير عرض النقد - أي أثر السياسة النقدية - على المتغيرات الاقتصادية. فتيبن أنه عند زيادة عرض النقود من طرف السلطات النقدية يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة فيؤثر على الاستثمار نحو الزيادة، مما يؤثر على الطلب الكلي الفعال، فيؤدي إلى نقل الدخل التوازني إلى قيمة أعلى (والعكس في حالة انخفاض عرض النقود).

لكن رغم هذا التقدم الذي أحرزه كينز، إلا أنه قد ظهرت أزمات جديدة أصابت الاقتصاد الأمريكي وما كان لها من آثار سلبية على الإنتاج و النمو، وأصبح معها واضحا قصور الأفكار الكينزية، و ظهرت نتيجة لذلك مجموعة من الإقتصاديين حاولوا تطوير التحليل الكينزي على أيدي كل من "هيكس" و "هانس" وخرجوا بنماذج جديدة يطلق عليها "نماذج النمو الكينزي".

و يمكن تلخيص النظرة الحديثة في الطلب الفعال على أنها النقطة التي يتحقق عندها التوازن النقدي، حيث أنها النقطة التي يتعادل عندها الادخار مع الاستثمار، و هو شرط التوازن النقدي عند كينز، فيتحقق التوازن النقدي في نقطة الطلب الفعال، لأنه لا يوجد عندها أي دافع لدى رجال الأعمال لزيادة خططهم الاستثمارية، و عند هذه النقطة يتعادل معدل الكفاية الحدية للاستثمار مع معدل الفائدة النقدي، و أن التعادل بين الادخار و الاستثمار تحدث من خلال التغيرات في الدخل من تأثير مضاعف الاستثمار، و هو عكس فكر الكلاسيك في أن تعادل الادخار و الاستثمار يحدث بواسطة معدل الفائدة¹.

ويرى الكينزيون الجدد صحة فكرة كينز، أنه عند استقرار الطلب الفعال عند مستوى أقل من التشغيل الكامل يتم زيادة الاستثمار لزيادة الطلب الكلي، لكن الاختلاف في الرؤية هنا أن زيادة الطلب الكلي تتم من خلال تخفيض معدل الفائدة النقدي بواسطة السلطة النقدية، ومن ثم يزداد الاستثمار الخاص نتيجة زيادة توقعات الأرباح أي أن النظرة الحديثة ترى أنه ليس الأساس هو زيادة الاستثمار الحكومي، كما جرى عليه الجانب التطبيقي للفكر الكينزي، بل الأساس هو نقل حالة الاستثمار الخاص كما ذكر كينز من خلال دور السياسة النقدية في السيطرة على المتغيرات الاقتصادية و على التضخم.

¹ محمد جمدي إبراهيم المسلماتي، التوازن النقدي في اقتصاديات الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، القاهرة 2003، ص 45.

ويصبح الدور الرئيسي للسياسة النقدية هو التأثير على الطلب الفعال من خلال آلية معدل الفائدة، وبالتالي فإن شرط التوازن في السوق النقدي هو التعادل بين كمية النقود والتفضيل النقدي، وشرط التوازن في الأسواق السلعية هو التعادل بين الادخار والاستثمار، وعلى ذلك فإن المستوى التوازني للدخل النقدي يتحدد عندما يتوافر شرطان هما:

- التعادل بين التفضيل النقدي وكمية النقود المتداولة.
- التعادل بين الادخار والاستثمار.

ونظرا لحدوث تصحيح الإختلال في السوق النقدي بسرعة فإن التعادل بين التفضيل النقدي وكمية النقود المتداولة يمثل شرط التوازن في الأجل القصير.

ونظرا لحدوث تصحيح الاختلال في الأسواق السلعية يتطلب وقتا حتى يتم مضاعف الاستثمار مفعوله فإن التعادل بين الادخار والاستثمار يمثل شرط التوازن في الأجل الطويل.

ويمكن تقييم النظريتين الكينزية والكلاسيكية، بحيث تتفق النظريتان في تحديد العلاقة بين كلا من الدخل والطلب على النقود، وتختلف في تميز الكينزية بمعدل الفائدة في تحديد الطلب الإجمالي للنقود ولكن على الرغم من ذلك فقد وجه لها بعض الانتقادات:

- ✓ لم يشر كينز إلى التغيرات التي تحدث في الدخل والتي تؤثر على سعر الفائدة.
- ✓ أهمل أثر سعر الفائدة في الطلب على النقود للأغراض الأخرى غير المضاربة.
- ✓ لم يوضح للنظرية أثر تغير سعر الفائدة في المدى الطويل.

III- النظرية الكمية الحديثة لفريدمان.

أعدت المدرسة النقدية الحديثة لشيكاغو بزعامة - ميلتون فريدمان - النظرية الكمية إلى الحياة، وذلك بصياغتها في صورة حديثة تختلف عن النظرية الكينزية من حيث اعتمادها في كشف الحقائق على التجارب والخبرات بفترات تتعدى القرن، وأصبح أنصار هذه المدرسة يشكلون قوة ذات نفوذ لا متناهي، ليس فقط في عالم الفكر و التحليل النقدي، بل أيضا في مجال تحديد السياسات الإقتصادية عموما و النقدية خصوصا في كل من الولايات المتحدة تحت رئاسة- رونالد ريجان - ، و في بريطانيا تحت زعامه - مارجريت تاتشر - .

ولقد تم رواج وانتشار النظرية الكمية المعاصرة لكمية النقود ليس فقط للمساهمات الأكاديمية المتقدمة التي حمل لوائها فريدمان وأعضاء مدرسته، بل أيضا للمناخ الإقتصادي الذي ساد اقتصاديات الدول الغربية في السبعينات من القرن الماضي.

أ- الأفكار الأساسية للنظرية المعاصرة لكمية النقود:

و للتعريف بالمعالم الأساسية لهذه النظرية لابد من أن نشير إلى قول فريدمان بأن معادلة التبادل كما صاغها فيشر لا تخرج عن كونها تعريفا لسرعة دوران النقود $(V = YP/M)$ ، لأنه يمكن حساب مقدار (V) من القيم المشاهدة لكل من الدخل الوطني الحقيقي (y) و كمية النقود (M) والمستوى العام للأسعار (P) ولكن هذه المعادلة التعريفية لا تشير إلى العوامل التي يمكن أن تحدث زيادة في كمية النقود، أو عن أثر مثل هذه الزيادة فمن الممكن التصور أن أثر هذه الزيادة يمتص بالكامل في انخفاض مصاحب لسرعة دوران النقود دون أن يمارس أي أثر على الدخل الوطني الحقيقي و الأسعار، وتمثل هذه النتيجة واحدة من آراء تلاميذ كينز تحت ما عرف باسم مصيدة السيولة في أوقات الكساد، والتي تعني أن أي زيادة في عرض النقود سوف تمتصها زيادة مقابلة في الطلب على السيولة من جانب الأفراد، كما أنه من زاوية أخرى أن مثل هذه الزيادة يمكن أن تعكس نفسها كاملة في رفع مستوى الأسعار دون إحداث تأثير في سرعة دوران النقود و الناتج الوطني، وهذه النتيجة تمثل موقف أنصار النظرية الكمية.

ب - تحليل ميلتون فريدمان للطلب على النقود:

لقد اهتم ميلتون فريدمان بتكملة المنهج الكينزي في محاولة منه لتطبيق الإطار العام لنظرية الاختيار، فهو بذلك يقوم بمحاولة لتحقيق إضافات جديدة لكل من النظرية الكلاسيكية والنظرية الكينزية، والمتأمل في نظرية فريدمان يجدها تعبر عن إعادة صياغة النظرية الكلاسيكية لكمية النقود وجعلها تتماشى مع الاحتياجات الحديثة للعصر، حيث تعطي حولا واقعية للظواهر الاقتصادية فضلا عن ما كانت تهدف إليه في سبيل وضع الحلول الكفيلة بالتخفيف من حدة التضخم بعدما فشلت نظرية كينز في علاج هذه الظاهرة¹.

➤ فرضيات تحليل ميلتون فريدمان:

هناك عدة فرضيات وضعها فريدمان كأساس لتحليله والتي نلخصها فيما يلي:

¹ أحمد أبو الفتح علي الناقعة، مرجع سابق ص 263.

- إفتراض الإستقرار الكامل في توزيع الدخل بين جميع الوحدات الإقتصادية المساهمة في تكوين الدخل القومي.
- تجانس توقعات الوحدات الاقتصادية المتعلقة بالتغيرات في المستوى العام للأسعار، وكذا في معدلات الفائدة - دالة الطلب على النقود دالة خطية (متجانسة من الدرجة الأولى) بالنسبة لعدد السكان والمستوى العام للأسعار ومستوى الدخل.
- التغيرات في المستوى العام للأسعار ومعدلات الفائدة، تفسر فقط التغيرات المحتملة في سرعة دوران النقود.

ج) العوامل المحددة للطلب على النقود عند فريدمان:

رغم أن تحليل ميلتون فريدمان يعتبر امتدادا لتحليل إرفينغ فيشر إلا أن تحليل الطلب على النقود عند فريدمان يقترب من التحليل الكينزي، ومدخل كمبردج منه إلى تحليل فيشر. ويعتبر تحليل السيولة عند كينز محفزا للإنتقال بنظرية الطلب على النقود من صيغة المعاملات عند فيشر إلى صيغة الأرصدة النقدية عند فريدمان؛ وهو الانتقال من الجوانب الميكانيكية لعملية المدفوعات إلى اعتبار النقود أصلا من الأصول، حيث أكد كينز على دور النقود كأحد الأصول الكثيرة، وعلى أن أسعار الفائدة المتعلقة بالسندات بمثابة التكلفة المناسبة لحيازة السيولة، أما بالنسبة لفريدمان فقد اعتبر الطلب على النقود جزءا من نظرية الثروة (نظرية رأس المال)، والتبته تم بتكوين الميزانية أو محفظة الأصول. وقد حاول فريدمان بناء نموذج كلي للطلب على النقود بدلا من صياغته في شكل دالة تجميعية مثلما نجده عند كينز (الكينزيين).

كما لم يبحث فريدمان في دوافع الطلب على النقود، بل كرس كل جهوده للبحث عن العوامل المحددة للطلب على النقود والتي لخصها فيما يلي:

➤ **الثروة الكلية للوحدات الاقتصادية:** حيث يعتبر فريدمان أن الثروة الكلية للوحدات الاقتصادية بمثابة المحدد الأول للطلب على النقود؛ وتتمثل في مجموع الأصول المالية، النقدية والحقيقية إلى جانب الثروة البشرية المتمثلة في القدرة على القيام بعمل يتأتى من خلاله دخلا، ومن ثمة فإن متغير الثروة سيمثل أحد القيود المرتبطة بميزانية الوحدات الاقتصادية التي تحدد طلبها على النقد، بخلاف ما جاء في

النظرية التقليدية التي اعتبرت أن الدخل أهم القيود المتعلقة بميزانية الوحدات الاقتصادية، ليحدد بذلك الحد الأقصى للسلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها، في حين أن فريدمان ترجم القيد المتعلق بالميزانية إلى درجة الثروة الكلية، ليعطي صورة أكثر شمولاً للمتغير الذي يحدد القيمة العظمى للسلع والخدمات.

ويشمل مفهوم الثروة الكلية عند فريدمان الأشكال التالية:

- النقود السائلة باعتبارها الشكل الأول للثروة.
 - الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات.
 - الأصول الحقيقية المتمثلة في الأراضي، العقارات وغيرها.
 - رأس المال البشري المتمثل في الدخل الممكن تحقيقها من خلال العمل البشري.
- من هنا نجد أن فريدمان عرف الثروة بمعناها الواسع، ومن خلال المحددات الأساسية للثروة يمكننا إعادة تصنيفها إلى ثروة بشرية وأخرى غير بشرية، مع الإشارة إلى انعدام إمكانية الإحلال بينهما، لهذا نجد أن بعض الاقتصاديين ورغم تبنيهم نفس اتجاه فريدمان إلا أنهم فضلوا اعتماد الثروة غير البشرية.

➤ **تكلفة الفرصة البديلة:** يعتبر الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل بمثابة التخلي عن استخدامها في شراء أصل حقيقي أو مالي يدر عائداً أو دخلاً، وهذا ما نعني به تكلفة الإضاعة، لذا فإن هذه الأخيرة ستأثر في مستوى النقدية السائلة التي يحتفظ بها الأفراد بالسلب؛ أي أنه كلما زادت تكلفة الفرصة البديلة، تراجع تفضيل السيولة لدى المتعاملين.

هناك محددان رئيسيان لتكلفة الفرصة البديلة يتمثلان في:

- **المستوى العام للأسعار:** كلما كان هذا المؤشر في تزايد مستمر يؤدي إلى تراجع القيمة الحقيقية للنقد وهو ما ينتج عنه ارتفاع في تكلفة الفرصة السامحة لتحويل النقد إلى أصول حقيقية وسلع.
- **معدل العائد من الأصول المختلفة:** لتبسيط التحليل حاول فريدمان لإيجاد معدل موحد يمثل العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمارات المرجوة، وهذا المعدل يمكن أن يحوي متغيرين؛ الأول يتمثل في معدل العائد المتحقق من الأصول غير النقدية، والثاني يتمثل في المكاسب الرأسمالية الناتجة عن زيادة الأسعار السوقية للأصول المالية والحقيقية؛ أي أنه عند القيام بتحديد تكلفة الفرصة البديلة لا نأخذ فقط بعين الاعتبار العوائد المتحققة من أي وعاء ادخاري، بل يجب إضافة المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها إذا ما ارتفع السعر السوقي لهذا الأصل.

ولقد أشار فريدمان أن أحسن مؤشر لمعدل الفوائد من الأصول غير النقدية هي التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة في سوق الأوراق المالية، والتي توضح لنا التغير في هذه الأصول المالية مما يسمح بتقييم العائد المتوقع حيث:

العائد المتوقع = معدل الفائدة + المكاسب الرأسمالية العائد المتوقع = معدل الفائدة - الخسائر الرأسمالية
لذلك كلما ارتفع معدل العائد زادت تكلفة الفرصة البديلة

المحور الرابع:
النظريات المفسرة لعرض
النقود

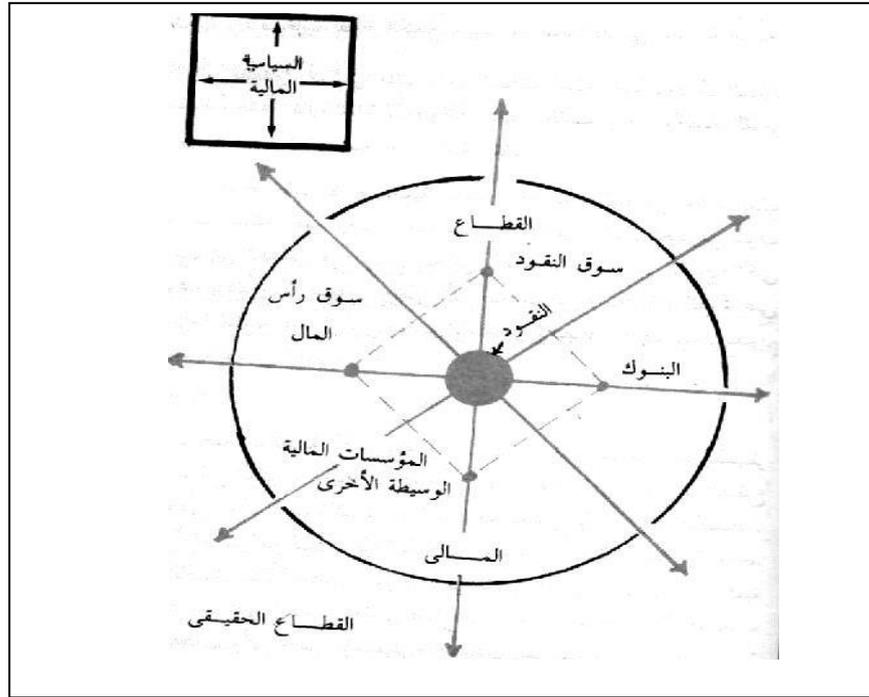
تعتبر النظريات الاقتصادية التي تهتم بالشؤون النقدية من خلال شرح الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي (القطاع العام والقطاع الخاص) لبلد ما، بمثابة القاعدة التي يرتكز عليها النقديون في تحليلاتهم التي تعتمد على إعطاء دور أكبر للنقود في النشاط الحقيقي من خلال التحكم في معطيات السياسة النقدية، ومن خلال هذا الجزء سوف نحاول إعطاء لمحة على مختلف النظريات التي تسيّر وفق هذا النهج على الرغم من الجدل الذي لا يزال قائما بين الاقتصاديين من الناحية النظرية والعلمية.

I - النظرية الكمية للنقود:

يرجع ظهور النظرية الكمية للنقود إلى القرن 16م نتيجة لظهور الاكتشافات والحركات الاستعمارية في أوروبا وما رافقها من تدفق للمعادن النفيسة والارتفاع المستمر للمستوى العام للأسعار، كل هذه الاعتبارات شكلت محورا هاما للدراسات الاقتصادية لغرض البحث عن تفسير يوضح العلاقة بين كل من ارتفاع المستوى العام للأسعار والزيادة في كمية النقود والزيادة في حجم المعادن النفيسة، وبالتالي فقد أجريت في هذا الشأن العديد من الدراسات حيث توصلت كل الدراسات إلى أن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى الزيادة في المستوى العام للأسعار بنفس النسبة وفي نفس الاتجاه.

والملاحظ أن كل الدراسات التي أجريت في إطار النظرية النقدية الكلاسيكية اهتمت بتفسير العوامل التي تدخل في تحديد قيمة النقود وأهملت تحليل مختلف العوامل التي تتحكم في مستوى الإنتاج والتشغيل والدخل الوطني، وذلك كونها تفترض أن الاقتصاد يعمل في مستوى التشغيل الكامل، ويمكن توضيح ذلك بشكل أكبر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(03): عرض النقود من وجهة نظر النظرية الكمية للنقود



المصدر: سامي خليل، نظرية الإقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، وكالة الأهرام للنشر والتوزيع، القاهرة، 1994، ص:1349.

فالملاحظ من خلال الشكل أن الاقتصاد مكون من قطاعين، القطاع المالي يقع داخل الدائرة بينما القطاع الحقيقي يقع خارج محيط الدائرة، فبالنسبة للقطاع المالي والذي يتكون من مجموعة من النقاط الموضحة في الشكل نلاحظ بأن كمية النقود تشكل نقطة مركزية إضافة إلى كونها أكبر من النقاط الأخرى داخل الدائرة وذلك نتيجة إفتراض أصحاب هذه النظرية في تفسيرهم للظروف الاقتصادية السائدة في القرن 16م والتي نتج عنها الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار يرجع إلى الزيادة في كمية النقود المعروضة.

ويمكن توضيح علاقة عرض النقود بالقطاع الحقيقي أكثر من خلال معادلة فيشر ممثلة بالصيغة التالية¹:

$$MV=Py.....(01)$$

حيث أن:

¹ كلثوم صافي، أثر الانفاق الحكومي وعرض النقود على إتجاهات الواردات تطبيق على حالة الجزائر في الفترة، 1990-2010، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، 2015، ص41.

(M): كمية النقود المعروضة للتداول

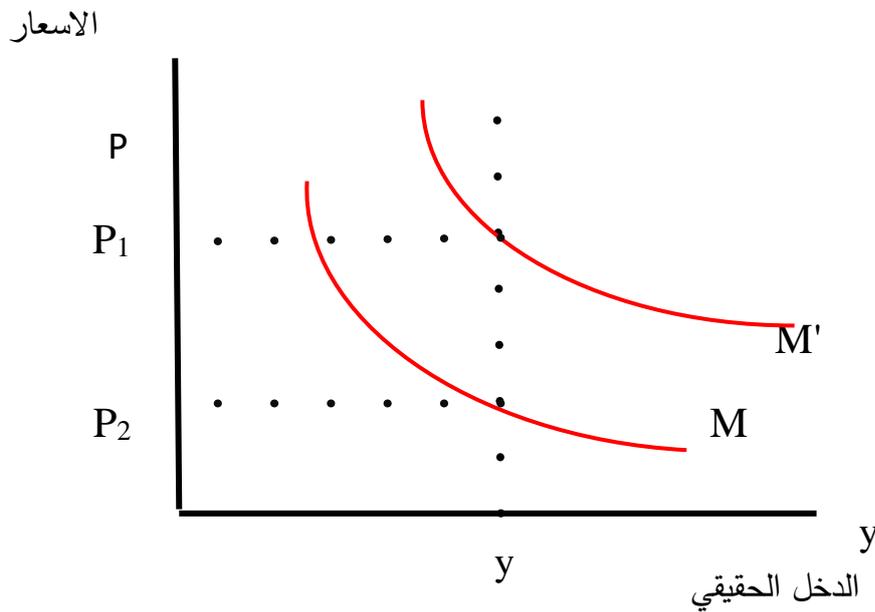
(V): سرعة دوران النقود من أجل إنجاز المعاملات

(P): المستوى العام للأسعار (متوسط الأسعار لجميع المعاملات)

(y): الحجم العيني لجميع المعاملات

ولقد أشارت النظرية إلى أنه في الأجل الطويل فإن المستوى التوازني يعكس تغير عرض النقود الاسمي (Ms)، وهذا يعني بأن كل من P و V لا يؤثران على مستوى التوازن، ولتوضيح ذلك أكثر أنظر الشكل:

الشكل رقم(04): العلاقة بين الأسعار وعرض النقود



المصدر: كلثوم صافي، أثر الانفاق الحكومي وعرض النقود على اتجاهات الواردات تطبيق على حالة الجزائر في الفترة

،1990-2010، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، 2015، ص: 41.

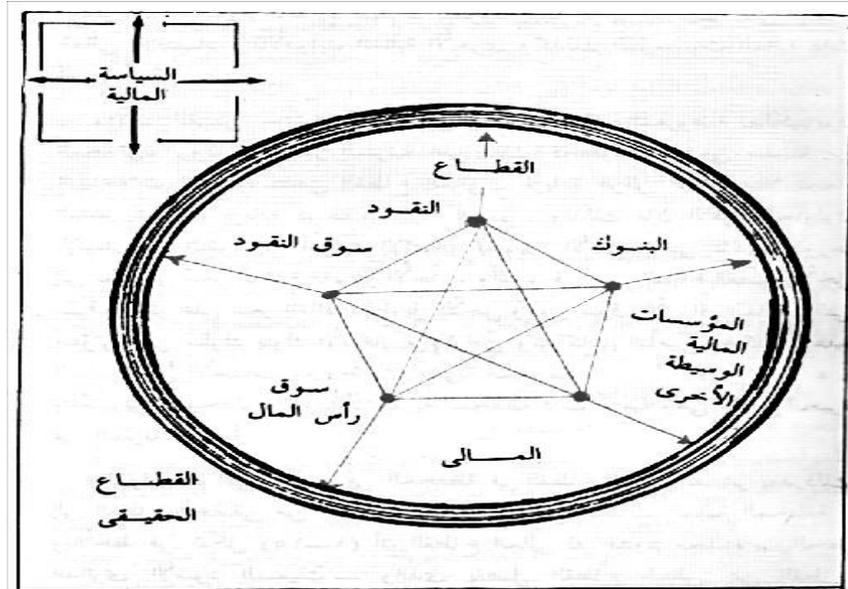
إذا فالملاحظ من خلال الشكل بأن إنتقال منحنى عرض النقود إلى أعلى أي من M إلى M' سوف يؤدي إلى تغيير الأسعار من المستوي P2 إلى المستوي P1 مع بقاء مستوى الدخل الحقيقي ثابت في إقتصاد يعمل في مستوى التشغيل الكامل.

وبالتالي فإن هذه النظرية توضح بأن السلطات النقدية تستطيع أن تؤثر في مستوى الدخل الوطني والمستوى العام للأسعار فقط في الأجل القصير من خلال التحكم في كمية النقود، بينما في الأجل الطويل فإن التغيير في كمية النقود فلن ينعكس إلى على المستوى العام للأسعار.

II - النظرية الكينزية:

إن الإنخفاض المتكرر لسرعة دوران النقود الذي شهده العالم خلال أزمة الكساد الكبير يجعل من عامل سرعة دوران النقود من أجل المعاملات (V) متغيراً عبر الزمن، وهو بذلك يخالف الافتراض الذي وضعته النظرية الكلاسيكية القائم على ثبات سرعة دوران النقود، فقد نتج عن هذه الوضعية وظائف أخرى للنقود نتيجة لزيادة نشاط الأسواق المالية غير كونها وسيطاً للتبادل¹، بالتالي فإن كمية النقود كما يراها الكينزيون ما هي إلا متغيراً من بين العديد من المتغيرات التي تؤثر على القطاع الحقيقي، ولإيضاح الفكرة أكثر نستعمل نفس الشكل السابق (الشكل رقم: 03) بنفس العناصر.

الشكل رقم (05): عرض النقود من وجهة نظر الكينزيون



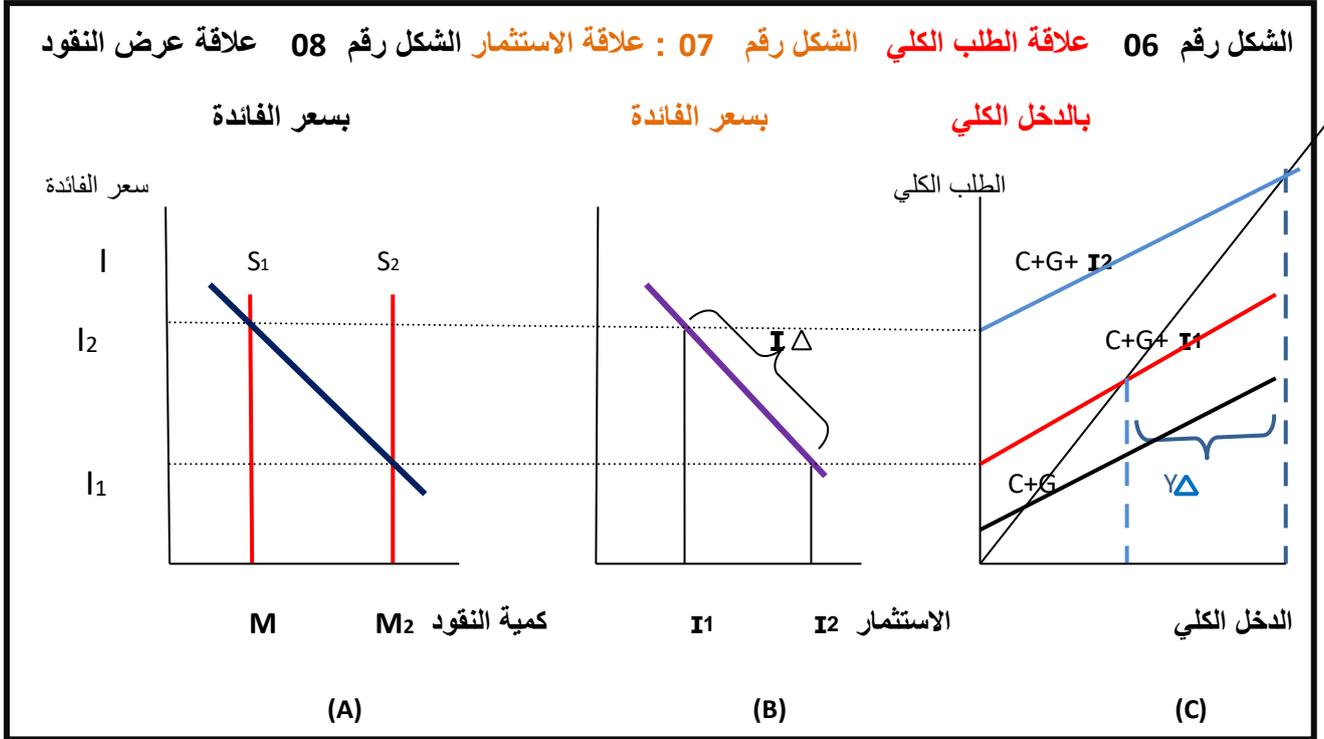
المصدر: سامي خليل، نظرية الإقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، وكالة الأهرام للنشر والتوزيع، القاهرة،

1994، ص 1343.

فمن خلال هذا الشكل يتضح بأن النقطة التي تمثل النقود داخل الدائرة تحمل نفس حجم العناصر الأخرى داخل الدائرة على خلاف النظرية الكمية وهو ما يوحي بأن النقود ليست العامل الأساسي الذي يؤثر على القطاع الحقيقي، ومن الملاحظ أيضاً أن محيط الدائرة في هذا الشكل أسمى من محيط الدائرة في الشكل السابق وهو ما يعني عدم وجود تأثير مباشر للتغير في كمية النقود على القطاع الحقيقي، وفي هذا

¹ سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص: 1346-1347.

السياق فإن الآلية التي ينتقل من خلالها أثر عرض النقود إلى الاقتصاد حسب وجهة النظر الكينزية تتم من خلال معدل الفائدة، وحتى نتمكن من فهم ذلك لابد من عرض الأشكال التالية:



المصدر: صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر 1990-2000، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 158.

يرى كينز بأن تأثير عرض النقود على النشاط الاقتصادي يمر عبر مراحل والممثلة في كل من الأشكال A, B, C، فبالنسبة للمرحلة الأولى والممثلة في الشكل A التي تمثل العلاقة بين عرض النقود وسعر الفائدة، يحدد سعر الفائدة من منظور النظرية الكينزية من خلال التفاعل بين الطلب والعرض على النقود في الأسواق المالية وأي تأثير على سعر الفائدة من شأنه أن يغير المستوى التوازني بين كمية النقود ومعدل الفائدة، ففي هذه الحالة يكون تدخل السلطة النقدية في الأسواق المالية (طالما أنها الأكثر نشاطاً) لتعديل معدل الفائدة، فإذا كانت سياستها ترمي إلى تخفيض سعر الفائدة فتقوم في هذه الحالة بالتدخل في الأسواق المالية من خلال شرائها للسندات الأمر الذي سينتج عنه زيادة في كمية النقود المعروضة، أي الانتقال من M إلى M_2 كما هو موضح في الشكل A مما يؤدي إلى إنخفاض في معدل الفائدة نتيجة توفر سيولة أكبر من الطلب عليها، والعكس إذا ارادت السلطات النقدية التدخل من أجل سحب فائض السيولة فإنها تقوم بالدخول إلى السوق المالية بائعة للسندات الأمر الذي يسفر عنه ارتفاع في معدل الفائدة من المستوى i_1 إلى المستوى i_2 كما هو موضح في الشكل A.

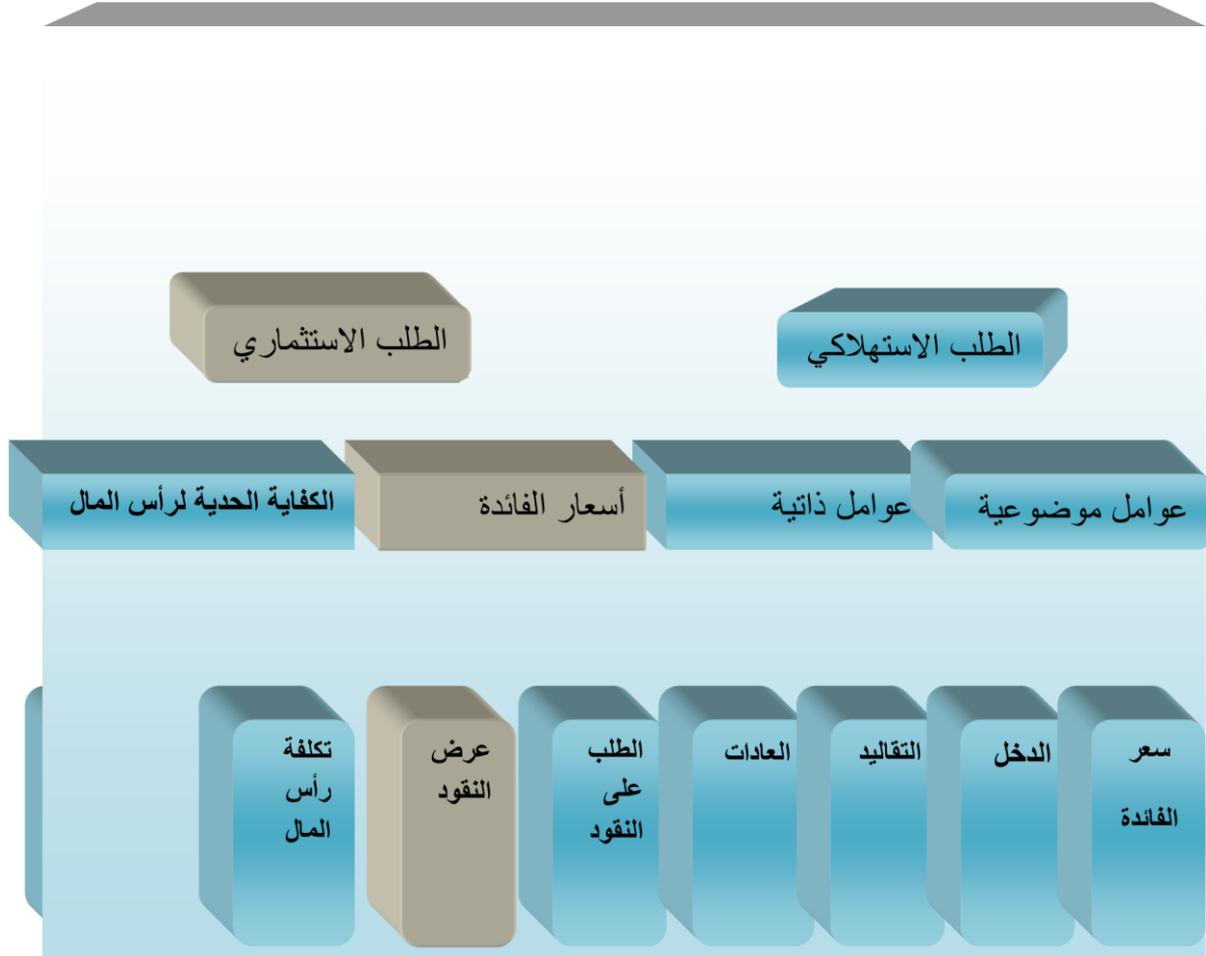
المرحلة الثانية والمتمثلة في العلاقة الموجودة بين سعر الفائدة والاستثمار، حيث تمثل هذه المرحلة الحلقة الأساسية لتوضيح آلية إنتقال تأثير عرض النقود على النشاط الاقتصادي طالما أن النظرية الكينزية ترى عدم وجود تأثير مباشر لكمية النقود على القطاع الحقيقي نتيجة كون الاقتصاد غير منتج، فيعتبر سعر الفائدة احد العوامل الهامة نتيجة قيام المستثمرين باللجوء الى الأسواق المالية لتلبية احتياجاتهم المالية، فقرار أو كمية الأموال المقترضة تتوقع على معدل الفائدة السائد في السوق المالي، فإنخفاض معدل الفائدة يؤدي الى الانخفاض في تكلفة الأموال المقترضة وهو بالتالي عامل مشجع على الاقتراض وبالتالي التوسع في المشاريع الاستثمارية، وبالنظر إلى الشكل B وربطه بالشكل A فإن السلطة النقدية إذا أرادت العمل على زيادة حجم الاستثمارات فإنها ستعمل على تخفيض معدل سعر الفائدة في الأسواق المالية، وذلك من خلال قيامها بالدخول إلى الأسواق المالية بصفقتها مشترياً للسندات فتضخ بذلك كمية إضافية من النقود مما يؤدي إلى إنخفاض معدلات الفائدة في السوق، وبالنظر إلى الشكل B فإن هذه الوضعية سوف تؤدي بإنتقال حجم الاستثمار من المستوى I1 إلى المستوى 2I ، والعكس إذا قامت السلطات النقدية ببيع السندات فإن ذلك سوف يؤدي إلى إنخفاض كمية النقود المعروضة في السوق ومن ثم ارتفاع في معدل الفائدة نتيجة زيادة الطلب على النقود وهو ما يؤثر سلباً على حجم الاستثمارات نتيجة إجماعها عن اللجوء إلى الاقتراض بسبب ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة.

اما المرحلة الثالثة فتتمثل في العلاقة بين الطلب الكلي والدخل الكلي، فمن المعروف نظرياً بأن إنتقال منحنى الطلب الكلي من موقعه سوف يؤدي إلى إنتقال منحنى الدخل الكلي من موقعه أيضاً، وبالنظر إلى الشكل C نلاحظ بأن الزيادة في حجم الاستثمار من المستوى I1 إلى المستوى 2I الناتج أساساً عن إنخفاض في معدلات الفائدة أدى إلى الزيادة في الدخل الكلي.

إذا فمن الملاحظ بأن لسعر الفائدة دور هام في الربط بين الحلقات الثلاث لتفسير تأثير كمية النقود على النشاط الاقتصادي، غير أنه ومن وجهة نظر النظرية الكينزية أن هذه العملية ستأخذ وقتاً حتى تحدث الأثر المطلوب منها في الاقتصاد، وبالتالي فإن الكينزيون يرون بأن آلية إنتقال كمية النقود على القطاع الحقيقي غير فعالة بالتالي فإن السياسة النقدية فير فعالة في التأثير على النشاط الاقتصادي على المدى القصير على الأقل.

يكن هنا توضيح بشكل أيسر آلية إنتقال أثر عرض النقود على النشاط الاقتصادي من وجهة نظر النظرية الكينزية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(09): آلية تأثير عرض النقود على القطاع الحقيقي ضمن النموذج الكينزي



المصدر: بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: 36.

من خلال هذا الشكل يمكن إدراك عمل النموذج الكينزي من خلال الطلب الاستثماري الفعال، والذي يؤثر بدوره على أسعار الفائدة السائدة وهو ما من شأنه أن يؤثر على الكمية المتداولة من النقد.

III - النظرية الكمية الحديثة لفريدمان:

لقد شهدت المدرسة النقدية إضافات جديدة نابعة من تمسك أنصار هذه النظرية بالتأكيد على أهمية النقود في التأثير على النشاط الاقتصادي والانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية، وبذلك فقد أعادت المدرسة النقدية الحديثة لشيكاغو بقيادة - ميلتون فريدمان - النظرية الكمية إلى إلى القيادة الاقتصادية، وذلك من خلال إعادة صياغتها في صورة حديثة تختلف عن النظرية الكينزية من حيث اعتمادها في كشف الحقائق على التجارب والخبرات بفترات تتعدى القرن، ولقد تم رواج انتشار النظرية الكمية المعاصرة لكمية النقود

ليس فقط للمساهمات الأكاديمية المتقدمة لفريدمان وأعضاء مدرسته، بل أيضا للمناخ الإقتصادي الذي ساد اقتصاديات الدول الغربية في السبعينات من القرن الماضي.

يرى فريدمان بأن العوامل المؤثرة على الطلب على النقود مستقلة عن العوامل المؤثرة على الكمية المعروضة، فقد إعتبر فريدمان بأن معادلة التبادل كما صاغها فيشر ($MV=YP$) معادلة التعريفية لا تشير إلى العوامل التي يمكن أن تحدث زيادة في كمية النقود، أو عن أثر مثل هذه الزيادة، فمن الممكن التصور أن أثر هذه الزيادة يمتص بالكامل في انخفاض مصاحب لسرعة دوران النقود دون أن يمارس أي أثر على الدخل الوطني الحقيقي والأسعار، وبالتالي فإن هذه المعادلة لا تخرج عن كونها تعريفا لسرعة دوران النقود $(V = YP/M)$ لأنه يمكن حساب مقدار (V) من القيم المشاهدة لكل من الدخل الوطني الحقيقي (Y) وكمية النقود (M) والمستوى العام للأسعار (P)، وتمثل هذه النتيجة واحدة من آراء تلاميذ كينر تحت ما عرف باسم مصيدة السيولة في أوقات الكساد، والتي تعني أن أي زيادة في عرض النقود سوف تمتصها زيادة مقابلة في الطلب على السيولة من جانب الأفراد، كما أنه من زاوية أخرى أن مثل هذه الزيادة يمكن أن تعكس نفسها كاملة في رفع مستوى الأسعار دون إحداث تأثير في سرعة دوران النقود و الناتج الوطني، وهذه النتيجة تمثل موقف أنصار النظرية الكمية.¹

ويرى فريدمان بالاستناد إلى فرضية إستقرار أسعار الطلب على النقود من خلال آلية عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي من جهة ومن خلال خلق نقود جديدة عن طريق منح القروض للأفراد والمؤسسات وبسعر فائدة أقل من السابق، فإن إي تغيير على مستوى عرض النقود من شأنها إحداث تغييرات على مستوى الدخل الكلي، ومن خلال إقدام الوحدات الاقتصادية غير المصرفية على شراء الموجودات الحقيقية لأنها أرخص من الموجودات المالية مما ينعكس في النهاية على زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة الدخل القومي، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإنه يرفض إدعاء النظرية الكمية في أن تكون مرونة الطلب على النقود تساوي واحد تجاه التغييرات في الدخل، وذلك أن مرونة الطلب النقدي لمعدل الفائدة لا تحدث تغييرات مهمة على الطلب على النقود عندما يكون سعر الفائدة في أدنى مستوي له وهذا يعني أن فريدمان ينكر فكرة مصيدة السيولة، و بالتالي فإن مرونة الطلب الدخيلة للنقود كما يراها فريدمان وذلك وفق الدراسات التي قام بها أكثر من واحد، و إنها بحدود 8.1، أي أن كمية النقود التي يرغب الأفراد الإحتفاظ بها ترتفع أو تنخفض بنسبة أكبر أو أقل من الزيادة أو النقصان في دخولها.

¹ أكرم حداد، مشهور هذلول، النقود والمصارف، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص: 121.



المحور الخامس:
ميزان المدفوعات

تم ابتكار ميزان المدفوعات أساسا لأجل تسهيل تسجيل العمليات التي تربط الاقتصاد المحلي مع العالم الخارجي، بحيث يتم فيه تحديد وتسجيل ووصف العمليات التي تخص المعاملات الدولية، ومن ثم وصف الجهات التي تقوم بتلك المعاملات، ويتم تصنيف كل المعاملات الدولية بين سائر العالم والبلد في خمسة حسابات جزئية ضمن ميزان المدفوعات، وبالتالي فأرصدة ميزان المدفوعات تعد ذات أهمية لمتخذي القرار فيما يخص عمليات التنبؤ والتقدير وتبني سياسات محددة. وبناء على ذلك الاعتبار سيتم فيما يلي التطرق إلى مفهومه والوقوف على أهميته خصوصا في إبراز مكانة الاقتصاد الوطني نظير أقرانه من المتعاملين معه من الاقتصادات العالمية. ومن ثم إبراز وظائفه وخصائصه وكيف يتم تقسيمه، وتوضيح آلية القيد فيه.

I - مفهوم ميزان المدفوعات وأهميته وآلية القيد فيه:

لأجل ضبط عمليات المبادلات المالية بين الاقتصاد الوطني والعالم الخارجي خلال فترة محددة، تم ابتكار سجل يشتمل على كل مبادلة مالية، وكذا على ماذا ترتبت، وذلك بغض النظر عن قيمتها صغيرة كانت أم كبيرة، حيث عرف ذلك السجل بميزان المدفوعات، وخص باهتمام كبير من الاقتصاديين لأهميته، حيث تكون عملية القيد فيه وفقا لمعايير محددة.

الفرع الأول: مفهوم ميزان المدفوعات

نظرا للدور الذي يلعبه ميزان المدفوعات في، تحديد مكان اقتصاد بلد ما ضمن الاقتصاد العالمي عموما ووضعيته خصوصا مع المتعاملين معه، فقد خاض العديد من الباحثين في تحليله وتحديد معالمه. بحيث قد عرف على أنه، سجل منظم لكل المعاملات الاقتصادية بين المقيمين في الدولة، والمقيمين في بقية دول العالم، خلال فترة محدودة هي في الغالب سنة. هذا وتسجل المعاملات في ميزان المدفوعات طبقا للقواعد المحاسبية المعروفة بالقيد المزدوج، بمعنى أن كل معاملة اقتصادية دولية تسجل في ميزان مدفوعات الدول مرتين مرة مدينة (Debit) والأخرى دائنة (Credit)، والمعاملات الدائنة تعتبر صادرات وتأخذ إشارة موجبة، والمعاملات المدينة تعتبر واردات وتأخذ إشارة سالبة، ولذلك فمن الناحية المحاسبية يعتبر ميزان المدفوعات في حالة توازن دائم، أما من الناحية الاقتصادية فإن موقف ميزان المدفوعات يتوقف على رصيد مكونات معينة¹.

¹ محمود حامد، العلاقات النقدية الدولية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص 39.

كذلك عرف على أنه، ميزان تبادل الممتلكات أو الخدمات أو الأصول بين المقيمين في بلد ما وبلد آخر. وهو عبارة عن حساب مبسط يتم من خلاله تسجيل جميع معاملات المقيمين في الدولة مع الدول الأخرى، في فترة معينة عادة ما تكون سنة تقويمية، وفي الولايات المتحدة وبعض الدول كل ربع سنة، والهدف الرئيسي هو إعلام الحكومة حول الموقف الدولي للاقتصاد المحلي، لتوجيه القرارات والسياسات النقدية والتجارية. كما تنظر الحكومات غالبا في ميزان مدفوعات الدول الشريكة، لأن هذه المعلومات تفيد البنوك والشركات والأفراد العاملين في التجارة الدولية والتمويل".

وذهب آخرون القول بأنه "بيان حسابي يسجل قيم جميع السلع والخدمات والهبات والمساعدات الأجنبية وكل المعاملات الرأسمالية، وجميع كميات الذهب النقدي الداخلة والخارجة من وإلى هذا البلد خلال فترة معينة من الزمن غالبا سنة. أي أن ميزان المدفوعات هو تقرير يأخذ في الحسبان قيم جميع العمليات الاقتصادية التي تتم بين البلد وبقية البلدان المتعاملة معه".

وفي تعريف آخر مختصر يوصف بأنه، "وثيقة يسجل فيها مجموع العمليات الاقتصادية، التي تتم بين المقيمين في الدولة، وغير المقيمين خلال مدة معينة وتكون عاما واحدا غالبا"¹.

من التعاريف السابقة، يمكن استخلاص أن ميزان المدفوعات، عبارة عن سجل تقيد فيه المعاملات والمبادلات الاقتصادية، التي تتم بين المقيمين في البلد والمقيمين في الخارج. أو المعاملات التي تتم بين الدولة والدول الأخرى، في مدة معينة قد تكون سنة في معظم الأحيان، ولا تتجاوز السنة وذلك في أقصى فترة له، ويتم التسجيل فيه بالية القيد المزدوج.

الفرع الثاني: أهمية ميزان المدفوعات

الميزان المدفوعات أهمية بالغة بالنسبة للقائمين على رسم سياسات البلد في المقام الأول، وكذلك بالنسبة لكل من لديه نشاطات اقتصادية وتجارية متعلقة بالبلد لكن بدرجة أقل، بحيث يمكن إبراز أهمية ميزان المدفوعات في ما يلي:

- يعكس ميزان المدفوعات قوة الاقتصاد الوطني من خلال حجم الصادرات والواردات؛
- يظهر ميزان المدفوعات القوة المحددة لسعر الصرف من خلال العرض والطلب على العملات الأجنبية، وكذا هيكل التجارة الخارجية من خلال حجم المعدلات ونوع سلع التبادل؛
- يعتبر مرجع المعلومات وتتخذ على أساسه القرارات النقدية والمالية؛
- يعتبر أداة هامة للتحليل الاقتصادي، لأنه يبين مركز الدولة في الاقتصاد العالمي؛

¹ طارئ فاروق الحصري، الاقتصاد الدولي، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2010، ص 49.

- يكشف صورة مركز البلد من الاقتصاد الدولي في نهاية فترة معينة عادة ما تكون سنة؛
- يعكس هيكل المعاملات قوة الاقتصاد الوطني وقابليته للمنافسة ودرجة استجابته للتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي، لأنه يعكس حجم وهيكل كل من الإنتاج والعوامل المؤثرة فيه من حجم الاستثمارات، درجة التوظيف ومستوى الأسعار والتكاليف وغيرها من المتغيرات الاقتصادية¹.
- يحوي ميزان المدفوعات معلومات هامة تساعد السلطات العامة على تخطيط وتوجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للبلد بسبب هيكله الجامع، كما يساهم في تزويد البنوك والمؤسسات والأشخاص بمعلومات في مجالات التمويل والتجارة الخارجية.

الفرع الثالث: كيفية القيد في ميزان المدفوعات

يجري القيد في ميزان المدفوعات وفقا لقاعدة القيد المزدوج المعروفة في المحاسبة، ومضمون هذه القاعدة هو، أن تقيد كل معاملة من المعاملات الاقتصادية التي تظهر في الميزان مرتين. مرة في جانب الأصول، أي الجانب الدائن باعتبارها خروجاً لمنتج يؤدي بدوره إلى زيادة متحصلات الدولة من الخارج. ومرة أخرى في جانب الخصوم، أي جانب المدين باعتبارها دخولا لقيمة تؤدي إلى زيادة مدفوعات الدولة إلى الخارج. ولتجنب ما قد يكون هناك من لبس في هذا الخصوص ينبغي الأخذ بقاعدة أنه "كل معاملة اقتصادية يترتب عليها زيادة دائنية الدولة للخارج أو نقص مديونيتها للخارج، تدرج في جانب الأصول من ميزان المدفوعات. وعلى العكس، كل معاملة يترتب عليها زيادة مديونية الدولة للخارج أو نقص دائنيها قبل الخارج تدرج في جانب الخصوم من الميزان. وينطبق هذا على جميع المعاملات سواء كانت تتضمن انتقال السلع أو انتقال رؤوس الأموال، وبصرف النظر عن نوع العملة التي يتم بها سداد الحقوق أو الالتزامات. بحيث يتم التسجيل فيه وفقا لمبدأين وذلك حسب ما جاءت به الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، والتي أعدها صندوق النقد الدولي سنة 2009، بحيث قام ببعض التعديلات في الطبعة التي سبقتها، حيث نصت على أنه، "تسجل المعاملات في الحساب الجاري والحساب الرأسمالي بالقيم الإجمالية. وفي المقابل، تسجل المعاملات في الحساب المالي بالقيم الصافية، مع الفصل بين معاملات الأصول والخصوم المالية (أي أن صافي المعاملات في الأصول المالية يساوي اقتناء الأصول ناقص الانخفاض في الأصول، وليس الأصول ناقص الخصوم) وربما كان عرض صافي التدفقات أيضا مفيدا من الناحية التحليلية بالنسبة للموارد التي تدخل الاقتصاد المعني وتخرج منه (مثل السلع المعاد

¹ عبود عبد المجيد، أثر تغيرات سعر الصرف على أرصدة ميزان المدفوعات الجزائري دراسة قياسية باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة 1990-2015، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي-ميلة، المجلد 1، العدد 4، 2017، ص 179، (بتصرف).

تصديرها والأموال العابرة)". وفيما يلي يتم شرح آلية التسجيل في سجل ميزان المدفوعات وفقا لجدولين منفصلين لتوضيح الأسلوب المعتمد في تسجيل المعاملات الدولية في ميزان المدفوعات.

أولاً: كيفية القيد في الحساب الجاري والحساب الرأسمالي:

آلية التسجيل التي جاءت بها الطبعة السادسة لصندوق النقد الدولي، فيما يخص ميزان المدفوعات. بحيث يقتصر هذا الجدول على إبراز طريقة القيد في الحساب الجاري والحساب الرأسمالي، وذلك لكون القيد أو التسجيل فيهما بنفس المنهجية.

الجدول رقم (01): كيفية القيد في ميزان المدفوعات في بندي الحساب الجاري والحساب الرأسمالي

ميزان المدفوعات	القيد الدائنة	القيد المدينة	الرصيد
<p>الحساب الجاري</p> <ul style="list-style-type: none"> • السلع والخدمات - السلع - الخدمات • الدخل الأولي - تعويضات العاملين، الفائدة، دخل الشركات الموزع - الأرباح المعاد استثمارها - الربيع • الدخل الثانوي - الضرائب الجارية على الدخل والثروة وغيرهما - مطالبات التأمين على غير الحياة - التحويلات الدولية الجارية - التعديل مقابل التغير في المستحقات التقاعدية - تحويلات جارية متنوعة • رصيد الحساب الجاري 			
<p>الحساب الرأسمالي</p> <ul style="list-style-type: none"> - اقتناء/ التصرف في الأصول غير المنتجة - التحويلات الرأسمالية • رصيد الحساب الرأسمالي 			
<p>صافي الإقراض (+) / صافي الاقتراض (-) (من الحساب الجاري والحساب الرأسمالي)</p>			

المصدر: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي - الطبعة السادسة، صندوق النقد الدولي، واشنطن العاصمة، الولايات المتحدة الأمريكية، 2009، ص 10.

كما هو موضح في الجدول أعلاه فإنه، وفي بندي الحساب الجاري والحساب الرأسمالي تسجل المعاملات بالقيم الإجمالية، حيث أنه إذا كانت عبارة عن منتجات موجهة نحو الخارج تسجل في الجانب الدائن ويحتسب مجموعها النهائي، وإن كانت منتجات آتية من الخارج إلى الداخل تسجل في الحساب

المدين ويحتسب مجموعها. ويتم احتساب الرصيد من خلال إجمالي القيود الدائنة ناقص إجمالي القود المدينة.

ثانياً: كيفية القيد في الحساب المالي:

فيما يلي جدول ميزان المدفوعات مجمل من حيث الحساب الجاري والحساب الرأسمالي، لكنه مفصل في الحساب المالي، وذلك لغرض توضيح طريقة القيد في الحساب المالي.

الجدول رقم (02): كيفية القيد في ميزان المدفوعات في بند الحساب المالي

ميزان المدفوعات	القيود الدائنة	القيود المدينة	الرصيد
الحساب الجاري • رصيد الحساب الجاري			
الحساب الرأسمالي • رصيد الحساب الرأسمالي			
صافي الإقراض (+) / صافي الاقتراض (-) (من الحساب الجاري والحساب الرأسمالي)			
الحساب المالي (حسب الفئة الوظيفية)	صافي اقتناء الأصول المالية	صافي تحمل الخصوم	الرصيد
- الاستثمار المباشر - استثمار الحافظة - المشتقات المالية (عدا الاحتياطات) وخيارات الاكتتاب المنوطة للموظفين - استثمارات أخرى - الأصول الاحتياطية • مجموع التغيرات في الأصول/ الخصوم			
صافي الإقراض (+) / صافي الاقتراض (-) (من الحساب المالي)			
صافي السهو والخطأ			

المصدر: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي - الطبع السادسة، مرجع سابق، 2009، ص 14.

من خلال الجدول السابق يتضح أنه، في بندي الحساب المالي تسجل المعاملات بالقيم الصافية في كل بند فرعي. حيث أنه إذا كانت هناك حركة للاستثمار داخلة وأخرى خارجة يتم احتساب الفارق بينهما، من خلال التسجيل بإشارة (+) في ما يسبب زيادة الأصول وإشارة ناقص ما يؤدي إلى انخفاض الأصول ونفس الشيء في بقية بنود الحساب المالي. وبالتالي يكون صافي الحساب ناتج عن جمع صوافي البنود الفرعية للحساب المالي.

ثالثاً: كيفية القيد في صافي السهو والخطأ:

يتم القيد في صافي السهو والخطأ بطريقة طرح كل من رصيد الحساب الجاري والحساب الرأسمالي من الحساب المالي. وبالتالي فإذا كان صافي السهو والخطأ سالب فإن لذلك دلالة على ما يلي¹:

- الارتفاع البالغ في قيمة القيود الدائنة في الحساب الجاري والحساب الرأس مالي؛
- و/أو الانخفاض البالغ في قيمة القيود المدينة في الحساب الجاري والحساب الرأسمالي؛ .
- و/أو الانخفاض البالغ في قيمة صافي زيادة الأصول في الحساب المالي؛ .
- و/أو الارتفاع البالغ في قيمة صافي زيادة الخصوم في الحساب المالي.

لكنه يجب التنويه إلى أنه لا يخضع التسجيل في ميزان المدفوعات لنفس طريقة صندوق النقد الدولي عند جميع البلدان، فقد تتبنى طرق أخرى في القيد في موازين مدفوعات بعض الدول، وإنما هذه الآلية في التسجيل تمت التوصية بها من قبل صندوق النقد الدولي سنة 2009. وقد جاءت ببعض التعديلات في الطبعة التي سبقتها حيث:

- اعتمدت الطبعة السادسة التسجيل في الحساب الجاري والرأسمالي القيود المدينة بإشارة موجبة عكس الطبعة الخامسة؛
- استبدال بند الدخل في الطبعة الخامسة بالتسمية الجديدة الدخل الأولي في الطبعة السادسة؛
- استبدال بند التحويلات الجارية في الطبعة الخامسة ببند الدخل الثانوي في الطبعة السادسة؛
- استبدال عنوان الحساب المالي من الدائن في الطبعة الخامسة، إلى صافي اقتناء الأصول المالية؛
- استبدال عنوان الحساب المالي من المدين في الطبعة الخامسة إلى صافي تحمل الخصوم.

II - وظائف وخصائص ومحددات ميزان المدفوعات:

يقوم ميزان المدفوعات بعدة وظائف وله خاصية محددة يختص بها الميزان. وبالتالي فهو يتوفر على عدة سمات، بحيث يعتبر الأداة التي من خلالها يمكن قياس حجم المبادلات الخارجية والتحكم فيها من خلال وضع خطط مقدرة على أساس المعطيات التي يوفرها ميزان المدفوعات، وكذلك يعكس ويميز حالة اقتصاد البلد، من خلال تسجيله وإحصائه لأرصدة الديون، والمستحقات، كذلك يكشف عن معدل التبادل الدولي الذي يصور قوة أو ضعف الهيكل الإنتاجي للبلد من خلال فائضه الموجه للتصدير وعجزه المغطى بالتوريد، ومن ذلك يظهر تأثيره بعدة جوانب وعوامل اقتصادية تحدد رصيده النهائي.

¹ صندوق النقد الدولي، مرشد تجميع بيانات ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، وثيقة مصاحبة للطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، صندوق النقد الدولي، واشنطن العاصمة، الولايات المتحدة الأمريكية، 2014، ص 126.

الفرع الأول: وظائف ميزان المدفوعات

من خلال الدور الذي يلعبه ميزان المدفوعات في تقييم موقع الاقتصاد الوطني مع الشركاء التجاريين، فهو يقوم بعدة وظائف منها:

- يوفر أداة اقتصادية تحليلية شاملة للاقتصاد المعني من حيث هيكله الإنتاجي وهيكله التصديري والعوامل المؤثرة فيهما، كحجم الاستثمارات، ودرجة استغلال الطاقة الإنتاجية ومستوى التكاليف والأسعار، والمستوى العلمي والتقني، ونوعية الإنتاج وغيرهما؛
- يمثل أداة مهمة لرسم السياسة الخارجية للبلد، وفي هذا السياق تظهر أهمية الميزان في اللجوء إليه من قبل الجهات الحكومية لتكوين التصورات اللازمة عن الوضع المالي للدولة، لمساعدتها في التوصل إلى قرارات بصدد السياسات النقدية والمالية من ناحية، وبصدد مسائل التجارة والمدفوعات من جهة أخرى؛
- يوفر الميزان قاعدة إحصائية متكاملة عن مصادر واستعمالات الصرف الأجنبي، ذلك لكونه يلخص المعاملات الاقتصادية التي يترتب عليها التزامات؛
- يلخص المعاملات الاقتصادية التي تساعد على توفير الوسائل النقدية لمجابهة هذه الالتزامات؛
- يقدم صورة عامة عن مستوى انكشاف الاقتصاد، لكونه يساعد في التعرف على مستوى التداخل بين الاقتصاد المحلي والاقتصاد الدولي، من خلال قياس أثر المعاملات الاقتصادية الخارجية على الدخل القومي.

الفرع الثاني: خصائص ميزان المدفوعات

- يتميز ميزان المدفوعات بطبيعته كأداة محاسبية بعدة خصائص، يمكن تلخيصها في عدة خصائص كما يلي:
- سجل ينصب على المعاملات الاقتصادية الخارجية حصرة، سواء كانت معاملات عاجلة فورية أم آجلة تستحق بعد فترة؛
 - المقيمون هم من تتوافر فيهم صفة الإقامة الدائمة في البلد، أي أنه لا يعتبر مقيماً من كان في البلد عرضاً كالسائح والطالب الأجنبي أو الدبلوماسي؛
 - المقيمون قد يكونون أشخاصاً طبيعيين أو اعتباريين كالبنوك والشركات والمؤسسات؛
 - يعتمد في اعتبار الإقامة، صفة الإقامة وليست الجنسية، فالإقامة الدائمة إذا حصل عليها أجنبي الجنسية، تجعله مقيماً في البلد في نظر ميزان المدفوعات حتى وإن كان من جنسية أخرى غير جنسية البلد المعني، أي أن المعاملات التي تتم بين أفراد مختلفي الجنسيات ولكنهم يقيمون في بلد واحد تعتبر

- معاملات داخلية لا يعني ميزان المدفوعات بتسجيلها، وعكس ذلك، فإن المعاملات التي تتم بين أفراد يقيمون في دول مختلفة، تعتبر معاملات دولية حتى لو كانت جنسيتهم واحدة؛
- القاعدة العامة المتبعة في تسجيل القيود تقتضي بأن كل عملية تؤدي إلى حصول البلد على إيرادات نقد أجنبي تسجل في الجانب الدائن مثل صادرات السلع والخدمات، استلام قروض طويلة الأجل، استلام تحويلات أحادية الجانب¹؛
- كل عملية تؤدي إلى خروج نقد أجنبي من البلد تسجل في الجانب المدين مثل استيرادات من السلع والخدمات، دفع قروض طويلة الأجل، دفع تحويلات أحادية الجانب.

الفرع الثالث: محددات ميزان المدفوعات

تتضح معالم ووضعية ميزان المدفوعات من خلال رصيده النهائي في نهاية الفترة، وتتحدد تلك النتيجة النهائية بمجموعة من العوامل من شأنها التأثير على ذلك الفارق بين المقبولات والمدفوعات، وهي تتمثل في مجموعة من العوامل الاقتصادية والمالية التي يتحدد من خلالها وضع ميزان المدفوعات نذكر أهمها فيما يلي:

أ. الناتج المحلي:

تساهم زيادة الناتج المحلي إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الإشباع الحاجات المقيمين، إضافة إلى توجيه الفوائض إلى التصدير، وفي حالة تراجع الناتج المحلي ينقص توفير إشباع حاجات المقيمين، وبالتالي اللجوء للمنتج الأجنبي لتغطية النقص في السوق الوطنية. وذلك ما ينعكس على رصيد ميزان المدفوعات سلباً في بند الميزان الجاري؛

ب. سعر الفائدة الحقيقي:

إن التغير في أسعار الفائدة يبدي أثراً على حركة رؤوس الأموال، فيؤدي ارتفاع سعر الفائدة المحلية إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، وعلى العكس من ذلك فإن انخفاض سعر الفائدة المحلي، يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال. وذلك لأن المراكز المالية العالمية الأخرى تصبح أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين. وبالتالي فإن رصيد ميزان المدفوعات يتأثر إيجاباً وبعلاقة طردية مع معدلات سعر الفائدة.

¹ وليد عبيد عبد النبي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة في التحليل الاقتصادي، دراسة البنك المركزي العراقي - المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق، ص18.

ج. سعر الصرف:

بما أن سعر الصرف هو من يحدد قيمة العملة، وبالتالي فإنه لا فرق بين المؤشرين في الدلالة. فقط يجب مراعاة إن كان سعر الصرف طردي مع قيمة العملة أو العكس كما هو بالنسبة للدينار الجزائري. وبالتالي فيمكن القول أنه، "يساهم ارتفاع قيمة العملة، في الضغط على السلع والخدمات المنتجة المحلية سواء منتجة من مؤسسات وطنية أو أجنبية في الداخل، وبالتالي خفض القدرة التنافسية للمنتجات المحلية مقابل دفع المستهلك المحلي نحو المنتج الأجنبي. بحيث أنه "من المعروف أن عرض الصرف الأجنبي إنما يستمد مصدره من مختلف المعاملات، سواء الجارية أو الرأسمالية، التي تظهر في الجانب الدائن، أو جانب المتحصلات في ميزان المدفوعات والذي يمثل في نفس الوقت طلب غير المقيمين على العملة الوطنية، وبالمثل فإن الطلب على العملة الأجنبية إنما يمثل في المقابل عرض المواطنين للعملة الوطنية الذي يستمد مصدره من مختلف المعاملات التي تظهر في الجانب المدين أو جانب المدفوعات، وعليه فإن التوازن في سوق الصرف الحرة إنما يرتبط بتوازن ميزان المدفوعات وفقا لما يعرف بالتوازن السوقي حيث تعمل التغيرات في سعر الصرف على تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات بصورة تلقائية دون الحاجة للاحتفاظ بأرصدة دولية، حيث يمثل العجز فائض عرض من العملة الوطنية في سوق الصرف، مما يعمل على انخفاض القيمة الخارجية لها (Depreciation) ويعطي بدوره ميزة تنافسية للسلع والخدمات والأصول المالية التي تصبح أرخص نسبيا فيشجع ذلك الصادرات ويقلل من الواردات، ويفترض استمرار انخفاض القيمة الخارجية للعملة الوطنية حتى يختفي العجز. وبالمثل في حالة الفائض الذي يمثل فائض طلب على العملة الوطنية. حيث يفترض استمرار ارتفاع القيمة الخارجية.

د. الديون الخارجية:

يساهم التمويل الأجنبي على زيادة الاستثمار الإجمالي للبلدان النامية، وبالتالي في زيادة معدلات نمو الناتج المحلي، ومنه تحسين ميزان المدفوعات، بشرط أن يكون حجم انسياب هذا التمويل يفوق حجم تصدير الفوائد والأقساط والأرباح للخارج. تشير البيانات أن الدول النامية تعاني من وجود عجز مستمر وهيكل في موازين مدفوعاتها، وبعد أن وصلت الديون الخارجية إلى مستويات حرجة في البلدان النامية، أصبحت مدفوعات خدماتها تمثل أحد أهم العوامل المسببة للعجز في الحساب الجاري (مدفوعات الفائدة) وفي حساب العمليات الرأسمالية (الأقساط). وهكذا أصبح المأزق الذي تواجهه مجموعة الدول المتخلفة، يتمثل في أنه بعد أن كان الاقتراض وسيلة مؤقتة لسد العجز بالميزان، أصبح الإفراط في الاقتراض عاملا جوهريا مسببة

لهذا العجز، الأمر الذي يتطلب مزيدا من الاقتراض، وهكذا تفتتح أمام الاقتصاد المدين حلقة انفجارية الديونه الخارجية¹.

هـ. التضخم:

يؤدي التضخم إلى ارتفاع الأسعار المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية، فتتخفف الصادرات وترتفع الواردات نظرا لأن أسعار السلع الأجنبية تصبح أكثر جاذبية بالنسبة لمقيمين بالمقارنة مع أسعار السلع المحلية. وبالتالي يتأثر الميزان الجاري وبالتالي تتراجع قيمة أصول ميزان المدفوعات مقابل قيمة خصومه.

III - أقسام ميزان المدفوعات:

يتألف ميزان المدفوعات من ثلاث أقسام رئيسية تتمثل في، الحساب الجاري الذي يضم بدوره حساب السلع والخدمات وحساب الدخل الأولي وحساب الدخل الثانوي، أما القسم الثاني فهو قسم الحساب الرأسمالي، ويأتي في القسم الثالث من أقسام ميزان المدفوعات الحساب المالي، كما يضم أيضا قسم صافي السهو والخطأ لكنه ليس بقسم رئيسي من أقسام ميزان المدفوعات، وإنما هو محصلة فارق مجموع القسم الأول والثاني من القسم الثالث.

الفرع الأول: الحساب الجاري

يشتمل الحساب الجاري على كل من حساب التجارة السلعية أو المنظورة (Visible) صادرات وواردات، وحساب التجارة غير المنظورة (Invisible) أو الخدمات، أي المدفوعات مقابل الخدمات التي يقدمها المقيمين في الدول الأخرى الأجانب إلى مواطني الدولة، والمتحصلات مقابل الخدمات التي يقدمها المقيمين في الدولة إلى المقيمين في الدول الأخرى. والتجارة السلعية تشمل جميع السلع التي يمكن رؤيتها ولمسها وتعتبر النقاط الجمركية سواء البحرية أو الجوية، وتشمل الآلات والمعدات والسلع الغذائية والبتروك كأمهم مكونات. وتجارة الخدمات تشمل خدمات السياحة والتأمين والنقل وغيرها. ويدخل في الحساب الجاري أيضا التحويلات من جانب واحد مثل الهدايا الشخصية والمنح بين الدول، كما يمكن القول أنه يشمل جميع المعاملات الدولية التي يكون من شأنها التأثير على حجم الدخل الوطني بصورة مباشرة سواء بزيادته أو نقصانها. وفيما يلي يتم التعرض إلى أجزائه الثلاث المتمثلة في حساب السلع والخدمات والحساب الأولي ثم الحساب الثانوي.

¹ عزازي فريدة، أثر المديونية الخارجية على ميزان المدفوعات الجزائري - دراسة قياسية اقتصادية (1970-2006)، الأبحاث الاقتصادية، جامعة سعد دحلب - ، البليدة، الجزائر، المجلد 5، العدد 4، 2010، ص ص 50-51.

والجدول التالي يوضح بنود الحساب الجاري بصفة مجملة حسب الطبعة السادسة لصندوق النقد الدولي فيما يخص دليل ميزان المدفوعات:

الجدول رقم (03): مكونات الحساب الجاري

الحساب الجاري	
السلع والخدمات	
-	السلع
-	الخدمات
الدخل الأولي	
-	تعويضات العاملين
-	الفائدة
-	دخل الشركات الموزع
-	الأرباح المعاد استثمارها
-	الربح
الدخل الثانوي	
-	الضرائب الجارية على الدخل والثروة وغيرها
-	مطالبات التأمين على غير الحياة
-	التحويلات الدولية الجارية
-	التعديل مقابل التغير في المستحقات التقاعدية
-	تحويلات جارية متنوعة

المصدر: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي - الطبعة السادسة، مرجع سابق، 2009، ص 14.

أولاً: حساب السلع والخدمات

يعرف حساب السلع والخدمات أيضا بالميزان التجاري وهو يعد أهم بند من بنود ميزان المدفوعات لأنه يشتمل على كافة المنتجات التي يمكن لها أن تتجاوز الحدود سواء كانت هذه المنتجات سلع ملموسة أو خدمات غير ملموسة، وبالنسبة للبلدان الربعية يمثل بند المنتجات الملموسة بمعنى السلع أهم بند في ميزان المدفوعات، وفي جانب الخدمات تظهر السياحة والنقل كأهم مكونات هذا البند في الغالب.

ثانياً: حساب الدخل الأولي

ويعرض هذا الحساب المبالغ مستحقة الدفع والمبالغ مستحقة القبض مقابل تمكين كيان آخر من استخدام العمالة أو الموارد المالية أو الأصول الغير منتجة غير مالية الفترة مؤقتة، وتتمثل بنوده في تعويضات العاملين، الفائدة دخل الشركات الموزع، الأرباح المعاد استثمارها والربح. كما تم عرضه في الجدول السابق.

ثالثاً: حساب الدخل الثانوي

يبين هذا الحساب إعادة توزيع الدخل، أي قيام أحد الأطراف بتوفير موارد للأغراض الجارية دون حصوله في المقابل على أي قيمة اقتصادية كعائد مباشر ومن أمثلة ذلك التحويلات الشخصية والتحويلات الجارية المرتبطة بالمساعدة الدولية. وتتمثل بنوده في الضرائب الجارية على الدخل والثروة وغيرهما، مطالبات التأمين على غير الحياة، التحويلات الدولية الجارية، التعديل مقابل التغير في المستحقات التقاعدية، تحويلات جارية متنوعة.

الفرع الثاني: الحساب الرأسمالي والحساب المالي

الحساب الرأسمالي والحساب المالي أقل أهمية في تركيبة موازين المدفوعات، وفي غالب الأحيان يكون مصدر اختلال ميزان المدفوعات من بنود الحساب الجاري. وفيما يلي تفصيل أكثر فكل من الحسابين.

أولاً: الحساب الرأسمالي

هذا الحساب يتم فيه تسجيل تدفقات رؤوس الأموال من الدولة إلى الخارج، بحيث تقيد في حساب مدين أو من الخارج إلى داخل الدولة وتقيد في حساب دائن، وهذه التدفقات قد تكون قصيرة الأجل أقل من سنة، أو متوسطة الأجل من سنة إلى خمس سنوات، أو طويلة الأجل أكثر من خمس سنوات¹.

الجدول رقم (04): مكونات الحساب الرأسمالي

الحساب الرأسمالي	
-	اقتناء/ التصرف في الأصول غير المنتجة غير المالية
-	التحويلات الرأسمالية

المصدر: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي - الطبعة السادسة، مرجع سابق، ص 14 يتكون الحساب الرأسمالي من بندين رئيسيين، وهذا بحسب ما جاء في الطبعة السادة لدليل ميزان المدفوعات، وهذان البندان هما بند اقتناء أو التصرف في الأصول غير المنتجة، وبند التحويلات الرأسمالية.

ثانياً: الحساب المالي:

خصص الحساب المالي لتسجيل كل ما يتعلق بالاستثمار، سواء أكان استثمار مباشر، أو غيره من تصنيفات الاستثمار، كما هو موضح في الجدول التالي:

¹ جلال جويبة القصاص، النقود والبنوك والتجارة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص ص 220-217.

الجدول رقم (05): مكونات الحساب المالي

الحساب المالي	
-	الاستثمار المباشر
-	استثمار الحافطة
-	المشتقات المالية (عدا الاحتياطات) وخيارات الاكتتاب الممنوحة للموظفين
-	استثمارات أخرى
-	الأصول الاحتياطية

المصدر: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي - الطبعة السادسة، مرجع سابق، ص 14. الميزان المالي يتكون من خمسة بنود رئيسية وهي بنود كل م الاستثمار المباشر، استثمار الحافطة، المشتقات المالية، الاستثمارات الأخرى، الأصول الاحتياطية.

الفرع الثالث: صافي السهو والخطأ

يستخدم هذا الحساب لضمان التوازن الحسابي لميزان المدفوعات في حالة وجود خلل بسبب الخطأ في تقييم السلع والخدمات محل التبادل نتيجة اختلاف أسعار صرف العملات. كما قد يكون تأثير تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات جلي في صافي السهو والخطأ. وذلك نظرا للاختلاف مواعيد إبرام عقود التجارة عن مواعيد تنفيذ تلك العقود، وبالنظر لسرعة تغير سعر الصرف فإن تلك العقود الدولية التي تسوى عن طريق تحويل العملات وفقا لمعدلات الصرف، قد تتغير فيها قيمة الصفقات، وبالتالي تظهر الفروقات مما يبرز أهمية صافي السهو والخطأ ويظهر دوره في تعديل الميزان محاسبيا. ورغم أن صافي السهو والخطأ تشتق قيمته كبنود متبق، ينبغي المعدي البيانات تحليل قيمة صافي السهو والخطأ. فقد تساعد معرفة حجمها واتجاهاتها في الوقوف على المشكلات المتعلقة بالبيانات، مثل نطاق التغطية أو عدم الدقة في إبلاغ البيانات. ويمكن استخلاص معلومات مفيدة عن مشكلات البيانات من أنماط صافي السهو والخطأ. فعلي سبيل المثال، يشير اتساق العمالة بمرور الوقت إلى وجود تحيز في عنصر أو أكثر. ولكن رغم إمكان الاسترشاد بصافي السهو والخطأ في الوقوف على بعض المشكلات، فإنه يعتبر مقياسا غير مكتمل الأركان وذلك لاحتمال وجود السهو والخطأ في اتجاهين متعاكسين مما قد يجعل أحدهما يوازن الآخر".

IV - رصيد ميزان المدفوعات وآليات تعديله:

بغض النظر عن التوازن المحاسبي المحتوم في ميزان المدفوعات، فإنه هناك العديد من المشاكل التي تؤدي به إلى عدم التوازن اقتصاديا، مما يجعله يعاني من خلل سواء كان بالفائض أو العجز، وقد يكون متوازن اقتصاديا كما هو الحال بالنسبة للتوازن المحاسبي لكنه لن يكون دوما متوازن وذلك راجع لتفاوت القوى المنتجة في العالم وذلك من دولة إلى أخرى، وهو أساس ظهور اختلالات موازين المدفوعات، لكنه حتى ولو كان هناك عدم التوازن فقد يكون هناك مجموعة من الآليات التي يمكن الاعتماد عليها للعودة به إلى وضعية التوازن، كما يجب الإشارة إلى طبيعة بعض المشاكل التي قد تؤدي إلى اختلاله بغض النظر عن تفاوت القوى الاقتصادية بين الدول، وقد تكون تلك المشاكل سريعة الحدوث والزوال وقد تكون سريعة الحدوث وطويلة الزوال مثل الكوارث الطبيعية.

المطلب الأول: طبيعة رصيد ميزان المدفوعات

تتكون العمليات الاقتصادية التي يشملها ميزان المدفوعات، من عمليات مستقلة تنشأ بصرف النظر عن حالة الميزان، وعمليات الموازنة وقائية تنشأ بغرض إعادة التوازن الميزان المدفوعات، ويكون في حالة التوازن الاقتصادي، إذا توازنت العمليات المستقلة دون الحاجة إلى العمليات الموازنة الوقائية. وبالتالي فإنه توجد هناك ثلاث وضعيات لرصيد ميزان المدفوعات، وضعية التوازن والتي تصبو إليها السلطات دوما، باعتبارها الحالة الأفضل، ويكون الاختلال في ميزان المدفوعات، في حالتين وهما حالة العجز وحالة الفائض، وكليهما يستدعيان التصحيح لأنهما يشكلان خلل اقتصادي، لكنه الذي يعد الأسوأ هو العجز وخصوصا بالنسبة للبدان النامية. وكذلك الفائض في الميزان شأنه شأن العجز فهو خلل يجب تصحيحه.

الفرع الأول: توازن ميزان المدفوعات

يعرف توازن ميزان المدفوعات بالفارق المتحصل عليه في نهاية الفترة بين "قيمة ما يدفع للعالم الخارجي وقيمة ما تم تحصيله من الخارج، لكن يتصف ميزان المدفوعات بتوازنين اقتصادي ومحاسبي:

أولاً: التوازن المحاسبي:

هو عبارة عن تعادل كل بنود الأصول والخصوم بعد إضافة بند السهو والخطأ. ويكون من الخطأ الحكم على المركز الخارجي للدولة من خلال التوازن المحاسبي لأنه توازن ظاهري ليس له أهمية من الناحية الاقتصادية، ولأنه يدوم على المدى الطويل، ويخفي وراءه اختلالا أكيدا في النشاط الاقتصادي للدولة. نشير كذلك إلى توازن ميزان المدفوعات المحاسبي لا يعني ضرورة توازنه بالمفهوم الاقتصادي، فقد يكون عجزا

أو فائض في الحسابات الفرعية لميزان المدفوعات كحساب العمليات الجارية أو حساب العمليات الرأسمالية لكن ميزان المدفوعات بمجمله متوازنا محاسبيا.

ثانياً: التوازن الاقتصادي¹:

هذا التوازن به يحكم الاقتصاديون على وضعية الميزان ولا يكون تحققه حتمياً، ولكن بتوافر ظروف اقتصادية، سياسية، وتجارية ملائمة بحيث لا يكون التركيز على الرصيد النهائي للجانبين الدائن والمدين للميزان، وإنما على رصيد أجزاء أو حسابات فقط من الميزان، ويمكن التمييز بين هذه الحسابات من خلال الهدف من إجرائها وهي أما تلقائية أو مستقلة وتعويضية أو موازية، فالعمليات المستقلة هي التي تنشأ من تلقاء نفسها بصرف النظر عن حالة ميزان المدفوعات، أما عمليات الموازنة فهي التي تنشأ بسبب العجز أو الفائض في الميزان وعلى هذا الأساس يكون ميزان المدفوعات في حالة توازن اقتصادي إذا توازنت العمليات المستقلة دون الحاجة إلى عمليات موازنة (أو وقائية) ويكون في حالة عدم توازن إذا تمخضت العمليات المستقلة عن فائض أو عجز يتطلب تحويلاً رسمياً عن طريق السلطات النقدية.

الفرع الثاني: خلل العجز في ميزان المدفوعات

و في حالة العجز تكون الدولة اشترت من الخارج سلع وخدمات أو استثمرت أموال في الخارج بأكثر مما استثمر فيها من الأموال الأجنبية، ويكون عكس ذلك، الفائض في ميزان المدفوعات حيث تكون الدولة اشترت بأقل قيمة مما باعت من السلع والخدمات، واستثمرت فيها رؤوس أموال أجنبية بأكثر من استثماراتها في الخارج، وينطوي العجز في ميزان المدفوعات على خسارة الدولة في كونه يدفعها إما للاستدانة لسد العجز من فائدة تتحملها، وهذه الاستدانة تنطوي على اقتطاع جزء من الدخل مستقبلاً عن سدادها وتعرض عملة الدولة إلى الانخفاض نسبياً إلى عملات الدول صاحبة الفائض. ويكون العجز "كنتيجة لظروف طارئة، كالظروف الطبيعية بالنسبة للمحصولات الزراعية، وظروف الحرب وما قد تحدثه من زيادة الطلب على المنتجات الأولية، وفي حال استمر العجز لعدد من السنوات وبصفة مستمرة، تسعى الدول النامية إلى شراء الآلات من الدول المتقدمة بأسعار مرتفعة، ويتم التبادل التجاري على أساس شروط ليست في صالحها، فتزداد حدة العجز مع زيادة وارداتها من السلع المصنعة، وقد أمكن لبعض الدول تغطية بعض العجز عن طريق الاقتراض طويل الأجل، إلا أن حركة رؤوس الأموال بينها وبين الدول المتقدمة انخفضت نسبياً مما أدى إلى استمرارية العجز، كما قد يكون العجز لأسباب أخرى، وعموماً يمكن القول أن حالة

¹ عياش زبير، نوفل بلول، اختبار علاقة التكامل المشترك بين سعر الصرف الدينار ورصيد ميزان المدفوعات - دراسة حالة الجزائر ما بين الفترة 2000/2015-، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، 2017، ص 96.

العجز تعني أن المدفوعات إلى الخارج أكبر من المقبوضات منه، وهذا يؤدي في المدى الطويل إلى الركود واللجوء إلى المديونية خاصة للبلدان النامية.

الفرع الثالث: خلل الفائض في ميزان المدفوعات

الفائض في ميزان المدفوعات ينطوي على ارتفاع سعر صرف العملة المحلية نسبياً إلى عملات الدول التي بها عجز، ومن ثم ارتفاع أسعار الصادرات الذي ينطوي بدوره على احتمال انخفاض الطلب على صادرات الدولة، ومن ثم الرجوع إلى حالة التوازن أو العجز. لذلك تفضل الكثير من الدول التوازن في ميزان المدفوعات لأنه سيكون في مصلحة جميع المتعاملين في التجارة الدولية، ويعتبر "حدوث الفائض في بلد ما تحسناً مؤقتاً في مركز الاحتياطيات الدولية لدى البلد، ولكن استمرار الفائض يعني استمرار الإضافة إلى الأصول التي يملكها البلد من الأوراق التجارية والذهب النقدي والعملات الأجنبية القابلة للتحويل والأرصدة لدى المصارف الأجنبية. مما يعني استمرار تكوين الفائض لدي بلد ما أي استمرار زيادة صادراته على وارداته واستمرار تراكمية احتياطياته الدولية تقلل قدرة البلدان الأجنبية في التعامل معه، فهي لا تستطيع أن تستمر في أن تستورد منه أكثر مما تصدر إليه فتضطر إلى سداد ما عليها من التزامات. وبالتالي تلجأ إلى تقييد علاقاتها التجارية معه، وهنا يجد البلد صاحب الفائض المستمر نفسه محاطة بأزمة دولية قد تتيح بتوازنه الداخلي والخارجي، فيضطر إما إلى منح المساعدات الاقتصادية والقروض إلى البلدان الأجنبية التي تتعامل معه لتستمر في هذا التعامل، أو قد يضطر إلى رفع سعر عملته الوطنية حتى ترتفع أسعار صادراته نسبة فيقل الطلب الخارجي عليها وتزداد وارداته ليحقق التوازن.

وكذلك قد تكون المشكلة ليست للاقتصاد ذاته لكنه يشكل مشكلة للاقتصادات أخرى بحيث "وتكمن المشكلة في الفائض أنه إذا كان تصدير رؤوس الأموال في هذه المرحلة يمثل أهم آليات السيطرة الإمبريالية، وكان يشكل الطريقة الأساسية، التي ارتكزت عليها الرأسمالية الاحتكارية في نهب الفائض الاقتصادي من الدول المستعمرة، وذلك لاستمرار نمو نمط الإنتاج الرأسمالي بالمناطق التي غزتها الدول الرأسمالية المتقدمة، وقد سمح تصدير رؤوس الأموال الفائضة من الدول الرأسمالية بمواجهة مشكلة فائض رؤوس الأموال واتجاه معدل الربح إلى التناقص، حيث أصبح أعلى مما كان عليه بأسواقها الداخلية، كما أنه مكن تمويل جزء من زيادات الأجور بالدول الرأسمالية وذلك على حساب بقية الشعوب الأخرى المستغلة. وقد تكون أسباب هذه الظاهرة أيضاً نتيجة القيام السلطات بتشديد القيود على النقد الأجنبي وتوسيع نطاق حظر الواردات، وبالتالي ظهور فوائض في الاحتياطيات من النقد الأجنبي وتكدسها على حساب المستوى المعيشي للمواطنين المقيمين في البلد.

المطلب الثاني: طبيعة وأسباب اختلال ميزان المدفوعات

ليس في معزل عن الخلل أي ميزان مدفوعات لأي قطر، ولا لأي دولة مهما كان مركزها في الاقتصاد العالمي والتجارة الدولية، بحيث يواجه ميزان المدفوعات حزمة من الاختلالات، منها اختلالات حادة تستدعي التصحيح، ومنها البسيطة التي لا تستدعي القلق، ولكل منها طبيعته وأسبابه. حيث يتم التعرض فيما يأتي إلى التفصيل في طبيعة تلك الاختلالات والكشف عن مصادرها وأسباب حدوثها.

الفرع الأول: طبيعة الاختلال في ميزان المدفوعات

قد يمس ميزان المدفوعات خلل ظرفي لا يستدعي القلق ولا يؤثر بالسوء عن وتيرة الأداء الاقتصادي، كما قد يكون هناك خلل مستديم يعرقل مسارات التنمية، وتتراوح طبيعة الاختلال الذي قد يمس ميزان المدفوعات بين العرضي والموسمي والهيكلية والدوري ولكل منهم أسبابه.

أ. الاختلال الدوري:

حيث يقصد به تناوب فترات الرخاء والكساد التي تميز الاقتصادات الصناعية وتؤثر على مستوى الدخل والعمالة وتؤثر بالتالي على التجارة الخارجية¹. وعادة ما يمس الدول المتقدمة التي لها الدورات الاقتصادية والتي تكون في مرحلة نهاية الدورة الاقتصادية، وهو ليس بالخلل الذي يخلق مشاكل للاقتصاد ووتيرة التنمية.

ب. الاختلال الهيكلي:

اختلال يلازم ميزان المدفوعات لفترة طويلة وارتباطه يكون بالمؤشرات الهيكلية للاقتصاد الوطني وخاصة هيكل التجارة الخارجية إضافة إلى قدرتها الإنتاجية وبأساليب فنية متقدمة، وهذا ما ينطبق تماما على حالة الدول النامية التي يتسم هيكل صادراتها بالتركيز السلعي. "حيث تتأثر هذه الصادرات عادة بعوامل خارجية تتجسد في مرونة الطلب الخارجي عليها في الأسواق العالمية، وتعتمد هذه المرونة على العديد من العوامل، أبرزها درجة الإحلال الصناعي الصادرات الأقطار العالمية، وهو الاتجاه المميز لحركة التجارة العالمية في الوقت الحاضر" .. والمتعارف عليه أن الاختلال الهيكلي يستدعي التدخل لأجل العلاج من طرف السلطات، بل وفي كثير من الأحيان يستدعي التدخل الخارجي، وذلك من طرف الهيئات الدولية كصندوق النقد الدولي، والبنك العالمي لتقديم القروض والخطط للخروج منه، ويعد الاختلال الهيكلي في ميزان المدفوعات السبب الرئيسي لتفشي ظاهرة التبعية الاقتصادية من طرف البلدان النامية للبلدان المتقدمة.

¹ طارق فاروق الحصري، المرجع السابق، ص 55.

ج. الاختلال الموسمي:

"يقصد به التقلبات التي تطرأ على ميزان المدفوعات على مدار العام نتيجة العوامل الموسمية، مما قد يترتب عليه زيادة الصادرات في الفترة ثم زيادة الواردات في الفترة التالية، وتدهور الميزان المدفوعات في النصف الثاني من العام ". وهذا الاختلال قد يستدعي التدخل العلاج الخلل، لكنه لا يدوم طويلا ولا يكلف كثيرا.

د. الاختلال العرضي:

وهو اختلال يكون مؤقت وشدته ليست كبيرة في غالب الأحيان ولا يستدعي التصحيح وإنما يزول بزوال ذلك الظرف المسبب له. بمعنى أنه نتيجة لعوامل عرضية، لا يمكن توقعها أو التنبؤ بها مثل النقص المفاجئ لمحصول تصديري، والنتاج عن كوارث طبيعية، أو التغيرات المفاجئة في أذواق المستهلكين محليا وخارجيا، والاختراعات العالمية التي قد تؤثر على تبادل السلع بين الدول مثل اكتشاف مواد أولية صناعية في الخارج، تغنى كليا أو جزئيا عن طلب تلك المواد الأولية في الأسواق الدولية.

الفرع الثاني: أسباب الاختلال في ميزان المدفوعات

ميزان المدفوعات لا يختل إراديا، ولا يكون بفعل فاعل، بل يكون بسبب خارج عن سيطرة القائمين على رسم وتنفيذ السياسة الاقتصادية، وبالتالي فمن المهم معرفة الأسباب التي تؤدي به إلى الاختلال والعجز. وفيما يلي سيتم إيجاز أهم الأسباب التي تؤدي به إلى الاختلال.

أ. الارتفاع في أسعار الفائدة:

يترتب على ارتفاع أسعار الفائدة تزايد أعباء الديون بالنسبة للبلدان التي لديها ديون خارجية، أو الدول التي بصدد الاستدانة، وهذا الوضع يدفع إلى إهمال القطاع الإنتاجي المحلي وتوجيه العوائد إلى خدمة الديون، ما يؤدي إلى غلى تراجع الانتاج وطنيا وخسارة فرصة الحصة السوقية للمنتج الوطني سواء داخليا أو خارجيا بحيث يحل من الخارج المنتج المستورد، وينسحب من السوق المنتج الوطني.

ب. الركود الاقتصادي العالمي:

يكون بتنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية، وكان ذلك بصفة أساسية التخفيض معدلات التضخم المرتفعة، وترتب على ذلك آثارا ركودية في النشاط الاقتصادي حيث ارتفعت معدلات البطالة وانخفض معدل النمو، مما أثر بدوره على حركة التجارة الدولية، فانخفاض معدل النمو السنوي في حجم الصادرات العالمية، وكان معدل هبوط الصادرات في البلدان النامية أكبر من البلدان المتقدمة. وهذا الانخفاض في صادرات البلدان النامية يرجع أيضا للسياسات الحمائية التي طبقتها البلدان المتقدمة كرد فعل الارتفاع أسعار النفط في تلك

الفترة ومما لا شك فيه أن الخسائر في صادرات البلدان النامية كان لها أثر كبير في تزايد العجز في موازين مدفوعات هذه البلدان.

ج. التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية:

توجد علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات وسعر صرف العملة للبلد، فإذا كان سعر الصرف العملة البلد ما أكبر من قيمته الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها وبالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال في ميزان المدفوعات. أما إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل مما يجب أن تكون عليه، سيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات مقابل تقلص الواردات، في حال وجود مرونة في الجهاز الإنتاجي، مما يؤدي أيضا إلى حدوث اختلال في الميزان، لذلك هذه الاختلالات غالبا ما ينتج عنها ضغوط تضخمية والتي تساهم في استمرارية الاختلال الخارجي، بمعنى بقاء الاختلال في ميزان المدفوعات لمدة طويلة.

د. تغير مستوى الدخل:

تؤدي زيادة مستويات الدخل في الدولة إلى زيادة إنفاقها على الواردات، كما أن انخفاض مستويات دخولها يؤدي إلى انخفاض إنفاقها على الواردات، ولكن زيادة الدخل في الدول الأجنبية تؤدي عادة لزيادة نفقاتها على السلع والخدمات المحلية، أي لزيادة صادرات الدولة محل الدراسة إلى العالم الخارجي، كما أن نقص مستويات الدخل في الدول الأجنبية يقترن عادة بانخفاض طلبها على السلع والخدمات المحلية، أي انخفاض صادرات الدول قيد البحث إلى الخارج¹.

هـ. تغير مستوى الأسعار:

يترتب على حالات التضخم والانكماش التي تصيب إحدى الدول، تغيرات مناظرة في مستويات الأسعار المحلية والعالمية، ففي حالة التضخم فإن الزيادة المقترنة بمستويات الأسعار المحمية من شأنه التأثير على حجم الصادرات والواردات، وبحسب هذا التغير هناك انخفاض في الطلب الخارجي على الصادرات، وزيادة الطلب الداخلي على الواردات، الأمر الذي يؤدي لحدوث اختلال في ميزان المدفوعات، أما في حالة الانكماش الاقتصادي فإن انخفاض الأسعار المحلية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض الطلب على الصادرات، وزيادة الطلب على الواردات، بطريقة مماثلة يمكن الوصول إلى أن حالات التضخم

¹ حاجي سمية، دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات حالة الجزائر 1990-2014، رسالة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك وأسواق المال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص ص 139-141، (بتصرف).

والانكماش وما يصاحبه من تغيرات مناظرة في مستويات الأسعار العالمية من شأنها أن تؤدي إلى تغيرات بنفس القيمة في حجم الصادرات والواردات.

و. أسباب أخرى:

من بين الأسباب الأخرى التي قد تؤدي لحدوث اختلال في ميزان المدفوعات، إقدام الدول على برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية، نتيجة لانخفاض الإنتاجية بسبب قلة أدوات الإنتاج. لذلك تقدم هذه الدول على مثل هذه البرامج اين تزداد وارداتها من الآلات والتجهيزات الفنية ومستلزمات الإنتاج، وغيرها من سلع التنمية لفترة طويلة نسبيا، وتمولها عن طريق قروض طويلة الأجل معقودة مقدما، هذا سيؤثر على ميزان مدفوعات الدولة، وبصفة خاصة ميزان العمليات الجارية وميزان رأس المال طويل الأجل.

الفرع الثالث: الأسباب الداخلية لعجز ميزان مدفوعات

أسباب العجز في موازين مدفوعات الدول تتباين بحسب مركز ومكانة تلك الدول في الاقتصاد العالمي، ونجد أن أسباب الاختلال في موازين مدفوعات الدول النامية تتمايز عن أسباب الاختلال في الدول المتقدمة وفيما يلي أسباب الخلل في ميزان المدفوعات في صورة العجز بالنسبة للدول النامية.

أ. نمط التنمية وهيكل التصنيع:

اتبعت معظم الدول النامية بعد استقلالها أنماط فاشلة في التنمية والنهوض باقتصادياتها حيث ظنت الدول النامية أنه يمكنها تحقيق التنمية الاقتصادية، عن طريق الاقتراض من الخارج دون أن ترسم لنفسها استراتيجية تؤدي بها إلى الاستعداد لدفع ديونها ومستلزماتها الخارجية عند حلول ميعاد التسديد، وطبقت معظم هذه الدول نموذج التصنيع الذي لم يستهدف إنتاج منتجات تحل محل الواردات من السلع الضرورية والإنتاجية، وإنما استهدفت خلق صناعات متمثلة في السلع الاستهلاكية الترفيهية التي يستفيد منها أصحاب الدخل المرتفعة، بل هذا النوع من النموذج التصنيعي، يتفق تماما مع التقسيم العالمي الجديد للعمل، كما يخدم مصالح الشركات الأجنبية الدولية ويساعده في تحقيق أهدافها، بل وما زاد من وقع ذلك هو أن هذا النموذج ساهم في حدوث عجز في موازين مدفوعات هذه الدول".

ب. اتساع فجوة الموارد المحلية:

البلدان النامية تعاني من فجوة كبيرة بين معدل الاستثمار القومي ومعدل الادخار، وهذه الفجوة تتزايد لأسباب متعددة منها تزايد الإنتاج الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الاستهلاك في الميل الحدي والمتوسط، والذي ينعكس على الادخار المحلي من حيث الانخفاض، الأمر الذي يؤثر على النسبة المؤثرة بالاستثمار المحلي، ويزيد من الاعتماد الأجنبي الذي ينعكس على الاقتراض بالزيادة، مما يؤدي إلى زيادة الاستيرادات من العدد

والآلات والسلع الوسيطة، وهذا ما من شأنه أن يزيد من العجز في ميزان المدفوعات، وقد يتزايد الاعتماد على الاستثمار الأجنبي وهذا أيضا قد يؤدي إلى تزايد العجز في ميزان المدفوعات بسبب التحويلات والارباح والفوائد والعوائد.

ج. تزايد معدلات التضخم:

من الواضح أن التضخم له تأثير سلبي على ميزان المدفوعات وذلك لأنه يضعف الموقف التنافسي لصادرات البلد التي تعاني من ارتفاع معدلات التضخم في السوق العالمي مما يؤدي إلى انخفاض الصادرات، وفي نفس الوقت فإنه يؤدي إلى تزايد الطلب على السلع الأجنبية نظرا لانخفاض أسعارها مما يؤدي إلى زيادة الاستيرادات، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد العجز في ميزان المدفوعات، ويلاحظ إذا تم علاج هذا العجز عن طريق الاقتراض في الخارج فإنه يعني العجز في ميزان المدفوعات منذ الوقت الذي يبدأ فيه سداد القرض.

د. هروب الأموال إلى الخارج:

ظاهرة هروب الأموال في البلدان النامية إلى الخارج تؤثر بصورة مباشرة على ميزان المدفوعات، لأنها تجعل البلد الذي يهرب منه رأس المال في عزوف دائم الرؤوس الأموال اللازمة للقيام بالاستثمارات، ولإستيراد السلع الضرورية، والوفاء بأعباء خدمة الدين، وقد تؤدي هذه الظاهرة إلى انخفاض معدلات الإنتاج والدخل والاستهلاك، ومما يؤثر بدوره على الوضع في ميزان المدفوعات الأمر الذي يؤدي إلى زيادة العجز فيه، ويلاحظ أن هناك خلافا في تفسير سبب هروب رأس المال من البلدان النامية للخارج، فالمؤسسات الدولية ترى سبب هذه الظاهرة هو المغالاة في تحديد سعر صرف العملة الوطنية، وانخفاض أسعار الفائدة الحقيقية في البنوك الوطنية، فضلا عن ارتفاع معدلات التضخم في هذه البلدان.

المطلب الثالث: آليات تعديل اختلال توازن ميزان المدفوعات

تتعدد طرق تصحيح الخلل في ميزان المدفوعات بين التدخل للتعديل والتعديل التلقائي، لكنه في الحالات الطارئة يستدعي الأمر تدخل السلطات العامة لتصحيحه، وذلك بإجراءات معينة مستغنية عن مبدأ الحرية الاقتصادية والمنافسة الكاملة، وأحيانا يعالج الخلل وفق أساليب تتماشى وآلية السوق، ويكون ذلك بالتركيز على مؤشرات محددة ودونما المساس بمبدأ الحرية الاقتصادية والمنافسة الكاملة.

الفرع الأول: التعديل الآلي لميزان المدفوعات

من المعروف أنه "إذا حصل اختلال في ميزان المدفوعات وكانت الدولة تتبع أسعار الصرف المرنة فإن ميزان المدفوعات يتعدل تلقائيا"، حيث أنه تتم عملية التصحيح التلقائي في ميزان المدفوعات الذي

يعاني من خلل" ففي حالة حدوث فائض في ميزان فإنه يعني دخول كميات كبيرة من الذهب إلى القطر يرافقها زيادة في عرض النقود في التداول الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في الأسعار المحلية للقطر المذكور مقارنة مع الأقطار الأخرى، وسترتب عن ذلك نتيجتين، أولهما انخفاض صادرات القطر إلى الخارج نظرا لارتفاع الأسعار من وجهة نظر الأجانب وثانيتهما هو ارتفاع في استيراد القطر من الخارج نظرا لملائمة أسعار السلع الأجنبية من وجهة نظر مواطني القطر وتستمر هذه العملية حتى يعود التوازن¹، بمعنى أنه في حالة العجز يكون المعروض النقدي الوطني في سوق الصرف الأجنبي أكبر من الطلب عليه، وذلك لأن المدفوعات التلقائية أكبر من المستلمات التلقائية.

وبسبب هذا العجز في ميزان المدفوعات ومع بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هي عليه، تميل قيمة العملة إلى الانخفاض. وبالتالي تصبح السلع الوطنية أقل كلفة من وجهة نظر المستوردين مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات الوطنية، والتي يرافقها طلبا متزايدا على العملة الوطنية وعرضا متزايدا لعملات الدول الأخرى، وبسبب هذا الطلب المتزايد على العملة الوطنية ينخفض سعر الصرف، ويستمر هذا الارتفاع في قيمة العملة حتى يصبح سعر الصرف توازنيا مع العملات الأخرى، وبالتالي يزول العجز في ميزان المدفوعات. وعلى عكس ذلك إذا كان هناك فائضا في ميزان المدفوعات، لأن المستلمات التلقائية أكبر من المدفوعات التلقائية، فإن سعر صرف عملة الأساس - مقابل العملات الأخرى ومع بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هي فإن أسعار السلع والخدمات المحلية سوف تكون مرتفعة. مما يؤدي ذلك إلى انخفاض كميات السلع والخدمات المصدرة إلى الخارج بسبب ارتفاع أثمانها من وجهة نظر المستوردين كما تشهد الواردات زيادة.

الفرع الثاني: التعديل عن طريق تدخل السلطات العامة

لما يكون العجز في ميزان المدفوعات يستدعي تدخل السلطات العامة، يجب أن يكون ذلك عن طريق التدخل للمعالجة عبر إحدى الطريقتين التاليتين، وهما السياسة النقدية أو السياسة المالية من خلال التقشف والانكماش ومراقبة السوق حيث "يحدث كثيرا ألا تدع السلطات العامة في الدولة قوى السوق شأنها لإعادة التوازن الميزان المدفوعات، وذلك لما يعنيه هذا من السماح بتغيرات في مستويات الأثمان والدخل القومي، وتلجأ السلطات إلى العديد من السياسات العلاج اختلال ميزان المدفوعات فهناك إجراءات تتخذ

¹ رائد عبد الخالق، عبد الله العبيدي، التمويل الدولي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 59.

داخل الاقتصاد الوطني وإجراءات تتخذ خارج الاقتصاد الوطني، فالإجراءات التي تتخذ داخل الاقتصاد الوطني تتمثل في:"

- بيع الأسهم والسندات المحلية للأجانب للحصول على العملات الأجنبية في حالة حصول عجز في الميزان؛
 - بيع العقارات المحلية للأجانب للحصول على النقد الأجنبي؛
 - استخدام أدوات السياسة التجارية المختلفة للضغط على الاستيرادات مثل نظام الحصص أو الرسوم الجمركية إضافة إلى تشجيع الصادرات من أجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات؛
 - استخدام الذهب والاحتياطات الدولية المتاحة لدى القطر في تصحيح الخلل في الميزان؛
 - قيام السلطات بتشديد القيود على النقد الأجنبي وتوسيع نطاق حظر الواردات، احتواء الواردات من خلال تطبيق القيود على التجارة والمدفوعات.
- وفيما يلي بعض الأساليب التي تتبعها السلطات العامة لعلاج الاختلال منها:

أ. التعديل عن طريق الانكماش والتكشف:

في طريقة التدخل للتأثير على ميزان المدفوعات عن طريق أسلوب الكشف تستطيع الحكومة تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات من خلال الانكماش والتضخم المحليين، فإذا كان هناك عجزاً في ميزان المدفوعات فإن الحكومة تقوم بسياسات انكماشية وذلك بتخفيض الطلب الكلي الفعال على السلع والخدمات المحلية وبالتالي يحدث انكماش في الدخل وتدني في القوة الشرائية وانخفاض في مستوى الأسعار المحلية ويحدث العكس في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات"، بمعنى أنه هناك علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات والدخل القومي لقطر ما، فتغير أحدها يؤدي إلى تغير الآخر، ويكون التدخل عادة عن طريق السياسة المالية أي تخفيض الإنفاق وزيادة الضرائب أو العكس، نظراً لأن كل زيادة في الدخل القومي للقطر تزيد في القوة الشرائية لرعاياه، فإنها تؤدي إلى زيادة طلبه على السلع المستوردة من الأجانب وقد تؤدي إلى انخفاض المقدار المتوافر من منتجاته للتصدير بزيادة الطلب المحلي على منتجاته، وبذلك يزداد الطلب على العملة الأجنبية وبالتالي يزداد العجز في ميزان المدفوعات. والعكس كل انخفاض في الدخل القومي للقطر يخفض في القوة الشرائية لرعاياه، فإنها تؤدي إلى نقصان طلبه على السلع المستوردة من الأجانب وقد تؤدي إلى ارتفاع المقدار المتوافر من منتجاته للتصدير وذلك نتيجة زيادة الطلب الأجنبي على منتجاته.

ب. التعديل عن طريق السياسات النقدية:

يستطيع البنك المركزي التأثير على الطلب على السلع والخدمات الأجنبية من خلال تعديل أسعار الصرف إذا كانت الدولة تتبع نظام أسعار الصرف الثابتة أو من خلال تعديل أسعار الفائدة.

ج. التعديل عن طريق سعر الصرف:

وهي الآلية المتبعة في حالة التخلي عن قاعدة الذهب الدولية اتخاذ نظام سعر صرف حر وعدم تقيده من قبل السلطات النقدية وتتخلص هذه الآلية في أن القطر الذي يعاني من حالة عجز في ميزان مدفوعاته عادة ما يحتاج إلى العملات الأجنبية، إلا أن زيادة عرض العملة المحلية سيؤدي إلى انخفاض سعرها في الاسواق المذكورة وعندها ستعدو أسعار السلع والخدمات المنتجة في ذلك القطر منخفضة مقارنة بالسلع والخدمات الأجنبية فيزداد الطلب على منتجات القطر، وهكذا تزداد صادراته مقابل انخفاض استيراداته نظرا لارتفاع أسعار المنتجات الأجنبية في هذه الحالة وتستمر هذه العملية حتى يعود التوازن إلى ميزان المدفوعات، أما في حالة وجود فائض في الميزان فإنه يحدث العكس تماما¹. أي أنه عند حدوث العجز في ميزان المدفوعات فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع والخدمات الوطنية، وهو ما يؤدي إلى زيادة الصادرات وانخفاض المستوردات، ويؤدي ذلك بالميزان إلى التوازن من جديد.

د. التعديل عن طريق سعر الفائدة:

حيث أنه تعتبر سعر الفائدة أهم ادوات السياسة النقدية حيث " يتم خفض عرض النقد في التداول الذي يؤدي بدوره إلى رفع سعر الفائدة مما سيؤثر على حجم الأنفاق الكلي نظرا لانخفاض الإنفاق الاستثماري في هذه الحالة، وهو ما يشجع على تدفق رؤوس الأموال للداخل وعندها سيتحسن موقف ميزان المدفوعات". ويقوم البنك المركزي برفع سعر الفائدة على العملات الأجنبية مثلا لاستقطاب رؤوس الأموال من الخارج وبالتالي تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات، في حالة العجز، والعكس في حالة الفائض.

الفرع الثالث: التعديل وفق نظرية المرونة

هذا الأسلوب مبني على مرونة الطلب على الصادرات والواردات فإذا كانت المرونة قوية فإن هذا الأسلوب ناجع، حيث " تعتمد على التغيرات المترتبة على تغيير سعر صرف العملة خصوصا من خلال إجراء تخفيض قيمة العملة والذي سيأثر على الموقف التجاري للبلد المعني حيث ستزداد صادراته وبالتالي

¹ رائد عبد الخالق، عبد الله العبيدي، مرجع سابق، ص 59.

ستؤثر على سعر الصرف الأجنبي أو الطلب عليه، ومن ثم سيتأثر وضع ميزان المدفوعات، فتتخفص قيمة العملة الوطنية حسب هذه الطريقة قد لا تؤدي إلى الهدف المرجو منها وذلك للأسباب التالية:

- نجاح تخفيض قيمة العملة الوطنية يتوقف في المقام الأول على مرونة الطلب على صادرات البلد واستيراداته؛
- آثار عملية تخفيض قيمة العملة تعتمد على معطيات مهمة للاقتصاد المعني وخاصة مدى القدرة الاستيعابية له، أي على درجة التوظيف السائد في الاقتصاد حيث أن لكل من هذه الأوضاع آثارها المختلفة على حالة التكيف الميزان المدفوعات .
- أنه يعتمد على طريقة تحويل الإنفاق عن طريق تغييرات سعر الصرف، وجوهر هذه الفكرة هو تحويل الإنفاق إما من السلع المحلية إلى الإنفاق على السلع الأجنبية من طرف المقيمين وبالتالي زيادة الواردات أو من الإنفاق على السلع الأجنبية إلى الإنفاق على السلع المحلية من طرف غير المقيمين وبالتالي زيادة الصادرات؛
- يهتم هذا الأسلوب بميزان السلع والخدمات.

صياغة النظرية: تعتمد هذا نظرية المرونات على شرط (Lerner – Marshal)، وذلك في إظهار مرونة كل من الصادرات والواردات بالنسبة لسعر الصرف في توجيه ميزان المدفوعات.

وعليه فالصيغة الوحيدة التي تؤدي إلى تحسن الميزان هي الصيغة التي يكون فيها مجموع المرونتين أكبر من الواحد الصحيح وهو الشرط الأساسي ل (Lerner – Marshal) وهو الشرط الذي يحدد الكيفية التي يتحسن بها الميزان التجاري على أثر انتهاج سياسة معينة لسعر الصرف حسب حالات العجز أو الفائض. فعند حدوث عجز على الدولة أن تتبع سياسة تخفيض قيمة عملتها وعند حدوث فائض فلا بد عليها أن تتبع سياسة رفع قيمة العملة، والأثر الصافي لتخفيض قيمة العملة على الميزان يعتمد على مرونة الطلب العالمي وصادرات الدولة ومرونة الطلب الوطني على الواردات. فإذا كان مجموع المرونتين أكبر من الواحد فإن تخفيض العملة يؤدي إلى تلاشي العجز في الميزان كما أن رفع قيمة العملة يؤدي إلى تلاشي الفائض¹.

¹ محمد راتول، تحولات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق نظرية أسلوب المرونات، ملحق المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية- الواقع والتحديات، كمية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 14 - 15 ديسمبر 2004، ص 336.

المحور السادس:

سعر الصرف

1 - ماهية الصرف:

1- مفهوم الصرف:

الصرف هو عبارة عن عملية تظهر عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها فكل دولة لها عملتها الخاصة تستعمل في عمليات الدفع الداخلية، وتظهر الضرورة إلى إستعمال العملات الخارجية عندما تقوم علاقات تجارية أو مالية بين شركات تعمل داخل الوطن مع شركات تعمل خارجه، وتحتاج الشركات المستوردة إلى عملة البلد المصدر لتسديد السلع المستوردة، وتضطر بذلك إلى الذهاب إلى سوق الصرف لشراء عملة البلد المصدر كي تتم هذه العملية، وفي الواقع ليست الشركات التي تقوم بالتجارة مع الخارج هي فقط التي تحتاج العملات الدولية بل كل شخص ينتقل إلى خارج البلد الذي يقيم فيه يحتاج إلى عملات الدول التي يود الذهاب إليها ولو كان سائحا ويجد نفسه حينئذ مضطرا للقيام بعمليات الصرف.

وتتم عمليات الصرف فيما يسمى بسوق الصرف (Marché de change) وهو المكان الذي يتم فيه تبادل العملات المختلفة، ولكن هذا المكان ليس محدود الحيز الجغرافي، وإنما يقصد به شبكة العلاقات الموجودة بين وكلاء الصرف (Camistes) في كل البنوك المنتشرة عبر مختلف أنحاء العالم بالإضافة إلى اللقاءات الفعلية بين وكلاء الصرف في غرفة خاصة بالصرف موجودة على مستوى لبورصة. والسؤال المطروح: على أي أساس تتم عملية صرف العملات؟

في الواقع يتم ذلك كأى سلعة أخرى، بناءً على عرض العملات والطلب عليها وكما هو واضح، فإن الطلب والعرض الخاص بالعملات هو عمليتان مشتقتان إلى حد ما ويعني ذلك أن الطلب مثلا على العملات الأجنبية هو تابع للطلب على السلع الأجنبية ونفس الشيء بالنسبة إلى العرض، ولكن هذا لا يجعلنا ننفي إمكانية الطلب والعرض الخاصتين بالعملات الأجنبية كعمليتين مستقلتين عن إجراء الصفقات التجارية ويحدث هذا الأمر بصفة أساسية أثناء القيام بعملية المضاربة¹.

02- أنواع الصرف:

يمكننا الحديث على عدة أنواع للصرف، يتميز كل نوع منها بخصائص أساسية ويترجم خيارات أمام المقدم على شراء العملات الأجنبية ونتحدث هنا عن الصرف نقدا والصرف لأجل، ثم نتحدث عن خيارات الصرف.

* الفرع الأول: الصرف نقداً Change au comptant

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر (2005)، ص 95-96.

* الفرع الثاني: الصرف لأجل **Change à terme**

1-2 / الصرف نقداً **Change au comptant**

1-1-2. تعريف: يقصد بالصرف نقداً هو أن تتم عملية وتسليم واستلام العملات لحظة إبرام عقد الصرف، ومطابقين سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد وفي الحقيقة فإن فترة الصرف نقداً تمتد إلى 48 ساعة من لحظة إبرام العقد.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن سعر الصرف يتغير باستمرار خلال اليوم تبعاً لعرض العملات والطلب عليها، ويقوم وكلاء الصرف بإعلام زبائنهم بهذه الأسعار والسهر على تنفيذ أوامره فيما يتعلق بإجراء عمليات الصرف، من المهم أم نفرق هنا بين نوعين لسعر الصرف النقدي وهما (سعر الشراء وسعر البيع).

* **سعر الشراء Prix d'achat ou Bid price**: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يدفعها البنك لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية

* **سعر البيع Prix de vente ou Ask price**: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يطلبها البنك لبيع وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ويكون سعر البيع دوماً أكبر من سعر الشراء، ويمثل الفرق بينهما هامش البنك « Spread » أي: هامش البنك = سعر البيع - سعر الشراء

مثال: سعر شراء الدولار: \$ 1 = 57.97 دينار

سعر بيع الدولار: \$ 1 = 59.86 دينار

ويمكن حساب هامش البنك من عملية شراء وبيع دولار واحد كما يلي:

هامش البنك = سعر البيع - سعر الشراء

= 57.97 - 59.86

هامش البنك = 1.89 دينار .

2-1-2. حساب الأسعار المتقاطعة: **Cour croisés**

عند تبادل العملات في مركز مالي معين. قد يكون سعرا عمليتين مقابل بعضيهما البعض غير متوفر ولضرورة التبادل يجب تحديد سعر تبادلها ويتم بناء على علاقة العمليتين بعملة ثالثة وتسمى الأسعار المحسوبة بهذه الطريقة بالأسعار المتقاطعة، إذ إنطلاقاً من سعر العملات في المراكز المالية، يمكننا أن نحسب سعر أي عملة بدلالة عملة أخرى.

في الجزائر: \$ 1 = 59.86 دينار ج

10 أكتوبر 1996م \$ = 57.17 دينار

$$\Delta C = \frac{Ct1 - Ct0}{Ct0} \times 100 \Rightarrow \Delta C = \frac{57.17 - 58.04}{58.04} \times 100$$

$$\Rightarrow \Delta C = -1.5 \%$$

وهذا يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد إنخفضت بمقدار 1.5 % مقابل الدينار وذلك خلال الفترة الممتدة من 96/07/05م إلى 96/01/10م وهذا يعادل تماما القول أن قيمة الدينار قد إرتفعت مقابل الدولار بنفس النسبة خلال نفس الفترة .

2-1-4. إختلاف أسعار العملات في مختلف المراكز المالية وعمليات التحكيم:

كما ذكرنا سابقا فإن سعر عملة معينة مقارنة بعملة أخرى تتغير بشكل مستمر في اليوم وفي مختلف المراكز المالية، وقد يؤدي هذا التغير إلى ظهور أسعار مختلفة لعملة ما مقارنة بعملة أخرى في مراكز مالية مختلفة، إن هذا الإختلاف في الأسعار يدفع وكلاء الصرف إلى القيام بعمليات التحكيم ما بين الأسعار في مختلف المراكز المالية ثم المبادلة بالشراء في المركز المالي حيث سعر العملة منخفض وإعادة البيع في المركز المالي حيث سعر العملة مرتفع.

وإذا كانت الأسعار هي نفسها في مركزين ماليين فلا معنى لعملية التحكيم ولن يكون هناك أي بيع أو شراء للإستفادة من فرق السعر، ولكي تكون لعملية التحكيم معنى يكفي أن يكون سعر البيع في أحد المراكز المالية أكبر من سعر الشراء في مركز مالي آخر.

وكذلك أن لوكلاء الصرف لهم مصلحة في تداول العملات المختلفة للإستفادة من فروق الأسعار، وهذا بسبب كافي يبرر طلب العملات وعرضها لأغراض أخرى غير الأغراض الخاصة بتسديد الصفات التجارية، وفي الحقيقة توجد عدة أنواع للتحكم فيما يتعلق بتبادل العملات ويمكن إختصار هذه الأنواع فيما يلي:

أ) عمليات التحكيم المباشر:

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

ب) عمليات التحكيم غير المباشرة:

هذا النوع من العمليات يظهر عندما تكون هناك ثلاث عملات حيث لا تكون إحدى هذه العملات المسعرة مباشرة بدلالة إحدى العملتين الأخرتين ولكنها مسعرة بدلالة العملة الثالثة.

ج) عمليات التحكيم على معدلات الفائدة:

ينشأ هذا النوع من التحكيم عندما يكون هناك فرق في معدلات الفائدة على عملة معينة في مركزين ماليين مختلفين.

2-2/ الصرف لأجل Change à terme

2-2-1. تعريف: تعتبر عملية الصرف لأجل إذا كان تسليم واستلام العملات يتمان بعد فترة معينة من تاريخ إبرام العقد، مطبقين سعر الصرف ويحسب بناء على سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد، وتكون هذه عملية الصرف لأجل إذا كان تنفيذ العملية يتم بعد 48 ساعة من تاريخ إبرام العقد. ومن هنا نلاحظ أن الفرق بين عملية الصرف لأجل وعمليات الصرف نقدا يتمثل في تاريخ التسليم والإستلام حيث يكون متأخرا بالنسبة للصرف لأجل ويكون في أقل من 48 ساعة بالنسبة للصرف نقدا وتستعمل عملية الصرف لأجل من طرف الشركات العاملة في التجارة الخارجية لتفادي الأخطار الناجمة عن التقلبات المحتملة وغير المتوقعة في أسعار صرف العملات، حيث أن سعر الصرف المطبق عند التسليم والإستلام هو سعر الصرف السائد لحظة إبرام عقد الصرف، ومهما كان سعر الصرف السائد لحظة تنفيذ العقد (تاريخ الإستحقاق).

بالإضافة إلى كون أن عملية الصرف لأجل تستعمل من طرف الشركات التي تعمل في التجارة الدولية كإحدى الطرق التي تستعملها لتفادي الأخطار المحتملة الناجمة عن تغيير أسعار الصرف، فإنها تستعمل أيضا من طرف المضاربين حينما يتوقعون مستقبلا إرتفاع سعر العملة التي يشترونها وبطبيعة الحال فإنهم سوف يتكبدون خسائر إذا لم تكن توقعاتهم هذه صائبة¹.

2-2-2. ثمن تأجيل التسليم وتسعير العملات في سوق الصرف لأجل:

يحسب سعر الصرف في عمليات الصرف لأجل على أساس سعر الصرف نقدا السائد لحظة إبرام العقد، ويأخذ بالإعتبار - بالإضافة إلى سعر الصرف نقدا لحظة إبرام العقد - تكلفة فترة الإنتظار، ومن المحتمل أن يكون سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم موجبا: دعونا نسميه **مرايحة Report**، ويستعمل هذا الأخير لوصف الحالة التي يكون فيها ثمن التأجيل موجبا ومن الممكن في حالات أخرى أن يكون سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم سالبا دعونا نسميه **وضيعة Deport** ويستعمل للدلالة على تلك الحالة التي يكون

¹ مرجع سابق، ص ص 100-101.

فيها ثمن التأجيل سالبا، ويدفع المقدم من طرف المشتري ويستفيد منه البائعون بينما المؤخر يدفعه البائعون ويستفيد منه المشترون.

وبصفة عامة يمكننا وضع القاعدة التالية:

* إذا كان سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{المربحة}$$

* إذا كان سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{الوضيعة}$$

2-2-3. ثمن تأجيل التسليم: بعد أن عرفنا على أي أساس يحسب سعر الصرف لأجل، بقي لنا أن نعرف كيفية حساب ثمن تأجيل التسليم (سواء كان مقدما أو مؤخرا)، في الحقيقة يمكن للبنوك حساب سعرين للصرف لأجل.

- الأول هو سعر الشراء والثاني هو سعر البيع

ويتم حساب كلا السعرين بالإعتماد على أسعار الفائدة على مختلف العملات والسائدة في سوق الصرف الوطني (سوق مابين البنوك) وسوق الصرف الدولي قصير الأجل (سوق الأورو-دوفيز) ويمكن حساب ثمن تأجيل التسليم في حالتي البيع والشراء كما يلي:

أ (ثمن تأجيل التسليم في حالة حساب سعر الشراء لأجل: في هذه الحالة يحسب ثمن التأجيل كما يلي:

$$\text{Re ou De} = \frac{(I_{pn} - I_{ee}).(t/36000)}{1 + I_{ee}(t/36000)} \times C_{ac}$$

حيث أن: **Re**: ثمن تأجيل التسليم (مربحة)

De: ثمن تأجيل التسليم (وضيعة)

I_{pn}: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الوطني لما بين البنوك

I_{ee}: معدل الفائدة على الإقتراض في السوق الدولي قصير الأجل (سوق الأورو-دفيز)

T: أجل التسليم مقاسا بالأيام ويمكن أن يقاس أيضا بالشهور

C_{ac} : هو سعر الشراء في سوق الصرف نقداً

ويلاحظ أنه كلما كان معدل الفائدة على الإقتراض في السوق الوطني لما بين البنوك I_{pn} أكبر من سعر الفائدة في سوق الصرف الدولي قصير الأجل I_{ee} ، يكون ثمن التأجيل موجبا (مرابحة) ويكون بالتالي سعر الشراء لأجل أكبر من سعر الشراء نقداً والعكس صحيح.

(ب) ثمن تأجيل التسليم في حالة حساب سعر البيع لأجل:

$$Re \text{ ou } De = \frac{(I_{pn} - I_{ee}).(t/36000)}{1 + I_{ee}(t/36000)} \times C_{vc}$$

حيث أن: C_{vc} : سعر البيع في سوق الصرف نقداً

ونفس الشيء يمكن أن يقال هنا كذلك حيث أنه عندما يكون معدل الفائدة على الإقتراض في سوق الصرف الوطني لما بين البنوك أكبر من معدل الفائدة على الإقتراض في سوق الصرف الدولي قصير الأجل يكون ثمن التأجيل سالبا (وضيعة) ويكون بالتالي سعر البيع لأجل أكبر من سعر البيع نقداً والعكس صحيح

03) خيارات وأنظمة الصرف:

3-1/ الفرع الأول: خيارات الصرف

3-1-1. تعريف خيارات الصرف: يمكن في الحقيقة الحديث عن نوعين من خيارات الصرف والتي

هي خيارات الشراء وخيارات البيع، ويمكن تعريف خيارات الصرف في إطار هذين النوعين:

* خيار الشراء: فهو ذلك الخيار الذي يعطي لصاحبه الحق في شراء مبلغ معين من العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية بسعر معين وفي أجل إستحقاق محدد مسبقا وعلى هذا الأساس، فإن خيار الشراء لايعتبر ملزما للمشتري بل يمكنه أن ينفذ قرار الشراء أو يتنازل على الخيار.

* خيار البيع: فهو ذلك الخيار الذي يعطي لصاحبه في بيع مبلغ معين من العملة الصعبة مقابل العملة الوطنية بسعر معين وفي تاريخ إستحقاق معين محدد مسبقا، وخيار البيع لا يعتبر هو الآخر ملزما لصاحبه بل يمكن البائع أن ينفذ هذا الخيار أو يتنازل عنه حسب تطورات سوق الصرف.

3-1-2. سعر الخيار: Prix de l'option

سواء تعلق الأمر بخيار الشراء أو خيار البيع فإن الصفقة على أساس سعر يسمى سعر الممارسة ويسمى « Prix de l'exercice » ويتضمن سعر الممارسة علاوة « Prime » مقابل الحق الذي يتيح خيار الصرف، والفرق بين سعر الممارسة وسعر الصرف نقداً يسمى القيمة الذاتية أو الأصلية للخيار Valeur

القيمة الممارسة - سعر الصرف نقداً أي intrinsèque de l'option

3-2/ الفرع الثاني: أنظمة الصرف

لقد عرف نظام الصرف عدة محطات في تطور بدأت من قاعدة الذهب وإنتهت اليوم إلى النظام العائم، ولقد كان نظام بريتون وودز يقوم على أساس الدولار الأمريكي المرتبط بدوره بالذهب، ذلك أن الولايات م أ كانت تقبل بتحويل الدولار لغير المقيمين بسعر ثابت: أوقية = 35 \$.

وكانت الدول ترتبط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار، إلا أن الأمر سرعان ما تم تجاوزه بإعلان الرئيس نيكسون في أوت 1971م منع تحويل الدولار إلى ذهب، غير أن النظام تلك الفترة لم يكن له أي دور في تنظيم الإصدار النقدي أو في تحقيق التوازن الداخلي الذي كان متروكا لإعتبارات السياسة الاقتصادية والنقدية الداخلية في كل دولة ولقد مثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين إنهاء بريتون وودز ومنذ ذلك الوقت عرف نظام الصرف نمطين أساسيين¹.

3-2-1. النمط الأول: أنظمة الصرف الثابتة

وفي ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر الصرف العملة إلى:

3-2-1-1. عملة واحدة: تتميز بمواصفات معينة كالقوة والإستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الإقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة بدون إحداث تغيير، إلا في بعض الحالات، كما هو حال الفرنك الإفريقي سابقا مع الفرنك الفرنسي، وكما هو حال الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي، ولقد شكلت العملات المربوطة بعملة واحدة سنة 1996: 20 عملة بالدولار الأمريكي.

14 عملة بالفرنك الفرنسي

3-2-1-2. سلة عملات: وعادة ما يتم إختيار العملات إنطلاقا من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاص كما هو شأن الدينار الإماراتي، أو الربط حاليا باليورو باعتباره إمتدادا لسلة العملات المكونة للإيكو سابقا ولقد تم تسجيل 20 عملة مرتبطة بسلة من العملات من غير حقوق السحب الخاصة في سنة 1996 م.

3-2-1-3. ضمن هوامش معينة: سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو سلة عملات وهنا يتم تحديد مجال التقلب المسموح به.

3-2-2. النمط الثاني: أنظمة الصرف المرنة: تتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها، المؤشرات الإقتصادية للبلد مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوءها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر . 2003/2004، ص115.

3-2-2-أ. **التعويم المُدار**: ضمن هذا النظام المتطور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الإحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب، وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.

3-2-2-ب. **التعويم الحر**: هو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملات أن تتغير صعودا وهبوطا حسب السوق ويسمح التعويم للسياسات الإقتصادية الأخرى بالتححرر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فإن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لأن تشكل قيودا. والجدول الموالي يوضح أنظمة الصرف في الدول العربية.

الجدول رقم أنظمة الصرف في الدول العربية عام 2000

الجدول رقم 06: أنظمة الصرف في الدول العربية عام 2000

أ) ترتيبات أسعار الصرف	ب) سوق صرف النقد الأجنبي	ج) نظام عرض أسعار صرف آجلة	د) قبول أحكام إتفاقية صندوق النقد	هـ) المادة 14 (إستمرار تطبيق
* الأردن	*	*		٤
الإمارات		*		٤
البحرين		*		٤
تونس		*		٤
الجزائر		*		٤
* جيبوتي		*		٤
السعودية		*		٤
السودان		*		٤
* سورية		*		٤

المحور السادس ————— سعر الصرف

العراق			*						*	*				لا	نعم
عمان			*						*	*	*			نعم	لا
قطر				*					*	*	*	*		نعم	لا
الكويت					*				*	*	*	*		نعم	لا
لبنان							*		*	*	*			نعم	لا
ليبيا				*										لا	نعم
مصر							*		*	*	*	*		لا	نعم
المغرب					*				*	*	*	*		نعم	لا
مورطانيا							*		*	*	*	*		نعم	لا
اليمن								*	*	*	*	*		نعم	لا

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير العربي المؤخر أبو ظبي، سبتمبر 2001/ص362.

04) تغطية أخطار الصرف:

يمكن للمتعاملين في التجارة الخارجية اللجوء إلى خيارات الصرف للحد من أخطار الصرف على قيمة عائداتهم أو مدفوعاتهم بالعملة الصعبة المتأتية من صفقاتهم التجارية الخارجية. وفي هذا المجال يمكن للمصدرين الذين لم يحصلوا على عائداتهم فوراً أن يلجئوا إلى شراء خيارات بيع، فإذا ارتفع سعر العملة الأجنبية التي تتم بواسطتها المعاملة عند لحظة التحصيل، فإن المصدرين المعنيين ليس من مصلحتهم ممارسة الخيار بل يقوموا ببيع مبلغ العائدات من العملة الصعبة في سوق الصرف نقداً حيث سعر الصرف مرتفع وهو أعلى من سعر الخيار، ولكن إذا إنخفض سعر صرف العملة الصعبة المعنية، فعليه القيام بممارسة الخيار لأنه في هذه الحالة ليس من مصلحتهم القيام ببيع عائداتهم في سوق الصرف نقداً حيث سعر الصرف منخفضاً وهو أقل من سعر الخيار¹.

كما يمكن للمستوردين الذين لم يسددوا قيمة وارداتهم فوراً أن يلجئوا إلى شراء خيارات شراء، فإذا إنخفض سعر صرف عملة الدفع الأجنبية في سوق الصرف نقداً عند لحظة القيام بالدفع فإن المستوردين المعنيين ليس من مصلحتهم ممارسة الخيار بل يقومون بشراء مبلغ الصفقة في سوق الصرف نقداً حيث سعر الصرف نقداً منخفضاً وهو أقل من سعر الخيار، أما إذا ارتفع سعر صرف العملة المعنية في سوق الصرف نقداً لحظة القيام بالدفع، فمن مصلحة هؤلاء المستوردين ممارسة الخيار لأنه ليس من مصلحتهم شراء مبلغ الصفقة في سوق الصرف نقداً حيث سعر الصرف مرتفعاً وهو أعلى من سعر الخيار.

وبهذه الكيفية، نلاحظ أن اللجوء إلى خيارات الصرف قد أتاح للمصدرين والمستوردين على السواء إمكانية تجنب الخسائر المحتملة الناجمة عن تغيير سعر الصرف الخاص بالعملات الصعبة المستعملة في عمليات الدفع من طرف كل الأطراف المشاركة في التجارة الخارجية

II - مدخل إلى سوق الصرف:

01) مفهوم سوق الصرف: هناك تعريفات عديدة نذكر من بينها:

➤ هو مكان تلاقي عرض وطلب مختلف العملات ومن خلاله يتم تحديد سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى.

¹ الطاهر لطرش - تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-112.

- هو الوعاء الذي تتم فيه كل الصفقات العالمية سواء تعلقت بالتجارة الدولية أو بتدفق رؤوس الأموال، وما تجدر إليه الإشارة أن سوق الصرف غير محدد المكان فهو يتوزع على كل المراكز المالية، عبر الشبكات المعلوماتية والكوابل الهاتفية للبنوك والمؤسسات المالية.
- هو السوق الذي تنفذ 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 طريقة شبكات الإتصال أو أقمار صناعية، يتم إنشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية مثل (رويتر) (Reutiers) وتعمل 24 ساعة، وهذا نتيجة إختلاف التوقيت في هذه الأسواق فعندما تغلق الأسواق في الولايات المتحدة تبدأ أسواق طوكيو بالعمل وبعد ذلك بساعتين تفتح أسواق هونغ كونغ وسانغفورة وبعدها بساعتين تبدأ أسواق نيودلهي بالعمل لتليها بعد ذلك أسواق البحرين والشرق الأوسط وبعدها بساعتين تبدأ الأسواق الأوروبية في العمل وأسواق طوكيو في الإغلاق، وفي منتصف ساعات عمل الأسواق الأوروبية تبدأ الأسواق الأمريكية في العمل.

(02) حجم سوق الصرف وأهم المراكز المالية:

تعتبر التبادلات في سوق الصرف كبيرة جدا إذا ما قورنت بحجم التجارة الدولية فأسبوع واحد من التعاملات في سوق الصرف كفيل بتغطية تعاملات التجارة الدولية وهذا بالرجوع إلى تحقيقات البنوك المركزية في أبريل 1989 م، أين كان الحجم اليومي لسوق الصرف يقدر بـ 640 مليار \$، ومن هذا التاريخ وحتى التحقيق الذي أجري في أبريل 1995 م تضاعف تقريبا حجم سوق الصرف، حيث قدرت التعاملات فيه بـ 1230 مليار \$ ومن حيث كثافة العمليات وعدد المتدخلين في سوق الصرف، نجد أن بريطانيا تحتل المرتبة الأولى ثم تأتي الولايات م أ في المرتبة الثانية واليابان في المرتبة الثالثة وعموما يمكن تحديد الحجم اليومي لسوق الصرف وترتيب المراكز المالية في الجدول التالي.

حجم التبادلات (مليار \$)		البلد	حجم التبادلات (مليار \$)		البلد
أفريل 1995 م	أفريل 1989 م		أفريل 1995 م	أفريل 1989 م	
90	49	هونغ كونغ	464	187	بريطانيا
86	57	سويسرا	244	129	و م أ
76	57	ألماني	161	115	اليابان
58	26	فرنسا	105	55	سنغافوراه

03) المتدخلون الرئيسيون في سوق الصرف وأهم العملات الصعبة المتداولة دولياً:

3-1/ الفرع الأول: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصرف:

يتدخل في سوق الصرف:

3-1-1. البنك المركزي:

يتدخل هذا البنك للقيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة، ومن جهة أخرى تنفيذ أوامر الحكومات بإعتباره بنك الدولة، بخصوص المعاملات في العملة يكون هذا التدخل من قبل البنك المركزي في العادة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى لأنه يعتبر مسؤولاً عن صرف سعر العملة.

3-1-2. البنوك التجارية والمؤسسات المالية:

حيث تتدخل في السوق لتنفيذ أوامر زبائنها ولحسابها الخاص، فأعوان الصرف العاملون في البنوك يجمعون أوامر الزبائن، يقومون بالمقاصات ويحولون إلى السوق الفائض من عرض أو طلب العملات الصعبة ويتوفرون على أجهزة إعلام آلي تتضمن آخر الأسعار المطبقة بين البنوك في مختلف الساحات المالية العالمية، ومهمة أعوان الصرف هي معالجة الأوامر قصد تمكينها من الحصول على أفضل سعر وتحقيق مكاسب لصالح بنوكهم.

3-1-3. سماسرة الصرف:

يعتبر سماسرة الصرف وسطاء نشيطين يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين، ويقومون بضمان الإتصال بين البنوك وإعطاء المعلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشتري لهذه العملات. تعتبر بيوت السمسرة جد هامة في إنجلترا وفي نيويورك ولندن، فجز كبير من العمليات يقوم بها الوسطاء المستقلون Brokers الذين يعملون لصالح البنوك، وفي ساحة باريس هناك أزيد من 20 سمسار يكافأون عن طرق عمولة سمسرة.

ومن بين أهم النشاطات المتواجدة في سوق الصرف نذكر:

* التغطية: شراء أو بيع في وقت لاحق.

* المضاربة: عكس التغطية.

* التحكيم: هو عملية إستفادة من التحويل.

3-2/ الفرع الثاني: أهم العملات الصعبة المتداولة دولياً:

3-2-1. الدولار الأمريكي:

ويستمد هذه الأهمية من أهمية الإقتصاد الأمريكي حيث يمثل 20.7% من الناتج المحلي العالمي، 15.2% من الصادرات العالمية، ويستخدم الدولار في تسوية 51% من التجارة العالمية، وكذلك بـ 45% في إصدار السندات الدولية، وسيطر على 50% من هيكل ديون الدول النامية و 60% من إحتياط الدول من العملات الصعبة.

3-2-2. الأورو الأوروبي:

يأتي هذا إحتلالاً للعملات الأوروبية الهامة مثل المارك الألماني الذي كان يمثل 21% من إحتياطات الدول من العملة الصعبة سنة 1983م وللموقع الجديد في الإقتصاد العالمي الذي أصبحت تمثله أرض اليورو Euroland حيث تمثل 20% من الناتج المحلي العالمي و 7% من التجارة العالمية.

3-2-3. الين الياباني:

حيث تمثل اليابان 8% من الناتج المحلي العالمي و 8% من التجارة العالمية.

3-2-4. الجنيه الإسترليني:

لكونه لا يزال خارج العملات المنظمة لليورو وتظهر قوته من خلال سعر صرفه مقابل الدولار حيث 1 جنيه إسترليني = \$1.58 أمريكي.

3-2-5. الفرنك السويسري:

وتأتي قوة الفرنك السويسري من طبيعة البنك المركزي السويسري الذي يتمتع بأعلى درجات الإستقلالية المتعارف عليها دولياً، فضلاً على كون سويسرا ساحة مالية كبيرة، نتيجة سياسة الحياد التي تعتمدها الحكومة السويسرية وابتعادها عن المنازعات والمشاكل الدولية حيث 1.16 فرنك سويسري = \$1 أمريكي. وهناك عملات أخرى ذات أهمية دولية مثل الدولار الكندي، الدولار الأسترالي والريال السعودي.

04) معاملات سوق الصرف:

يتم تصنيف معاملات سوق الصرف إلى:

4- أ/ سوق الصرف نقدا (الآني أو العاجل):

تعكس أسعار الصرف نقدا مختلف القوى الاقتصادية المؤثرة في النقد في وقت محدد، وتتابع هذه الأسعار بعناية شديدة من قبل المحللين والمراقبين، وتؤدي قراءة أسعار الصرف أحيانا إلى حدوث نوع من البلبلة، نظرا لوجود أسلوب تسعير.

* الأسلوب الأول: التسعير بشكل مبهم Cotation à l'inertain

يؤدي هذا الأسلوب إلى التعبير عن عدد الوحدات النقدية الضرورية للحصول على وحدة نقية أجنبية مثلا في الجزائر قيم الحديث عن عدد والحدات النقدية (الدينارات) الضرورية للحصول على دولار واحد أو أورو واحد أو جنيه إسترليني واحد.

* الأسلوب الثاني: التسعير بشكل واضح Cotation au certain

يؤدي هذا الأسلوب إلى التعبير عن سعر وحدة نقدية وطنية بالعملة الأجنبية، ونجد بريطانيا، أستراليا، ونيوزيلندا تعتمد هذا الأسلوب حيث تعرض السلطات البريطانية عدد الوحدات من العملات الأخرى اللازمة للحصول على جنيه بريطاني واحد، مع الإشارة إلى أن هناك إتجاه متزايد اليوم لعرض التسعيرة بالأسلوبين معا.

- يتم عرض التسعيرة بالأسلوبين على أساس أسعار الشراء وأسعار البيع، وعادة ما يتم التعبير عن سعر العملة برقم متبوع بأربعة أرقام بعد الفاصلة، والرقم الأخير من الفاصلة يعبر عنه بنقطة أي نقطة تساوي $\frac{1}{10000}$ من سعر صرف العملة.

مثال: ارتفاع سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي ما بين 1997 - 1998 م بالانتقال من 0.6098 إلى 0.6022 يعبر عن تحسن في قيمة الجنيه ب $0.6098 - 0.6022 = 76$ نقطة.

4- ب/ سوق الصرف لأجل:

تخضع عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية في السوق الآجلة إذا تم الإتفاق على تسديد الأموال بعد أكثر من يومي عمل في تاريخ لاحق، ولهذا يمكن اعتبار أسعار الصرف الآجلة على أنها إتفاق على مبادلة عملة ما بأخرى في المستقبل، حيث يتم تحديد أسعار التبادل وقيمة التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد، وعادة ما يتضمن السوق مجموعة من المهل المعيارية (30 يوم، 60 يوم، 90 يوم، 180 يوم، سنة) ويمكن إستخدام بعض المهل الأخرى على ضوء العرض والطلب على السيولة في السوق،

فمعاملات العملات الأخرى الأكثر أهمية قد يتم وفق مهل تتجاوز السنة، ولكن بحجم أقل بكثير من تلك التي تتم وفق المهل التقليدية.

ويختلف سعر الصرف الآجل عن سعر الصرف الآني، وعادة ما يكون الفارق بينهما بدلالة معدلات الفائدة المعمول بها بالنسبة للعملات المعنية، فإرتفاع أو إنخفاض السعر الآجل لعملة ما يتناسب عكسيا مع سعر فائدة العملة، وكلما زاد الفرق بين أسعار فائدة العملتين وزادت مدة العقد الآجل كلما زاد الفرق بين السعر الآني للعملة والسعر الآجل .

4- ج/ سوق مقايضة العملات – SWAP:

يعتبر سوق مقايضة العملات إمتدادا للسوق الآجل ومقايضة العملات عبارة عن عملية تؤمن لعون إقتصادي إمكانية شراء وبيع عملة مقابل أخرى في آن واحد مع مواقيت دفع مختلفة، وبالتالي فإن عملية المقايضة هي صرف العملات مع وعد بإنجاز العملية المعاكسة في زمن يحدد مسبقا، وعلى أصحاب المعاملات نقدا لأجل، فإن مستخدم المقايضة لا يتحمل مخاطر الصرف، وعملية المقايضة أداة ملائمة للتوظيف الظرفي لفائض عملة غير مطلوبة مباشرة، وبالنسبة للبنك تعتبر وسيلة مفيدة لتغطية المعاملات لأجل.

تسمح عملية المقايضة للطرفين المتقابلين بالإستفادة من فارق النقاط (علاوة أو حسم) الناجم عنهما، ويطلق على العلاوات أو الحسم معدل المقايضة Le taux de SWAP

ورغم أن مواعيد التسليم يتم تحديدها بشكل حر فإن هناك معاملات نمطية في هذا السوق:

* شراء عملة أو بيعها نقدا ثم بيعها أو شراؤها من جديد في آن واحد يتم التسليم بعد أسبوع، شهر أو ثلاثة أشهر.

* شراء عملة أو بيعها على أن يتم التسليم في اليوم الموالي، وفي ذات الوقت يتم بيعها أو شراؤها من جديد في وقت لاحق (ثلاثة أشهر مثلا).

* شراء عملة أو بيعها ويتم التسليم في وقت لاحق (شهران مثلا) ثم تباع أو تشتري في وقت لاحق (ثلاثة أشهر مثلا).

والعملات الهامة هي التي تكون في العادة موضوع مقايضة، وهي التي تنشط السوق لكثرة إستخدامها من قبل المؤسسات والبنوك في معاملاتها التجارية أو في عمليات التمويل (بين/\$، أورو/\$، جنيه/\$، فرنك سويسري/مارك)

III - ماهية سعر الصرف:

01) مفهوم سعر الصرف وأهم الإصطلاحات المستعملة في عالم الصرف

1-1. الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف

هناك تعاريف عديدة لسعر الصرف لنذكر منها ما يلي:

- يعرف سعر الصرف بأنه النسبة التي يحصل على أساسها مبادلة النقد الأجنبي بالنقد الوطني.
- أو هو ما يدفع من وحدات النقد الوطني للحصول على وحدة أو عدد معين من وحدات النقد الأجنبي.
- يعرف سعر الصرف الأداة الرئيسية ذات التأثير المباشر على العلاقة بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية وكثيرا ما يكون الأداة الأكثر فاعلية عندما يقتضي الأمر تشجيع الصادرات وتوفير الواردات
- هو عدد الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية وهو بهذا يجسد أداة الربط بين الإقتصاد المحلي وباقي الإقتصاديات.
- هو وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الإقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة.
- هو أداة ربط بين أسعار السلع في الإقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف.
- يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى، وفي الواقع هناك طريقتان لتسعير العملات وهما:

* التسعير المباشر:

هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، وفي الوقت الراهن قليل من الدول تستعمل طريقة التسعير المباشر وأهم الدول التي تستعمل هذه الطريقة هي بريطانيا العظمى، وفي المركز المالي في لندن، يقاس الجنيه الإسترليني كما يلي:

$$\text{جنيه إسترليني} = 3.476 \text{ فرنك فرنسي.}$$

* التسعير غير المباشر:

فهو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ومعظم الدول في العالم تستعمل هذه الطريقة في التسعير بما في ذلك الجزائر، ففي الجزائر يقاس \$ الأمريكي بعدد من الوحدات من الدينار كما يلي: \$1 = 59.67 دج.

1-2. الفرع الثاني: أهم الإصطلاحات المستعملة في عالم الصرف

في هذا الإطار نميز بين الإصطلاحات المستخدمة لترميز العملة وأخرى لترميز سعر الصرف:

1-2-1. ترميز العملة:

عادة ما يعبر عن كل عملية بثلاث أحرف أبجدية، الحرفين الأولين يعبران عن البلد أما الحرف الأخير

فرمز إلى أول حرف في إسم العملة

مثلا: إسم البلد US أي و م أ، D أي الدولار

1-2-2. ترميز سعر الصرف:

أصطلح كما يلي عن سعر الصرف USD/FRF ويقرأ دولار أمريكي مقابل فرنك فرنسي، ويعني أن

واحد دولار أمريكي يساوي عدد معين من الفرنكات الفرنسية.

مثلا: ليكن لدينا سعر الصرف التالي $USD/FRF = 5.7010$ في مثل هذه الحالة نقول أن واحد دولار

يساوي 5.7010 فرنك فرنسي إذن لقراءة سعر صرف معين فالقاعدة أن العملة الموجودة على اليسار هي

العملة الثابتة أو العملة المسعرة وقد يعطي لها قيمة 1 أو 100 وحدة كما هو الشأن بالنسبة لليرة الإيطالية،

أما العملة الموجودة على اليمين فهي عملة التسعير وما جرت عليه العادة أن سعر الصرف يعلن عنه حتى

الرقم الرابع بعد الفاصلة.

02 أنواع سعر الصرف:

عادة ما يتم التمييز بين عدة أنواع من سعر الصرف:

1-2. سعر الصرف الإسمي:

هو مقياس عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، يتم تبادل العملات أو

عمليات شراء وبيع العملات حسب أسعار العملات بين بعضها البعض، ويتم تحديد سعر الصرف الإسمي

لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن

يتغير تبعا لتغير الطلب والعرض، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد فإن ارتفاع سعر عملة ما يؤثر على

الإمتياز بالنسبة للعملات الأخرى.

ينقسم سعر الصرف الإسمي إلى سعر الصرف الرسمي أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية

الرسمية، وسعر الصرف الموازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية وهذا يعني إمكانية وجود أكثر

من سعر صرف إسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد

2-2. سعر الصرف الحقيقي:

يعبر سعر الصرف الحقيقي عن عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة وهو يفيد المتعاملين الإقتصاديين في إتخاذ قراراتهم فمثلا إرتفاع مداخيل الصادرات بالتزامن مع إرتفاع تكاليف إنتاج المواد المصدرة بنفس المعدل لا يدفع إلى التفكير في زيادة الصادرات لأن هذا الإرتفاع في العوائد لم يؤد إلى أي تغيير في أرباح المصدرين وإن إرتفعت مداخيلهم الإسمية بنسبة عالية، فلو أخذنا بلدين كالجزائر والولايات م أ يكون سعر الصرف كالاتي:

$$TCR = \frac{TCN / Pd_z}{1\$ / P_{us}} = \frac{TCN \cdot P_{us}}{Pd_z}$$

حيث: TCR : سعر الصرف الحقيقي

TCN: سعر الصرف الإسمي

P_{us} : مؤشر الأسعار بأمريكا

P_{dz} : مؤشر الأسعار بالجزائر

تعطينا $1\$/P_{us}$ القدرة الشرائية للدولار الأمريكي في أمريكا أما TCN/P_{dz} 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 إرتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للجزائر.

2-3. سعر الصرف الفعلي:

يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات الأخرى ويمكن قياسه بإستخدام مؤشر لاسبيرز « La speres » للأرقام القياسية.

$$TCNE = \left\{ \frac{\sum_p Z_p X_0^p (e_t^p / e_t^r)}{\sum_p X_0^p (e_0^p / e_0^r)} \times 100 \right\}$$

$$TCNE = \sum_P Z_P \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} \times 100 \Rightarrow \boxed{TCNE = \sum_p Z_p INER_{pr} \times 100}$$

حيث: $(e^{er})_0 (e^{er})_t$ سعر صرف عملة البلد ؛ بالعملة المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي:

$INER_{pr}$ مؤشر سعر الصرف الثنائي الإسمي في سنة القياس مقارنة بنسبة الأساس.
 e^p_0 و e^p_t سعر صرف عملة البلد مقارنة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس 0 .
 e^r_0 و e^r_t سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس.
 X^p_0 قيمة الصادرات إلى الدولة P في سنة الأساس ومقومة بعملتها وهي تستخدم كوزن ثابت للدولة P في حساب مؤشر لاسبيرز.

Z_p حصة الدولة P من إجمالي صادرات الدولة المعنية r مقومة لعملة هذه الأخيرة .
 يمكن لسعر الصرف الفعلي أن يختلف من حيث قيمته، بالنظر إلى إمكانية إختلاف عدة عوامل مثل سنة الأساس، قائمة عملات لبلدان المتعامل معها والأوزان المعتمدة في تكوين السلة، فإذا كان هدف المؤشر هو قياس أثر تغيير سعر الصرف على عوائد الصادرات، فستستخدم الصادرات الثنائية في تحديد أوزان المؤشر، أما إذا كان الهدف هو قياس الأثر على ميزان المدفوعات فستستخدم الواردات الثنائية في تحديد الأوزان، وإذا كان الهدف هو قياس عوائد صادرات سلعة أو عدد من السلع لبلد ما إلى العالم فتستخدم حصص البلدان المنافسة من الصادرات العالمية في تكوين الأوزان في المؤشر، أما بالنسبة لسنة الأساس فيتم إختيار سنة يكون فيها إقتصاد البلد المعني قريباً من التوازن.

2-4. سعر الصرف الفعلي الحقيقي:

الواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر إسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية ومن لأجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج، لابد أن يخضع هذا المعدل الإسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية.
 ويمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:

$$100 \times \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} \times \frac{(p^p_t / p^r_t)}{(p^p_0 / p^r_0)} \sum_p Z_p = TCRE = \sum_p \frac{X^p_0 (e^{pr})_t / X^p_0 (e^{pr})_0}{(p^p_0 / p^r_0) / (p^p_t / p^r_t)} \times 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p \cdot IRER_{pr} \times 100$$

حيث: P^p_0 و P^p_t : مؤشر أسعار الدولة P في سنتي القياس والأساس على التوالي.
 P^r_0 و P^r_t : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.
 $IRER^{pr}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر الصرف عملة الشريك التجاري

بالعملة المحلية، مع الأخذ بعين الإعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.

03) أدوات وأهداف سعر الصرف:

تعتبر سياسة سعر الصرف سياسة إقتصادية، تظهر من يوم إلى يوم إستقلاليتها عن السياسة النقدية وهذا من خلال تميزها بأدواتها وأهدافها.

3-1. الفرع الأول: أدوات سعر الصرف: لتنفيذ هذه السياسة وتحقيق أهدافها تستعمل السلطات العديد من الأدوات والوسائل أهمها:-

3-1-أ. تعديل سعر صرف العملة:

لما ترغب السلطات في تعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم بتخفيض العملة أو إعادة تقييمها لما تدخل في ظل نظام سعر صرف ثابت أما عندما تدخل في ظل نظام سعر صرف عائمتعمل على التأثير على تحسن أو تدهور العملة.

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

- إتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كبير من المرونة بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الإنتاج العالمي.

- ضرورة إتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للإرتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن إرتفاع الصادرات.

- ضرورة توفر إستقرار في الأسعار المحلية.

- عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها.

- إستجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية الضرورية للتصدير.

- الإستجابة لشروط مارشال - ليرنر والقاضي بأن تكون: $e_m + e'_m > 1$ أي مجموع مرونة الطلب ومرونة الصادرات أكبر من الواحد الصحيح.

3-1-ب. إستخدام إحتياطات الصرف:

في ظل أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند إنهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الإحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.

3-1-ج. إستخدام سعر الفائدة:

عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي بإعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفعة لتعويض خطر إنهيار العملة، في النظام النقدي الأوروبي عندما اعتبر الفرنك أضعف من المارك الألماني، عمد بنك فرنسا إلى تحديد أسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الألمانية، إلا أن التكلفة المرتفعة للقرض تهدد النمو.

3-1-د. مراقبة الصرف:

تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات للعملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم إستخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة الخروج المضاربي، ومن بين التدابير التي تعتمدها السلطات النقدية:

- منع التسوية القبلية للواردات.

- الإلتزام بإعادة العملات الأجنبية المحصل عليها في الخارج نتيجة التصدير ضمن فترة زمنية محددة

- تقسيم الحسابات البنكية إلى حسابات لغير المقيمين تستفيد من التحويل الخارجي للعملة.

- حسابات للمقيمين لا يمكن عن طريقها تسوية المعاملات مع الخارج.

نشير إلى أن معظم الدول بدأت تتخلى عن مراقبة الصرف بعد إنتشار ظاهرة التعويم.

3-1-هـ. إقامة سعر صرف متعدد:

يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة

التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة.

ومن أهم الوسائل المستخدمة هو إعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر

صرف العملة، أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو أدوات

القطاعات المراد دعمها وترقيتها.

أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي.

3-2. الفرع الثاني: أهداف سعر الصرف:

تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها:

3-2-أ. مقاومة التضخم:

يؤدي تحسن سعر الصرف إلى إنخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية

المؤسسات، ففي المدى القصير يكون الإنخفاض في تكاليف الإستيراد أثر إيجابي على إنخفاض مستوى

التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد

أداة الإنتاج في المدى المتوسط وهكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيتها.

3-2-ب. تخصيص الموارد:

يؤدي سعر الصرف الحقيقي -الذي يجعل الإقتصاد أكثر تنافسية- إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة إلى التصدير)، وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم إستيرادها.

3-2-ج. توزيع الدخل:

يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية، فعند إرتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي... (مواد أولية، زراعية) نتيجة إنخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تتخفّض فيه القدرة الشرائية للعمال، وعند إنخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن إنخفاض سعر الصرف الإسمي فإن ذلك يؤدي إلى إرتفاع القدرة الشرائية للأجور.

3-2-د. تنمية الصناعة المحلية:

يمكن للبنك المركزي إعتتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية، فلقد قام البنك الفيدرالي الألماني عام 1948 م بتخفيض هام للعملة مما شجع الصادرات وفي مرحلة ثانية قام بإعتتماد سياسة العملة القوية، كما إعتمدت السلطات النقدية سياسة التخفيض لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات.

04) العوامل المؤثرة في سعر الصرف وكيفية تحديده

4-1. الفرع الأول: العوامل المؤثر في سعر الصرف:

توجد هناك مجموعة عوامل رئيسية تؤثر في سعر الصرف هي مستويات الأسعار النسبية، التعريفات الجمركية والحصص، تفضيل السلع الأجنبية على المحلية والإنتاجية. وسنبين الآن كيف يؤثر كل عامل من هذه العوامل على سعر الصرف مع إفتراض بقاء العوامل الأخرى على حالها:

وسنفترض أن أي شيء يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية بالنسبة للسلع الأجنبية يؤدي إلى رفع قيمة العملة المحلية لأن السلع المحلية سوف يستمر بيعها جداً حتى عندما تكون قيمة العملة المحلية مرتفعة وبالمثل أي شيء يؤدي إلى زيادة الطلب على السلعة الأجنبية بالنسبة للسلع المحلية يؤدي إلى

إنخفاض قيمة العملة المحلية لأن السلع المحلية سيستمر بيعها جدا فقط إذا كانت قيمة العملة المحلية منخفضة.

4-1-أ. مستويات الأسعار النسبية:

حسب نظرية تعادل القوة الشرائية، عندما ترتفع أسعار السلع المحلية (مع بقاء أسعار السلع الأجنبية ثابتة) ينخفض الطلب على السلع المحلية ويتجه سعر العملة الوطنية نحو الإنخفاض حيث يمكن الإستمرار في بيع السلع المحلية بطريقة جيدة، وعلى العكس إذا ارتفعت أسعار السلع الأجنبية بحيث أن السعر النسبي للسلع المحلية ينخفض فإن الطلب على السلع المحلية يزداد ويمثل قيمة العملة الوطنية نحو الإرتفاع لأن السلع المحلية سيستمر بيعها جيد حتى مع إرتفاع قيمة العملة المحلية وفي الفترة الطويلة، فإن إرتفاع مستوى الأسعار في دولة ما (بالنسبة إلى مستوى السعر الأجنبي) تسبب في إنخفاض قيمة عملتها و إنخفاض مستوى الأسعار النسبية مما يتسبب في إرتفاع قيمة عملتها.

4-1-ب. التعريفات الجمركية والحصص:

إن الحواجز على التجارة الحرة مثل التعريفات الجمركية (الضرائب على السلع المستوردة مثلا) والحصص (القيود على كمية السلع التي يمكن إستيرادها) يمكن أن تؤثر في سعر الصرف. ونفترض أن أمريكا قد فرضت تعريفية جمركية أو حددت حصة على الطلب الياباني إن فرض أن هذه القيود على التجارة يزيد من الطلب المحلي على الطلب الأمريكي ويمثل سعر الدولار إلى الإرتفاع لأن الطلب الأمريكي سيستمر يباع جيدا حتى مع إرتفاع قيمة الدولار، فالتعريفات قيمة عملة الدولار في الفترة الطويلة.

4-1-ج. تفضيل السلع الأجنبية على السلع المحلية:

فالزيادة في الطلب على صادرات دولة ما يتسبب في إرتفاع عملتها في الفترة الطويلة، وعلى العكس فإن الزيادة في الطلب على الواردات تسبب في إنخفاض قيمة العملة المحلية (الوطنية).

4-1-د. الإنتاجية:

إذا أصبحت دولة أكثر إنتاجية من غيرها من الدول الأخرى فأن منظمات الأعمال في هذه الدول يمكن أن تخفض أسعار السلع المحلية، بالنسبة لأسعار السلع الأجنبية وتظل تحقق أرباحا، والنتيجة هي زيادة الطلب على السلع المحلية وميل سعر العملة المحلية إلى الإرتفاع لأن السلع المحلية ستستمر تباع جيدا عن القيمة المرتفعة للعملة، ومع ذلك فإذا تفهقرت إنتاجية الدولة بالنسبة للدول الأخرى، فإن السلع

التي تنتجها تصبح نسبيا غالية الثمن وتميل قيمة عملة الدولة إلى الإنخفاض، ففي الفترة الطويلة كلما زادت إنتاجية دولة ما بالنسبة إلى الدول الأخرى ترتفع قيمة عملتها.

وآخر ما نصل إليه أنه إذ أدى عامل من العوامل السابقة إلى زيادة الطلب على السلع المحلية بالنسبة إلى السلع الأجنبية، فإن العملة المحلية ستزداد قيمتها وإذا أدى أي عامل منها إلى إنخفاض الطلب النسبي على السلع المحلية، فإن العملة المحلية ستخفض قيمتها.

4-2. الفرع الثاني: كيفية تحديد أسعار الصرف: نميز ثلاثة حالات:

4-2-أ. الحالة الأولى:

وهي حالة العملات التي يتم تحديد سعر صرفها عن طريق الارتباط المباشرة بعملة التدخل، فهذه العملات تظل أسعارها ثابتة عبر الزمن باتجاه العملة المرتبط بها مادامت السلطات النقدية للبلد المعني لم تحدث أي تغيير في سعر الارتباط المركزي للعملة.

4-2-ب. الحالة الثانية:

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

4-2-ج. الحالة الثالثة:

هي حالة الارتباط بسلة من العملات وهنا إما أن تربط الدول عملتها بحقوق السحب الخاصة التي هي عبارة عن سلة يصدرها صندوق النقد الدولي من خمس عملات لكل منها وزن معين، ونشير هنا إلى أن سعر الارتباط ودقة الهوامش تختلف حسب الأقطار أو ترتبط هذه الدول عملتها بسلة من العملات على شكل سلة حقوق السحب الخاصة، تعكس أوزانها نسب التوزيع الجغرافي لتجارتها الخارجية. كما تعتمد الدول أيضا عملة للتدخل (غالبا الدولار الأمريكي) يتم بها إرساء القيمة المحددة يوميا في سوق الصرف للعملة الوطنية.

نموذج ماندل - فليمنج في تحديد أسعار الصرف:

يستخدم هذا النموذج للتنبؤ بقيمة العملات في المستقبل ويعود هذا النموذج إلى سنة 1963م، يركز النموذج على تحليل فاعلية سياسات الإستقرار الإقتصادي في الإقتصاد المفتوح، وهو نظرية لتحديد سعر الصرف.

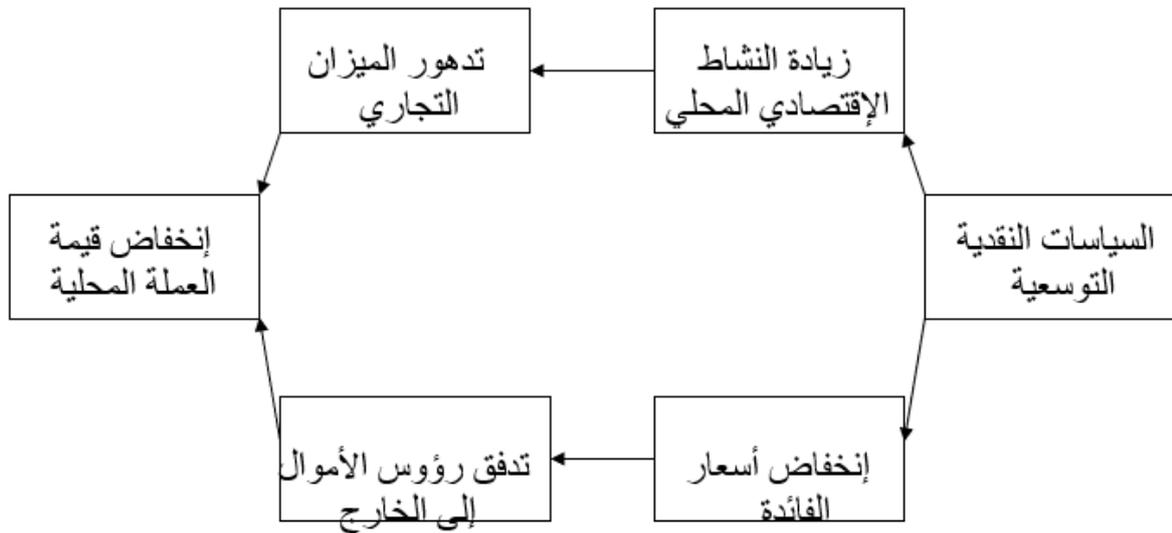
يحلل أثر توازن ميزان المدفوعات على تحديد سعر الصرف، ويفترض أن صافي الصادرات يزداد بإنخفاض قيمة العملة المحلية في المدى القصير، وأن الفرق بين أسعار الفائدة المحلية والخارجية يؤثر في تدفق رؤوس الأموال. ويستنتج النموذج أن هناك علاقة إيجابية بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف والنشاط الإقتصادي في الدول الأجنبية، ومستوى أسعار الفائدة المحلية، كما أن هناك علاقة عكسية بين ميزان المدفوعات ومستوى النشاط الإقتصادي المحلي ومستوى أسعار الفائدة الأجنبية.

يعتمد سعر الصرف التوازني على العناصر التالية:

- مستوى النشاط المحلي.
- مستوى النشاط الخارجي.
- مستوى أسعار الفائدة المحلية.
- مستوى أسعار الفائدة الأجنبية .

ولإضافة الشكل الموالي يمثل تأثير السياسات النقدية على أسعار الصرف

الشكل رقم 10: نموذج ماندل فليمنج



IV - محددات سعر الصرف وطرق التنبؤ به:

في ظل النظام الذهبي كانت أسعار صرف العملات تتحدد إنطلاقاً من العلاقة بين المحتوى الذهبي للعملة بالمقارنة مع العملات الأخرى، وقد رأينا كيف أن أسعار الصرف كانت تتمتع بقدر كبير من الثبات

حيث أن تقلباتها كانت تنحصر ضمن حدود ضيقة هي (حدي الدخل وخروج الذهب)، وهذا الثبات النسبي في أسعار الصرف كأن يحقق بدوره درجة كبيرة من الإستقرار في المعاملات النقدية الدولية. وبعد إنقطاع العلاقة بين النقود الورقية والذهب لم يعد للمحتوى الذهبي للعملة أي دور في تصدير سعر صرفها بالعملة الأخرى حيث أصبح سعر صرف العملة يتحدد إنطلاقاً من ظروف العرض والطلب عليها واللذان بدورهما يتأثران بعوامل كثيرة.

01) سعر الصرف والتضخم:

تستند هذه العلاقة على نظرية تعادل القدرة الشرائية التي صاغها في البداية ريكاردو (1823-1772) ثم قام بتطويرها الإقتصادي السويدي غوستان كاسل وركز على مبدأ بسيط مفاده أن "قيمة العملة تتحدد على أساس قدرتها الشرائية ومن ثم فإن سعر الصرف التوازني يجب أن يعبر عن تساوي القدرة الشرائية الحقيقية للعملتين المعنيتين". وبالرغم من هذا النموذج أثبت قدرة كبيرة على التنبؤ بأسعار الصرف في المدى الطويل إلا أنه يعاب عليه في ما يلي:

- تركز نظرية تعادل القدرة الشرائية، على فرضيات غير واقعية منها فرضية توفر منافسة حرة وكاملة في الإقتصاد الدولي وعدم وجود تكاليف التنقل وحقوق الجمارك.
- بعض الدراسات التجريبية أكدت على وجود فوارق هامة بين سعر الصرف المتوقع للنموذج، وسعر الصرف المسجل في المدى القصير مما يؤكد على أن هناك عوامل أخرى، كمعدلات الفائدة، الأحداث السياسية والإقتصادية تتدخل في تحديد سعر الصرف في المدى القصير.

02) سعر الصرف ومعدل الفائدة:

بافتراض عدم وجود حواجز جمركية فإن مردودية التوظيف في دولتين مختلفتين يجب أن تتساوى، وهذا ما يضمن من جهة أخرى أن الفرق بين معدل الفائدة ما بين إقتصاد ما وباقي الإقتصاديات يساوي معدل إرتفاع أو إنخفاض قيمة العملة في المستقبل بمعنى آخر إذا كان معدل الفائدة على العملة A أكبر من المعدل المطبق على العملة B فإن قيمة هذه الأخيرة سوف تتحسن بالمقارنة مع قيمة العملة A حتى يتم إلغاء فروقات الفائدة بفروقات الصرف، لأن بقاء الفروقات في المردودية من الناحية النظرية سوف يؤدي إلى حدوث عمليات تحكيم فيما بين العمليتين.

هذه النظرية أدت إلى ظهور مفهوم خصم التأجيل وعلاوة التعجيل وإعتبار سعر الصرف لأجل أحسن وسيلة للتنبؤ بأسعار الصرف غير أن الدراسات التجريبية أكدت على أنه بالرغم أم هذه النظرية تسمح بالتنبؤ بميل

التغيير (الإنخفاض أو الإرتفاع) إلا أن الصحيحة المستحقة في التنبؤ بأسعار الصرف منخفضة حيث أنها في المتوسط لا تتعدى 55%.

03) سعر الصرف وميزان المدفوعات:

تعتبر أهم أرصدة ميزان المدفوعات سواء تعلق الأمر برصيد التجارة الخارجية أو رصيد المعاملات الجارية أو رصيد ميزان القاعدة عوامل مفسرة لتغير سعر الصرف في المدى المتوسط، فحدوث عجز في الميزان التجاري يؤدي بالضرورة إلى إنخفاض سعر الصرف الأثر المعاكس نلاحظه في حالة إنخفاض عجز ميزان المعاملات الجارية، أهمية هذه الأرصدة تزيد باعتبار أن لها علاقة مع التضخم ومعدلات الفائدة، فالملاحظة أن الدولة التي تتميز بمعدل تضخم مرتفع تجد صعوبات كبيرة في تصدير منتجاتها إلى تأثير الميزان التجاري، والعكس في حالة معدل تضخم منخفض.

كما أن معدلات الفائدة هي التي تحكم حركة تدفق رؤوس الأموال في المدى الطويل والقصير وهي محتواة في ميزان القاعدة.

فلقيام بعملية التنبؤ المستندة على الأرصدة المذكورة سابقا فإنه يجب مراقبة مجموعة من المؤشرات المرتبطة بالحسابات الخارجية والتي يمكن إجمالها في خمسة معدلات:

- معدل إرتفاع وإنخفاض الإحتياطيات الرسمية للدولة.
- معدل تغطية الصادرات للواردات.
- معدل زيادة عرض النقود.
- معدل توسيع الصادرات وتنوعها.
- معدل حزمة اليبدين.

فبتتبع تطور مختلف هذه المؤشرات من الممكن أن نستخلص مجموعة من المنبهات والدلالات على تغيير مرتقب لسعر الصرف.

04) طرق التنبؤ بأسعار الصرف:

تتفرع طرق التنبؤ بسعر الصرف إلى طرق أساسية المرتكزة على النظريات المفسرة لأسعار الصرف، والطرق التقنية التي تنقسم بدورها إلى طرق بيانية وأخرى إحصائية.

4-1. الفرع الأول: تقنيات التنبؤ بإستخدام الإقتصاد القياسي

ترتكز نماذج الإقتصاد القياسي على تحديد علاقة ثابتة بين بعض التغيرات الإقتصادية وسعر الصرف ومن أهم هذه المتغيرات نجد:

سعر الصرف - التضخم

سعر الصرف - معدل الفائدة

سعر الصرف - معدل الفائدة

4-2. الفرع الثاني: الطرق التقنية

يرتكز التحليل التقني لسعر الصرف على أن هذا الأخير في الفترة لا يعبر عن كل المعلومات المتوفرة

ومن ثم فإنه من الممكن بعد دراسة سليمة سابقة لأسعار الصرف أن نستخرج مجموعة من الأشكال التي تتكرر، وعلى أساسها يمكن معرفة السلوك المستقبلي لسعر الصرف.

4-2-أ. التنبؤ عن طريق التحليل البياني:

يرتكز التحليل البياني على النظرية CH.downs لأول مرة على مؤشرات البورصة وتعتمد على ملاحظة السلوك السابق لسعر الصرف ومحاولة استخراج بعض المعالم التي تساعدنا على تحديد السلوك الذي سوف يحدث مستقبلا (المتغيرات) ومن أجل القيام بعمليات التنبؤ بيانيا يجب:

* إختيار طريقة العرض البياني.

* تحليل واستنباط النتائج من الأشكال.

4-2-ب. التنبؤ عن طريق التحليل الإحصائي:

يهتم التحليل الإحصائي بمعالجة سلسلة زمنية لأسعار الصرف قصد استخراج مؤشرات دالة على

ميل هذا السعر ومن الطرق التي تستخدم هي:

* المتوسطات المتحركة.

* التذبذب - L'oscillateur -

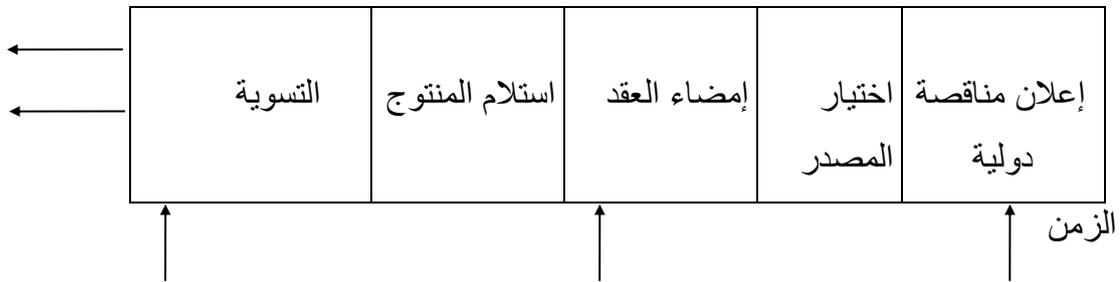
المحور السابع:
تقنيات إدارة مخاطر سعر
الصرّف

I - ماهية خطر سعر الصرف:

من خلال إستقراءنا لجملة من البحوث والدراسات حول الموضوع، وقفنا على بعض التعاريف المتعلقة بخطر سعر الصرف يمكن إجمالها فيما يلي:

- خطر سعر الصرف بالنسبة لمؤسسة ذات نشاطات دولية (استيراد، تصدير، عمليات مالية) يعرف كخطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوترة مقابل العملة الوطنية" و خطر الخسارة المحتملة هو الأكثر أهمية بالنسبة للأجال الفاصلة بين إعداد الطلبية و التسوية النهائية لها.
- مخاطر سعر الصرف أو مخاطر تغيرات أسعار الصرف مرتبطة أساسا بعمليات الاستيراد أو التصدير المقيمة بالعملة الصعبة، وكذلك مرتبطة بعمليات الاقتراض بالعملة الأجنبية وهي مخاطر تواجه المؤسسة دولية النشاط" وأن المؤسسة تكون عرضة لتقلبات أسعار الصرف عندما تكون ثروتها مهددة بهذا الخطر، الذي يمس أساسا المؤسسات ذات العلاقات التجارية و المالية مع الخارج.
- خطر الصرف هو الحدث الذي يمكن أن تتعرض له المؤسسة و يترتب عليه ربح أو خسارة.
- خطر الصرف هو خطر الخسارة المرتبطة بالتغيرات في أسعار صرف العملات.

و عليه فإن خطر الصرف يدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم و الدفع لنشاطات تلك المؤسسات. إن خطر الصرف لا ينشأ مباشرة عند إتمام أو إبرام العملية التجارية أو المالية المقومة بالعملة الأجنبية الذي يعتبر حينها خطر محقق، بل ينشأ قبل ذلك كما هو الحال عند التفاوض بشأن تصدير أو استيراد سلعة معينة أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملة الأجنبية و هو ما يسمى بخطر سعر الصرف المحتمل أو المتوقع، و من تم يمكن بيان مراحل خطر الصرف كما يلي:



خطر الصرف المؤكد

خطر الصرف المحتمل

(عدم إمضاء العقد)

فالرسم يبين لنا مختلف مراحل خطر الصرف بالنسبة لنشاط مرتبط بالتجارة الدولية وهو خطر مرهون بعامل الزمن ابتداء من الإعلان عن المناقصة الدولية بهدف اختيار المتعامل الأمثل إلى غاية

الاتفاق النهائي و إتمام التسوية، فخلال هذه المراحل إن أسعار الصرف غير مضمونة الاستقرار مما يترتب عنها مخاطر كلما طالت فترة العقد، حيث أن أسعار الصرف غدت اليوم متقلبة بشكل شديد و سريع و عرضة لمؤثرات خارجية كثيرة مما يزيد من حدة الخطر المرتبط بأسعار الصرف، خاصة بالنسبة للمؤسسات التابعة للدول حديثة العهد بالنظام الاقتصادي القائم على آليات السوق في جميع المجالات بما فيها أسعار صرف العملة الأمر الذي يحتم عليها ضرورة الاهتمام بعملية إدارة خطر سعر الصرف.

II - أهمية إدارة مخاطر سعر الصرف:

لعل من أبرز دواعي الاهتمام بتسيير أو إدارة مخاطر سعر الصرف نذكر ما يلي:

- اندماج بلدان العالم الثالث في المنظومة الاقتصادية الدولية (ظاهرة التدويل أو العولمة الاقتصادية) في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة والعمل في بيئة اقتصادية دولية تعتمد على الآليات النقدية خاصة وتحتكم إلى قانون السوق في جميع المجالات، مما يتطلب الاهتمام بقضايا سعر الصرف و ما يرتبط به من مخاطر.
- بروز أنماط جديدة للتجارة الدولية والتدفقات الإستثمارية المتعلقة أساسا بظهور متعاملين جدد في الساحة الدولية كدول جنوب شرق آسيا والصين وما يرتبط بذلك من زيادة حدة التقلبات في أسواق الصرف لكثرة المعاملات.
- إن التدفقات المالية والنقدية العديدة لمواجهة متطلبات التجارة والاستثمار في الدول الناشئة سوف تولد الحاجة الماسة إلى استراتيجية جديدة لإدارة خطر أسعار الصرف.
- تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر ليس فقط على الوضعية المالية للمؤسسة دولية النشاط بل قد يمتد تأثيرها ليشمل التنمية الاقتصادية في الدولة المعنية.
- انعكاس أثار تقلبات سعر الصرف على مختلف وظائف المؤسسة دولية النشاط (من تخطيط، تمويل، انتاج، تسويق، تمويل، خزينة...) و ما ينجر عن ذلك من إنجاه إلى المضاربة.
- تحسن القدرة التنافسية (في مجال السعر خاصة) للمؤسسات مرتبط بمدى التحكم في خطر سعر الصرف و إدارته بفعالية و كفاءة، على اعتبار أن هذا الخطر يعتبر عاملا هاما و محددًا لأسعار التكلفة خاصة في مثل دول العالم الثالث التي تستند في مدخلات عملياتها الإنتاجية إلى مواد أولية و وسيطة مستوردة.
- ارتفاع تكلفة الإجراءات و الترتيبات الإدارية أو المركزية للوقاء من مخاطر الصرف. و ذلك بالاعتقاد الخاطئ بأن البنوك المركزية و الحكومات تستطيع لو أرادت أن تسيطر على أسعار الصرف.

وهكذا غدت إدارة مخاطر العملات الأجنبية ذات أهمية كبيرة في الوقت الراهن خاصة بالنسبة لمؤسسات الدول النامية وتلك التي عرفت تحولات في نظامها الاقتصادي صوب النظام الحر، على الرغم من التعقيد المتزايد لهذه العملية في الوقت ذاته وهو ما يستدعي إدارة تقلبات سعر الصرف بعناية فائقة وبكل حذر وفعالية في نفس الوقت، و كل ذلك من خلال انتقاء الأدوات أو التقنيات المستخدمة في هذا الشأن و هي كثيرة، بما ينسجم و وضع البلدان النامية، و يمكن بيان أهم هذه التقنيات فيما يلي.

3) تقنيات تغطية مخاطر سعر الصرف:

إن التقنيات المقصودة هنا هي عبارة عن مجموع الإجراءات والتدابير التي تستعملها المؤسسة من أجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف عن طريق التقليل من حجم الديون المحررة بالعملات الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى. في هذا الشأن توجد هناك مجموعتين من التقنيات للوقاء من خطر الصرف، الأولى تعتبر تقنيات داخلية لأن المؤسسة تحاول التحكم في هذه المخاطر و إدارتها على مستواها و بإمكانياتها الداخلية أو الخاصة دون الحاجة إلى دخول الأسواق الخارجية أو الإستعانة بأطراف خارجية،و إذا لم تتمكن من تجاوز تلك المخاطر تلجأ إلى استعمال تقنيات المجموعة الثانية و هي تعتبر خارجية كونها تستدعي اللجوء إلى أسواق أو متعاملين من خارج المؤسسة ذاتها، كتعامل المؤسسة مع المؤسسات المصرفية من أجل شراء أو بيع العملات بالأجل، أو عند دخول المؤسسة إلى السوق من أجل التوقيع على عقود آجلة من أجل شراء أو بيع خيارات الصرف OPTIONS DE CHANGE ، كما يمكن ضمن هذا المنظور أن تلجأ المؤسسة كذلك إلى عمليات القروض المتقاطعة بالعملة أو ما يدعى بـ SWAPS، أو اللجوء إلى شركات التأمين...إلخ .

III- التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر سعر الصرف: تتمثل هذه التقنيات فيما يلي:

أ - التأثير على الآجال: المقصود بالآجال المدة التي يمكن خلالها تحصيل المستحقات أو دفع الديون أو الالتزامات القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على المستوى الدولي. في هذا المجال نميز الإجراءات التالية:

1- تسيير آجال العملية Le Termillage :

إن الإجراء المسمى بـ Termillage (LEADS and LAGS) يتمثل في تنويع آجال الدفع من أجل الإستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل آجال أو تواريخ تحصيل الحقوق (مصدر) أو دفع الالتزامات (مستورد) ما أمكن ذلك،تبعاً لتغيرات سعر الصرف.

فـ "LEADS" هي عبارة عن المدفوعات المسبقة بينما "LAGS" هي المدفوعات المؤجلة و هذه العملية ليست في الحقيقة تقنية لتغطية خطر الصرف، و لكن طريقة تحاول المؤسسة حسب توقعاتها الإستفادة من التقلبات في سعر الصرف.

فعندما يتوقع المصدر زيادة سعر العملة المحرر بها عقد التصدير فإنه يمنح آجال كبيرة للمستورد لتحصيل المبلغ المستحق له. لكن إذا كان يتوقع عكس ذلك أي إنخفاض قيمة العملة المحرر بها العقد، فسوف يحاول تسريع عملية قبض المبالغ المستحقة. أما بالنسبة للمستورد فإنه سوف يقف عكس هذا الموقف تماما.

إلا أن هذه التقنية تكتنفها مثالب متعلقة أساسا بمدى صحة التوقعات بشأن سعر صرف العملات المعنية من جهة ومدى القدرة التفاوضية للمؤسسة للحفاظ على متعاملها من جهة ثانية.

2- منح الخصم بهدف الدفع المسبق:

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

3 - حسابات الاعتراض Comptes d'interception:

وهي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول الأجنبية مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ و بالتالي يقلص إلى حد كبير من خطر الصرف و احتمال وقوعه.

4- نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي LOCK BOX:

هنا فإن الشيكات الواردة إلى المؤسسة والخاصة بتسوية دين أو بدفع قيمة صادرات معينة، يتم إرسالها إلى صندوق بريدي متواجد بالخارج وتتولى البنوك المحلية في تلك الدولة المتواجد فيها تلك الصناديق تحصيلها مباشرة ربعا للوقت بدلا من إتباع الطريقة التقليدية في عملية التحصيل والتي تستغرق وقت طويل وتزيد من احتمالات وقوع خطر صرف ومن تم تحمل خسائر صرف نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.

ب - التأثير على حجم الديون بواسطة عملية المقاصة:

(1) - التغطية الذاتية و LES MARCHES D'APPLICATION:

ويتمثل في إجراء مقاصة بين ذمة ودين محررين بنفس العملة و لهما نفس تاريخ الإستحقاق بحيث تقوم المؤسسة بتغطية متبادلة للمبلغ الأقل، و هنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة للرصيد المتبقي فقط.

أما سوق التطبيق MARCHE D'APPLICATION فهي طريقة تقضى بالسماح للمؤسسة التي بحوزتها رصيد من العملة الصعبة باستعماله لسداد مدفوعات ديون أو التزامات ناتجة عن عمليات مالية أو تجارية بالعملة الصعبة كذلك و ذلك من خلال وسيط مالي عادة بنك.

يوجد نوعان من الأسواق التطبيقية:

- أسواق تطبيقية مع ضرورة تحويل الأموال. هذه التقنية تستند إلى تحويل فعلي للعملة. فالمؤسسة التي تقوم بدفع المستحقات لمورديها مستعملة بذلك العملات التي تتلقاها من زبائنها الأجانب، هذه المؤسسة سوف لن تتعرض إلى أخطار سعر الصرف، بالإضافة إلى تناقص حجم العمولات البنكية التي تدفعها خاصة عمولات الصرف.
- أسواق التطبيق بدون تحويل للأموال. وهي عمليات مقاصة من نوع خاص وتكون ممكنة عندما يكون الطرفين أي الدائن والمدين كلاهما مدين ودائن للطرف الآخر بمبلغ معين. هنا فإن الرصيد فقط الناتج عن عملية المقاصة هو الذي يكون محل تحويل أو تغطية من خطر الصرف و هي تعتبر كذلك تغطية ذاتية.

(2) - المقاصة المتعددة الأطراف للمدفوعات NETTING:

وهذه التقنية تطبق بشكل خاص على المؤسسات ذات الفروع المتعددة والمتواجدة في دول أجنبية و تكون بينها روابط مالية أو تجارية و بموجبها يتم تنظيم مقاصة بين ديون و مستحقات هذه الفروع و يسمح ذلك بتقليص عدد و مبالغ التحويلات فيما بينها و يقتصر الأمر على دفع فوارق الديون. و هنا يجب الإتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع و كذا العملة المستعملة و سعر الصرف المنفق تطبيقه.

و أنسب أسلوب إلى تطبيق هذه الطريقة هو إعداد مصفوفة تسمى بمصفوفة الدفع Matrice de règlement، من طرف جهة مستقلة تابعة لهذا التجمع كأن يكون بنك أو مؤسسة مالية متخصصة.

ومن نتائج هذه المقاصة المتعددة الأطراف تخفيض حجم المبالغ المحولة، وما ينتج عنه من إقتصاد في العملات المصرفية المرتبطة بها. بالإضافة إلى تفادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف والتي تكون في بعض الأحيان جد مكلفة. إلا أنه قد يصادف هذه التقنية تشريعات بعض الدول التي لا تسمح بإجراء مثل هذه التحويلات، مما يؤثر على فعالية هذه التقنية.

(3) - مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة Les centres de réfacturation en devises

في بعض التجمعات العالمية أو مراكز الأعمال يتم مركزة إدارة خطر الصرف بيد مركز لإعادة الفوترة هذه التقنية تشبه إلى حد كبير عملية NETTINE، لكن عملية إعادة الفوترة هدفها الأساسي ليس إجراء مقاصة للتدفقات ما بين أعضاء نفس التجمع، لكن هدفها هو إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى خارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع.

ففي حالة مركزة المدفوعات إلى خارج التجمع فإن مركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة Société de factoring تقوم بتسيير خطر الصرف وخطر القروض في نفس الوقت. فمركز إعادة الفوترة يعمل كوسيط مالي يكتفي بتنفيذ العمليات دون إدخال أي تعديلات على مختلف التدفقات المادية.

هذا النوع من المراكز يكتسي أهمية كبيرة بالنظر إلى الإعفاءات الضريبية التي قد يستفيد منها نتيجة موقعه الجغرافي بالإضافة إلى أن مركزة إدارة خطر الصرف تزيد من فعالية هذه العملية. وأخيرا فإن كون هذا المركز هو الطرف الوحيد الذي يتعامل مع البنوك تباينا عن التجمع فهذا يقوي من مركزه التفاوضي.

ج- وسائل و تقنيات داخلية أخرى.

(1) -التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة.

تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة فإذا توقعت حدوث تغيرا كبيرا في سعر صرف العملة خلال فتر قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية و ذلك برفع الكميات المستوردة ، و تسعى إلى تسريع طلبايتها تجنباً للخسارة المحتملة و العكس في حالة التصدير.

و ينبغي أن يتم ذلك بدراسة وافية لإمكانيات المؤسسة المالية و كذا قدرتها التفاوضية و التخزينية و كذا قدرة العميل على تلبية ذلك. و ينبغي المفاضلة بين تكلفة الدراسة و تكلفة الخطر المتوقع كذلك يتطلب رسم استراتيجية للمؤسسة بشأن الصادرات و الواردات و تحقيق التوازن بينهما.

(2) - الفوترة بالعملة الوطنية أو اختيار عملة أقل تطايراً:

قد تلجأ بعض المؤسسات التي تكون لها هذه الامكانية متاحة باختيار عملة الفوترة حيث تحتار تلك العملة التي تعرف استقراراً في قيمتها إلا أن المؤسسات في الدول النامية عادة ما تكون مضطرة لقبول عملات دولية مفروضة عليها و ليس لها إمكانية اختيار عملة الفوترة إلا نادراً.

IV-التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف Techniques Externes:

عندما تعجز الإجراءات التي تتخذها المؤسسة على مستواها من تقادي خطر الصرف، يمكن لها أن تلجأ إلى تقنيات أخرى للتغطية، سواء كان ذلك من خلال اللجوء إلى السوق أو التعامل مع مؤسسات مالية متخصصة في هذا المجال. هذه التقنيات تسمى بالتقنيات الخارجية و تتميز فيها مجموعتين من الآليات يمكن بيان منها ما يلي :

- مجموعة التقنيات التي تتمحور حول التثبيت النهائي لسعر الصرف في وقت نشأة هذا الخطر، كالصرف الآجل، التسبيق بالعملة أو العقود الآجلة. إلا أن سلبيتها الأساسية تكمن في عدم تمكن المؤسسة المستعملة لها من الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يطرأ على سعر الصرف مستقبلاً.
- مجموعة التقنيات التي تحمي المؤسسة من خطر الصرف مع إمكانية إستفادتها من أي تطور إيجابي لسعر الصرف، وهي تتمثل أساساً في استعمال الخيارات على إختلاف أنواعها .OPTIONS

1- الصرف الآجل: Le change à terme

الصرف الآجل عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة و نهائي في تاريخ لاحق متفق عليه. إن عقد الصرف الآجل بالعملة من نتائجه إمكانية تثبيت حال التعاقد سعر الصرف المستقبلي، فهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال تثبيت سعر الصرف مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق).

و عادة فإن سعر الصرف الأجل مختلف عن سعر الصرف العاجل أو الحاضر، إلا في حالات نادرة جدا. و عندما يكون الفرق بين السعرين إيجابيا نسميه REPORT و عندما يكون سلبيا نسميه DEPORT إذا يمكن كتابة المعادلة التالية :

$$\text{سعر الصرف الأجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{REPORT} \text{ أو } - \text{DEPORT}$$

فالسعر الأجل من أهدافه تمكين المؤسسة التي ستلقى أو تدفع مبلغ بالعملة الأجنبية من أن تلجأ إلى بنك تجاري أو أي مؤسسة مالية أخرى من أجل تثبيت سعر الصرف الذي سيستعمله هذا البنك في شراء أو بيع هذا المبلغ بالعملة و يمكن معالجة هذا الموضوع من وجهة نظر المستورد و كذا المصدر على النحو التالي:

* حالة المصدر:

فالمصدر الذي يتوقع تلقي مبلغ بالعملة الأجنبية، و هو في نفس الوقت يخشى أو يتوقع إنخفاض قيمة هذه العملة و ما قد يلحق به من خسائر و تلاشي أرباحه من عملية التصدير التي قام بها أو تأكل أرباحه المحققة، فعن طريق بيع العملة بالأجل يستطيع المصدر من تثبيت سعر صرف عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية و هكذا يكون بإمكانه أن يعرف مسبقا المبلغ بالعملة المحلية الذي سوف يتلقاه في تاريخ الإستحقاق.

فالبانك في هذه الحالة يتلقى أمر من المصدر لبيع العملة الأجنبية مقابل الوطنية، إذا يكون على البنك بموجب هذا العقد أن يشتري هذه العملة الأجنبية في تاريخ الإستحقاق. الخطوة التالية في هذه التقنية هي قيام البنك، ومباشرة بعد الإلتزام السابق ببيع المبلغ بالعملة الأجنبية (المقترض)، يقوم البنك باستثماره بفائدة إلى تاريخ الإستحقاق. في هذا التاريخ يسدد البنك المبلغ بالعملة الأجنبية الذي اقترضه (عادة من السوق ما بين البنوك) مستعملا في ذلك المبلغ الذي يتلقاه من زبونه في مقابل المبلغ بالعملة المحلية المستثمر كوديعة.

* حالة المستورد:

فالمؤسسة التي ترتقب القيام بدفع دين بالعملة الأجنبية في تاريخ لاحق وتخشى إرتفاع سعر صرف هذه العملة مقابل العملة المحلية، هذه المؤسسة قد تتبع طريقة شراء العملة بالأجل بغرض حماية نفسها من إحتمال إرتفاع سعر الصرف. ومنه فإنها تكون على علم مسبق بالعملة المحلية الواجب الدفع مقابل إطفاء هذا الدين في تاريخ الإستحقاق الأمر الذي يمكنها من تحديد سعر تكلفة السلع المستوردة بدقة وتقادي خسائر لاحقة.

فالبانك يتلقى من المستورد أمر شراء أجل العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، أي بعبارة أخرى يكون على البنك أن يبيع عملة أجنبية محددة بذاتها للمستورد.

فالخطوة الأولى التي يقوم بها البنك هي شراء المبلغ المطلوب بالعملة الأجنبية مقابل عملة محلية يتم إقتراضها عادة من السوق ما بين البنوك . بعدها يتم إستثمار المبلغ بالعملة الأجنبية المتحصل عليه إلى تاريخ الإستحقاق . في تاريخ الإستحقاق يبيع البنك المبلغ بالعملة الأجنبية إلى الزبون و يسدد القرض المتحصل عليه سابقا بالعملة المحلية من المبلغ المتحصل عليه من الزبون لقاء بيع العملة الأجنبية.

2) القروض المتقاطعة بالعملة SWAPS DE DEVICES

تتلخص هذه التقنية في قرضين متبادلين بنفس المدة وبنفس المبلغ، و بعملتين مختلفتين و هو يعني الدفع الفعلي للمبالغ المتفق بشأنها و استرجاعها في تاريخ الإستحقاق و عملية SWAP الخاص بالعملة يمكن أن يكون محل تعاقد بين مؤسستين في نفس الدولة (مصدر، و مستورد) لهما نفس الحاجة المتناظرة و لكن هذه حالة نادرة الوقوع و أغلب هذه العمليات في الحياة العملية تتم بين البنك و زبائنه.

3) التسييق بالعملة L'avance en devise

و هي تقنية موجهة للمؤسسات التي ترغب في تغطية حاجاتها من السيولة و تغطية خطر الصرف في نفس الوقت. هذين الهدفين يمكن التوصل إلى تحقيقهما بطريقة منفصلة عن طريق الإقتراض بالعملة المحلية و استعمال الصرف الأجل في نفس الوقت و هناك أسلوب آخر يتمثل في الإقتراض بالعملة الأجنبية و استبدال المبلغ المقترض مباشرة بالعملة المحلية.

فهذه الطريقة تمكن المصدر من الاستفادة من إئتمان قصر الأجل يستعمله في تمويل عملياته، يقوم فيما بعد بتسديده بواسطة العملة الصعبة التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الاستحقاق أما إذا كانت هذه المؤسسة تريد أن تقضي نهائيا على خطر الصرف فعليها ألا تقترض إلا المبلغ الذي إذا أضفنا إليه الفوائد يساوي تماما المبلغ المرتقب تحصيله من الزبون.

4) العقود المستقبلية على العملة Les contrats à terme ou " futures" sur devise

إن هذه العقود المستقبلية على العملة تقنية حديثة نوعا ما إذا ترجع نشأتها إلى سنة 1972 عندما قررت بورصة المواد الأولية ل شيكاغو إنشاء فرع يسمى بـ (IMM) International Monetary Market ، و الذي من خلاله تم تداول أول العقود المالية الأجلة الخاصة بالعملات الأجنبية.

إن مثل هذه العقود تنصب حاليا على مبالغ محددة من العملة و أسعارها محددة في مقابل الدولار الأمريكي كما أن تاريخ التسليم محدد بتواريخ ثابتة.

و العقد المستقبلي هو عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد، بشراء أو ببيع عملة محددة بسعر محدد و تاريخ معلوم، و الفكرة الأساسية في التغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هي محاولة الوصول إلى وضعية صرف *Une position de change* في المستقبل مناقضة لوضعية الصرف الحالية في السوق الفورية و يمكن توضيح ذلك كما يلي:

حالة المصدر <i>Position Long</i> وضعية صرف طويلة.	حالة المستورد <i>Position Court</i> وضعية صرف قصيرة.
- ذمة بالعملة الأجنبية أو تدفق إيجابي بالعملة مستقبلا.	- ديون بالعملة الأجنبية أو تدفق مستقبلي سالب بالعملة.
الخطر: إنخفاض قيمة العملة	الخطر: ارتفاع قيمة العملة
بيع عقود آجلة في حالة الانخفاض، فإن الربح المحقق في العقود الآجلة يعوض الخسائر المحتملة في الحاضر و العكس صحيح.	شراء عقود آجلة في حالة ارتفاع قيمة العملة فإن الربح المحقق في العقد الآجل يعوض الخسارة الحاضرة و العكس صحيح.

بالنسبة لخطر الصرف فإن آلية عمل هذه الطريقة هي أن يتخذ الطرف المعنى بتغطية خطر الصرف المتوقع، في العقود المستقبلية وضعية معاكسة لوضعيته في السوق العاجل للعمليات الأجنبية ، حيث تسمح له هذه الطريقة بتعويض الخسارة المحتملة في أحد السوقين بالأرباح المحققة في السوق الثاني. فالمعامل الذي يريد تغطية وضعية قصيرة يشتري عقد تتناسب قيمته مع وضعيته هذه، و بعد حلول الأجل يقوم بالمقارنة بين السعر العاجل و سعر عقد الشراء ، فإذا كان السعر العاجل أكبر من سعر التعاقد فهي تعتبر خسارة يتم تعويضها عن طريق العقد الآجل و العكس . و لا يتم عادة التسليم الفعلي للعقد بل يتم إجراء مقاصة بين السعرين العاجل و سعر العقد، و العكس بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة.

(5) خيارات العملة *OPTIONS DE CHANGE*

ظهرت الخيارات عام 1982 بفيلاذيلفيا بالولايات المتحدة الأمريكية، و الخيار هو عقد يمنح للمتحصل عليه حق وليس إلتزام بشراء أو بيع مبلغ معين من العملة بسعر محدد ، يسمى بسعر التنفيذ (*Prix d'exercice*) و ذلك في تاريخ محدد أو خلال فترة محددة ، مقابل تكلفة تسمى عمولة "*Prime*" أو "*Premium*".

و بعبارة أخرى فإن خيار الصرف يمثل بالنسبة لحائزه حق في شراء أو بيع وضعية صرف عاجلة أو آجلة بالنسبة لعملة معينة في تاريخ أو مدة محددة و بسعر صرف متفق عليه و محدد بدقة في تاريخ التعاقد على هذا الخيار.

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

إن خيار الصرف يمكن أن يستخدم من أجل تغطية عمليات مؤكدة خاصة ب : الإستيراد ، التصدير ، تسديد ديون بالعملة الأجنبية ، تحويل عملة ، أو عمليات أخرى غير أكيدة الوقوع أو محتملة فقط كما هو الحال بالنسبة ل: المناقصات ، الأرباح الموزعة Dividens ... إلخ.

*** خصائص خيارات الصرف:**

إن خيارات الصرف تشمل على مجموعة كبيرة من العقود بالعملات الأجنبية و التي يمكن التفرقة بينها حسب:

1) نوعية أو طبيعة العملة المقابلة Par la nature de la devise sous- jacente.

2) إتجاه العملية (بيع أو شراء).

3) شروط التنفيذ: سواء في تاريخ الإستحقاق أو خلال فترة الحياة.

و يسمى حق شراء العملة ضمن خيارات العملة ضمن خيارات العملة ب Call أما حق البيع فيسمى ب-PUT، ف خيار الشراء يكون له دائما مقابل و هو بيع عملة أخرى. فمثلا خيار شراء USD مقابل FF هو CALL/USD و في نفس الوقت بيع فرنك فرنسي هو: CALL USD/FF و بطريقة أكثر وضوحا نقول أنه CALL USD/PUT FF.

و هنا يجب الإشارة إلى الإختلاف الكبير بين وضعيتي البائع و المشتري لخيار العملة، فالمشتري لخيار العملة (سواء شراء خيار CALL أو PUT) يكتسب حق شراء أو بيع عملة في تاريخ محدد أو ضمن فترة محددة، في مقابل ذلك فإنه يدفع عمولة للبائع الذي يكون بدوره ملتزما بتنفيذ رغبة المشتري، لذلك يمكن القول أنه توجد ثلاث احتمالات ممكنة):

- المشتري ل CALL يكتسب حق شراء عملة A مقابل عملة B.

- بائع لـ CALL عليه أن يسلم عملة A مقابل العملة B عند طلب المشتري.
 - مشتري PUT يكتسب حق بيع عملة A مقابل العملة B
 - بائع PUT عليه أن يستلم أو يشتري عملة A مقابل العملة B عند طلب المشتري لذلك.
- في تاريخ الاستحقاق فإن هذا الخيار OPTION يمكن أن تكون محل تنفيذ أو أن يتم التخلي عنها من قبل حائزها بحسب ظروف السوق تاريخ الاستحقاق. كما توجد إمكانية أخرى و هي إعادة بيع الخيارات قبل تاريخ الاستحقاق بدلا من تنفيذها.
- و يسمى سعر تنفيذ الخيار بسعر التنفيذ *Prix d'exercice* ، و يعني سعر الصرف الذي تم الإتفاق عليه عند التعاقد على الخيار، و الذي ينفذ المشتري بموجبه إذا كان ذلك مريح له.
- فعندما يكون سعر التنفيذ يساوي السعر الفوري SPOT في تاريخ التوقيع على العقد نقول أن الخيار **AT THE MONEY**.
 - عندما يكون سعر التنفيذ أحسن من السعر الفوري فإننا نقول أن الخيار **IN THE MONEY**. وهذا هو الحال بالنسبة لـ CALL عندما يكون سعر التنفيذ أقل من السعر الفوري، أما بالنسبة لـ PUT فإن هذه الحالة تنطبق عندما يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر الفوري.
- أما الحالة الأخيرة هي عندما يكون سعر تنفيذ الخيارات غير ملائم هنا يقول أن الخيار **Out of the Money** ، و هذه الحالة تنطبق بالنسبة لـ PUT عندما يكون سعر التنفيذ أقل من السعر الحالي و يمكن إختصار الإحتمالات السابقة ضمن الجدول التالي:

	CALL	PUT
In the money (ITM)	PE < SPOT	PE > SPOT
At the money (ATM)	PE = SPOT	PE = SPOT
Out of the money (OTM)	PE > SPOT	PE < SPOT

حيث أن : PE هو سعر التنفيذ.

SPOT هو سعر الصرف الحالي.

و يوجد نوعان من أسواق خيارات الصرف: الأسواق المنظمة *Marchés réglementés* و أسواق الموافقة بالتراضي *Gré à gré*. ففي الأسواق المنظمة فإن العقود عبارة عن عقود نمطية (Standard) فيما يخص قيمة العقد بالعملة و تاريخ الإستحقاق كما هو معمول به في سوق *Philadelphia (P.SE)* *Stock Exchange* أو سوق (IMM) الذي سبق الإشارة إليه.

في المقابل توجد أسواق أخرى غير منظمة و هي على وجه الخصوص الأسواق ما بين البنوك *Les marchés interbancaires* ، و التي يتم من خلالها التعاقد على خيارات العملة "حسب المقاس" "sur mesure"، تتفق تماما و حاجة المؤسسة التي تريد الإحتماء من خطر الصرف، سواء كان ذلك

بخصوص المبلغ أو الاستحقاق و عادتاً في مثل هذه الحالات فإن هذه المؤسسة تلجأ إلى البنك لتوقيع عقد Gré à Gré سواء بشراء أو بيع حسبما كان المبلغ المراد تغطيته ذمة أو دين بعدها فإن البنك يتجه بدوره إلى الأسواق المنظمة من أجل تغطية الخطر الناتج عن هذا التعاقد.

تستعمل خيارات العملة سواء من أجل حماية الوضعية الطويلة أو الوضعية القصيرة.

(أ) حماية وضعية الصرف الطويلة *Protection d'une position longue*

هذه الوضعية نجدها في مؤسسة تتوقع استلام عملة من الغير، كالمؤسسة التي قامت بتصدير سلعة أو تلك التي تتوقع تحصيل مبلغ بالعملة الصعبة، و تخشى من انخفاض قيمة هذه العملة في مقابل العملة المحلية. و هنا يمكن أن تواجه المؤسسة واحدة من الاحتمالات الثلاث التالية:

- البقاء في وضعية صرف مفتوحة أي عدم اتخاذ أي إجراء من أجل تغطية خطر الصرف و هذا الموقف تفقه المؤسسة عادتاً عندما تتوقع تحسن سعر الصرف.
- محاولة تغطية خطر الصرف من خلال بيع أجل للعملة المتوقع الحصول عليها، و هذا موقف حذر يمنح صاحبه اليقين ببيع العملة بسعر معروف مسبقاً. و هذا السعر المنفق عليه يكون ملائم للمؤسسة عندما تكون العملة بصدر Report ، و غير ملائم إذا كانت العملة بـ Deport. كذلك في هذا الموقف لا يسمح الاستفادة من أي تطور إيجابي في السوق أي، ارتفاع سعر العملة.
- استعمال استراتيجية تعتمد على الخيارات فالمصدر في هذه الحالة و بدفعه لعمولة يستطيع أن يشتري خيار ببيع عملة و الذي يمكنه من تجنب خطر الصرف، في الوقت ذاته يمكنه من الاستفادة من أي تطور إيجابي في السوق كما يحق له التخلي عن استعمال هذا الخيار أو بيعه قبل الاستحقاق ، حيث يحشى انخفاض قيمة العملة المتوقع الحصول عليها، فيقوم بشراء حق بيع بسعر التصرف لمدة معينة مع دفع علاوة للبائع ، فإذا انخفض السعر العاجل للعملة مقارنة بسعر التصرف عند حلول الأجل يمارس المتعامل حقه في البيع وفق السعر المنفق عليه. أما إذا ارتفع سعر الصرف العاجل مقارنة بسعر التصرف هنا يتخلى المتعامل عن حقه ، طالما أن السعر العاجل يغطي له تكلفة العلاوة و يحقق له تفادى الخسارة التي كانت متوقعة، كما يمكن أن يحقق له ربحاً.

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

و تنشأ هذه الوضعية عندما نكون بصدد مؤسسة مستوردة و التي يترتب عليها دين بالعملة الأجنبية أو المؤسسة التي اقترضت عملة أجنبية و يكون عليها تسديد هذه المبالغ مستقبلاً، و هنا تكون أمام المؤسسة الإمكانات التالية:

- المؤسسة تفضل البقاء في وضعية صرف مفتوحة كونها تتوقع إنخفاض قيمة العملة محل التسديد.
- المؤسسة تعمل على حماية نفسها في خطر الصرف بشراء العملة في الأجل و يؤدي ذلك إلى تثبيت سعر العملة المتوقع أن تسلم لها، لكنها لن تستطيع أن تستفيد من أي تطور إيجابي في سعر السوق أي بمعنى آخر لن تستطيع أن نجني أي ربح من إنخفاض سعر الصرف في المستقبل.
- الإحتمال الآخر هو قيام هذه المؤسسة بحماية نفسها من خلال شراء خيارات صرف العملة، و تدفع للبائع علاوة ، عند انقضاء المدة نكون بصدد حالتين، إما ارتفاع سعر عملة التسديد (السعر العاجل) هنا تمارس المؤسسة حقها في الشراء لأن سعر التصرف زائداً للعلاوة أقل من السعر العاجل ، أما إذا انخفض السعر العاجل عند حلول الأجل فمن مصلحة المؤسسة المعنية التخلي عن حقها (خيار الشراء) طالما أن الفارق بين السعيرين يغطي لها العلاوة و يمكن أن يحقق لها ربح و من تم تمكنت من تجنب خسارة سعر الصرف .

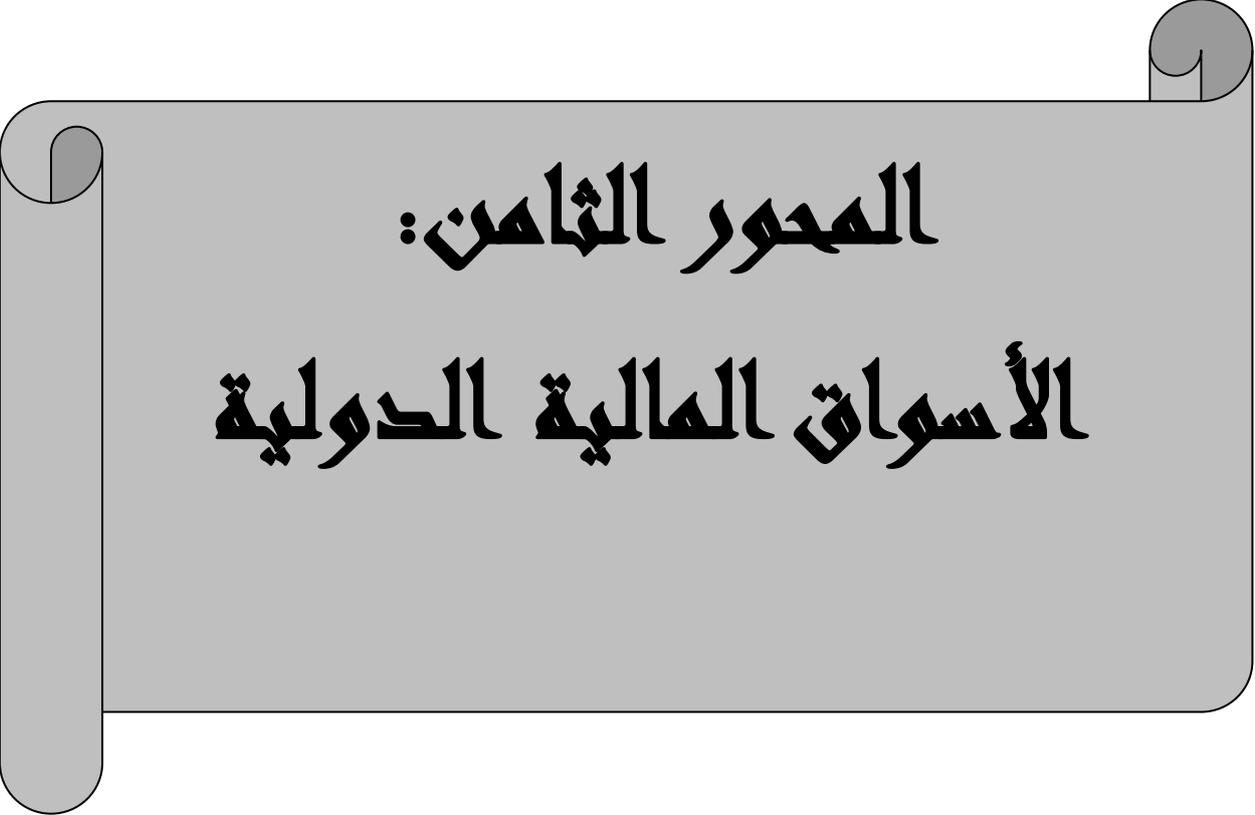
(6) تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية :

قد تستفيد المؤسسات الاقتصادية بالضمانات التي تقدمها بعض شركات التأمين المتخصصة في تأمين العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية، و توفر هذه الضمانات لمستعمليها حماية لا تقل أهمية عن الحماية التي توفرها تقنيات التغطية السابقة الذكر .

و تغطية خطر الصرف، عن طريق شركات التأمين هذه، يدخل ضمن نفس منطق التقنيات الخاصة بتغطية خطر الصرف التي سبق التعرض لها، ذلك أن الفكرة الأساسية هي ضمان سعر صرف أجل . و هذه الشركات كانت تستعمل من قبل المؤسسات الاقتصادية التي لم يكن بإمكانها استعمال طريق التغطية السابقة بسبب وجود رقابة صارمة على سياسة الصرف أو عدم إمكانية أو إستحالة تغطية خطر الصرف بالنسبة لعملات معينة (كما كان الحال بالنسبة لدول المعسكر الشرقي سابقاً).

و تختلف هذه الضمانات المقدمة من شركات التأمين من شركة إلى أخرى بحيث قد تتعلق هذه الضمانات بـ:

- ضمانات تطبق على الصادرات و الواردات و الضمان هنا ينصب على رقم الأعمال المرتقب (تصدير) أو حجم المشتريات المتوقع (الإستيراد)- فالمؤسسة طالبة الضمان يمكن لها أن تختار فترة التغطية التي تمتد من 3 إلى 18 شهرا وكذلك العملة المراد تغطيتها من بين العديد من العملات التي تغطيها هذه الشركات . وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة التغطية تعتمد على ماهية العملة المغطاة ومدة التغطية (العمولة من 0.09 % إلى 1.9 %). وسعر الصرف المغطى هو سعر الصرف الفوري تاريخ التوقيع على الإتفاق بين المؤسسة وشركة التأمين، بالإضافة إلى أن المؤمن قد يستفيد من جزء من الأرباح الناجمة في التميز الإيجابي لسعر الصرف
 - الضمانات المقدمة للمصدر لتغطية الخسائر المحتملة الممكنة الوقوع في حالة إنخفاض سعر الصرف بين تاريخ تقديم العرض من المصدر إلى زبونه، وتاريخ التوقيع الفعلي للعقد .
- بالإضافة إلى أنواع أخرى خاصة من الضمانات ومن أهم هذه الشركات : Coface في فرنسا ، Hermes في ألمانيا ، Sace إيطاليا ، ECGD بريطانيا ، EximBank في الولايات المتحدة الأمريكية ، Miti اليابان ، Cagex في الجزائر.



المحور الثامن:
الأسواق المالية الدولية

إن التطور الذي عرفته الصناعة المالية على الصعيد الدولي في شتى الميادين، أدى إلى زيادة وتنوع الأدوات والخدمات المالية الدولية، مما نتج عنها تعقيدات في حصر أصولها في نوع محدد دون الآخر والتشعب في ضبط مفهومها، بما يتناسب مع متطلبات العصر الحديث.

I- ماهية الأسواق المالية:

أولاً: تعريف الأسواق المالية الدولية

- ينصرف تعريف السوق المالية الدولية إلى عدة مفاهيم تتمحور كلها حول التعريف التالية:
- تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشأة أو هيئات في دول أخرى.
 - يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراءً وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية.
 - سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين وللأوراق المالية من دول أخرى.

ثانياً: أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية

- ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية، أو سواء على مستوى الدول والحكومات لدفع عجلة التنمية لديها، وتكمل أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية إلى ما يلي:
- ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى (1175) خاصة في إيطاليا ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية.
 - ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في أنفر (Anvers) ببلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، ثم في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1803 وتلاها في القرنين التاسع عشر والعشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن وواشنطن في الولايات المتحدة الأمريكية.
 - ظهور الثورة الصناعية والنهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول.

- دفعت الحاجة للتمويل إلى ظهور شركات المساهمة الضخمة والتي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية.
- هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج وللتوسع في النشاط الاقتصادي، من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانيات الأفراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم.
- توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي من أجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية، مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول.
- زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية.
- تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنويع مصادر الإقراض لديها، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.

ثالثاً: أهداف الأسواق المالية الدولية

- تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية:
- إقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين.
 - إصلاح نظام الإقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية.
 - تنسيق أسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بين المتعاملين الدوليين.
 - تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة بمهام المراقبة والإشراف والتوجيه.
 - تبنى الإجراءات العملية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة (الأزمات المالية)

- تنظيم الأسواق المالية والنقدية الدولية وإمدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن إجراءات اقتصادية دولية فعالة.

رابعاً: وظائف الأسواق المالية الدولية

- للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف، يمكن إيجازها فيما يلي:
- حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي.
- تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية.
- تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق.
- تطوير الأساليب والإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية.
- تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية.
- توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية.
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.
- تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

خامساً: المتعاملون في الأسواق المالية الدولية:

- هناك أطراف عديدة تتعامل في سوق النقد الدولية، أهمها:
- البنوك المركزية والتي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحويلات للعملاء الأجنبية.
- البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة.
- شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى.
- الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية.
- شركات التأمين وصناديق التقاعد.

- المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية.
- الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
- البورصات العالمية، كبورصة لندن ونيويورك للأوراق المالية.
- الشركات الضخمة والشركات المتعددة الجنسيات، وشركات الاستثمار الإقليمية والعالمية.
- الحكومات والدول والمنظمات والاتحادات الاقتصادية.
- كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي.

سادسا: شروط قيام الأسواق المالية الدولية

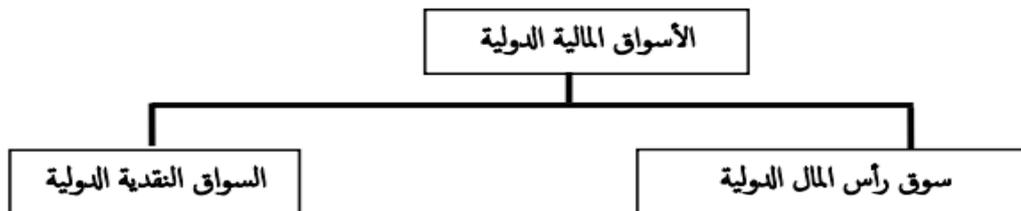
- لقيام الأسواق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح الأسواق المالية الدولية، والمتمثلة بما يلي:
- وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية، لتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية.
 - تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزيهة وتشجع القطاع الخاص.
 - تبني منظومة مالية مرنة ومنتزنة فيما يخص السياسة الضريبية والسياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال.
 - تبني منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية.
 - وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفؤة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها.
 - وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض مما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها.

- ضرورة ربط الأسواق المالية الدولية بأسواق مالية محلية ودولية ببعضها البعض لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات والمتعاملين في السوق الدولية.
- وجود خبراء ماليين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة.
- توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية . واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها.
- ربط السوق المالي بأدوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض.
- إمكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الأورو، الين الياباني، الدولار الكندي والفرنك السويسري)، وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية.
- ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية والتجارية.

سابعاً: أقسام الأسواق المال الدولية

إن أقسام الأسواق المال الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي لكنها تخالف من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملة التقييم، وعلى هذا الأساس سيتم التركيز على التقسيم الأساسي المختصر للسوق المالية الدولية، والذي يبرز الفروع الرئيسية للسوق المالية الدولية، كما يوضح ذلك الشكل رقم (11) التالي:

شكل رقم (11): التقسيم المختصر لأقسام الأسواق المالية الدولية.



1- السوق النقدية الدولية: (Internationale Money Market)

ينصرف معنى سوق النقد الدولي إلى قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو اليورو لدى بنوك تجارية في الخارج، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو دولار، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية، وإنما تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو يورو في حسابات بالدولارات أو باليورو أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية

ويكون التعامل في هذه السوق بتلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح من يوم إلى سنة، وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف، وهذا يعود إلى أن التعامل يجري بالعملة الأجنبية، وتقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية.

وكان من أهم العوامل المساعدة على ظهور الأسواق المالية الدولية تراكم الفوائض البترولية للدول المصدرة للنفط في عشرية التسعينيات من القرن المنصرم والتي تم إيداعها في بنوك دولية، واستغلالها في مجال الإقراض والاقتراض للدول والشركات والحكومات.

2- سوق رأس المال الدولية (Internationale Capital Market):

يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما ينجر عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا ... الخ.

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية، أشهرها الأوروبية والأجنبية، ومن أهم العوامل الاعتيادية باستثناء الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة المؤثرة في سوق رأس المال الدولية هي التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية خاصة منها العملات القيادية.

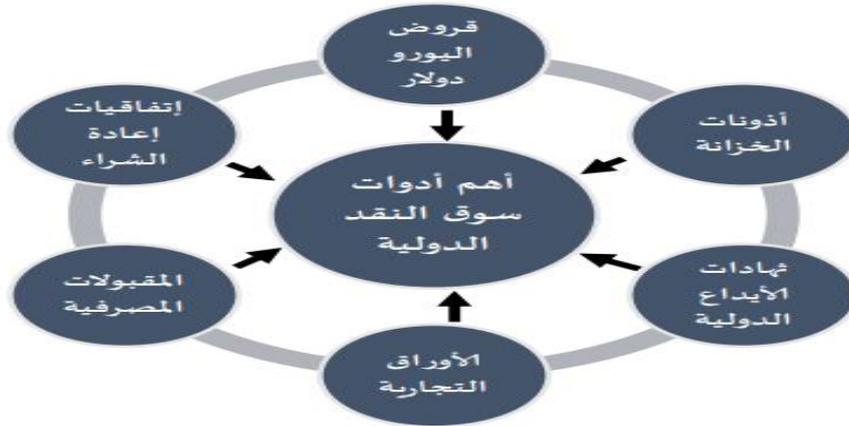
II- أدوات الأسواق المالية الدولية:

تختلف أدوات الأسواق المالية الدولية عن تلك الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية من حيث نطاق تداولها الجغرافي لكونها عابرة للحدود، وكذلك من حيث قيمتها المالية والتي تكون عادة بمبالغ أكبر، وأيضا من حيث نوع العملات المستخدمة في تقييمها والمتعاملين الأجانب الذين يتداولونها.

أولاً: أدوات التعامل في الأسواق النقدية الدولية.

تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال، والشكل رقم (12) الموالي يوضح أهم الأدوات النقدية المتداولة في أسواق النقد هي:

الشكل رقم (12): أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد الدولية.



1- أذونات الخزينة (Treasury Bills)

هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثنى عشرة شهرا، وتباع بخصم عن طريق المزاد العلني، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنها لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، وعادة ما تكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوما بالنسبة للأذونات التي تصدر أسبوعيا و 52 أسبوعا بالنسبة للأذونات التي تصدر شهريا.

2- شهادات الإيداع على المستوى الدولي:

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما:
-شهادات الإيداع المصرفية وشهادات الإيداع الدولية.

شهادات الإيداع المصرفية:

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

شهادات الإيداع الدولية:

شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ولحاميل الشهادة الحق في الحصول على التوزيعات النقدية والعينة ومن بيع الأسهم، وهناك نوعان من شهادات الإيداع الدولية هما شهادات الإيداع الأمريكية (American depositary receipts) و شهادات الإيداع الدولية (GDRs (Global depositary receipts ، ويتم تداولها في الأسواق المال الدولية مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك.

3- المقبولات المصرفية Banker's Acceptances :

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

4- اتفاقية إعادة الشراء Repurchase Agreements :

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد، ويعنى الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول، يتعهد بموجبه البائع إبعاده ببيع نفس الأوراق المالية بعد فترة قصيرة جدا غالبا ما تكون لية واحدة (Overnight) وبمدة أقصاها 76 ساعة عمل، وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه

5- الأوراق التجارية الدولية Commercial Paper:

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

- **الشيك:** هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب عليه بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغاً من النقود لمصلحة من يحدده الأمر.
- **الكمبيالة أو السفتجة:** هي مكتوب غير مقيد بشرط، تتضمن أمراً من شخص، يسمى الساحب، لشخص آخر، يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع مبلغاً معيناً، بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، لشخص ثالث، يسمى المستفيد، أو الحامل.
- **السند لأمر أو السند الاذني:** هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين الأثبات ذمة مالية واحدة، يسدد بموجبها ما المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق، وهو قابل للخصم.
- **قروض اليورو دولار Eurodollars:** هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية.

ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

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

1. أدوات السوق المستقبلية:

ترتكز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها الأسهم والسندات، ليشتق منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات، والهدف من وجود المشتقات

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

أ- عقود الخيارات:

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد وتتنوع عقود الاختيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي خيار الشراء وخيار البيع والخيارات المركبة.

أ-1 خيار الشراء Call Option :

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عمالات أو مؤشرات، أو غيرها من الطرف آخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم والهدف منه هو المضاربة في السوق وكذا الاحتياط من المخاطر.

أ-2 خيار البيع Put Option:

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عمالات أو غيرها للطرف الآخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم.

أ-3 الخيارات المركبة:

وهي العقود المركبة من اختارين أو أكثر من نوعين الاختيار السابقين، اختيار البيع واختيار الشراء، وهي أنواع كثيرة، نذكر منها: الخيار المزدوج؛ الخيار المسمى سترادل Straddle الخيار المسمى سبريد Spread عقد الخيار المسمى ستراب strap عقد الخيار المسمى ستريب Strip.

ب-العقود الآجلة:

هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتر وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين

ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين.

ج- عقود المبادلات عمليات (SWAP) :

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

2. أدوات السوق الحاضرة:

تتشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم والسندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية.

أ- الأسهم Stocks:

يعرف السهم بأنه أداة ملكية، وهو وثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)، مما يخول الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة، وتدون على السهم قيمة اسمية ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير والتسليم وللتسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية ويتم تداول الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا أيضاً وفق اللوائح التنفيذية للسوق المحلية للأسهم في تلك البلدان.

ب- السندات Bonds:

يعرف السند بأنه أداة دين، وهو يمثل جزء من قرض متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات وشركات الأموال قابل للتداول، وهو عقد في شكل شهادات بقيمة اسمية موحدة يصبح بموجبها حامل السند مقرضاً دائناً ومصدر السند مقرضاً مديناً، ويتكفل الأخير بالوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائن بدفع فائدة دورية عادة كل سنة محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسند طيلة مدة حياته، ورد أصل الدين كاملاً (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق، السندات الدولية يتم تداولها مثل الأسهم الدولية في

بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا، إلا أن السندات تتسم بنسبة منخفضة من المخاطر المالية.

ج- الصكوك المالية الإسلامية Sokooock:

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

III- مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية:

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

أولا: المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية: (IOSCO)

1- تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية:

هي أرفع هيئة مهنية عالمية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال الدولية وقد تأسست في عام 1983، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقرا لها، وتضم المنظمة 124 عضواً من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية وهي هيئات الأوراق المالية الوطنية أو الهيئات الحكومية المماثلة مع أسواق المشتقات أي أكثر من 95% من أسواق الأوراق المالية في العالم، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخراً، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير وأسس المنظمة للأسواق المالية.

2- أهداف المنظمة: وتسعى المنظمة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

- التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية.
- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية.

- توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية.
- تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة للأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب التعاملات بالأسواق المالية.

3- مبادئ المنظمة:

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ وعددها 31 مقسمة إلى تسع مجموعات مختلفة تتناول كفاءة أطراف السوق وتعد مرشدًا جيدًا لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، وهي:

- المبادئ الخاصة بوضع القواعد التنظيمية لسوق المال؛
- المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم؛
- المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية؛
- المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية؛
- المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات؛
- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي؛
- المبادئ الخاصة بالوسطاء الماليين في السوق المالي؛
- المبادئ الخاصة بالأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول)؛

➤ وتهدف هذه المبادئ التسع إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي:

- أ- توفير الحماية للمستثمرين؛
- ب- ضمان تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات التي تتم بالأسواق المالية؛
- ج- التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

ثانياً : بنك التسويات الدولية (BIS) Bank for International Settlements

1- تعريف بنك التسويات الدولية:

بنك التسويات الدولية (BIS) هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم، تأسس في 17 ماي 1930، وهو بنك لتسوية المدفوعات الدولية للمصارف المركزية، ويضم حالياً 60 بنك مركزياً كأعضاء، يمثلون 60 دولة من مختلف أنحاء العالم والتي تشكل معاً حوالي 95% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مكتبها الرئيسي في بازل بسويسرا، كما أن لديه فروع في هونغ كونغ الخاصة لجمهورية الصين الشعبية

ومكسيكو سيتي ومعاملاته غير خاضعة للمساءلة المركزية أو القانونية في العالم، ولديه حصانة كاملة من الضرائب ومن جميع القوانين الدولية والوطنية. ولا يتعامل مع الأفراد أو الشركات سواء لقبول الودائع أو تقديم الخدمات المالية لهم ويساهم في وضع الخطط الرئيسية للنظام المالي العالمي.

2- مهام بنك التسويات الدولية:

تكمن مهام بنك التسويات الدولية فيما يلي:

- رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية.
- خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية.
- تعزيز المناقشة وتيسير التعاون بين البنوك المركزية.
- دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي.
- إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي.
- وكيلًا أو وصيًا في اتصال مع العمليات المالية الدولية.
- وضع التحليلات والإحصاءات المالية والمصرفية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاصة بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين.
- تحقيق الاستقرار النقدي والمالي لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام والازدهار العالمي.

ملاحظة:

كل شهرين يجتمع محافظي البنوك المركزية في العالم في بازل لحضور الاجتماع الاقتصادي العالمي "Global Economy Meeting" وخلال تلك الاجتماعات يتم اتخاذ القرارات التي تؤثر على بنوك العالم .

3- تاريخ بنك التسويات الدولية:

فمنذ نشأة بنك التسويات الدولية في 17 ماي 1930 وتاريخه يحفل بالمنعطفات الحادة، فقد كان بنك التسويات الدولية يحظى دائما بمكانة خاصة في عالم المؤسسات المالية الرفيعة الذي تكتنفه التعقيدات، وقد تأسس بنك التسويات الدولية بعد الحرب العالمية الأولى بصلاحيات محدودة، تمثلت في تسوية مدفوعات تعويضات الحرب المفروضة بموجب معاهدة فرساي على ألمانيا المهزومة، واقتضت

معالجة المسائل الفنية مثل تحصيل وإدارة وتوزيع الأموال المستحقة الدفع، إنشاء مؤسسة مالية ومن ثم إنشاء بنك التسويات الدولية (BIS) أو "BIZ" وفق مسماه باللغة الألمانية، وتقتصر قائمة مؤسسيها المالكين على البنوك المركزية في الدول المنتصرة في الحرب العالمية الأولى بلجيكا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة، لكنها ضمت أيضاً ألمانيا واليابان، بالإضافة إلى اتحاد من ثلاثة بنوك أمريكية بالنيابة عن البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي— وهو ما يدعو للاستغراب —، ولم يمض وقت طويل حتى انضمت البنوك المركزية في كل من النمسا وتشيكوسلوفاكيا وهنغاريا وغيرها من البلدان الأوروبية الصغيرة إلى هذا البنك الذي كان من المقرر أن يمارس دوراً في سياق المعاملات المالية بين البنوك المركزية وفي إطار جهات الاتصال المختصة، لكن التاريخ سرعان ما دخل في منعطف حاد وتم تعليق التعويضات التي تؤديها ألمانيا، لكن بنك التسويات الدولية استأنف نشاطه ولم يمنعه هذا المزيج الغريب من حملة الأسهم من مزاولته نشاطه حتى أثناء سنوات الحرب العالمية الثانية.

وقد حافظ بنك التسويات الدولية (BIS) على صورته في ظل السنوات عديدة، حيث ظل يقوم بأعماله متخذاً فندقاً معزولاً مقرأً. وفي ذلك المكان تم اتخاذ قرارات لتخفيض قيمة عملات أو الدفاع عن عملات، واتخاذ قرارات لتثبيت سعر الذهب، وتنظيم الأنشطة المصرفية فيما وراء البحار (offshore banking)، ورفع أو خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وفي عام 1977، تولى بنك التسويات الدولية عن أسلوب التستر في ممارسة أنشطته ليتحول إلى إدارة هذه الأنشطة من خلال مراكز أكثر كفاءة. ويشغل بنك التسويات الدولية حالياً مبنى يتكون من 18 طابقاً على شكل ناطحة سحاب دائرية، تشبه مفاعلاً نووياً أقيم في غير موضعه، في تلك المدينة التاريخية (بازل) التي تنتمي إلى العصور الوسطى. ويُعرف هذا المبنى الآن باسم برج بازل (Tower of Basel). ويتمتع بنك التسويات الدولية بحصانة حكومية، ولا يدفع ضرائب، وقوة بوليس خاصة به.

IV - كفاءة السوق الدولية:

إن من بين أهم المخاطر التي تحدد بالسوق المالية الدولية، تكمن في عدم استقرار السوق والاضطرابات التي تعصف بها من حين لآخر، وهذا راجع للتقلبات التي تصيب أسعار الأوراق المالية المقيدة بها والأدوات الأخرى محل التعامل على المستوى الدولي، والتي يكون من ضمن أس بابها الرئيسية عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تخص الشركات المصدرة لهذه الأوراق، مما ينعكس سلباً على أسعارها، وهذا ما يعرف بكفاءة السوق المالي.

أولاً: تعريف السوق المالي الكفؤة.

السوق المالية الكفؤة هي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية المقيدة والمتداولة فيها والتي تصدرها إحدى المؤسسات كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها سواء في شكل القوائم المالية أو المعلومات المثبتة في السجل التاريخي لحركة سعر الورقة المالية أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وينعكس أثرها على القيمة الحقيقية للاستثمارات المالية في السوق في شكل تغيرات إما موجبة أو إما سالبة للمكاسب المستقبلية للمستثمرين ومستويات المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

ملاحظات :

- ✓ في ظل السوق المالي الكفؤ ووفقاً للمعلومات المتوفرة حول المنشأة المصدرة لأصول المالية المتداولة، فإن القيمة السوقية للورقة المالية تقترب من قيمتها الحقيقية.
- ✓ تتيح السوق المالية الكفؤة توفير المعلومات لكافة المتعاملين فيها بأدنى تكلفة وفي نفس الوقت ودون فاصل زمني كبير لأحداث مبدأ تكافؤ الفرص في اتخاذ القرار.

1- متطلبات كفاءة سوق المال الدولية:

يطلق مصطلح الكفاءة على سوق رأس المال، إذا توفرت السوق على شرطين رئيسيين، هما: كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير

أ- كفاءة التشغيل:

وتسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وهي تعنى بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناعات السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها.

ب- كفاءة التسعير:

وتسمى أيضاً بالكفاءة الخارجية لأنها مرتبطة بعوامل متأتية من خارج السوق المالي وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق رأس المال، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.

2- مستويات كفاءة السوق المالية الدولية:

إن كفاءة سوق رأس المال تتدرج وفقا لنوع ومستوى المعلومات المتاحة للمتعاملين فيها، كما يلي:

- الشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال Weak Form؛
- الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق رأس المال Semi-Strong Form؛
- الشكل القوي لكفاءة سوق رأس المال Strong Form .

أ- الشكل الضعيف لكفاءة سوق المال الدولية:

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال شركاتها، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو المعدل المطلوب على الأسهم ذاته على حساب مستثمر آخر. ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار، وذلك باستخدام الاختبارات الإحصائية المتمثلة في اختبار الارتباط التسلسلي أو اختبار الإشارات، أو باستخدام قواعد المتاجرة في الأسهم.

ب- الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق المال الدولية:

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة، كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق ربح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو استخدام قياس الأرباح غير العادية.

ج- الشكل القوي لكفاءة سوق المال الدولية:

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق فيها أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكار هذه المعلومات، وحينها تفترض أن يتعادل الطلب مع العرض، وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي.

3- خصائص الأسواق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية:

تمتاز السوق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية بالخصائص التالية:

أ- **السيولة:** وتعنى المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة دون خسارة، والاصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة.

ب- **استمرارية السعر:** وتعنى أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثير من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.

ج- **عمق السوق:** السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشتريين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، ولهم القدرة على التعامل مع أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

د- **شمولية السوق:** تعتبر السوق شاملة أو واسعة، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين في السوق قليلاً وكان حجم التداول الناتج قليلاً فإن السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً.

هـ- **حيوية السوق:** عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق ويكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقاً، ويتم إنجاز أية صفقة بيع أو شراء بسرعة ويكون حجم التداول كبيراً، ويعتبر وجود وسائل سريعة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

و- **كفاءة المعلومات أو التسعير:** إن التغير السريع في الأسعار على ضوء أية معلومة جديدة عن العرض والطلب يعنى أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن كافة الأوراق المالية.

V- فروع الأسواق المالية الدولية:

تتضمن الأسواق المالية الدولية كلا من سوق الأسهم الدولية وسوق السندات الدولية وسوق العملات الأجنبية وأيضاً سوق الأورو دولار.

أولاً: سوق السندات الدولية.

1- تعريف سوق السندات الدولية:

يمثل سوق السندات الدولية جزء مهماً من سوق رأس المال الدولية وبالتالي سوق المال الدولية هو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول السندات بين مختلف المتعاملين، إذ تعتبر السندات بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة

البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه، وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل تتراوح بين 10 و 15 سنة، وتشكل الدول والمؤسسات العمومية أكبر وأهم متدخل فيه، إضافة للشركات الخاصة، والهدف الرئيسي لسوق السندات الدولية هو تمويل تعاملاتها بالاحتياجات المالية اللازمة لها خارج أسواقها المحلية .

2- المتعاملين في سوق السندات الدولية:

ويتم التعامل في سوق السندات الدولية من خلال البنوك والسماصرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية وتتحكم في عمليات الإصدار والتسويق العالميين في سوق السندات الدولية هيئة دولية تسمى بـ Syndicat والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة ويتم الاكتتاب وتداول السندات الدولية في الغالب في أسواق رأس المال الأوروبية منها لندن والتي تعد واحدة من مراكز سوق السندات الدولية في العالم، ولوكسمبورغ كونها مركز الإدراج الرئيسية لهذه السندات، وأسواق رأس المال الأمريكية منها نيويورك.

3- أشهر السندات الدولية:

تعد السندات الحكومية الأمريكية أشهر أنواع السندات الدولية المصدرة والمتداولة عالميا من حيث الحصة السوقية ويليه السوق السندي الأوروبي وثم السوق السندي الآسيوي، إذ أفادت الإحصائيات أن السندات الحكومية الأمريكية التي يحملها جميع المستثمرون الأجانب وصل إلى 2.6018 ترليون دولار أمريكي حتى نهاية ابريل 2007، وظلت اليابان اكبر دولة حاملة للسندات الحكومية الأمريكية قدرها 592.2 مليار دولار أمريكي والصين ثاني دولة تحمل السندات الحكومية، بقيمة 500 مليار دولار أمريكي، أما السندات الحكومية الأمريكية التي تحملها بريطانيا وصلت قيمتها إلى 251.4 مليار دولار أمريكي من سنة 2007 فبالإضافة إلى السندات التي يتم إصدارها بالدولار الأمريكي خارج قواعده، هناك عملات أخرى يتم إصدار السندات الدولية بها وهي:

- العملات الأوروبية: الاورو، الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري.
- العملات الآسيوية غير العربية: الين الياباني، دولار هون كونج.
- العملات العربية: الدينار الكويتي، الدينار البحري، والريال السعودي.

ثانياً: سوق الأسهم الدولية.

1- تعريف سوق الأسهم الدولية:

من حيث المبدأ فإن سوق الأسهم الدولية شبيه بسوق السندات الدولية، فهو يمثل جزء من سوق رأس المال الدولية وبالتالي سوق المال الدولية، وهو مكان أو هيئة أو آلية للإصدار وتداول الأسهم بين مختلف المتعاملين، إذ تعتبر الأسهم بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه، وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل مقرونة بمدة حياة المؤسسة المصدرة.

2- إصدار وتداول الأسهم الدولية:

ويتم إصدار الأسهم الدولية من قبل شركات مساهمة دولية في غير بلدها الأصلي لغرض تلبية احتياجاتها المالية اللازمة لاستثماراتها التوسعية وتعزيز مركزها المالي دولياً وتتم عملية وتوزيع الأسهم الدولية للاكتتاب من طرف هيئة دولية متخصصة مكونة من بنوك ومؤسسات مالية، وبذلك يصبح جزء من رأس مال الشركة المصدرة للأسهم الدولية ملكاً لأطراف أجنبية ويتم التعامل في سوق الأسهم الدولية من خلال المؤسسات المالية المتخصصة، البنوك والسامسة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية إضافة للأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم لتعظيم مكاسبهم المادية.

ثالثاً: سوق العملات الأجنبية الدولية

1- تعريف سوق العملات الأجنبية الدولية:

بالإمكان تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية والمعروفة باسم Foreign Exchange أو FOREX، وذلك عن طريق السوق الفورية Spot Market، هذا السوق الإلكتروني هو عبارة عن مكان يلتقي فيه عدد كبير من البنوك والمصارف العالمية إلى جانب السامسة والوسطاء المختصين في العملات الدولية، ويتم فيه التداول الفوري للعملات، ويستطيع من يريد التعامل في هذا السوق فتح حساب لدى وسيط محلي أو بنك والتداول في مقره أو عن طريق الهاتف كما يمكن أيضاً إضافة لتداول العملات على الفور Spot Market . أن تيرم في سوق الفوركس المعاملات الآجلة Forward Market عن طريق عقود مستقبلية لشراء وبيع العملات الأجنبية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي.

2- العملات الرئيسية في سوق الفوركس:

يرمز للعملة محل التداول في سوق الفوركس بثلاثة أحرف لاتينية، حيث يشير الحرفين الأولين لاسم البلد، والحرف الثالث يرمز لاسم عملة البلد، والجدول التالي يبين أهم العملات القيادية في سوق الفوركس والرموز الخاصة بها:

جدول رقم (07): أهم العملات القيادية في سوق الفوركس.

Symbol	Country	Currency	Nickname
USD	United States	Dollar	Buck
EUR	Euro zone members	Euro	Fiber
JPY	Japan	Yen	Yen
GBP	Great Britain	Pound	Cable
CHF	Switzerland	Franc	Swissy
CAD	Canada	Dollar	Loonie
AUD	Australia	Dollar	Aussie
NZD	New Zealand	Dollar	Kiwi

ويتم تداول العملات في أزواج أو ثنائية بين عملتين، على سبيل المثال اليورو والدولار الأمريكي (EUR / USD) وتسمى العملة الموجودة على اليسار (EUR) بالعملة المسعرة أو الثابتة والعملة الموجودة على اليمين (USD) بعملة التسعير أو المتغيرة، بشكل عام فإن سعر الصرف لعملة بلد ما مقابل عملة بلد آخر تتحدد وفق عوامل العرض والطلب وكذا قوة اقتصاد البلد مقارنة مع اقتصادات الدول الأخرى.

3- مميزات سوق الفوركس: تمتاز سوق الفوركس بمجموعة من الخصائص تجعلها تختلف عن البورصات:

- انخفاض تكاليف المعاملات المالية وعدم وجود رسوم حكومية للمعاملات الخاصة بالمقاصة والصرف؛
- سوق مستمرة على مدار 24 ساعة خلال أيام العمل؛
- صعوبة التحكم والسيطرة على سوق الصرف من قبل جهة غير محددة؛
- سوق الفوركس منتشر في جميع أنحاء العالم مع عدم وجود موقع مركزي محدد؛
- صعوبة الرقابة الحكومية للمعاملات اليومية بسبب الطبيعة الإلكترونية للسوق.

4- فروع سوق الفوركس: يضم سوق الفوركس أربعة أسواق إقليمية هي: الفوركس الأسترالية والفوركس الآسيوية مركزها سوق طوكيو في اليابان الفوركس الأوروبية مركزها سوق لندن في بريطانيا الفوركس

الأمريكية مركزها سوق نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وتتناوب هذه الفروع الأربعة في الافتتاح فيما بينها، إذ تفتح سوق وتغلق سوق أخرى وذلك بسبب الفروقات الزمنية للموقع الجغرافي.

رابعاً: سوق اليورو دولار Eurodollars .

1- تعريف سوق اليورو دولار:

هو عبارة عن سوق الدولارات الأمريكية الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية والمتواجدة على الأغلب في الدول الأوروبية وعادة غير الأوروبية، وتقوم البنوك التجارية العاملة في أوروبا بقبول الودائع من المودعين والمقومة بالدولار الأمريكي مقابل سعر فائدة يمنح لهم، وتقديم قروض بنكية لمتعاملها بالدولار الأمريكي مقابل معدل فائدة أكبر من معدل الإيداع يدفعونه للبنك التجاري. ومن المتعاملين في هذه السوق نجد كلا من البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الاستثمار والأفراد.

2- أسباب تطور سوق الأورو دولار: أهمها:

- تعود أسباب ظهور هذه الدولارات الأوروبية إلى فترة الخمسينيات، حيث عمدت بعض الدول نتيجة للظروف التي خلفتها الحرب الباردة بين المعسكرين إلى إيداع موجوداتها من الدولارات في بنوك أوروبا الغربية لتجنب قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتجميدها فيما لو كانت موظفة في داخلها.
- التحديد الصارم لمعدلات الفائدة الدائنة التي تدفعها بنوك الولايات المتحدة الأمريكية لمودعيها من قبل البنوك المركزية أو ما يسمى بقاعدة "ك" أو "Q"، مما أدى إلى قيام عدد كبير من أصحاب الودائع بالدولارات من غير المقيمين وبعض المقيمين بتوظيف أموالهم خارج الولايات المتحدة الأمريكية للتهرب من أحكام القاعدة المشار إليها سابقاً، وبالتالي الحصول على معدلات فائدة أعلى في أوروبا.
- العجز المزمّن في ميزان المدفوعات الأمريكي وأيضاً طريقة تمويل هذا العجز.
- الحضر المفروض على البنوك البريطانية منذ سنة 1957 باستعمال الجنيه الإسترليني كعملة أجنبية لعمليات التحويل، وإجراء المعاملات النقدية بين الدول الواقعة خارج منطقة الإسترليني قد أجبر البنوك في لندن على إحلال الدولار مكان الإسترليني وبالتالي الحصول من خارج إنجلترا على كل الدولارات اللازمة.
- الضريبة الخاصة أو رسم تأمين التعادل بين معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد أدى إلى انخفاض الطلب على القروض في سوق نيويورك من قبل غير المقيمين الأمريكيين (بسبب

ارتفاع تكلفة هذه القروض) وأرغم هؤلاء إلى اللجوء إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية للحصول على التمويل اللازم.

3- خصائص سوق الأورو- دولار:

- يتميز سوق الأورو دولار بمجموعة من الخصائص، تتمثل أهمها فيما يلي:
- إن سوق الأورو دولار كجزء من السوق المالي الدولي ليس له حدود وطنية معينة ولذلك فإنه لا يخضع لرقابة أية دولة من الدول؛
- قام هذا السوق على أساس عمليات الإيداع والإقراض، ولذلك يعتبر سوقاً للأموال المقرضة؛
- انتماء الدائنين والمدينين في هذا السوق إلى دول مختلفة؛
- إن هذا السوق يتمتع باستقلالية نسبية وسياسة خاصة لأسعار الفائدة تختلف تماماً عن المعدلات المعمول بها.

إن العمليات الائتمانية في سوق الأورو دولار تتخذ أحد الشكلين التاليين:

أ. عمليات ما بين البنوك: تتخذ شكل الودائع الجارية والأجلة تتراوح الأجلة ما بين يوم وستة أشهر بمعدلات فائدة معينة.

ب. عمليات ما بين البنوك والمتعاملين الآخرين: عندما تقدم البنوك قروضا لمتعاملها وبمدة أطول من سابقتها.

4- أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار:

إن أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار يمكن أن تكون ثابتة على مدى فترة القرض، وكما يمكن أن تكون متغيرة أو متحركة، وهي تحدد وفق أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها والمعروف بـ الليبور LIBOR أو LONDON INTER BANK OFFER RATE وعادة ما يتم إضافة هامش محدد حسب القرض على هذا المعدل، وذلك تبعاً لمستوى المخاطر التي يمتاز بها البلد المقترض حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر كما يلي:

- بالنسبة للدول الصناعية: تدفع ½% أقل من LIBOR

- بالنسبة للدول الأفريقية: تدفع أسعار فائدة أعلى تتراوح ما بين 1% و2% أعلى من LIBOR، بحجة ارتفاع نسبة المخاطر والقدرة على عدم السداد مما يعيق المسار التنموي في هذه الدول.

أليه حساب معدلات ليبور:

يتم في كل يوم عمل رسمي حساب 150معدل ليبور، لعشر عملات رئيسة هي الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الاسترالي، اليورو، الكرونة الدانماركية، الكرونة السويدية، الدولار النيوزلندي، حيث يتم حساب 15 معدلاً حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعين، ومن شهر إلى 12شهرًا) لكل عملة، كما يلي:

الخطوة الأولى: تحديد المقومين، والذين يتكونون من مجموعة بنوك لكل عملة (8 أو 12 أو 16)، ويتم اختيارهم بشكل سري كل ربع سنة وفق معايير السمعة، وحجم النشاط في السوق وتصنيفها الائتماني، ولا تنتمي هذه البنوك للعملة محل التقييم.

الخطوة الثانية: قيام كل بنك من البنوك المساهمة بتقديم تقييم يومي لأسعار الفائدة حسب المدة الخمسة عشر لممثل الجمعية في عملية حساب ليبور وهي شركة رويتر، ويجب أن تلتزم البنوك المساهمة عند تقديم تقييمها لأسعار الفائدة بالتعليمات التي وضعتها الجمعية ومنها:

- يقدم كل بنك المعدلات التي يكون مستعداً عندها لاقتراض مبلغ معقول الحجم.
- القرض غير مضمون، ومحكوم بقانون إنجلترا وويلز.
- تقدم المعدلات بخانات عشرية لا تقل عن اثنتين ولا تزيد عن خمس.
- ترسل المعدلات لرويتز بين الساعة 11:00 و 11:10 صباحاً حسب توقيت لندن.
- يحدد كل بنك معدلاته باستقلالية عن البنوك والعملات الأخرى.

الخطوة الثالثة: بعد استلام تقييمات جميع البنوك لأسعار الفائدة المختلفة، تقوم رويتر بترتيب العروض من الأعلى للأدنى، ثم يتم استبعاد أعلى وأدنى قيمة من المعدلات المعروضة لتحديد تأثير المعدلات المتطرفة، وتحدد معدلات ليبور لذلك اليوم بحساب المتوسط الحسابي للعروض المتبقية.

وعادة ما تبتث المعدلات المحسوبة للسوق في حدود الساعة 11:45، مع ملاحظة أن الأسعار الفائدة تستمر في التغير خلال اليوم، وقد تختلف عن معدلات ليبور المعلنة.



المحور التاسع:
المشتقات المالية

تبذل فئة متخصصة يطلق عليها مصطلح المهندسون الماليون، جهودا كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين و رغباتهم الجديدة عن طريق ابتكار عقود و أدوات استثمار مالي جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة و اللامتناهية. و قد أوصلتهم جهودهم إلى ابتكار ما يسمى بعقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة. وبالرغم من أن عقود المشتقات هي مفهوم معقد وصعب فسنحاول التعرف عليه من خلال هذا المقال.

I- مفهوم عقود المشتقات:

1/ تعريف:

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، و تلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل. العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية. كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.

2/ عقود المشتقات الرئيسية:

تتمثل عقود المشتقات الرئيسية في: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، عقود الاختيار وعقود المبادلة.

أ-العقود الآجلة و العقود المستقبلية

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري و بائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.

و على غرار العقد الآجل فان العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد.

و لا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد و تواريخ التسليم و مستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، و بنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

ب- عقود الاختيارات:

تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مقدما مقابل دفع علاوة العقد، و يبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه. و مشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح. ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة. بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحا.

وكما يبدو فان عقد الخيار إما أن يكون عقدا يعطي لمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقدا يعطيه حق البيع للمحرر.

ج/ عقود المبادلة:

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر نقدية على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين. وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

II- أسواق عقود المشتقات و المتدخلون فيها:

1 - أسواق عقود المشتقات:

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات، أسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة.

أ/السوق المنظمة:

وتعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل.

إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5 % تودع لدى غرفة المقاصة. للإشارة فانه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

ب/السوق غير المنظمة:

على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا والخيارات والمبادلات،... العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك ايجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

2/أنواع المتدخلين في أسواق المشتقات**أ/المؤسسات**

تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، وأيضا من أجل الحصول على أرباح إضافية حوالي 50 من إرباحا لمؤسسات ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية في حين أن المنتجات المشنقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه المؤسسات فهي عملية خارج الميزانية وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات المؤسسة (8).

ب/المضاربون:

ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم بمساعدة اثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جدا، إذا ما حققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.

ولتوضيح هذه الفكرة لنأخذ مثال عن مضارب تعاقد على احد عقود المشتقات لشراء أسهم بسعر تنفيذ 100 دولار للسهم، وهو يتوقع أن ترتفع قيمته ب10 في تاريخ الاستحقاق، أي يصبح سعر السهم 110 دولار فيربح 10 دولار عن كل سهم. إذا فرضنا انه يدفع مكافأة عن كل سهم تقدر ب1 دولار، وأنه قد تحققت توقعاته في تاريخ الاستحقاق، أي أصبح سعر السهم 110 دولار عندئذ يحقق هذا الضارب ربحا عن كل سهم مقداره 9 دولار حيث يكون قد ربح 10 دولار وخسر دولار كمكافأة،

وبالتالي فقد حصل على 9 دولار من استخدامه ل 1 دولار فقط فيكون معدل ربحه 900 وذلك هو اثر الرفع المالي.

ج/ مسيرو المحافظ: صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي...

يدخل مسيرو المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفها لهم، فكلما كان للصندوق إمكانيات أكبر، كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضع العامة لهذه الأسواق. وبذلك يضمن إذا خسر قليلا من اليسار وربح كثيرا من اليمين، سيكون رابحا في النهاية. في حين أنه لو كانت لدى هذا الصندوق إمكانيات واستثمرها يسارا فقط أي في اتجاه واحد سوف يخسر في النهاية وعليه فان الصندوق إذا أجمع لديه رأس المال الضخم والقدرة على تقييم مخاطر استثماراته سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية.

3/ أهمية عقود المشتقات

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة. وما يؤكد ذلك، الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات، التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية. كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلا عن إتاحة فرص استثمار جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق، هذا إضافة إلى مزايا أخرى.

و تمثل وظيفة التغطية أهم وظائف عقود المشتقات، ولتوضيح ذلك لنفرض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما. - عندما يتعامل المستثمر على الأصل في السوق الحاضر وفي سوق عقود المشتقات فانه يطلق على مركزه في السوق الحاضر بالمركز الطويل، بينما يطلق على مركزه في سوق المشتقات بالمركز القصير. أما إذا كان التعامل في سوق واحد، وليكن سوق المشتقات، فان مركز المشتري يطلق عليه بالمركز الطويل، بينما يطلق على مركز البائع بالمركز القصير - أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، و يخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه. وقد تحققت توقعات المستثمر، إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، و من ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار.

و لنفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع و ذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم للمحرر بسعر تنفيذ 50 دولار و بتاريخ تنفيذ هو ذاته المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات.

فإذا انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، سوف تقتصر خسائر المستثمر على قيمة المكافأة. حيث سيقوم في تاريخ التنفيذ ببيع السهم في السوق الحاضر ب 30 دولار محققا خسارة قدرها 20 دولار.

و يقوم بالمقابل بتسوية مركزه في سوق عقود الخيارات حيث سيحصل على 20 دولار من المحرر على اعتبار أن هذا الأخير ملتزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد بسعر التنفيذ أي ب 50 دولارا، و طالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولارا فعليه أن يدفع للمستثمر الفرق و قدره 20 دولارا أي ما يعادل الخسارة التي تعرض إليها. و لما كانت المكافأة 3 دولار، فان المكاسب الصافية للمركز القصير (عقد الخيار) تصبح 17 دولار، أي بخسارة صافية على المركزين تساوي ثلاثة دولارات، أي ما يعادل قيمة المكافأة و مهما انخفض سعر السهم في السوق فستظل خسائر المشتري محدودة بقيمة المكافأة.

III- مخاطر المشتقات المالية:

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة و غير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات. و تتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في:

1/ مخاطر السوق:

تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، و التي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، و عدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور.

إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية.

و يزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء و البيع على نطاق واسع، و لذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية و على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد.

و مما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، و سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى.

و يؤكد ذلك إلى حد كبير تداعيات أزمة المكسيك حيث اقترن تخفيض سعر صرف البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 بانخفاض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الأجل التي أصدرت في المكسيك في أواخر العام المذكور، و امتد هذا الانخفاض ليشمل أسعار الأصول المالية المكسيكية الأخرى، مما أدى إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين في العقود الخاصة بتلك الأصول، كما امتد هذا الانخفاض ليشمل أيضا أسعار السندات في باقي دول أمريكا اللاتينية، فضلا عن امتداده إلى أسعار السندات في الأسواق الآسيوية التي تراجعت إصدارات السندات فيها بدرجة كبيرة.

و يتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها و كذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع و المشتري في السوق، و بحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

2/ المخاطر الائتمانية:

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، و تقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير.

و يعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

هذا و يطالب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها، بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل امتدادا طبيعيا لدورها الرقابي. كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.

3/ مخاطر التشغيل: (المخاطر الرقابية)

و يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف و الرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، و كذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.

و من أمثلة ضعف الرقابة الداخلية و نظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار و القيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معا، للحيلولة دون التلاعب و إخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.

4/ المخاطر القانونية:

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة. مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلا عن 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.

5/ أثر الرفع المالي:

من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضا، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات. فالمستثمر يودع ببساطة 10% (في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، و يمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.

6/ مساهمة عقود المشتقات في خلق الأزمات

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية. كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة و المعقدة، و التي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها J.lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 «لم أعرف موضوعا يجعله الناس قدر المشتقات».

غير أنه لسوء الحظ، فان فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، و بالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها.

وعليه فالدعوة اليوم ليس فقط للاحتفال بالانتصارات التقنية لأسواق المنتجات المشتقة، و الافتتان بمقدرتها على الاستجابة لكل الاحتياجات. بل أيضا للانتباه بأنها تعتبر واحدة من أعظم عناصر الخطر للمالية الحالية، حيث تسببت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز «Barings Brothers and company bank» الذي عصفت به رياح المشتقات. هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية «Mellallgesellschaft» عام 1994 بسبب التداول بالمستقبلات. و تتوسع القائمة لتشمل منشآت أخرى مثل: Cargil, Mead, Greetings chemical و نجد حتى الصانع الأمريكي Dell الذي على اثر خسارة تقدر ب 23 مليون دولار أعلن عام 1994 بالانسحاب من سوق المشتقات.

و إذا كان هناك خلاف حول ما إذا كانت المشتقات هي السبب الرئيسي في أزمة يوم الاثنين الأسود، فان الكل مجمع على أن انهيار بنك بارنجز كان سببه المشتقات ولذلك سوف نعرض تفاصيل هذا الانهيار: كان ذلك يوم الأحد الموافق ل 1995/02/26، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارنجز تحت حراسة بنك إنجلترا، و هو المصرف المركزي. بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشترى هذا المصرف. لقد تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى «مستقبلات برنجز» تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم «Barings securities» التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة .

فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقته سمعته و كفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم و إدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة. والغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، إنها المراجعة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225، و مؤشر بورصة اوزاكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكادا يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على مؤشر بورصة اوزاكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب أن تتعرض للمخاطر و لكن انظر ما حدث:

وقع زلزال كوب في 16 يناير، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول يناير إلى 18000 نقطة بعد الزلزال. و أملا في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملا في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكي قد باشر مزيدا من الانخفاض حتى وصل إلى 17000 نقطة و مع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر.

وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب آخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار. غير أنه إذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، فإنه لا يمكنه إخفائها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية. و إذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الوقاية أو الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض للخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، و قد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية.

و بدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة و ذلك اثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش. و هكذا و من جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة. و كان من المفضل لدى بنك انجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة مصرفية. السؤال المطروح الآن هو: لماذا حصلت كل هذه الأزمات بما فيها الأزمة المالية العالمية؟ و ماذا تعني للمستثمر؟ الجواب المطروح في الصحف المالية هو أن المشتقات كانت السبب باعتبارها كما يقال أوراق مالية معقدة و عالية المخاطرة تؤدي بالشباب إلى نهاية مالية خاسرة. هذا هو التصور العام اليوم عن المشتقات.

و خلاصة لما تقدم

نتطرق إلى أهم المفاهيم و التعريفات المتداولة في معظم الكتابات و المؤسسات المالية العالمية حول المشتقات المالية

المشتقات المالية: Financial Derivation

هي عقود مالية تتعلق ببند الميزانية (حسابات نظامية تحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات والأدوات أو المؤشرات المرتبطة بها) .

و تعرفها السلطات النقدية في Hongkong بأنها: أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو من مؤشرات الأسعار، و يمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان و أساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية.

و عرفها صندوق النقد الدولي (FMI) من خلال التعريف الذي اعتمده بنك التسوية الدولية (BIS) بالمشتقات المالية التي تعني العقود المتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات و على أساس الأسعار أو العوائد و أن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري.

و تستخدم المشتقات لعدد من الأغراض تشمل: إدارة المخاطر ، التحوط ضد المخاطر ، المراجعة

بين الأسواق ، المضاربة .. الخ

و كخلاصة لهذه التعاريف أقول أن الذي هو عليه كل التعاريف و نحن معه: أن الأداة المالية (و هي العقد) هو الذي اشتقت قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد و العكس ليس صحيحا و لا معنى له إذ أن مشتق الأسهم هو حق مشروط عن الأسهم العادية أو مؤشرات هذه الأسهم.

ويرى المراقبون لأداء الأسواق المالية أن المشتقات تعد بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري، و أول أنواع المشتقات ظهورا على مسرح الاستثمار العالمي هي صكوك الأوراق المالية التي تصدرها الشركات و تعطي لحائزها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر معين في تاريخ معين.

و قد شهدت العقود الأخيرة ظهور العقود الآجلة (Forward Contracts) و العقود المستقبلية (Futur Contracts) المتعلقة بالمنتجات الأساسية ، كالمحاصيل الزراعية و المعادن و الطاقة ، و العملات و السندات و الأسهم.

و لم يتوقف الأمر هنا، بل تجاوز ذلك إلى ما يعرف بالأصول الافتراضية كالتالي تتم على مؤشرات

الأسهم و المشتقات المختلطة و عقود الخيار ... الخ

أولاً: مساهمة المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية الحالية

1/ مظاهر أزمة النظام المالي العالمي:

لقد بدأت إرهاصات ومعالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور وأصاب أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر والرعب، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في وضع الخطط للإنقاذ ، كما أحدثت للحكومات الخوف على عروشهم وبدءوا ينادون العلماء والخبراء لبيان كيف المخرج ؟

ومن مظاهر هذه الأزمة على سبيل المثال ما يلي:

- الهرولة في سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة.
- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً على صعوبة استردادها.
- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم.
- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وهذا أحدث ارتباكاً وخطلاً في مؤشرات الهبوط والصعود.
- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمانات ذات قيمة عالية جداً.
- انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة.
- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية وأصبح كل موظف وعامل مهدد بالفصل.
- ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات.
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

وهذا يُثير التساؤل الهام: ما هي الأسباب الرئيسية والحقيقية لهذه الأزمة.

2/ الأسباب الرئيسية لأزمة النظام المالي العالمي:

إن تشخيص أسباب الأزمة هو مفتاح العلاج السليم، فتصور الشيء تصويراً سليماً ودقيقاً ومحايلاً وموضوعياً هو جزء من تقديم الحل السليم الموضوعي الرصين.

يقول علماء الاقتصاد العالمي ومنهم الذين حصلوا على جائزة نوبل في الاقتصاد مثل موريس آليه: ((إن النظام الاقتصادي الرأسمالي يقوم على بعض المفاهيم والقواعد التي هي أساس تدميره إذا لم تعالج وتصوب تصويماً عاجلاً)) .

كما تنبأ العديد من رجال الاقتصاد الثقات أن النظام الاقتصادي العالمي الجديد يقوم على مبادئ تقود إلى إفلاسه.

ومما ذكره من أسباب هذه الأزمة على حد آرائهم ما يلي:

أولاً:

انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل: الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم، أي ظلم من أصحاب الأموال من الأغنياء والدائنين للفقراء والمساكين والمدنيين وهذا سوف يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمل الظلم، وسوف يقود ذلك إلى تدمير المدنيين وحوادث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم.

ثانياً:

من أسباب الأزمة كذلك أن أصبحت المادة هي الطغيان وسلاح الطغاة والسيطرة على السياسة واتخاذ القرارات السيادية في العالم وأصبح المال هو معبود الماديين.

ثالثاً:

يقوم النظام المصرفي الربوي على نظام الفائدة أخذاً وبعطاءً ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراءً وبيعاً ووساطة ، وكلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والشركات والمستفيد هو البنوك والمصارف والوسطاء الماليين والعبء والظلم يقع على المقترضين الذين يحصلون على القروض سواء لأغراض الاستهلاك أو لأغراض الإنتاج ويرى بعض الاقتصاديين أنه لا تتحقق التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج إلا إذا كان سعر الفائدة صفرًا وهذا ما قاله آدم سميث أبو الاقتصاديين (على حد رأيهم) ويرون أن البديل هو نظام المشاركة في

الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن ، وقالوا كذلك أن نظام الفائدة يقود إلى تركيز الأموال في يد فئة قليلة سوف تسيطر على الثروة

رابعاً:

يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى ، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع كما كان المرابون يقولون في الجاهلية : ((أتقضى أم تُرَبى)) ، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى .

خامساً:

يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية والتي تعتمد اعتماداً أساسياً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، فهي عينها المقامرات والمراهنات التي تقوم على الحظ والقدر، والأدهى والأمر أن معظمها يقوم على ائتمانات من البنوك في شكل قروض وعندما تأتي الرياح بما لا تشتهي السفن ينهار كل شيء وتحدث الأزمة المالية.

سادساً:

من الأسباب كذلك سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء الراغبين (محتاجي) القروض والتدليس عليهم وإغرائهم، والغرر والجهالة بالحصول على القروض من المؤسسات المالية، ويطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر، والذي يتحمل تبعه ذلك كله هو المقترض المدين الذي لا حول له ولا قوة وهذا ما حدث فعلاً وهذا يقود في النهاية إلى الأزمة.

سابعاً:

يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد (السحب على المكشوف) والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، زيد له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله، وهذا ما حدث فعلاً للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سببا في أزمة في بعض البنوك الربوية.

في هذا الصدد، و لتوضيح مدى الأثر الذي يخلفه التعامل بالمشتقات المالية من ناحية مساهمتها في خلق الأزمة المالية العالمية الراهنة، ندرج المثال الافتراضي التالي:

بفرض أن صندوق استثماري يملك مليون دولار و يريد أن يستثمره في شراء سهم مؤسسة معينة قيمته السوقية الحالية 10 دولار (عدد الأسهم هو 100000 سهم) ، إلا أنه يخشى من تدني سعر هذا السهم مستقبلا لذا يقوم بشراء عقد مستقبلي (مصاريفه لا تتجاوز 0.01 % من القيمة الإجمالية للأسهم المقيدة فيه أي 100 دولار) و يستثمر بقية الأموال في استثمار مضمون (نفترض أنه وديعة بنكية) بفائدة قدرها 5 % مثلا ، لنفترض أن السعر انخفض إلى 9.8 دولار عند تاريخ التسليم هذا يعني أن الصندوق الاستثماري تكبد خسارة 20000 دولار ، إلا أنه تمكن من تغطيتها عن طريق الاستثمار المضمون بـ 50000 دولار (\$999900 * 5 %) مما يعني أنه حقق نتيجة صافية من التغطية قدرها 30000 دولار أي 3 % كنتيجة مالية على الاستثمار المبدئي،

عرفنا من هذا المثال أن المشتقات هي وسيلة للتغطية حتى و إن كانت نتيجتها خسارة فإنه بالتأكيد ستكون أقل من الاستثمار المباشر في الأسهم بفعل الاستثمار المضمون الذي يقلل الخسائر، إلا أن الملاحظ في هذه الأدوات هو حجم الرفع المالي الضخم حيث تفوق الديون 999900 دولار مبلغ مصاريف العقد 100 دولار بآلاف المرات مما يجعل الوفرة الضريبية الناتج كبيرا جدا (إذا كانت الأموال مقترضة) في حالة ارتفاع سعر السهم و يجعل الخسائر فادحة إذا انخفض سعر السهم ،

الملاحظ من الممارسات في الأسواق سنتي 2007 و 2008 و ما قبلها أن المبلغ المتبقي بعد مصاريف العقد (999900 دولار) لم يعد يستخدم في استثمارات مضمونة إنما أصبح يستثمر في عقود مستقبلية بمصاريف بخسة ، فأصبح الصندوق الاستثماري عوض شراء عقد واحد يعقد 10000 عقد ، و عند انخفاض الأسعار نظرا لطرح البنوك لرهونها العقارية إضافة إلى عدم جدارة المقترضين لغرض بناء أو شراء العقارات و انخفاض أحجام الديون معبرا عنه بالأوراق المالية (Subprimes) انخفضت أسعار أسهم المؤسسات العقارية ، و على ذلك انخفضت قيم مليار سهم (10000 عقد * 100000 سهم)، لنفرض أن الانخفاض بقي ثابتا و هو 2 % ، هذا يعني أن حجم الخسائر التي تكبدها الصندوق تساوي 201 مليون دولار (1 مليار سهم * 0.2 دولار إضافة إلى 1 مليون دولار حجم الاستثمار المبدئي) أي أكثر مما يملك بـ 201 مرة ، مما يضطره لإعلان إفلاسه مباشرة.

3/ الآثار المدمرة لأزمة النظام المالي العالمي:

حتى هذه المرحلة من إرهابات أزمة النظام المالي العالمي، والذي أصيب بلطمة خطيرة ونزيف داخلي في مخه أدت إلى شلل في أعضاء الجسد وتجمدت شرايين النشاط الاقتصادي ومن آثار ذلك السيئة ما يلي:

أولاً: الذعر والخوف والقلق والتخبط الذي أصاب الناس جميعاً منهم على سبيل المثال: الحكام والرؤساء والوزراء.

- أصحاب المؤسسات المالية والقائمين على أمور الأسواق المالية.

- أصحاب مؤسسات الوساطة المالية.

- أصحاب الودائع في البنوك والمصارف وغيرها.

- المقترضون من البنوك والمتعاملون معها وكذلك أصحاب الودائع.

- المستهلكون المهددون بارتفاع الأسعار.

- الموظفون والعمال المهددون بفقد وظائفهم.

- الفقراء والمساكين الذين يعيشون على الإعانات والصدقات.

وأصبحت هذه الأزمة مثل سرطان الدم الذي يسرى في الحياة الاقتصادية.

ثانياً: إفلاس بعض البنوك والمصارف والمؤسسات المالية بسبب نقص السيولة وزيادة مسحوبات المودعين، واضطرار بعض الحكومات من خلال البنوك المركزية إلى إنقاذ ما يمكن إنقاذه من البقية الباقية حتى لا يحدث انهياراً تاماً للحياة الاقتصادية وتقع الدولة في دائرة الإفلاس.

ثالثاً: إفلاس بعض الشركات والتي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد أو توقف بعض خطوطها الإنتاجية، كما بدأت بعض البنوك بتنفيذ الرهونات والضمانات التي معها وهذا سبب خللاً في التدفقات النقدية لها.

رابعاً: فقد الوظائف وارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية وغيرها، وهذا ألقى المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول وأوقف العديد من المشروعات الاستثمارية الجديدة.

خامساً: قيام بعض الدول إلى فرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانياتها بسبب ارتفاع ميزانية الدعم وتقديم المساعدات للشركات والبنوك المقبلة على الإفلاس أو لدعم الودائع أو نحو ذلك.

سادساً: فقدان المقرضون لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض وأصبحوا في عداد المشردين واللاجئين والمهجرين والفقراء والمساكين.

المشتقات وعقود الغرر

*** يرى "بيتر داركر" أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها عملية، في حين أنها لم تكن أكثر عملية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في "مونت كارلو، ولاس فيجاس".

"كثيرا من أدوات المشتقات لا تخدم غرضا معينا سوى تسهيل المضاربة على وجه الخصوص". ومن المعلوم أن الملياردير الأمريكي جورج سورس مستثمر عالمي كانت له صولات وجولات في أسواق المال العالمية منذ سنوات طويلة، إلا أن شهرته ازدادت بعد أن قاد مضاربات شرسة على الجنية الإسترليني عام 1996 وبعد ذلك تسببه في انهيار أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا عام 1998، خصوصا سوق ماليزيا والفلبين، كما اتهم أيضا بقيامه بمضاربات شرسة على الريال السعودي في التسعينيات كذلك قبل نحو ستة أعوام، وتحديداً في فبراير 2003م، ألقى (وارن بافيت) - أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال - خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثاوي (Berkshire Hathaway). في هذا الخطاب وصف (بافيت) المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي". وأضاف: "إنها مثل جهنم: يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها". ويقول: "إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ". ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".

حينما أطلق (بافيت) هذه التصريحات، وقف البعض منها موقف الاستغراب، وبعضهم موقف الاستنكار؛ لأن المشتقات - في نظرهم - أدوات مبتكرة لإدارة المخاطر وتوزيعها بكفاءة، ومن ثم السيطرة عليها وتقليلها. لكن الأيام - للأسف - أثبتت بُعد نظر هذا الرجل وصدق حدسه؛ فالكارثة المالية التي تجتاح العالم اليوم أحد أهم أسبابها هو المشتقات المالية، خاصة المشتقات الائتمانية (credit derivatives)، أو أدوات مقايضة مخاطر الائتمان (credit default swaps).

أكدت مجلة النيوزويك علي أن تغيراً طرأ علي الاقتصاد قبل عام 2001، ما صعب من الأمور بعض الشيء علي طاولة الروليت، لكن بفضل التدني المتزايد في أسعار الفائدة (تم خفض قيمة الفائدة في الاحتياط الفيدرالي تحت قيادة آلان جرينسبان بنسبة 1 % عام 2003). واستمرت عمليات ضخ الأموال

اليسيرة. كما كان لانخفاض قيمة سعر الفائدة تأثيراً أيضاً علي تفجير السوق إلي مشتقات ائتمانية. وتعد عملية تقسيم الأوراق المالية هي لب وجوهر الأزمة الحالية ، فالمصرفيون يبحثون عن سبل تمكنهم من دعم العائدات في بيئة تشهد انحداراً كبيراً في قيمة الفائدة.

وفي الفترة ما بين عام 2002 حتى الصيف الماضي، انتعش سوق مقايضة الائتمان الافتراضية وهو النوع الرئيسي للمشتق الائتماني، ليرتفع من 100 مليار دولار إلي 62 تريليون دولار. وبالنسبة لأسعار المنازل التي شهدت انتعاشة وطفرة كبرى في الفترة ما بين عامي 2001 و 2005 فقد تراجعت وكشفت عن معايير الائتمان السيئة. وقال روبرت ريتش: "لم يكن كل هذا الغضب الذي نشب علي مدار الأسبوع الماضي بسبب قيام الحكومة بتكوين شبكة الأمان الضخمة هذه، لكن نتج نظراً لأن الأشخاص الذين سيتلقونها هم أنفسهم مرتادي الـ وول ستريت الذين يتصرفون كما لو أنهم قطاع طرق خلال السنوات القليلة الماضية".

ويتوقع عدد من الخبراء أنه مع زوال الرهون العقارية المؤمنة سوف يتقلص سوق الرهن العقاري الإجمالية في الولايات المتحدة لعشر حجمها الحالي. وفي الوقت ذاته، تكون الأسواق المشتقة المعقدة التي زادت ثراء الطبقة الغنية عرضة للتقييد. وتتزايد النداءات في الولايات المتحدة المطالبة بإنشاء مركز لتبادل المعلومات يجعل التجارة أكثر شفافية. وفي أوروبا، وتسير خطط تنظيم المشتقات إلي الأمام بالفعل : ففي الأسبوع الماضي قامت المفوضية الأوروبية بصياغة اقتراحاً يحظر أو يحد من الحيل المصرفية السحرية التي تحول الديون الخطرة إلي ثلاثة أضعاف ألف الأوراق المالية.

الذي يميز المشتقات الائتمانية أنه يمكن لأي شخص أن يشتري التأمين من أي شخص آخر، حتى لو لم يكن لأي منهما أي علاقة بالقرض الممول للعقار، فيصبح العقد في الحقيقة رهاناً بين طرفين على ما سوف يحصل لطرف ثالث هو المقترض. فإن أفلس المقترض دفع البائع التعويض للمشتري، دون أن يحصل المقرض أو المقترض على شيء من ذلك أصلاً. وهذا ما جعل المحلل المالي لموقع (السي إن إن) يصف سوق مشتقات الائتمان بأنها "أكبر كازينو في العالم" (حتى المرشح الجمهوري جون ماكين اعترف بأن ثقافة الكازينو سيطرت على وول ستريت).

لكن هذه السوق تختلف عن الكازينو في جوانب مهمة.

منها أن الكازينو يخضع لإشراف ورقابة الجهات الحكومية في الولايات التي تسمح به، بينما لا تخضع أسواق المشتقات لأي إشراف أو تنظيم مباشر من قبل الحكومة الأمريكية.

كما أن الكازينو يختلف عن سوق المشتقات من ناحية أكثر أهمية؛ فكل مجموعة من اللاعبين في الكازينو يراهنون على عجلتهم الخاصة بهم، ولا علاقة لهم بالآخرين. فليس هناك ترابط بين مجموعات اللاعبين المختلفة، لكن في أسواق المشتقات، الجميع مرتبطون ببعضهم، والكل مرتبط في النهاية بالأسواق، خاصة سوق العقار. فأى تدهور في سوق العقار سيؤدي إلى خسارة نسبة كبيرة من اللاعبين. أضف إلى ذلك أن كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة عدة أضعاف في سوق المشتقات. فحجم الديون المرهنة عليها بلغ (62) تريليون دولار بنهاية 2007م، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز (10) تريليون دولار، في حين يقدر الرهن منخفض الملاءة بنحو (1.3) تريليون دولار.

وإذا كانت المشتقات الخاصة بالأصول الأقل ملاءة تبلغ نحو ثلث سوق المشتقات الائتمانية، فهذا يعني أن كل دولار تم إقراضه فعلاً يتم الرهان عليه نحو عشر مرات. ويترتب على ذلك أنه في حالة تعثر المدين، فإن الخسارة لا تقتصر على المقرض الفعلي له، بل تتعداه إلى المجازفين الذين يمكن أن تتجاوز خسارتهم (10) أضعاف الخسارة الفعلية.

الفرق الأهم والأكثر خطورة بين الكازينو وبين سوق المشتقات هو طبيعة اللاعبين. فاللاعبون في الكازينو هم أفراد يقامرون غالباً بأموالهم، أما في سوق المشتقات فهم مؤسسات مالية وبنوك تقامر بأموال المودعين والمستثمرين والمقرضين من المؤسسات المالية الأخرى. فالخسارة ستكون ضرراً على الاقتصاد بأكمله، وليس على المقامر وحدهم.

إن مكنم الخطر الحقيقي الذي تكشف علي نطاق واسع وتسبب في الجزء الأكبر من المشكلات المالية والاستثمارية والاقتصادية يرتبط بسوق ما يسمى المشتقات المالية، وهي سوق قائمة علي المعاملات الافتراضية بالأساس، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية علي النفط والمعادن النفيسة وغير النفيسة والسلع، بالإضافة إلي نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية وتديرها أساسا المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعملاقة وشركات التأمين الدينصورية الأمريكية والتي تكاد تنحصر في شركة واحدة هي شركة إيه.آي.جي، التي كادت تقلس لولا وضعها تحت الوصاية الحكومية، وصولا إلي مرحلة التأميم شبه الكامل بعد ضخ 85 مليار دولار لمساندتها ارتفعت أخيرا إلي نحو 130 مليار دولار في ظل الضغوط الواقعية.

وتدقيق عمق الأزمة العالمية يكشف عنه ضخامة سوق المشتقات المالية، وارتفاع قيمتها إلى 480 تريليون دولار، بما يعني أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي الراهن، وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ 14 تريليون دولار، وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية، وتكاد السوق المالية الأمريكية والبريطانية أن تحتكرا معاملات سوق المشتقات المالية، وتدار من خلال المؤسسات المالية والبنوك العملاقة والكبرى في البلدين وغيرهما من البلدان عميقة الاندماج في النظام المالي العالمي، ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقية، بل تعكس معاملاتها أموال افتراضية بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء زهيد من قيمتها، مما أسهم في تضخم قيمتها كمشتقات دون علاقة مع الأموال المدفوعة فعلياً، وتتجاوز قيمة سوق المشتقات المالية قيمة الفوائض المالية العالمية وتراكماتها عبر السنوات الطويلة الماضية بمراحل علي امتداد العالم للدول، وبنوكها المركزية للشركات والمؤسسات والأفراد، وكذلك للفوائض البترولية والصناديق الاستثمارية السيادية، وغيرها من الجهات الحائزة للمال، بما فيها أموال الجريمة المنظمة، سواء كانت أموالاً للمافيا، أو أموالاً لكبار المسؤولين الفاسدين، أو أموالاً لكبار وصغار الفاسدين من رجال الأعمال.

ما يثار في أمريكا من حوار حول رأسمالية كازينوهات القمار في تطبيق رديء وسيء للغاية بحكم أن المقامر العادي يقامر بأمواله، في حين قامرت المؤسسات المالية والبنوك وشركات الرهن العقاري بأموال الآخرين من المودعين في غياب رقابة البنك المركزي، وغياب رقابة الخزانة الأمريكية، وكأنه اتفاق بين كل الأطراف علي التغاضي عن فساد الأعمال، وفساد القواعد، وفساد الإدارة، ونتج عن ذلك أن معظم هذه المؤسسات والمنشآت كانت مرتبطة ببعضها بعضاً من خلال صفقات مقايضة الديون، وتقدم النيوزويك مثالا يمكن أن يسمى الفساد العظيم والفساد الكبير، ويرتبط ببنك ليمان براذرز رابع أكبر البنوك الاستثمارية الأمريكية، العملاقة، الذي تم إعلان إفلاسه بالفعل، حيث تقدر أن البنك قد دخل في صفقات مشبوهة لمقايضة الديون قيمتها 700 مليار دولار،

وكانت شركة إيه.آي.جي هي الضامنة لمعظم هذه الصفقات، ويوضح ذلك الحديث عن ضالة الاعتمادات المالية لخطه الإنقاذ الأمريكية لأنها تساوي فقط لا غير قيمة الديون الرديئة المستحقة علي أحد البنوك المفلسة، كما تفسر سبب إحجام البنك المركزي الأمريكي والخزانة الأمريكية عن إنقاذ البنك بوضعه تحت الوصاية، أو تأميمه، كما تم في حالات أخرى سابقة وتالية، كما تلقي هذه الحالة بالذات

الضوء علي تصدير الإدارة الأمريكية جانبا رئيسيا ومهما من خسائر الانهيار المالي إلي الخارج، وعن تحمل أطراف خارجية علي امتداد خريطة العالم لجانب حيوي من خسائر الأزمة المالية الأمريكية العالمية، حيث اتضح أن البنوك الأوروبية التي توشك علي الإفلاس، ومنها هيبو ريل استيت الذي اضطر البنك المركزي لضخ أموال لدعمه تقدر بمبلغ 50 مليار دولار وغيره تتركز مشكلته في خسائره الفادحة من عمليات محفظة مقايضة الديون مع أطراف مالية أمريكية لديون رديئة ومتعثرة ومؤثرات ضخامة هذه المحفظة سيئة السمعة لابد وأن تكون له تفاعلاته المتوالية علي امتداد خريطة العالم.

حض رئيس هيئة الإشراف علي المصارف في بريطانيا لورد تيرنير علي زيادة الرقابة علي المصارف واحتياجاتها وعملياتها الخطرة في حين قدر مفوض الرقابة المصرفية في الاتحاد الأوروبي تشارلي ماكرفي حجم سوق المشتقات المالية بنحو 600 ترليون دولار «التي لا يمكن تحصيل مبالغ كبيرة منها لأنها مشتقات هالكة». وأشار إلي أن نسبة عشرة في المائة من هذه المشتقات (60 ترليون دولار) قد تكون «خطرة جداً» يمكن أن تتبخر مع الأزمة الحالية ولا يمكن لأحد أن يكون مسؤولاً عنها. وكان المستثمر الأمريكي وارن بافيت وصف المشتقات المالية، التي رفض التعامل فيها، بأنها «أسلحة مالية للدمار الشامل».

ومع أن تيرنير تحدث عن الاستقرار النسبي في المصارف الأوروبية بعد «اجتياز مرحلة الخطر» في الأسبوع الماضي وبعدها بدأت الحكومات الأوروبية تُطبق برامج الإنقاذ إلا أن ماكرفي قال: «بسبب حجم سوق المشتقات الهائل لا يجب علينا ترك الأمر من دون رقابة وحتى من دون تطهير النظام المصرفي».

قال مسؤول في شركة أرقام كابيتال النشيطة في هيكله المشتقات والسمسرة والتداول، ومقرها دبي، إن الشركة تسعى إلي جعل المشتقات المالية جزءاً أساسياً في تداول الأوراق المالية في منطقة الخليج، ووضع المعايير الخاصة لهيكله المشتقات المالية في المنطقة.

وقدرت الشركة أن يشكل سوق المشتقات في الخليج نحو 25% من إجمالي أحجام التداول في الأسواق المالية الإقليمية على المدى المتوسط.

وقد بلغ إجمالي قيمة التداولات في بورصات الخليج العام الماضي 1.4 ترليون دولار.

وبناءً على هذه التقديرات، فقد يصل الحجم الإجمالي لسوق تداول المشتقات في الخليج إلى ما بين 250 - 300 مليار دولار خلال خمس سنوات.

وقال الرئيس التنفيذي لأرقام كابيتال دينيس ويسموسلر، أن هناك اهتماماً متزايداً للمستثمرين المؤسسيين الأجانب بأسواق الأسهم الخليجية، وبسبب القيود المفروضة على تداولات الأجانب في بعض الأسواق، فإن المشتقات المالية توفر لهم إمكانية الدخول إلى هذه الأسواق، فضلاً عما توفره لهم المشتقات من أدوات تحوُّط فعالة من التقلبات.

ووفقاً لـ «أرقام كابيتال» يوجد هناك طلب متزايد على المشتقات من المؤسسات الاستثمارية الإقليمية، والأفراد ذوي الملاحة المالية العالية في الشرق الأوسط، بهدف تنويع محافظهم الاستثمارية والتحوُّط ضد تقلبات الأسواق.

وتعتبر «أرقام كابيتال» من أولى المؤسسات المالية الإقليمية التي تصدر وتدرج وتتداول المنتجات المهيكلة على أساس محلي، كواحدة من أنشطتها الأساسية. وقال ويسموسلر إن سوق المشتقات لا يزال في مراحل التطور الأولية في الخليج، إلا أنه يمتلك إمكانات كبيرة للنمو والنضج، خاصة في ظل التوجه المتصاعد للمستثمرين الدوليين والإقليميين، لاستخدام منتجات المشتقات المالية للاستثمار وإدارة المخاطر. وكانت بورصة دبي العالمية قد أطلقت صيف العام الماضي أول سوق في المنطقة للمنتجات الاستثمارية المهيكلة، مع قيام «دويتشه بنك»، و«ميريل لينش»، و«مورغان ستانلي» بإدراج مجموعه 14 منتجاً مهيكلاً في البورصة. وقالت البورصة أن سوقها الجديد «تراكس» يهدف إلى تعزيز الفرص الاستثمارية من الأصول المدرجة في المنطقة بشكل غير مسبوق.

هذا الكازينو عبارة عن مؤسسات مالية نخبوية تُعرف باسم "صناديق التحوط" (Hedge Funds)، وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب، بل للأثرياء فقط. كل صندوق يمكن أن يستوعب 500 مستثمر كأقصى حد، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد. ويصل اجر مدير الصندوق إلى 1-2% من قيمة الأصول (assets) و20% من الأرباح. والاهم أن صندوق التحوط غير مسجل، ولا يخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية .

السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع، قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون، إذ تسيطر على ثلث مداوات الأسهم، وبحوزتها أصول بقيمة 2 تريليون دولار (تريليون يساوي ألف مليار). في عام 2006 وصلت أجزور بعض مدراء صناديق التحوط الرئيسية إلى مليار دولار.

تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين، وهو ما يسمى "الرفع المالي".
حول هذه الطريقة وتأثيرها على عولمة الأزمة، يكتب الخبير الاقتصادي كينيث روجوف في موقع "الاقتصادية" الإلكتروني:

"إن صناديق التحوط اقتضت مئات مليارات الدولارات بأسعار فائدة منخفضة للغاية من اليابان، ثم استثمرت أرباحها في بلدان مثل البرازيل وتركيا، حيث أسعار الفائدة مرتفعة. وطالما ظل الين ضعيفا فان هذه الإستراتيجية الاستثمارية ستظل تعمل وكأنها ماكينة نقود. ولكن إذا ما ارتفع سعر الين بصورة حادة، كما قد يحدث بسهولة نظرا للفائض الهائل لدى اليابان في حسابها الجاري، فلسوف تتحمل بعض صناديق التحوط خسائر مالية فادحة وتتهار التجارة المحملة على الين بصورة عنيفة".

استثمرت صناديق التحوط بما صار يعرف بـ"الأدوات المالية" التي تدرّ أرباحا خيالية.
وقد قام صندوقا التحوط التابعان لشركة "بير-ستيرنز"، البنك الاستثماري النيويوركي، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من البنوك الكبيرة في وول ستريت، وبدأ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية، حتى أعلنوا إفلاسهما.

ولم تتوقف المجازفة عند حد الاستثمار في سندات قروض أعطيت بلا ضمانات، بل حدث ما هو اخطر. احد "المشتقات الائتمانية" الأخرى، التي من شأنها أن تفسر حجم خطورة المقامرة التي دخلت فيها صناديق التحوط، هو الرهان حتى على انقباض سوق الائتمان، وعلى تراجع قيمة الأوراق المالية المدعومة بأصول والمعروفة باسم "التزامات الدين المضمونة"، ومن ضمنها القروض السكنية في السوق الثانوية".

إن بنوكا مهمة عديدة شاركت بدرجات مختلفة في الاستثمار في سوق الرهن العقاري الثانوي من خلال صناديق التحوط الخاصة بها، والتي كما أسلفنا لا تخضع لأية رقابة ولا يمكن معرفة القيمة الحقيقية لاستثماراتها، خاصة على ضوء الأزمة.

المنطق وراء رفض الإدارة الأمريكية فرض الرقابة على صناديق التحوط التي احتلت البورصة وباتت تهدد السوق العالمية، هو أن المبالغ التي ضختها هذه الصناديق للبورصة سمحت بانتعاشها.

ولكن الحقيقة أن هذه الصناديق بدأت تلعب وتغامر بالائتمان نفسه الذي يشكّل ركنا أساسيا في الاقتصاد الأمريكي، وحولت الرهان على الديون بكل أشكالها إلى مصدر أساسي للربح.

ولم يأت هذا الرهان من فراغ، بل من الواقع الأمريكي الغريب الذي يرى في الائتمان محركاً أساسياً للنمو الاقتصادي.

يشار إلى أن أول صندوق تحوط ولد في عام 1949 على يد الفرد وينسلو جونز عالم الاجتماع عندما كان يعد مقالة حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فورتشن" حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون.

وكانت إستراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين طويل الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع وقصير الأجل وهو ما يسمى "short selling" أو البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهم يتوقع انخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائداً أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي وما تزال هذه الآليات من اخص خصائص صناديق التحوط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائداً عالياً مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحديد هذه المخاطر .

ويبلغ عدد صناديق التحوط الموجودة في العالم حالياً حوالي 10 آلاف صندوق تقريبا تدير 1.3 تريليون دولار .

وتعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم وتتميز صناديق التحوط عن صناديق الاستثمار الأخرى بما يلي:

- 1- وعاء استثماري خاص يضم عدداً محدداً من المستثمرين لا يزيد في الغالب عن 499 مستثمراً غرضه الاستثمار في الأوراق المالية.
- 2 - غير خاضع للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية حيث أنه عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق.
- 3 - قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء .
- 4 - الأجرة التي يتقاضاها مدير الصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 1 — 2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح.
- 5 - الاسترداد يتم شهرياً أو سنوياً.

6- ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف.

ثانياً: رأي الفقه الإسلامي في الأدوات المتعامل بها في أسواق المشتقات:

نستعرض في هذا البند موقف الشريعة الإسلامية من العقود و البيوع التي يتم التعامل فيها في أسواق المشتقات، و قبل التعرض إلى موقف الشريعة الإسلامية في ذلك، نرى من أنه من المفيد طرح النقاط التالية :

◀ أن سوق الأوراق المالية سوق كسائر الأسواق تتلقي فيها قوى العرض و الطلب و تحدد على أساسها الأسعار إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق حيث يجري التعامل فيها في حقوق على الثروة لا على الثروة في شكل صكوك أو أسهم التي في حوزة المساهمين أو في السندات التي تمثل حقوقاً أو التزامات في ذمة أصحاب المشروع.

◀ بظهور المشتقات المالية لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية التي يجري التعامل بها في الأسواق المالية و هي الأسهم و السندات حيث توفر عقود المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة بما يغني عن تملك الأصول التي تمثلها هذه العقود حيث تنتقل ملكية هذه العقود من شخص لآخر قبل تواريخ استحقاقها.

◀ لا يجري تنفيذ أغلب العقود التي يجري إبرامها في تلك الأسواق، فهذه العقود لا يقصد المتعاقدون تملك و لا تملك و لا تسليم و لا تسلم و لا يقتضي أن يكون البائع مالكا أصلاً لما يبيع و لا المشتري مالكا لما يشتري وقت العقد ، و لا تخرج هذه العمليات عن كونها مراهنة من الطرفين على محض اتجاهات الأسعار .

◀ المشتقات المالية ليست أصولاً مالية كما أنها ليست أصولاً عينية إنما هي عقود كسائر أنواع العقود إلا أنها مضافة إلى أجل من حيث الثمن و المثلون.

◀ رغم أن المشتقات المالية تم استخدامها في إدارة المخاطر أو التحوط ضد المخاطر إلا أنها تتسم بقدر كبير من المخاطرة ، فالمتعاقدان في حقيقة الأمر أحدهما بائع للمخاطرة و الآخر مشتر لها .

◀ و صورة المشتقات المعاصرة كما يقرها صندوق النقد الدولي هي تلك العقود في الدراسة التي أعدها عن المشتقات التي تؤكد على انتقال ملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية المقابلة لها أمر غير ضروري للتعامل في المشتقات المالية.

من خلال التوصيفات السالفة الذكر و إسقاطها على ما هو متعارف عليه في الفقه الإسلامي نقول أن ما يتم التعامل به في سوق المشتقات لا يخرج عن كونه:

- بيوع آجلة و مستقبلية،
 - عقود خيار (بيع بالخيار)،
 - عقود المبادلات،
 - عقود حد أدنى و حد أعلى لسعر الفائدة (عقود تثبيت أسعار الفائدة).
- و دون استطراد بالدراسة و التفصيل لموقف الشريعة الإسلامية من هذه العقود و مقارنتها بما يقابلها في عقود البيوع التي تموج بها الفقه الإسلامي، و أخذاً بالاعتبار الأحكام الفقهية دون انزلاق في التفاصيل (لطبيعة البحث و لمناسبة عرضه) نقول أن هذه البيوع كلها لا تعد أن تكون:
- بيع الإنسان ما لا ليس عنده،
 - بيع الإنسان ما لم يقبضه،
 - و بيع الكالئ بالكالئ،
 - و بيع بدل تأجيل،
 - و بيع خيار،
 - و بيع المبادلة .. ،

و كلها في سوق المشتقات تعتمد على عقود تثبيت أسعار الفائدة حتى في الأسهم العادية التي يتم تقدير عائدها على سعر الفائدة المثل.

و استكشافاً للعقود التي شرعت من أجلها العقود سالفة الذكر، تظاهرت أدلة الشرع و أدلته على أن القصور في العقود معتبرة و أنها تؤثر في صحة العقد و فساده و أنها تؤثر في الفعل التي ليس بعقد حلاً و تحريماً.

و من خلال استقراء واقع هذه المعاملات كما تجرى في أسواق المشتقات المالية نجدها قد جمعت بين العديد من الموبقات كالربا و الرهان و القمار و الغرر و الغش و التدليس و أكل أموال الناس بالباطل فضلاً عن معاندة القدر و ما تنطوي عليه هذه العقود من ظلم بين.

و القاعدة تقول: ما شرعت العقود إلا للوفاء بها و لا تكون وسيلة إلى محرم أو محظور بل يجب ألا تخالف مقاصد الشريعة و أحكامها.

و نرى أيضا أنها تنطوي جميعها على عقود الغرر، و الغرر فيها من الغرر الكثير المفسد للعقود و البيوع فكانت من جنس الرهان و القمار و أيضا تنطوي على شروط تنافي مقتضى العقد و مقصوده فكانت باطلة و بعضها ينطوي على مصلحة زائدة ليست في مصلحة العقد و لا يقتضيها مما يدخل العقد في معنى الربا، و بعضها ينطوي على ربا صريح يتمثل في الزيادة المشروطة على أصل القرض و المحددة مسبقا زما و مقدارا و هذا من أخبث المكاسب.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. اتحاد المصارف العربية، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، 2001.
2. أحمد إبرهبي علي، الاقتصاد النقدي وقائع ونظريات وسياسات، دار الكتب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، لبنان 2015.
3. أحمد أبو الفتح علي الناقه، نظرية النقود و الأسواق المالية، مكتبة الإشعاع الإسكندرية ط 1 2001.
4. أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبعة جامعة قسنطينة، الجزائر، 2003.
5. أحمد رمزي محمد عبد العال، العلاقات التبادلية بين معدلات الدورة وفاعلية السياسة النقدية، المكتب العربي للمعارف، الطبعة الأولى، مصر 2014.
6. الاخضر أبو علاء عزي، الواقعية النقدية في بلد بترولي، دار اليازوري العلمية لمنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2014.
7. إسماعيل محمد هاشم، النقود والبنوك، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.
8. بعلي أمال، المؤسسة الاقتصادية في مواجهة خطر الصرف، دراسة حالة، كلية الاقتصاد، جامعة قسنطينة، 2002.
9. توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان 2010.
10. جبار محفوظ، البورصة وعملية تدويل رأس المال، الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
11. جلال جويدة القصاص، النقود والبنوك والتجارة الخارجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
12. حبيب محمود، مبادئ علم الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا 2009.
13. رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، التمويل الدولي، دار الأيام للمنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.

قائمة المراجع

14. روبرت غيلبين، الاقتصاد السياسي للعلاقات الدولية، ترجمة ونشر مركز الخليج للأبحاث، دبي 2004.
15. سالم سويلم، صناعة الهندسة المالية، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، الإسكندرية، أكتوبر 2000.
16. سمير عبد الرحمن، عقود الاختيار تحول البورصة إلى ساحة للرهانات، الأهرام، 1995..
17. سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001.
18. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
19. السيد متولي عبد القادر، الاقتصاد الدولي النظرية والسياسات، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2011.
20. شمعون شمعون - البورصة (بورصة الجزائر)، دار الأطلس للنشر والتوزيع، 1994.
21. صبحي تادرس قريصة، أحمد رمضان نعمة الله، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، بدون تاريخ الطبع.
22. ضياء مجيد الموسوي، الإقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.
23. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
24. طارق فاروق الحصري، الإقتصاد الدولي، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2010.
25. الطاهر لطرش - تقنيات البنوك - ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر (2005)، طبعة الخامسة.
26. عبد الفتاح عبد الرحمان عبد المجيد، اقتصاديات النقود، النسر الذهبي للطباعة، 1996.
27. عبد المجيد قدي - المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية - ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر. 2004/2003.
28. عبد النعيم محمد مبارك، النقود و الصيرفة و السياسات النقدية، الدار الجامعية، 1985.
29. عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 1999.
30. علي أحمد السالوس، العمليات المالية المعاصرة، في ميزان الفقه الإسلامي، مكتب الفلاح، الكويت، بدون تاريخ.

قائمة المراجع

31. فاطمة الزهراء خبازي، النظام النقدي الدولي المنافسة أورو- دولار، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
32. مايكل إيدجمان، الإقتصاد الكلي، ترجمة محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، 1988.
33. محمد زكي شافعي، مقدمة في النقود و البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة 1978.
34. محمد سلطان أبو علي، اقتصاديات النقود والبنوك، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 1991.
35. محمد يوسف موسى، الأموال و نظرية العقد في الفقه الإسلامي، ط 4، دار الفكر العربي، لبنان، بدون تاريخ.
36. محمود أحمد عبده، الموجز في النقود و البنوك، كلية التجارة، جامعة الأزهر، 1989.
37. محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2013.
38. محمود حامد، العلاقات النقدية الدولية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
39. محمود حميدات - مدخل لتحليل النقدي - ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1966.
40. محمود سحنون، دروس في الاقتصاد النقدي و المصرفي، مطبعة جامعة قسنطينة، الجزائر، 2003.
41. مروان عطوان، مقاييس اقتصادية، النظرية النقدية، أبيلوس، 1989.
42. مصطفى أحمد فريد، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2009.
43. مصطفى أحمد فريد، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2009.
44. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
45. مورد خاي كريانيين، الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، تعريب محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2007.
46. نجيب سمير خريس، المتاجرة في العملات تقدير اقتصادي إسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2012.
47. هجير عدنان زكي أمين، الاقتصاد الدولي النظرية والتطبيقات، دار الإثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
48. هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، سوريا، 2007.

قائمة المراجع

49. هويشار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، دار جرير للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2013.
50. هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.
51. هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.
52. وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2000.

الندوات و التقارير:

53. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: العولمة وعدم المساواة، واشنطن أكتوبر 2007.
54. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، واشنطن أكتوبر، 2015.
55. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، تقرير التجارة والتنمية 2013، الأمم المتحدة، جنيف، 2013.

الأطروحات و الرسائل الجامعية:

56. كلثوم صافي، أثر الانفاق الحكومي وعرض النقود على اتجاهات الواردات تطبيق على حالة الجزائر في الفترة 1990-2010، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، 2015.
57. محمد جمدي إبراهيم المسلماتي، التوازن النقدي في اقتصاديات الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، القاهرة 2003.

المقالات:

58. أتيش ريكس غوش، في مركز الصدارة، مجلة التمويل والتنمية، العدد 51 الرقم 03، صندوق النقد الدولي، واشنطن، سبتمبر 2014.
59. إدارة البحوث والدراسات، تجارب الانهيار في عالم المال والمصارف، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الثالث، العدد الثاني، السنة الثالثة، 1995.
60. إدارة مخاطر العملة، إعداد إدارة البحوث والدراسات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات النالية والمصرفية، عمان، الأردن، العدد 04، 1994.

61. بسدات كريمة، دراسة قياسية لاسباب اختلال ميزان المدفوعات في الجزائر، مجلة المالية والاسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد 3، العدد 5، 2016.
62. سمير عبد الرحمن، البنوك ترفض التعامل في المشتقات، جريدة الأهرام الاقتصادية، 2002.
63. سمير عبد الرحمن، سوق المضاربة، جريدة عالم اليوم، العدد 260، 2000.
64. صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني، 2002.
65. مركز البحوث المالية والمصرفية، موقف لجنة بازل من المشتقات، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 1996.

المراجع باللغة الأجنبية:

66. R.Penau, **les institutions financières**, 2^{eme} éd, Revue Banque,1982.
67. D.H. Robertson, **Money**, London, Nisbet. And co.ltd, 1948.
68. R.P.Kent, **Money and Banking**, Hinsdale, ILLI holt Rinehart Winston and co, 6 Th ed, 1972.
69. W.C.Paterson, **Income, Employment and Economic growth** .Norton an company1984.
70. Berger, Pierre, **La monnaie et ses mécanismes**, PUF Paris,1982.
71. Gérard Marie Henry, **les marchés financiers**,Armand colin, paris,1999.
72. Henri Bourguinat, **la tyrannie des marchés, Economica**, Paris, 1995.
73. Jean François Faye, **comment gérer les risques financiers**, Lavoisier, paris,1993.
74. Michel Jura, **Technique Financière Internationale** , Dunod, Pris, 1999.
75. Xatier B; Didier M;Dahlia T: **Le marché des changes et la zone franche** .EDICEF, France;1989.
76. J.Sttruthers H. Speight, **Money Institutions, Theory and policy** longman.1986.
77. Stephen M. Gold feld and Lester V. Chandler, **The economics of money and Banking**, Harper an Row, Publishers, New york, Cambridje 1981.
78. Michelle de Mourgues, **Théorie et politiques monétaires**, 2 édition Dalloz 1984.
79. Josette Payrard/ **Gestion financière internationale**, Vuibert; 3éme édition ; 1995.

قائمة المراجع

80. Dominick Salvatore, **Économie Internationale**, Groupe De Boeck s.a, Bruxelles, Belgique, 2008.