



UNIVERSITE
Abdelhamid Ibn Badis
MOSTAGANEM

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.

قسم العلوم المالية والمحاسبة



UNIVERSITE
Abdelhamid Ibn Badis
MOSTAGANEM



مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان:

التمويل والصرف

موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر علوم مالية ومحاسبة
تخصص تدقيق ومراقبة التسيير.

من إعداد:

د/برياطي حسين .

السنة الجامعية: 2023-2024

الفهرس

الموضوع.....	الصفحة.....
المقدمة.....	03.....
المحور الأول: التمويل.....	05.....
المحاضرة الأولى : أساسيات التمويل.....	05.....
المحاضرة الثانية : مصادر التمويل.....	13.....
المحاضرة الثالثة : الأسواق المالية.....	24.....
المحاضرة الرابعة : الأسواق المالية (تابع).....	35.....
المحاضرة الخامسة : الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....	43.....
المحاضرة السادسة : تغطية مخاطر التمويل في السوق المالي عن طريق المشتقات المالية.....	56.....
المحاضرة السابعة : التمويل الدولي.....	75.....
المحاضرة الثامنة : مصادر التمويل الدولي.....	87.....
المحور الثاني: سعر الصرف.....	107.....
المحاضرة التاسعة : سعر الصرف.....	108.....
المحاضرة العاشرة : أنظمة سعر الصرف.....	125.....
قائمة البحوث.....	138.....

المقدمة :

تعد المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية والمحور الأساسي الذي يدور حوله أي اقتصاد، وذلك انطلاقاً من الدور الحيوي لهذه المؤسسات في تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق فتح آفاق العمل وتوفير مناصب الشغل وخلق الثروة، حيث تعمل من خلال وظائفها المختلفة إلى بلوغ وتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية متعددة، و لعل أهم هذه الوظائف نجد الوظيفة المالية التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لتمويل أنشطة المؤسسة و ذلك عن طريق بناء هيكل مالي خاص بها ، فإمداد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها يعتبر من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الاقتصادية في أي بلد كان .

يعتبر التمويل من أهم الوظائف الأساسية لأي مؤسسة، بل هو عصب الحياة بالنسبة لها، بحيث يُمكن المؤسسة من تمويل خططها للنمو والتوسع، مثل افتتاح فروع جديدة، أو إطلاق منتجات جديدة، أو دخول أسواق جديدة، كما يسمح لها بتمويل عمليات الاستحواذ والاندماج أو لتمويل عملياتها المختلفة، مثل شراء المواد الخام، ودفع رواتب الموظفين، وتغطية نفقات التشغيل، والاستثمار في المشاريع الجديدة أي تمويل احتياجاتها القصيرة وطويلة الأجل، و يُمكن للتمويل كذلك أن يساعد المؤسسة على تحسين صورتها من خلال إظهار قدرتها على الحصول على التمويل من مصادر موثوقة. كما يُمكن أن يساعدها على جذب المستثمرين والعملاء، و تعزيز الابتكار من خلال توفير رأس المال اللازم لتمويل مشاريع بحثية وتطويرية.

يعرف التمويل على أنه الحصول على الأموال اللازمة من مصادر مختلفة لتمويل احتياجات المؤسسة و لكن عند الانتقال على المستوى الدولي نجد هناك اختلاف رئيسي بين التمويل و التمويل الدولي يكمن هذا الاختلاف في التعامل مع دول لها سيادتها وإطارها القانوني الخاص بها، كما نجد عدد كبير من العملات أين تطرح مشكلة تبادل تلك العملات عند مستوى سعر صرف معين ، هنا تكمن أهمية موضوع سعر الصرف و أسواق الصرف كون الأسواق المالية كذلك تعتبر من أهم آليات التمويل للاقتصاديات .

على هذا الأساس و بهدف تعريف طلبة السنة الثانية ماستر تدقيق و مراقبة التسيير بكل ما يتعلق بمادة التمويل و الصرف قمنا بتقسيم الموضوع إلى محورين رئيسين كل محور به مجموعة من المحاضرات ، المحور الأول يتطرق إلى موضوع التمويل، أما المحور الثاني يتطرق إلى موضوع سعر الصرف .

المحور الأول : التمويل

المحاضرة الأولى : أساسيات التمويل

تمهيد:

تعد الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة حيث أنها تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لتمويل أنشطة المؤسسة بشكل عام لضمان استمرارية عمل المؤسسة، حيث يُمكنها من تغطية نفقاتها التشغيلية، مثل الرواتب، والإيجارات، وفواتير الخدمات، وشراء المواد الخام، كما يُساعد التمويل المؤسسة على تمويل مشاريع جديدة، وتوسيع نطاق أعمالها، وتحسين قدراتها الإنتاجية، أي بصفة عامة تحقيق أهدافها الإستراتيجية، مثل زيادة حصتها في السوق، وتطوير منتجات جديدة، ودخول أسواق جديدة.

بقدر ما يكون حجم التمويل كبيرا و يحسن استثماره بقدر ما يكون العائد أو الربح الذي يعتبر هدف أي نشاطا اقتصاديا كبيرا، فتعمل المؤسسة جاهدة على تغطية احتياجاتها المالية عن طريق مصادرها الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي ، فعدم كفاية هذه الموارد يحتم عليها اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية مثل الائتمان المصرفي أو الأسواق المالية، وهنا يطرح مشكل الاختيار الأمثل لمصدر التمويل الذي يتطلب دراسة و شروط عديدة لتحديد التوليفة المثلى لها.

1- مفهوم التمويل:

يختلط مفهومي التمويل والإدارة المالية في كثير من الأحيان إلا أن لكل مصطلح منهما تعريف واستخدام خاص، فالتمويل هو عملية الحصول على الأموال من أنسب المصادر المتاحة، بينما الإدارة المالية هي الحصول على الأموال من أنسب المصادر وحسن إدارتها واستخدامها، إضافة إلى التخطيط والرقابة المالية أي إدارة كل النواحي المالية للمؤسسة ، فالإدارة المالية هي التطبيق العملي لمفاهيم علم التمويل(المالية) في المؤسسات، بينما علم التمويل(المالية) كأحد مجالات المعرفة يضم أربعة حقول رئيسية تشمل الاستثمارات والأسواق المالية والنقدية وتمويل المؤسسات والتمويل الدولي.ومن الملاحظ من خلال هذه

الحقول أن التمويل هو مجال من مجالات المعرفة وليس مجرد وظيفة الحصول على الأموال في المؤسسة .
فعلم التمويل هو علم واسع وديناميكي وفي حالة تطور دائم.

2- تعريف التمويل:

إن تجهيز المشاريع الاستثمارية بالمعدات أو الأصول الرأسمالية سواء عند إنشاء المشروع أو عند إحلال وتجديد معداته وتجهيزاته يمثل تحد كبير أمام المؤسسة، إذ يلزم لهذا المشروع الأموال لتغطية كافة تكاليفه سواء من رأس المال المدفوع عند بداية المشروع أو عن طريق الاقتراض مع تقديم ضمانات السداد اللازمة أو من الاحتياطات ومخصصاته المالية، وهو ما يعرف بالتمويل هذا الأخير بالرغم من اختلاف التعريفات المقدمة له إلا أنها تصب في قالب واحد هو أن:

✓ يعرف التمويل على انه التغطية المالية الكاملة للمشروع سواء من الداخل أو من الخارج و تكون موجهة لتغطية دورتها الاستغلالية أو الاستثمارية.

✓ كما يمكن تعريف التمويل على أنه عملية تجميع المبالغ المالية اللازمة لرفع أو تطوير مشروع ما.

✓ يعتبر تمويلا كل المصادر الضرورية لإنشاء مؤسسة أو شركة وضمان سير نشاطها وكذا توسيعها أي كل الموارد التي تجعل الشركة تنتج أكثر في ظروف أحسن مما يجعلها قادرة على تحقيق تدفقات نقدية .

✓ التمويل هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية التزامات المؤسسة.

مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل للتمويل : التمويل هو عملية التجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت

تصرف المؤسسة وهذا بصفة دائمة ومستمرة عن طريق المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما

يعرف بتكوين رأس المال الجماعي وتجسيد هذا الأخير في الميزانية التي تحتوي على جانبين. :

– جانب الخصوم: يظهر في الموارد.

– جانب الأصول: يظهر فيها استخداماته.

3- أهمية التمويل:

1-3 ضمان استمرارية العمل:

يُعد التمويل عنصراً أساسياً لضمان استمرارية عمل المؤسسة، حيث يُمكنها من تغطية نفقاتها التشغيلية، مثل الرواتب، والإيجارات، وفواتير الخدمات، وشراء المواد الخام.

كما يُساعد التمويل المؤسسة على تمويل مشاريع جديدة، وتوسيع نطاق أعمالها، وتحسين قدراتها الإنتاجية.

2-3 تحقيق أهداف المؤسسة:

يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تحقيق أهدافها الاستراتيجية، مثل زيادة حصتها في السوق، وتطوير منتجات جديدة، ودخول أسواق جديدة.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تمويل مشاريع البحث والتطوير، وتحسين كفاءة عملياتها.

3-3 تعزيز قدرة المؤسسة على التكيف مع التغيرات:

يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على التكيف مع التغيرات في السوق، مثل تغيرات الطلب على المنتجات أو الخدمات، أو ظهور تقنيات جديدة.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تمويل خطط الطوارئ، والاستجابة للأزمات الاقتصادية.

4-3 جذب الاستثمارات:

يُمكن للتمويل الجيد أن يُساعد المؤسسة على جذب الاستثمارات من المستثمرين، مما يُمكنها من توسيع نطاق أعمالها، وتحسين قدراتها الإنتاجية.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تحسين صورتها أمام المستثمرين، وزيادة ثقة المستثمرين بها.

3-5 تحسين كفاءة إدارة المؤسسة:

يُمكن للتمويل الجيد أن يُساعد المؤسسة على تحسين كفاءة إدارة أموالها، وتقليل مخاطرها المالية.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تحسين نظامها المالي، وزيادة كفاءة عملياتها.

3-6 ضمان استقرار المؤسسة:

يُمكن للتمويل الجيد أن يُساعد المؤسسة على ضمان استقرارها المالي، وتقليل مخاطر الإفلاس.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تحسين قدرتها على التكيف مع التغيرات في السوق، والتعامل مع الأزمات الاقتصادية.

3-7 تحسين قدرة المؤسسة على المنافسة:

يُمكن للتمويل الجيد أن يُساعد المؤسسة على تحسين قدرتها على المنافسة في السوق، من خلال تمويل

مشاريع جديدة، وتطوير منتجات جديدة، وتحسين كفاءة عملياتها.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تحسين صورتها أمام العملاء، وزيادة ثقتهم بها.

3-8 تحسين قدرة المؤسسة على تحقيق المسؤولية الاجتماعية:

يُمكن للتمويل الجيد أن يُساعد المؤسسة على تحسين قدرتها على تحقيق المسؤولية الاجتماعية، من خلال تمويل مشاريع اجتماعية، ودعم المجتمعات المحلية.

كما يُمكن للتمويل أن يُساعد المؤسسة على تحسين صورتها أمام المجتمع، وزيادة ثقته بها.

ملاحظة:

- تختلف احتياجات المؤسسات من التمويل من مؤسسة لأخرى، حسب حجمها، ونوع نشاطها، وأهدافها الإستراتيجية.
- يجب على المؤسسات أن تختار مصادر التمويل المناسبة لاحتياجاتها، وأن تُخطط لتمويلها بشكل دقيق.

4- خصائص التمويل :

لابد الإشارة إلى أن لكل مصدر تمويلي خصائصه ويمكن إجمالي هذه الخصائص في النقاط التالية:

4-1 تاريخ الاستحقاق:

ويعني أن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة لها فترة سداد بغض النظر على اعتبارات أخرى حيث لكل نوع من أنواع التمويل تاريخ يختص به ، باستثناء أموال الملكية"فليس من المنطق أن يتم الاقتراض دون أن يتم الاتفاق على تاريخ السداد وتوجد ثلاث فترات لسداد الديون:

*قصيرة السداد: أقل من سنة.

*متوسطة السداد :ما بين السنة وخمسة سنوات وهناك من يضيف حتى سبعة سنوات

*طويلة السداد: أكثر من خمس أو سبع سنوات.

4-2 الدخل

لكل مصدر تمويلي مردود وكل دخل يمكن أن يمتاز بما يلي * : الأولوية :اد توجد هناك أولويات لما يحصل على دخل أولي من المقترضين * . المقدار :لكل مقرض دخل يتحدد مسبقا باستثناء أموال الملكية* . التأكد : لكل مقرض دخل محدد بغض النظر عن الأرباح أو الخسائر التي حققها المقترض"باستثناء أموال الملكية".
"هناك خصائص أخرى للتمويل هي – : يعبر جانب الأصول عن جانب إجمالي الأموال المستثمرة في المؤسسة – . يعبر جانب الأصول قدرة الشركة على تكوين الأموال.

–يعبر جانب الأصول عن المقابل المالي المساوي لقيم عناصر هيكل التمويل في نفس الوقت يعبر عن المقابل النقدي للوفاء بحقوق الدائنين عند التصفية – . تعبر العناصر المكونة لحقوق الملكية كمصادر تمويل ذاتية وهي قيم مالية لا تحدد قيمتها إلا عند تصفية المؤسسة وتمثل تكلفة هذه المصادر المالية في مقدار الفائض الموزع ، في نفس الوقت تحدد قدرة المؤسسة على الاقتراض في ضوء التدعيم المالي لها عن طريق الاحتياطات والأرباح المحتجزة سنويا.

– .يمثل الخصوم الطويلة والخصوم المتداولة مصادر مالية خارجية وهي قيم نقدية يتم الحصول عليها نقدا من الدائنين وواجبة السداد نقدا لهم كالالتزامات المستحقة السداد في مواعيد محددة وبمعدل فائدة يمثل تكلفة الحصول على هذه الأموال .

تتأثر فعالية هيكل التمويل بمدى مساهمة مصادر التمويل الذاتية في تلبية احتياجات المؤسسة المالية وبذلك تتحدد نسبة المديونية.

5-العوامل المحددة لأنواع التمويل:

تعتمد بعض المؤسسات على الأموال المقرضة لتلبية احتياجاتها المالية في حين تعتمد بعضها على أموالها الذاتية والبعض قد يختار أمرا وسيطا بين ذلك وهذه الاختلافات هي نتيجة عدة عوامل تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها والحالة الاقتصادية وتوافر الأنواع المختلفة بين الأموال وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة وتركيبه موجوداتها أما بخصوص العوامل التي تحدد في ضوءها أنواع الأموال المناسبة للمؤسسة فيمكن أن نعد منها ما يلي:

5-1 الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة ومبدأ الملائمة يقضي أيضا بتمويل احتياجات المؤسسة قصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل لأن تمويلها من مصادر طويلة الأجل يتعارض وهدف الربحية لأنه قد لا تستطيع المؤسسة إعادة الأموال للمقترضين عند انتهاء الموسم وتوافر الفوائض النقدية لديها إما بسبب الحاجة إليها للموسم القادم أو لوجود غرامات على التسديد المتأخر كما هو موضح في الشكل التالي.

الشكل 1 : منهج التغطية في التمويل

الأصول	الخصوم
"استخدامات الأموال"	"مصادر الأموال"
استخدامات دائمة	مصادر دائمة
استخدامات مؤقتة	مصادر مؤقتة

2- الدخل :

من أهم المميزات التي يحققها التمويل عن طريق اقتراض ثابت الكلفة هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسات بشكل أفضل مما لو كانت عليه المؤسسات الممولة جميعها من قبل أصحابها أي دون قروض، أما إذا كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق من الموجودات فان نتائج الرفع المالي ستكون عكسية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين.

3- الخطر:

ينظر للخطر في مجال العوالة المحددة للتمويل من منظورين هما خطر التشغيل وخطر التمويل، يرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها حيث يتوجب على المؤسسة الاعتماد على رأسمالها في حالة ارتفاع مخاطر التشغيل وعدم الاعتماد على القروض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها . أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة.

4- الإدارة والسيطرة:

يفضل المالكون دائما تمويل المؤسسات عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار الأسهم العادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين لا يملكون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة.

5- المرونة:

وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال.

6- التوقيت:

المقصود بالتوقيت هو الوقت المناسب الذي تحصل فيه المؤسسة على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط، ولكن قد تضطر المؤسسة في بعض الأحيان إلى الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت وذلك لحاجتها للأموال.

7- حجم المؤسسة:

يعتبر حجم المؤسسة من العوامل المهمة في قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض لأن الحجم الواسع غالبا ما يمنح الثقة أكثر من المؤسسات الصغيرة.

8- نمط التدفق النقدي:

المقصود به هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق التدفق النقدي ويمكن أن تكون لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باعتبار مصادر التمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول الإيرادات المالية إلى المؤسسة

9- طاقة الاقتراض:

قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا للمؤسسة من الناحية الضريبية لأن الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم ضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.

المحاضرة الثانية : مصادر التمويل

1- المصادر الداخلية :

نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج ، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة ، و تتمثل أساسا في التمويل الذاتي.

1-1 التمويل الذاتي :

يعرف التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها ، و هذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة, هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الإهلاكات و المؤونات . إن مبلغ النتيجة الصافية المحصل عليها في نهاية الدورة المالية و التي تكون أحد عناصر التدفق النقدي الصافي ليست نهائية أو تحت تصرف المؤسسة النهائي لأنها سوف توزع على الشركاء ، ولهذا فالمقدار الذي تستطيع المؤسسة أن تتصرف فيه فعلا بعد نهاية الدورة يتكون من قيمة النتيجة الصافية الغير موزعة, إضافة إلى الإهلاكات و المؤونات ، إذن فهذه القيمة تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها.

التدفق النقدي الصافي = الأرباح + الإحتياطيات + مخصصات الإهلاكات + مخصصات المؤونات.

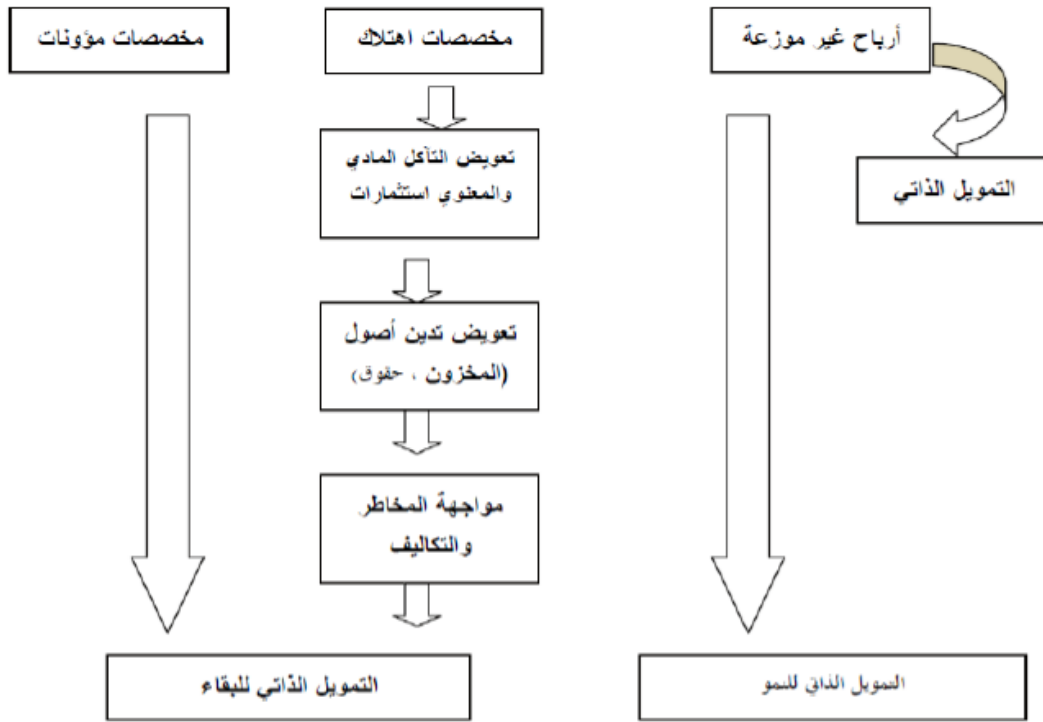
قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الإهلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي.

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

وتعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء والنمو وذلك من خلال العناصر

المكونة لرصيد التمويل الذاتي وفق الشكل التالي:

الشكل 1 : التمويل الذاتي للنمو و البقاء



المصدر : إلياس بن الساسي، يوسف قريشي: "التسيير المالي، الادارة المالية، دروس وتطبيقات"، دار وائل للنشر، 2006، ص243.
حسب مكونات التمويل الذاتي المبينة في الشكل أعلاه، نجد أن للتمويل الذاتي هدفين أساسيين، يتحددان من خلال العناصر المكونة له:

1-التمويل الذاتي للبقاء :

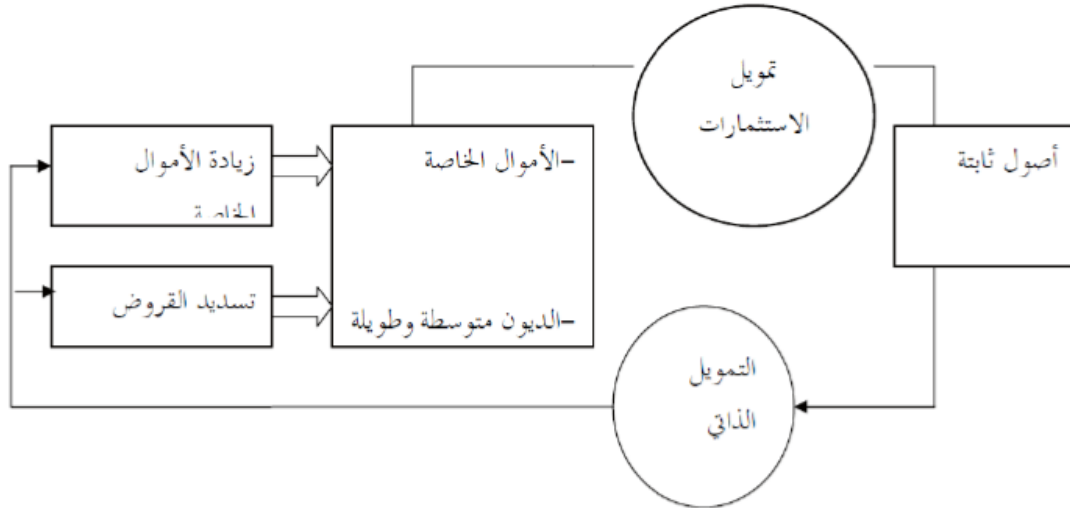
تضمن المؤسسة بقاء و استمرار نشاطها بواسطة مخصصات الاهتلاك التي تغطي التآكل المادي و المعنوي للاستثمارات، وبالتالي ضمان الموارد الضرورية للاستثمار في النشاط الأساسي ، أما مخصصات مؤونات تدني الأصول والأصول المتداولة ومؤونات الأخطار والتكاليف فهي اعتمادات مالية تحتفظ بها المؤسسة لمواجهة تدهور الأصول.

2-التمويل الذاتي للنمو :

يتحقق النمو بواسطة الأرباح الصافية بعد توزيع الأرباح ، حيث تمول استراتيجيات النمو عن طريق استراتيجيات التنوع ، التمييز ، التدويل.

و الشكل التالي يوضح دور التمويل الذاتي في دعم دورة الأموال الخاصة.

الشكل 2: التمويل الذاتي و الأموال الخاصة



المصدر: إلياس بن الساسي، يوسف قريشي: مرجع سبق ذكره ، ص244.

ومن الشكل السابق نستخلص أن الفوائض المالية المحققة على شكل تمويل ذاتي توجه نحو تسديد الديون المستحقة، حيث ترتفع قدرة المؤسسة على السداد، وتدعيم الأموال الخاصة في شكل احتياطات أو نتائج رهن التخصيص، وهذا يؤدي إلى توسيع حجم الاستثمار، الأمر الذي يساهم في إمكانية الرفع في مستوى التمويل الذاتي وتحقيق أهداف النمو.

1-2 مصادر التمويل الذاتي :

تتمثل في الأرباح المحتجزة ، الإهلاكات ، المؤونات .

أ- الأرباح المحتجزة:

هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها (خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة) ولم يدفع في شكل توزيعات و الذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية ، فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين ، قد تقوم الشركة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم " احتياطي " بغرض تحقيق

هدف معين مثل: احتياطي إعادة سداد القروض، أو إحلال و تجديد الآلات ... وتتمثل عناصر الأرباح المحتجزة فيما يلي :

-الإحتياط القانوني:

وهو الحد الأدنى من الإحتياطي الذي لابد للمؤسسة من تكوينه (و حدده القانون % 5 من صافي الأرباح على أن لا يتعدى % 10 من رأس مال الشركة) و يستخدم في تغطية خسائر الشركة و في زيادة رأس المال. -الإحتياط النظامي:

يتم تكوين هذا الإحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة, حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ,وهو غير إجباري . -الإحتياطات الأخرى:

ينص قانون الشركات على أنه يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية , أن تقوم بتكوين إحتياطات أخرى , وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة. أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين. -الأرباح المرّحلة:

و نقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية و الذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية , و يستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي إنخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم. ب – الإهتلاكات:

يعرف الإهتلاك على أنه طريقة لتجديد الاستثمارات ، أي أن الهدف من حساب الإهتلاكات هو ضمان تجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي , كما يعرف على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة الي تتعرض لها الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها في الميزانية بقيمتها الصافية.

و يلعب الإهلاك في المؤسسة دورا اقتصاديا يتمثل في اهتلاك متتالي للاستثمارات ، و دورا ماليا يتمثل في عملية إعادة تكوين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة بهدف إعادة تجديدها في نهاية حياتها الإنتاجية ، حيث يتم حجز المبالغ السنوية ، لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي إلى يوم صرفها.

ج - المؤونات:

تعرف المؤونة على أنها إنخفاض من نتيجة الدورة المالية و مخصصة لمواجهة الأعباء و الخسائر المحتملة الوقوع أو الأكيدة الحصول . كما تعرف على أنها انخفاض غير عادي في قيمة الأصول و على المؤسسة أن تسعى لتفادي الإنخفاض و تطبيقا لمبدأ الحيطة و الحذر يجبر القانون التجاري الجزائري في مادته 718 المؤسسات على أخذ هذه الأمور بعين الإعتبار أي تسجيلها في دفتر المحاسبة ، وذلك بتكوين مؤونات تدهور قيم المخزون و الحقوق و مؤونات الأعباء و الخسائر ، سواء كانت النتيجة إيجابية أم سلبية حفاظا على صدق الميزانية، و تكوين هذه المؤونات يتقيد بعدة شروط منها:

- أن تكون أسباب انخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس السنة.

- أن يكون وقوع هذا النقص محتملا.

- أن يكون تقدير هذا النقص موضوعي.

و يمكن طرح السؤال التالي: متى و كيف تدخل هذه المؤونات في حساب التمويل الذاتي ؟

من خلال معرفتنا كون هذه المؤونات خاصة بالأعباء و الخسائر المحتملة ، فقد تقع هذه الخسائر بالفعل خلال دورة الإستغلال ، و من هنا تواجه المؤسسة هذه الخسائر ، و من جهة أخرى قد لا تقع هذه الخسائر المحتملة و عليه تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة ، و بالتالي في نهاية الدورة المالية تنتقل إلى الإحتياجات و هذا بعد طرح نسبة الضريبة منها و تبقى لدى المؤسسة حيث تدخل ضمن التمويل الذاتي لها.

3-1 مزايا و عيوب التمويل الذاتي:

أ - المزايا:

- يعتبر التمويل الذاتي ضروري لعمليات الإقتراض حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى الإقتراض حسب امكانياتها على التسديد و حجم التمويل الذاتي الذي يبين لها نسبة التسديد.
- البحث عن تمويل ذاتي بمستوى عال هو الهدف الأساسي للسياسة المالية وهو دليل على إستقلالية المؤسسة في المحيط الذي تنشط فيه.
- تمثل أموال الإهتلاك الجانب الأكبر في التمويل الداخلي و التي تمثل أمواله معفية من الضرائب.

ب - العيوب:

- حجم التمويل الذاتي عادة لا يكفي لتغطية كل حاجيات التمويل.
- قد يؤدي الإعتماد على التمويل الداخلي اعتمادا كليا إلى التوسع البسيط ، وبالتالي عدم الإستفادة من الفرص المتاحة و المربحة بسبب قصور التمويل الداخلي إلى توفير الإحتياجات المالية اللازمة.
- قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة لدى المؤسسة كتلك المتحصل عليها من الغير ، مما يؤدي إلى إضعاف العائد.

2- المصادر الخارجية :

1-2 ماهية المصادر الخارجية :

يتمثل في لجوء المؤسسة إلى المدخرات المالية المتوفرة في الخارج مثل: الائتمان المصرفي أو اللجوء إلى الأسواق المالية عن طريق طرح الأسهم بشقيها العادية أو الممتازة أو إصدار سندات. بعبارة أخرى هو الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشروع أو نشاط من مصدر خارجي، أي من جهة أخرى غير الجهة التي تحتاج إلى التمويل.

تعتبر الأسهم الممتازة والسندات ، بجانب القروض طويلة الأجل ، أهم مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل ، والتي تشكل في مجموعها هيكل رأس المال كأحد أهم عناصر هيكل التمويل لأي شركة ، وتستخدم

هذه المصادر المالية لتمويل هيكل الأصول الثابتة و رأس المال العام الدائم اللازم لدورة أعمال تشغيلية نقدية واحدة

أما مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل فيتمثل أهم عناصرها في الائتمان التجاري من الموردين ، والقروض المصرفية قصيرة الأجل ، وتستخدم هذه المصادر المالية في تمويل الأصول المتداولة وبخاصة رأس المال العامل المتغير ، وتشكل مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل هيكل التمويل الخارجي قصير الأجل .

هذه المصادر المالية الخارجية قصيرة الأجل مع عناصر الخصوم طويلة الأجل تعبر عن إجمالي الديون المستحقة على الشركة والواجبة الوفاء بها في مواعيد محددة ، ويترتب عليها درجة من المخاطر المالية يجب أن تتحملها الشركة ، وتزداد حدتها مع زيادة الاختلال في هيكل التمويل .

2-2 ماهية وطبيعة مصادر التمويل الخارجية :

يشير تعبير مصادر التمويل الخارجية الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل إلى إجمالي الديون المستحقة الدفع خلال فترة زمنية محددة ، والتي تستخدم في تمويل كل من الأصول المتداولة والثابتة كاستخدامات للأموال أي أنها تساعد على تشكيل هيكل عناصر الأصول .

وتؤثر هذه المصادر المالية تأثيرا مباشرا على سيولة والربحية ، وعلى درجة المخاطرة المالية التي تتحملها الشركة .

2-3 أسباب الحاجة إلى مصادر التمويل الخارجية :

لا تستطيع أي شركة أن تحقق النمو في عملياتها الجارية والاستثمارية ولا الاستمرار في مجال الأعمال دون الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية ، والتي يجب استخدامها بحكمة وبشكل اقتصادي في ضوء مبدأ التكلفة والعائد حتى لا تكون السبب الأساسي لاختلال هيكل التمويل ودفع الشركة إلى مرحلة التعثر ثم الفشل المالي ولذلك تنشأ الحاجة إلى الاعتماد على المصادر المالية الخارجية للعديد من الأسباب أهمها :

✓ رغبة الشركة في القيام بالعمليات الإحلال وتجديد للأصول الثابتة والتوسع في مجال النشاط.

✓ الحصول على الأموال من المصادر التمويل الخارجية : لأنه لكما اتجه معدل الفائدة في السوق

المالي نحوى الانخفاض زاد الاعتماد على هذه المصادر المالية لتوفير الاحتياجات المالية للشركة.

✓ درجة تحكم الإدارة في سيولة عناصر الأصول المتداولة ، فكلما انخفضت درجة سيولة عناصر

المخزون والمبيعات الأجلة على الحساب للعملاء وبأوراق قبض زاد الاعتماد على مصادر التمويل

الخارجية قصيرة الأجل لانحدار السيولة المالية ونشأة حالة العسر المالي.

بجانب هذه العوامل توجد عوامل أخرى مثل المركز الائتماني المصرفي والتجاري للمؤسسة ، والمركز

السوقي و التنافسي لمنتجاتها في السوق ، والحالة الاقتصادية العامة من رواج وكساد واعتدال وأثرها على

ارتفاع أو انخفاض معدل التضخم السارى في الاقتصاد الوطني.

و تتمثل هذه المصادر فيما يلي:

–مصادر التمويل قصيرة الأجل

–مصادر التمويل متوسطة الأجل

–مصادر التمويل طويلة الأجل.

2-3-1 مصادر التمويل الخارجية القصيرة الأجل:

يقصد بالأموال قصيرة الأجل كمصدر تمويلي، تلك الأموال التي تكون متاحة للمستثمر أو للمؤسسة قصد

تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة كونها تمثل التزاما قصير الأجل على المؤسسة يتعين الوفاء به خلال فترة

زمنية لا تزيد عن سنة، وتتضمن مصادر التمويل قصير الأجل ما يلي:

✓ الائتمان التجاري (الائتمان المقدم من الموردين):

يقصد بالائتمان التجاري قيمة البضاعة المشتراة على الحساب بغرض بيعها ، وبعبارة أخرى يتمثل

الائتمان التجاري في رقم أوراق الدفع و الحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة لشراء البضاعة دون دفع ثمنها

نقدا على أن يتم سداد قيمتها بعد فترة محددة.

كما يمكن تعريفه على انه الائتمان الناشئ عن العمليات الجارية التي تقوم بها المنشأة و المتمثلة في الفترة التي تفصل بين عملية الحصول على السلع و تاريخ سداد قيمتها بحيث تتسنى للمنشأة الاستفادة من تلك الأموال في تلك الفترة.

-لهذا النوع من التمويل مجموعة من المزايا من أهمها اتصافه بالسهولة مقارنة بطرق التمويل الأخرى مثل طرح الأدوات المالية (أسهم أو سندات) في السوق المالي أو الإجراءات الجذ معقدة المفروضة من طرف البنوك المانحة للقروض.

-من ايجابيات هذا النوع من التمويل أنه يتصف بالمرونة حيث يمكن الاعتماد عليه عند الحاجة إليه بطريقة تلقائية ففي حالة التوسع في المبيعات باستطاعة المنشأة الاقتصادية أن تزيد في هذا الائتمان وذلك بزيادة البضائع الموردة من طرف المورد.

و تتوقف تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين ، و يعتبر تمويلا مجانيا إذا استطاعت المؤسسة استثماره أو استخدامه بالشكل الملائم ، و العكس حيث يصبح تمويلا ذا تكلفة عالية إذا فقدت المؤسسة السيطرة في استخدامه لصالحها .

✓ التمويل المصرفي:

التمويل المصرفي قصير الأجل يعتبر من أهم سبل التمويل قصيرة الأجل بعد الائتمان التجاري المتاحة أمام المنشأة الاقتصادية ، و هي قروض لا تتم بتلك التلقائية و إنما تخضع إلى عملية التفاوض بين المؤسسة و بين البنوك المانحة للقروض و يمكن تعريفه على انه تلك القروض قصيرة الأجل التي يمكن التحصل عليها من طرف المصارف أو البنوك.

-يعتبر التمويل المصرفي أكثر مرونة من الائتمان التجاري كونه يأخذ صورة نقدية و لا يكون في صورة سلع. ينقسم التمويل المصرفي إلى قسمين:

أ- القروض المضمونة:

في هذه الحالة يتم ضمان القرض بإحدى الأصول المادية و ذلك من أجل التقليل من مخاطر أمكانية عدم السداد بسبب حادثة و صغر حجم المنشأة الطالبة للقرض مما يؤثر بالسلب على مركزها المالي.

يقوم البنك بالموافقة و لمدة معينة من الزمن على إقراض المشروع ما يلزمه من أموال، بشرط أن لا تزيد الكمية المقترضة على مبلغ معين يسمى "الإعتماد" ، وهو عبارة عن الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه في أي وقت ، و عادة ما تعمد البنوك عند منع هذا النوع من القروض بوجود شرطين و هما :

–وجود احتفاظ المقترض في حسابه الجاري لدى البنك على نسبة مئوية معينة تتراوح بين 20% إلى 10% من قيمة الاعتماد أو على الأقل من قيمة القرض الممنوح فعلا.

–وجود قيام المقترض بسداد ديونه مرة واحدة على الأقل كل سنة، لإظهار أن هذه القروض من النوع القصير الأجل و أنها لا تستعمل كمصدر لتمويل الاحتياجات الدائمة.

ب-القروض الغير مضمونة:

في هذه الحالة لا يتم ضمان الدين بإحدى الأصول المادية وذلك في حالة وجود ثقة متبادلة بين الطرفين تنتج ارتفاع حجم التعامل و في هذه الحالة يقوم البنك بفتح اعتماد للمنشأة يسمح بتمويل كل مشاريعها في فترة زمنية محددة مع تحديد الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه لتفادي مخاطر كثرة الاقتراض.

يتطلب هذا النوع من القروض وجود ضمان يقدمه المقترض إلى البنك قبل حصوله على الائتمان إما في شخص آخر يتعهد بسداد القرض في حالة توقف المقترض عن الدفع ، و إما في أصل من أصول المؤسسة مثلا: أوراق القبض ، الحسابات المدينة للعملاء ، الأوراق المالية ، بضاعة... الخ.

وفي حالة توقف المقترض عن سداد ديونه يحق للبنك الاستيلاء على الأصل المرهون.

4-2 مصادر التمويل المتوسطة و الطويلة الأجل:

تعتبر القروض المتوسطة و الطويلة الأجل عن القروض المصرفية التي تزيد مدتها عن سنة مالية ، ولذلك تعتبر مصدراً تمويلياً خارجياً طويلاً الأجل ؛ لأنها اتفاق تعاقدية بين الشركة و البنك بضمان أصل من

أصول الشركة يتفق وطبيعة ومدة القرض ، وتعتبر البنوك التجارية والعقارية وشركات التأمين أهم مؤسسات الإقراض المتوسط والطويل الأجل ، كما أن أهم خصائص هذه القروض تتمثل في:

- الاستحقاق خلال مدة زمنية محددة أقلمها 3 سنوات ، مع إعطاء الشركة المقترضة فترة سماح.
- الحاجة إلى ضمان قيمة القرض برهن بعض أصول الشركة مع توثيق عقد الرهن في الشهر العقاري بحيث لا تقل قيمة الأصل الضامن عن % 60 من قيمة القرض.
- تتشرط المؤسسات المالية على الشركة أن تدفع تعويضًا ماليًا أو عينيا في حالة العجز عن السداد.
- المطالبة بسداد أصل القرض وفوائده على دفعات متساوية ، أو سداد أصل القرض على دفعات غير متساوية.
- يشترط قبل عقد القرض مع الشركة فحص المركز المالي لها مع مراجعته سنويا، وتحديد نسبة الأرباح التي يتم توزيعها ، مع عدم التصرف في الأصل برهن القرض.
- التمويل بالاستئجار:

إن استخدام العقارات و المعدات من طرف المؤسسة كان ممكنا فقط عن طريق الامتلاك ، لكن في السنين الأخيرة ظهر اتجاه نحو استئجار هذه العقارات و التجهيزات بدلا من شرائها ، فبعد أن كان الاستئجار مقتصرًا على الأراضي و المباني ، فقد أصبح يشمل جميع الأصول تقريبا (المنقولة و الغير منقولة).

المحاضرة الثالثة : الأسواق المالية

مقدمة

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها إحدى أدوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية. ومع تنامي عجز الموازنات العامة لبعض الدول فقد أخذت - هذه الدول - في البحث عن موارد مالية غير سيادية لتمويل خططها التنموية، فغدت الأسواق المالية واحدة من الأدوات الهامة التي تستخدم لمثل هذه الغايات التنموية. وقد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغيرات الهيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات لما لذلك من آثار إيجابية على سيولة الأسواق المالية وعمقها.

1- نشأة الأسواق المالية الدولية:

إن أهم الأسواق المالية التي عرفها التاريخ الاقتصادي في أوروبا بل في العالم. و كان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الأذنية، و المعادن النفيسة. هي أسواق البندقية و جنوة في إيطاليا و سوق فرانكفورت، وكانت تلك الأسواق من أكثر الأسواق المالية الأوروبية تعاملًا مع منطقة الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطا تجاريا هائلا باعتبارها مركز اتصال بين الشرق الأقصى و أوروبا.

و مع تطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو إلى التخصص و تقسيم العمل، و مع انبثاق الثورة الصناعية، زادت أهمية الاستثمارات الفردية التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات و إمكانيات الأفراد. و على إثر ذلك ظهرت الشركات المساهمة التي فتحت المجال واسعا أمام مشاركة عدد أكبر من

المساهمين في ملكية الشركات و بذلك ضمان التمويل اللازم لها. و من جهة أخرى، تطور عدد البنوك و ازدادت أهميتها في مختلف الدول.

كل هذه العوامل و الظروف، فضلا عن توسع المشاريع الاستثمارية و المعاملات التجارية، ساهمت بشكل كبير في نشأة الأسواق المالية كأداة فعالة لتعبئة الموارد و المدخرات اللازمة للتمويل التجاري و الاستثماري. و أول الأسواق المالية ظهوراً، كانت في القرن السابع عشر (ق 17) في أمستردام، ثم في القرن الثامن عشر (ق 18) في البندقية، و شهد القرنين التاسع عشر و العشرين (ق 19 و ق 20) على التوالي، نشأة المركزين الماليين الدوليين البريطاني و الأمريكي

تعود كلمة البورصة إلى القرن الخامس ميلادي نسبة إلى عائلة vander bourse التي كانت تملك فندقا كان يجتمع فيه التجار القادمون من فلورنسيا إلى مدينة بريدج البلجيكية و التي يقصدها التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه ونظرا لعدم اصطحاب التجار لبضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة .

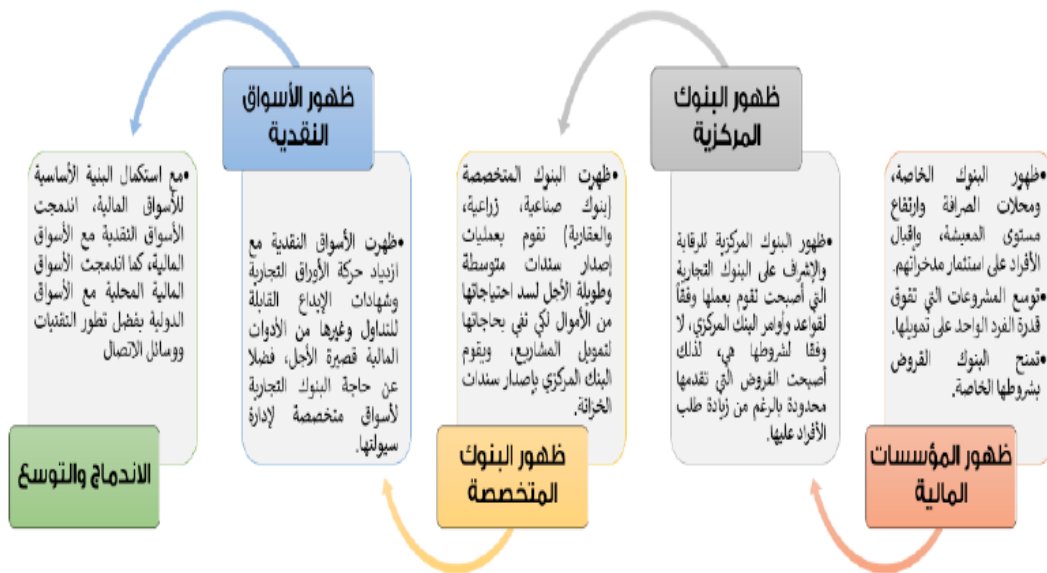
و أتى لفظ bourse ليحبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار و المتعاملين معهم لإبرام الصفقات والعقود و الاتفاق الحاضر أو الأجل عليها، وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد. فعلى سبيل المثال كان الفراغنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها حيث كان يجتمع كل التجار وتتم الصفقات.

أول بناء انشأ للبورصة وعرف بذا الاسم هو بناء مدينة anverse في بلجيكا عام 1460. ثم تلاها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا حيث تعتبر مدينة ليون في فرنسا أول من نظمت بورصة للقيم ثم جاءت بورصة تولوز و باريس وهذا عامي 1549-1563 على التوالي ثم بورصة روما عام 1566، ثم بورصة

بورودو 8 سنوات بعد بورصة باريس ثم ظهرت: بورصة امستردام بهولندا عام 1608 وفي فينا عام 1762 وفي بريطانيا ظهرت بورصة لندن عام 1773 وبورصة نيويورك عام 1792 و التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية.

الشكل التالي يوضح المراحل التي مرت بها الأسواق المالية .

الشكل 01: التطور التاريخي لأسواق المال



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، إصدارات صندوق النقد العربي، سلسلة كتب تعريفية العدد 21، الإمارات العربية المتحدة، 2021، ص 11.

2- مفهوم الأسواق المالية:

تلعب الأسواق المالية دورًا حيويًا في الاقتصاد، بحيث تسمح للشركات والحكومات بجمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها وتتيح للمستثمرين الاستثمار في الأصول المالية المختلفة، كما تحفز النمو الاقتصادي حيث تعتبر مرآة تعكس الوضع الاقتصادي لأي دولة، وتقدم صورة صادقة للوضع المالي للشركات المطروحة أسهمها في سوق الأوراق المالية، وهذه الشركات تمثل جزء لا يستهان به من النشاط الاقتصادي

في البلد المعني، و إلقاء نظرة على نشاط سوق الأوراق المالية بدولة ما في ظل المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، المحلية والدولية، كفيل بأن يعطي صورة أقرب إلى الصديق للاقتصادي لتلك الدولة، بحيث يصبح واحد من أهم المؤشرات للحكم على اقتصاد بلد ما .

يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها نقطة تلاقي بين المؤسسات ذات الفائض المالي و المؤسسات ذات العجز المالي بغرض تمويل و استمرارية المشاريع المعطلة بسبب قلة طرق التمويل، وذلك عن طريق استثمار ذلك الفائض المالي في اقتناء جزئ من الأدوات المالية المصدرة من طرف المؤسسات ذات العجز. كما يمكن تعريف السوق المالي على أنه " هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، ولكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداول فيه" .

ويعرف كذلك على أنه " المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة .وتعرف سوق الأوراق المالية أيضا على أنها" السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية من أسهم وسندات و أوراق مالية أخرى، ويتعامل بها لأجل طويلة ومتوسطة بما يساعد على تشجيع الاستثمار، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بتجميع المدخرات لاستخدامها في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء المشروعات الجديدة، أو لزيادة حجم القائم منها وذلك في صورة أسهم وسندات".

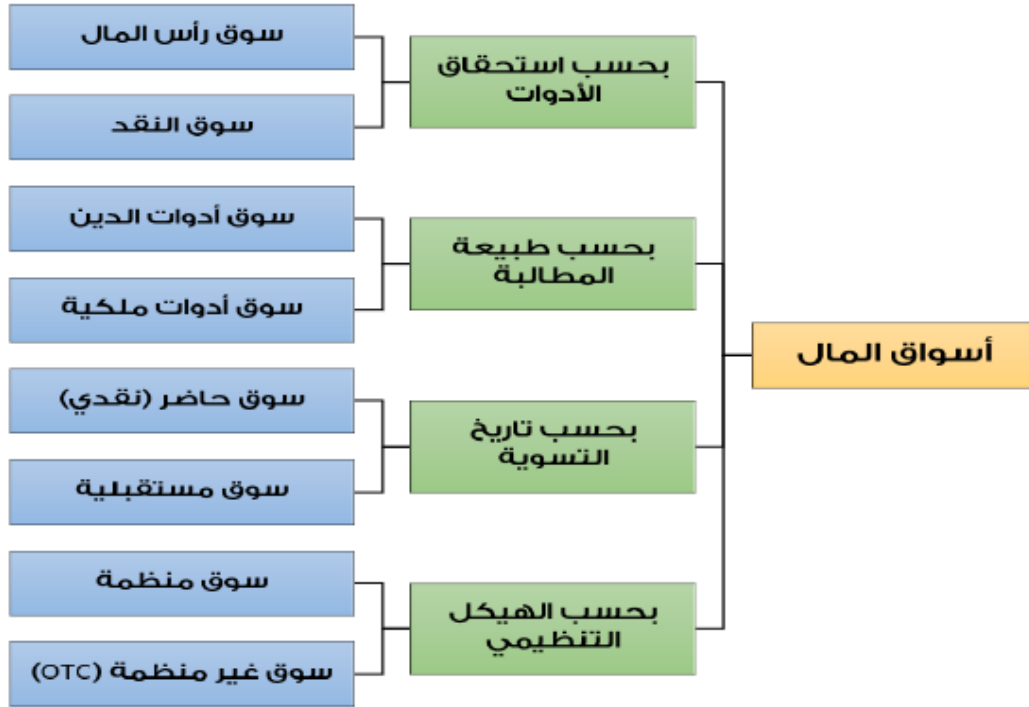
ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص النقاط التالية حول سوق الأوراق المالية:

- أن سوق الأوراق المالية يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- أنه يمثل الآلية التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، بغض النظر عن المكان المادي للسوق.
- يتم فيه التعامل على الأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، وفقا لقواعد ونظم معينة.

-من الأركان الرئيسية في سوق الأوراق المالية الوسطاء، وصناع السوق وقنوات الاتصال.

الشكل التالي يوضح تقسيمات أسواق المال.

الشكل 02: أقسام أسواق المال



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره 09، ص 11.

3- أنواع الأسواق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من الأسواق داخل الأسواق المالية وهما:

✓ أسواق رأس المال Capital Markets

✓ أسواق النقد Monetary Markets

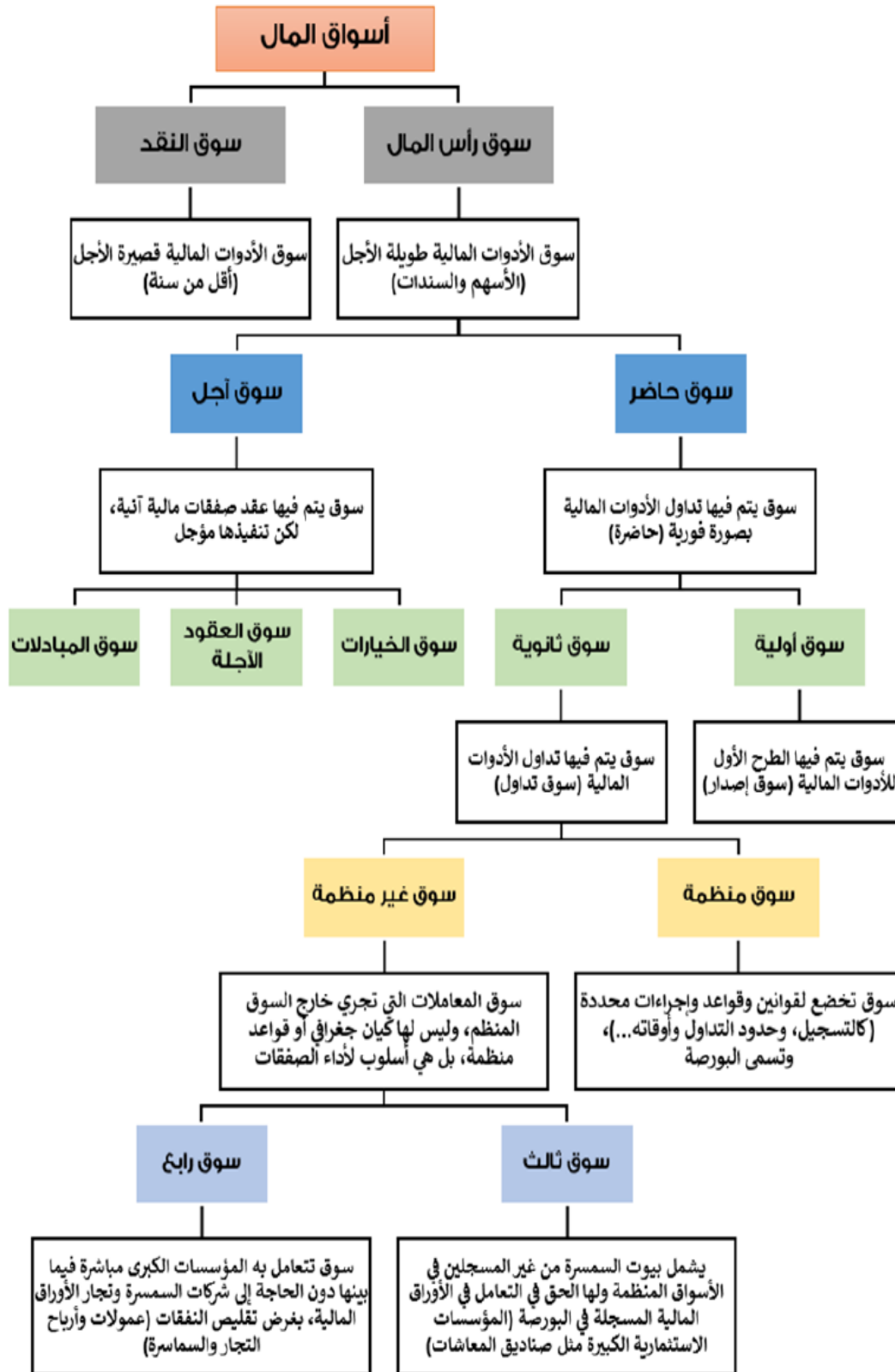
فالاختلاف الرئيسي بين النوعين الأساسيين يبرز في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في

كل من السوقين، حيث يجري تداول الأدوات المالية الطويلة الأجل في أسواق رأس المال Capital Markets

في حين يجري تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل في أسواق النقد Monetary Markets.

الشكل التالي يوضح الأنواع المختلفة للأسواق المالية والتي سوف نتطرق إليها بالشرح.

الشكل 03: تصنيفات الأسواق المالية



1-3 أسواق رأس المال Capital Markets:

وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كأسهم. وإنما سميت سوق رأس المال؛ لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.

وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى قسمين: أسواق حاضرة أو فورية و أسواق العقود المستقبلية

1-1-3 أسواق حاضرة أو فورية Spot Markets:

الأسواق الحاضرة هي أسواق يتم فيها التعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة، بمعنى آخر يتم تنفيذ الصفقات البيع والشراء بشكل فوري، أي أن تسليم الورقة المالية وتسلم الثمن يكون لحظة إتمام الصفقة. تنقسم هذه الأسواق إلى:

1-1-1-3 أسواق منظمة (البورصات) Organized Capital Markets

يطلق عليها بالبورصة تتصف بان لها مكان محدد يلتقي فيه البائعين و المشترين وفق قواعد و قوانين محدد و مهيكله من جهة و من جهة أخرى بتسم بوجود آليات لضبط حركة أسعار الأدوات المالية التي تتصف بالعشوائية كلما زادة كفاءة الأسواق المالية.

هي السوق التي توجد لها قوانين وسياسات وهيئات تنظيمية تنظم التعامل فيها. ويتم تداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها، وتتميز الأسواق المنظمة بأن لها مكانا محددًا يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، وتدار هذه السوق من خلال مجلس إدارة منتخب أعضاء السوق، وتنقسم الأسواق المنظمة إلى نوعين رئيسيين

أ- الأسواق المنظمة الأولية (Primary Market):

تسمى أيضا بسوق الإصدار وتعرف بأنها السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها وبمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة ، وفي هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين المنشأة المصدرة للورقة المالية و بين المشتري الأول لها المكتتب .

ب- الأسواق المنظمة الثانوية (Secondary Market):

تسمى أيضا بسوق و تعرف بأنها الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية بين حاملها و بين الراغبين في شرائها من غير المصدرين

2-1-1-3 أسواق غير منظمة *Unorganized Capital Markets* :

يطلق عليها كذلك اسم سوق المعاملات على المنضدة *Over The Counter* ، السوق الموازي أو غير الرسمية ، وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين. عندما لا تتمكن أو لا ترغب شركة ما من استيفاء متطلبات الإدراج في الأسواق المنظمة البورصة، فإنها تلجأ إلى الأسواق غير المنظمة. غالباً ما يتم تحديد الأسعار في هذه السوق من خلال التفاوض بين الفاعلين والوسطاء، مع الأخذ بالاعتبار ظروف العرض والطلب. من ثم فهذه الأسواق في حقيقتها طريقة أو أسلوب لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لها.

تقصد كذلك بالسوق غير المنظمة السوق التي لا تتعامل وفق قوانين وسياسات الأسواق المنظمة و تعليمات هيئاتها، وليس لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات وتعاملها في الأسهم على نطاق ضيق.

يشمل السوق الغير منظم أسواق فرعية أخرى هي كالتالي:

أ- السوق الثاني: ويتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية، وسميت بالسوق الثاني على اعتبار أن السوق الأول هو البورصة المنظمة.

ب- السوق الثالث: ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.

ج- السوق الرابع وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

د- الأسواق الاحتكارية: وتتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية ، حيث يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة .

3-1-2 أسواق عقود السلع والعقود المستقبلية والمشتقات :

يقصد بها الأسواق التي تتعامل على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ومختلف السلع من خلال عقود يتم تنفيذها في المستقبل. وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب...الخ)، بهدف التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار تلك الأصول.

3-1-2-1 عقود المبادلات المستقبلية Futures Contracts :

وهي عبارة عن سوق آجلة لبيع و شراء الأصول، يتم فيها الاتفاق على السعر في موعد محدد ليصبح تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلا. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق شديد التنظيم و المراقبة يشترط بث أسعار الشراء والبيع للأصول المتداولة فيه إلكترونيا على مدار الساعة وفي جميع أنحاء العالم. هناك ثلاثة مجموعات من الأصول التي يتم التعامل عليها في هذه السوق وهي: السلع الأساسية ، و الأوراق المالية والعملات الأجنبية.

3-2-1-2 عقود الخيار Option Contracts:

يعتبر حق الخيار من المشتقات المالية. أي أن قيمته تكون مشتقة من قيمة أصول حقيقية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والسلع. وعقود الخيارات هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية مع اختلاف هام وهو أن مشتريها يملك حق الخيار لإتمام العملية أو الرجوع عنها مقابل أن يدفع مقدما علاوة معلنة تعتبر بمثابة حق الخيار.

3-2-1-3 العقود الآجلة Forward Contracts:

تعرف العقود العاجلة بأنها العمليات التي تجري بين طرفين يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثنمها في يوم التسوية المستقبلي وفي مكان معين. يكون فيها التعامل بالنقد ويلزم فيها الطرفين بتنفيذ في الأجل المضروب.

وعقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض الشخصي بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد (13). ولا يوجد لهذا النوع سوق ثانوية لتداولها.

4-2-1-3 عقود المبادلة Swap Contracts:

هي عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول. وتتعامل الأسواق المالية بأربعة أنواع من عقود المبادلة وهي: عقود تبديل العملات، عقود تبديل أسعار الفائدة، عقود تبديل السلع، عقود تبديل حقوق الملكية. وهي عقود تتم غالبا بين المؤسسات و نادرا بين الافراد. فعقد تبديل العملة يكون بتبديل عملة بعملة أخرى، فعلى سبيل المثال يقوم المتعامل بالعملات في البنك ببيع دولار آني مقابل اليورو وإعادة شراؤه بعد أسبوع بسعر الدولار الآجل لمدة أسبوع، وذلك لتغطية احتياجاته لليورو لمدة أسبوع بدلا من اقتراضه مباشرة من السوق.

المحاضرة الرابعة : الأسواق المالية (تابع)

1- مفهوم السوق النقدي:

تعتبر السّوق النقدية نوع من أنواع الأسواق المالية المتخصصة. و تعرف على أنها سوق القروض قصيرة الأجل، حيث يتم من خلالها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو الأجنبية، أي السوق التي تعنى بتداول وسائل الائتمان (بيع وشراء الأوراق المالية) قصيرة الأجل وبآليات تدفقاتها، و تركز التعاملات في هذا السوق بشكل رئيسي على أسعار الفائدة السائدة على العملات المختلفة وللأجل المختلفة.

- تتميز الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق بقصر آجالها (اقل من عام) وسيولتها العالية.
- يتحدد سعر الفائدة فيه غالباً بناء على العرض والطلب، ولكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أهمية المؤشرات الاقتصادية وطبيعة الظروف السياسية ومدى تأثيرها على ميكانيكية عمل السوق.

2- أهم أدوات التعامل في السوق النقدي :

ومن أهم الأدوات التي يتم التعامل بها في السوق النقدي ما يلي:

-أذونات الخزينة:

هي عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد استحقاقها عن سنة وتصدرها الحكومات بشكل دوري وذلك بمعدل مرة كل أسبوع تتراوح فترة استحقاقها من 91 يوماً إلى 182 يوماً وهناك أذونات خزينة تصل فترة استحقاقها إلى 52 أسبوعاً ولكنها تصدر كل شهر مرة وتتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية كما تتميز بانخفاض عائدها بسبب خلوها من المخاطرة Risk Free حيث تلتزم

الحكومة بدفع القيمة الاسمية للورقة.

-الأوراق التجارية:

وهي كمبيالات أو أوراق دين قصيرة الأجل يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة ايام إلى تسعة شهور، وتصدرها الشركات والمؤسسات الكبرى، وبمقتضى تلك الأوراق يقوم مصدر الورقة بدفع قيمتها لحاملها في تاريخ الاستحقاق وتباع هذه الأوراق بخصم من قيمتها الاسمية ، ومن مميزاتا أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة الشركة ومكانتها، كما أن التزام البنوك التجارية بسداد قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدوداً ولكن أعلى بقليل من المخاطرة الناجمة عن الاستثمار بأذونات الخزينة.

-القبولات البنكية :

تستخدم في تمويل التجارة الدولية وهي عبارة عن تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بهذا التعهد حتى تاريخ الإستحقاق كما يمكن بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لشخص ثالث وهكذا ، وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي) وإذا ما فشل في ذلك يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية

-شهادات الإيداع القابلة للتداول :

تقوم البنوك عادة بالتمويل عن طريق الودائع أو الاقتراض من مصادر أخرى والتي من أهمها شهادات الإيداع والتي يمكن أن تكون قابلة للتداول أو غير قابلة للتداول، ويقصد بالشهادات الإيداعات القابلة للتداول التي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق، ويكون معدل الفائدة على القيمة الاسمية لها أعلى من مثيلاتها غير القابلة للتداول ونظراً لأنها تعتبر بمثابة ودائع لأجل فإنه لا يجوز استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق لكن يمكن التصرف بها عن طريق عرضها للبيع في السوق الثانوي

-قرض الدولار الأوروبي :

يستخدم إصطلاح اليورو دولار للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ فيها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوروبية، ويتكون سوق اليورو دولار من عدد من البنوك الكبيرة التي يقتصر تعاملها على الدولار بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي، وتتسم هذه القروض بضخامة القيمة وقصر فترة الاستحقاق وتتجمع الدولارات الأمريكية لدى البنوك الأوروبية نتيجة لقيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها أو بسبب القيود والإجراءات التنظيمية المفروضة على البنوك الأمريكية.

-القروض الفيدرالية :

وتسمى أيضاً قروض فائض الاحتياطي الإلزامي حيث يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه وتمثل هذه القروض في تعهد غير مكتوب ولكنه مضمون من قبل البنك المركزي ، ويلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بالفائدة المتفق عليها وعادة ما تكون مدة هذه القروض ليلية واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزام.

- اتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء، أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك ليلية واحدة أو لأيام قليلة. وبمقتضى هذا الأسلوب، يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات، ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين اللذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموالاً فائضة لديهم.

ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر - بصفة مؤقتة- أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذات المستثمر، بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له به هذه الأوراق. على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق

أن حصل عليه من المستثمر. وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، وعودة الأموال إلى المستثمر، ويعتبر فرق القيمة بين عقد الشراء وبين عقد البيع بمثابة فائدة على الأموال المقترضة وان كان هذا لا يمنع من إمكانية إبرام عقدي البيع والشراء بذات القيمة، على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً.

وهكذا ل يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، مع ملاحظة أن عقد البيع ل يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر. وان كان ينص في الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر. وفي بعض الحالات قد يشترط المستثمر اعتبار المخزون الذي لدى التاجر من الأوراق المالية- وليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق- مرهونة لضمان سداد القرض.

وعلى الرغم من أن فترة الاتفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو بضعة أيام ، فإن هناك إتفاقيات تمتد لفترة أطول قد تصل إلى شهر أو أكثر، هذا وتعتبر البنوك التجارية هي السوق الثاني النشط لبيع وشراء صكوك تلك الاتفاقيات.

3-هيكل السوق النقدي:

يمكن التمييز في السوق النقدي بين سوقين:

-السوق الأولي:

والتي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية .

- السوق الثانوي:

و هي السوق التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، و بأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب .

أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين. بينما السوق الثانوي، محله إصدارات مستعملة يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريها آخرين .
ولأهميته يقصد عادة بالسوق النقدي السوق الثانوي للنقد.
ويتكون السوق النقدي من ثلاثة أسواق فرعية بناء على نوع العمليات التي تتم في كل منها وهي: سوق الخصم، سوق القروض قصيرة الأجل و سوق الصرف.

4- دور وأهمية سوق المالية في النشاط الاقتصادي :

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال مدخرات إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض ، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات ، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

- 1- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أساس تنافسية كفاءة .
- 2- جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع العملية التنموية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي .
- 3- الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل.
- 4- المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية و موثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء .
- 5- تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد .

6- تمويل خطط التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية ، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

7- توفير الحافز والدفاع الحيوي لدي جماهير المستثمرين من خلال السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .

8- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة .

9- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخل سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي .

5- الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية:

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها بالآتي :

- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة : حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم لذا تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية.

- تحويل المدخرات إلى استثمارات : تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات ، وذلك لكون هذا السوق محالا لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية .

- إنشاء البورصات للأوراق المالية : حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن .

-الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها : تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لابد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله ، ولابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تحافظ على مصلحة صغار المدخرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جدية.

- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة : تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخار الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل .

6- الأطراف المشاركة في السوق المالي :

يمكن تلخيص الأطراف الفاعلة في السوق المالي في النقاط التالية:

-شركات المساهمة المدرجة في السوق المالي :وهي جملة المؤسسة الصناعية ، التجارية أو الخدماتية التابعة للقطاع العام أو الخاص والتي تبحث عن التمويل من أجل التوسع أو إقامة مشاريع جديدة عن طريق اللجوء إلى السوق المالي.

-البنك المركزي:وهو الجهة المسؤولة عن الإشراف عن النظام المصرفي ككل حيث يقوم بمجموعة من الوظائف التقليدية مثل إصدار العملة، تقديم خدمات مصرفية للبنوك التجارية بالاعتماد على الودائع المصرفية أو تثبيت سياسات نقدية.

يعتبر البنك المركزي من المشاركين الأساسيين في السوق المالي من خلال قيامه بعملية السوق المفتوح على العملات الأجنبية من أجل التحكم في كميته و بالتالي المساهمة بطريقة غير مباشرة في دعم العملة الوطنية كل هذا تحت لواء ما يعرف التعويم المدار لنظام سعر الصرف، إضافة الى ذلك يقوم بمجموعة من الوظائف مثل :

-القيام بعملية السوق المفتوح وبالتالي اقتناء أو بيع أدوات السوق النقدي مثل اذونات الخزينة.

-التلاعب والتأثير في أسعار الفائدة عن طريق ما يسمى سعر الخصم.

-التغيير في مبالغ الاحتياطي التي يجب على البنوك القيام بالاحتفاظ بها من مجموع الودائع وهي ما يسمى بمتطلبات الاحتياطي.

-إقرار وإصدار بعض القوانين التي تحدد وتحكم الموجودات والمطلوبات المسموح للبنوك الاحتفاظ والتعامل بها بالإضافة إلى أسعار الفائدة.

-البنوك التجارية:هي المنشأة المصرفية والائتمانية التي تيسر تدفق مختلف الأرصدة المالية والنقدية من الوحدات الاقتصادية و إليها .ويعتبر البنك التجاري منشأة وظيفتها الأساسية قبول أنواع مختلفة من الخصوم والتي تمثل مورده المالية ومن تم استخدام تلك الموارد المالية في الحصول على تشكيلة متنوعة من الأصول التي تحقق للبنك العائد الذي يمكنه من مقابلة التزاماته و تغطية تكاليفه الإدارية ثم تحقيق عائد تنافسي على رأس المال.

تدخل البنوك التجارية في السوق المالي من خلال قيامها بتسويق الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في السوق الأولي كما يمكنها أن تلعب دور الوساطة المالية في السوق الثانوي.

-الوسطاء الماليون:

يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن سمسار معتمد طبقا للقانون، فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين في القائمة المعتمدة من طرف لجنة السوق، والسماسرة ما هم إلا فئة من الأخصائيين في الشؤون المالية ذوي خبرة وكفاءة في التعامل على الأوراق المالية، وطرق تداولها وطرق تحصيل كوبوناتها وهم مسؤولون أمام القانون الذي يشترط فيهم توافر شروط خاصة قبل اختيارهم للعمل في هذا الجهاز المالي.

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة و الجهة المصدرة لتلك الأوراق من جهة أخرى و قد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي شريطة أن يكون مرخص له بحسب القانون السوق المالي و أنظمتة و تعليماته.

المحاضرة الخامسة : الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

مقدمة :

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية أحدهما يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بنوعها:العادية والممتازة، والآخر يعبر عن مديونية، وهي السندات ، وتكون ذات أجال متوسطة وطويلة.

1-الأسهم:

يعتبر السهم كجزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة - عند تأسيسها - إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك - أيضا - سهما، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضا الصك المثبت لهذا الحق. يعرف السهم كذلك على أنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطي للمساهم الحق المشاركة في رأسمال إحدى شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، أو هيئات ومؤسسات أخرى لها شخصية معنوية عامة أو خاصة، رأسمالها مقسم إلى أسهم أو حصص متساوية .

تتميز الاسهم بمجموعة من الخصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية :

- القابلية للتداول .

-تساوي القيمة بالنسبة لأسهم كل شركة

-المسؤولية المحدودة لحامل السهم .

الأسهم هي صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول بالطرق التجارية ، و تثبت حقا للمساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها ، و تخول له ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الأرباح

1-1 أنواع الأسهم :

يمكن تقسيم الأسهم حسب عدة معايير أهمها ما يلي :

1-1-1-حسب معيار الحقوق:

يعتبر معيار الحقوق من أهم المعايير التي تصنف على أساسها أنواع الأسهم ، فحسب هذا المعيار يمكن للشركة ان تصدر أسهم عادية أو أسهم ممتازة .

أ - الأسهم العادية:

يعرف السهم العادي على أنه ورقة مالية، تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة اسمية ثابتة، تضمن

حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح للجُمهور عن طرق الاكتتاب العام في السوق الأولية. ويسمح

لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة، تعود لأسباب وتقييمات متباينة. وعليه فإن السهم العادي هو أول أداة تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنه آخر ما يتم سداده. ولحامليه حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات. ولهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية.

هي الورقة مالية التي تبث ملكية حاملها في جزء من أصول الشركة، ولا يتمتع صاحبها أو حاملها بأي ميزة خاصة عن باقي المساهمين سواء في أرباح الشركة أو في أصولها حين عملية التصفية. هذا النوع من الأدوات المالية يعطي لحامله مجموعة من الصلاحيات يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- حصة من أرباح الشركة حيث أن لحملة الأسهم العادية يتحصلون على أرباح موزعة من طرف الشركة الصادرة لتلك الأدوات المالية بعد دفع كل التزاماتها اتجاه حاملي السندات و الأسهم الممتازة.
- حق التصويت لاختيار أعضاء مجلس الإدارة.
- حق المراقبة على حسابات الشركة بصفتهم شركاء.
- حق نقل ملكية السهم عن طرق تداوله في السوق الثانوي أو التنازل.
- أما في حالة إفلاس أو تصفية الشركة يتحصلون على حقوقهم بعد كافة الدائنين و حملة الأسهم الممتازة.

السهم العادي يمثل ورقة ملكية، له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، و تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على شهادة السهم، و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة ويجب أن تكون القيمة متساوية للأسهم المصدرة التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية. فهذه القيمة عادة ما تكون منخفضة مقارنة بسعر السوق مما جعل البعض يعتبرها ذات دلالة اقتصادية قليلة الأهمية. لكن المهم ألا تصدر الشركة أسهما بقيمة تزيد عن سعر البيع في السوق. حيث أن الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع يعرف بعلاوة الإصدار يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة.

أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة حقوق الملكية (القيمة التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكن تتضمن الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) مقسومة علي عدد الأسهم العادية المصدرة .

$$\text{القيمة الدفترية} = (\text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون}) / \text{عدد الأسهم}$$

أما القيمة السوقية فتمثل في قيمة التداول في سوق الأوراق المالية (ترتفع بارتفاع الطلب على ذلك السهم و العكس صحيح).

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية} &= \text{التوزيعات أو العوائد السنوية المتوقعة للسهم} / \text{معدل العائد المطلوب} \\ \text{التوزيعات السنوية للسهم} &= \text{القيمة الاسمية للسهم} \times \text{نسبة توزيع الأرباح} \end{aligned}$$

أما القيمة التصفوية هي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها في حال تصفية الشركة.

$$\text{القيمة التصفوية} = (\text{قيمة الموجودات} - \text{الالتزامات و حقوق المساهمين الممتازين}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

إن حامل السهم العادي لا يجوز له الرجوع إلى الشركة الصادرة للحصول على قيمة تلك الأداة ، و إذا ما أراد التخلص منها ما عليه إلا عرضها للبيع في سوق التداول (السوق الثانوي) ، أما في حالة إفلاس الشركة فليس هناك ما يضمن أن يسترد حامل السهم القيمة التي سبق و أن دفعها عن الاقتناء ، وربما لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق. كما أنه ليس له حق المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيعها.

- مزايا و عيوب إصدار الأسهم العادية:

يصاحب الاستثمار في الأسهم العادية الحصول على عدة امتيازات، تجعل المستثمرين يقبلون عليها، وفي نفس الوقت تشجع الشركات على إصدارها، منها:

- تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل، إذ لا يمكن استرداد قيمتها من الشركة.

-الشركة غير ملزمة بدفع أرباح لحملة الأسهم، إلا إذا تحققت فعلا وأتخذ قرار بشأن توزيعها كليا أو جزئيا، ولذلك فإنها لا تمثل عبئا على الشركة.

-إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد من حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة، أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.

وقد يكون لإصدار الأسهم العادية عدة عيوب وذلك لعدة أسباب يمكن حصرها فيما يلي:

-زيادة قاعدة المالكين، مما يعني تشتيتا أكبر للأصوات في الجمعية.

-اتساع قاعدة توزيع الأرباح على الملاك القدامى والجدد، وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة.

-الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، إذ لا تعد من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، أي انه لا يتحقق عنها أي وفورات ضريبية.

-أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق الأخرى، وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفع إضافة إلى ارتفاع كلفة إصدارها وطول فترة اجراءاتها.

ب- الأسهم الممتازة :

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة، ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات، وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة، حيث أن السهم الممتاز يشبه السند في أن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية، وأنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول قبلهم على نصيبهم من الأرباح، أو نصيبهم من أموال التصفية.

ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو تحققت أرباح ولكن لم تقرر الإدارة توزيعها، حينئذ لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية،

في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة .
ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط
على السنوات التي تحققت فيها أرباح.

وللأسهم الممتازة قيمة اسمية ودفترية، وقيمة سوقية، إضافة إلى قيمة تصفوية، حيث تتمثل القيمة
الدفترية للسهم الممتاز في القيمة الاسمية وعلو الإصدار للسهم، كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة
على عدد الأسهم الممتازة؛ وهي تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي؛ بحيث لا تدخل
الاحتياطات والأرباح المحتجزة في حساب القيمة الدفترية للأسهم الممتازة، وذلك كون أنه ليس لحملتها
نصيب في هذه المبالغ التي قد تظهر في ميزانية المؤسسة؛ وقد سميت هذه الأسهم بالممتازة لأن لها حق
الأولوية في الحصول على حقوقها.

يتم تقييم الأسهم الممتازة حسب قيمتها السوقية الحالية وهي السعر الذي يقبله المستثمر لشراء هذه
الأسهم، ويتحكم في هذا السعر عاملين هما:

-التوزيعات الثابتة للسهم وتحسب كنسبة مئوية من قيمته الاسمية.

-معدل العائد المطلوب لهذه النوعية من مخاطر الاستثمار.

القيمة السوقية للسهم = نصيب السهم من التوزيعات الثابتة/ معدل العائد المطلوب

-أنواع الأسهم الممتازة:

هناك عدة أنواع من الأسهم الممتازة، سوف نشير إلى أهمها فيما يلي:

*الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:

هي أسهم ممتازة تضمن لحاملها، الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، حققت
فيها الشركة أرباحا لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب أو لآخر، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن
لحامله مثل هذا الحق حيث يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة.

*الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولى.

*الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

لحملة هذا النوع من الأسهم الحق في تحويلها إلى أسهم عادية؛ وبذلك فهي تتيح لحاملها الفرصة لتحقيق مكاسب رأسمالية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، وعادة ما تكون هذه الأسهم قابلة للاستدعاء، وفي هذه الحالة قد يجبر حامل السهم الممتاز على تحويل أسهمه إلى أسهم عادية.

معدل التحويل = القيمة الاسمية للسهم الممتاز / سعر التحويل للسهم العادي

*الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقبليتها للسداد أو الاستدعاء من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء. وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء، تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة، بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر للشركة ميزة أن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال، يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة.

* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

إن الأصل في توزيعات الأسهم الممتازة أنها تحدد كنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية نوع جديد منها؛ ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية، وهي سندات الخزينة.

على أن يجرى تعديل نصيب السهم كل ثلاثة أشهر، وذلك بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على سندات الخزينة.

* الأسهم التي تمنح لحاملها الحق في التصويت:

الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات.

2-1-1 حسب معيار الشكل :

حسب معيار الشكل تصنف الأسهم إلى نوعين:

* الأسهم الاسمية :

هو الذي يصدر باسم مالكة و يتداول هذا السهم عن طريق القيد في سجل الشركة ، و يؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقل إليه.

* الأسهم لحاملها :

هو السهم الذي لا يدون فيه اسم المساهم ، و يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة .

3-1-1 حسب معيار طبيعة الحصة:

حسب معيار طبيعة الحصة تصنف الأسهم حسب نوع المساهمة هل كانت نقديو أو عينية و تصنف الأسهم حسب هذا المعيار إلى نوعين:

* الأسهم النقدية:

الأسهم النقدية هي الأسهم التي تمثل الحصة التي دفعت نقدا في رأس مال الشركة.

* الأسهم العينية:

الأسهم العينية هي الأسهم التي تمثل الحصة العينية (أصول مادية) في رأس مال الشركة.

2- السندات:

يعرف السند على انه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يمنح الحق لحامله الحصول على فوائد

دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق

كما يعرف السند على أنه صك قابل للتداول يثبت لحامله الحق في المطالبة بما قدمه من دين للمقترض مصدر السند ، كما يعطيه الحق في الحصول على الفوائد المستحقة في مواعيد استحقاقها. فهو عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها شركة المساهمة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص بغرض الحصول على قرض لا تقل مدته عن 05 سنوات، وتتعهد الشركة بموجبه سداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار.

يتضح من التعاريف السابقة الفرق بين السهم و السند ، فالسند يمثل حق دائنية لصاحبه في مواجهة الشركة ، أما السهم فهو يمثل حق ملكية فيه. و لذلك فحامل السند له الحق استرداد قيمته في المواعيد المحددة و في تقاضي الفوائد الثابتة له سواء حققت الشركة أرباحا أو العكس. كما أن ليس لحامل السند الإمكانية في المشاركة في الإدارة و هذا عكس حامل السهم. للسندات 3 قيم: القيمة الاسمية، سعر الإصدار، والقيمة السوقية.

أ -القيمة الاسمية: هي القيمة المدونة على السند يتم على أساسها احتساب مبلغ الفائدة السنوية القسيمة.

ب -سعر الإصدار :ترافق عملية إصدار السندات حيث يقدم المقرض الأموال للمقترض .وحتى يتم تشجيع المكتتبين بها مصدر السندات يقوم بتحديد قيمة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية الفرق بينهما يسمى بعلاوة الإصدار.

ت -قيمة التسديد : ترافق المبلغ المسدد للمقترضين بهدف تسديد السندات، ففي سنوات السبعينات المصدرين كانوا يقترحون قيمة التسديد أعلى من القيمة الاسمية الفرق بينهما يسمى بعلاوة التسديد لكن من ذلك الوقت فصاعدا أصبح تسديد السندات يتم بقيمتها الاسمية أو إعادة شرائها من البورصة في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق بقيمتها السوقية.

ث -القيمة السوقية :تسمح بمقارنة السندات ذات المبلغ الاسمي المختلف وتسهيل عملية التسعيرة للسندات كما أنها تحدد بنسبة من القيمة الاسمية.

1-2 أنواع السندات:

هناك أنواع عديدة من السندات أهمها السندات القابلة للاستدعاء والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وهناك سندات مضمونة وسندات غير مضمونة وذلك تبعاً لمخاطر عدم السداد بالإضافة إلى أنواع أخرى من السندات و سنتطرق إلى أهمها فيما يلي:

1-1-2 السندات بحسب الجهة المصدرة:

- السندات الحكومية:

هي سندات تصدرها الدولة أو الجهات المركزية التابعة للحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة التضخم، و ينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، يضاف إلى ذلك انخفاض مخاطر التوقف عن السداد أو تأجيله، فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لخدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة. ومن أمثلة هذه السندات:

* **سندات الخزينة:** وهي سندات تتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر وعام كامل، لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم على قيمتها الاسمية، وتمنح الحكومة عليها فائدة قليلة نسبياً.

* **سندات الهيئات المحلية:** وهي سندات تصدرها هيئة حكومية، أو التي تصدرها البلديات و الإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.

* **سندات حكومية بعملات أجنبية:** وهي التي يصدرها البنك المركزي، وتسمى سندات التنمية الوطنية، وهي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية.

* **شهادات الاستثمار:** وهي الشهادات التي تصدرها البنوك في بعض الدول و تعتبر كدين لصالح الحكومة، وتنقسم هذه الشهادات في بعض الأحيان إلى مجموعات مشابهة لسندات الخزينة.

*السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية: أو ما يعرف بالرهون والتي غالباً ما تكون عقارات وأحياناً رواتب، وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو لشراء المساكن أو الاراضي أو الموجودات الحقيقية الأخرى.

-سندات الشركات :

تصدرها شركات مساهمة في القطاع الخاص و تكون بمعدلات فائدة مرتفعة عن السندات الحكومية بسبب ارتفاع نسبة المخاطرة الناجمة عن عجز الجهة المصدرة عن سداد قيمته في نهاية تاريخ الاستحقاق

2-1-2 السندات بحسب الجهة المصدرة:

*سندات لحاملها : و هي السندات التي لا تحمل اسم المستثمر ، و يكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند و قيمته في نهاية تاريخ الاستحقاق.

*سندات اسمية:يسجل فيها اسم مالكيها، و يمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يسجل به دين الأصل و الفائدة، و لا يمكن صرفها إلا بشيك يحمل أسم المالك (صاحب السند).

3-1-2 السندات بحسب معيار الضمان:

*سندات مضمونة:هي سندات تتميز بكونها مضمونة بضمان شخصي مثل السندات الحكومية، أو تكون مضمونة بأحد الأصول العينية مثل السندات المضمونة بالعقارات.

*سندات غير مضمونة:هذا النوع من السندات لا تكون مضمونة بإحدى الأصول مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة المخاطرة الناجمة عن إمكانية عدم السداد تطرجم بمعدلات فائدة مرتفعة عن السندات المضمونة.

4-1-2 السندات بحسب معيار الاستحقاق:

*سندات دائمة: سند ليس له تاريخ استحقاق محدد، بالتالي لا يوجد تاريخ معين يمكن فيه لحامله الحصول على قيمته الاسمية من الجهة المصدرة له مع ذلك، فبإمكانه التخلص من السند ببيعه في سوق الأوراق المالية .

*سندات مؤقتة: وهو عكس النوع السابق الذكر أي تكون لأغلبية السندات أجال استحقاق محددة

5-1-2 السندات بحسب معيار قابلية الاستدعاء :

*سندات غير قابلة للاستدعاء: لا يجوز في هذا النوع من السندات أن تقوم الشركة المصدرة لها استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب (لا يمكن للجهة المصدرة للسند سداد قيمته الاسمية إلا في تاريخ استحقاقه) .

*سندات قابلة للاستدعاء: هي السندات التي تعطي للشركة المصدرة الحق في سداده قبل تاريخ استحقاقه ، و تقوم الشركة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء حين ارتفاع القيمة السوقية لتلك الأداة في السوق الثانوي .و بشكل عام معدلات الفائدة الخاصة بالسندات القابلة للاستدعاء تكون أعلى من معدلات السندات التي لا توفر هذا الامتياز للشركة المصدرة.

5-1-2 السندات بحسب معيار قابلية التحويل :

*سندات قابلة للتحويل:سندات تتيح لحاملها إمكانية تحويلها إلى مجموعة من الأسهم العادية ، و يختار حامل هذا النوع من السندات هذه الميزة في حالة ارتفاع نسبة التوزيعات على حملة الأسهم المحددة من طرف الإدارة.

*سندات غير قابلة للتحويل :

هي سندات عادية لا تنطوي على شرط التحويل لأسهم .تنتهي العلاقة بين المصدر وحامل السند عند الاستحقاق.

5-1-2 السندات بحسب معيار العائد :

*سندات ذات الكوبون الصفري :

هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة إلى بيعها مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر في هذا السند.

*سندات ذات معدلات الفائدة المعومة : هذا النوع من السندات نشأة في سوق لندن في الثمانينات لمواجهة خطر التضخم و ارتفاع معدلات الفائدة الخاصة بالبنوك ، مما يؤثر بالسلب على القيمة السوقية لتلك السندات .و لمعالجة هذا المشكل يتم مراجعة معدلات الفائدة الخاص بالسندات كل ربع أو نصف سنة و يتم حسابه استنادا على سعر الفائدة ما بين البنوك بلندن (سعر الليبور) مضاف إليه هامش محدد غالبا ما تكون ربع أو نصف في المائة.

*سندات المشاركة في الربح :هي سندات تسمح لحاملها الحق في الحصول على الفائدة المشروطة و جزئ من الأرباح الموزعة في حالة تجاوز الفائض المحقق من طرف الشركة المصدرة حدا معين.

*سندات ذات معدلات الفائدة المتحركة :

تم استحداثها في بداية الثمانينات، لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية، خاصة للسندات طويلة الأجل بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق.

3- الفرق بين الأسهم والسندات:

توجد العديد من أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم تتمثل فيما يلي:

-إن حملة السندات هم دائنين في حين أن حملة الأسهم مالكين. أي أن السند هو أداة دين بينما السهم هو أداة ملكية.

-يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة المصدرة بغض النظر عن تاريخ أعمالها ووضعها المالي بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباحا ويتقرر توزيعها.

-تعطي الأسهم لحاملها حق الإدارة بينما السندات لا تمنح لحاملها ذلك.

-تعطي الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على العائد وكذلك القيمة الاسمية عند تصفية الشركة.

-تساهم السندات كمصدر تمويلي في تحقيق العباء الضريبي لان عائدها يدخل ضمن التكلفة وقبل احتساب الأرباح والضريبة، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن الكلفة ويدفع بعد حساب الأرباح والضريبة.

- الاستثمار في السندات يتأثر سلبا بالتضخم أي إن المستثمر فيها يتضرر نتيجة للتضخم ويستفيد المقترض أي الشركة (الجهة المصدرة للسند) في حين أن الاستثمار في الأسهم يمكن له أن يستوعب التضخم وقد لا يتأثر به سلبا لان السهم مشارك في ملكية أصل الشركة باعتباره حق ملكية وهذه الأصول تزداد في قيمتها أي سعرها مع الزيادة العامة في الأسعار التي ترافق حصول التضخم في الاقتصاد.

المحاضرة السادسة : تغطية مخاطر التمويل في السوق المالي عن طريق المشتقات المالية

تمهيد:

عرفت المشتقات المالية تطوراً ملحوظاً عبر الوقت فقد انطلقت رحلة أسواق المشتقات المالية في عام 1970 من الولايات المتحدة الأمريكية، حيث شهدت تلك الحقبة ظهور أهم أسواق المشتقات، مثل سوق اللوحة التجارية لشيكاجو وسوق التجاري للتبادل لشيكاجو. سرعان ما عبرت هذه الأسواق حدود القارات، لتصل أوروبا في ثمانينيات القرن الماضي، مما أدى إلى تأسيس سوق لندن للمشتقات المالية عام 1980، تلاه السوق الفرنسي للمشتقات المالية عام 1986.

شهدت العقود الثلاثة الأخيرة من القرن الماضي طفرة هائلة في تداول المشتقات المالية، مدفوعةً بجاذبية الفرص الاستثنائية التي تقدّمها. فقد وفّرت هذه الأدوات للمستثمرين بوابة واسعة للمضاربة على تحركات الأسعار، وتحفيز فرص تقليل مخاطر الصرف ومعدل الفائدة.

فالمشتقات المالية هي أدوات مالية يتم اشتقاق قيمتها من قيمة الأصول محل التعاقد، ويتم تداولها بنفس الطريقة التي تتم مع الأسهم والأصول المالية الأخرى. وعلى غرار المتاجرة في الأسهم والسندات، فإن المشتقات المالية يتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصات) أو في الأسواق غير المنظمة (من خلال الهاتف ووسائل التواصل الأخرى)، وتشمل الأدوات المالية المشتقة كل من عقود الخيارات، والعقود المستقبلية، والعقود الآجلة وعقود المقايضة.

لقد قطعت أسواق المشتقات المالية شوطاً هائلاً منذ نشأتها في سبعينيات القرن الماضي، لتُصبح اليوم من أهم وأكبر الأسواق المالية في العالم وتعتبر المشتقات المالية من أكبر الأسواق المالية بحيث يفوق حجمه أسواق الأسهم والسندات مجتمعة. وازدادت أهميتها مع مرور الوقت، مدفوعةً بجاذبية الفرص الاستثمارية التي تقدّمها، وفوائدها المتنوعة، ودورها في تحفيز الابتكارات التكنولوجية.

1- تعريف المشتقات المالية:

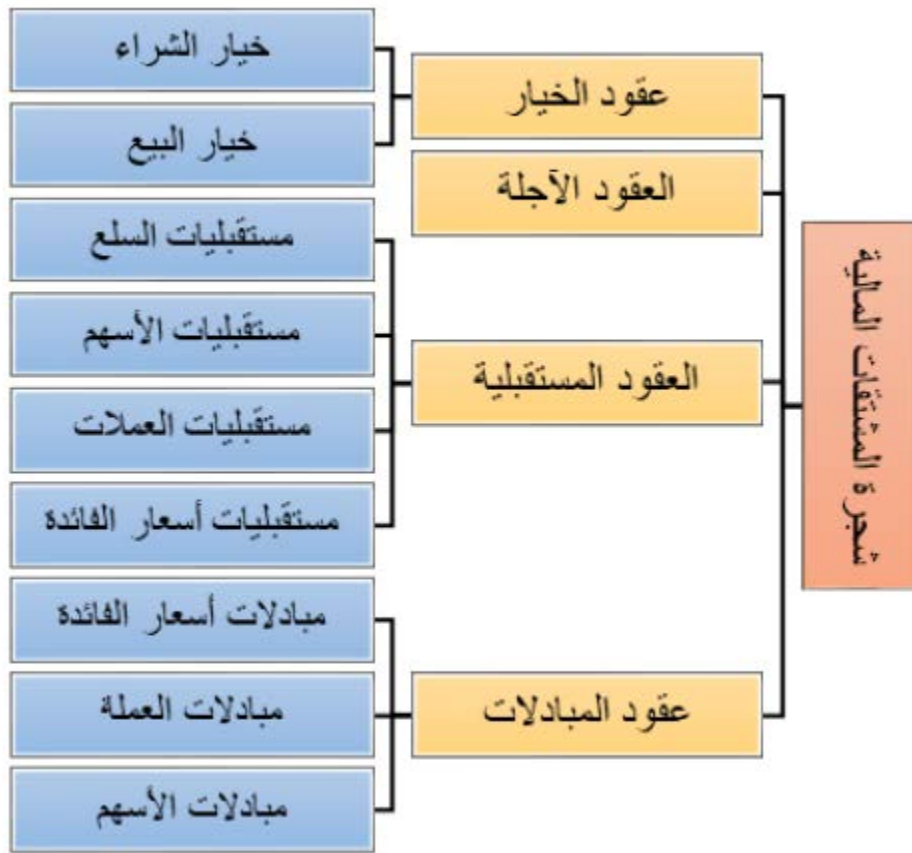
المشتقات المالية هي عقود مالية ترتبط قيمتها بقيمة أصول أساسية مختلفة. هذه الأصول يمكن أن تكون أسهمًا، أو سندات، أو حتى أسعار العملات. وبما أنها تعتمد على هذه الأصول، فإن قيمتها تتغير تبعًا لتغير قيمة الأصل الأساسي. كما يمكن تعريف المشتقات المالية بأنها أدوات مالية مرنة تسمح للمستثمرين بالتحوط ضد المخاطر أو تحقيق عوائد أعلى. يتم تداولها في الأسواق المالية بجانب الأسهم والسندات، وتتيح للمستثمرين التعرض لأصول متنوعة بطرق مبتكرة.

تعتمد قيمة المشتقات المالية بشكل أساسي على أداء الأصل الأساسي الذي ترتبط به، لكن عوامل أخرى مثل أسعار الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة ومدة العقد تلعب دورًا هامًا في تحديد سعرها. من الناحية القانونية، المشتقات هي عقود مالية تنشأ عنها التزامات متبادلة بين الأطراف، وتختلف طبيعة هذه الالتزامات باختلاف نوع المشتق. على سبيل المثال، عقود الخيارات تمنح المشتري الحق وليس الالتزام بشراء أو بيع الأصل الأساسي. محاسبياً، يتم التعامل مع المشتقات بشكل خاص خارج القوائم المالية الأساسية للشركة (خارج الميزانية)، بمعنى آخر المشتقات المالية أدوات مالية معقدة تتأثر بتفاعل عدة عوامل، بما في ذلك أداء الأصل الأساسي، والعوامل الاقتصادية، وشروط العقد. من الناحية القانونية، تشكل المشتقات التزامات مشروطة بين الأطراف، وتخضع لقواعد قانونية محددة. محاسبياً، يتم التعامل مع المشتقات وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، والتي تحدد كيفية قياسها وإيضاحها في القوائم المالية بخلاف الأدوات المالية المسجلة في الميزانية والتي تجلب للشركة تدفقات نقدية مباشرة، فإن المشتقات المالية لا تولد عادةً تدفقات نقدية آنية أو كبيرة. قيمة المشتقات المالية مرتبطة بقيمة أصول أخرى، مما يجعلها أدوات مالية مشتقة. هذه الأصول الأساسية يمكن أن تكون أسهمًا أو سندات أو سلعًا. يعتبر الكثير من الخبراء أن المشتقات المالية هي أدوات مالية متطورة توفر للمستثمرين فرصًا جديدة وإستراتيجيات متنوعة.

2- أنواع المشتقات المالية :

تنقسم المشتقات المالية إلى أنواع رئيسية هي: عقود الخيارات (Options)، والعقود المستقبلية (Futures) والعقود الآجلة (Forwards)، وعقود المبادلة (Swaps) وفقا للشكل التالي و سيتم التطرق بالشرح لكل نوع فيما يلي :

الشكل 01: أنواع المشتقات المالية



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية ، إصدارات صندوق النقد العربي ، سلسلة كتيبات تعريفية العدد 38، الإمارات العربية المتحدة، 2022، ص13.

1-2 عقود الخيارات (Options):

1-1-2 تعريف:

عقد الخيار هو عقد مالي يعطي أحد الطرفين (مشتري الخيار) الحق، وليس الالتزام، بشراء أو بيع أصل أساسي (مثل سهم أو سلعة) من الطرف الآخر (بائع الخيار) بسعر محدد (سعر الإضراب) في تاريخ محدد

في المستقبل أو قبل ذلك التاريخ. مقابل هذا الحق، يدفع المشتري مبلغًا من المال يسمى علاوة الخيار. مثال: "عند شراء عقد خيار لشراء سهم معين، فإنك تحصل على الحق في شراء هذا السهم بسعر محدد في المستقبل، بغض النظر عن ارتفاع أو انخفاض سعر السهم في السوق. هذا يعني أنه إذا ارتفع سعر السهم، يمكنك شرائه بسعر أقل مما هو موجود في السوق، وبالتالي تحقيق ربح. ولكن إذا انخفض سعر السهم، يمكنك ببساطة عدم ممارسة حقك في الشراء وتفقد قيمة العلاوة التي دفعتها." -2-1-2 أطراف عقد الخيار:

أ- بائع عقد الخيار: وهو الطرف الأول في عقد الخيار و يسمى بمحرر عقد الخيار و هو الطرف الذي يمنح حق تنفيذ عقد الخيار للطرف الثاني مقابل حصوله على علاوة الخيار.

ب- مشتري عقد الخيار: هو الطرف الثاني الذي يحصل على حق تنفيذ عقد الخيار من الطرف الاول في عقد الخيار مقابل دفعه لقيمة العلاوة.

3-1-2 خصائص عقود الخيار:

تتميز عقود الخيارات بعدة خصائص وهي:

- أنها عقود منظمة تعقد و تتداول أساسا في البورصة.
- أنها عقود تتميز بدرجة عالية من الليونة مقارنة بالعقود الأخرى لأنها تمثل حق تنفيذ صفقة بالنسبة للمشتري و ليست إلزامية التنفيذ.
- أنها عقود يمكن تنفيذها قبل تاريخ استحقاقها (الخيارات الأمريكية).

الجدول التالي يلخص خصائص الخيارات:

الجدول 01: مفاهيم عقود الخيار

1-مشتري أو حامل عقد الخيار	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل (إن كان خيار الشراء) أو حق بيع (إن كان خيار بيع).
2-بائع أو محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد.
3-سعر الممارسة أو التنفيذ	و هو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار
4-العلاوة أو المكافأة	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء.و غالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد.
5-السعر السوقي	هو سعر الأصل محل التعاقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.
6-تاريخ التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
7-تاريخ الانتهاء	و هو آخر يوم متفق عليه لصالح تنفيذ العقد.

المصدر: بن رجم محمد خميس "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟" الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس سطيف ، 20-21 أكتوبر 2009

2-1-4 أنواع الخيارات :

هناك عدة تصنيفات لعقود الخيارات نذكر أهمها ما يلي:

-حسب تاريخ التنفيذ : تصنف الخيارات إلى خيارات أمريكية و خيارات أوروبية.

أ-خيارات الأمريكية : هي خيارات التي يمكن تنفيذها في أي تاريخ طيلة مدة التعاقد قبل تاريخ استحقاقها.

ب- خيارات أوروبية : هي الخيارات التي تنفذ في تاريخ واحد و هو تاريخ الاستحقاق فقط.

-حسب نوع الصفقة : تصنف الى خيارات بيع و خيارات شراء

أ- خيار الشراء : هو عقد الخيار الذي ينطوي على معاملة شراء للأصل محل التعاقد.

ب- خيار بيع : هو الخيار الذي ينطوي على معاملة بيع للأصل محل التعاقد.

- حسب حيازة الأصل محل التعاقد : تصنف خيارات الى مغطاة و خيارات غير مغطاة

أ-الخيار المغطى : هو الخيار الذي يحوز فيه بائع الأصل محل التعاقد على الاصل في تاريخ إبرام العقد و يكون عندها مالكا للأصل.

ب -الخيار غير المغطى : هو الخيار الذي لا يحوز فيه بائع الأصل محل التعاقد على الأصل في تاريخ إبرام العقد و يكون عندها بصدد بيع على المكشوف.

5-1-2 الأسعار في عقود الخيارات:

يمكن التمييز بين الأسعار التالية المتعلقة بعقد الخيار:

-سعر التنفيذ : يسمى كذلك سعر الممارسة يتمثل في سعر السهم الواحد الذي يمكن من شراء للأصل محل التعاقد (في إطار خيار شراء) أو سعر بيع الأصل محل التعاقد (في إطار خيار بيع) و هو السعر الذي ستنفذ به الصفقة إذا قرر مشتري عقد الخيار (خيار بيع أو شراء تنفيذه.و ذلك حسب تطور الأسعار.

-سعر الخيار : و هو علاوة الخيار يتمثل في السعر الذي يدفعه مشتري الخيار إلى بائع عقد الخيار و يمثل سعر حق الخيار و يتحدد هذا السعر على أساس سعر واحد وحدة من الاصل محل التعاقد كان يكون سهما مثلا و ذلك في البورصات و بما أن هذه الأسواق تكون فيها عقود الخيارات نمطية فانه يمكن تحديد علاوة العقد ككل بضرب علاوة السهم الواحد في عدد أسهم عقد الخيار.

6-1-2 تداول الخيارات في البورصة:

تداول عقود الخيارات أساسا في الأسواق المنظمة أي البورصات هذه الأسواق توفر للمستثمرين السيولة و يتم تداول الخيارات بإصدار المستثمرين أوامر للسماسة بالشراء أو البيع و حسب السعر الذي تحدده قوى العرض و الطلب و قد ساهمت هذه الأسواق في تنشيط عمليات تداول الخيارات من خلال تنميط أسعار التنفيذ و تواريخ الممارسة أو التنفيذ.

2-1-7 بيت المقاصة في سوق عقود الخيارات:

تؤدي بيت المقاصة في سوق عقود الخيارات عدة وظائف هامة تسهم في عملية نجاح عملية التداول فهي تقوم بدور الوسيط بين السماسرة الممثلين للمستثمرين في السوق فبمجرد أن يتفاوض السماسرة الممثلين للمشتري و البائع على الأسعار داخل البورصة يحول التعامل مباشرة الى بيت المقاصة فمن خلال السماسرة يتصل بائعو الخيارات التي تمثل خيارات الشراء ببيت المقاصة لتسليم حصصهم في الأسهم المتعاقد عليها و يتسلم مشتري الخيارات البيع فعليا حق حصصهم من بيت المقاصة و بذلك تصبح بيت المقاصة هي المشتري لكل بائع و البائع لكل مشتري .

هذا الدور يضمن عدم تعرض أي طرف من المتعاقدين في عقود الخيارات إلى خطر عدم الوفاء بالالتزامات . و كنتيجة لتعاملات بيت المقاصة فان مركزها الصافي معدوم لان عدد العقود المشتراة يساوي عدد العقود المباعة و من اكبر مميزات بيت المقاصة أن المتعاملين في السوق المالي يمكنهم بسهولة أن يلغوا مراكزهم .

و لان بيت المقاصة يحتفظ بحسابات كل البائعين و المشترين فانه يمكنها بسهولة إلغاء التزامات كل من محرري عقود الخيارات سواء البيع أو الشراء و ذلك إذا ما رغبوا في تصفية مراكزهم. و تكون خيارات الشراء مقابلة لخيارات البيع حتى تتم تصفية المراكز.

2-1-8 - أهمية التعامل بالخيارات :

يدخل المتعاملون سوق الخيارات لتحقيق عدة مزايا أهمها:

-الحماية ضد مخاطر عمليات البيع على المكشوف المتمثلة في بيع المتعامل لأصل ما و يكون عند ابرامه لعقد البيع غير حائز على ذلك الأصل أي لا يملكه فهو بيع متعامل لما لا يملك.

و بما أن الأسعار الفورية في الأسواق الحاضرة هي في تقلب مستمر و غير متوقع أحيانا فان عمليات البيع على المكشوف قد تنطوي على مخاطر تقلب الأسعار تكون في غير صالح المتعاملين . و هنا يمكن أن يكون

المتعامل بالخيارات إما له مركز في السوق الحاضرة على الأصل محل التعاقد أو له مركز في سوق العقود المستقبلية و هو ملزم بتسوية معاملة مستقبلا يمثل البائع على المكشوف فيه.

ففي هاته الحالات يدخل المتعامل سوق الخيارات كمشتري لعقد خيار فإذا كانت الأسعار الفورية في السوق الحاضرة في غير صالحه ينفذ الخيار أما إذا كانت العكس يمكنه العدول عن تنفيذ الخيار.

-تحديد مسبق لخسارة المتعامل فالمتعامل في سوق الخيارات تكون خسارته معروفة و محددة مسبقا و تتمثل في العمولة و لا يمكن أن تتجاوز خسارة المشتري قيمة العلاوة.

-الرافعة المالية يحقق المتعامل لعقود الخيار ميزة الرافعة المالية فهو يحقق أرباح مقارنة بالسوق الحاضرة و التي يمكن أن تكون معتبرة جدا و هذا مقابل دفعه لمبلغ بسيط يتمثل في عمولة الخيار مقارنة بقيمة الصفقة.

2-2 العقود المستقبلية (Futures):

العقود المستقبلية هي اتفاقيات مالية تسمح للأطراف المتعاقدة بشراء أو بيع كمية محددة من أصل معين (مثل النفط أو الذهب) بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد. تتميز هذه العقود بدرجة عالية من التنظيم وتداول في أسواق مالية منظمة. نظراً لتنوع الأصول التي يمكن تداولها من خلال العقود المستقبلية (مثل السلع، المعادن، الطاقة، والمنتجات المالية)، فإنها تلعب دوراً حيوياً في الاقتصاد العالمي. العقود المستقبلية هي عقود شبيهة بالعقود الآجلة ولكنها أكثر تنظيمًا وتداولًا في الأسواق المالية. هذه العقود تتيح لك شراء أو بيع منتجات مختلفة مثل الذهب، النفط، أو الأسهم في المستقبل بسعر محدد. يتم تحديد تاريخ ومكان تسليم المنتج مسبقًا، وتقوم جهة مستقلة (غرفة المقاصة) بالإشراف على تنفيذ هذه العقود.

من التعريفات السابقة يتبين أن العقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المبيع، وسعره، وكميته عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم المبيع ودفع الثمن في المستقبل، ولذا وصف العقد بأنه (مستقبلي).

والتعبير بالعقد المستقبلي يوحي بأن البيع والشراء لا يتم إلا في المستقبل، وهذا لا يطابق الواقع، فالذي يجري أن العقد يبرم وقت الاتفاق، ويكون لازماً لطرفيه؛ يجب عليهما تنفيذ مقتضاه، وذلك بتسليم المبيع، وتسليم ثمنه في التاريخ المتفق عليه، فوصف العقد بالمستقبلي، منظور فيه إلى وقت تنفيذه، لا إلى وقت إبرامه.

2-3 العقود الآجلة (Forwards):

العقود الآجلة هي أقدم وأبسط أشكال العقود المالية. في حياتنا اليومية، نتعامل مع العقود الآجلة بشكل مستمر، مثل شراء سلعة بدفع ثمنها لاحقاً. في عالم الاستثمار، العقد الآجل هو اتفاق رسمي بين طرفين يتفقان فيه على شراء أو بيع أصل معين (مثل الذهب، النفط، أو الأسهم) بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد. العقود الآجلة هي اتفاقيات مخصصة يتم التفاوض عليها مباشرة بين طرفين، حيث يتم تحديد جميع الشروط بما يتناسب مع احتياجاتهما الخاصة، مثل الكمية والسعر ومكان التسليم. نظراً لطبيعتها المخصصة، لا يتم تداول العقود الآجلة في الأسواق المنظمة، مما يجعلها أقل سيولة وأكثر عرضة لمخاطر الائتمان، حيث يعتمد تنفيذ العقد على قدرة الطرفين على الوفاء بالتزاماتهما. تستخدم الشركات هذه العقود بشكل شائع للتحوط ضد تقلبات الأسعار، مثل أسعار المواد الخام أو أسعار الصرف.

كما يمكن تعريفها على أنها اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق و بسعر محدد مسبقاً. فهي عبارة عن عقود و مشتقات بسيطة تبرم بين طرفين (البائع و المشتري) يحتمل حصول أي

منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود و تتميز بالخصائص التالية :

- المرونة: هذا يعني اتصاف طرفي العقد (البائع و المشتري) بحرية التصرف في ما يخص تحديد شروط و بنود العقد.

-إمكانية الربح والخسارة: فإمكانية حدوث إحدى طرفي هذه الثنائية يتحدد من خلال العلاقة بين السعر السوقي الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بن الطرفين.

- تحقيق قيمة العقد الأجل في نهاية تاريخ صلاحية العقد (لا توجد نقود يتم تحويلها بين الطرفين قبل انتهاء صلاحية العقد).

يمكن تلخيص أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية في الجدول التالي :

الجدول 2: أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية .

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
* عقود شخصية	* عقود غير شخصية
* عقود غير نمطية تحد شروطها باتفاق و تراضي الطرفين.	* عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها و تواريخ التسليم .
* عدم وجود سوق ثانوي لها.	* تتيح وجود سوق ثانوي.
* لا يجد فيها المضاربون مكان لهم.	* يجد المضاربون فرصة لتحقيق الأرباح.
* يحدد هامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.	* يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
* تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق.	* يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.
* يتحقق الربح أو الخسارة يوم التسليم.	* يتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

المصدر: حيدر عباس عبد الله الجنابي "الأسواق المالية و الفشل المالي"، دار الأيام لنشر و التوزيع، 2015، ص 108.

4-2 عقود المبادلة (Swaps):

1-4-2 تعريف :

المبادلة هي عقد مالي يسمح لطرفين بتبادل تدفقات نقدية مستقبلية بناءً على صيغة محددة مسبقاً. هذه الصيغة غالباً ما ترتبط بتغيرات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف أو قيم أصول أخرى. على سبيل المثال، يمكن لشركة أن تتبادل مدفوعات فائدة ثابتة مع مدفوعات فائدة متغيرة مرتبطة بسعر الفائدة السوقي. المبادلة هي أداة مالية تسمح للشركات والمؤسسات بتبادل المخاطر المالية. من خلال المبادلة،

يمكن للأطراف المتعاقدة تحويل مخاطر معينة إلى أطراف أخرى، مما يساعدهم على إدارة أعمالهم بشكل أفضل.

2-4-2 أنواع عقود المبادلة :

تمثل التدفقات النقدية الناتجة عن عقود المبادلة تدفقات مرتبطة إما بأصل دين أو بقيمة عملة أجنبية لذلك يوجد نوعان من عقود المبادلة : مبادلات أسعار الفائدة و مبادلات أسعار الصرف.

أ- مبادلات أسعار الفائدة:

مبادلة أسعار الفائدة هي عقد مالي يسمح لطرفين بتبادل تدفقات نقدية مستقبلية مرتبطة بفائدة قرض . طرف يدفع فائدة ثابتة على مبلغ وهي متفق عليه، بينما يتلقى الآخر فائدة متغيرة مرتبطة بمعدل فائدة مرجعي. الهدف من هذه المبادلة هو تحويل مخاطر تقلب أسعار الفائدة من طرف إلى آخر. مبادلة أسعار الفائدة هي صفقة مالية تسمح للشركات بتحويل مخاطر تقلب أسعار الفائدة. من خلال هذه الصفقة، يمكن للشركات أن تحمي نفسها من ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل.

مثال توضيحي: تخيل أن لديك قرضًا بفائدة ثابتة، ولكنك تتوقع أن تنخفض أسعار الفائدة في المستقبل . بدلاً من إعادة تمويل القرض، يمكنك إبرام عقد مبادلة مع طرف آخر. في هذا العقد، تدفع فائدة ثابتة لطرف آخر، وتتلقى منه بدلاً من ذلك فائدة متغيرة مرتبطة بسعر الفائدة السوقي. إذا انخفضت أسعار الفائدة، فإن المدفوعات التي تتلقاها من الطرف الآخر ستكون أقل، ولكنك ستدفع أيضًا فائدة ثابتة أقل على قرضك الأصلي.

ب- مبادلة أسعار الصرف:

هي عبارة عن عقود مبادلة تعقد بين طرفين لتبادل أصل معين بعملة معينة للطرف الآخر في اتفاقية المبادلة على أن يلتزم هذا الطرف الأخير بتبادل كمية متساوية أو معادلة للأصل الأول بعملة أخرى. و كل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة و هذه الفوائد المدفوعة يمكن أن تكون بأسعار ثابتة أو أسعار معومة، مبادلة العملات هي اتفاق بين طرفين لتبادل مبالغ مالية بعملات مختلفة.

يتم تحديد مبلغ كل عملة وسعر الصرف عند إبرام العقد .بعد فترة زمنية محددة، يتم عكس عملية التبادل، أي يعيد كل طرف للآخر المبلغ الذي تلقاه في البداية، مع إضافة الفائدة على كل عملة .

و بصفة عامة يوجد أربعة أنواع من عقود المبادلة على أسعار الصرف و هي كالتالي:

-أن يدفع الطرف الأول معدل ثابت على العملة التي يستلمها و الطرف الثاني يدفع معدل ثابت على العملة التي يستلمها.

-أن يدفع الطرف الأول معدل معوم على العملة التي يستلمها و الطرف الثاني معدل ثابت على العملة التي يستلمها.

-أن يدفع الطرف الأول معدل ثابت على العملة التي يستلمها و يدفع الطرف الثاني معدل معوم على العملة التي يستلمها.

-أن يدفع الطرف الأول معدل معوم على العملة التي يستلمها و يدفع الطرف الثاني معدل معوم على العملة التي يستلمها.

في الواقع عادة ما يتم التعامل بالنوع الثاني فهو أكثر انتشار ضمن مبادلات أسعار الصرف.

2-4-3 استخدامات عقود المبادلة على العملة:

يمكن اللجوء إلى عقود المبادلة على العملة لتحقيق عدة استخدامات و هي:

-تمويل مؤسسة فرعية بالخارج : حيث يمكن لمؤسسة الأم أن تتمكن من تمويل فرع لها في الخارج يتعامل بعملة تختلف عن عملتها المرجعية و ذلك من خلال عقد مبادلة مع طرف اخر يرغب في تبادله لعملتها المرجعية.

-الحصول على تمويل من خلال إصدار الاورو سندات euro-obligation و تحويل عملة السندات المصدرة من عملتها الأجنبية إلى العملة المرجعية للمؤسسة من خلال عقد مبادلة.

الحماية من خطر سعر الصرف بتثبيت سعر تبادل العملات في العقد- .

-يمكن عقد المبادلة من الاستفادة من التدفقات المتغيرة ذات معدل مت ازيد مقابل دفع تدفقات ثابتة.

-الرفع في سيولة البنوك من خلال عقد مبادلة بين بنكين و تبادل تدفقات بمعدل ثابت مقابل تدفقات متغيرة.

4-4-2 مزايا وسلبيات عقود المبادلات:

يمكن تلخيص مزايا وسلبيات عقود المبادلات في الجدول التالي:

جدول 03 : مزايا وسلبيات عقود المبادلات

المزايا	العيوب
*تحقيق هيكل اقتراض بالكلفة المرغوبة *تمكن المقترضين من الدخول إلى مصادر تمويل جديدة. *استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية. *مرونتها الكبيرة و إمكانية تصميمها حسب رغبات المتعاملين. * لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها.	*لا تخضع لرقابة السوق المنظمة. *يصعب إلغاؤها أو تسيلها في أغلب الأحيان. *وجود مخاطر ائتمانية كبيرة. *صعوبة قياس المخاطر الناجمة عنها . *اتصافها بالغموض و التعقد في بعض الأحيان هذا ما يجعل صعوبة فهمها من طرف المتعاملين.

المصدر: حيدر عباس عبد الله الجنابي "الأسواق المالية وال فشل المالي"، دار الأيام لنشر والتوزيع، 2015، ص 116.

3- مزايا التعامل بأنواع المشتقات المالية :

3-1 - التحوط ضد المخاطر المالية :

يعرف التحوط بأنه مجموعة من الإجراءات التي تتخذها الشركات لتقليل التعرض للمخاطر المالية غير المتوقعة. تعتبر المشتقات المالية أداة أساسية في عملية التحوط، حيث تسمح للشركات بتأمين نفسها ضد تقلبات الأسعار وأسعار الفائدة وأسعار الصرف. على الرغم من أن التحوط قد يؤدي إلى تقليل العائد المتوقع، إلا أنه يوفر للشركات شبكة أمان تحميها من الخسائر الفادحة.

2-3 - الاستثمار :

يمكن للمشتقات المالية أن تساهم في تنوع المحافظ الاستثمارية، مما قد يساعد في تقليل المخاطر الإجمالية للمحفظة. ومع ذلك، يجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية بالمخاطر المرتبطة بهذه الأدوات، والتي قد تشمل التعقيد وارتفاع التكاليف.

المشتقات المالية هي أدوات مالية معقدة يمكن استخدامها لتنوع المحافظ الاستثمارية وإدارة المخاطر. ومع ذلك، فإن هذه العقود ليست مناسبة لجميع المستثمرين، حيث تتطلب فهمًا عميقًا للمبادئ المالية والمخاطر المرتبطة بها. يجب على المستثمرين قبل اتخاذ أي قرار استثماري أن يدرسوا بعناية مزايا وعيوب هذه الأدوات وأن يستشيروا الخبراء الماليين.

3-3 - انخفاض التكلفة :

تلعب المشتقات المالية دورًا حاسمًا في الأسواق المالية، حيث تساعد على تقليل تكاليف المعاملات، وإدارة المخاطر، وتوفير خيارات تمويلية مبتكرة. على سبيل المثال، يمكن من خلال عقود المبادلة تبادل التدفقات النقدية المستقبلية بين طرفين، يمكنها من خلالها تبادل التدفقات النقدية مع أطراف أخرى للحصول على شروط تمويل أكثر ملائمة و يتيح للشركات الحصول على شروط تمويل مخصصة. ومع ذلك، يجب على المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية أن يكونوا على دراية بالمخاطر المرتبطة بهذه الأدوات وأن يستشيروا الخبراء الماليين قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية.

4-3 - المضاربة :

المضاربة هي نشاط استثماري يهدف إلى تحقيق أرباح سريعة من خلال الاستفادة من التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الأصول المالية. على عكس المستثمرين الذين يهدفون إلى تملك الأصول على المدى الطويل، يسعى المضاربون إلى شراء الأصول منخفضة وبيعها بأسعار أعلى في وقت قصير، أو العكس.

تتنوع أدوات المضاربة، وتشمل العقود الآجلة، والخيارات، والعقود المشتقة الأخرى. يمكن للمضاربين المضاربة على ارتفاع أسعار الأصول (المضاربة على الارتفاع)، أو على انخفاضها (المضاربة على الانخفاض)، أو على الفرق بين سعرين لأصل واحد (المضاربة على الفرق).

3-5- زيادة نشاط السوق المالي والسيولة :

تتميز أسواق التداول التي تخصص في عقود المشتقات المالية بدرجة عالية من السيولة. ويعود ذلك إلى تسهيل إجراءات التداول وخفض تكاليف المعاملات في هذه الأسواق. هذه السيولة العالية تتيح للمستثمرين بيع أصولهم أو شراء أصول معاكسة بسهولة وسرعة، مما يتيح لهم إدارة محافظهم الاستثمارية بشكل مرن وفعال.

3-6 - فعالية السوق المالي:

تعتبر فعالية السوق المالي هدفًا أساسيًا لأي نظام مالي، وهو يعني قدرة السوق على توفير جميع أنواع الأصول المالية التي يحتاجها المستثمرون بأسعار عادلة. في سوق كامل، يمكن للمستثمرين شراء وبيع أي أصل مالي بسهولة وسرعة، دون مواجهة أي عوائق.

تساهم الأدوات المالية المشتقة بشكل كبير في تحقيق فعالية السوق المالي. فهي توفر للمستثمرين مجموعة واسعة من الخيارات لإدارة المخاطر وتحقيق العوائد المستهدفة. من خلال تجميع وتقسيم المخاطر، تسمح المشتقات للمستثمرين بتخصيص محافظهم الاستثمارية بشكل أفضل.

ومع ذلك، فإن تحقيق فعالية السوق المالي بشكل كامل أمر صعب، حيث يتأثر بعدة عوامل مثل اللوائح والقوانين، والبنية التحتية للسوق، وتوافر المعلومات. على سبيل المثال، قد تمنع بعض اللوائح تداول بعض أنواع الأصول المالية، وقد تؤدي المعلومات غير المتماثلة إلى حدوث اختلالات في السوق.

على الرغم من التحديات، فإن السعي لتحقيق فعالية السوق المالي يظل هدفًا مهمًا، حيث يساهم في تخصيص الموارد بكفاءة، وتشجيع الاستثمار، وتعزيز الاستقرار المالي.

4- مخاطر التعامل بأنواع المشتقات المالية :

تتميز أدوات الهندسة المالية بدرجة عالية من التقلب في أسعارها مقارنة بالأدوات المالية التقليدية. يعود ذلك إلى طبيعتها كعقود ترتبط بتسوية مستقبلية، مما يجعلها عرضة لتأثير مجموعة واسعة من العوامل التي يصعب التنبؤ بها. يمكن تلخيص أهم هذه المخاطر فيما يلي:

1-4 - مخاطر السوق:

تُعرف مخاطر السوق بأنها احتمالية تغير قيمة الأصول المالية نتيجة لتقلبات الأسواق. وبشكل أكثر تحديدًا، هي درجة حساسية سعر أصل مالي معين للتغيرات في مؤشرات السوق العامة.

المشتقات المالية معرضة بشكل كبير لمخاطر السوق لعدة أسباب:

- الارتباط بالأصول الأساسية: ترتبط عقود المشتقات المالية عادة بأصول أساسية مثل الأسهم، السندات، السلع، أو العملات. وبالتالي، فإن أي تقلب في أسعار هذه الأصول الأساسية سيؤثر بشكل مباشر على قيمة المشتقات المالية.
- تأثير عوامل متعددة: تتأثر أسعار المشتقات المالية بعوامل متعددة، بما في ذلك:
 - تقلبات أسعار الأصول الأساسية: كما ذكرنا سابقًا.
 - تقلبات أسعار الفائدة: تؤثر أسعار الفائدة على قيمة العديد من المشتقات المالية، خاصة تلك المرتبطة بالسندات.
 - تقلبات أسعار الصرف: تؤثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأدوات المالية المقومة بعملات أجنبية.

○ العوامل الاقتصادية والسياسية: تؤثر الأحداث الاقتصادية والسياسية الكبرى على

توقعات المستثمرين وتؤدي إلى تقلبات في الأسعار.

- تعقيد الأدوات: تتميز المشتقات المالية بتركيبها المعقد، مما يزيد من صعوبة تقييم المخاطر المرتبطة بها.

2-4 - المخاطر الائتمانية:

تُعرف مخاطر الائتمان بأنها خطر عدم قدرة الطرف المقابل في عقد مالي على الوفاء بالتزاماته المالية في الموعد المحدد. وبعبارة أخرى، هي خطر التخلف عن السداد.

تتزايد مخاطر الائتمان في عقود المشتقات المالية المرتبطة بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت (مثل السندات) وذلك لأن قيمة هذه العقود مرتبطة بشكل مباشر بقدرة الجهة المصدرة للورقة المالية على سداد الديون والفوائد المستحقة.

3-4 - خطر التسوية: تُعرف مخاطر التسوية بأنها خطر عدم تنفيذ المعاملات المالية في الموعد المتفق عليه في العقد. قد يؤدي تأخر التسوية إلى تعرض أحد الأطراف لخسائر نتيجة لتقلبات أسعار الأصول الأساسية خلال فترة التأخير.

أسباب حدوث مخاطر التسوية:

- عدم توفر الأصول: قد لا يكون الطرف المقابل في العقد يملك الأصول المتفق عليها في العقد في الوقت المحدد للتسوية، مما يتطلب منه شراء هذه الأصول من السوق.
- تعقيدات الإجراءات: قد تواجه عملية التسوية بعض التعقيدات الإجرائية أو التقنية التي تؤدي إلى تأخيرها.

تأثير مخاطر التسوية:

- **التعرض لتقلبات الأسعار:** خلال فترة التأخير في التسوية، يكون الطرف الذي ينتظر تسليم الأصول معرضاً لتقلبات أسعار هذه الأصول. أي تغيير في سعر الأصل الأساسي خلال هذه الفترة قد يؤدي إلى خسارة مالية لهذا الطرف.
- **زيادة التكاليف:** قد تتسبب مخاطر التسوية في زيادة تكاليف المعاملة، خاصة إذا اضطر أحد الأطراف إلى شراء الأصول بسعر أعلى من السعر المتفق عليه في العقد.

4-4 - مخاطر السيولة :

مخاطر السيولة هي أحد أهم المخاطر التي تواجه المستثمرين والمؤسسات المالية في سوق المشتقات المالية. فهم هذه المخاطر وإدارتها بشكل فعال أمر ضروري للحفاظ على استقرار النظام المالي. نقصد بمخاطر السيولة هي خطر عدم قدرة المؤسسة المالية أو المستثمر على تحويل أصوله إلى نقد سائل بسرعة وبسعر عادل في السوق. في سياق المشتقات المالية، تشير هذه المخاطرة إلى صعوبة بيع عقد مشتقة بسرعة للحصول على القيمة النقدية له، وذلك بسبب نقص الطلب على هذا العقد في السوق أو بسبب تعقيده.

تتميز المشتقات المالية بكونها أدوات مالية معقدة، مما يجعل من الصعب تقييمها وتسعيرها بدقة. هذا التعقيد يقلل من عدد المستثمرين القادرين على فهمها وتداولها، وبالتالي يقلل من السيولة وهناك عوامل أخرى مؤثرة نذكر أهمها فيما يلي:

- **حجم السوق:** قد يكون سببا في نقص السيولة كون بعض المشتقات المالية متخصصة أو ذات حجم تداول صغير، مما يجعل من الصعب العثور على مشترٍ لها في وقت قصير.
- **التقلبات السوقية:** خلال فترات التقلبات الشديدة في الأسواق، يزداد الطلب على السيولة النقدية، مما قد يؤدي إلى صعوبة بيع المشتقات المالية حتى بأسعار مخفضة.

• الأحداث غير المتوقعة: قد تتسبب الأحداث غير المتوقعة، مثل الأزمات المالية أو الكوارث الطبيعية، في زيادة مخاطر السيولة بشكل كبير.

• 4-4 - المخاطر القانونية :

في سياق المشتقات المالية، تشير المخاطر القانونية إلى احتمال مواجهة المؤسسة لتهديدات قانونية قد تؤدي إلى بطلان المعاملات أو عدم قابلية تنفيذها. قد ينشأ هذا الخطر من عدم توافق المعاملة مع القوانين واللوائح النافذة، سواء في بلد الإصدار أو في البلد الذي تم اختياره لتنفيذ العقد أو في أي جهة قضائية أخرى. وتزداد حدة هذه المخاطر بسبب التطور السريع لمنتجات المشتقات المالية مقارنة ببطء تطور الأطر القانونية المنظمة لها في العديد من الدول.

المحاضرة السابعة : التمويل الدولي

تمهيد :

يمثل التمويل الدولي شريان الحياة للاقتصاد العالمي المعاصر. منذ منتصف القرن العشرين، شهدنا تسارعاً ملحوظاً في حركة رؤوس الأموال والخدمات بين الدول. هذا التطور، المدفوع بالعملة والتقدم التكنولوجي، ساهم في تعزيز التعاون الاقتصادي الدولي. فالتمويل الدولي يسهل التجارة الدولية، ويُمكن الدول من الاستثمار في مشاريع التنمية، ويساعد الشركات على التوسع في أسواق جديدة.

بعد الحرب العالمية الثانية، سعت الدول إلى إعادة بناء اقتصادياتها. وفي هذا الإطار، عقد مؤتمر بريتون وودز الذي أسس نظاماً مالياً دولياً جديداً. لعبت المؤسسات التي أنشئت عن هذا المؤتمر، مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، دوراً محورياً في تمويل الدول النامية وتنفيذ برامج تنمية لتحفيز نموها الاقتصادي هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فهي تقوم بتمويل الدول المحتاجة إلى تمويل وذلك من خلال تقديمها لقروض كما أنها تقوم بتنفيذ برامج لإصلاح اقتصاديات الدول النامية من اجل تشجيع النمو الاقتصادي بها. كما تعمل على تحقيق التوازن في موازين المدفوعات وتنظيم أسعار الصرف للعملات.

1- مفهوم التمويل الدولي:

تعاني الدول النامية من نقص حاد في التمويل، مما يعيق جهودها التنموية. لذا، تلجأ إلى مصادر متعددة لتأمين الأموال اللازمة لمشاريعها من أجل المحافظة على نشاطها واستمراريتها فإنها تلجأ إلى توفير التمويل عن طريق التوجه إلى مجموعة من المصادر، ويتخذ هذا التمويل مجموعة من الأشكال، سوف نتطرق إلى كل هذا بالإضافة إلى عناصر أخرى.

1-1 تعريف التمويل الدولي :

- تشير الكثير من البحوث الاقتصادية إلى أن مصطلح التمويل الدولي Finance International يتألف من كلمتين Finance ، وهذا يعين توفير المصادر المالية لتغطية نفقات جارية أو رأسمالية وفق شروط معينة تتضمن السعر والأجل، وبات هذا المفهوم شائعاً منذ العقود الأولى من القرن العشرين أما كلمة International، فيقصد بها مجموعة الدول، وقد شاع استخدامه بعد الحرب العالمية الثانية، حيث النظام الدولي الجديد الذي ساد بعد الحرب، ونشأت على أثره المؤسسات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير... كما وتشير كتابات أخرى بأن ما قصد بالتمويل الدولي، هو ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبط بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دولياً.

- التمويل الدولي هو عملية حيوية في الاقتصاد العالمي المعاصر، حيث يشير إلى تدفقات رأس المال بين الدول بأشكال مختلفة، بما في ذلك الاستثمار الأجنبي المباشر، محفظة الاستثمار، والقروض. نشأ هذا المصطلح في العقود الأولى من القرن العشرين، ولكنه اكتسب أهمية متزايدة بعد الحرب العالمية الثانية مع تأسيس مؤسسات مالية دولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. يساهم التمويل الدولي بشكل كبير في تعزيز النمو الاقتصادي، وتقليل الفقر، وتبادل التكنولوجيا والمعرفة بين الدول. ومع ذلك، فإنه يتعرض أيضاً لتحديات مثل الأزمات المالية، والقيود التنظيمية، والتفاوت في التنمية.

-التمويل الدولي يقصد به الآليات التي يوفرها النظام النقدي الدولي مؤسساته المختلفة (المتعددة الأطراف، الخاصة، الرسمية) لتلبية متطلبات حركة انتقال رؤوس الأموال الدولية، سواء تلك المتجهة لأغراض تسوية اختلال موازين المدفوعات ، أو لأغراض ذاتية تتعلق بفرص العوائد أو لأغراض تمويل التنمية.

1-2 أهمية التمويل الدولي :

يحظى التمويل الدولي باهتمام كبير من طرف الباحثين و المتعاملين الاقتصاديين على حد سواء نظراً لأثاره الاقتصادية و السياسية المتعددة خصوصاً مع انتشار ظاهرة العولمة المالية والتكتلات الاقتصادية الدولية، سواء من وجهة نظر المانحين أو المتلقين لرؤوس الأموال.

إن أهمية التمويل الدولي على المستوى العام أو من منظور العلاقات الاقتصادية الدولية تكمن في تمويل حركة التجارة الدولية من السلع والخدمات، حيث أن أي انخفاض في مستوى السيولة الدولية لتمويل حركة التجارة يؤدي إلى انكماش العلاقات الاقتصادية بين الدول وبما أن القطاع الخارجي في معظم الدول يعد بمثابة القطاع المحرك للنمو و بالتالي فإن أي انخفاض في نشاط هذا القطاع سيؤثر على معدلات النمو ويقلل من حجم الإنتاج المخصص للتصدير والاستثمار والاستهلاك.

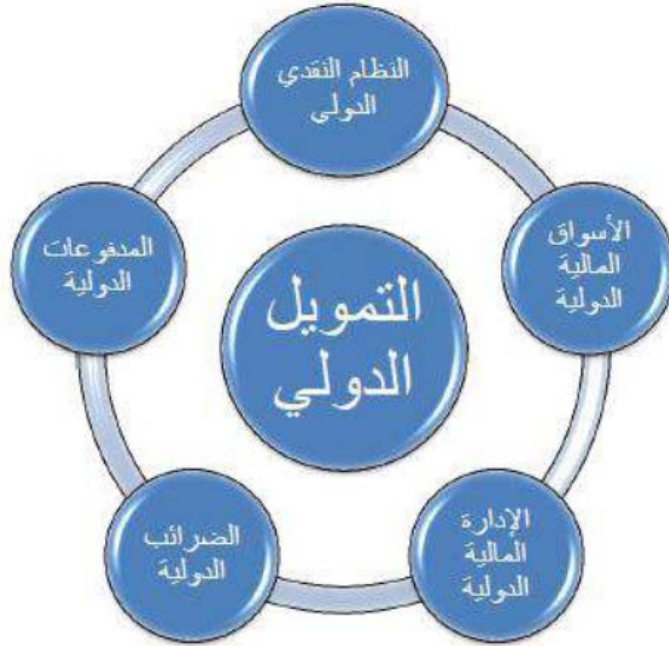
لا يمكن للبلدان النامية تحقيق أهدافها التنموية المنشودة دون الاعتماد على التمويل الدولي. فالتنمية الاقتصادية والاجتماعية تتطلب استثمارات ضخمة في البنية التحتية والقطاعات الإنتاجية، والتي لا يمكن تغطيتها من الموارد المحلية وحدها. لذا، يعتبر التمويل الدولي عنصرًا حاسمًا لدفع عجلة النمو في هذه البلدان.

يعتبر التمويل الدولي عنصرًا حاسمًا في دفع عجلة التنمية في البلدان النامية، حيث يساهم في سد الفجوة التمويلية اللازمة لتنفيذ المشاريع الاستثمارية والاجتماعية. ومع ذلك، فإن الاعتماد الكبير على التمويل الخارجي يجعل هذه البلدان عرضة للتأثيرات الخارجية، مثل تقلبات أسعار الفائدة وتغيرات السياسات الاقتصادية في الدول المانحة. لذا، فإن التحدي يكمن في كيفية الاستفادة من فوائد التمويل الدولي مع تقليل مخاطره، وذلك من خلال تعزيز الشفافية والمساءلة في إدارة الديون، وتنوع مصادر التمويل، وربط التمويل الدولي بأولويات التنمية الوطنية.

3-1 عناصر التمويل الدولي :

يعمل التمويل الدولي كنظام متكامل يضم خمس عناصر أساسية كما هي موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم 01: عناصر التمويل الدولي



Source : Kozak yuriy, " international finance training manual" , cul,Ukraine, 5 th edition, 2015, p.12.

يتضح لنا من الشكل أن العناصر المكونة للتمويل الدولي تتمثل في خمس عناصر رئيسية 1موضحة فيما يلي :

- النظام النقدي الدولي: والذي يضم بدوره عدة عناصر رئيسية أهمها العملات الوطنية والاحتياطات الدولية والعملات الأجنبية، والآليات التنظيمية الدولية الأسعار الصرف .
- المدفوعات الدولية : والتي تعكس كل المعاملات المتعمقة بالدفع على المستوى الدولي والتي تخدم حركة البضائع وعوامل الإنتاج والأدوات المالية وتنعكس على موازين المدفوعات الخاص بالدولة.
- الأسواق المالية الدولية: وتعنى هذه النقطة بآليات التداول الخاصة بالأدوات المالية، العملة، القروض والأوراق المالية... الخ .
- الضرائب الدولية : وتستخدم كطريقة لتعبئة الأموال على المستوى الدولي .
- الإدارة المالية الدولية: وتدرس دولية الاستثمار وإدارة المخاطر والتمويل العابر للحدود.

2- عناصر النظام المالي الدولي :

يمثل النظام المالي الدولي أحد الأركان الثلاثة للنظام الاقتصادي العالمي بالإضافة إلى النظام

التجاري الدولي والنظام النقدي الدولي.

والنظام المالي الكفؤ هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلا للنظام التجاري الدولي واستقرارا للنظام

النقدي, والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في

معظم بلدان العالم.

كان النظام التجاري الدولي يعتمد الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية (GATT) ومؤتمر الأمم

المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD), والآن أصبح يعتمد على منظمة التجارة العالمية (WTO).

أما النظام النقدي الدولي: يعتمد على تلك الآليات التي يديرها صندوق النقد الدولي.

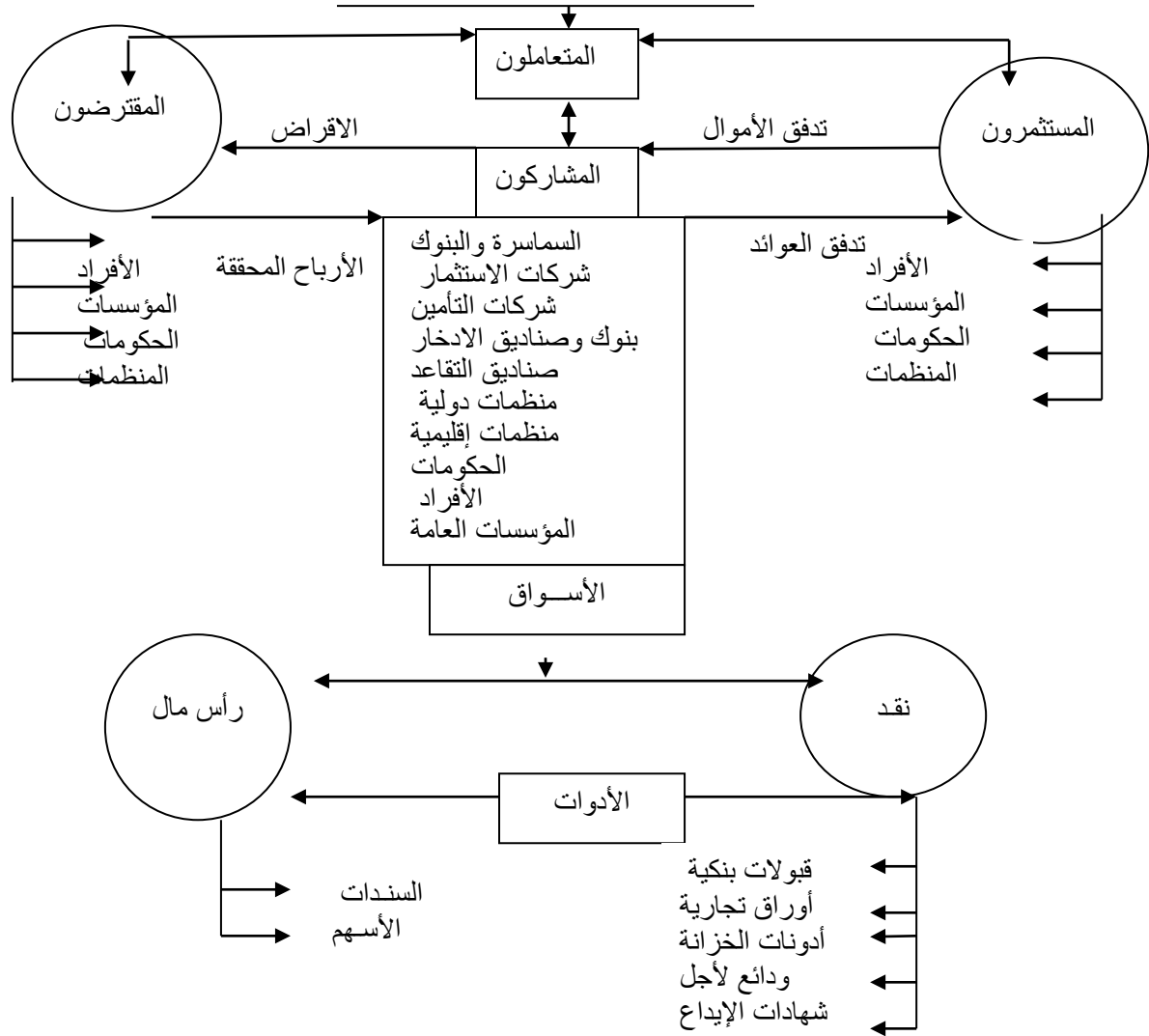
والنظام المالي الدولي: يتكون من أسواق التمويل الدولية والبنك الدولي للإنشاء والتعمير, وهيئة

التنمية الدولية, ومؤسسة (شركة) التمويل الدولية...إلخ.

ويوضح الشكل التالي العناصر المختلفة للنظام المالي الدولي

شكل رقم (2) : عناصر النظام المالي الدولي

عناصر النظام المالي الدولي



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

يتضح من الشكل السابق أن العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام المالي الدولي تتكون من

المتعاملين و الأسواق و الأدوات.

1-2 المتعاملون :

هم الركيزة الأساسية للنظام المالي الدولي و يتكون المتعاملون في ظل النظام المالي الدولي من

المستثمرين و المقترضين و المشاركين.

أ-المستثمرون:

وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية، والمستثمر هو ذلك الشخص (مهما كانت طبيعته القانونية) الذي يملك أرصدة فائضة من الأموال ويرغب في توظيفها، وهنا يجب أن يفرق بين التوظيف المالي والتوظيف الحقيقي للأموال.

ويشير التوظيف المالي إلى الاستثمار في إحدى الأصول المالية كألسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والتي تدر عائدا ماليا لصاحب هذا المال.

وعلى المستوى الجزئي (Micro) يعتبر توظيف حقيقي للأموال لهذه الأصول، أما على المستوى الكلي (Macro) فهذا لا يعتبر توظيفا حقيقيا للأموال ولكنه عملية نقل للملكية من شخص إلى آخر.

أما التوظيف (الاستثمار) الحقيقي للأموال : يقصد به شراء معدات أصول وآلات جديدة بهدف زيادة الطاقة الإنتاجية أو المحافظة على هذه الطاقة من خلال الاستثمار الاحلالي، أما إيداع الأموال في أحد الأوعية الادخارية (كالبانوك) لا يغير من الصفة الاستثمارية لهذا الشخص ويصبح في هذه الحالة بمثابة مدخر وليس مستثمر مالي.

ب- المقترضون:

وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية الذين يحصلون على قروض من الأسواق المالية الدولية أو يقومون بطرح (بيع) سندات في هذه الأسواق، أو بالاقتراض المباشر من التجمعات المصرفية أو المنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة.

والمقترض عادة ما يرغب في الحصول على الأموال من مصادر مختلفة بهدف توظيفها في استثمارات حقيقية بشراء معدات والآلات والقيام بعمل مؤسسات ومصانع ومشروعات جديدة، وفي هذه الحالة فإن المقترض يصبح بمثابة الشخص المستثمر.

وتأخذ الأموال في إطار النظام المالي الدولي اتجاهين:

الاتجاه الأول: هو تدفق هذه الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المقترضين الذين

يستخدمون هذه الأموال في الاستثمارات (أصحاب العجز المالي).

الاتجاه الثاني : هو تدفق عوائد وأرباح هذه الأموال من المقترضين إلى المدخرين.

ج- المشاركون:

والمشاركون بالنظام المالي الدولي هم في الواقع:

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

2-2 الأسواق :

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

وفي أسواق النقد: يتم التعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها بين يوم وأقل من سنة, وتتأثر أسواق النقد بالتغيرات التي تطرأ على أسعار صرف العملات المختلفة, كما تعكس الأدوات ديناً محدداً.

أما أسواق رأس المال: فإن الأدوات المستعملة تعكس غالباً حقوق الملكية مثل الأسهم كما تعكس كذلك ديوناً طويلة الأجل مثل السندات, وتؤثر أسعار الفائدة بدرجة كبيرة في حركة الأموال في هذه الأسواق وبدرجة أقل تغيرات أسعار الصرف.

3-2 الأدوات :

تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق.

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

- أذونات الخزينة.

- القبولات المصرفية.

- الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

- شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.

أما الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال وهي الأدوات طويلة الأجل مثل:

- الأسهم التي تصدرها الشركات الصناعية.

- السندات الدولية التي تقوم بطرحها هذه الشركات وتلك التي تطرحها حكومات الدول المختلفة

في أسواق المال الدولية.

3- أشكال التدفقات المالية الدولية :

تتخذ تدفقات المالية الدولية عدة أشكال تختلف فيما بينها حسب طبيعتها وشروط منحها وتنقسم إلى ما

يلي:

3-1 التدفقات الرسمية: هي تلك التدفقات التي تتم بقرار من السلطة النقدية في الدولة المقرضة، وتنتج

هذه التدفقات عن إدارة السلطة لموارد الدولة المالية لتحقيق أهداف محددة ولتكن توازن ميزان

المدفوعات على سبيل المثال-وتأخذ هذه التدفقات الرسمية عادة شكل المنح و المعونات أو القروض

الرسمية لحكومات الدول المتلقية، وترتبط بالحد كبري بالعوامل السياسية، حيث ترى الدول المانحة

ضرورة تحقيق أهداف سياسية واقتصادية معينة في المناطق التي توجه قروضها إليها.

3-2 التدفقات الخاصة: هي التي تخرج من الدولة المقرضة بقرارات خاصة- تدفقات من القطاع الخاص

في الدولة (A) إلى القطاع الخاص في الدولة (B)، وتنقسم إلى ثلاثة أنواع هي: الاستثمار الأجنبي المباشر ،

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

4- أشكال التمويل الدولي :

تتمثل أشكال التمويل الدولي فيما يلي:

4-1 الاستثمار الأجنبي المباشر: الاستثمار الأجنبي المباشر تعريفات متعددة، وتختلف من تعريف إلى آخر وذلك من حيث الزاوية التي ينظر بها إليه والغرض منه، من بين أهم التعاريف نجدد:
بشكل عام، يمكننا القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار يقوم به كيان مقيم في بلد واحد (المستثمر) في مؤسسة مقيمة في بلد آخر، بهدف الحصول على حصة في ملكية هذه المؤسسة والسيطرة على عملياتها، مع وجود نية للاستمرار في هذه العلاقة على المدى الطويل.

- أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر:

للاستثمار الأجنبي المباشر أهمية كبيرة للاقتصاديات، حيث يساهم في:

- خلق فرص عمل: من خلال إنشاء مشاريع جديدة وتوسيع المشاريع القائمة.
- نقل التكنولوجيا والمعرفة: مما يساهم في تطوير الصناعات المحلية وزيادة الإنتاجية.
- زيادة الصادرات: من خلال إنتاج سلع وخدمات للأسواق الخارجية.
- جذب المزيد من الاستثمارات: من خلال خلق بيئة جاذبة للاستثمار.
- تنويع الاقتصاد: من خلال دخول قطاعات جديدة.

2-4 الاستثمار الأجنبي غير المباشر: ينطوي مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر بشكل خاص في الأوراق المالية على الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون الأجنبي حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها. في حين يكون لهم الحق في الحصول على عائد نظير مشاركتهم. كما يعتبر استثمارا قصير الأجل إذا ما قارناه بالاستثمار الأجنبي المباشر، كما إن لسوق الأوراق المالية جانبا إيجابيا يتمثل بأنها تؤدي دورا مهما في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال إتاحة قناة إضافية، إلى جانب المصارف والتمويل الذاتي، لتمويل إنشاء شركات جديدة أو التوسع في الشركات القائمة من خلال طرح الأوراق المالية ومنها أسهمها للتداول.

3-4 القروض الخارجية :

إن القروض الخارجية تهيمن على بقية مصادر التمويل من حيث اتخاذها النصيب الأكبر من التدفقات الأجنبية الموجهة للدول النامية، ويقصد بها : وهي تلك المقادير النقدية والأشكال الأخرى من الثروة التي تقدمها منظمة أو الحكومات إلى الدول ضمن شروط معينة يتفق عليها الطرفان، وهكذا تصبح القروض التزامات خارجية وتترتب عليها سعر الفائدة، وتأخذ القروض الخارجية أشكالا متعددة ومعاييرها ومنها :

- القروض الخارجية حسب طول فترة السداد: وتشمل القروض الخارجية طويلة الأمد، ومتوسطة الأمد، وقصيرة الأمد؛

- القروض الخارجية حسب طبيعتها: وهي القروض التي تستخدم في أغراض اقتصادية أو العسكرية أو الاستهلاكية؛

- القروض الخارجية حسب شروط تقديمها: إن القروض الخارجية هي تعد التزامات تسدد في آجالها المحددة ، إلا أن وتختلف من حيث درجة المشروطة، وهي نوعين:

- القروض الميسرة وتتصف بطول فترة الاستحقاق ووجود فترة السماح؛

-والقروض الصعبة وتتسم بقصر الفترة الاستحقاق عدم وجود السماح .

• القروض الخارجية حسب مصادرها: وهي القروض المقدمة إلى مصادرها إما أن تكون قروض رسمية من قبل الحكومات وبشروط خلال اتفاقيات أو قروض خاصة تقدمها المصادر الخاصة وعادة تكون قصيرة الأمد وارتفاع معدلات الفائدة منها.

• القروض الخارجية حسب محتواها: وتأخذ القروض الخارجية نوعين القروض النقدية، و قروض سلعية.

4-4 المساعدات الخارجية :

إن هذا النوع من التمويل يعتمد بالدرجة الأولى على الأسواق المالية الدولية مثل البورصات، و الهيئات المالية الدولية أو الإقليمية، مثل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي للإنشاء و التعمير و بعض المؤسسات الإقليمية، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية التي في شكل إعانات أو استثمارات مثل ما هو الحال بالنسبة لبرنامج ميذا الذي أطلقه الإتحاد الأوروبي في إطار الشراكة الاورو متوسطة. أما الدول المانحة تقدم المساعدات إلى الدول لدوافع اقتصادية أو الإنسانية لتخفيف الفقر والأمراض.

5-4 حصيلة الصادرات:

تعتبر حصيلة الصادرات المصدر الرئيس للموارد المالية المتدفقة إلى البلد، حيث تؤدي إلى ارتفاع الدخل القومي، وكذلك يؤدي إلى زيادة الإنفاق العام، وبالتالي يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يشجع المستثمرين على زيادة استثمارهم وبالتالي يتم انتعاش الاقتصاد الوطني؛

المحاضرة الثامنة : مصادر التمويل الدولي

تمهيد :

إن التدفقات الرأسمالية الدولية تنقسم من حيث الأجل الزمنية إلى :

1- تدفقات قصيرة الأجل.

2- تدفقات طويلة الأجل.

كما تنقسم حسب الجهات الدائنة إلى :

1- مصادر رسمية.

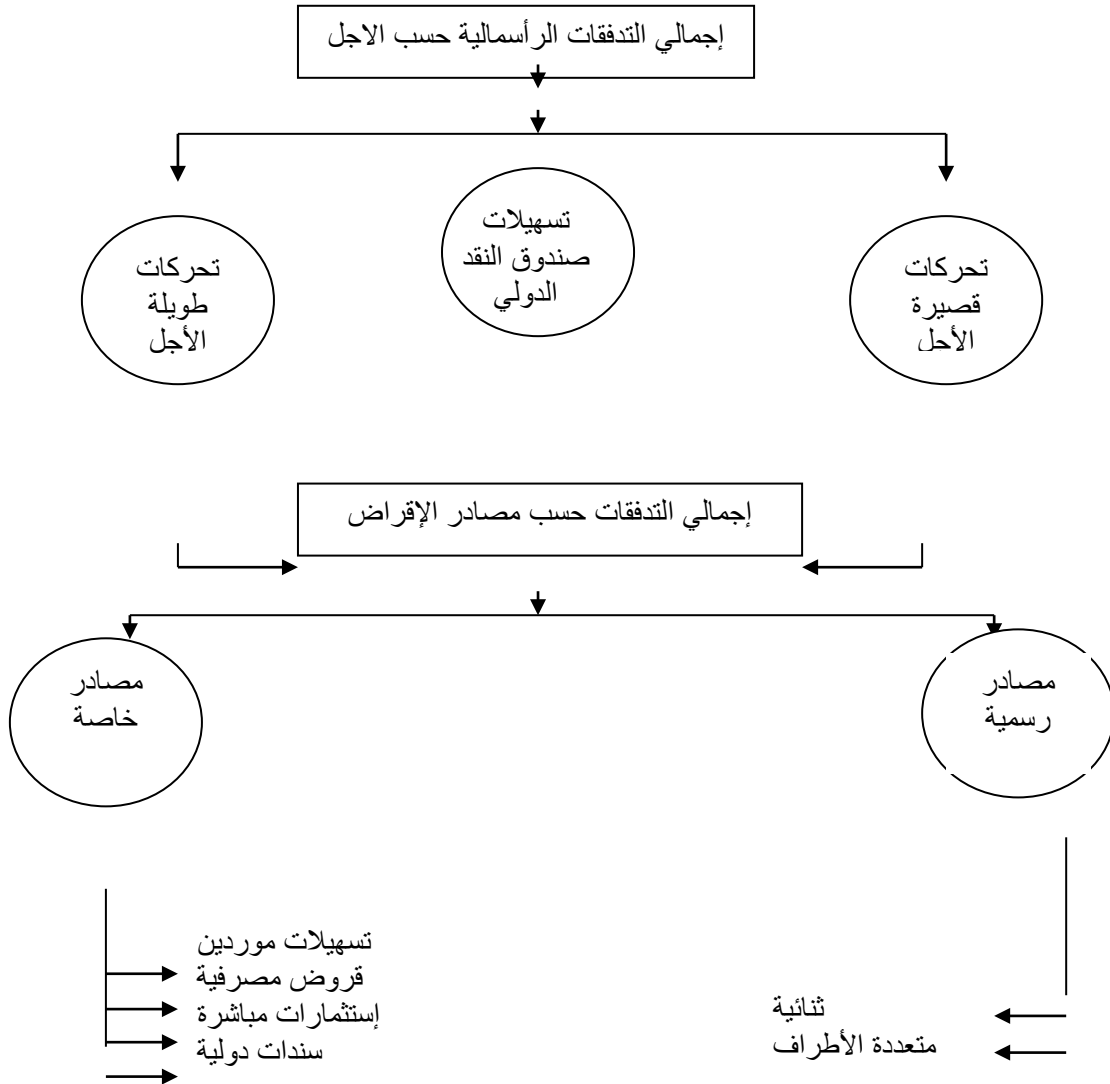
2- مصادر غير رسمية.

وقد تكون المصادر الرسمية ثنائية كما قد تكون متعددة الأطراف أما المصادر الخاصة فإنها تتمثل

في تسهيلات الموردين والقروض المصرفية والسندات الدولية بالإضافة إلى الاستثمارات المباشرة.

الشكل التالي يوضح الإطار العام لمجمل التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي:

شكل رقم (1): الإطار العام لإجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي



1- المصادر الرسمية في التمويل الدولي:

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

1-1 مصادر التمويل الثنائية :

تتمثل المصادر الثنائية في التمويل الدولي في تلك القروض والمساعدات التي تعقد بين الحكومات المختلفة ويتم منح هذه القروض بعد عدة مفاوضات تجري بين حكومات الدول المانحة وحكومات الدول

الملتقية للقرض وتدور عادة هذه المفاوضات حول:

قيمة القرض، أجل استحقاقه، معدل الفائدة، مصاريف الارتباط، طريقة الاتفاق والسحب من القرض، كيفية السداد، وفترة السماح إن وجدت.

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

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

والواقع أن التمويل من المصادر الرسمية الثنائية لم يظهر بشكل محسوس إلا بعد الحرب العالمية الثانية، حيث قدمت الوم.أ قروضها ومعوناتها لدول غرب أوروبا في إطار مشروع مارشال الأمريكي، وحينما قررت الأمم المتحدة اعتبار الفترة (1960-1980) بمثابة عقدي التنمية العالمية، إذ تم توجيه نداء دولي بضرورة تخصيص ما لا يقل عن 1% من إجمالي الناتج القومي للدول المتقدمة ليقدّم على شكل معونات للدول النامية.

وتوضح إحصائيات الشكل الدولي أن التدفقات الرسمية الثنائية وغيرها المسيرة قد اقتربت من 35% من إجمالي التدفقات من كافة المصادر سنة 1970، مقابل ما لا يقل عن 50% في بداية ال60، وقد

أخذت النسبة المذكورة في التناقص بعد ذلك حتى وصلت إلى حوالي 26% في بداية الـ80.

خصائص التمويل الدولي ثنائي الأطراف:

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

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

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

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

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

2-1 مصادر التمويل متعددة الأطراف :

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

وتضم مؤسسات التمويل الدولي ما يلي:

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

كما تنقسم مؤسسات التمويل الإقليمية إلى كل من:

- بنك الاستثمار الأوربي.
- بنك التنمية الإفريقي.
- بنك التنمية الآسيوي.
- بنك الأمريكيين للتنمية.
- البنك الإسلامي للتنمية.
- صناديق التنمية الإقليمية.
- صندوق النقد العربي.

أ- مؤسسات التمويل الدولية:

ويقصد بها تلك المؤسسات التابعة لهيئة الأمم المتحدة والتي تضم في عضويتها معظم دول العالم وتتعامل في مجال الإقراض الدولي ولا يقتصر تعاملها على مجموعة من الدول دون غيرها، وأهم هذه المؤسسات:

أ-1- البنك الدولي للإنشاء والتنمية:

أ-1-1- نشأته وهيكله التنظيمي ورأسماله:

نشأ البنك الدولي في أعقاب الحرب العالمية الثانية في يوليو 1944 وقد جاء استجابة لانعقاد مؤتمر بريتون وودز في ذلك التاريخ، وقد غير في تنظيم هيكله الإداري عام 1987 ويوجد على قمة الهيكل

التنظيمي للبنك مجلس للمحافظين يتكون من ممثلي دول الأعضاء منه، ولهذا المجلس سلطات وصلاحيات خاصة بجميع شؤون وأعمال البنك، وقد بلغ عدد محافظي الدول الأعضاء 155 عضوا حتى عام 1990. مجلس المديرين التنفيذيين: يتكون من 21 عضو 5 أعضاء يتم تعيينهم وفقا لأكبر الحصص في رأس مال البنك والباقي يتم انتخابهم من بين مجموعات الدول الأعضاء، ثم يأتي في السلم الإداري للبنك كل من الرئيس ونواب الرئيس وأخير مدير الإدارات¹.

رأسماله: بلغ رأس ماله المكتب فيه 115.7 مليار دولار أمريكي في سنة 1989، وتسهم الدول الأعضاء بحصص في رأس المال الذي يتكون من الأسهم، قيمة السهم الواحد 100 وحدة من وحدات ح السحب الخاصة وتقوم هذه الوحدات بالدولار الأمريكي.

والواقع إن حصص الدولة العضو في البنك ترتب لها حقوقا معينة وترتبط هذه الحقوق بعدد الأصوات المستمدة من حصتها في رأس المال.

أ-1-2- أهداف ووظائف البنك:

إن الأهداف التي أنشئ من خلالها البنك هي مساعدة الدول على إعادة تعمير ما خربته الحرب العالمية الثانية وتحقيق معدلات معقولة من النمو الاقتصادي، ويمكن إيجاز الأهداف التي جاءت في اتفاقية إنشاء البنك على النحو التالي:

- المساعدة على تعمير أراضي الأعضاء والعمل على تقدمها الاقتصادي بتوفير رؤوس الأموال لها.
- تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي المباشر عن طريق ضمان هذه الاستثمارات وتقديم القروض وتكملة النقص في القروض المباشرة (من أموال أو من مصادر أخرى).
- تشجيع تحقيق نمو متوازن في التجارة الدولية في الأجل الطويل وذلك بتشجيع الاستثمارات.
- تنظيم وتنسيق القروض الصادرة من البنك أو بضمنان منه عن طريق مراعاة الأوليات للمشروعات.

- العمل على تهيئة البيئة التجارية الأفضل في الدول الأعضاء والمساعدة على الانتقال من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلم.

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

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

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

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

1- كفاءة استخدام الموارد وأوليات الاستثمار.

2- سياسات الأسعار والحوافز والقطاع العام.

3- سياسة الميزانية العامة بما فيها الضرائب والنفقات العامة وأسعار الفائدة.

4- التجارة الخارجية والسياسات التجارية المختلفة.

ومن خلال ما سبق يتضح أن سياسات البنك تجاه أعضائه قد تغيرت كثيرا خلال السنوات الماضية.

أ-1-3- موارد البنك وشروط الإقراض:

تتكون الموارد من:

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

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

شروط الاقتراض:

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

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

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

كما قد تميز البنك سياسته المتعلقة بأسعار الفائدة على القروض التي يقدمها لأعضائه في 1989

حيث يتم إعادة حساب سعر الاقتراض كل ستة أشهر في يناير ويوليو من كل عام¹.

أ-2- مؤسسة (شركة) التمويل الدولية IFS :

تعتبر إحدى المؤسسات التابعة للبنك الدولي وقد أنشأت سنة 1956 وكان الهدف الأساسي من إنشائها هو تشجيع النمو الاقتصادي في الدول النامية عن طريق القطاع الخاص وتراوح فترتها الزمنية

بين 5- 15 سنة ولا تتطلب أي ضمانات حكومية لهذه القروض وتقدم المشورة التقنية للدول الأعضاء في مجال الاستثمار الخاص وأسواق رأس المال ويمكن حصر الخدمات التي توفرها المؤسسة فيما يلي:

- المساعدة في تمويل وتأسيس وتحسين وتوسيع المشروعات الانتاجية الخاصة وذلك بالتعاون مع المستثمرين في القطاع الخاص.

- تقديم المساعدة الفنية للجمع بين كل من قرض الاستثمار ورأس المال المحلي والأجنبي والخبرة الفنية.

- العمل على تهيئة المناخ الاستثماري الملائم لجذب تدفق رأس المال الخاص سواء كان محليا أو أجنبيا نحو تلك الاستثمارات الإنتاجية الممكنة في الدول الأعضاء وتقدم المؤسسة قروضا بأسعار فائدة تعكس تلك الأسعار السائدة في أسواق المال الدولية أخذا في الاعتبار المخاطر التي يتعرض المشروع الممول.

هذا وقد قامت المؤسسة بتمويل نحو 90 مشروعا عام 1989 دفعت من مواردها الخاصة حوالي 1.3 مليار دولار وشجعت مستثمرين آخرين على تمويل نفس هذه المشروعات بمقدار 8.4 مليار دولار وبذلك وصل عدد الشركات والمشروعات التي استثمرت فيها المؤسسات أموالها حوالي 468 شركة في 79 دولة.

أ-3- هيئة التنمية الدولية:

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

ورغم ان قروض المؤسسة ميسرة بدرجة كبيرة إلا انها تتفق في أسلوب تقييم وتنفيذ المشروعات التي تمولها على أسلوب البنك الدولي، وتختلف معه في شروط وتكاليف الاقتراض.

وتتكون مواردها من اكتتابات الأعضاء في رأسمالها إضافة إلى الإيرادات الممولة من البنك الدولي لهذه المؤسسة سنويا، وتعتبر هذه الهيئة المصدر الوحيد متعدد الأطراف الذي يمنح مساعدته بشروط ميسرة إلا أن مواردها لازالت دون المستوى المطلوب.

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

أ-4-صندوق النقد الدولي (IMF)

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

المررة الأولى في ماي 1968 – عند إنشاء وحدات حقوق السحب الخاصة.

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

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

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

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

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

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

4- أهداف ووظائف الصندوق:

1-تشجيع التعاون النقدي الدولي

2-تحقيق النمو المتوازن في التجارة الدولية ...

3-العمل على ثبات و استقرار أسعار الصرف (التعديل 10 %) صعودا أو هبوطا)

4- (جعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل بين بعضها البعض وإقامة نظام متعدد الأطراف للمدفوعات) و إلغاء القيود و الرقابة على الصرف سنة 1953 .

5-إتاحة تسهيلات و موارد مالية للدول الأعضاء لإصلاح الخلل في موازين مدفوعاتها .

5. التسهيلات التي يقدمها الصندوق : لقد تطورت التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء و خلال العقود الثلاثة الأخيرة بشكل ملحوظ (70-80-90) و تتمثل فيما يلي :

1-حقوق السحب العادية، 2-تسهيلات التمويل التعويضي، 3-حقوق السحب الخاصة، 4-التسهيلات

البتروولية، 5-تسهيلات ممتدة (موسعة)، 6-صندوق الائتمان، 7-تسهيل التمويل الإضافي، 8-تسهيل

التعديل الهيكلي و سنقوم بشرح كل نوع من التمويل.

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

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

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

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

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

د- تلتزم الدولة العضو بسداد (بشراء) ما سبق أن سحبته من عملات أجنبية و ذلك مقابل حصولها على عملتها الوطنية و ذلك خلال فترة تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات ، و تدفع الدولة على هذه المسحوبات عمولة قد تصل إلى ¼ % من المبالغ المسحوبة.

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

2-تسهيلات التمويل التعويضي Compensatory Financing :

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

3-حقوق السحب الخاصة (SDR) :

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

الأسلوب الأول – عن طريق تحويل ما يملكه العضو من وحدات ح س خ بعملات قابلة للتحويل من أي عضو آخر في الصندوق سواء عن طريق الصندوق أو بالاتفاق مباشرة مع عضو آخر دون الرجوع للصندوق .

الأسلوب الثاني : عن طريق الحساب العام المفتوح لدى الصندوق حيث يكن للدولة استخدام هذه الحقوق في إعادة شراء عملتها الوطنية أو تسديد التزامات أخرى في ذمة الدولة العضو .

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

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

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

5-التسهيلات الممتدة (الموسعة) Extended Facility

استحدث الصندوق في سبتمبر 1974. تسهيلات جديدة أطلق عليها التسهيلات الممتدة لعلاج الاختلالات الهيكلية في ميزان المدفوعات ، و تلتزم الدولة باتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية للنواحي المالية النقدية على أن يتم خلال فترة ما بين 2 او ثلاثة أعوام و تصل الفائدة إلى 4% في السنة الأولى.

و تزايد حتى تصل 6.5 % في الفترات التالية و تلتزم بسداد الاقتراض خلال فترة تتراوح ما بين 4- إلى 8 اعوام (ومنحت الجزائر هذا التسهيل : (95- 98) .

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

و تتكون موارد الصندوق من أرباح بيع ½ ما يمتلكه صندوق النقد الدولي من ذهب بالاضافة إلى حصيلة استثمارات الصندوق ، و قدم صندوق الائتمان قروضا بلغت 3 مليار دولار خلال الفترة (1977-1981) لعدد 55 دولة .

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

8-تسهيلات التعديل الهيكلي :

انشأ المجلس التنفيذي للصندوق تسهيل التعديل الهيكلي في مارس 1986 بهدف تقديم العون المالي بشروط ميسرة للبلدان المؤهلة لهذا التعديل لإصلاح مسارها الاقتصادي و علاج الاختلالات و التشوهات الهيكلية في بنية الاقتصاد الوطني ، و قد قدم الصندوق هذا النوع من التسهيلات بسعر فائدة ½ % سنويا و فترة سداد تتراوح بين 5 الى 10 سنوات .

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

1-السياسة المالية (تخفيض العجز من خلال خفض الانفاق العام و زيادة الإيرادات) (الضرائب).

2-السياسة النقدية : (سياسة انكماشية للحد من الطلب الكلي ، و تخفيض الائتمان و التوسع النقدي ، رفع سعر الفائدة).

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

4-وضع سياسات للحوافز (تحرير الأسعار).

ب- مؤسسات التمويل الإقليمية:

يوجد عدد من المؤسسات الإقليمية والتي تهدف إلى تمويل مجموعة معينة من الدول, ترتبط ببعضها في موقع جغرافي, لكن في كثير من الأحيان تقوم بتقديم مساعدات للغير من الدول النامية بغض النظر عن موقعها, وتتكون من مجموعة من بنوك التنمية الإقليمية وصناديق التمويل الأخرى, وأهمها هي:

1- بنك الاستثمار الأوروبي: قد تأسس هذا البنك سنة 1958 بين عشر دول أوروبية هي: المملكة المتحدة, فرنسا, إيطاليا, هولندا, ألمانيا, بلجيكا, إيرلندا, الدانمارك, اليونان, لوكسمبورغ, ومن أهدافه:

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

2- بنك التنمية الإفريقي

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

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

3-بنك التنمية الآسيوي

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

و عادة ما يحصل البنك على موارده عن طريق الاقتراض من أسواق المال الدولية بالإضافة على استخدام رأسماله المدفوع من قبل الأعضاء في التمويل. و أخيرا فإن هناك عددا آخر من البنوك و الصناديق الإقليمية مثل بنك الأمريكتين للتنمية و البنك الإسلامي للتنمية ، و صناديق التنمية العربية.

المبحث الثاني : مصادر التمويل الدولي غير الرسمية (الخاصة)

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

1- تسهيلات موردين : Supplier Credits :

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

ويوجد بصفة عامة نوعان من قروض التصدير:

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

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

2- تسهيلات مصرفية : Banc crédit :

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

3- الأسواق المالية الدولية :

تعتبر مصدرا رئيسيا للحصول على التمويل كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف الأموال الفائضة عبر الحدود, ويجب أن نفرق بين قسمين رئيسيين:

الأول : السوق النقدية الدولية:

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

الثاني : سوق رأس المال الدولية:

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

آلية التعامل في سوق النقد الدولية :

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

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

وقد أثر الارتفاع الشديد في أسعار البترول سنة 1973 على تراكم الفوائض البترولية لدى الدول المصدرة له, وقد تم إيداع هذه الفوائض في هذه البنوك, وهو ما جعلها تنشط في مجال الاقتراض للدول والهيئات الحكومية.

بالإضافة إلى ذلك هناك أطراف أخرى تتعامل في هذه السوق أهمها السماسرة والمؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية, وبعض الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية التي تتبع البنوك التجارية وتتخصص في عمليات مصرفية دولية.

أما أدوات التعامل في السوق النقدية الدولية فهي:

الودائع لأجل والتي تمتد مدتها بين يوم إلى عدة سنوات.

شهادات الإيداع القابلة للتداول بالتطهير في السوق الثانوية, وتستخدمها البنوك لجذب الفوائض

لدى الشركات والمؤسسات غير المصرفية.

شهادات الإيداع المغلقة أو المخزنة: هي شهادات تصدرها البنوك التجارية للحصول على أموال

لفترة محدودة على أن يتم الاحتفاظ بهذه الشهادة في خزائن البنك دون أن يجري التعامل عليها في السوق

الثانوية للتداول, كما تتمتع هذه الشهادات بسعر فائدة ثابتة وبسعر فائدة معوم حيث يتحدد سعر الفائدة عليها في حدود (1/4%) فوق سعر الليبور (LIBOR), ويتم تعديلها كل ستة أشهر.

بالإضافة إلى شهادات الإيداع الأمريكية, القبولات المصرفية والأوراق التجارية.

آلية التعامل في سوق رأس المال الدولية :

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

تتميز بما يلي:

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

2- تتنوع السندات المصدرة تنوعا كبيرا, فهناك السندات بأسعار فائدة متغيرة حسب أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية, على العملة التي تم بها إصدار هذه السندات, كما يمكن إعطاء الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة إذا ما انخفضت أسعار الفائدة السائدة عن مستوى محدد, أو إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم ملكية في الشركات التي أصدرتها.

3- يمكن الاكتتاب في السندات المقومة بسلة عملات تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

4- بعد الاكتتاب تصبح السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية بعد 5 أيام من تاريخ تسليمها للمكتتبين, ويتم التعامل في السوق الثانوية للسندات بالبيع والشراء من خلال البنوك والسماسة وبيوت المقاصة, والشركات الدولية.

المحور الثاني : سعر الصرف و أنظمة الصرف

المحاضرة التاسعة : سعر الصرف

مقدمة:

تختلف المدفوعات الداخلية عن المدفوعات الدولية في كون الأولى تتم تسويتها بعملة واحدة وهي العملة المحلية والتي يستخدمها كل أطراف التبادل في حين الثانية تتضمن عملات مختلفة وهي الخاصة بمختلف الدول الداخلة في التبادل الدولي، إذن لابد من أن توجد علاقة بين عملات مختلف الدول حتى يتم تسوية مختلف عمليات التبادل الدولية وهذه العلاقة تسمى بسعر الصرف.

أن أهمية سعر الصرف في اقتصاديات الدول أصبحت متزايدة وتشكل موضوعا حساسا فهناك عدة صيغ لسعر الصرف و لكل صيغة معيارها ووظيفتها ، كما أن ظهور انتقادات حول كيفية تحديد سعر الصرف أدت إلى نشأت عدة نظريات محددة له على أساس مؤشرات اقتصادية كلية مثل سعر الفائدة، رصيد ميزان المدفوعات ... الخ.

1 - مفهوم سعر الصرف

1-1 تعريف سعر الصرف: "يعبر سعر الصرف عن العلاقة بين وحدة عملة إحدى الدول ووحدة واحدة من عملة دولة أخرى أو بعبارة أخرى هو عدد الوحدات التي يمكن مبادلتها من عملة دولة ما بوحدة واحدة من العملة الأجنبية"، ويمكن إعطاء تعريف ثاني لسعر الصرف : "الصرف عبارة عن عملية من خلالها يمكن تحويل النقود المحلية إلى نقود أجنبية أو النقود الأجنبية إلى نقود محلية".

وعليه نستنتج أن سعر الصرف هو سعر العملة المحلية مقابل عملة أجنبية وككل ثمن فإن سعر الصرف معرض للتقلبات (الارتفاع والانخفاض) لكن درجة هذا التقلب تختلف باختلاف نظام الصرف المتبع.

2-1 صيغ سعر الصرف :

1-2-1 سعر الصرف الاسمي : يعرف السعر الاسمي على أنه السعر الذي يقيس العملة المحلية بدلالة قيم

العملات الأخرى خلال فترة زمنية دون إبراز القوة الشرائية للعملة، وبالتالي فهو لا يبين القيمة الحقيقية

للعلمة وهناك حالتين أو بعبارة أخرى سعر الصرف الاسمي أو سعر الصرف الجاري يسعر بطريقتين :

أ- سعر الصرف المسعر في حالة التأكد: هو سعر الصرف الذي يعبر عن العلاقة التالية:

عدد الوحدات النقدية الأجنبية الممكن الحصول عليها من خلال وحدة نقدية محلية.

مثال : 1 دج = 0,1 €

ب- سعر الصرف المسعر في حالة عدم التأكد: هو سعر الصرف الذي يعبر عن العلاقة التالية:

عدد الوحدات النقدية المحلية الواجب تقديمها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

مثال : 1 € = 10 دج

وعليه في حالة ارتفاع سعر الصرف المسعر في حالة التأكد هو يدل على زيادة قيمة العملة المحلية

وانخفاض قيمة العملة الأجنبية، فأغلب عملات الدول الأوروبية كانت مسعرة في حالة عدم التأكد حتى

بداية التعامل باليورو في جانفي 1999 حيث أن اليورو مسعر في حالة التأكد.

2-2-1 سعر الصرف الحقيقي : هو سعر الصرف الاسمي بين دولتين بأخذين بعين الاعتبار نسبة التضخم

فهو مؤشر تجاري مرجح يجمع كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتفاضل معدلات التضخم وتعطى

معادلة سعر الصرف الحقيقي كالتالي :

$$TCR = \epsilon \cdot \frac{P}{P^*}$$

€ : سعر الصرف الاسمي.

P : مؤشر الأسعار المحلية

P* : مؤشر الأسعار الأجنبية

فسعر الصرف الحقيقي يمثل مجموع السلع والخدمات التي يمكن أن نحصل عليها في الخارج من خلال وحدة نقدية محلية مقارنة بما تسمح لنا بالحصول عليه محليا وهناك مقياسين آخرين لحساب سعر الصرف الحقيقي.

أ- المقياس الثاني: هو السعر النسبي للسلع القابلة للتجارة والسلع الغير قابلة للتجارة ويعطى بالعلاقة التالية:

$$TCR = \epsilon \cdot \frac{P_T}{P_N}$$

ϵ : سعر الصرف الاسمي.

P_T : مؤشر أسعار السلع القابلة للتجارة.

P_N : مؤشر أسعار السلع الغير القابلة للتجارة.

ويسمى سعر الصرف الحقيقي المحسوب على أساس السعر النسبي للسلع القابلة للتجارة والسلع الغير القابلة للتجارة بشروط التبادل الداخلي بحيث يعتبر مؤشرا جيدا لمعرفة توزيع موارد الدولة بين القطاع المعرض للمنافسة الخارجية أو الأجنبية (السلع القابلة للتجارة) و القطاع المحمي من المنافسة الأجنبية (قطاع السلع الغير قابلة للتجارة).

ب- المقياس الثالث: لحساب سعر الصرف الحقيقي هو السعر النسبي لأسعار

الواردات المقيمة بالعملة الأجنبية وأسعار الصادرات، وتعطى العلاقة كالتالي:

$$TCR = \epsilon \cdot \frac{P_M^*}{P_X}$$

ϵ : سعر الصرف الاسمي.

P_M^* : مؤشر أسعار الواردات بالعملة الأجنبية.

P_X : مؤشر أسعار الصادرات.

3-2-1- سعر الصرف الفعلي الاسمي (NEER) و الحقيقي (REER) : هو مؤشر يقيس متوسط التغير في

سعر الصرف لبلد ما مقابل جميع العملات الأخرى بالاستناد إلى فترة أساس ويتم حساب سعر الصرف

الفعلي باستخدام حصص الصادرات أو حصص الواردات أو متوسط الاثنين معا . وتعطي علاقة السعر

الصرف الفعلي الاسمي كالتالي: باستعمال المتوسط الهندسي :

$$NEER = (R_1 * W_1)(R_2 * W_2) \times \dots \times (R_n * W_n)$$
$$= \pi_{i=1}^n (R_i * W_i)$$

بحيث : n : عدد البلدان الأجنبية التي تتعامل معها الدولة.

W_1, W_2, \dots, W_n : ترجيحات أرقام التجارة.

R_1, R_2, \dots, R_n : أسعار صرف عملة الدولة مقابل العملات الأجنبية.

كما يمكن استخدام صيغة المتوسط الحسابي وتصبح العلاقة كالتالي :

$$NEER = R_1 W_1 + R_2 W_2 + \dots + R_n W_n = \sum_{i=1}^n R_i W_i$$

● فحساب سعر الصرف الفعلي يقتضي تحديد الترجيحات للتجارة

الخارجية إما على أساس حصص الواردات أي :

$$W_{Mi} = \frac{Mi}{\sum_{i=1}^n Mi}$$

Mi : واردات الدولة من الدولة i

$\sum_{i=1}^n Mi$: مجموع الواردات الدولية .

أو يتم حسابه على أساس حصص الصادرات أي حيث :

$$W_{xi} = \frac{xi}{\sum_{i=1}^n xi}$$

Xi : الصادرات الدولية إلى الدولة i

$\sum_{i=1}^n Xi$: مجموع الصادرات الدولية إلى الخارج.

وتصبح معادلة سعر الصرف الفعلي الاسمي المرجح بالصادرات :

$$NEER_x = \prod_{i=1}^n R_i^{*W_{Xi}}$$

وسعر الصرف الفعلي الاسمي المرجح بالواردات :

$$NEER_M = \prod_{i=1}^n R_i^{*W_{Mi}}$$

ولتفادي الحصول على قياسين مختلفين لسعر الصرف الفعلي لان الصرف الفعلي المرجح

بالواردات لا يساوي سعر الصرف الفعلي المرجح بالصادرات .

$$NEER_M \neq NEER_x$$

وبالتالي يمكن استخدام المتوسط البسيط لحصص الصادرات والواردات كمرشحين أي :

ويعرف سعر الصرف الفعلي المتعدد الأطراف في هذه الحالة كالتالي :

$$NEER_{X+M} = \prod_{i=1}^n R_i^{*\left(\frac{W_{Xi} + W_{Mi}}{2}\right)} \quad W_i = \frac{W_{Xi} + W_{Mi}}{2}$$

وفي حالة عدم تساوي الصادرات مع الواردات : $\sum_{i=1}^n X_i \neq \sum_{i=1}^n M_i$

فإنه من الأفضل استخدام المتوسط المرجح لحصص الصادرات وحصص الواردات :

$$W_i = W_{xi} \cdot V_x + V_{Mi} \cdot V_M$$

$$V_x = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{\sum_{i=1}^n X_i + \sum_{i=1}^n M_i} \quad V_M = \frac{\sum_{i=1}^n M_i}{\sum_{i=1}^n X_i + \sum_{i=1}^n M_i} \quad \text{حيث :}$$

ويصبح سعر الصرف الفعلي الاسمي المرجح لكلا من حصص الصادرات والواردات معا كالتالي :

$$NEER_{X+M} = \prod_{i=1}^n R_i^{*(W_{Xi} V_x + W_{Mi} V_M)}$$

$$REER = \prod_{i=1}^n \left(\frac{P_j}{P_i} \times R_i^{*W_i} \right)$$

حيث : P_i هي مؤشر لأسعار الشركاء التجاريين

P_j هي مؤشر لأسعار البلد المعني

بحيث سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر الصرف الفعلي الاسمي مخفض منه مؤشر

الأسعار النسبية.

4-2-1 سعر الصرف التوازني:

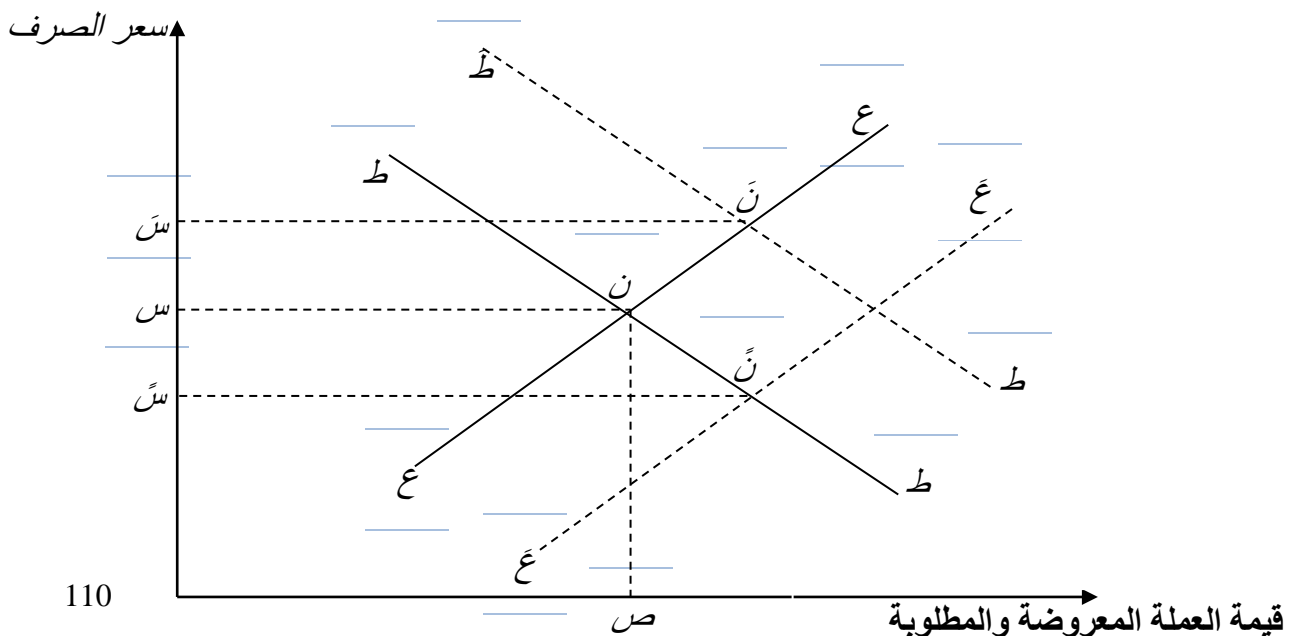
سعر الصرف التوازني e^* يسمح بتحقيق توازن ميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي وبالتالي فهو يسود في ظل بيئة اقتصادية غير مختلة فالصددمات الاسمية والحقيقية تجعل سعر الصرف الحقيقي ينحرف عن مستواه التوازني وبالتالي فإنه يتم تحديد سعر الصرف التوازني على أساس معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي، وهناك عدة طرق لتحديد سعر الصرف التوازني منها: النموذج المبني على نظرية تعادل القوة الشرائية (PPA) وسنتعرض لها بالتفصيل لاحقا والنموذج الثاني المبني على نسبة أسعار السلع القابلة للتجارة على أسعار السلع الغير القابلة للتجارة (PT/PN) وهناك عدة مفاهيم لسعر الصرف التوازني فهناك:

أ- سعر الصرف الذي يحقق توازن السوق أو ما يسمى بـ (l'équilibre de Marché): فهو سعر

صرف يعمل على توازن العرض مع الطلب على النقود بدون تدخل السلطات ويمكن توضيحه بالمخطط

التالي:

الشكل (01): سعر الصرف المتوازن



المصدر :- د. حمدي عبد العظيم: « الاقتصاد في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة » ، دار زهران

الشرق القاهرة، 1998، ص 40.

فالمخطط التالي يوضح أن النقطة (ن) هي نقطة التوازن التي يتساوى عندها المعروض مع الطلب على العملة وبذلك يكون سعر الصرف المتوازن هو : (م س) وفي حالة زيادة الطلب على العملة مع بقاء العرض على حالة فإنه يرتفع سعر الصرف عن السعر المتوازن ويصبح (م س) بينما في الحالة الثانية وهي زيادة عرض العملة مع بقاء الطلب على العملة في مستواه الأول فإنه ينخفض سعر الصرف إلى م س وتصبح نقطة التوازن (ن).

ب- سعر صرف التوازن الجاري (TCEC) : وهو سعر صرف يسمح لنا بمعرفة هل الأسواق في حالة المعلومات الكاملة (situation d'information parfaite) أي ليست في حالة تناظر المعلومات، وهو يأخذ بعين الاعتبار في تحديد هذا السعر التوازني مجموعة من التغيرات الاقتصادية الكلية مثل : تحولات أسعار الفائدة إلى جانب السياسة الاقتصادية الكلية وبذلك يكون TCEC أقل استقرار في المدى الطويل.

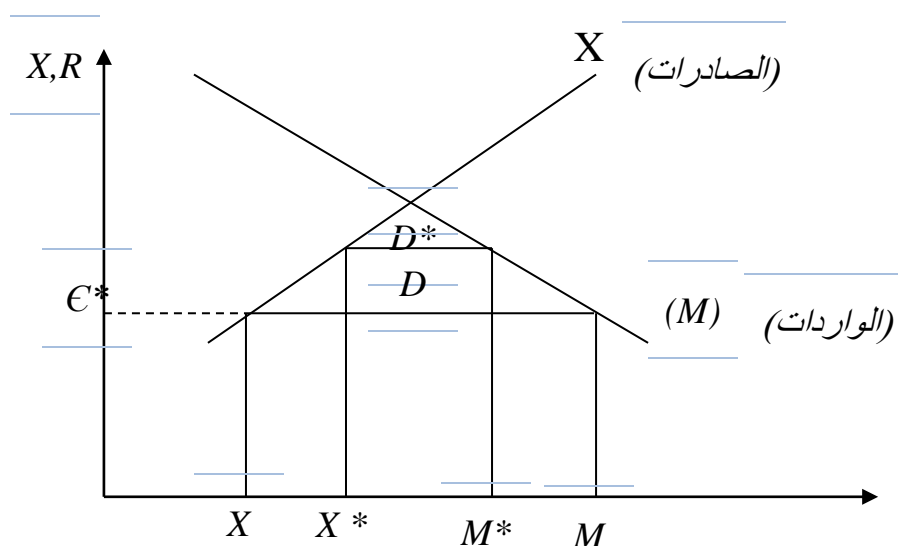
ج- سعر صرف التوازن الأساسي (taux de change d'équilibre fondamental) : (TCEF):

وهو يسمح لنا بمعرفة هل العملة مبالغ أو مقيمة بغير قيمتها (sur ou sous évaluée) فهو عكس (TCEC)، يكون التوازن على المدى الطويل فهو يخلق فائض أو عجز جازي يساوي تدفق رؤوس الأموال في فترة محددة بشرط مباشرة الدولة لتحقيق أهدافها من خلال تحقيق التوازن الداخلي دون تبني تدابير حمائية ويمكن لـ (TCEF) التغير من خلال حدوث تغيرات على عرض وطلب السلع القابلة للتبادل أو تغير الإنتاجية أو اكتشاف موارد طبيعية جديدة (مثل : حالة العلة الهولندية).

1- مفهوم المرونات لقياس سعر الصرف التوازني :

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

الشكل (02): سعر الصرف التوازني على أساس المرونات



المصدر: د. بلقاسم العباس: « سياسات أسعار الصرف », إصدارات جسر التنمية، المعهد العربي

للتخطيط-الكويت، العدد 23 نوفمبر 2003، ص 6

إذا كان الميزان التجاري D أكبر من D^* فإن سعر الصرف الحقيقي يكون أقل من سعر الصرف

التوازني ويمكن حساب المستويات التوازنية للصادرات x^* والواردات M^* كالتالي:

$$\frac{X - X^*}{X} = \epsilon_E \frac{\epsilon - \epsilon^*}{\epsilon}$$

$$\frac{M - M^*}{M} = \epsilon_M \frac{\epsilon - \epsilon^*}{\epsilon}$$

التغير الضروري في الميزان التجاري والتغير في سعر الصرف

$$D - D^* = (M - M^*) - (X - X^*)$$

$$= (\epsilon_E E - \epsilon_M M) (\epsilon^* - \epsilon) / \epsilon$$

ومنه يمكن إيجاد حل للمعادلة وحساب سعر الصرف التوازني كالتالي:

$$\epsilon^* = \epsilon \left[1 + \frac{(D - D^*)}{(\epsilon_E X - \epsilon_M M)} \right]$$

بما أن $\varepsilon_M < 0$ فإن المقام دائما موجب ومنه تخفيض العجز في الميزان التجاري $D - D^* > 0$ يتطلب تخفيض (رفع) سعر الصرف الحقيقي، هذه المعادلة لا يمكن أن تستعمل لحساب سعر الصرف التوازني

$$e^* = e \left[1 + \frac{(D - D^*)}{(\varepsilon_E E - \varepsilon_M M)} \right] \quad \text{الاسمي}$$

تتطلب هذه المعادلة معرفة D^* مستوى العجز القابل للاستدامة وكذلك تقدير مرونة الصادرات والواردات واستعمال قيم معروفة من الأدبيات الاقتصادية.

$$(\varepsilon_M = X \quad \varepsilon_E = 1)$$

حيث D : الميزان التجاري، D^* : مستوى العجز في الميزان التجاري القابل للاستدامة، X : الصادرات ، M : الواردات ، x^* : المستوى التوازني للصادرات ، M^* : المستوى التوازني للواردات ، :سعر الصرف الحقيقي، e^* : سعر الصرف الاسمي التوازني، ε_M مرونة الصادرات، ε_E مرونة الواردات.

2- النظريات المحددة لسعر الصرف :

سوف نتناول مختلف النظريات التي تفسر لنا كيفية تحديد سعر الصرف ومن أهمها نظرية تعادل القوى الشرائية، النظرية النقدية، نظرية الخلل في ميزان المدفوعات... الخ فكل نظرية لها نموذجها الخاص بها.

1-2 نظرية تعادل القوى الشرائية (PPA) : وقد طرح مبدأ تعادل القوى الشرائية لأول مرة في 1916 من

طرف الاقتصادي السويدي جوستاف كاسيل « G. Cassel » من أجل إيجاد حل أو جواب على السؤال المطروح في ذلك الوقت وهو : في أي معدل يتم تثبيت العملة المتضررة من التضخم؟.

وتنطلق هذه النظرية من افتراض سهل وهو : على المدى الطويل فإن قيمة العملة تتحدد على أساس ما يمكن أن تحصل عليه من سلع وخدمات أي قدرتها الشرائية المحلية مقارنة بقوتها الشرائية الخارجية، أي

أن العلاقة بين عملة دولة معينة وعملة دولة أخرى تكون على أساس الأسعار السائدة في كل من الدولتين وتستعمل حالياً نظرية تعادل القوى الشرائية في مقارنة المستويات المعيشية للدول.

لنظرية تعادل القوى الشرائية صورتان، صورة مطلقة وصورة نسبية وسنتطرق بالتفصيل لكلا الصورتين :

1-2-1 الصورة المطلقة لنظرية تعادل القوة الشرائية : ففي هذه الحالة أو الصورة سعر الصرف يتوقف على القوة الشرائية للعملتين ويتحدد سعر للصرف بإيجاد النسبة بين مؤشرات الأسعار بين البلدين.

ويعبر عن سعر الصرف المحدد بمستويات مؤشري الأسعار المحلية والأجنبية من خلال المعادلة التالية :

$$\text{سعر الصرف} = \frac{\text{مستوى الأسعار المحلية}}{\text{مستوى الأسعار الأجنبية}}$$

$$E = \frac{P}{P^*}$$

E : سعر الصرف.

P : سعر سلة السلع بالعملة المحلية.

P* : سعر نفس سلة السلع بالعملة الأجنبية.

وتتحقق الصورة المطلقة لنظرية تعادل القوة الشرائية عند عدم وجود قيود وحواجز للتجارة الدولية (حواجز جمركية، حواجز أو قيود غير جمركية).

وتعطي العلاقة الموضحة للصورة المطلقة نتيجة أخرى وهي توحيد أسعار السلع والخدمات في مختلف الدول أي أن مستوى السعر المحلي يساوي ناتج سعر العملة الأجنبية مقوما بالعملة المحلية ومستوى السعر الأجنبي :

$$\text{مؤشر الأسعار المحلية} = \text{سعر الصرف} \times \text{مؤشر الأسعار الأجنبية}$$

ويمكن كتابة معادلة نظرية تعادل القوة الشرائية في صورتها المطلقة كالتالي :

$$E = h \cdot \frac{P}{P^*}$$

حيث h يمثل ثابت يعكس أثر الحواجز والقيود على حرية التجارة والمنافسة وفي الصورة المطلقة يكون $h=1$ وفي حالة $h \neq 1$ فإن الصورة المطلقة تصبح غير محققة وتنتقل إلى الصورة الثانية وهي الصورة النسبية.

2-1-2 الصورة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية :

فالصورة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية تعتبر كمكملة للصورة المطلقة فالانتقادات التي تعرضت لها الصورة المطلقة التي سيتم التطرق إليها بعد عرض الصورة النسبية وأهمها صعوبة تطبيق الصورة المطلقة في الواقع وتحديد سعر الصرف على أساسها جاءت الصورة النسبية فهي تراعي التغيرات التي تحدث لسعر الصرف التوازني من وقت إلى آخر، فحسب النظرية يتحقق سعر التوازن لما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع معدل التغير في النسبة بين الأسعار وإذا وجدت معدلات مختلفة من التضخم المحلي فإن سعر الصرف سيتحرك حتى تتساوى الفروق بين هذه المعدلات بحيث سعر الصرف التوازني هو عبارة عن جداء نسبة التغير في سعر الصرف مع سعر الصرف السابق وتعتبر نسبة التغير في سعر الصرف عن الفارق بين التضخم المحلي ونسبة التضخم الأجنبي فعند ارتفاع أسعار المنتجات في الدولة 1 مثلاً وبقاء مستوى الأسعار في الدولة 2 على حاله فإنه يزداد الطلب على سلع الدولة 2 وبالتالي على عملتها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها وهكذا يحدث التوازن بين الدولتين من خلال هذا السعر الجديد.

- وقد تعرضت هذه النظرية إلى عدة انتقادات وتحاليل وذلك لاعتبارها أول نظرية تسمح بتحديد سعر الصرف عن طريق تحليل العوامل المؤثرة فيه وسوف نتطرق إلى أهم الانتقادات.

أهم الانتقادات التي وجهت إلى النظرية :

أ- إهمال النظرية لعوامل أخرى مؤثرة أو تؤثر على تحديد سعر الصرف مثل : مستوى الدخل وسعر الفائدة بين الدول وأثر المضاربة، فمع زيادة مستوى الدخل يزداد معه الطلب على المنتوجات المستوردة مما يزيد في الطلب على العملة الأجنبية في أسواق الصرف وتؤثر أسعار الفائدة على حركة رؤوس الأموال

في الأسواق المالية التي بدورها تؤثر على اتجاه سعر الصرف وتؤثر المضاربة كذلك من خلال زيادة الطلب أو نقص الطلب على العملة مما يؤدي إلى تأثير على سعر صرفها فكل هذه العوامل تؤثر تأثيرا هاما على تحديد سعر الصرف.

تفترض النظرية أن سعر الصرف لا يؤثر على القوة الشرائية للعملة وإنما تغير القوة الشرائية يؤثر على سعر الصرف، ولكن تجارب بعض الدول أثبتت عكس هذا الافتراض بحيث أنه حدث في هذه الدول تغير في سعر الصرف ثم أعقبه تغير في القوة الشرائية.

ج- تلزم هذه النظرية اختيار فترة أو سنة أساس ويكمن النقد في صعوبة اختيار فترة الأساس لتحديد الأرقام القياسية.

د- لا تسمح هذه النظرية بربط سعر الصرف بالوضع الاقتصادية للدولة بحيث هي تهمل الوضعية الخارجية للدولة وذلك بافتراض ثبات سعر الصرف الحقيقي وهو افتراض صعب التحقق بحيث هناك تغيرات كبيرة في التعادلات الحقيقية ولهذا تبنى الاقتصاديون هذه النظرية على المدى الطويل فقط.

هـ- اعتماد هذه النظرية على استخدام الأرقام القياسية للتعبير عن تغيرات القوة الشرائية ولكن يوجد عدة أرقام قياسية تعبر عن تغيرات المستوى العام للأسعار ولم تحدد النظرية أي رقم قياسي يمكن اعتماده لتقدير سعر الصرف.

و- زيادة على صعوبة اعتماد رقم قياسي فإن الصعوبة تزيد عن مقارنة القوة الشرائية لأكثر من عملتين.

ز- تتجاهل النظرية أثر الرسوم الجمركية وأثر النفقات النقل وشحن السلع من دولة إلى أخرى على سعر الصرف وبالتالي تأثيره على حجم الصادرات والواردات. فرغم هذه الانتقادات فإنها لم تنقص من أهمية النظرية في تحديد سعر الصرف حيث أنها أدت إلى تفسير تحركات سعر الصرف في الأجل الطويل خاصة عند اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول بدرجة كبيرة إلى جانب الاعتماد عليها لمعرفة تقدير تقريبي لسعر الصرف.

2-2 النظرية النقدية :

من أهم النظريات المحددة لسعر الصرف النظرية النقدية، فهي تأتي وراء نظرية تعادل القوة الشرائية التي تطرقنا إليها من حيث الأهمية فهي تفسر تغيرات سعر الصرف من خلال دراسة أثر كل من كمية النقود وسعر الفائدة وسوف نتطرق لكل منها بالتفصيل.

2-2-1 نظرية سعر الفائدة : وترتكز هذه النظرية على أسعار الفائدة، بحيث تعتمد على هذه الأسعار في تفسير تغيرات سعر الصرف فأى تغير أو فارق بين أسعار الفائدة الاسمية لدولتين

فإنه يتبع بتغير في سعر الصرف لتعويض هذا الفارق وتعطي المعادلة التالية :

$$De = i - i^*$$

بحث : De: التغير في سعر الصرف.

i : سعر الفائدة الاسمي المحلي

i : سعر الفائدة الاسمي للدولة الأجنبية،

فتغير أسعار الفائدة له تأثير كبير على حركة رؤوس الأموال بحيث زيادة أسعار الفائدة المحلية لدولة ما تسمح بجلب رؤوس الأموال الخارجية التي تبحث عن توظيف أحسن وعائد أكبر فهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة الدولة التي زادت فيها أسعار الفائدة وبالتالي ارتفاع سعر صرفها، أما في حالة انخفاض أسعار أو سعر الفائدة المحلي فسيؤدي إلى زيادة العرض من العملة المحلية وخروج رؤوس الأموال بحثا عن توظيف أحسن مما يؤدي إلى انخفاض سعر صرفها. فأسعار الفائدة تتأثر كذلك بالمعروض النقدي.

- يمكن الإشارة أن تطبيق نظرية سعر الفائدة يستلزم سوق مالي تنافسي مع الحرية الكاملة لحركة رؤوس الأموال دخولا وخروجا.

2-2-2 نظرية كمية النقود : وترتكز هذه النظرية على المعروض النقدي لتفسير تغيرات سعر الصرف، بحيث أن زيادة المعروض النقدي وزيادة سرعة تداوله في الاقتصاد المحلي يؤدي إلى زيادة الأسعار المحلية و

الذي بدوره ينعكس على تنافسية الدولة بحيث تصبح صادراتها مرتفعة الأسعار أي ارتفاع تكاليف الصادرات وبالتالي انخفاض الطلب عليها في الأسواق العالمية وزيادة الطلب على السلع الخارجية التي تصبح منخفضة أو أكثر تنافسية أمام السلع المحلية مما يؤدي إلى زيادة الاستيراد وبالتالي زيادة الطلب على العملة الأجنبية مما يؤدي إلى تدهور سعر صرف العملة الوطنية، ويحدث العكس في حالة انخفاض المعروض النقدي وسرعة تداوله بحيث تنخفض تكاليف الصادرات وتصبح السلع المحلية أكثر تنافسية مع السلع الخارجية مما يزيد من صادرات الدولة من سلع وخدمات وبالتالي زيادة الطلب على العملة المحلية أي ارتفاع وتحسن سعر صرفها.

وقد أتى فيشر بإضافة إلى نظرية كمية النقود بحيث يرى أن قيمة النقود المتداولة في

السوق يجب أن تساوي قيمة السلع والخدمات وهي ممثلة في المعادلة التالية :

$$MV = PT$$

بحث : M : تمثل كمية النقود.

V : سرعة تداول النقود.

P : المستوى العام للأسعار.

T : كمية المبادلات (الحجم).

أي استخلص فيشر أن هناك علاقة طردية بين كمية النقود والأسعار فكلما زادت كمية النقود زادت معها الأسعار والعكس صحيح.

ويمكن الإشارة أن النظرية النقدية تتحقق في ظل سوق حرة وأن تغير المعروض النقدي

العالمي من الاحتياطات الدولية يؤثر بشكل غير مباشر على أسعار الصرف بحيث يؤثر هذا التغير

على المعروض النقدي المحلي وبالتالي على الأسعار المحلية وتكلفة الصادرات وهذا ما يؤدي إلى

التأثير على أسعار الصرف، إلى جانب استخدام هذه النظرية في التحكم في الإصدار النقدي

للسلطات النقدية بحيث أن المبالغة في الإصدار النقدي يؤدي إلى زيادة الأسعار وتدهور قيمة العملة مما يؤدي بالسلطات النقدية إلى خفض والتحكم في الإصدار النقدي لتحقيق توازن السوق والاقتصاد.

2-3 نظرية ميزان المدفوعات :

وقد أتى بنظرية ميزان المدفوعات (J. Williamson) جون وليامسون في 1983 بحيث يحدد سعر الصرف على أساس النتيجة المحققة لميزان المدفوعات وفق 3 مراحل كالتالي :

المرحلة 1 و 2 : تقييم وضعية الميزان الجاري على أساس سعر الصرف القائم ثم تقدير معيار للتوازن الهيكلي لكل من المتغيرات التالية : (الادخار، الاستثمار الداخلي، تثبيت حجم الأصول الخارجية أو الأجنبية ورؤوس الأموال) التي تعكس توازن ميزان المدفوعات بحيث يختلف معيار التوازن الهيكلي (تقدير النتيجة النهائية لميزان العمليات الجارية) من اقتصاد إلى آخر حسب معدل النمو، الوضعية المالية، الهيكل الديمغرافي.

المرحلة 3 : المرحلة 3 تكمن في تقدير التغير الضروري لسعر الصرف لحدوث توازن ميزان المدفوعات والوصول إلى تحقيق معيار التوازن الهيكلي المحدد في المرحلة 2.

فاعتماد هذه النظرية على نتيجة ميزان المدفوعات من خلال تفسير تأثير وضعية النتيجة النهائية لميزان المدفوعات على سعر الصرف بحيث في حالة تحقيق فائض في المعاملات الخارجية للدولة فإن هذا يعني زيادة الطلب على عملتها الوطنية وبالتالي ارتفاع قيمتها أمام العملات الأجنبية الذي يزيد عرضها وبالتالي ترتفع أسعار سلعها وتزيد تكلفة السلع الموجهة للتصدير وتتناقص تنافسية الدولة، وبالتالي انخفاض الطلب على سلعها مما يؤدي إلى تناقص الفائض تدريجيا حتى التوازن والعكس يحدث في حالة تحقيق عجز بحيث تنخفض قيمة العملة وتصبح الدولة أكثر تنافسية أي سلعها الموجهة للتصدير تزيد قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية وذلك لانخفاض تكاليف الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذه

السلع وبالتالي تزيد معه الصادرات ويتناقص العجز المسجل على ميزان المدفوعات تدريجيا. وبالتالي يمكن لمرونة أسعار الصرف أن تلعب دورا مهما في معالجة الاختلالات في موازين المدفوعات.

- ولكن لاقت هذه النظرية بعض الانتقادات التي قللت نوعا ما من أهميتها وهي : أنها تتطلب معطيات وإحصائيات متعددة ومختلفة إلى جانب صعوبة تقدير معيار التوازن الهيكلي على أساس المتغيرات المذكورة سابقا أي أنها تعتبر معقدة نوعا ما.

4-2 نظرية مستوى الإنتاجية :

وتعتمد هذه النظرية على تفسير تغيرات سعر الصرف على مستوى الإنتاجية بحيث عند ارتفاع مستوى الإنتاجية في دولة ما فهذا يجعل رؤوس الأموال الأجنبية تتجه نحو هذه الدولة بغرض الاستثمار في العمليات الإنتاجية أي زيادة الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرفها، وهناك نتيجة ثانية لارتفاع مستوى الإنتاجية بحيث تسمح هذه الزيادة في الإنتاج بتخفيض تكاليف المنتوجات وبالتالي زيادة تنافسية السلع المحلية في الأسواق الدولية وزيادة الطلب عليها أي زيادة صادرات الدولة وينتج عليه زيادة الطلب على العملة المحلية مما يدفع إلى زيادة قيمة العملة ويحدث العكس في حالة انخفاض مستوى الإنتاجية.

5-2 نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية :

وتهتم هذه النظرية بتحديد سعر الصرف المتوازن وتعتمد على حرية الأسواق في تحقيق التوازن لكل من سعر الصرف وميزان المدفوعات بحيث تعتمد هذه النظرية على دراسة محددات سعر الصرف في الأجل القصير تم ضبط المعدل الفعلي لآثار العوامل المؤقتة بغية الوصول إلى تقدير لسعر التوازن في الأجل الطويل، ويتم دراسة هذه النظرية بالاعتماد على دور سعر الصرف في موازنة الطلب الأجنبي على الأصول المالية المحلية والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية بحيث أن سعر الصرف يتأثر كلما حدثت

تغيرات على مستوى الأسواق المالية وتتوقف قيمته على التغيرات التي تحدث في قيمة ما تمتلكه الدولة من أصول مالية مقارنة بالتغيرات التي تحدث في قيمة ما يملكه الأجانب من أصول مالية.

وقد لاقى هذه النظرية عدة انتقادات جعلتها صعبة التطبيق عمليا فهي تشترط عدم تدخل الدولة في سوق النقد الأجنبي أي حرية السوق إلى جانب كونها معقدة، وعلى أي حال كما قال الدكتور حمدي عبد العظيم فإن الاتجاه الدولي حاليا نحو حرية الأسواق المالية والعمولة وتعويم أسعار الصرف وتحرير التجارة الدولية فإنه يمكن تطبيق هذه النظرية وتقدير سعر الصرف.

المحاضرة العاشرة : أنظمة سعر الصرف

مند انهيار نظام بريتون وودز لأسعار الصرف في بداية السبعينات وإقرار حرية كل دولة في اختيار نظام سعر صرف خاص بها غيرت عدة دول سياسة سعر صرفها، بحيث اختارت بعض الدول نظام صرف مرنا أو عائم واختارت دول أخرى نظاما ثابتا للصرف، وهذه الاختيارات كانت تهدف إلى مواجهة الحركية المتزايدة لرؤوس الأموال والآثار السلبية لتقلبات أسعار صرفها، بحيث تعد سياسات أسعار الصرف من ضمن السياسات الفعالة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم بهدف إدارة الاقتصاد الوطني والتحكم في المعدلات التضخم وتصحيح الاختلالات الهيكلية والحفاظ على القدرة التنافسية للدولة.

المطلب الأول : أنظمة سعر الصرف .

1- نظام الصرف الثابت : (Régime de change fixe) :

في نظام الصرف الثابت يتم ربط العملة الوطنية وتثبيتها بقيمة تعادل مقابل عملة أجنبية أو بسلة من العملات الأجنبية حيث الأوزان تعكس الوزن النسبي للتجارة، فاختيار عملة الربط لبلد معين يتم استنادا إلى المعرفة بالعملة أو العملات التي تعقد بها معظم صفقات هذا البلد، ففي الحقيقة لا يكون سعر الصرف المحدد ثابتا بصفة دائمة حيث أن السلطات النقدية تثبت العملة وتغير قيمة تعادلها عند الحاجة، فمن أجل العمل الجيد لنظام الصرف الثابت يجب على الدولة أن تلتزم التزاما كلياً بالدفاع على قيمة تعادل العملة سواء في حالة تعرضها لصدمات داخلية أو خارجية وأن تتوفر أو تكون لديها احتياطات صرف كافية من أجل رد عمليات المضاربة ضد العملة، كما تستطيع تغيير قيمة تعادل عملتها فعندما ترفع من سعر الصرف فإنها تقوم بتخفيض عملتها وعندما تنقص من سعر صرفها فإنها تقوم بإعادة تقييمها بما بين هذين النظامين يوجد درجات مختلفة من الارتباط أو التثبيت وهي أهم الصور أو الحالات التي يكون عليها نظام الصرف الثابت :

1-1) أسعار صرف ثابتة بحق : Régime de change fixe pur :

وفي هذه الحالة تلتزم السلطات النقدية أو البنك المركزي التزاما كليا بالحفاظ على قيمة سعر الصرف المثبتة وتتدخل بشراء وبيع العملات الأجنبية اللازمة للحفاظ على القيمة المثبتة.

2-1) صندوق الإصدار أو (مجالس العملة) : (caisse d'émission) :

وهو نظام نقدي بموجبه تلتزم دولة ما وبصفة صريحة منصوصة في القانون بصرف عملتها الوطنية بمعدل ثابت مقابل عملة صعبة، هذا التعهد أو هذا الالتزام يفرض قيودا على السلطة التي أصدرت هذه العملة من أجل ضمان الالتزامات التي يفرضها القانون وهو يتميز بعدة خصائص أهمها :

- الكتلة النقدية المتداولة يجب أن تكون مضمونة بقيمة تفوقها أو تساويها على الأقل من احتياطات الصرف (احتياط العملة التي يتم الربط بها مثل الدولار).
- لا تستطيع السلطات النقدية إصدار مزيد من النقود دون أن تزيد مقابله نسبة احتياطاتها من عملة الربط، ولا تستطيع تمويل عجز الميزانية ومساعدة المؤسسات المهددة بالإفلاس).

3-1) اتحادات العملة : Union Monétaire :

ويعد من الحالات الأكثر ثبات وصرامة بحيث أن أسعار صرف الدول الداخلة في هذا الاتحاد تكون غير قابلة للتغير فيما بينها فقد تكون الدولة عضوا في اتحاد نقدي أو عضو في آلية تعاون نقدي اتخذ عملة مشتركة، أي توجد وحدة نقدية تعتبر العملة الوحيدة التي يحدد بها معدل الصرف في الدولة وبالتالي يتم التنازل عن العملة المحلية وتبني عملة أجنبية أخرى مثل (الدولة).

2- نظام الصرف المرن أو العائم) : (Régime de change flottant) :

- ومن مؤيدي نظام الصرف المرن الاقتصادي فريدمان friedman فهو يقول أن نظام الصرف المرن يتفوق على نظام الصرف الثابت، فهذا التفوق يكمن في أن مرونة سعر الصرف تحقق هدفين أساسيين هما :

- تجارة دولية بلا حدود.

- الحرية لكل بلد في اختيار السياسة أو الطريقة التي تحقق الاستقرار والتوازن الداخلي للبلد.

فهدف كل نظام نقدي دولي حسب فريدمان هو تشجيع وقيام تجارة متعددة الأطراف بدون حواجز والشرط الأساسي للسير الحسن لهذه التجارة هو الحرية في تحويل العملات والأداة الأساسية لتحقيق التوازن هي حرية حركة رؤوس الأموال، بحيث يضع فريدمان ثقة كبيرة في المضاربة التي تعمل على التعديل أو التحقيق التوازن (La spéculation stabilisatrice)

- فنظام الصرف المرن يترك تحديد أسعار الصرف إلى قوى السوق بالكامل ومع مرور الزمن يتغير سعر الصرف بين عملتين تبعاً لتغيرات عرض العملتين المعنيتين والطلب عليهما ويؤدي ذلك نظرياً إلى الحصول على سعر صرف متوازن، مما يعطي الدولة الحرية بمتابعة السياسات المحلية المطلوبة من دون قيود خارجية فتتحسن العملة عندما ترتفع قيمتها (زيادة الطلب عليها) وتراجع عندما تخسر من قيمتها (ينخفض الطلب عليها)، وهناك كذلك حالتين أو صورتين لنظام الصرف المرن :

1-2) نظام الصرف المرن الحر: (التعويم الحر):

ففي حالة التعويم الحر يتم تحديد سعر الصرف حسب تقلبات العرض والطلب أي أن قيمته تتحدد في السوق وكل تدخل في السوق من طرف السلطات النقدية لا يهدف إلى التأثير على معدل الصرف وإنما من أجل الحيلولة دون التقلبات غير المرغوبة وليس هدفها أن يكون معدل الصرف في مستوى معين.

2-2) نظام الصرف المرن المدار: (التعويم الحر المدار):

وهنا كذلك يتم تحديد سعر الصرف في السوق حسب العرض والطلب على العملة ولكن يتميز هذا النظام (التعويم المدار) عن التعويم الحر أنه يسمح بتأثير السلطات النقدية على تحركات معدل الصرف بتدخلاتها الفعالة في سوق الصرف دون تخصيص ودون إعلان مسبق عن مسار معدل الصرف.

3- نظام الصرف الوسيطى :

ومن مؤيدي هذا النظام الاقتصادي Krugman 1992 وWilliamson 2000 بحيث يرون أن نظام صرف وسيطى يعتبر أحسن من نظام صرف ثابت أو نظام صرف مرن، فنظام سعر صرف وسيطى هو مزيج بين نظامين (نظام الصرف الثابت ونظام الصرف المرن) فهو يأخذ الاستقرار من نظام الصرف الثابت واستقلالية السياسة النقدية من نظام الصرف المرن، ولنظام الصرف الوسيطى كذلك عدة أشكال أو صور :

1-3) نظام صرف قابل للتعديل : « Adjustable Peg » .

وهو نظام صرف ثابت ولكن قابل للتعديل في حالة إذا ما حدث اختلال كبير للميزان التجارى ويسمح بتعديل فروقات التضخم بين الدولة ودولة الربط ويتميز بـ 3 خصائص :

- 1- الدولة هي الوحيدة التي لها صلاحية تعديل قيمة تعادل العملة المثبتة.
- 2- يتم اتخاذ قرار تعديل العملات من طرف مجموعة من الدول من خلال مفاوضات جماعية.
- 3- يتم دراسة المؤشرات الاقتصادية الهامة : مثل نتيجة ميزان المدفوعات مؤشر الأسعار... إلخ للسماح للدولة بتقدير والتنبؤ بنسبة التعديل ووقت تطبيق التعديل.

2-3) الربط المتحرك : Parité glissante (ou crawling Peg) :

ويعتبر كذلك نظام صرف ثابت مثل نظام الصرف القابل للتعديل، ولكن هنا تنص سياسة الصرف على قيام الدولة بتخفيضات بصفة متكررة ولكن بنسبة صغيرة كل شهر أو أسبوع أو كلما كان ذلك ضروريا حسب معايير وشروط محددة، ويتم تعديل قيمة العملات أوتوماتيكيا وذلك بترجيح الأسعار بالمؤشرات.

3-3) الربط بسلة العملات :

وفي هذا النظام يتم ربط العملة المحلية بسلة من العملات وليس بعملة أجنبية واحدة، فإما أن تختار الدولة أن تربط عملتها بحقوق السحب الخاصة التي هي عبارة عن سلة يصدرها صندوق النقد الدولي من عملات لأكبر الدول الاقتصادية وأهم العملات العالمية لكل منها وزن معين أو تختار ربط عملتها بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين للبلد.

(4-3) منطقة محددة أو ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة :

ففي هذا النظام تحدد الدولة الحد الأعلى والحد الأدنى الذي يمكن أن يبلغه سعر الصرف، فتسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش ولا تتدخل الدولة طالما لم يتجاوز الهامش المحدد ولكن تتدخل الدولة (السلطات النقدية) لمنع تجاوز سعر الصرف الهامش المحدد.

- ففي العموم نجد في الأخير أن أنظمة الصرف تنقسم في مجملها إلى نظامين :

نظام الصرف الثابت ونظام الصرف المرن فالعامل الرئيسي الذي يقف ضد نظام الصرف الوسيط هو التجربة المريرة فيما يتعلق بالربط القابل للتعديل في إطار نظام بريتون وودز الذي انهار أمام هجمات المضاربة، وكذلك الأزمات الأسيوية الأخيرة التي سوف نتطرق إليها فيما بعد، فكانت معظم الدول تتبنى ترتيبات للربط المتحرك وهذا ما دفع بعدة اقتصاديين إلى حصر خيار نظام الصرف في الثابت (تثبيت قيمة العملة) أو المرونة (ترك قيمة العمة تحدد من طرف قوى السوق) مع أن الوطنية. وفي الجدول (3) الموالي هناك وصف عام لنظم سعر الصرف الأجنبي :

الجدول (1): وصف عام لنظم سعر الصرف الأجنبي

النظام	الوصف	الملاحظات
التعويم الحر Free Float	حرية كاملة لقوى السوق.	رغم إمكانية تطبيقه من الناحية النظرية إلا أنه عمليا من النادر استمراره لفترة طويلة حيث يرغب البنك المركزي في العادة في التدخل بدرجة محدودة.
التعويم المدار Managed Float	يتدخل البنك المركزي ولكن عادة للحد من التقلبات فقط.	شائع الوجود، المشكلة أن البنك المركزي لا يعرف ما إذا كانت حركة سعر الصرف هي تقلب قصير الأجل أم علامة على وجود اتجاه أساسي.
الربط مع الزحف Crawling Peg	يتدخل البنك المركزي في تحقيق تعديل خاضع للسيطرة في سعر الصرف وعادة ما يكون ذلك بصورة مستمرة.	موجود بصورة أكثر شيوعا ولكن مستمر فقط في حالة اتفاق السوق مع رؤية البنك المركزي لتعديل مسار المعدل، ويمكن أن تكون الإصلاحات وفقا لصيغة ما. مثال: لتأثير على الربط بسلة من العملات أو لتعكس اختلاف معدلات التضخم مع الدول المنافسة، وعادة ما يتم نشر صيغة أو قواعد التعديل الأخرى.
ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة fixed with margin or target Zone	يسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش ولكن يتدخل البنك المركزي لمنع المعدل من تعدي هذا الهامش.	مثل نظام النقد الأوروبي الذي يعمل في ظل هامش يتراوح بين حدي 10,5% و 15% فإذا ما اقترب المعدل أو وصل للحد فإن البنك المركزي يواجه اختيارات أو تحديات كما هو الحال في نظام الصرف الثابت.
ثابت ولكن قابل للتعديل fixed but adjustable	ثابت، (ويتدخل البنك المركزي إذا لزم ذلك) لفترات ممتدة، وهو وإن كان في حدود هامش ضيقة إلا أنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها.	نظام Bretton Woods حيث كان الحد الأقصى الهامش التقلبات 1% على أي من جانبي النسبة المعلنة مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 1945-1972.
ثابت من قبل البنك المركزي fixed by central Bank	يعد نسخة أكثر صرامة وأشد من نظام ثابت ولكن قابل للتعديل. fixed but adjustable.	يقصد الثبات الدائم Indefinite Fixity ولكن لا يمكن ضمانه، قد يكون الإصلاح ضروريا حتى وإن يتم صراحة الاعتراف بإمكانية قياسه، خلافا لذلك يخطر التدخل نادرا هذه الأيام ولكن قد يظهر كمقدمة للاتحاد النقدي الأوروبي. بعض الأمثلة التاريخية لإرجاء الثابت إذا ما كانت هناك تعبئة منخفضة أو قيود على رأس المال (مثال: الجنيه البريطاني والجنيه الأيرلندي حتى 1979).
ثابت بمجلس النقد (معياري الذهب) fixed by currency bond or gold standard	النقود الأساسية [= العملة + ميزانية البنوك لدى البنك المركزي] ولا بد من تغطيتها بالكامل بالعملة الأجنبية (الذهب) عند معدل ثابت.	نظام آلي وصارم يضمن تحول النقود الأساسية عند معدل ثابت ومن ثم بالمراجعة أو الموازنة arbitrage يتضمن سعر قريب من معدل السوق إلا أن الضغط على مكان آخر داخل الاقتصاد (مثال: على البنوك، الأنشطة أو الأسعار) قد يزيد الضغوط السياسية لتغيير المعدل أو للتنازل عن نظام مجلس النقد.
عملة موحدة unified currency	التنازل عن العملة المستقلة وإتباع عملة أخرى.	وهنا يظهر تساؤل حول ما إذا كانت الدولة تابعة بالكامل لدولة أخرى في تحديد السياسة النقدية ونيل الرسوم أو يسمح لها بحصة.

المصدر: محمود محي الدين وأحمد كجوك: "سياسات سعر الصرف في مصر" مداخلة في ندوة: "نظم وسياسات أسعار الصرف" نظمها صندوق النقد العربي في 16-17 ديسمبر 2002، ص 212.

4- أهم أنظمة الصرف الحالية وتصنيفها :

* النظام النقدي الدولي حاليا يتكون من عملة 187 دولة ومن عملة خاصة بصندوق النقد الدولي إلى جانب عملة موحدة جديدة هي اليورو، فكل هذه العملات تربطها وتنظمها أنظمة صرف معقدة ومختلفة وأهمها نظام الصرف الثابت والمرن والوسيطي، ولكن نظام الصرف الثابت لم يعد الآن النظام المسيطر على نظام النقد الدولي حيث كانت أغلبية الدول تتبع نظام الصرف الثابت حتى بداية السبعينيات ففي سنة 1975، 87% من الدول النامية كانت تتبنى نظام صرف ثابت عن طريق ربط عملتها بالدولار أو الفرنك الفرنسي، وفي سنة 1996 انخفض عدد الدول المتبعة لهذا النظام إلى أقل من 50%، أما من حيث التجارة الدولية فالتغيير كان معتبرا بحيث في سنة 1975 كانت الدول التي تتبع نظام الصرف الثابت تمثل 70% من حجم التجارة الخارجية في حين تقهقرت هذه النسبة إلى أقل من 20% في 1996. وقد اتبعت عدة دول كذلك نظام الصرف الوسيط بعد خروجها عن نظام الصرف الثابت وكان توزيع أنظمة الصرف في سنة 2004 كالتالي:

الجدول (2): توزيع أنظمة الصرف في سنة 2004.

عدد الدول	نظام الصرف
	- نظام صرف مرن حر
26	- نظام صرف ثابت
49	- نظام صرف ثابت قابل للتعديل
53	- نظام صرف ثابت محدد
6	- اتحاد نقدي
32	- صندوق إصدار
7	- دولرة
9	- الربط المتحرك crowling Peg
5	
187	المجموع

المصدر: صندوق النقد الدولي

* فهذا التوزيع أو التصنيف لأنظمة صرف الدولية هو التصنيف القانوني أو الرسمي، فهنا تصنف البلدان وفقا لما تعلنه الدولة وهو تصنيف الصندوق النقد الدولي وهناك تصنيف آخر لأنظمة الصرف وهو التصنيف الفعلي، وهو ما اتبعه عدة مؤلفين واقتصاديين فهم يفترضون أن البلدان لا تفعل بالضبط ما تقول أنها تفعله لأسباب منها الخوف من التعويم وانعدام الموثوقية، ويتم استخلاص نظام سعر الصرف الفعلي المتبع من طرف الدولة عن طريق ملاحظة تغييرات أسعار الصرف والاحتياطات الدولية ومتغيرات أخرى، ومن أهم الدراسات التي استخدمت التصنيف القانوني لنظم الصرف دراسة فيشر 2001 (fischer 2001) الذي توصل إلى أن نسبة البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي تتبع نظام صرف وسيطي انخفضت في الفترة (1991 حتى 1999) من 62% أي 98 بلدا إلى 34% أي 64 بلدا وارتفعت نسبة البلدان التي تأخذ بالتعويم من 23% (36 بلدا) إلى 42% (76 دولة)، وارتفعت كذلك نسبة البلدان الأعضاء التي أخذت الربط الجامد من 16% (25 بلدا) إلى 24% (45 بلدا). أما مؤيدي نهج نظام

الصرف الفعلي فهم يشككون في هذه النتائج، فهناك اختلاف كبير بين ما تقول البلدان إنها تفعله وبين ما تفعله، لأن الكثير من البلدان التي تأخذ بعملية الربط تجري في أحيان كثيرة عمليات تعديل وهي في الحقيقة تتبع الربط المرن وأن كثير من البلدان التي تأخذ بالتعويم تتردد في ترك الحرية للسوق لتحديد سعر صرفها، ولعل أهم دراسة استخدمت تصنيف نظام الصرف على أساس فعلي هي دراسة (2002) Rienhardt and Rogoff فهما قدما مخططا به 15 فئة لتصنيف نظم سعر الصرف وكانت النتائج التي توصلوا إليها نتائج قيمة:

- ينبغي تصنيف 45% من جميع نظم الربط بعد عام 1970 على أنها تعويم موجه أو مرونة محدودة أو تعويم حر أو نظم سعر صرف آخذة في الانخفاض.

- في الثمانينات والتسعينات كان 53% من نظم التعويم الموجه عبارة عن ربط فعلي أو ربط زاحف.
- الأدلة الرسمية على أداء أسعار الصرف المعومة تعويما حرا مضللة أي أن الدراسات على أساس التصنيف الرسمي قد بالغت في سلبيات نظام الصرف المرن خاصة بالنسبة لمعدل التضخم ومعدل النمو الاقتصادي.

5- إيجابيات وسلبيات نظام الصرف الثابت :

(1-5) الإيجابيات :

إن اعتماد نظام صرف ثابت يقدم الفوائد التالية :

- إعطاء ثقة بالعملة الوطنية لكونها مربوطة بعملة أخرى قوية أو بسلة عملات.
- يسمح نظام الصرف الثابت بتفادي التقلبات الكبيرة لأسعار الصرف التي عادة ما تكون لها عواقب سلبية، وذلك بالتدخل الدائم للبنك المركزي في أسواق الصرف شراء أو بيعا للعملة المحلية أو العملة الأجنبية حتى يبقى سعر الصرف للعملة الوطنية محافظا على قيمته المحددة أو لا يتجاوز الهامش المحدد.

- درجة الخطر تميل إلى الانخفاض فيما يتعلق بالعقود المالية والتجارية، فهو يعطي نوعاً من الضمان للمصدرين والمستوردين لإبرام صفقات أو عقود على المدى الطويل والمتوسط ضد مخاطر تقلب أسعار الصرف، فقد ساهم في زيادة وتطور نمو وتيرة التجارة الدولية بصفة كبيرة حتى نهاية الستينات.
- انخفاض تكاليف المبادلات أو التحويلات (coûts de transaction) بالنسبة للاستثمار والعمليات التجارية الدولية فالمستثمرين والمتعاملون الاقتصاديون ليسوا بحاجة إلى التغطية ضد مخاطر الصرف.
- يسمح بتحقيق معدل منخفض للتضخم خاصة إذا تم ربط العملة المحلية بعملة دولية لها نسبة تضخم منخفضة وعلى الدولة إتباع سياسات نقدية وضريبية انكماشية.
- زيادة النزعة إلى السيطرة على المؤشرات الاقتصادية الأساسية : وجود إرادة حقيقية عند هذه الدول التي تعتمد نظام صرف ثابت تهدف إلى تقارب وتلاقي مؤشراتهما الاقتصادية الأساسية (أسعار، عجز الميزانية) مع المؤشرات الاقتصادية الأساسية للدول التي تم اتخاذ عملتها كمرجع للتثبيت.

(2-5) السلبيات :

- اعتماد نظام الصرف الثابت له كذلك نتائج سلبية أهمها :
- خسارة استقلالية السياسة النقدية فالدولة تصبح خاضعة للسياسة النقدية للدولة صاحبة العملة المرجعية ، وتفقد السلطات النقدية التحكم في أسعار الفائدة للتأثير على الاقتصاد الوطني.

- في ظل هذا النظام يجب على البنك المركزي الاحتفاظ باحتياطات كبيرة من العملات الصعبة من أجل التدخل لحماية والحفاظ على قيمة تعادل العملة المثبتة.
- الحفاظ على قيمة تعادل ثابتة للعملة قد لا يعكس غالبا الواقع الاقتصادي وبالتالي تكون الدولة المتبعة لنظام الصرف الثابت معرضة لأزمات نقدية.
- إن الاحتفاظ باحتياطات صرف كبيرة يكون له تكاليف فهذا يعني تصخير إيرادات التصدير إلى استثمارات ضعيفة المردودية (سندات الخزينة الأمريكية غالبا) وهو ما ينقص من الاستهلاك والاستثمار المحلي، وتدفع الدولة سعر فائدة عالي على السندات التي تبيعها للحصول على العملة الصعبة.
- مدة التعديل، بحيث أن السلطات النقدية لا تلجأ في حالة اختلال ميزان المدفوعات إلى عملية التخفيض للتعديل، وإنما تضع سياسة ميزانية انكماشية أو تطبق مراقبة الصرف ثم إذا لم تنجح هذه السياسات فإنها تلجأ إلى التخفيض، فإذا خفضت سعر صرف عملتها متأخرة فهذا التخفيض سيزيد من حدة الاختلال وتزيد من حدة التضخم إلى جانب أنها تؤثر كثيرا على احتياطات الصرف نتيجة زيادة المبالغ المخصصة للدفاع عن قيمة تعادل العملة، و في نظام صرف ثابت الصدمات الخارجية تمتص عن طريق التغير في الأسعار والأجور.

6- إيجابيات وسلبيات نظام الصرف المرن :

(1-6) الإيجابيات :

- إن اعتماد نظام صرف مرن يقدم الفوائد التالية :
- تعويم العملة يسمح بإعطاء صورة حقيقية عن الاقتصاد ويسمح بالوصول إلى سعر التوازن.

- البنك المركزي غير مجبر بالاحتفاظ باحتياطات صرف كبيرة لأن تقلبات سعر الصرف تسمح بتنقل وحركية لرؤوس الأموال التي تعدل أليا ميزان المدفوعات، وبالتالي عدم تدخل البنك المركزي من أجل مساندة سعر صرف العملة المحلية.

- لا يشجع على المضاربة لكونه يجعلها معتمدة أكثر على المصادفة.

- الانتقال الدولي لموجات التضخم يصبح محدودا فارتفاع المستوى العام للأسعار لأي دولة كانت يسمح بانخفاض عملتها وهذا الانخفاض يسمح بتغطية التضخم ويسمح بالحفاظ على التوازن التجاري.

- يعطي للدولة استقلالية في السياسة النقدية المتبعة.

فهذه الإيجابيات تجعلنا نقول أن نظام الصرف المرن هو النظام الأمثل ولكن هو كذلك له سلبياته.

2-6) السلبيات :

حسب فريدمان هناك 3 انتقادات أساسية وجهت إلى نظام الصرف المرن هما :

1-2-6) أسعار الصرف المرنة تزيد من درجة عدم التأكد أي عدم الاستقرار:

إن أسعار الصرف المرنة تتميز بعدم الاستقرار وكثرة التذبذب، وبالتالي لا يمكن اتخاذ قرارات مستقبلية إلى جانب زيادة مخاطر الصرف بالنسبة للمستوردين والمصدرين مما يدفعهم إلى تغطية صفقاتهم ضد المخاطر وذلك باللجوء إلى مختلف أسواق الصرف الأجلة التي تطرقنا إليها سابقا مما يجبرهم على تحمل نفقات إضافية مقابل التغطية ضد مخاطر الصرف إلى جانب الصعوبات التي تجدها الدول ذات نظام صرف مرن في اتخاذ إجراءات صارمة لمواجهة التضخم.

2-2-6) أسعار الصرف المرنة والأسعار المحلية :

تؤثر أسعار الصرف المرنة على الأسعار المحلية بحيث أنه لو حصل للدولة أن حققت عجزا في ميزان المدفوعات فهذا ما يؤدي إلى انخفاض سعر صرفها حسب آلية عمل أسعار الصرف المرنة وهو ما يجعل أسعار السلع المستوردة مرتفعة مقارنة بأسعار السلع المحلية وهو ما يدفع إلى تحفيز الصادرات وتقليل الواردات لارتفاع أسعارها، ولكن قد لا تستطيع الدولة في بعض الأحيان الاستغناء أو التقليل من السلع المستوردة لعدة أسباب فهذه الزيادة في أسعار السلع المستوردة تزيد في التكلفة المعيشية أو تخفض من القدرة الشرائية للمواطنين وهذا ما يدفع للمطالبة بزيادة الأجور والدخول فيما يعرف بجدال "أسعار، أجور"، فزيادة الأجور تؤدي إلى زيادة الأسعار المحلية وربما تفوق زيادة أسعار السلع المستوردة مما يؤثر على تنافسية المنتجات المحلية.

3-2-6) أسعار الصرف المرنة ومدة التعديل :

الانتقاد الثالث وهو المدة اللازمة التي تستغرقها أسعار الصرف المرنة لتعديل الاختلال وفقا لآلية عمله، بحيث في حالة أسعار السلع المستوردة فإنه يلزم وقت للمستهلك لتغيير سلوكه الاستهلاكي وإحلال السلع الأجنبية بالسلع المحلية التي هي منخفضة الأسعار حتى يتم تقليل الواردات، ولكن هذا الوقت يختلف من سلعة الى أخرى بحيث تختلف أذواق المستهلكين ورغباتهم، إلى جانب نوعية السلعة هذا من جهة أو في حالة انخفاض سعر صرف العملة المحلية ومن جهة أخرى فإن تحويل موارد الإنتاج من الاستهلاك المحلي إلى الإنتاج لغرض التصدير يستغرق وقت، بحيث يلزم زيادة الموارد الإنتاجية والبحث عن أسواق خارجية لتصريف المنتجات المحلية وإقناع الزبائن الجدد بتغيير سلوكهم الاستهلاكي، ونفس الشيء يحدث بالنسبة لإحلال السلع المستوردة فيلزم وقت لكي تنتج دولة سلع كانت تستوردها من قبل بحيث تستغرق وقت لإقامة قطاع صناعي جديد.

البحوث الخاصة بمقياس - التمويل و الصرف -

- 1-وظيفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية.
- 2-التمويل الذاتي.
- 3-الائتمان التجاري.
- 4-التمويل المصرفي.
- 5-هياكل الأسواق المالية.
- 6-الأدوات المالية الكلاسيكية(الأسهم و سندات)
- 7-طرق تقييم الأدوات المالية(نموذج PER)
- 8-نموذج Gordon Shapiro)) لتقييم الأدوات المالية.
- 9-كفاءة الأسواق المالية.
- 10-مخاطر الاستثمار في السوق المالي.
- 11-المشتقات المالية (مع دراسة حالة عقود الآجلة و عقود المستقبلية).
- 12-المشتقات المالية (مع دراسة حالة عقود الخيار و عقود المبادلات).
- 13-استخدامات المشتقات المالية.
- 14-دراسة حالة بورصة الجزائر.
- 15- سعر الصرف و النظريات المحددة له
- 16- أنظمة سعر الصرف.

المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. إبراهيم منير هندي، "تأثير الوفرات الضريبية، تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة على الاقتراض وعلى السوقية للمنشأة"، المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990.
2. إبراهيم منير هندي، "الإدارة المالية"، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي للنشر، الإسكندرية، 2004 .
3. أبوفتوح يحي عبد الغني، "أسس وإجراءات دراسات الجدوى للمشروعات"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
4. أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008.
5. أحمد رحموني، "المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دورها في إحداث التنمية الشاملة في الاقتصاد الجزائري"، الطبعة الأولى، المكتبة المصرية للنشر، 2011.
6. أحمد سفر، "المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
7. أحمد فريد مصطفى وآخرون، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
8. أحمد مندور، مقدمة في الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
9. أحمد هني، العملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
10. أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان الطبعة الأولى، سنة 2002م
11. أسامة محمد الغولي، زينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، 2005.
12. ألفار إبراهيم محمد، سعر الصرف بين النظرية والتطبيق، دار غريب للطباعة، القاهرة، سنة 1992.
13. إلياس بن الساسي ويوسف قريشي، "التسيير المالي، الادارة المالية، دروس وتطبيقات"، دار وائل للنشر، 2006.
14. إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، "التسيير المالي الإدارة المالية"، الجزء الأول، الطبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، 2011.

15. بجزازي عدل فريده، "تقنيات وسياسات التسيير المصرفي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
16. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
17. تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، دار أسامة، الجزائر، 2004.
18. جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات"، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
19. جبار محفوظ، "البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
20. حسن حمدي، "دليلك على البورصة و الاستثمار"، دار الكتاب العربي، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006.
21. حسني خربوش، وآخرون، "الأسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات -"، دار زهران، عمان، 1998.
22. حسين بني هاني، "الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة -"، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2013.
23. حلوة حنان رضوان و آخرون، "محاسبة الشركات، أموال أشخاص - التأسيس النظري و التطبيق العملي -"، إثراء للنشر و التوزيع، بدون تاريخ.
24. حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة، دار زهران الشرق، القاهرة، 1998.
25. حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي - تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل -"، مؤسسة الوراق، 2000.
26. حميدات محمود، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة 2000.
27. حيدر عباس عبد الله الجنابي "الأسواق المالية و الفشل المالي"، دار الأيام لنشر و التوزيع، 2015.
28. حيدر عباس عبد الله الجنابي، "الأسواق المالية و الفشل المالي"، دار الأيام لنشر والتوزيع، 2015.
29. دادي عدون ناصر، "اقتصاد المؤسسة"، الطبعة الثانية، دار المحمدية، الحامة، الجزائر، 1998.
30. دريد كامل الشبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، اليازوري، عمان، 2009.
31. الراوي خالد، "التحليل المالي للقوائم المالية و الإفصاح المحاسبي"، الطبعة 01، دار الميسرة، الأردن، 2000.
32. رشاد العصار، عليان الشريف، المالية الدولية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن 2000.
33. رضا صاحب أبواحمد، "إدارة المصارف - مدخل التحليلي كمي معاصر -"، دار الفكر، الأردن .
34. رضوان، سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2005 .
35. الزبيدي حمزة محمود، "إدارة المصارف"، مؤسسة الوراق، الأردن، 2000.
36. زياد رمضان ومروان شموط، "الأسواق المالية"، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2007.

37. زياد رمضان ، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة، عمان، 2020.
38. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
39. سعد علي حمود العنزي ومصطفى منير إسماعيل، "الهندسة المالية للإعمال الاستراتيجية"، دار الذاكرة للنشر و التوزيع، 2014.
40. السعيد جمعة فرحات، "الأداء المالي لمنظمات الاعمال التحديات الراهنة"، دار المراجع، السعودية، 2000.
41. السعيد محمد أوكيل، "وظائف و نشاطات المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
42. سلفاتور دومينيك، الاقتصاد الدولي سلسلة شوم، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1986.
43. سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
44. سهيل مقابلة، "كيف نستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان"، دار الزايرة للنشر والتوزيع، 2013.
45. السوقية للمنشأة، "المجلة العلمية، العدد الأول، كلية الاقتصاد، جامعة قطر، 1990.
46. شافعي محمد زكي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النصر، بيروت، لبنان.
47. شلهوب، علي محمد، شؤون النقود وأعمال البنوك، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007.
48. الشمري ناظم محمد النوري وآخرون، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل للنشر، الأردن، 1999.
49. شمعون شمعون، "البورصة، بورصة الجزائر"، دار هومة للطباعة، الجزائر، 1998.
50. شيخي محمد، "طرق الاقتصاد القياسي - محاضرات وتطبيقات-"، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2012.
51. صبحي تادرس قريصة، وآخرون، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة، بيروت، 1981.
52. ضياء مجيد الموسوي، "النظرية الاقتصادية-التحليل الاقتصادي الكلي-"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
53. ضياء مجيد، "الاقتصاد النقدي، المؤسسات النقدية، البنوك التجارية، البنوك المركزية"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998.
54. طارق عبد العال حمادة "التقييم وإعادة هيكلة الشركات -تحديد قيمة المنشأة-"، الدار الجامعية، 2008.
55. طارق عبد العال حمادة "المشتقات المالية -مفاهيمها أنواعها واستخدامها في إدارة المخاطر والمحاسبة عنها-"، الدار الجامعية، 2010.

56. طارق عبد العالی حماد، "تقييم أداء البنوك التجارية"، الدار الجامعية لنشر و التوزيع، -الاسكندرية 2001.
57. طارق فاروق الحصري، "الاقتصاد الدولي"، المكتبة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 2010.
58. طاهر حردان "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2012.
59. الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
60. الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 6، 2007.
61. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمعري، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2004.
62. عادل المهدي، "التمويل الدولي"، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر 1993.
63. عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى-التأصيل العلمي و التطبيق العملي-، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
64. عاطف وليم أندراوس، "أسواق الاوراق المالية بين ضروريات التحوّل الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، 2008.
65. العباس بلقاسم، "التثبيت والتصحيح الهيكلي"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت إصدارات جسر التنمية العدد 31 مايو 2004.
66. العباس بلقاسم، "سياسات أسعار الصرف"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت إصدارات جسر التنمية العدد 23، نوفمبر 2003.
67. عباس حلمي المتزلاوي، "القانون التجاري-الشركات التجارية-"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 03، الجزائر 1992.
68. عبد الباسط وفاء، "مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة"، دار النهضة العربية، مصر، بدون سنة نشر.
69. عبد العزيز محمد سمير، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1997.
70. عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، "دراسات الجدوى وتقييم المشروعات"، دار حامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2002.
71. عبد الغفار حنفي وعبد السلام قحف، "الإدارة الحديثة في البنوك التجارية"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1993.

72. عبد الغفار حنفي "استراتيجيات الاستثمار وبورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)"، الدار الجامعية، 2010.
73. عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة، 2002.
74. عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل و الإدارة المالية"، الدار الجامعية للنشر، مصر، الطبعة الثانية، 2007.
75. عبد الغفار حنفي، "البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2019.
76. عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، "دراسات الجدوى التجارية و الاقتصادية و الاجتماعية للمشروعات"، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2001.
77. عبد الكريم أحمد قندوز، "الأسواق المالية"، إصدارات صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية العدد 21، الإمارات العربية المتحدة، 2021.
78. عبد الكريم أحمد قندوز، "المشتقات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2013.
79. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، إصدارات صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية العدد 38، الإمارات العربية المتحدة، 2022.
80. عبد الكريم قندوز، "الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى"، E-kutub، 2017.
81. عبد المجيد قدي، "المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية"، ديوان المطبوعات الجزائرية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2005.
82. عبد المعطي رضا الرشيد و محفوظ أحمد جودت، "إدارة الائتمان"، الطبعة 01، دار وائ للنشر، الأردن، 1999.
83. عدنان تايه التميمي وأرشد فؤاد التميمي، "التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة"، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
84. عرفات نقى الحسني، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة 2، 1999.
85. العمار رضوان وليد، "أساسيات في الإدارة المالية-مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل-، الطبعة 1، الأردن، 1997.
86. عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة"، الطبعة 04، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
87. العنودي حسن عادل عبد الهادي، المؤسسة الاقتصادية، دار ابن خلدون، بيروت، لبنان، 1987.
88. العيساوي كاظم جاسم، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات-تحليل نظري وتطبيقي-، الطبعة 1، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، 2001.

89. فاطمة الزهراء خبازي: "النظام النقدي الدولي المنافسة -أورو- دولار"، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة العربية 2013.
90. فريدالنجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر 1999 .
91. فضيل نادية، "أحكام الشركة طبق القانون التجاري الجزائري -شركة الأشخاص-"، الجزائر، دار هومة، 2002.
92. فضيل نادية، "شركات الأموال في القانون التجاري الجزائري"، الطبعة 02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
93. فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث، الأردن الطبعة 1، 2006.
94. فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة 2008.
95. قتيبة عبد الرحمن العاني، "التمويل ووظائفه في البنوك الإسلامية والتجارية-دراسة مقارنة-"، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2012.
96. كامل بكري، "التمويل الدولي"، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 1994.
97. ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية -العملة الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004.
98. مبارك لسوس، "التسيير المالي"، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، سنة 2004 .
99. مجدي محمود شهاب، "الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 1998.
100. محمد سعيد عبد الهادي "الإدارة المالية -الاستثمار والتمويل، التحليل المالي"، "الأسواق المالية الدولية"، دار حامد للنشر والتوزيع، 2007.
101. محمد سيد عابد، "التجارة الدولية"، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1990.
102. محمد صالح الحناوي، وآخرون، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
103. محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم و السندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
104. محمد عايد الشوابكة، "عقد التأجير التمويلي"، الطبعة 01، دار الثقافة، الأردن، 2011.
105. محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد، "النقد والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1979.
106. محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني"، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، سنة 2003.

107. محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
108. محمد يوسف ياسين، "البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، سنة 2004 م.
109. محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2001.
110. محمود حامد محمود عبد الرزاق "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، 2013.
111. محمود حميدات، "مدخل التحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة 2000.
112. محمود عبد الرزاق، "الاقتصاد المالي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011.
113. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية-مؤسّسات، أوراق وبورصات-"، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2007.
114. محمود يونس، "مقدمة في نظرية التجارة الدولية"، الدار الجامعية، القاهرة، 1996.
115. مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، دار غريب للطباعة، القاهرة، 1998.
116. مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الثاني، الجزائر 1993.
117. مروان عطون، "الأسواق النقدية و المالية الجزء الأول"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر الطبعة 02، 2003.
118. مطر محمد، "إدارة الاستثمارات-الإطار النظري و التطبيقات العملية-"، الطبعة 02، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
119. منذر قحف، "مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، المملكة العربية السعودية، الطبعة 03، 2009.
120. منير إبراهيم الهندي "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، توزيع المكتب العربي الحديث، 2015.
121. منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر-الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، توزيع المكتب العربي الحديث، 2009.
122. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، توزيع منشأة المعارف، مصر، الطبعة 2، سنة 2004.
123. موزاوي نصرالدين وساحل فاتح، "البسيط في القانون"، من السلسلة الطريق نحو النجاح، دار بلقيس للنشر، دار البيضاء، الجزائر، 2013.
124. موسى سعيد مطر وآخرون، "التمويل الدولي"، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، الطبعة 1، 2008.

125. المولود فتيحة يوسف عماري، "أحكام الشركات التجارية وفقا للنصوص التشريعات و المراسيم التنفيذية الحديثة، الطبعة 02، دارالغرب للنشر وتوزيع، وهران، 2007.
126. نعمة الله نجيب إبراهيم، أسس علم الاقتصاد، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
127. الهادي خالدي، المرأة الكاشفة لصندوق النقد الدولي، دار هومة، الجزائر، أبريل 1996.
128. هادي رضا الصّغار، "مبادئ المحاسبة المالية، القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية"، الجزء 2، دار الثقافة للنشر و التوزيع، 2009.
129. هشام السعدني خليفة بدوي "عقود المشتقات المالية -دراسة فقهية اقتصادية مقارنة-"، دار الفكر الجامعي، 2011.
130. هيل عجمي جميل الجنابي، رمزي ياسين يسع أرسلان، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
131. وليد صابني، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2008.
132. يوسف حسن يوسف "التمويل في المؤسسة الاقتصادية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، 2012.

II. المقالات العلمية:

1. بلعزوز بن علي "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد رقم 07، 2009.
2. بن بوزيان محمد، بن أعمار بن حاسين، لحسين جديدين، "كفاءة الأوراق المالية في الدول النامية، دراسة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 01، العدد 02، 2012.
3. بن حمو عصمت محمد ورمضاني محمد، "دور بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة -دراسة حالة NCA-Rouiba"، دفاتر MECAS، المجلد 11، العدد 01، 2015.
4. حميدات محمود، وآخرون، "سياسات وإدارة أسعار الصرف في الجزائر"، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، سلسلة وبحوث ومناقشات، العدد 03.
5. لحسن جديدين ، بن حاسين اعمر : "محددات أنظمة الصرف وأثرها على الأداء الكلي لاقتصاديات الدول النامية دراسة حالة الجزائر" مقال منشور في مجلة Les Cahiers du Mecas، جامعة تلمسان، المجلد 07، العدد 01، ديسمبر 2011.

6. روبا دوتا غبوتا وآخرون، "التحرك نحو مرونة سعر الصرف، كيف، ومتى، وبأي سرعة" مجلة قضايا اقتصادية، صندوق النقد الدولي، عدد ديسمبر 2004.
7. روبرت إيه موندل، "الخيارات النقدية الدولية"، مجلة كيتو، المجلد 3، العدد 1، 1983.
8. شوقي بورقبة، "دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 10، العدد 10، 2010.
9. الصادق علي التوفيق، وآخرون، "نظم وسياسات أسعار الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي ديسمبر 2002.
10. غيليرمو أورتييز مارتينز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا؟"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد 02، يونيو 1998.
11. فتحى سليم، "نظام النقد الدولي - الدولار والأزمات الاقتصادية والمالية-"، مجلة الوعي العدد 213، 2004.
12. كبداني سيد احمد قاسم محمود فؤاد، "تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول MENA باستعمال معطيات Panel وvar" مقال منشور في مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 02، العدد 01، 2013.
13. مبارك بوعشة، "السياسة النقدية و آثار تخفيض العملة الوطنية"، مجلة العلوم الإنسانية كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، المجلد 10، العدد 02، 1999.
14. محفوظ جبّار، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 03، العدد 03، 2004.
15. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-"، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد 07، 2007.

16. ناجي التوي، "استهداف التضخم والسياسة النقدية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، إصدارات جسر التنمية العدد 06.

17. ناجي التوي، "الأزمات الهواري السويسي"، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، المجلد 05، العدد 05، 2007.

III. الملتقيات العلمية:

1. بربري محمد أمين، وآخرون: "الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تعزيز مسار التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)"، ملتقى دولي حول "نحو تنمية واقعية في الجزائر بين الممارسة والفكر المنتج"، جامعة باجي مختار، عنابة.

2. بن رجم محمد خميسي "المنتجات المالية المشتقة-أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟" الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 2009.

3. بوعافية سمير وفريد مصطفى، "التعاملات بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمات المالية الحديثة" الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، 2009.

4. راتول محمد، "تحويلات الدينار الجزائري وإشكالية التخفيضات المتتالية وفق أسلوب المرونات"، الملتقى الوطني الأول حول "المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية الواقع والتحديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 14-15 ديسمبر 2014.

5. سحنون محمود، محسن سميرة "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمة" الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، 2009.

6. الفريدو أويفا سو اليخندرو ورنر: "تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن"، مداخلة في ندوة "نظم وسياسات أسعار الصرف" نظمها صندوق النقد العربي في 16-17 ديسمبر 2002.

7. مايكل بوردو، "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، مداخلة في ندوة، "نظم وسياسات أسعار الصرف"، نظمها صندوق النقد العربي في 16-17 ديسمبر 2002.

8. محمود محي الدين وأحمد كجوك، "سياسات سعر الصرف في مصر" مداخلة في ندوة، "نظم وسياسات أسعار الصرف" نظمها صندوق النقد العربي في 16-17 ديسمبر 2002.

9. مداني بن بلغيث وعبد القادر دثاش، "انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة"، دراسة حالة مطاحن الواحات، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمواجهة، 13-14 ديسمبر 2011.

10. ناصر السعيد، "خيارات نظم سعر الصرف من المنظور التاريخي ودروس للبلدان العربية" تعقيب في ندوة، "نظم وسياسات أسعار الصرف"، نظمها صندوق النقد العربي في 16-17 ديسمبر 2002.

- الرسائل و الأطروحات :

1. بدرابي شهيناز، "تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014-2015.

2. بربري محمد الأمين، "الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر-"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010/ 2011.

3. بن حمو عصمت محمد "طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة- دراسة حالة مؤسستي صيدال و الاوراسي"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التسيير (جامعة تلمسان)، 2016.

4. جبوري محمد، "تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم و النمو الاقتصادي دراسة نظرية و قياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان 2012/ 2013.

5. جديدن لحسن، "تقييم أنظمة الصرف في الدول النامية دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية،

التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان 2010/ 2011.

6. العقون نادية: "العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في

العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012.

المراجع باللغة الأجنبية:

Les livres :

1. A. BOUDINOT et FRABOT J.C, Technique et pratique bancaires, 2ème éd, éd Sirey, Paris, 1972.
2. ABTEY Bertrand et HEITZ Charles, Comment évaluer les risques liés aux investissements, éd Clet, Paris, 1989.
3. Agleitta Michel, Pierre, Deusy-Fournier : « internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire », économie internationale, CEP II N°59, Paris, 1996.
4. Aizenman J: « Monetary and real shocks, productive capacity and exchange rate regimes », édition Economica, Paris, 1994.
5. Alain Samuelson: "Economie Internationale Contemporaine", Office des Publications Universitaires, Algérie, 1993.
6. ALAZARD Claude, Contrôle de gestion (manuels et application) 5ème éd, éd Dunod, Paris, 2003.

7. Aoul Kazi Samira : «la crise argentine 1998-2001 : le role des institutions financières internationales dans la gestion de la crise», édition HCCI, paris, octobre 2001.
site www.hcci.gouv.fr/lecture/etude.
8. BARREAU Jean et DELAHAYE Jacqueline, Gestion financière de l'entreprise, Manuel et application, 9ème édition DUNOD, Paris, 2000.
9. BARREAU Jean et DELAHAYE Jacqueline, Gestion financière, 10ème éd, éd Dunod, Paris, 2001.
10. Beatrice MEUNIER-ROCHER, « Le diagnostic financier », 3^{ème}édition, Edition d'organisation, 2003.
11. Benissad Hocine : « Economie internationale » , opu , Alger,1983.
12. Benissad Hocine : « l'Ajustement structural (l'Expérience du Maghreb) », OPU, Alger, 1999.
13. Benissad Hocine : «Algérie, restructuration et reforme économiques (1979 – 1993) », OPU, Alger, 1994.
14. Bernard Guillochon , Annie Kawecki : « Economie international », édition Dunod, paris, 2000,
15. Bertrand Nezeys : « les politiques de compétitivité », édition Economica, paris, 1994.
16. BOUDIANOVE Christian et MARTOS Fernando, lexique de théories économique, éd Ellipses, Paris, 1992.
17. BOUGHABA Abdellah, Analyse et évaluation de projets, éd Berti, Algérie, 1998.
18. BouiyouJamel, VelayoudomMarimoutou, M.C Serge Rey: « taux de change réel d'équilibre et politique de change au Maroc », économie international, CEPII N97, Paris, 2004.

19. CABY G r me et KOEHL Jacky, Analyse financière,  d E-Mode et Pearson, Paris, 2003.
20. Case, Karl, Ray Fair, and Sharon Oster (2017). Principles of Economics. 12. Pearson.
21. CHOINEL Alain, Introduction à l'ingénierie financière, 3 me éd,  d Banque  diteur, Paris, 1999.
22. CHOUAM Bouchama, Evaluation et choix des investissements, éd el- Gharb, Oran 2002.
23. Claude-Annie DUPLAT, Evaluez votre entreprise, Vuibert, 2007.
24. David Eitman , Arthur Stonehill Michael Moffett : « Gestion et finance internationales » édition Pearson  ducation France 10 me édition, 2004.
25. De POLIGNAC Françoise Jean, La notation financière (l'approche du risque de crédit),  d Revue Banque, Paris, 2002.
26. Deboub Youcef : «Le nouveau mécanisme économique en Algérie», OPU, Alger, 1995.
27. Dehem Rog DEBOUB Youcef : «Le nouveau mécanisme économique en Algérie», OPU, Alger, 1995»,  dition Dunod, Paris, 1982.
28. Deleplace Ghislain, Marie –Thérèse , Boyer –Xambeu, : «changes flexibles ou étalon international les leçon de l'histoire» traduction de l'ouvrage de MILTON FREIDMAN : « Episodes in Monetaryhistory» new york : Harcourt Brace jovanovich1992, édition Dunod, paris, novembre 2002.
29. DEPALLENS George et JOBARD Jean Pierre, Gestion financière de l'entreprise,  d Sirey, Paris, 1990.
30. EitmanDavid ;Stonehil Arthur ; Moffet Michael: « Multinational business Finance », Pearson Addison Wesley, USA 10thed, 2004.

31. Emmanuel TCHEMENI, « L'évaluation des entreprises », 3^{ème} édition, Economica.
32. Eric STEPHANY, gestion financière 2ème éd, éd Economica, Paris, 2000.
33. Fabozzi, Frank J. (2002), The Handbook of Financial Instruments, (1st ed.), New Jersey: John Wiley and Sons Inc
34. Farid Yaici : « Précis de finance internationale ;avec exercices corrigés »,édition ENAG , Alger , 2008.
35. Fatima Ly-Baro, Structure financière de l'entreprise, édition Economica, Paris 2002.
36. Florence PIERE, « Valorisation d'entreprise et théorie financière », Ed- d'organisation,2004.
37. FORGET jack, Analyse financière, éd Organisation, Paris, 2005.
38. FredericMishkin (2020), The Economics of Money, Banking and Financial
39. Gardinaux G, Portier G: « comment comprendre et mieux utiliser les marchés des échanges », édition Dunod, Paris, 1978.
40. Gérard CHAPLAIN, « Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise », Editions ens(Management et société), 2004.
41. Gérard MELYON, Gestion financière, éd Bréal, Paris, 1999.
42. GhernaoutM: « Crise financières et faillites des banques algérienne » du choc pétrolier 1986 à la liquidation des banques BCIA/KHALIFA», édition Alger grand livre, Algerie, 1ère édition 2004.
43. GIDE Charles te RIST Charles, Histoire des doctrines économique, éd Dalloz, Paris, 2000.
44. Gilles Dostaler : « keynes et Brettonwoods » édition électronique bibliothèque du Québec a Chicoutimi, Canada, 1994.

45. Giraud P.N: «Initiation à l'économie», édition Economica, paris, 2005.
46. Harrod Sir Roy : « la monnaie » édition Dunod, Paris, 1971, traduction Française de l'ouvrage publié en Anglais : « Monnaie » par Mc Milan 1969.
47. Hubert DE LA BRUSLERIE, « Analyse financière, Information financière et diagnostic » ,Dunod, paris.
48. HUTIN Hervé, Toute la finance d'entreprise en pratique,2ème éd, éd Organisation, Paris, 2002.
49. JARY Anne et autres, Comptabilité et gestion des organisations (gestion des immobilisations et investissements), éd Nathan, technique, Paris, 2001.
50. Jean – Marie Gankou : « Gestion du taux de change et politique d'ajustement », édition Economica, 1999, Paris.
51. Jean pierre LAHILLE, finance d'entreprise, 2ème éd, éd organisation, Paris, 2003.
52. Jean RAFFEGEAU et Fernand DUBOIS, l'évaluation financière de l'entreprise, 3ème éd, presse universitaire de France, Paris, 1998.
53. Jean-Etienne PALARB, Franck IMBERT, « Guide pratique d'évaluation d'entreprise », Editions Eyrolles, 2013.
54. Jean-Marie GAGNON et Nabil KHOURY, Traité de gestion financière, 2ème éd, Gaétan Morin, Canada, 1981.
55. KEISER Anne Marie, Gestion financière, 5ème éd, éd Eska, Paris, 1998.
56. Lahréche-Revil Amina : «les régimes de changes» édition la découverte, collection Repères, paris, 1999.

57. MARION Alain, Analyse financière (concept et méthode), éd Dunod, Paris, 2001.
58. Markets, Seventh Canadian Edition, 7th edition, Pearson Canada Inc.
59. Martini Henry, Gérard le grand : « Management des opérations du commerce international »
édition Dunod, Paris, 1993
60. Matthieu Gozet: « Economie internationale»;édition Pearson Education ;France 9em édition
;2012.
61. Michel Rainelli : “Le Commerce International ”, édition la Découverte ; 9em édition ; Paris,
2003.
62. MILOUDI Boubaker, Investissement et stratégie de développement, OPU, Alger, 1988.
63. MONDHER Abdellah, Gestion financière : diagnostic, évaluation et choix des
investissements, éd Economica, Paris, 1998.
64. Patrick Artus ; Marie Paule Virard : « la liquidité incontrôlable ,qui va maitriser la monnaie
mondiale », édition Pearson, paris , 2010.
65. Peyrard Jean : « Risque de change », édition Wibert, Paris, 1986.
66. RegisBourbonnis : « Econométrie manuelle et exercice corrigées », 5ème édition Dunod, Paris
2006.
67. Reilly, Frank K.; Brown, Keith C. (2003), Investment Analysis and Portfolio Management, (7th
ed.),
68. Samuelson. P. A et Nordhaus. W. D : « Economie », édition Economica, Paris, 16ème édition,
2000.

69. Stemitsiotis Loukas : « Taux de change de référence et système monétaire international »
édition Economica, 1992.

70. Thomson Southwestern ,Salles Pierre: «Problèmes économiques généraux», Macro
économie 2, édition Dunod, 6em édition, 1986.

Articles et thèses :

1. Coudert Virginie « comment définir un taux de change d'équilibre pour les pays émergent ? »
Economie internationale, CEP II N°77 1er trimestre, Paris, 1999.
2. Denise Delgay- Troise : « le taux de change réel : « définition et interprétations », cours RMI
université de renne 1, France, 2002.
3. Dickey D.A , Fuller W.A. "Likelihood ratio tests for autoregressive time series with a unit root",
Econometrica, Vol 49, 1981.
4. Didier PENE, « Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise », Tome-1-Diagnostic financier et
stratégique, Economica, 1990.
5. ELARBI Abéd, Analyse financière de l'entreprise et les éléments de décision à court terme,
Polycopie, sciences économiques, université d'Oran, 1994.
6. IHDDADENE Athmane, Problématique de l'évaluation des entreprises publiques en
privatisation par l'investisseur privé Algérien, Thèse de doctorat en sciences de gestion «
option finance », Ecole supérieure de commerce d'Alger, Algérie, 2007.
7. Jeff Madura (2020), Financial Markets & Institutions, Cengage Learning.
8. John Maynard Keynes : « the collected writing of J.M. Keynes », Vol30, Londres, 1972.

9. Martine HARANGER-GAUTHIER, May HELOU, « Diagnostic financier, indicateurs et méthodologie, Hachette supérieur, 2010.
10. Mebtoul Abderrahmane: « l'Algérie face aux défis de la Mondialisation (II. Réforme économique et privatisation) », OPU, Alger, 2002.
11. Michael w. Klein and Jayc. Shambaugh: « Exchange Rate Regims in the Modern ERA » Massachusetts Institute Of Technologies, Cambridge, London, England, 2010.
12. Milton Freidman: « the case for flexible exchange rates » essays in positive economics, university of Chicago press, 1953.
13. MoosalmadA: « Exchange rate regimes fixed ;flexibl or something between ? »;published by Palgrave Macmilan;New york ;USA;2005.

Sites web:

1. WWW.SGBV.DZ
2. www.cosob.dz.