

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



المالية الدولية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر مالية وتجارة دولية

من اعداد الدكتورة قشاري بسمينة
أستاذ محاضر - أ - بقسم العلوم التجارية جامعة بسكرة

السنة الجامعية 2021-2022

المقدمة العامة

مع بروز ظاهرة العولمة الاقتصادية شهد النشاط الاقتصادي العديد من التطورات وأصبحت الدول أكثر ارتباطاً من خلال التجارة في السلع والخدمات، التدفقات المالية الدولية، وكذا خلال الاستثمار في اقتصادات بعضها البعض، وفي ظل هذه التطورات نشأة حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة المحررة بتلك العملات. امام هذ المشهد تعمل كل الدول الصغيرة على حد سواء مع الدول الكبيرة للاستفادة من الفرص، وفي نفس الوقت تسعى للتحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها هذه التحديات.

فيما يلي سنتطرق الى هذه النقاط السابقة الذكر بالتفصيل والتي سنعرضها في ست فصول

كمايلي:

الفصل الأول: النظام المالي الدولي 1870-1973

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

الفصل الثالث: أسعار الصرف

الفصل الرابع: تقنيات التغطية في سوق الصرف

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الفصل السادس: أسواق المالية الدولية

فهرس المحتويات

	المقدمة العامة
27 - 2	الفصل الأول: النظام المالي الدولي 1870 - 1973
2	المبحث الأول: ماهية النظام المالي الدولي ومراحل تطوره
2	المطلب الأول: مفهوم النظام المالي الدولي
2	الفرع الأول: تعريف النظام المالي الدولي
3	الفرع الثاني: دور النظام المالي الدولي
3	الفرع الثالث: أهمية النظام المالي الدولي
4	المطلب الثاني: الجهات الفاعلة في النظام المالي الدولي
4	الفرع الأول: الفاعلون في النظام المالي الدولي
5	الفرع الثاني: الاسواق
6	الفرع الثالث: الادوات
8	المطلب الثالث: مراحل تطور النظام المالي الدولي
9	الفرع الأول: الفترة ما قبل الحرب العالمية الأولى 1870-1914
12	الفرع الثاني: الفترة ما بين الحربين 1914-1943
13	الفرع الثالث: الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية
16	المبحث الثاني: المؤسسات المالية الدولية
16	المطلب الأول: البنك الدولي
16	الفرع الأول: مفهوم البنك الدولي
17	الفرع الثاني: مصادر تمويل البنك الدولي
19	المطلب الثاني: صندوق النقد الدولي
19	الفرع الأول: مفهوم صندوق النقد الدولي
19	الفرع الثاني: موارد ومصادر تمويل الصندوق
21	الفرع الثالث: دور صندوق النقد الدولي
23	المبحث الثالث: مصادر التمويل الدولية
23	المطلب الأول: ماهية التمويل الدولي
23	الفرع الأول: مفهوم التمويل الدولي
24	الفرع الثاني: أهمية واهداف التمويل الدولي
25	المطلب الثاني: اشكال التمويل الدولي
25	الفرع الأول: مصادر التمويل الرسمية
26	الفرع الثاني: مصادر التمويل غير الرسمية
44-29	الفصل الثاني: ميزان المدفوعات
29	المبحث الأول: ماهية ميزان المدفوعات والعمليات الأساسية فيه
29	المطلب: ماهية ميزان المدفوعات
29	الفرع الأول: تعريف ميزان المدفوعات
30	الفرع الثاني: اقسام ميزان المدفوعات
31	المطلب الثاني: القيد والعمليات الأساسية في ميزان المدفوعات
31	الفرع الأول: القيد في ميزان المدفوعات
36	الفرع الثاني: العمليات الأساسية في ميزان المدفوعات
36	المبحث الثاني: الاختلالات في ميزان المدفوعات وآلية معالجتها
37	المطلب الأول: الاختلال في ميزان المدفوعات
37	الفرع الأول: أسباب الاختلال في ميزان المدفوعات

38	الفرع الثاني: أنواع الاختلالات في ميزان المدفوعات
39	المطلب الثاني: طرق معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات
39	الفرع الأول: التعديل الآلي
40	الفرع الثاني: التعديل عن طريق التدخل الحكومي
41	الفرع الثالث: التعديل عن طريق حركة المداخيل
66-46	الفصل الثالث: أسعار الصرف
46	المبحث الأول: ماهية سعر الصرف والنظريات المفسرة له
46	المطلب الأول: ماهية سعر الصرف
46	الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف
50	الفرع الثاني: أنواع أسعار الصرف
52	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسعر الصرف والعوامل المؤثرة عليه
52	الفرع الثاني: أنظمة الصرف
54	الفرع الثاني: النظريات المفسرة لسعر الصرف
57	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على سعر الصرف
60	المبحث الثاني: مفهوم سوق الصرف الأجنبي والعمليات الأساسية فيه
61	المطلب الأول: مفهوم سوق الصرف الأجنبي
61	الفرع الأول: تعريف سوق الصرف الأجنبي وخصائصه
61	الفرع الثاني: التعامل في سوق الصرف الأجنبي وأنواع المعاملات
63	المطلب الثاني: العمليات الأساسية في سوق الصرف الأجنبي
63	الفرع الأول: المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي
64	الفرع الثاني: وظائف سوق الصرف الأجنبي
81-68	الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها
68	المبحث الأول: ماهية مخاطر الصرف
68	المطلب الأول: مفهوم خطر الصرف
68	الفرع الأول: تعريف خطر الصرف
69	الفرع الثاني: طبيعة خطر الصرف
69	الفرع الثالث: قياس خطر سعر الصرف
71	المطلب الثاني: أنواع مخاطر الصرف
71	الفرع الأول: مخاطر المعاملات
72	الفرع الثاني: المخاطر الاقتصادية
72	الفرع الثالث: مخاطر الترجمة
74	المبحث الثاني: تقنيات التغطية من مخاطر الصرف
74	المطلب الأول: تقنيات التغطية الداخلية من مخاطر سعر الصرف
74	الفرع الأول: تحديد عملة الفواتير
74	الفرع الثاني: إدارة الأصول والخصوم
75	الفرع الثالث: تقنية المقاصة
75	الفرع الرابع: تقنية المطابقة
76	الفرع الخامس: أسلوب التعجيل والتباطؤ
76	الفرع السادس: التأثير على التدفقات التجارية
77	المطلب الثاني: تقنيات التغطية الخارجية من مخاطر سعر الصرف
77	الفرع الأول: الاقتراض قصير الاجل
78	الفرع الثاني: خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية
79	الفرع الثالث: اللجوء لشركات تحصيل الديون
79	الفرع الرابع: تغطية مخاطر الصرف عن طريق شركات تأمين التجارة الخارجية

79	الفرع الخامس: العقود المستقبلية
80	الفرع السادس: خيارات العملات
124-83	الفصل الخامس: المشتقات المالية
83	المبحث الأول: العقود المستقبلية
84	المطلب الأول: ماهية العقود المستقبلية
84	الفرع الأول: تعريف العقود المستقبلية
84	الفرع الثاني: أركان العقود المستقبلية
84	الفرع الثالث: أغراض المستثمرين في العقود المستقبلية
87	الفرع الرابع: أنواع العقود المستقبلية
89	المطلب الثاني: آلية عمل العقود المستقبلية
89	الفرع الأول: الرافعة المالية
89	الفرع الثاني: الهامش المبدئي وهامش الصيانة
91	الفرع الثالث: كيفية عمل العقود المستقبلية
93	المبحث الثاني: عقود الخيارات المالية
93	المطلب الأول: ماهية عقود الخيارات
93	الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات
95	الفرع الثاني: خيار الشراء
97	الفرع الثالث: خيار البيع
98	المطلب الثاني: آلية عمل عقود الخيارات
98	الفرع الأول: أهم عناصر عقود الخيارات
99	الفرع الثاني: استخدامات عقود الخيارات
100	الفرع الثالث: الاستراتيجيات الرئيسية
104	الفرع الرابع: أمثلة عن خيارات البيع والشراء
111	المبحث الثالث: عقود المبادلات
111	المطلب الأول: ماهية عقود المبادلات
111	الفرع الأول: مفهوم عقود المبادلات
112	الفرع الثاني: تطبيقات عقود المبادلات
113	الفرع الثالث: أنواع عقود المبادلات
115	المطلب الثاني: كيفية استخدام عقود المبادلة
115	الفرع الأول: آلية عمل مبادلة أسعار الفائدة
121	الفرع الثاني: عقود مبادلة العملات
159-126	الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية
126	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الدولية
126	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الدولية
126	الفرع الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية الدولية
127	الفرع الثاني: عوامل قيام الأسواق المالية الدولية
128	الفرع الثالث: وظائف السوق المالية الدولية
129	المطلب الثاني: آلية التعامل في الأسواق المالية الدولية
129	الفرع الأول: أقسام الأسواق المالية الدولية
131	الفرع الثاني: أدوات الأسواق المالية الدولية
140	المبحث الثاني: فروع الأسواق المالية الدولية
141	المطلب الأول: سوق السندات الدولية
141	الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق السندات الدولية
142	الفرع الثاني: أقسام سوق السندات الدولية

143	الفرع الثالث: مراحل اصدار السندات الدولية
144	المطلب الثاني: اسواق الأسهم الدولية
144	الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق الأسهم الدولية
145	الفرع الثاني: طرق اصدار الأسهم الدولية
145	الفرع الثالث: خطوات اصدار الأسهم الدولية
146	المطلب الثالث: سوق العملات الأجنبية - الفوركس
146	الفرع الأول: تعريف سوق العملات الاجنبية
148	الفرع الثاني: استخدامات سوق الفوركس
150	الفرع الثالث: الأطراف الفاعلة في سوق العملات الاجنبية
151	المطلب الرابع: سوق العملات الاوروبية
151	الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق العملات الاوروبية
153	الفرع الثاني: عمليات سوق العملات الاوروبية
154	الفرع الثالث: دور سوق العملات الأوروبية في النظام المالي الدولي
155	الفرع الرابع: سوق العملات الأوروبية والدول النامية
156	المبحث الثالث: نظام الأوفشور
156	المطلب الأول: مفهوم نظام الأوفشور
156	الفرع الأول: تعريف نظام الأوفشور
158	الفرع الثاني: مزايا و عيوب نظام الأوفشور

قائمة الاشكال

20	الشكل رقم 01: حصص الدول في صندوق النقد الدولي
59	الشكل رقم 02: اثر زيادة الطلب على العملة على سعر صرفها
102	الشكل رقم 03: التمثيل البياني لوضع مشتري خيار الشراء وخيار البيع في استراتيجية-strangle
103	الشكل رقم 04: التمثيل البياني لوضع بائع خيار الشراء وخيار البيع في استراتيجية-strangle
106	الشكل رقم 05: التمثيل البياني لوضع مشتري وبائع خيار الشراء
107	الشكل رقم 06: التمثيل البياني لوضع مشتري وبائع خيار البيع
110	الشكل رقم 07: آلية عمل عقد مبادلة أسعار الفائدة
120	الشكل رقم 08: تمثيل عملية مبادلة أسعار الفائدة
123	الشكل رقم 09: تمثيل عملية مبادلة العملات بين شركتين بتدخل بنك المبادلة
135	الشكل رقم 10: آلية عمل الإصدار غير المباشر
142	الشكل رقم 11: مخطط توضيحي لماهية السندات الدولية
148	الشكل رقم 12: وظائف سوق الصرف الاجنبي
150	الشكل رقم 13: الأطراف المتدخلة في الفوركس

قائمة الجداول

11	الجدول رقم 01: معدلات تبادل العملات الرئيسية في ظل قاعدة الذهب
32	الجدول رقم 02: كيفية تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات
49	الجدول رقم 03: كيفية عرض العملات على شبانبيك البنوك ووسطاء التداول
91	الجدول رقم 04: طريقة عمل الهامش لطرف ذي مركز طويل
95	الجدول رقم 05: تصنيف الخيارات وفقا للربحية
96	الجدول رقم 06: خصائص خيار الشراء لطرفي العقد
97	الجدول رقم 07: خصائص خيار البيع لطرفي العقد
99	الجدول رقم 08: العوامل المؤثرة على سعر الخيارات
119	الجدول رقم 09: معطيات تظهر الميزة النسبية لشركتين
120	الجدول رقم 10: صافي التدفقات النقدية
139	الجدول رقم 11: مثال توضيحي لإعادة تعيين القسيمة ربع سنوية

الفصل الأول: النظام المالي الدولي 1870- 1973

في هذا الفصل سنتطرق الى العناصر التالية:

- ✓ ماهية النظام المالي الدولي ومراحل تطوره
- ✓ المؤسسات المالية الدولية
- ✓ مصادر التمويل الدولي

على مدى العقدين الماضيين، ومع تحرير حركات رأس المال الدولية، تطورت الأسواق المالية بشكل كبير، حيث تم توفير فرص جديدة للمقرضين والمقترضين. استلزم تطوير التجارة إنشاء هيكل مالي يسمح بتسويتها وبالتالي، فإن النظام المالي الدولي أساسي لعمل الاقتصاد العالمي، حيث انه يؤسس إطار عمل يسهل تبادل السلع والخدمات ورأس المال، ويدعم النمو الاقتصادي الصحي. في هذا الفصل سوف نقسمه إلى ثلاث مباحث: سنتناول في المبحث الأول ماهية النظام المالي الدولي ومراحل تطوره حيث في الجزء الأول سنعرف النظام المالي الدولي دوره والجزء الثاني سيخصص لتحديد الفاعلون فيه، والجزء الثالث سيخصص لتتبع المراحل المختلفة التي مر بها النظام المالي الدولي من المرحلة ما قبل الحرب العالمية الأولى - قبل 1914- إلى غاية 1973 وهذا بالتركيز على النظام النقدي الذي ساد في كل مرحلة وكذا التغيرات التي طرأت على طبيعة نوع واتجاه حركة رؤوس الأموال، والمبحث الثاني سيكون على المؤسسات المالية الدولية اين سنتطرق الى البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، والمبحث الثالث والأخير سيكون على مصادر التمويل الدولي الذي سنتناول فيه مفهوم واهمية واهداف التمويل الدولي بالإضافة الى اشكال التمويل الدولي.

المبحث الأول: ماهية النظام المالي الدولي ومراحل تطوره

النظام المالي هو مجموع المؤسسات والآليات التي تهدف الى ربط عملاء إقتصاديين الذين لديهم الفائض بعملاء يعانون من العجز، يجمع هذا النظام بين جهات فاعلة مختلفة، بما في ذلك المؤسسات المالية، البنوك، الأسواق المالية، و أنظمة المقاصة والتسوية التي ينهي المستثمرون بموجبها معاملاتهم.

المطلب الأول: مفهوم النظام المالي الدولي

منذ ظهوره في أواخر القرن التاسع عشر خلال الموجة الحديثة الأولى من العولمة الاقتصادية، تميز النظام المالي الدولي بإنشاء بنوك مركزية ومعاهدات متعددة الأطراف ومنظمات حكومية دولية تهدف إلى تحسين شفافية الأسواق الدولية وتنظيمها وفعاليتها وتسهيل التدفقات الدولية لرأس المال لأغراض الاستثمار وتمويل التجارة.

الفرع الأول: تعريف النظام المالي الدولي

يتمثل النظام المالي الدولي في جميع الترتيبات النقدية والمالية السارية بين الجهات الفاعلة العامة والخاصة الرئيسية، المسؤولة عن تنظيم الأسعار بين العملات وتزويد مختلف أصحاب المصلحة بالسيولة تخصيص الموارد المالية على الصعيد العالمي (Drouin, 1991).

النظام المالي الدولي: هو مجموعة الأنشطة المالية التي يتم تنفيذها والتي تمثل مقابل الأنشطة التجارية (شراء وبيع المنتجات) بين مختلف البلدان أو الاستثمارات المالية (شراء الأوراق المالية) (Capul & Garnie, 2011).

الفرع الثاني: دور النظام المالي الدولي

على عكس القطاع الحقيقي المكون من الحكومات والشركات غير المالية والأفراد وما إلى ذلك، فإن النظام المالي يشمل بشكل أساسي المؤسسات المالية وأسواق المالية. الغرض من هذا النظام هو ربط العرض (المدخرات) والطلب (الاستثمار) لرأس المال. وهي تساعد المستثمرين على منح سعر متناسب مع مخاطر الأسعار عن طريق شراء الأصل. قام الاقتصادي الأمريكي روبرت سي ميرتون بتحديد ست وظائف للنظام المالي والتمثلة فيما يلي:

- توفير وإدارة وسائل الدفع.
- جمع المدخرات من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية الكبيرة.
- أفضل نقل للموارد الاقتصادية عبر المكان والزمان.
- توفير أدوات لإدارة المخاطر.
- إنتاج المعلومات التي تؤثر على القرارات الاقتصادية والمالية.
- إنشاء آليات تحفيزية للحد من النزاعات المتعلقة بعدم تناسق المعلومات - يشير عدم تناسق المعلومات إلى الحالة التي لا يملك فيها جميع المشاركين في السوق نفس المعلومات، مما يتعارض مع التشغيل الفعال.-

الفرع الثالث: أهمية النظام المالي

تتمثل أهمية النظام المالي بما يأتي:

- إيجاد علاقة وثيقة بين النمو الاقتصادي وتحقيق الأهداف الاقتصادية في المناطق والمنشآت.
- الإتيان بالموارد المالية الضرورية للقيام بالأنشطة والإجراءات الاقتصادية الضرورية لتحقيق الأهداف المنشودة.
- إطلاق الحكم الفعلي على نتائج الاقتصاد في دولة ما ومدى تقدمه.
- تسهيل عملية تداول الأوراق المالية.
- تنظيم عملية عرض رؤوس الأموال والطلب عليها في الأسواق المالية.
- المساهمة في خلق نظام اقتصادي متقدم بصورة ملحوظة.
- كفاءة توفير الاحتياجات المالية للوحدات الاقتصادية وتعزيزها بكل ما يلزمها.
- تحفيز الوحدات على القيام بالمهام الاقتصادية الموكلة إليها من خلال إمدادها بكل ما تحتاج إليه.
- تأدية دور الوسيط بين أطراف العملية الاقتصادية وتحديدًا في حال وجود من يوفر السيولة المالية.
- أداء دور في غاية الأهمية في استكشاف الأسعار في الأسواق وتحديدتها.

المطلب الثاني: الجهات الفاعلة في النظام المالي الدولي

الهدف من النظام المالي هو السماح للوكلاء الاقتصاديين بتبادل رأس المال بسرعة وأمان بتكاليف اقل تتم هذه التبادلات في الغالب في الأسواق المالية حيث يتم تداول العديد من أنواع الأصول: السندات والأسهم والعملات والخيارات والسلع وأسهم صناديق الاستثمار، إلخ. يتم تداول هذه الأصول في ثلاثة أسواق رئيسية، سوق النقد حيث تمول الحكومات والشركات نفسها عن طريق بيع سندات دين (سندات) للمستثمرين تضمن مدفوعات دورية (كوبونات) لفترة محددة، سوق رأس المال الذي يتيح للشركات والمستثمرين فرصة الحصول على جزء من رأس مالهم، سوق الصرف الأجنبي حيث يتم تحويل العملات على أساس تحديد أسعار الصرف.

الفرع الأول: الفاعلون في النظام المالي الدولي

تشمل الجهات الفاعلة الرئيسية في النظام المالي من مختلف الأطراف التي تساهم في حركة الأموال أو الأصول دولياً، عن طريق الإقراض والاقتراض والاستثمارات المختلفة، وهذه الجهات قد تأخذ صفة المقترض، الوسيط أو المستثمر على حسب طريقة تدخلها في عملية التمويل.

أولاً- المقترضون: الذين يمثلون في الجهات ذات العجز والتي تبحث عن تمويل لمشروعاتهم واستثماراتهم وهذا يكون عن طريق طرح اسهم وسندات في الأسواق المالية أو عن طريق الحصول على قروض مباشرة، وهذه الجهات تتمثل في الحكومات التي تعاني العجز في ميزان مدفوعاتها يمكن لها ان تحصل على القروض من التجمعات المنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة كما يمكنها طرح السندات للحصول على التمويل اللازم للقيام بمشاريعها، المؤسسات العامة والخاصة التي يمكنها ان تحصل على تمويل عن طريق طرح اسهم وسندات للقيام بتوسيع مشاريعها و تمويل مشروعاتها الجديدة، كما يمكن ان يكون المقترضون المنظمات الدولية والإقليمية أو الأفراد.

ثانياً- المشاركون أو الوسطاء الماليين: وهم عبارة عن مؤسسات مالية تلعب دور الوسيط بين البائع والمشتري حيث مهمتهم هي المقابلة بين رغبات البائعين ورغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة، يشمل الوسطاء الماليون كل من سماسرة الأوراق المالية، البنوك التجارية، وبنوك الادخار، ومؤسسات المدخرات والقروض، وشركات الاستثمار، وشركات التأمين، وشركات التأجير، واتحادات الائتمان، وصناديق التقاعد.

ثالثاً- المستثمرون: يتمثلون في الأطراف التي لها فوائض مالية وترغب في توظيفها أو استثمارها مثل الحكومات، المنظمات، المؤسسات العامة والخاصة والأفراد.

الفرع الثاني: الأسواق

تعتبر الأسواق همزة وصل بين الأطراف المذكورة اعلاه، حيث تعتبر المكان الذي يتم بفضله تحقيق عمليات التمويل المختلفة، وتمثل هذه الأسواق في الاسواق المالية التي تعتبر المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الاموال والعرض للأموال، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السماسرة او الشركات العاملة في هذا المجال، وبعبارة اخرى فان السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن اصحاب الاموال الفائضة او الزائدة من الاتصال الدائم - المباشر او غير المباشر - مع الاطراف التي لديها عجز في الاموال، حيث يمكنهم من اتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة (ابو زيد، 2009).

السوق المالية تعتبر آلية تسمح للأفراد والهيئات بيع وشراء الأصول المالية بما فيها العملات، الأسهم والسندات، المشتقات المالية، السلع وغيرها من الأصول القابلة للتداول بأقل تكلفة وبسعر خاضع للعرض والطلب. حيث يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي، إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي. تنقسم الأسواق المالية: إلى السوق النقدية وسوق رأس المال

أولاً- السوق النقدية: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الاصول القصيرة الاجل، والتي يكون تاريخ استحقاقها لمدة لا تتجاوز السنة، اذ إن الاوراق المالية المتداولة في سوق النقد هي صكوك مديونية تعطي حاملها الحق في استرداد المبلغ الذي سبق إن اقترضه طرف اخر مع فوائده عند فترة الاستحقاق، ويمكن لحاملها التخلص منها في أي وقت (قبل فترة الاستحقاق) وبحد أدنى من الخسائر او من دون خسائر على الاطلاق (Boddy, 2002). ويختلف السوق النقدي عن سوق رأس المال من ناحية الاجل، اذ يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الاجل، بينما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الاجل. من حيث هدف المستثمرين، حيث في السوق النقدية السيولة والامان الاولوية، بينما يكون لعنصر الربحية الاولوية لمستثمر سوق رأس المال. من ناحية التنظيم، يعتبر سوق رأس المال أكثر تنظيماً من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

ثانياً- أسواق رأس المال: هي تلك الأسواق الذي يتم فيها تداول ادوات الاستثمار المالي طويلة الاجل كالأسهم والسندات، وتكمن اهميته في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الاجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة. وتنقسم اسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق (ابو موسى، 2005) هما

- الأسواق الحاضرة.
- الأسواق المستقبلية.

1. **الأسواق الحاضرة او الفورية:** هي الأسواق التي تتم فيها عملية التداول فورا وبسعر يتحدد عند التعاقد، والتسليم فورا أو بعد يومين على الأكثر. وتضم هذه الأسواق ما يلي:

أ- **السوق الأولية:** وتسمى أيضا سوق الاصدار ويتم في هذا التعامل بالأوراق المالية عند اصدارها لأول مرة، مثلا عندما تقوم الشركات الجديدة بعد تأسيسها بطرح رأسمالها على شكل اوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها بمعنى انها السوق ذات العلاقة المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب (الدوري، 2010).

ب- **السوق الثانوية:** وتسمى أيضا بسوق التداول فهي الاسواق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية التي سبق وان تم اصدارها في السوق الاولية، بمعنى انها لا تمثل مصدر تمويل جديد وتكون على نوعين هما:

- **السوق المنظمة:** وهي السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من اعضاء السوق.

- **السوق غير المنظمة (OTC) Over the Counter Market:** يستخدم اصطلح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (البورصة)، اذ إن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجري فيه المعاملات، أي ان اسلوب أداء الصفقة يتمثل في (الهاتف، التلكس، الانترنت، الفاكس) الذي يجمع ما بين المستثمرين والتجار المنتشرين داخل دولة ما، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر إن يختار تداول الاوراق المالية غير المسجلة في البورصة ويتم تحديد الاسعار بالتفاوض (Swesen, 2000).

2. **الأسواق المستقبلية:** هي اسواق يتم الاتفاق فيها على السعر والاصل المباع والمشتري حالا على إن يتم الاستلام والتسليم لاحقا. وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الخيار والعقود المستقبلية وتستخدم عقود الخيار والمستقبليات لحماية المستثمرين من تقلبات الاسعار المستقبلية وتحقيق الارباح الرأسمالية.

الفرع الثالث: الأدوات

تتمثل في الوسائل المستخدمة من طرف الأطراف الفاعلة في عملية التمويل، حيث أن فيها الخاصة بالسوق النقدية وفيها الخاصة بسوق رأس المال.
أولا- **أدوات السوق النقدية:** تتمثل في الأدوات القصيرة الاجل التي لا تتعدى فترة الإستثمار فيها سنة واحدة.

1. **أذونات الخزينة Treasury bills:** هي عبارة عن ورقة دين حكومية لا يتعدى تاريخ استحقاقها سنة واحدة، تصدر عن البنك المركزي، ويمكن للأشخاص الطبيعيين مقيمين وغير مقيمين شراءها ومن خلال المصارف المرخصة، حسب سعر البيع Ask Price، وهو عادة اعلى من سعر الشراء، ويمثل الفرق بين الشراء وسعر البيع هامش ربحية يحصل عليه المتعاملون في الاذونات، وتكون

الاذونات قابلة للتداول ويتم التعامل بها في السوق الثانوي بيعاً وشراءً بين البنوك لصالحها او لصالح عملائها.

2. القبولات المصرفية Banker's Acceptance: تُعرف أيضا باسم الكمبيالات، تمثل أداة دين قصيرة الأجل تصدر عن بنك تجاري، يستخدمها المستوردون كوسيلة دفع يقومون بسحبها لدى أحد البنوك المحلية لفائدة المصدر الذي يتعاملون معه. ويمكن بيعها في السوق الثانوي للأوراق المالية بخصم معين، وتقوم البنوك التجارية عادةً بشراء هذا النوع من القبولات فتتحقق بذلك عائداً هو نسبة الخصم وتلجأ الى هذا الاجراء متى زادت نسبة احتياطياتها وهي أداة استثمارية هامة من ادوات النقد، فهي قصيرة الاجل مما يوفر لها عنصر السيولة، كما انها تكون قابلة للخصم لدى البنك المركزي وهذا يوفر لها ميزة الامان، وهي أداة فعالة لتنشيط التجارة الخارجية.

3. الأوراق التجارية Commercial Papers: الأوراق التجارية هي نوع شائع الاستخدام من أدوات الدين قصيرة الأجل الصادرة عن الشركات، وعادة ما تستخدم في تمويل كشوف المرتبات والحسابات المستحقة الدفع وتلبية الخصوم الأخرى قصيرة الأجل. عادة ما تستغرق آجال الاستحقاق على الأوراق التجارية عدة أيام، ونادراً ما تستغرق فترة أطول من 270 يوماً. يتم إصدار الأوراق التجارية بخصم من القيمة الاسمية وتعكس معدلات الفائدة السائدة في السوق وتعتبر هذه أقدم ادوات الاستثمار قصير الاجل في سوق النقد الثانوي، والتعامل فيها في معظم الاسواق المالية العالمية محدود، تتميز بدخلها الثابت، وتصدر لحاملها وعلى أساس الخصم مثل اذونات الخزينة، لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها عالية نسبياً والعائد المتوقع منها مرتفع.

4. شهادات الایداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit: تصدر عن البنوك التجارية لمدد مختلفة حسب مدة الوديعة ولكنها تكون دائماً اقل من سنة ويثبت عليها عادةً سعر الفائدة والذي يكون ثابتاً Fixed Rate او عائماً Floating Rate، وهي أداة دين ترتب لحاملها حقاً على وديعة بنكية مودعة لأجل، تتميز هذه الشهادات بكونها توفر للمستثمرين فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة وذلك عن طريق بيع الشهادات مقابل تنازله عن جزء من العائد أي انها تتمتع بقدر كبير من السيولة، وتتميز أيضاً بدرجة الأمان العالية لأنها تصدر في معظم الاحيان بصيغة كاملة و تكون مضمونه من البنك المركزي، هذا اضافة الى ان معدل العائد الذي تحققه لمستثمر يكون اعلى نسبياً من العائد المحقق على حسابات الإيداع.

5. اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase agreements (العبيدي و المشهداني، 2015): اتفاقيات إعادة الشراء عبارة عن اتفاق بين بنك او جهة مانحة للقروض من ناحية، وشركة مقترضة من ناحية أخرى، وبموجب هذا الاتفاق تقوم الشركة المقترضة ببيع الاوراق المالية التي تملكها (اسهم،

سندات، اذونات خزينة، او اية اوراق اخرى) الى البنك بسعر محدد، وتتعهد الشركة المقترضة بموجب الاتفاق بشراء هذه الاوراق بسعر اعلى في تاريخ محدد لاحق، وتتراوح فترة الاتفاقية عادةً بين (3-14) يوماً وقد تكون ليوم واحد فقط وتعتبر قرصاً بضمان الاوراق المالية المبيعة حيث ان الثمن المدفوع مقابل الاوراق المالية يمثل قيمة القرض في حين ان الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء يمثل الفائدة الفعلية المدفوعة على المبلغ المقترض.

6. اليورو دولار Euro dollars (العبيدي و المشهداني، 2015) اكتسب سوق اليورو دولار التسمية الأصلية عندما اخذت بعض البنوك الاوربية تفتح لعملائها حسابات ودائع الاجل بالدولار، وتلتزم بدفعها لهم بحلول اجلها بالدولار، وذلك بخلاف المصرف السائد لدى البنوك التجارية، والقاضي بدفع الودائع بالعملات المحلية، وقامت تلك البنوك باستخدام ما لديها من ودائع بالدولار في عمليات اقراض بالدولار ايضاً بفوائد اعلى من تلك التي تدفعه على الودائع الأخرى ومن هنا استمد سوق اليورو دولار تسميته.

ثانياً- أدوات المستخدمة في سوق رأس المال: الأدوات المالية المستخدمة في سوق رأس المال هي إما أدوات ملكية أو أدوات دين، حيث تقوم الشركات او الحكومات بإصدار هذه الأدوات وبيعها للمستثمرين محليا او دوليا في السوق الأولية ليتم فيما بعد تداولها في السوق الثانوية.

1. الأسهم: تعتبر حصص ملكية، تخول لمالكها حق الملكية لجزء من أصول الشركة مصدرة الأسهم، فالأسهم حصة في رأسمال الشركة يحق لصاحبها الحصول على عوائد التي تمثل نسبة من أرباح الشركة التي تتناسب مع نسبة مساهمته في رأس مالها، كما يحق لمالك الأسهم التصويت وفي اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الشركة باعتباره من مالكيها. وتقوم الشركة بإصدار وبيع هذه الأسهم بغرض تكوين رأس المال اللازم لمزاولة نشاطها ولشراء الأصول الإنتاجية.

2. السندات: تعتبر ادوات دين تدر عائدا معلوما مسبقا (أي عائد يختلف عن العائد المتوقع للسهم)، فعائد السند لا يتحدد طبقا لأداء الشركة وما قد تحققه من أرباح كما هو الحال في الأسهم، بل يتمتع السند بالعائد المتفق عليه سلفا حتى وان تحققت خسارة فمصدر السند ملزم بدفع العوائد، وفي المقابل مالك السند لا يملك حق في التصويت واتخاذ القرارات في الشركة. والسندات قد تطرحها الشركات او حكومات الدول، والسندات فيها السندات الدولية وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض أجنبي وأصبحت في الآونة الاخيرة أحد أهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الأجل.

المطلب الثالث: مراحل تطور النظام المالي الدولي

شهد النظام المالي الدولي مراحل تطور مختلفة، اذ انه في الربع الأخير من القرن التاسع عشر انتشر نظام نقدي دولي قائم على الذهب، يربط الدول الكبرى في العالم بأسعار الصرف الدولية الثابتة لعملاتها

المحلية، إلا أن الحرب العالمية الأولى كشفت نقاط ضعف هذا النظام مما أدى إلى خروج كل الدول عن قاعدة الذهب بحلول عام 1919، بالرغم من إصرار بعض الدول على إيجابيات هذا النظام وأهمية إحيائه والعمل به إلا أن تطبيقه بعد مؤتمر بروكسل عام 1920 لم يستمر إلا لفترة محدودة ليسقط بعدها النظام نهائياً تحت وطأة أزمة الكساد الكبيرة عام 1929، وبعد نهاية الحرب العالمية تم عقد مؤتمر دولي سنة 1944 لإيجاد الصيغة الملائمة لإدارة النظام النقدي الدولي. فيما يلي سنقوم بتتبع المراحل المختلفة التي مر بها النظام المالي الدولي من المرحلة ما قبل الحرب العالمية الأولى. قبل 1914- إلى غاية 1973 وهذا بالتركيز على النظام النقدي الذي ساد في كل مرحلة وكذا على طبيعة حركة رؤوس الأموال دولياً.

الفرع الأول: الفترة ما قبل الحرب العالمية الأولى (1870- 1914)

تعتبر الفترة 1870-1914 ذروة معيار الذهب، إن السبب وراء الحفاظ الناجح على أسعار الصرف الثابتة لحوالي أربعة عقود هو أنه تم التضحية بالتوازن الداخلي بشكل عام للحفاظ على التوازن الخارجي، أو سعر الصرف الثابت، خلال هذه الفترة. إن نجاح المعيار الذهب قبل الحرب العالمية الأولى مهم عندما تفكر في حقيقة أنه لم يكن هناك اتفاق متعدد الأطراف يفرض النظام. من المهم بنفس القدر إدراك أن الالتزام بمعيار الذهب جاء مع تكلفة معدلات نمو أقل.

أولاً- نظام النقد الدولي في الفترة ما قبل الحرب العالمية الأولى (1870- 1914)

بدأت قاعدة الذهب في الانتشار في الربع الثاني من القرن التاسع عشر باتخاذ بريطانيا لها كقاعدة نقدية بقانون صدر في 1819 وأصبح ساري المفعول في سنة 1821. وبحلول عام 1870 لحقت بها بعض الدول الأخرى مثل ألمانيا عام 1871، تليها هولندا في عام 1873 وسويسرا وبلجيكا وفرنسا في عام 1878، وحددت الولايات المتحدة الأمريكية قيمة الدولار بالنسبة للذهب في عام 1879، في حين أن روسيا واليابان التزمتا بقاعدة الذهب بحلول عام 1897، وبالتالي أصبحت هذه القاعدة هي أساس النظام النقدي الدولي وانتشر في جميع أنحاء العالم بحلول عام 1900. كان هناك ثلاث أشكال لقاعدة الذهب:

1. قاعدة المسكوكات الذهبية: يقصد بالمسكوكات الذهبية عملة ذهبية مصنوعة من الذهب المضاف

إليه بعض المعادن الأخرى وتتحدد قيمة العملة بالنسبة إلى وزن الذهب الموجود فيها ويتم تداولها من يد إلى يد، حيث أصبح للذهب وظيفة مزدوجة، فعلى الصعيد الدولي أعتبر الذهب وسيلة لتسوية الالتزامات الدولية، وعلى المستوى المحلي كانت العملات الذهبية هي وسيط الدفع المقبول تداوله في الأسواق المحلية. لعبت هذه القاعدة دورها الداخلي والخارجي بفضل توفر الشروط التالية:

- حرية تصدير واستيراد الذهب بدون أي قيد أو شرط.

■ إمكانية أي فرد لديه قطعة من الذهب أن يقدمها لدار السك من أجل تحويلها إلى مسكوكة ذهبية أو العكس.

■ أن يضمن البنك المركزي شراء وبيع الذهب بكميات غير محدودة وبسعر ثابت.

■ قابلية أنواع النقود الأخرى للصرف عند حد التعادل بمسكوكات ذهبية.

2. قاعدة السبائك الذهبية: تطورت المجتمعات حول العالم وأدت إلى زيادة الطلب على النقود في

صورة مسكوكات ذهبية، مما دفع بالبنوك إلى إصدار نقود ومع قدوم الحرب العالمية الأولى ارتفعت نفقات شراء الأسلحة إلى حد كبير، وتضاعفت التزامات تمويل الحرب مما دفع كل من إنجلترا وفرنسا وإيطاليا وأمريكا إلى عقد مؤتمر جنونا الشهير في مدينة (جنونا)، وتوصلوا إلى عدة نتائج من أهمها إلغاء نظام المسكوكات الذهبية وتبني نظام السبائك الذهبية بداية من العام 1925، ومصاحبة ذلك بوضع شروط محكمة لعمليات سك وصهر العملات، وكذلك وضع شروط ملزمة على عمليات تحويل النقود الورقية القانونية إلى ذهب. نظام السبائك الذهبية هو نظام القاعدة الذهبية التي يقوم فيها التداول النقدي على أوراق نقدية قابلة للتحويل إلى سبائك ذهبية فقط، وفي ظل هذا النظام يختفي الذهب كنقد في التداول بهدف التوفير في الذهب ك معدن، وتتوقف البنوك المركزية عن إصدار نقود ذهبية وتقتصر على إصدار أوراق نقدية قابلة للتحويل إلى سبائك ذهبية تكون قيمة الواحدة منها مرتفعة إلى حد كبير بهدف الحفاظ على أكبر كمية من معدن الذهب كاحتياطي للصرف الأجنبي، مثلاً إنجلترا تحول الأوراق النقدية إلى سبائك على المبالغ التي تزيد عن 1500 جنيه إسترليني، وفرنسا تحول إلى السبائك المبالغ التي قيمتها 225000 فرنك فرنسي (مجيدي ، 1998).

3. نظام الصرف بالذهب: وتم تعريف شكلاً ثالثاً لنظام الذهب أطلق عليه اسم نظام الصرف بالذهب،

حيث وفقاً لهذا النظام ترتبط عملة بلد ما بالذهب عن طريق ربط عملته بعملة بلد آخر يسير على نظام الذهب. وفقاً لهذا النظام، تصبح وحدة النقد مرتبطة بالذهب ارتباطاً من الدرجة الثانية، حيث هناك وسيط لا بد أن تمر به حتى تتحول إلى ذهب، هذا الوسيط هو العملة الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب، وفي هذه الحالة لا تتحدد قيمة وحدة النقد طبقاً لقاعدة الذهب، ولكن طبقاً لقيمة العملة الأجنبية القابلة للتحويل، وقد سمي هذا النظام "نظام التحويل من الدرجة الثانية" بمعنى أنه طبقاً لهذا النظام يوجد نوعين من العملات، عملات تلعب دوراً عالمياً بالغ الأهمية وتسمى بالنقود المركزية Monnaie convertible وعملات تابعة Monnaie satellites، وتستند في إصدارها على عملة ارتكازية أي القابلة للتحويل لتكون غطاء لها بدلاً من الذهب (مصطفى و السيد حسين،

(2000).

فمثلا نجد أن الدول التي كانت منطقة نفوذ اقتصادية لأمريكا كانت عملاتها قابلة للتحويل إلى الدولار القابل للتحويل للذهب، ونفس الشيء بالنسبة للدول التي كانت تابعة لكتلة الإسترليني، أصبحت هذه الدول تتمتع بمزايا الذهب عن طريق الاحتفاظ باحتياطياتها الذهبية وفي صورة عملات. تحديد سعر صرف ثابت للعملة الوطنية، مقابل العملة الأجنبية القابلة للصرف بالذهب ثم التزام السلطات النقدية، ممثلة في بنكها المركزي، ببيع وشراء العملات الأجنبية القابلة للصرف بالذهب وبسعر ثابت. الجدول التالي يوضح الأوزان النسبية للذهب مقابل وحدة واحدة من عملة معينة

جدول رقم (1): معدلات تبادل العملات الرئيسية في ظل قاعدة الذهب

البلد	العملة	المقابل بالذهب
بريطانيا	الجنيه	7.988
الو. م. أ.	الدولار	1.672
فرنسا	الفرنك	0.322
ألمانيا	المارك	0.398
إيطاليا	الليرة	0.3226
هولندا	الفلورين	0.672

المصدر: السيد أحمد عبد الخالق، أحمد بديع بليج (2002)، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، ص632.

مثلا: 1جنيه إسترليني = 7.988 غ من الذهب، 1دولار امريكي = 1.672 غ من الذهب

-في حالة العملتين قابلتين للتحويل الى الذهب (قاعدة الذهب في شكلها الأول) فإذا اردنا تحديد قيمة الجنيه بالنسبة للدولار الأمريكي يكون كما يلي:

$$1\text{جنيه} = \frac{1.672}{7.988} = 0.2093 \text{جنيه إسترليني} \text{ و } 1\text{دولار امريكي} = 0.2093 \text{جنيه إسترليني}$$

-وفي حالة عملة واحدة فقط قابلة للتحويل الى الذهب مثلا الدولار (نظام الصرف بالذهب الشكل

الثالث لقاعدة الذهب) فنكون العملة 1دولار = 4.30521 فرنك سويسري (أي 1 فرنك = 0.206418

غرام من الذهب). أي هنا قمنا بتحديد قيمة الفرنك السويسري بالنسبة للذهب عن طريق ربط هذه العملة بعملة الدولار الي تسير على نظام الذهب.

من هنا يمكننا استنتاج ان في ظل نظام الذهب، أسعار الصرف ثابتة او مستقرة لأن هناك علاقة ثابتة بين وحدة النقد الأساسية لكل دولة وبين الذهب وبالتالي لا يمكن ان يكون أي تقلب في أسعار العملات بالنسبة لبعضها البعض وهذا يضمن مناخ مستقر بالنسبة للتبادل الدولي ويدعم حرية التجارة، الا

ان استقرار أسعار الصرف يأتي مع تكلفة معدلات نمو أقل وعدم الاستقرار الاقتصادي الداخلي كساد. لان في حالة ثبات أسعار الصرف لا يكون هناك سياسات تخفيض في سعر الصرف لتشجيع الصادرات وبالتالي هذا قد يؤدي الى كساد بالإضافة اذ كان سعر الصرف ثابت فالاستثمارات يمكن ان تأخذ اتجاه واحد أي اين تكون اليد العاملة رخيصة والمواد الأولية متوفرة (كالمستعمرات) وبالتالي قد تؤدي الى نقض في الاستثمارات في الدول التي لا تتوفر على هذه الشروط.

ثانيا- طبيعة حركة رؤوس الأموال دوليا خلال الفترة 1870-1914

كانت حركة رؤوس الأموال في هذه الفترة مرتبطة بفكرة حرية تصدير واستيراد الذهب، وبالتالي كان هناك انتقال الذهب بين الدول. بالإضافة الى سعر الصرف الثابت الذي نتج عن قاعدة الذهب فالاستثمارات أخذت اتجاه واحد أي اين كانت فرص الاستثمار مربحة (اين اليد العاملة رخيصة والمواد الأولية متوفرة مثل معظم البلدان المستعمرة آنذاك). في هذه الفترة احتلت لندن المركز الأول في التجارة والتمويل حيث كانت البنوك الى جانب التجار يشكلون ودائع في بنوك لندن، مما جعل من حركة رؤوس الأموال من والى بريطانيا شديد الحساسية لتغيرات أسعار الفائدة السائدة في السوق النقدية البريطانية.

الفرع الثاني: الفترة ما بين الحربين (1914-1943)

من 1871 الى 1914 كانت القاعدة الذهبية في ذروتها، الا ان اندلاع الحرب العالمية الأولى كشفت ضعف هذا النظام، ومنذ ذلك الحين أصبح تطبيق هذه القاعدة غير مستقر الى ان تم التخلي عنها نهائيا بعد ازمة الكساد الكبيرة 1929.

أولا- نظام النقد الدولي في الفترة ما بين الحربين (1914-1943)

أدت نفقات الحرب العالمية الأولى الى ضرورة التوسع في الإصدار النقدي، إلا ان قاعدة الذهب تفرض الإصدار الصارم في النقد أي بما يتوافق مع كمية الذهب المتوفر مما دفع بمعظم الدول التخلي عن هذه القاعدة وإتباع سياسات نقدية مستقلة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي كأول هدف لها، ومن تلك السياسات هو التوسع في الإصدار النقدي لمواكبة الحاجة الكبيرة والمتزايدة للأموال لتغطية نفقات الحرب والتعويض وتجنب توقف العجلة الإنتاجية. ولكن بمجرد انتهاء الحرب العالمية الأولى جرت عدة محاولات من أجل إعادة الحياة إلى قاعدة الذهب واهمها مؤتمر جنوة 1922 الذي أوصى إلى العودة لقاعدة الذهب تحت شكل تطبيق نظام السبائك الذهبية، حيث عادت معظم إلى قاعدة الذهب ولكن لفترة محدودة حيث مع ظهور أزمة الثلاثينات الشهيرة ب (أزمة الكساد العظيم) والتي بدأت بوادرها عام 1929 سببت في هبوط أسعار السندات والأوراق المالية الى مستويات متدنية جدا، أعقبتها موجات بطالة عاتية وهبوط شديد ومتراكم في الطلب وانخفاض مخيف في الأسعار والنتائج. وكنتيجة لهذا تخلت الدول عن هذه القاعدة لكون بريطانيا آنذاك المركز الرئيسي لنظام الذهب، فقد أدى إنهاء قابلية تحويل الجنيه الاسترليني إلى ذهب إلى انهاء نظام الذهب، وقد تبعت الدول الكبرى بريطانيا في إنهاء قابلية تحويل عملاتها إلى الذهب وبانتهاء

عام 1934 كان الدولار الأمريكي هو العملة الرئيسية الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب. وبعد انهيار هذا النظام بدأت الدول بفرض قيود على تجارتها وفرض الرقابة على الصرف وفرضت أغلب الدول السعر الإلزامي لعملتها المحلية.

ثانياً- طبيعة حركة رؤوس المال في الفترة ما بين الحربين (1914-1943)

بعد انهيار قاعدة الذهب الدولية انكمش حجم الاستثمارات وضعفت الثقة في كفاءة عمل الأسواق المالية وتقلص حجم الإقراض الخاص، هذا ما أدى إلى تطور طرق جديدة للإقراض وأهمها الإقراض الحكومي الذي حل محل الإقراض الخاص والاستثمارات المباشرة، وهذا يعود للديون الضخمة التي خلفتها الحرب العالمية للدول المشاركة في الحرب. وفي هذه الفترة شهدت الاستثمارات الأمريكية تزايداً سريعاً في دول أمريكا اللاتينية وكندا كما أن التمويل كان عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل من جانب الولايات المتحدة الأمريكية التي أصبحت مالكة لنسبة كبيرة من الاستثمارات المباشرة في العالم، حيث بلغ حجم الاستثمار الدولي في فترة ما بين الحربين 47.5 مليار دولار وحصّة الولايات المتحدة منها 16 مليار دولار (العيساوي ، 2012).

الفرع الثالث: النظام المالي في الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية

خرجت معظم دول العالم من الحرب العالمية باقتصاد هش وبنية مهدمة وسادت الفوضى في النظام المالي الدولي وبالتالي تسارعت الدول إلى عقد مؤتمر دولي لإرساء قواعد جديدة يمشي عليها النظام المالي الدولي.

أولاً- النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز 1944

شهد النظام النقدي الدولي قبل انتهاء الحرب العالمية الثانية هزات واضطرابات عنيفة ما أدى إلى تسجيل معدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية، هذا ما دفع بالولايات المتحدة وبريطانيا إلى التفكير في خلق نظام نقدي جديد يكون أساساً للعلاقات النقدية الدولية للفترة ما بعد الحرب، حيث تم تنظيم مؤتمر بريتون وودز في مدينة Bretton Woods بالولايات المتحدة في شهر جويلية من سنة 1944 شاركت فيه 44 دولة. اتفاقيات بريتون وودز هي اتفاقيات اقتصادية رسمت الخطوط العريضة للنظام المالي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية، حيث كان كل الانجليزي جون مينارد كينز والامريكي هاري ديكستر وايت بمثابة مهندسا المؤتمر.

1. مخطط كينز: اقترح كينز إصلاحاً شاملاً للعلاقات النقدية الدولية التي تم بناؤها حول بنك عالمي

وهو اتحاد المقاصة الدولي، وأصدر معياراً مالياً "بانكور" حيث تتحدد لها قيمة مرتبطة بالذهب وتقبلها سائر الدول وتحدد كل دولة قيمة ثابتة ومتفق عليها بالنسبة لعملة البنك ولا يمكن تغييرها دون إذن مسبق من مجلس الاتحاد المذكور. وتستند هذه الخطة على النقاط التالية:

- استعادة المعاملة المتساوية للشركاء عن طريق إضفاء الطابع المؤسسي على تحويل الفوائض إلى

بلدان العجز، حيث يمكن للدول التي تعاني من عجز الاقتراض بالبانكور من دولة ذات فائض ويمكن التفاوض مع مجلس الاتحاد لإجراء تخفيض في العملة أو فرض أي نوع من الرقابة على الصرف أو تقديم الذهب مقابل البانكور لتسوية أوضاعها الخارجية وهي الطريقة الفعالة الوحيدة للقضاء على الممارسات التمييزية.

- يتم تحديد حصة كل دولة في الاتحاد على أساس 75% من متوسط قيمة الصادرات والواردات خلال السنوات الثلاث السابقة للحرب على أن يتم النظر في إمكانية تعديل الحصص سنويا في ضوء الوضعية الإجمالية للتجارة الدولية.
- مبدأ المقاصة الذي يعتمد عليه الاتحاد يسمح له بفتح اعتمادات للأعضاء بالسحب من البنك في حدود معينة بدون فرض ايداع ودائع ذهبية أو عملات، وإنما تسجل على شكل قيود حسابية في الحساب الدائن فيه باسم البنوك المركزية للدول المقترضة.
- يمكن للدول المشاركة التي تعاني من العجز أن تسحب ربع حصتها في السنة بدون قيود، وفي حالة كون العجز أكبر من ربع حصتها زاد العجز يطلب الاتحاد من هذه الدولة إما تخفيض عملتها أو فرض رقابة على حركات رؤوس الأموال.

2. مخطط وايت

نص هذا المخطط على إنشاء مؤسستين دوليتين هما صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وكانت أهداف الصندوق تتمثل في تشجيع التعاون النقدي الدولي والعمل على تحقيق النمو المتوازن للتجارة الدولية، وتجنب فرض القيود على المدفوعات الخارجية، والتخلص من القيود المفروضة على الصرف والعمل على ثبات أسعاره بين عملات البلدان الأعضاء. ومن أهداف الصندوق أيضاً منح المساعدات للأعضاء لمعالجة الخلل المؤقت في موازين مدفوعاتهم. والغرض من البنك الدولي هو مساعدة الدول الأوروبية التي دمرتها الحرب ثم مساعدة الدول الأخرى على التنمية الاقتصادية.

تم اعتماد مخطط وايت في المؤتمر كأساس يقوم عليه النظام النقدي الدولي الذي هو تحت رقابة الصندوق، حيث وفقاً لهذا المخطط النظام النقدي الجديد يقوم على قاعدة صرف الدولار بالذهب التي تركز بصفة رئيسية على قابلية تحويل الدولار الأمريكي فقط إلى الذهب ومن ناحية أخرى تثبيت صرف العملات بالنسبة للدولار الأمريكي (أي ان جميع العملات مبروطة بشكل أو بآخر بالذهب من خلال الدولار). حيث التزمت الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولار الورقي إلى ذهب بسعر ثابت يبلغ \$35 لكل أونصة من الذهب، (الأونصة الواحدة تساوي 31.103غ من الذهب) أي الدولار الواحد يساوي 0.88671 غ من الذهب الصافي. ونتيجة لذلك تحول الدولار ليكون العملة الاحتياطية الدولية وبالتالي ثبات أسعار الصرف بين مختلف العملات المرتبطة به. ومن أجل تحقيق المرونة سمح الصندوق بتقلبات أسعار صرف عملات البلدان الأعضاء ضمن هامش محدد، وإذا تجاوز سعر صرف عملة ما هذه الحدود فإنه يجب على البنك

الفصل الأول: النظام المالي الدولي 1870-1973

المركزي أن يتدخل في السوق بائعاً أو شاربياً لعملة الوطنية لإعادة السعر إلى الهامش المسموح به. وقد استمر العمل بهذا النظام حتى 1971 عندما أعلن الرئيس الأميركي نيكسون وقف قابلية تبادل الدولار إلى الذهب وهو أهم أركان نظام بريتون وودز. ولقد حقق هذا النظام في أول الأمر نجاحاً ملحوظاً في تحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي والنقدي الدولي. ولكن مع تزايد القوة الاقتصادية والسياسية لأوروبا الغربية واليابان على الساحة الدولية برزت معطيات جديدة تتعارض مع ثبات أسعار صرف العملات الذي يقوم عليه نظام بريتون وودز، كما تتعارض مع الهيمنة الأميركية على الاقتصاد العالمي المتمثلة في سيطرة عملتها المحلية على النظام النقدي الدولي. ورغم تعديل اتفاقية بريتون وودز مرتين فإن آلية ثبات سعر صرف العملات ألغيت تماماً من الناحية العملية، وبدأت مرحلة جديدة هي مرحلة "التعويم" التي تعني ترك سعر صرف العملة يتحدد بحرية وفق آلية العرض والطلب في الأسواق.

عمدت الدول التي لها الفائض مع الولايات المتحدة الأمريكية إلى تحويل هذا الفائض إلى الذهب مما أدى إلى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في حوزة الولايات المتحدة حيث انخفض من 18 مليار \$ إلى 11 مليار \$ بين عامي 1960 و 1970 وأصبحت مستحقات الدول اتجاه أمريكا تفوق ما لديها من رصيد ذهبي الشيء الذي طرح الكثير من التساؤلات فيما يخص قدرتها على تحويل الدولار إلى الذهب. وفي 9 ماي 1971 رفعت كل من سويسرا والنمسا قيمة عملتهما بنسبة 7.1% و 5.1% على الترتيب بينما قررت ألمانيا وهولندا تعويم عملتهما في ذلك الوقت، وأمام هذه الأوضاع المتأزمة في أسواق الصرف والحالة التي وصل إليها الدولار الأمريكي واحتياطياتها الذهبي قامت أميركا بالتدخل لإصلاح الأوضاع وذلك بوضع مجموعة من قرارات أعلن عنها الرئيس نيكسون في 15/8/1971 في خطابه للأمم تحت عنوان السياسات الاقتصادية الجديدة.

الفترة ما بعد 1973 قامت على قاعدة (تعويم العملة)، أي جعل سعر صرف العملة المحلية مستقلاً عن العملات الأخرى في السوق العالمية يكون مرتبط بقوى العرض والطلب وليس بربطها بعملة معينة، وفي هذه المرحلة انتقل العالم الرأسمالي من مرحلة ثبات الأسعار إلى مرحلة تعويم العملة، ورفضت أغلب الدول الرأسمالية الصناعية فكرة (وضع أسعار تعادل ثابتة) وسادت فكرة جديدة مفادها أن أسعار الصرف المرنة المرتبطة بقوى العرض والطلب، يمكن أن تدير نظام النقد الدولي بقدر قليل من الذهب والاحتياجات الدولية. وفي عام 1976 عقد مجلس محافظي صندوق النقد الدولي مؤتمراً في جمايكا (اتفاقية جمايكا) وتم فيه وضع عدد من البنود الأساسية للنظام المالي الحديث، وكان لذلك أثراً واضحاً على نظام الصرف الدولي وتمثلت تلك البنود بالآتي:

- حرية الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي في اختيار ما تشاء من نظم الصرف بما فيها التعويم.
- إلغاء السعر الرسمي للذهب ونزع الصفة النقدية عنه ومعاملته معاملة أي سلعة يتحدد سعره

بناء على العرض والطلب.

■ تكون وحدات حقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي هي الأصول الاحتياطية الأساسية في نظام النقد الدولي، المقصود بحقوق السحب الخاصة: هو نظام جديد للعملة الاحتياطية الدولية ويسمى أيضا عملة الصندوق، وتستخدم حقوق السحب الخاصة جنبا إلى جنب مع الذهب والدولار، كاحتياطيات نقدية دولية. ولكل سلطة نقدية حرية اختيار أية سياسة للتدخل وحرية تغيير تلك السياسة في أي وقت تشاء ودون موافقة خارجية. وفي حالة إذا لم تتدخل السلطات النقدية على الإطلاق في سوق الصرف الأجنبي، فإنها تكون قد تركت أسعار الصرف حرة، وذلك باعتقادها أن التوازن في ميزان المدفوعات يتحقق بصورة تلقائية، وذلك بترك عملاتها تتحدد بحرية وفقا لقوى السوق من خلال العرض والطلب عليها.

المبحث الثاني: المؤسسات المالية الدولية

لقد عرف العالم خلال فترة ما بين الحربين العديد من التغيرات والأحداث في مختلف المجالات والميادين خاصة المجال الاقتصادي الذي ميزته أحداث انهيار قاعدة الذهب واللجوء إلى نظام النقد الورقي الإلزامي، واعتماد الدول على سياسات مالية من أجل إعادة بناء اقتصادها المتدهور. وفي عام 1944 عمدت الدول إلى عقد مؤتمر اجتمع فيه ممثلو الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا بمشاركة 42 دولة في بريتون وودز لتقرير شكل النظام المالي النقدي الجديد، ونتج عن الاتفاق إنشاء مؤسستين هما البنك الدولي، صندوق النقد الدولي.

المطلب الأول: البنك الدولي

تم الاتفاق على تأسيس البنك الدولي في المؤتمر الذي دعت إليه هيئة الأمم المتحدة في بريتون وودز بالولايات المتحدة سنة 1944 وبدأ أعماله في 1946، يمثل البنك الدولي مؤسسة مالية دولية كبرى تهدف إلى تشجيع استثمار رؤوس الأموال لإعمار وتنمية الدول الأعضاء ومساعدتها على إنشاء المشاريع الضخمة.

الفرع الأول: مفهوم البنك الدولي

أولا- تعريف البنك الدولي: يعتبر البنك الدولي أكبر مصدر تمويل في العالم حيث انه يهدف إلى تقديم المساعدات المالية والفنية لبلدان العالم، وينصب محور تركيزه الرئيسي حول مساعدة اشد البلدان فقرا، رسالته تحقيق عالم خال من الفقر، تأسس بتاريخ 01 جويلية 1944 بقرار من مؤتمر دولي حضره ممثلو 44 دولة في بريتون وودز، مقره الرئيسي بواشنطن، وهو مؤسسة تعاونية تمثل البلدان المساهمة الأعضاء البالغ عددها 189 بلدا (رشاد و الشريف، 2000).

تتكون مجموعة البنك الدولي من خمس مؤسسات، هي البنك الدولي للإنشاء والتعمير، ومؤسسة التنمية الدولية، ومؤسسة التمويل الدولي، وهيئة ضمان الاستثمار متعدد الأطراف، والمركز الدولي لتسوية نزاعات الاستثمار.

تأسس البنك الدولي كان بهدف المساعدة في إعادة التعمير والتنمية، وهذا عن طريق إعادة بناء اقتصاديات الدول الأعضاء بعد مخلفات الحرب العالمية الثانية وذلك بتشجيع الاستثمار الدولي لتحقيق النمو وفقا للشروط التجارية في أقاليم الدول الأعضاء وتقديم المساعدة للتحول من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلام والعمل على ربط دول العالم الثالث باقتصاد السوق. تشجيع الاستثمارات الأجنبية الخاصة عن طريق الضمان أو المساهمة في القروض أو الاستثمارات الأخرى التي يقوم بها القطاع الخاص وذلك بتقديم التمويل بشروط معقولة للأغراض التجارية. تشجيع الاستثمارات الدولية لتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء بهدف الوصول إلى مرحلة النمو المتوازنة للتجارة الدولية في الأجل الطويل والمحافظة على توازن المدفوعات. إجراء عملية تصنيف المشروعات الاقتصادية الأكثر نفعاً من أجل إعطائها الأولوية في الانتفاع من القروض والتسهيلات الاستثمارية.

ثانياً-وظائف البنك الدولي

تتمحور وظائف البنك الدولي فيما يلي:

- العمل على تقديم التمويل الدولي طويل الأجل لمشاريع وبرامج التنمية وخاصة للدول النامية.
- تقديم المساعدات الخاصة للدول النامية، الأكثر فقراً والتي يقل متوسط دخل الفرد فيها عن ألف دولار سنوياً.
- العمل على زيادة دور القطاع الخاص في الدول النامية بكل الوسائل الممكنة.
- القيام بتقديم المشورة والمساعدة الفنية للدول الأعضاء لمعاونتها على تحقيق أفضل الحلول لمشاكلها المتعلقة بأهداف البنك واختيار المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية.
- العمل على تقوية البنية الأساسية للتنمية من خلال تمويل المشروعات الكبيرة ومنها سدود المياه مشاريع الري، محطات، توليد الكهرباء، السكك الحديدية والطرق.
- القيام بتطوير أدوات التحليل الخاصة، بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات وإصلاح البنية الاقتصادية التي تعمل فيها تلك المشروعات.

الفرع الثاني: مصادر تمويل البنك الدولي

أولاً-رأس مال البنك الدولي: يتألف رأس مال البنك الدولي من احتياطات تراكمت عبر السنوات وأموال يدفعها مساهمو البنك من البلدان الأعضاء البالغ عددها 189 بلداً، حيث ان مساهمة كل عضو تمثل 20% من قيمة حصته نقداً والباقي يعتبر ضماناً للقروض التي يحصل عليها البنك، وتحدد قدرة كل دولة عضو في البنك على التصويت وفقاً لحصتها في رأس ماله. الدول الصناعية المتقدمة (أمريكا، اليابان،

ألمانيا، فرنسا، إنجلترا) تسيطر على أكثر من 3/1 راس مال البنك وهو ما يجعلها تؤثر مباشرة على قرارات البنك الاستراتيجية. ويتم تجديد موارد المؤسسة الدولية للتنمية، وهي المصدر الأكبر الذي يقدم قروضا بدون فائدة ومساعدات في شكل منح إلى أشد بلدان العالم فقرا، كل ثلاث سنوات بمساعدات من 40 بلدا مانحا. وتتم تعبئة المزيد من الأموال من خلال سداد أصل القروض التي تمتد آجال استحقاقها لحوالي 35 إلى 40 عاما وكذا سداد القروض التي تقدم بدون فائدة، ثم يعاد إقراض هذه الأموال مرة أخرى.

ثانيا- القروض والمنح: يقدم البنك الدولي من خلال مؤسسته البنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسة الدولية للتنمية نوعين أساسيين من القروض والاعتمادات: قروض الاستثمار وقروض لأغراض سياسات التنمية. تُقدم القروض الاستثمارية إلى البلدان من أجل تمويل توريد السلع وتنفيذ الأعمال وتقديم الخدمات المساندة لمشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مجموعة واسعة ومتنوعة من القطاعات الاقتصادية والاجتماعية. وتوفر قروض سياسات التنمية (التي كانت تعرف فيما مضى بقروض التكييف) تمويلا سريع الدفع من أجل مساندة إصلاحات السياسات والإصلاحات المؤسسية في البلدان (رشاد و الشريف، 2000). ويتم تقييم المشروعات المقترحة التي تتقدم بها جميع الجهات المقترضة من أجل ضمان سلامة المشروع من الناحية الاقتصادية والمالية والاجتماعية والبيئية. وأثناء المفاوضات التي يتم إجراؤها بشأن القرض، يتفق البنك والجهة المقترضة على الأهداف الإنمائية والنتائج ومؤشرات الأداء وخطة التنفيذ وكذا الجدول الزمني الذي سيجري بمقتضاه تقديم مدفوعات القرض. وبينما يقوم البنك الدولي بالأشراف على تنفيذ كل من القروض التي يقدمها وتقييم ما تحققه هذه القروض من نتائج، تقوم الجهة المقترضة بتنفيذ المشروع أو البرنامج وفقا للشروط التي تم الاتفاق عليها.

تستهدف المنح تيسير إقامة المشروعات الإنمائية من خلال تشجيع الابتكار والتعاون بين المنظمات ومشاركة أصحاب المصالح المباشرة المتواجدين على المستوى المحلي في المشروعات. وفي السنوات الأخيرة، تم استخدام المنح التي تقدمها المؤسسة الدولية للتنمية التي تمول مباشرة أو تدار من خلال الشراكات فيما يلي (رشاد و الشريف، 2000):

- التخفيف من أعباء الديون التي تتقل كاهل البلدان الفقيرة المثقلة بالديون.
- تحسين خدمات الصرف الصحي وإمدادات المياه.
- مساندة برامج التحصينات واللقاحات من أجل تخفيض حالات الإصابة بالأمراض المعدية.
- مكافحة جائحة فيروس ومرض الإيدز.
- مساندة منظمات المجتمع المدني.
- وضع مبادرات من أجل تخفيض انبعاث غازات الدفيئة.

كما يقوم البنك الدولي بتقديم المُنح لمنظمات المجتمع المدني بغية إعادة بناء المجتمعات المحلية التي مزقتها الحروب، وتقديم الخدمات الاجتماعية ومساندة تنمية المجتمعات المحلية.

المطلب الثاني: صندوق النقد الدولي

في العام 1944، انعقد المؤتمر المالي والنقدي العالمي في مدينة بريتون وودز في الولايات المتحدة الأمريكية، وتقرر إنشاء صندوق للنقد العالمي، الذي ما إن أعلن عن انتهاء الحرب، حتى بدأ مهامه في 1945/12/27. فقد أوكل إلى صندوق النقد الدولي مهمة الحفاظ على استقرار النظام النقدي العالمي، ما جعل من الصندوق مؤسسة عالمية تسعى إلى إصلاح الأنظمة المالية للبلدان في العالم.

الفرع الأول: مفهوم صندوق النقد الدولي

صندوق النقد الدولي مؤسسة دولية تمثل الحكومات العالمية، أنشئ بموجب معاهدة دولية للإشراف على عمل النظام النقدي الدولي الجديد بعد الحرب العالمية الثانية، حيث انه يعمل على تعزيز سلامة الاقتصاد العالمي، ويقع مقر الصندوق في الولايات المتحدة الأمريكية بواشنطن، ويبلغ عدد أعضائه 185 عضو. وكما يتضح من اسمه فان هذه الوكالة هي صندوق، يمكن أن تستفيد الدول الأعضاء فيه من موارده، لمعالجة ما تتعرض له من مشكلات في ميزان المدفوعات الخاصة بها.

تضمن الأهداف القانونية لصندوق النقد الدولي تيسير التوسع والنمو المتوازن في التجارة الدولية، وتحقيق استقرار أسعار الصرف، وتجنب التخفيض التنافسي لقيم العملات، وإجراء تصحيح منظم لاختلالات موازين المدفوعات التي تتعرض لها البلدان. ولتحقيق هذه الأهداف، يقوم الصندوق بمراقبة التطورات والسياسات الاقتصادية والمالية في البلدان الأعضاء وعلى المستوى العالمي. إقراض البلدان الأعضاء التي تمر بمشكلات في موازين مدفوعاتها، ليس فقط لإمدادها بالتمويل المؤقت تقديم المساعدة الفنية والتدريب في مجالات خبرة الصندوق إلى حكومات البلدان الأعضاء وبنوكها المركزية.

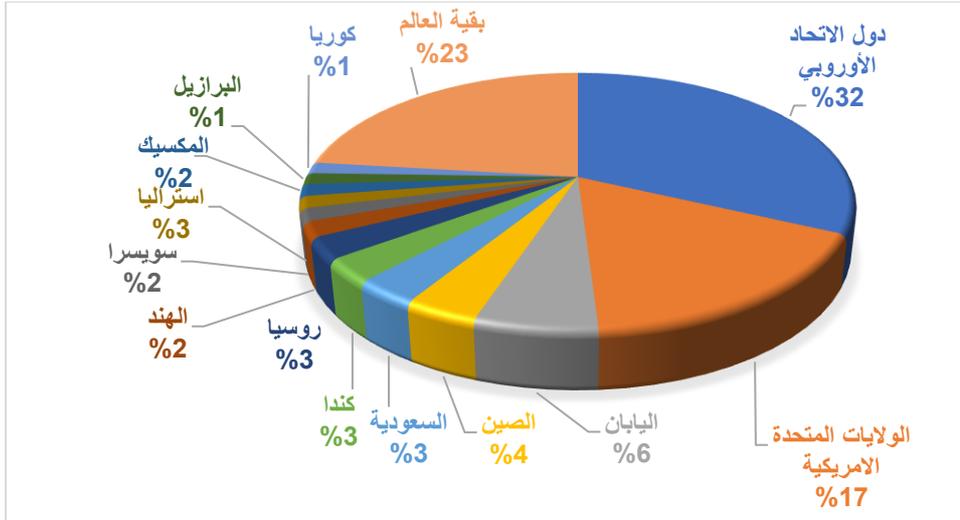
الفرع الثاني: موارد ومصادر تمويل الصندوق

المصدر الاساسي لموارد صندوق النقد الدولي هو الاشتراكات التي تسدها البلدان عند الانضمام إلى عضوية الصندوق، حيث ان الدول الاعضاء في الصندوق تساهم بحصص تتشكل من 75% بالعملة الوطنية و 25 % بالعملات قابلة للتحويل. وتحدد الحصص ليس فقط مدفوعات الاشتراك المطلوبة من البلد العضو، وانما حجم التمويل المتاح له من الصندوق ونصيبه من مخصصات حقوق السحب الخاصة

الفصل الأول: النظام المالي الدولي 1870-1973

بالإضافة إلى عدد أصواته أو القوة التصويتية في الصندوق ومن هنا فإن البلدان القوية اقتصادياً وسياسياً هي المهيمنة على الصندوق وأنه لا وزن للبلدان النامية فهي مجرد تابعة في قراراتها. ويوضح الجدول التالي أهم الحصص في الصندوق لعدد من دول الأعضاء والتي تعبر عن مقدار القوة التصويتية لها.

الشكل رقم (1): حصة الدول في صندوق النقد الدولي



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي

تعتبر الحصص بمثابة مرآة لحجم البلد العضو النسبي في الاقتصاد العالمي، فكلما ازداد حجم اقتصاد العضو من حيث الناتج وازداد اتساع تجارته وتنوعها، ازدادت بالمثل حصته في الصندوق. والولايات المتحدة الأمريكية، أكبر اقتصاد في العالم، تسهم بالنصيب الأكبر في صندوق النقد الدولي حيث تبلغ حصتها 17% من إجمالي الحصص.

بالإضافة إلى حصص الأعضاء يعد الاقتراض من المصادر المكمل للمورد الذي يلجأ إليه الصندوق في حالة تزايد الضغوط على السيولة المتاحة لديه. وقد لجأ الصندوق إلى هذا المصدر ابتداءً من سنة 1962 بعد الاتفاقات العامة للاقتراض (GAB) كما اعتمد المجلس التنفيذي المبادئ التوجيهية للاقتراض سنة 1982 وفقاً لاتفاقات الجديدة للاقتراض (NAB) التي وضعت مبادئ تضبط طبيعة الاقتراض وشروطه وحدوده.

يجدر الإشارة إلى ماهية حقوق السحب الخاصة (SDR)، حقوق السحب الخاصة هي أصل احتياطي دولي أنشأه الصندوق في عام 1969، في ذلك الحين كانت أهم الأصول الاحتياطية هي الذهب والدولار الأمريكي. وحقوق السحب الخاصة تعرف أيضاً باسم "الذهب الورقي" رغم تجردها من الوجود المادي يتم تخصيصها للبلدان الأعضاء (في صورة قيود دفترية) كنسبة مئوية من حصصها.

وتم انشاء حقوق السحب الخاصة كأصل احتياطي تكميلي يمكن لصندوق النقد الدولي "تخصيصه" للبلدان الأعضاء بصفة دورية ويجوز للبلدان الأعضاء في الصندوق استخدام حقوق السحب الخاصة في المعاملات مع بعضها البعض، ومع 16 حائزاً "مؤسسياً" لحقوق السحب الخاصة، ومع الصندوق. وتستخدم حقوق السحب الخاصة كوحدة حساب أو كأساس لوحدة الحساب في عدد من المنظمات الدولية والإقليمية والاتفاقات الدولية.

وتتحدد قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة يومياً باستخدام سلة من أربع عملات رئيسية هي اليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني والدولار الأمريكي، وفي عام 2016 انضمت عملة اليوان الصيني الى سلة العملات وحدة واحدة من حقوق السحب الخاصة تساوي 1.37 دولار أمريكي. وتجري مراجعة العملات المكونة للسلة كل خمس سنوات للتأكد من أن الأوزان المحددة للعملات تعكس أهميتها النسبية في النظم المالية والتجارية العالمية.

الفرع الثالث: دور صندوق النقد الدولي

يسعى صندوق النقد الدولي الى تحقيق هدفه الرئيسي المتمثل في الحفاظ على النظام النقدي

العالمي، عبر عدد من الخطوات:

- الإشراف على النظام النقدي الدولي وذلك بمتابعة سياسات أسعار الصرف لكل دول الأعضاء، حيث ان كل بلد ملزم بتقديم المعلومات اللازمة للصندوق، ويتم تحليل شامل للحالة الاقتصادية العامة للبلد المستهدف. وهذا من شأنه ان يساعد صندوق النقد في التنبه للأخطار قبل وقوعها، وذلك لتمكين كل طرف من التصرف في الوقت المناسب لتجنب الأزمات.
- يقوم صندوق النقد الدولي بتقديم قروض بالعملات الأجنبية للدول التي تواجه مشكلات في ميزان المدفوعات، والهدف من ذلك مساعدة الدول المتعثرة عن طريق تزويدها بالأرصدة اللازمة لسد أي عجز مؤقت في ميزان المدفوعات.
- تقديم المساعدة الفنية وتدريبات في مختلف المجالات للدول الاعضاء، كما يتيح لهم فرصة الاستفادة من خبراته الفنية، وخاصة فيما يتعلق بالجهاز المصرفي وكيفية تنظيمه الرقابة عليه، وإعادة هيكليته، كما يساهم في تقديم المشورة الفنية بشأن السياسات والإدارة الضريبية والجمركية وإدارة الدين الخارجي والداخل وصياغة التشريعات الاقتصادية والمالية ومراجعتها.

ينتهج صندوق النقد الدولي سياسات اقراض مختلفة وهذا تبعا للظروف الاقتصادية العالمية وحسب أنواع المشكلات التي تواجه ميزان مدفوعات البلد المعني وقد تكون قصيرة، متوسطة او طويلة الأجل. يقدم الصندوق قروضا لمساعدة البلدان التي تواجه مشاكل هيكلية في ميزان المدفوعات الخارجة عن نطاق سيطرتها والناجمة عن الكوارث الطبيعية والآثار المترتبة على الصراعات العسكرية والنقص

المؤقت في حصيللة الصادرات أو الزيادة المؤقتة في تكاليف استيراد. وابتداء من أواخر السبعينات بدأ الصندوق بتقديم قروض ميسرة لمساعدة أفقر بلدانه الأعضاء وهذا لتأمين سلامة مراكزها الخارجية، وتحقيق نمو اقتصادي قابل للاستمرار، وتحسين مستويات المعيشة.

وفي عام 2009، تم تعزيز اتفاق الاستعداد الائتماني، إلى جانب مجموعة أدوات الصندوق الأوسع نطاقاً، لكي يصبح أكثر مرونة وتجاوباً مع احتياجات البلدان الأعضاء. وتم ترشيد الشروط المصاحبة وتبسيطها، كما أتيح الحصول على حجم أكبر من التمويل مقدماً، مع مضاعفة حدود الإقراض لمواجهة الأزمة المالية العالمية. وزاد ارتفاع مستوى الحدود المقررة للإقراض في عام 2016. ويساعد الإطار الجديد أيضاً على توسيع نطاق الاستفادة من التمويل المرتفع على أساس وقائي. اهم التسهيلات وأدوات الإقراض في صندوق النقد الدولي (شاهين محمد، 2017):

- **اتفاق الاستعداد الائتماني للصندوق:** هو جوهر سياسات الإقراض في الصندوق ويعتبر بمثابة تأكيد للبلد العضو بأنه يستطيع السحب من موارد الصندوق إلى حد معين، لفترة عادة ما تتراوح بين 12 و24 شهراً ولا تتجاوز 36 شهراً، حسبما يتناسب مع معالجة مشكلات ميزان المدفوعات على المدى القصير. حيث ان كل البلدان الأعضاء التي تحتاج إلى التمويل الخارجي تكون مؤهلة لاتفاقيات الاستعداد الائتماني مع الالتزام بسياسات الصندوق. غير أن استخدام هذه الاتفاقيات يتكرر بمعدل أكبر بين البلدان الأعضاء متوسطة الدخل لأن البلدان منخفضة الدخل تتوافر لها مجموعة من أدوات الإقراض الميسر المخصصة لتلبية احتياجاتها.
- **تسهيل الصندوق الممدد:** هذا التسهيل موجه لمساعدة البلدان الأعضاء التي تعاني من اختلالات كبيرة في المدفوعات بسبب مشاكل هيكلية والتي تشهد بطء النمو وضعف جوهري في مركز ميزان المدفوعات. ويساهم تسهيل الصندوق الممدد في دعم الجهود الرامية إلى تنفيذ برامج شاملة تضم سياسات تتسم بالنطاق والطابع اللازمين لتصحيح الاختلالات الهيكلية لفترات لا تتجاوز ثلاث سنوات، مع إمكانية تمديدها بحد أقصى لا يتجاوز سنة واحدة في كل مرة، حسب الظروف. الا ان في بعض الحالات قد تصل مدة الاتفاق القصوى إلى أربع سنوات مثل حالة احتياج ميزان المدفوعات للتمويل بما يتجاوز الثلاث سنوات وهو الطابع المطول الذي يتسم به التصحيح اللازم لاستعادة الاستقرار الاقتصادي الكلي ووجود تأكيدات كافية بشأن قدرة البلد العضو على تنفيذ إصلاحات هيكلية عميقة ومستمرة واستعداده لإنجازها.
- **تسهيل النمو والحد من الفقر:** هو تسهيل بسعر فائدة منخفض هدفه مساعدة أفقر البلدان الأعضاء التي تواجه مشكلات مطولة في ميزان المدفوعات. أما التكاليف التي يتحملها المقرض فهي

تكاليف مدعمة بالموارد المتحققة من المبيعات الماضية للذهب المملوك للصندوق، إلى جانب القروض والمنح التي يقدمها البلدان الأعضاء إلى الصندوق خصيصاً لهذا الغرض.

● **تسهيل الاحتياطي التكميلي:** هو تسهيل يوفر تمويلاً إضافياً قصير الأجل للبلدان الأعضاء التي تعاني صعوبة استثنائية في ميزان المدفوعات نتيجة لفقدان ثقة السوق بشكل مفاجئ ومثير للاضطراب تتمثل مظهره في تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج. ويتضمن سعر الفائدة على القروض بموجب تسهيل الاحتياطي التكميلي رسماً إضافياً يضاف إلى سعر الفائدة العادي على قروض الصندوق.

● **خطوط الائتمان الطارئ:** هي خطوط دفاع وقائية تمكن البلدان الأعضاء القائمة بتطبيق سياسات اقتصادية قوية من الحصول على تمويل من صندوق النقد الدولي على أساس قصير الأجل عندما تواجه بفقدان ثقة الأسواق على نحو مفاجئ ومثير للاضطراب بسبب امتداد عدوى المصاعب الآتية من بلدان أخرى.

● **مساعدات الطوارئ:** استحدثت مساعدات الطوارئ في عام 1962 لمساعدة البلدان في مواجهة مشكلات ميزان المدفوعات الناشئة عن الكوارث الطبيعية المفاجئة التي لا يمكن التنبؤ بها. وقد تم التوسع في هذا النوع من المساعدة في عام 1995 لتغطية مواقف معينة تكون البلدان الأعضاء قد خرجت فيها لتوها من صراعات مسلحة أفضت إلى ضعف مفاجئ في قدراتها الإدارية والمؤسسية.

المبحث الثالث: مصادر التمويل الدولي

يعد التمويل الدولي حاجة لوجود واستمرار أي اقتصاد سواء كان نامياً أو متقدماً، وهو حاجة جوهرية لاقتصاديات البلدان النامية، حيث تتطلب عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، توفير احتياجات عديدة، للوصول إلى مستوى ملائم لمعدل النمو الاقتصادي، حيث إن البلدان النامية تحتاج لرأس المال بصفته أحد عناصر الانتاج الأساسية، نجدها مضطرة للاستعانة برأس المال الأجنبي لسد النقص الحاصل في العملية التنموية في هذه البلدان.

المطلب الأول: ماهية التمويل الدولي

في سنوات السبعينات ازدادت حركة الاقراض الدولية وارتفع حجم القروض الدولية إلى مستويات لم يكن يعرفها العالم من قبل، بالإضافة إلى الظواهر الدولية الأخرى مثل الاستثمار الأجنبي المباشر والمحافظ وبدأت عمليات الانفتاح وتخفيف القيود إلى غير ذلك من الظواهر.

الفرع الأول: مفهوم التمويل الدولي

شاع استخدام مصطلح التمويل الدولي في العقود الأولى من القرن العشرين وبالضبط بعد الحرب العالمية الثانية، فالمصطلح فيه كلمة التمويل التي تعني توفير المصادر المالية لتغطية نفقات جاريه او رأسمالية وفق شروط معينه تتضمن السعر والأجل، وكلمة الدولي فيقصد بها مجموعة الدول التي تتعامل فيما بينها. وبتعبير اخر يقصد بالتمويل الدولي تلك العلاقات الإقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دوليا، أي خارج الحدود السياسية لكل بلد ويتخذ ذلك جوانب منها الجانب النقدي او المالي، الذي عادة ما يرافق انسياب السلع والخدمات فيما بين دول العالم والتدفقات الدولية لرؤوس الأموال بأشكالها المختلفة كالقروض والاستثمارات، كما يمكن ان يأخذ شكل الالتزامات المالية على البلدان المترتبة على الأوضاع السياسية السائدة في العالم (كما في حالة التعويضات عند حصول حرب... الخ). حيث ان عملية التمويل الدولية كانت تمارس من طرف المؤسسات المالية بما فيها من مصارف وشركات الاستثمار والادخار، وكذلك من قبل الأسواق المالية ومن قبل المؤسسات المالية الدولية بما فيها ايضا من مصارف دوليه وأسواق ماليه دوليه، وكذلك المؤسسات المالية المنبثقة عن منظمة الأمم المتحدة او المنظمات الدولية والاقليمية.

الفرع الثاني: أهمية واهداف التمويل الدولي

أولا- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقترضة

1. **تغطية فجوة الادخار:** تتمثل هذه الفجوة في النقص في المدخرات المحلية للبلد المقترض وهي تساوي حجم رأس المال الأجنبي اللازم توفيره تحقيقا لمعدل النمو المطلوب، اي ان رأس المال الأجنبي سيستخدم بجانب الادخارات المحلية لتغطية مستوى الاستثمار المطلوب. وتعلق الدول أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات أجنبية مباشرة، لتدعيم برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية ذلك لأن الاستثمارات المباشرة توفر تكنولوجيا متقدمة وخبرات إدارية رفيعة المستوى بالإضافة إلى تفاعل المشروعات الممولة من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع الأسواق الدولية، وهو ما يؤدي إلى زيادة الإنتاج التنوع في السلع في السوق المحلية بالإضافة الى زيادة حجم صادرات البلد، كما تؤدي إلى توفير فرص توظيف وخلق دخول جديدة وتحسين جودة الإنتاج. يعود السبب في فجوة الادخار في البلدان النامية للأسباب التالية: البطالة، الاكتناز، التصرف غير العقلاني بالنقد الأجنبي، الاستهلاك غير العقلاني (العام والخاص)، التهرب الضريبي وهروب رؤوس الأموال للخارج والتحويلات الأخرى.

2. **رفع مستوى معيشة السكان:** يمكن للدول أن تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين، فإذا كانت الموارد المالية للدولة غير كافية لتمويل

الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض أو المنح الخارجية يصبح أمرا لا مفر منه لأنه عندما تكون الواردات اعلى من الصادرات فإن ذلك يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي، ولا بد من سد هذه الفجوة بأحد الأسلوبين: اما عن طريق السحب من الاحتياطيات الخارجية المملوكة، او الاقتراض الخارجي، وعادة ما يتم اللجوء إلى الأسلوب الثاني إذ كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بالمزيد من السحب منه.

ثانيا- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للجهات المقرضة

تعتبر الأهداف السياسية من اهم حوافز التمويل المتدفق من المصادر الرسمية الثنائية ومتعددة الأطراف، حيث ان الدوافع السياسية (كالمساندة في الاتجاهات السياسية، وضع قواعد عسكرية...) تلعب دور في تحديد الدولة المتلقية من ناحية وفي تحديد حجم تدفقات الرأسمالية المتدفقة إليها من ناحية أخرى. بالإضافة الى هذا، تهدف معظم الدول المانحة للقروض الى تحسين صورتها في المجتمع الدولي واطهارها كدولة مساندة للدول الفقيرة وتساعد الدول في تحقيق التنمية المحلية ومحاربة الفقر في العالم.

اما الأهمية الاقتصادية فتكمن في الزيادة في حجم الصادرات وحماية القطاعات الإنتاجية، حيث القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة، حيث أن الحصول على قرض معين من دولة أخرى لا يعني إعطاء الدولة المقترضة الحق في استخدامها بحرية كاملة والشراء من أي سوق من الأسواق الدولية وفقا لأجود أنواع السلع وأرخص الأسعار، وانما الدول المانحة في معظم الحالات تفرض إنفاقها في أسواقها وهذا بهدف حماية القطاعات الإنتاجية المحلية كالقطاع الزراعي مثلا (الذي ينتج كميات كبيرة ويؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض أسعارها وإصابة المنتجين بإضرار جسيمة، ولهذا يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات) وبهذا تكون الدولة قد حققت هدفين زيادة في صادراتها الذي يرجع بالإيجاب على الميزان التجاري وحماية القاعات الإنتاجية المختلفة من الإفلاس.

المطلب الثاني: اشكال التمويل الدولي

ان التدفقات الرأسمالية على المستوى الدولي، انما تعود الى الأشكال المختلفة والمتنوعة التي تأخذها تدفقات رؤوس الأموال تلك، حيث ان تعريف البنك الدولي للتدفقات الرأسمالية يوضح جليا تلك الأشكال والتي تتمثل اساسا في القروض والمعونات الأجنبية والاستثمارات الأجنبية، بالإضافة الى التحويلات المالية للمهاجرين. يمكن تصنيف التدفقات المالية الدولية وفقا للأجل الى التمويل قصير وطويل الاجل، ووفقا للجهات المانحة للقرض الى مصادر رسمية ومصادر غير رسمية او خاصة.

الفرع الأول: مصادر التمويل الرسمية

التحركات الرسمية لرؤوس الأموال تتمثل في القروض التي تعقد بين طرفين رسميين حكومات الدول المقترضة مع وحكومات الدول المقرضة او مع المنظمات الدولية والإقليمية.

- **قروض حكومية ثنائية:** تتمثل في القروض التي تمنح من حكومة دولة ما لحكومة دولة أخرى.
- **قروض دولية متعددة الأطراف:** تتمثل في القروض الممنوحة من مؤسسة التمويل الدولية التي تضم صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير لحكومة دولة ما.
- **قروض إقليمية متعددة الأطراف:** تتمثل في القروض الممنوحة من طرف مؤسسات التمويل الإقليمية مثل بنك الاستثمار الأوروبي، بنك التنمية الأفريقية، بنك التنمية الآسيوية، بنك الأمريكين للتنمية، صندوق النقد العربي لحكومة دولة ما.

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

الفرع الثاني: اشكال التمويل غير الرسمية

تتمثل اشكال التمويل غير الرسمية او الخاصة في القروض التي يكون فيها الطرف المقرض جهة خاصة افراد او مؤسسات، ويمكن القول أن الاشكال الخاصة لحركة رأس المال تكون بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن على هذه الأموال، او قد يشتمل هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات، أو على الرغبة في زيادة الأرباح. ويكون هذا النوع من التمويل على أحد الأشكال التالية:

- **تسهيلات الموردين:** وتسمى أيضا قروض التصدير، تتمثل في انتمان تمنحه الشركة المنتجة او المصدرة للمستوردين ويكون مضمون من طرف الحكومات المقترضة، وتستخدم قيمة هذا القرض في شراء سلع او خدمات الشركة المانحة للقرض ويتم منح القرض لمدة تتراوح بين سنة وعشر سنوات بأسعار فائدة تتوافق مع اسعار الفائدة السائدة في السوق النقدية الدولية.
- **تسهيلات أو قروض مصرفية:** تتمثل في القروض التي تمنحها المصارف والبنوك التجارية في دولة ما للمقترضين في دولة أخرى بهدف تمويل عجز موسمي أو مؤقت ويتراوح أجل استحقاقها ما بين شهر وستة أشهر.
- **طرح سندات في الأسواق الدولية:** تتمثل في القروض او التمويل التي تحصل عليه الحكومات او المؤسسات العامة او الخاصة فيها عن طريق طرح سندات في الأسواق الدولية.
- **الاستثمار المباشر والمحفظة الاستثمارية:** يتمثل في التمويل الذي تحصل عليه الدول المقترضة على شكل الاستثمار المباشر او المحافظ الاستثمارية، يتضمن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية شراء الأصول المالية المختلفة (أسهم وسندات) بهدف تحقيق عائد دون اكتساب الحق في إدارة ورقابة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول. أما الاستثمار الأجنبي المباشر فإنه يتضمن امتلاك

الفصل الأول: النظام المالي الدولي 1870-1973

أسهم في إحدى الشركات مع اكتساب الحق في إدارة ورقابة العمل داخل هذه الشركة أو يتضمن إنشاء شركات جديدة ويقوم بامتلاك كل أسهمها وإدارتها ومراقبتها وتنفيذ العمل بهذه الشركة، ويعرف على أنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في اقتصاد ما في مشروع مقام في اقتصاد آخر وفقا للمعيار الذي وضعه صندوق النقد الدولي، يكون الاستثمار مباشرا حين يمتلك المستثمر الاجنبي 10% أو أكثر من رأسمال الشركة.

تتضمن تدفقات رأس المال الدولي تدفقات طويلة الأجل وتدفقات قصيرة الأجل وتتحرك التدفقات

الرأسمالية طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات عبر الحدود السياسية للدول المختلفة ويمكن التمييز في إطار هذه التحركات بين الاستثمار المباشرة والاستثمار في محفظة الأوراق المالية لأنه يبين الدافع الحقيقي الذي يكمن وراءه كل نوع من هذه التحركات. أما بالنسبة للتحركات الرأسمالية قصيرة الأجل فإنها تشتمل على التعامل بيعا وشراء في الأصول المالية قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية قصيرة الأجل والقروض المصرفية وأذون الخزانة، بالإضافة إلى الودائع لأجل وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

في هذا الفصل سنتطرق الى العناصر التالية:

- ✓ ماهية ميزان المدفوعات والعمليات الأساسية فيه
- ✓ الاختلالات في ميزان المدفوعات وكيفية تصحيحها

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

من المعروف أن لكل دولة معاملاتها الخارجية، فالمقيمون فيها سواء كانوا شركات أو أفراد يقومون بالتصدير إلى والاستيراد من الدول الأخرى، وينتج عن هذه المعاملات استحقاقات مالية متبادلة يتعين تسويتها فوراً أو في وقت آجل متفق عليه، لهذا فعلى كل دولة أن تعد بياناً كافياً أو سجلاً وافياً تسجل فيه حقوقها والتزامات تجاه العالم الخارجي، هذا السجل هو ما يدعى (ميزان المدفوعات). يعتبر ميزان المدفوعات البيان الفاصل لمختلف العلاقات الاقتصادية بين الدولة والعالم الخارجي والذي يعطي الصورة الواضحة لمختلف السياسات المتبعة فيها، فمعرفة مختلف تفاصيله من البيانات والمعاملات وكذا جميع التدفقات المالية مع العالم الخارجي تمكننا من تبيان جميع الحقائق التي مر بها أي اقتصاد في العالم، ونظراً للأهمية البالغة التي يحتلها ميزان المدفوعات تحاول الدول معالجة الاختلالات في موازينها على اختلاف الأسباب المؤدية لها. في هذا الفصل سوف نتطرق في المبحث الأول إلى ماهية ميزان المدفوعات والعمليات الأساسية فيه، والمبحث الثاني سيتناول الاختلالات في ميزان المدفوعات وكيفية تصحيحها.

المبحث الأول: ماهية ميزان المدفوعات والعمليات الأساسية فيه

منذ نشأته، اهتم صندوق النقد الدولي بتقييم الموقف الخارجي للدول الأعضاء فيه، سواء لأغراض المراقبة المتعددة الأطراف للسياسات الاقتصادية أو لرصد استخدام الموارد المقترضة منه. في عالم يتزايد فيه الترابط بين الاقتصادات، بسبب الاتجاه نحو التحرير وتكامل الأسواق، وخاصة الأسواق المالية، يحتاج كل من المحللين وصناع القرار إلى إحصاءات حديثة وموثوقة وشاملة لميزان المدفوعات، ولهذا السبب، نشر صندوق النقد الدولي، وهو السلطة الدولية المسؤولة عن إعداد وتوحيد الطرق المستخدمة لتجميع إحصاءات ميزان المدفوعات، منذ عام 1948 دليل ميزان المدفوعات الذي يحتوي على المبادئ التوجيهية.

المطلب الأول: ماهية ميزان المدفوعات

يتتبع ميزان مدفوعات الدولة كلا من المدفوعات من وإلى الدول الأجنبية. أكثر تحديداً، يمثل ميزان المدفوعات البيان الإحصائي الذي يلخص بشكل منهجي لفترة معينة معاملات الاقتصاد مع بقية العالم. المعاملات هي تلك التي تنطوي على السلع والخدمات والدخل، وتلك التي تؤدي إلى مطالبات مالية على بقية العالم أو التزامات مالية تجاههم، وتلك التي تعتبر تحويلات بلا مقابل. تُعرّف المعاملة بأنها التدفق الناتج عن إنشاء قيمة اقتصادية أو تحويلها أو استبدالها، والتي تنطوي على نقل ملكية السلع أو الأصول المالية، الخدمات أو توريد العمالة ورأس المال.

الفرع الأول: تعريف ميزان المدفوعات

يعرف ميزان المدفوعات على أنه حساب يجمع تسجيلات منظمة لكافة المعاملات بين دولة أو

مؤسساتها المحلية مع العالم الخارجي (Guillochon & Kawecki, 2009)

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

فميزان المدفوعات يعتبر وثيقة محاسبية تتبع جميع المعاملات بين الوكلاء المقيمين وغير المقيمين (أي جميع التدفقات الداخلة والخارجة من السلع والخدمات ورأس المال) وذلك خلال مدة زمنية عادة سنة.

الفرع الثاني: اقسام ميزان المدفوعات

يقسم ميزان المدفوعات الى حسابات وموازين فرعية بحيث تضم كل منها مجموعة من المعاملات الاقتصادية والمالية المتماثلة من حيث الطبيعة وقد تكون هذه الحسابات في حالة عجز أو فائض، إلا أن جميعها يخضع نظريا لمبدأ القيد المزدوج حيث أن كل معاملة من المعاملات الدولية تسجل في الجانبين (الدائن والمدين) (سعيد، 2003). عموديا ينقسم ميزان المدفوعات إلى قسمين أساسيين هما:

-الجانب الدائن : وتسجل فيه كل عملية يترتب عنها دخول للعملة الأجنبية .

-الجانب المدين : وتسجل فيه كل عملية يترتب عنها عملية دفع أو التزام بالدفع للدول الأخرى .

أما أفقيا فيقسم ميزان المدفوعات إلى الموازين أو الحسابات التالية: الحساب الجاري، حساب رأس المال وحساب السهو والخطأ.

أولاً- الحساب الجاري: يشمل المعاملات المنظورة (ميزان السلع) والمعاملات الغير منظورة (ميزان الخدمات) وكذا حساب التحويلات من جانب واحد من وإلى الاقتصاد، ومن ثم نجد أنه يتكون من:

• **الميزان التجاري:** يعبر على صافي التعامل الخارجي أي الفارق بين الصادرات والواردات من السلع والخدمات (مثل خدمات النقل، التأمين، والعمل).

• **حساب التحويلات من جانب واحد:** يضم المدفوعات المحولة من جانب واحد التي تكون لغرض المساعدة مثل: الهبات والهدايا، وقد تكون المساعدات من الأفراد أو الدول أو المنظمات الدولية. وتأخذ أشكال: - **تحويلات خاصة** التي تشمل الإعانات والهبات المقدمة من الأفراد او الهيئات الخاصة مثل تحويلات العاملين في الخارج إلى أوطانهم، هبات المؤسسات الخيرية. - **التحويلات الحكومية:** وتضم المنح الإعانات والتعويضات التي يمكن ان تكون نقدية أو عينية تقدمها او تستلمها الحكومات مثل: الإعانات المقدمة اثناء الكوارث الطبيعية، التعويضات الحربية.....

ثانياً- حساب رأس المال: يسجل حركات رؤوس الأموال بين البلد وبقية دول العالم، ويتكون حساب رأس المال من ثلاث حسابات ثانوية وهي:

• **حساب رأس المال طويل الأجل:** ويقصد بها حركات رؤوس الأموال من الدولة إلى الخارج والعكس والتي تزيد عن سنة من أمثلة ذلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة، الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) والقروض الدولية.

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

- **حساب رأس المال قصير الأجل:** يقصد بها حركات رؤوس الأموال من الدولة إلى الخارج والعكس التي تقل عن سنة. وتشمل أرصدة القروض التجارية ذات الأجل القصير وأذونات الخزانة الحكومية والأوراق التجارية، الودائع المصرفية.
- **الودائع:** يحتوي هذا الحساب على الحركات المالية الخاصة بالودائع بالعملة الأجنبية، والمحلية، مثل التغير الذي يحدث في أرصدة الاحتياطي الرسمي للدولة والتغير الذي يحدث في الأرصدة الرسمية الأجنبية بها، وتشمل هذه الأرصدة ما تحتفظ به السلطات النقدية بالدولة (البنك المركزي) من ذهب وحقوق السحب الخاصة، وكذلك احتياطي الدولة من العملات الأجنبية الرسمية التي تحتفظ بها الدولة لدى صندوق النقد الدولي.

ثالثاً- حساب السهو والخطأ: إن ميزان المدفوعات يشيد كمتطابقة محاسبية كون كل معاملة تكون قد سجلت نظرياً مرتين، وعليه فإن المجموع الكلي يكون متساوياً ولكن قد يحدث وأن يكون المجموع الدائن لا يساوي المدين نظراً لكون مصادر المعلومات المعتمدة تتعدد وتختلف، التقديرات الجغرافية غير الدقيقة التي تؤدي إلى حدوث عدم التساوي بين رصيد العمليات، الخطأ في تقييم السلع والخدمات محل التبادل نتيجة اختلاف أسعار صرف العملات، عدم الرغبة في الإفصاح حجم المشتريات العسكرية من أسلحة وعتاد. لذلك تم إدراج حساب السهو والخطأ الذي تسجل فيه الفرق بين القيمة الكلية للجانب الدائن والقيمة الكلية للجانب المدين في ميزان المدفوعات.

المطلب الثاني: القيد والعمليات الأساسية في ميزان المدفوعات

يقوم اعداد ميزان المدفوعات على أساس القيد المزدوج اي كل عملية لها تسجيلين دائن ومدين، وهذا ما يخلق التوازن المحاسبي في ميزان المدفوعات.

الفرع الأول: القيد في ميزان المدفوعات

القيد المزدوج هو المبدأ النظري الذي يقوم عليه تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات، ويعني أن كل عملية تتم مع الخارج لها قيدين أحدهما دائن والآخر مدين متساويين في القيمة، حيث تعامل البنود المدينة في ميزان المدفوعات كبنود سالبة، بينما تعامل البنود الدائنة في ميزان المدفوعات كبنود موجبة، وبذلك اي معاملة تؤدي الى الحصول على النقد الأجنبي تعتبر كبنود دائنة أو متحصلات، ويشار لها بإشارة (+) ، وأي معاملة تحتاج إلى النقد الأجنبي أو يترتب عليها التزامات بالدفع تصنف كبنود مدينة أو مدفوعات، يعبر عنها بإشارة (-). بعبارة أبسط كل عملية يترتب عليها طلب عملة البلد وعرض عملة بلد آخر تقيد في الجانب الدائن، وكل عملية يترتب عليها عرض عملة البلد وطلب عملة بلد آخر تقيد في الجانب المدين.

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

كيفية تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات:

كما ذكرنا سلفا يقسم ميزان المدفوعات الى حسابات او موازين فرعية بحيث تضم كل منها مجموعة من المعاملات التي تسجل في الجانبين المدين والدائن.
الجدول رقم (02): كيفية تسجيل العمليات في ميزان المدفوعات

المدين	الدائن	
الواردات من السلع والخدمات -تحويلات من طرف واحد خارجة (الهدايا والمنح المساعدات المقدمة للأجانب)	الصادرات من السلع والخدمات -تحويلات من طرف واحد داخلة (الهدايا والمنح المساعدات المقدمة من الخارج)	الحساب الجاري
-رؤوس الأموال الطويلة وقصيرة الاجل المتجهة نحو الخارج	-رؤوس الأموال الطويلة وقصيرة الاجل المقدمة من الخارج -الفائض والعجز	حساب رأس المال

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة سابقا
أمثلة عن القيد لمختلف العمليات:

قبل ان نبدأ بعرض الأمثلة يجدر الإشارة الى هاته النقاط:

- القيد المزدوج يعني ان كل عملية لها دخولين او تسجيلين تسجيل دائن وتسجيل مدين تحت بندين مختلفين.
- يسجل في الجانب الدائن كل عمليات البيع اي بيع أصول من قبل المقيمين لغير المقيمين اي نسجل في الجانب الدائن العمليات التي تؤدي الى تدني الأصول -من البضائع، الاسهم عمالات سندات.....
- يسجل في الجانب المدين كافة عمليات الشراء لكافة أنواع الأصول، اي يسجل في الجانب المدين زيادة الأصول -بضائع، عمالات، اسهم، سندات.....

امثلة لتسجيل العمليات في ميزان المدفوعات

مثال 1: قامت شركة جزائرية بتصدير التمور الى فرنسا بقيمة مليون أورو وكان التسديد نقدا.

هذه العملية تعتبر بيع الأصول -البضائع- والتي ترتب عنها نقص في مخزون السلع (تدني الأصول) وبالتالي نسجلها في الجانب الدائن، ومن جهة أخرى بمأن التسديد كان نقدا وبالعملات الصعبة فهذا يعني هناك زيادة في رصيد البلد بالعملة الصعبة (زيادة في الأصول بالعملات الصعبة) اي تسجل في الجانب المدين. نمثل هذه العملية كما يلي:

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	مليون يورو	-
أصول بالعملات الصعبة	-	مليون يورو

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

مثال 2: إذا قامت شركة جزائرية بتصدير بضاعة بقيمة قيمتها 15 مليون دولار، والتسديد يكون بعد أربعة أشهر.

عملية التصدير هذه تسجل في الجانب الدائن تحت بند الصادرات من البضائع، وبمأن التسديد يكون بعد 4 أشهر هذا يعني ان هناك زيادة في الأموال أو الحقوق قصيرة الأجل العائدة إلى البلد المصدر وبالتالي تدون في الجانب المدين تحت بند قروض تجارية قصيرة الأجل حسب الجدول التالي :

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	15 مليون دولار	-
قروض تجارية قصيرة الأجل	-	15 مليون دولار

مثال 3: عند تسديد الشركة المستوردة لمستحقات الشركة الجزائرية بعد أربعة أشهر وهذا بالعملة الصعبة، يعني ان هناك انخفاض في قيمة القروض قصيرة الأجل وبالتالي نسجلها في الجانب الدائن وفي المقابل نسجل زيادة في قيمة الأصول بالعملة الصعبة والتي نسجلها في الجانب المدين تحت باب أصول بالعملة الصعبة.

البيان	دائن	مدين
قروض تجارية قصيرة الأجل	15 مليون دولار	-
أصول بالعملة الصعبة	-	15 مليون دولار

مثال 4: إذا قامت الجزائر باستيراد القمح بقيمة 50 مليون دولار والذي تم تسديده نقدا بالعملة الصعبة. هذه العملية يترتب عنها زيادة في الأصول (مخزون السلع) اي تسجل في الجهة المدينة تحت بند الواردات من السلع، وفي المقابل انخفاض في قيمة الأصول من الاحتياطات بالعملة الأجنبية والتي تدون في الجانب الدائن تحت باب الاحتياطات بالعملة الأجنبية.

البيان	دائن	مدين
الواردات من البضائع	-	50 مليون دولار
الاحتياطات بالعملة الأجنبية	50 مليون دولار	-

مثال 5: نفس المثال السابق اين قامت الجزائر باستيراد القمح بقيمة 50 مليون دولار تم تسديد جزء منه (27 مليون دولار) نقدا بالعملة الصعبة والجزء الآخر (13 مليون دولار) سدد بكمبيالة مدتها اربعة أشهر.

هذه العملية يترتب عنها زيادة في الأصول (مخزون السلع) اي تسجل في الجهة المدينة تحت بند الواردات من السلع، وفي المقابل انخفاض في قيمة الأصول من الاحتياطات بالعملة الأجنبية والتي تدون في الجانب الدائن تحت باب الاحتياطات بالعملة الأجنبية وزيادة في الالتزامات التي تسجل في الجانب الدائن تحت بند قروض قصيرة الاجل.

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

البيان	دائن	مدين
الواردات من البضائع	-	50 مليون دولار
الاحتياطيات بالعملة الأجنبية	27 مليون دولار	-
قروض قصيرة الاجل	13 مليون دولار	-

مثال 6: قدمت شركة تأمين اجنبية خدمات لصالح مستوردين محليين بمبلغ 500000 دولار وتم دفع مبلغ التأمين للشركة الأجنبية بحوالة، في هذه الحالة يسجل المبلغ المدفوع مقابل هذه الخدمات في حساب المدفوعات النقدية في الجانب الدائن لأنه يمثل مدفوعات في حين يقيد في الجانب المدين تحت باب الواردات من الخدمات، يكون التمثيل كما يلي:

البيان	دائن	مدين
الواردات من الخدمات	-	500000 دولار
الاحتياطيات بالعملة الأجنبية	500000 دولار	-

مثال 7: قامت شركة نقل محلية بنقل منتجات لحساب دول أخرى مقابل 200000 دولار ودفع نقداً، في هذه الحالة العملية في الجانب الدائن لأنها تمثل عملية تصدير خدمة، في حين يسجل المبلغ الذي يتم استلامه مقابل هذه الخدمات في حساب المدفوعات النقدية في الجانب المدين لأنه يمثل مقبوضات تم استلامها، يكون التمثيل كما يلي:

البيان	دائن	مدين
الصادرات من الخدمات	200000 دولار	-
الاحتياطيات بالعملة الاجنبية	-	200000 دولار

مثال 8: منحت الدولة مساعدات لدول أخرى بقيمة 50000 دولار وتم دفع مبلغ المساعدات بشكل عيني ممثلة بسلع غذائية.

في هذه الحالة تعامل هذه المساعدات معاملة الصادرات، لأنها تمثل تصدير سلع للخارج الفرق الوحيد يكمن في كونها فقط دون مقابل. تعتبر بيع الأصول -البضائع- والتي ترتب عنها نقص في مخزون السلع (تدني الأصول) وبالتالي نسجلها في الجانب الدائن، ومن جهة أخرى بمأن ليس هناك اي تسديد او مقابل فيتم تسجيله في الجانب المدين في حساب التحويلات دون مقابل.

البيان	دائن	مدين
الصادرات من البضائع	50000 دولار	-
تحويلات من جانب واحد	-	50000 دولار

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

مثال 9: استلام مساعدات سلعية بشكل منح من جهات اجنبية بقيمة 700000 دولار.

في هذه الحالة تعامل هذه المساعدات معاملة الاستيراد، لأنها تمثل تلقي الدولة للسلع وبالتالي يكون حساب التجارة السلعية مدينا تعتبر زيادة في مخزون السلع (زيادة في الأصول) وبالتالي نسجلها في الجانب المدين، ومن جهة أخرى يكون حساب التحويلات من جانب واحد دائنا بقيمة هذه المساعدات.

البيان	دائن	مدين
الواردات من البضائع	-	700000 دولار
تحويلات من جانب واحد	700000 دولار	

مثال 10: اشترى مقيم من دولة أخرى سندات تابعة لمؤسسة محلية بقيمة 20000 دولار وتم دفع قيمتها بشيك الى إحدى المؤسسات المالية الحكومية. ان قيمة هذه السندات في هذه الحالة تعتبر مطلوبات للدولة على الدول الأخرى التي يقيم فيها مشترو السندات وبالتالي تدون في الجانب الدائن في حساب رأس المال -السندات- لان هذه العملية تعتبر بيع اصل مالي (السندات) وبالتالي هناك تدني في الأصول، بينما تسجل المبالغ التي تم استلامها مقابل بيع السندات في الجانب المدين تحت باب حسابات الاحتياطات بالعملة الأجنبية (زيادة في الأصول -النقد-).

البيان	دائن	مدين
حساب رأس المال - سندات	20000 دولار	-
الاحتياطات بالعملة الاجنبية	-	20000 دولار

مثال 11: اشترى مقيم أسهم تعود لشركات مقيمة في دول اجنبية بمبلغ قدره 150000 دولار، وتم تسديد قيمة الأسهم لتلك الشركات بموجب شيكات مصرفية. تدون قيمة هذه الأسهم في الجانب المدين من حساب رأس المال لأن هذه العملية هي عبارة عن شراء للأصل -الاسهم- (زيادة في قيمة الأصول)، بينما تسجل المبالغ التي تم دفعها مقابل شراء الاسهم في الجانب الدائن من حسابات الاحتياطات بالعملة الأجنبية (نقص في الأصول -النقد-)

البيان	دائن	مدين
حساب رأس المال - سندات	-	150000 دولار
الاحتياطات بالعملة الاجنبية	150000 دولار	-

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

الفرع الثاني: العمليات الأساسية في ميزان المدفوعات

تتمثل العمليات الأساسية في ميزان المدفوعات في مختلف المعاملات الاقتصادية والمالية التي يقوم بها العملاء المقيمين مع الغير مقيمين او الأجانب وهذه العمليات تتلخص في بنود اقسام ميزان المدفوعات حيث يمكننا تمييز العمليات المتعلقة بالحساب الجاري والعمليات المتعلقة بحساب رأس المال.

أولاً- العمليات المتعلقة بالحساب الجاري: والمتمثلة في عمليات الاستيراد والتصدير للسلع والخدمات، عمليات على عائد عنصر العمل وعائد راس المال بالإضافة الى التحويلات وعمليات مساعدات.

• عمليات لاستيراد والتصدير للسلع مثل المنتجات الزراعية، المواد الأولية بمختلف أنواعها المنتجات المصنعة، كذا النصف المصنعة، والخدمات مثل جميع خدمات النقل والتأمين والسياحة والملاحة والخدمات المالية إلخ

• عمليات على عائد عنصر العمل وعائد رأس المال: تتمثل في عملية تحويل او استئصال الرواتب والأجور والتعويضات والمكافآت التي يتقاضاها المواطنين العاملين بالخارج او العمال الأجانب العاملون في بلد ما مثل عمال القنصليات، وكذا تحويل واستئصال الفوائد والأرباح والعوائد التي ينتجها رأس المال الموظف أو المستثمر من طرف المواطنين في البلدان الأخرى وغير المقيمين في بلد ما.

• عمليات التحويلات: تتمثل في المبادلات بين الدولة والخارج بدون اي مقابل أي من جانب واحد وتشمل الهبات والمنح والهدايا والمساعدات وأية تحويلات أخرى لا ترد سواء كانت رسمية أو خاصة.

ثانياً- العمليات المتعلقة برؤوس الأموال: تتمثل في حركة رؤوس الأموال بهدف الاستثمار كالاستثمارات المباشرة والأوراق المالية (أسهم وسندات) اي بيعها وشراؤها من والى الخارج، القروض الدولية قصيرة وطويلة الاجل كما تحوي ايضا هذه العمليات عملية انتقال الذهب النقدي وتغيير رصيد الدولة من الاحتياطات الأجنبية لدى صندوق النقد الدولي.

المبحث الثاني: الاختلالات في ميزان المدفوعات وكيفية معالجتها

محاسبيا يكون ميزان المدفوعات دائما متوازنا وهذا يعود لإتباع طريقة القيد المزدوج في تسجيل كل العمليات، الا أن هذا لا يمنع تشكل اختلالات او عدم حدوث التوازن الاقتصادي – فائض او عجز- في أقسام معينة من الميزان، توجد أسباب عديدة تؤدي إلى حدوث هذه الاختلالات نذكر منها التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية، هيكل التجارة الخارجية للبلد، التقلبات في النظام الاقتصادي وفي بعض الحالات قد يعود الاختلال الى ظروف استثنائية كالكوارث الطبيعية وتغير أذواق المستهلكين.

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

المطلب الأول: الاختلال في ميزان المدفوعات

إن الاختلال يكون في أقسام معينة من ميزان وعادة ما يكون الخلل في الحساب الجاري باعتباره من أكبر الحسابات، وهذه الاختلالات تصنف الى أنواع مختلفة وفقا لاختلاف الاسباب المؤدية لحدوثها.

الفرع الأول: أسباب الاختلال في ميزان المدفوعات

هناك عدة أسباب تؤدي الى خلق اختلالات في ميزان المدفوعات.

أولاً- التقييم الخاطئ لسعر صرف العملة المحلية: أثبتت العديد من الدراسات ان سعر صرف العملة يعتبر من اهم محددات حركة الصادرات والواردات، حيث كلما كانت قيمة عملة بلد ما ضعيفة مقارنة بالعملات الأخرى كلما ارتفع حجم صادراته وانخفض حجم وارداته والعكس صحيح. وبالتالي المبالغة او التقليل من تقدير قيمة العملة له أثر على حجم التجارة الخارجية للبلد المعني فإذا كان سعر صرف عملة بلد ما أعلى من قيمتها الحقيقية، فهذا يؤدي إلى انكماش حجم الصادرات (انخفاض الطلب الخارجي على سلع) البلد بسبب ارتفاع أسعارها في وجهة نظر الأجانب وبالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال في ميزان المدفوعات (اختلال موجب اي فائض). وفي حالة ما اذ تم تحديد سعر صرف العملة بأقل من قيمتها الحقيقية فهذا يؤدي الى توسع في حجم الصادرات وانكماش في حجم الواردات مما يؤدي إلى حدوث اختلال في الميزان (اختلال سالب اي عجز).

ثانياً- أسباب هيكلية: نعني بالأسباب الهيكلية تلك المتعلقة بهيكل التجارة الخارجية – الصادرات والواردات – يعني عندما تتسم صادرات الدولة بالتركيز على سلعة او سلعتين خاصة المواد الأولية (البترول، المعادن او المنتجات الزراعية المختلفة) التي تتأثر أسعارها بمختلف الظروف الاقتصادية العالمية مثلا في حالة حدوث ازمة اقتصادية في بعض البلدان او مثلا ركود في الاقتصاد العالمي فهذا يؤثر على حجم الطلب على هذه السلع الأولية ما يؤدي الى انخفاض أسعارها كما حدث مؤخرا في العالم بسبب ازمة وباء كورونا الذي أدى الى نقص الطلب على البترول فانخفضت قيمة هذه السلعة الى ادنى المستويات وهذا خلق عجز كبير في ميزان مدفوعات البلدان التي يركز هيكل صادراتها على هذه السلعة الأساسية، او ممكن ان تتغير اذواق المستهلكين او القرارات الدولية، الذي يؤدي الى انخفاض في الطلب على السلع الاستراتيجية مثلا ظهور الطاقات المتجددة ساهمت في الانخفاض في الطلب على البترول.

ثالثاً- أسباب دورية: الأسباب الدورية هي العوامل التي تتسبب في تقلبات في اقتصاد دولة ما نتيجة لحدوث ازمة في البلدان الأخرى وخاصة الشركاء التجاريين، وكلمة دوري نسبة الى الدورة فمثلا عندما تسود فترة انكماش في بلد ما يعني ان هناك انخفاض في الإنتاج الاستثمارات والانفاق في الاقتصاد وبالتالي انخفاض في الأجور والدخول والأثمان وزيادة في معدلات البطالة فتنكمش واردات هذا البلد وهذا يؤدي الى انخفاض في حجم صادرات البلدان التي يستورد منها وهذا في الاخير يؤدي الى خلق

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

اختلال في ميزان مدفوعات هذه البلدان، وفي فترات الرخاء يزيد الإنتاج وترتفع الأثمان والأجور والدخول ما يزيد من قدرة البلد على الاستيراد أكثر مما قد يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات هذا البلد من جهة وفائض في الدول المصدرة اليه، تنتقل هذه التقلبات الدورية عن الدول إلى الدول الأخرى (الشركاء التجاريين) عن طريق مضاعف التجارة الخارجية، وتتأثر بالتالي موازين مدفوعات هذه الدول.

رابعاً- الأسباب الطارئة: نعني بالأسباب الطارئة الظروف الاستثنائية التي تسبب اختلالات في ميزان المدفوعات، فمثلاً في حالة الحروب الكوارث الطبيعية تتناقص صادرات البلد بسبب التوقف المؤقت للإنتاج المحلي وزيادة في حجم الواردات لتغطية النقص في المواد الاستهلاكية خاصة وهذا يشكل عجز في الميزان التجاري، وفي بعض الحالات يصاحب هذه الظروف الطارئة هروب رؤوس الأموال من البلد والذي يؤدي الى عجز في حساب رأس المال كل هذا ينتهي بخلق عجز في ميزان المدفوعات.

الفرع الثاني: أنواع الاختلالات في ميزان المدفوعات

تصنف الاختلالات في ميزان المدفوعات حسب الأسباب التي أدت الى حدوثها ونميز اربعة أنواع رئيسية وهي: الاختلال الناتج عن سعر الصرف، الاختلال الهيكلي، الاختلال الدوري والاختلال الطارئ

أولاً- الاختلال الناتج عن سعر الصرف: ان التغيرات في سعر الصرف أثرا علي ميزان المدفوعات، حيث يؤدي ارتفاع القيمة الخارجية للعملة إلى خفض القدرة التنافسية للسلع والخدمات المنتجة محلياً، وتجعل أسعار الواردات أكثر جاذبية بالنسبة للمقيمين وهذا يؤدي الى الزيادة في الواردات وتقلص في حجم الصادرات وبالتالي يتشكل عجز في ميزان المدفوعات، في حين يؤدي تخفيض سعر الصرف العملة – قيمة العملة اقل من قيمتها الحقيقية- إلى زيادة القدرة التنافسية للصادرات وتجعل أسعار الواردات اقل جاذبية بالنسبة للمقيمين وبالتالي زيادة في حجم صادرات البلد وانخفاض في الواردات وهذا يشكل فائض في ميزان المدفوعات.

ثانياً- الاختلال الهيكلي: هو ذلك الاختلال الذي يكون مصدره تغير في حجم العرض والطلب، وسمي اختلال هيكلي لكون سببه هيكل الاقتصاد او بالأحرى هيكل الصادرات، حيث تعاني من هذا الاختلال الدول التي تكون التركيبية السلعية لهيكل صادراتها مرتكز على سلعة واحدة او سلعتين مثل ما هو الحال في الدول النامية التي تكون نسبة 90% من صادراتها تتمثل في سلعة استراتيجية مثل الدول النفطية التي تركز صادراتها على البترول ودول تركز صادراتها على منتجات زراعية مثل الحبوب القطن ودول أخرى تركز صادراتها على أنواع من المعادن. هذا النوع من السلع الاستراتيجية يتأثر الطلب عليها بوتيرة الإنتاج العالمية وأذواق المستهلكين ووفرة انتاجها، والاتفاقات الدولية، وبالتالي إذا حدث وكانت وفرة في هذه السلع في الأسواق العالمية فسيزيد العرض على الطلب الحالي ما يؤدي الى انخفاض أسعار هذه السلع الى أدنى المستويات مثل ما حدث في منتصف 2014 لسلعة البترول زاد العرض بكثير عن

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

الطلب ما جعل أسعار البترول تتهاوى بنسبة 60% وهذا شكل عجز في ميزان مدفوعات الدول النفطية، وكذلك في حالة حدوث كساد في الاقتصاد العالمي فسيؤدي الى انخفاض في الطلب على هذه السلع الأولية وبالتالي انخفاض في أسعارها الامر الذي يشكل عجز في ميزان مدفوعات الدول المصدرة لهذه السلع. هذا النوع من الاختلال لا يصلح معالجته بتغيير سعر الصرف ولا تغيير سياسة الإنفاق أو السياسة الأسعار، وإنما يلزمه الارتقاء بالفن الإنتاجي والتنظيمي وكذا الاتجاه نحو فروع الإنتاج الجديدة وتجديد شامل للطاقت الإنتاجية تدعيما لقدرة الدولة التنافسية للمنتوجات المحلية وبالتالي تنويع الصادرات والتخلص من التبعية لمنتوج واحد.

ثالثا- الاختلال الدوري: يحدث الاختلال الدوري نتيجة للتقلبات الدورية التي تحدث في الاقتصاد، فالحالات التي تصيب النظام الاقتصادي -من كساد او رخاء- لبلد ما او عدة بلدان يمكن ان تنتقل الى البلدان الأخرى عن طريق التجارة الخارجية وينعكس على ميزان مدفوعاتهم. ففي حالة تسجيل رخاء في اقتصاد بلد ما من شأنه زيادة وارداته من الدول الأخرى - الشريك التجاري - وهذه الزيادة في الواردات يعني زيادة صادرات هذه البلدان الامر الذي يشكل فائض في ميزان مدفوعاتهما. وفي حالة الكساد فإن حجم واردات الدول تنكمش الامر الذي من شأنه ان يشكل عجز في ميزان مدفوعات الدول المصدرة.

رابعا- الاختلال الطارئ: يقصد بالاختلال الطارئ الاختلال الذي ينتج عن أحداث او عوامل استثنائية مثل الحروب الكوارث الطبيعية. مثال عن ذلك العجز الذي ينتج عن تناقص صادرات بلد معين بسبب كارثة طبيعية التي أدت الى اتلاف المحاصيل الزراعية وتوقف بعض القطاعات الإنتاجية. وكذلك في حالة الحروب تنقص صادرات البلد بالإضافة الى هروب رؤوس الأموال بحثا عن مناخ مستقر هذا من شأنه خلق عجز في الحساب الجاري وحساب رأس المال ما يشكل في الأخير عجز في ميزان المدفوعات الدولة.

المطلب الثاني: طرق معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات

كما ذكرنا سابقا تحدث اختلالات في ميزان المدفوعات التي تختلف باختلاف مسبباتها، وباعتبار ميزان المدفوعات المرآة العاكسة للاقتصادات الدول فإن كل دولة تحاول معالجة العجز المسجل في ميزانها بالطريقة المناسبة.

الفرع الأول: التعديل الآلي

يكون التعديل آلي في ميزان المدفوعات في حالة كون نظام الصرف المتبع مرن او معوم، حيث يكون تصحيح الاختلال وفقا لقوى العرض والطلب على العملة المحلية، فمثلا اذ حدث عجز في ميزان المدفوعات معناه الدولة تصدر اقل او تدفق رؤوس الأموال اليها ضعيف هذا يؤدي الى انخفاض قيمة العملة المحلية -لنقص الطلب عليها- هذا من شأنه رفع القدرة التنافسية للمنتوجات المحلية اي زيادة حجم

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

الصادرات وهذا يؤدي الى القضاء على العجز والعودة الى حالة التوازن. وفي حالة تسجيل فائض في ميزان المدفوعات هذا يعني ان حجم الصادرات او حجم تدفق رؤوس الأموال الى الدولة كبير هذا الامر من شأنه زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي الى ارتفاع قيمتها وهذا يضعف القدرة التنافسية للسلع والخدمات المنتجة محليا وبالتالي تقلص في حجم الصادرات وهذا يقلل من الفائض تدريجيا الى غاية العودة الى حالة التوازن. لكي يحدث التعديل أليا يجب ان يكون أولا سعر الصرف معوم، وثانيا الجهاز الإنتاجي مرن والمنتجات المحلية ذات جودة تنافسية في العالم واخيرا يجب ان يكون هيكل الصادرات متنوع.

الفرع الثاني: التعديل عن طريق التدخل الحكومي

يكون التعديل عن طريق التدخل الحكومي بالاعتماد على السياسة المالية بشقيها الانكماشية والتوسعية في حالة كون مستويات الدخل المحلي او الدورات الاقتصادية المسجلة في الاقتصاد المحلي او الاقتصادات الأجنبية هي السبب وراء حدوث خلل في ميزان المدفوعات.

حيث في حالة كون مستويات الدخل المحلية مرتفعة فهذا يؤدي الى زيادة الطلب المحلي على السلع والخدمات اي زيادة في حجم الواردات وهذا من شأنه ان يشكل عجز في ميزان المدفوعات، في هذه الحالة فالدولة يمكنها إعادة التوازن تدريجيا في ميزان مدفوعاتها عن طريق اتباع سياسة انكماشية – التخفيض في الانفاق العام من تغطيات واعانات واعفاءات – والتي تؤدي الى تراجع القدرة الشرائية وبالتالي انخفاض الطلب الكلي على السلع والخدمات وهذا من شأنه خفض حجم الواردات وزيادة في حجم الصادرات - تصدير الفائض من السلع المحلية -.

وفي حالة كون مستويات الدخل منخفضة فهذا يعني ان الطلب المحلي ضعيف وبالتالي تزيد صادرات الدولة ويتحقق فائض في ميزان المدفوعات في هذه الحالة الدولة يمكن ان تتدخل بانتهاج سياسة توسعية وذلك عن طريق الزيادة في الانفاق العام وهذا بتقديم الإعانات والدعم ومنح الإعفاءات من الضرائب والرسوم، كل هذا من شأنه تشجيع الاستهلاك ورفع القدرة الشرائية وبالتالي زيادة الطلب المحلي الذي يؤدي الى الزيادة في الواردات وانخفاض في حجم الصادرات، ما يؤدي الى التخفيض التدريجي للفائض المسجل في ميزان المدفوعات ويعود هذا الأخير الى حالة التوازن

كما يمكن أيضا للسلطات المالية التدخل باستخدام السياسة النقدية بأسلوبها الانكماشية والتوسعية لمعالجة الخلل في ميزان المدفوعات، حيث تحدد هذه السياسة حجم المعروضات النقدية عن طريق تحديد أسعار الفائدة، حيث تتبع سياسة انكماشية (رفع أسعار الفائدة على الودائع والقروض) في حالة تسجيل عجز في ميزان المدفوعات، وسياسة توسعية (خفض أسعار الفائدة على الودائع والقروض) في حالة الفائض.

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

مثلا عند توفر تيار نقدي كبير بين ايدي المستهلكين يزداد الانفاق والاستهلاك ما قد يؤدي الى زيادة الطلب الكلي وبالتالي ارتفاع حجم الواردات وتشكل عجز في ميزان المدفوعات – لا سيما في حالة كون القطاع الإنتاجي غير مرن-، في هذه الحالة تلجأ السلطات النقدية الى إتباع سياسة نقدية انكماشية اي خفض العرض النقدي في التداول عن طريق رفع سعر الفائدة مما سيؤثر على حجم الإنفاق الكلي نظر لأنه لا يشجع على أخذ القروض، وبالتالي يحجم المستهلكين، والشركات عن الإنفاق هذا من شأنه خفض حجم الواردات وتشجيع على تدفق رؤوس الأموال للداخل وعندها سيتحسن رصيد ميزان المدفوعات.

عند تسجيل فائض في ميزان المدفوعات الذي سببه كساد اقتصادي لعدم توفر التيار النقدي هنا تتدخل السلطات النقدية بانتهاج سياسة توسعية اي زيادة في العرض النقدي عن طريق تخفيض سعر الفائدة الذي يشجع على القروض ويزيد من إنفاق المستهلكين، والشركات، وبالتالي التوسع في الاقتصاد الامر الذي يؤدي الى إعادة التوازن تدريجيا في ميزان المدفوعات.

نستنتج من المعطيات السابقة أن بمقدور السلطات العامة التدخل لمعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات باستخدام السياسة المالية أو النقدية.

كما يمكن للسلطات التدخل لإعادة التوازن في ميزان المدفوعات باستخدام سياسات تحدد حجم التجارة الخارجية كزيادة الرسوم الجمركية على الواردات أو فرض القيود الكمية على الواردات (نظام الحصص) وتقديم الدعم والإعانات للصادرات وتخفيض في أسعار الصرف التي من شأنها خفض من حجم الواردات وزيادة حجم الصادرات وبالتالي معالجة العجز في ميزان المدفوعات. او عن طريق سياسات متعلقة بالاحتياطات الدولية كالسحب من الاحتياطات الدولية من الذهب النقدي بما يكفي لسد العجز او السحب من حصة الدولة لدى صندوق النقد الدولي، تخفيض الارصدة التي يحتفظ بها البنك المركزي من عملات اجنبية، بيع اذونات الخزنة للأجانب أو الافتراض من الأسواق المالية الدولية او من البنوك والهيئات الدولية والحكومات الأخرى. وفي حالة الفائض تقوم السلطات بزيادة احتياطات الذهب والعملات الصعب تقديم قروض قصيرة الأجل للدول المدينة.

الفرع الثالث: التعديل عن طريق حركة المداخيل

تنص هذه الآلية التي تأتي في اطار التحليل الكينييزي الذي يفترض تواجد الاقتصاد في وضعية ما دون التشغيل الكامل ومن ثم فإنه وبناء على مفهوم آلية المضاعف فإن اي تغيرات في الانفاق العام يؤدي الى تغير في مستوى التجارة الدولية – الزيادة في حجم الصادرات- ومنه على مستوى الدخل القومي الذي بدوره يؤثر على طلب الواردات وعليه فإن زيادة قيمة الصادرات يتسبب في زيادة قيمة الدخل القومي بقيمة تعادل ما تعرف بمضاعف التجارة الخارجية في حين زيادة الدخل القومي سوف يدفع عن طريق الميل الحدي للاستيراد التي تزيد الطلب على الواردات وهو ما يدفع لتلاشي الارتفاع السابق في قيمة الصادرات

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

وتدرجيا عودة ميزان المدفوعات الى حالته التوازنية، فيما يلي سنشرح كيف يتم هذا.

يكون الدخل القومي في الاقتصاد المفتوح كما يلي:

$$Y = C + I + (X - M) \dots \dots \dots (1)$$

$$Y = C + S \dots \dots \dots (2)$$

Y: قيمة الدخل القومي

C: تمثل الاستهلاك

S: تمثل قيمة الإيداع

I: تمثل قيمة الاستثمار

X: تمثل قيمة الصادرات

M: تمثل قيمة الواردات

من المعادلة (1) و (2) نجد ان $C + I + (X - M) = C + S$

$$I + X = S + M \dots \dots \dots (3)$$

اي:

من المعادلة (3) يتبين ان التوازن الإجمالي يتحقق عند تساوي الفارق في التجارة الخارجية والفارق

بين الادخار والاستثمار. العجز في التجارة الخارجية الواردات < الصادرات، يعني الفجوة الاستثمارية

تتساوى مع العجز الخارجي.

الفائض في التجارة الخارجية أي الصادرات < الواردات، يعني فائض الادخار بالنسبة للاستثمار

مساويا للفائض الخارجي.

بإضافة إنفاق القطاع العام فإن المعادلة (1) تصبح كما يلي:

$$Y = C + I + (X - M) + G \dots \dots \dots (4)$$

إعادة صياغة المعادلة (4) نتحصل على:

$$Y + M = C + I + X + G \dots \dots \dots (5)$$

G: تمثل انفاق القطاع الحكومي، اذا اعتبرنا I، G، X، هو إنفاق مستقل (مفتاح، 2006/2005، صفحة

56) لا يرتبط بمستوى الدخل القومي Y يمكننا اعتبار هذه المتغيرات كمتغير واحد مستقل عن الدخل نرسم

$$P = X + I + G$$

له ب P حيث $P = X + I + G$

وبالتالي تصبح المعادلة (5) كما يلي:

$$Y + M = C + P \dots \dots \dots (6)$$

اذا تم اتباع سياسة مالية توسعية في الاقتصاد اي الزيادة في حجم الانفاق العام - على شكل اعانات

للمستهلكين و اعانات للمستثمرين في صورة إعفاءات ضريبية- فهذا يؤدي الى الزيادة في الاستهلاك اي

الطلب وبالتالي يرتفع الانفاق المستقل P وإذا كان الاقتصاد المذكور يتمتع بطاقات إنتاجية غير مستخدمة

وجهاز انتاجي مرن فهذا يؤدي الى الزيادة في الاستثمار هذه الزيادة من شأنها خلق دخول جديدة والتي

يتولد عنها طلب إضافي - لأن أي دخل جديد يؤدي الى خلق طلب جديد- على السلع الاستهلاكية الذي

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

يؤدي الى الحاجة في زيادة الإنتاج والزيادة في الواردات. انطلاقا من هذا التحليل وبالاعتماد على المعادلة (6) اذ كان هناك زيادة في الانفاق تصبح المعادلة

$$Y + \Delta Y + M + \Delta M = C + \Delta C + P + \Delta P. \dots (7)$$

حيث: ΔY : التغير في الدخل

ΔM : التغير في الواردات

ΔC : التغير في الاستهلاك

ΔA : التغير في عناصر الطلب المستقل

ب طرح المعادلة (6) من المعادلة (7) تكون النتيجة كما يلي:

$$\Delta Y + \Delta M + \Delta C = \Delta C + \Delta P \dots \dots \dots (8)$$

$$\Delta P = \Delta Y - \Delta C + \Delta M \dots \dots \dots (9)$$

معادلة الاستهلاك كما يلي:

$$C = C_0 + cY$$

حيث C_0 : هو الاستهلاك المستقل-غير متعلق بالدخل - c : يمثل الميل الحدي للاستهلاك الذي يمثل التغير في الاستهلاك الناتج عن التغير في الدخل.

$$\Delta C = c \Delta Y \dots \dots \dots (10)$$

$$c = \frac{\Delta C}{\Delta Y}$$

معادلة الواردات تكون كما يلي:

$$M = M_0 + mY$$

M_0 : هو حجم الواردات المستقل عن الدخل لا يتغير بتغير الدخل ارتفاعا وانخفاضا
 m : يمثل الميل الحدي للاستيراد، وبالتالي اذا حدث تغير في الدخل سيكون التغير في الواردات كما يلي:

$$\Delta M = m \Delta Y \dots \dots \dots (11)$$

$$m = \frac{\Delta M}{\Delta Y}$$

أي m يمثل النسبة بين التغير في الواردات والتغير في الدخل.
 اذا قمنا بتعويض قيمة ΔC و ΔM في المعادلة 9 نجد

$$\Delta P = \Delta Y - c \Delta Y + m \Delta Y \dots \dots \dots (12)$$

$$\Delta P = (1 - c + m) \Delta Y \dots \dots \dots (13)$$

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c + m} \Delta P \dots \dots \dots (14)$$

الفصل الثاني: ميزان المدفوعات

$\frac{1}{1-c+m}$ هذا يسمى مضاعف التجارة الخارجية، حيث انه يعطينا النسبة في التغير الإجمالي في الدخل القومي ΔY الناشئ عن تغير أولي في الإنفاق المستقل ΔP . من هذا المضاعف يمكننا الاستنتاج كيف ان الزيادة في الانفاق العام الذي يؤدي الى الزيادة في الاستهلاك والطلب وبالتالي في الاستثمارات والتصدير - توقع فائض في ميزان المدفوعات- تتلاشى فعاليته عن طريق الميل الحدي للاستيراد وبالتالي لا يخلق زيادة في الدخل، لان اذا كان ميول اقتصاد معين كبير للاستيراد يعني الطلب الإضافي يؤدي الى الزيادة في حجم الواردات وهذا ما يقلص (يحد) من تأثير التغير الأولي الذي يطرأ على الانفاق المستقل. يعني كلما كان الميل الحدي للاستيراد m كبير كلما كان المضاعف صغير وبالتالي تكون الزيادة في الدخل اقل بكثير من الزيادة في الانفاق المستقل. بتعبير آخر كلما ارتفع الميل الحدي للاستيراد، ارتفعت تسربات المداخيل إلى الخارج وأصبح المضاعف أقل فعالية. وبالتالي الزيادة في الانفاق العام من شأنه ان يزيد الطلب الكلي - اي زيادة في الاستهلاك وبالتالي الزيادة في الاستثمارات والذي بدوره يرفع من قيمة الصادرات- ومن هذا يتم تسجيل فائض في ميزان المدفوعات وزيادة في الدخل القومي، الا ان اذا كان الميل الحدي للاستيراد كبير اي ميول الاقتصاد الى الاستيراد كبير لسبب او لآخر فهذا يؤدي الى الحد من فعالية السياسة التوسعية وهذا من شأنه إزالة الفائض المتشكل في ميزان المدفوعات ويعود الى حالة التوازن.

الفصل الثالث: أسعار الصرف

في هذا الفصل سنتطرق الى:

- ✓ ماهية سعر الصرف والنظريات المفسرة له
- ✓ مفهوم سوق الصرف الأجنبي والعمليات الأساسية فيه

الفصل الثالث: اسعار الصرف

ان المعاملات الاقتصادية الدولية تستلزم استخدام عملات مختلفة وهذا ما يخلق العرض والطلب عليها، ولتبادل العملات فيما بينها يستوجب وجود سعر شراء وبيع عملة بعملة أخرى وهذا الذي نسميه سعر الصرف وتحديد هذا الأخير مر على عدة مراحل والتي تسمى بأنظمة الصرف والتي بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى النظام العائم والذي يعني تحديد أسعار العملات وفقاً لقوى العرض والطلب. يتم تحويل عملة إلى عملة أخرى وفقاً لسعر الصرف الذي يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في أسواق الصرف حيث ان هذه الأسواق ليست كغيرها من الأسواق الأخرى لان ليس لها مكان محدد يجمع البائع والمشتري، وانما يتم التعامل في هذه الأسواق بواسطة أجهزة اتصال وتعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات الحرة لأجل مختلفة. يشار إلى أن سوق صرف العملات يشمل كافة دول العالم، ويضم عدة جهات دولية كالبنوك العالمية والمؤسسات والأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية سعر الصرف والنظريات المفسرة له

يمثل سعر الصرف النسبة التي يتم بها مبادلة عملة بعملة أخرى، حيث يحتل أهمية كبيرة في المعاملات الخارجية للدولة كما انه يلعب دور في توجيه التجارة الدولية والاستثمارات الأجنبية، حيث انه يعبر عن المتانة الاقتصادية للدولة، سواء تعلق ذلك بمدى استقراره ومدى قابلية العملة للتحويل او بطبيعة نظام الصرف المتبع داخل الدولة. هناك عدة عوامل تساهم في تحديد أسعار الصرف كأسعار الفائدة سلوك المتعاملون في السوق وكذا وضع ميزان المدفوعات.

المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

سعر الصرف هو القيمة التي يتم وفقها تبادل عملة وطنية لدولة ما مقابل عملة وطنية لدولة أخرى وهناك الكثير من مفاهيم لسعر الصرف وتحدد أنواع سعر الصرف وفقاً لطريقة حسابها فهناك سعر صرف ثنائي الذي يحدد معدل تبادل عملتين فقط، وسعر الصرف الفعلي الذي يحدد سعر صرف عملة دولة ما بالنسبة لسلة من العملات وقد يكون اسمي او حقيقي. كما يمكن التمييز بين سعر الصرف المباشر وغير مباشر وهذا يتوقف على أي عملة استخدمت في التسعير على أنها عملة الأساس، وهذه التسعيرات والانواع المختلفة لأسعار الصرف كلها تتحدد من الأساس وفقاً لنظام السعر المتبع من طرف السلطة النقدية.

الفرع الأول: مفهوم سعر الصرف

أولاً-تعريف سعر الصرف: يعرف سعر الصرف على انه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

كما يمكن تعريفه أيضا على انه ثمن عملة دولة ما مقومة في شكل عملة دولة اخرى، أو هو نسبة مبادلة عملتي دولتين (عوض الله، 2008).

ثانيا- طرق تسعير العملات: هناك طريقتان لتسعير العملات هناك التسعير المباشر والتسعير غير المباشر وهذا يتحدد على حسب العملة التي تستخدم كعملة الأساس، حيث اذ كانت العملة الوطنية هي عملة الأساس فهذا يعني اننا في غير المباشر وإذ كانت العملة الأجنبية هي عملة الأساس فنقول اننا في التسعير المباشر.

● **التسعير غير المباشر – Indirect Quote-**: يمثل عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية – فالعملة الوطنية هي عملة الأساس او المبلغ الثابت، والعملية الأجنبية هي عملة التسعير او المبلغ المتغير – فمثلا عندما نقول ان بنك الجزائر يستبدل 0.0084 دولار (مبلغ متغير) مقابل 1 دج (مبلغ ثابت) فهنا يمكن القول أن البنك قد استخدم طريقة التسعير غير المباشر (0.0084 دولار/دج).

● **التسعير المباشر – Direct Quote-**: يمثل عدد وحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية – فالعملة الأجنبية هي عملة الأساس او المبلغ الثابت والعملية الوطنية هي عملة التسعير او المبلغ المتغير – فمثلا بنك الجزائر يستبدل 119.64 دج (مبلغ متغير) مقابل 1 دولار (مبلغ ثابت) هنا نقول ان البنك استخدم طريقة التسعير المباشرة (يكتب كما يلي 119.64 دج/دولار).

ثالثا- عمليات بيع وشراء العملات

كما ذكرنا في التعريف فإن سعر الصرف وهو السعر الذي يتم فيه استبدال عملة بأخرى، ويعد سعر الصرف قيمة عملة بلد ما بالنسبة لعملة أخرى، فعلى سبيل المثال سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي بين البنوك يساوي 0.84 يورو، هذا يعني أنه سيتم دفع مبلغ 0.84 يورو للحصول على دولار أمريكي واحد أو أنه سيتم دفع دولار أمريكي واحد للحصول على 0.84 يورو. لبيع أو شراء عملة مقابل عملة أخرى - الذي يسمى بالتداول في سوق الصرف او الفوركس FOREX- يجب التوجه الى وسطاء التداول او البنوك اين توجد لوحات إلكترونية ظاهرة تعرض سعر مجموعة من العملات بيعا وشراء، كل

عملة يشار إليها في شكل ازواج عملات فمثلا اليورو دولار (EUR/USD)، الدولار جنيه إسترليني (USD/GBP) الدولار الين الياباني (USD/JPY) الى غير ذلك، ويشار للعملات على شكل ازواج لان عملية شراء عملة تعتبر تلقائيا عملية بيع عملة أخرى فمثلا في الزوج اليورو دولار بيع اليورو يعني شراء الدولار، وشراء اليورو يعني بيع الدولار. فمثلا اذا كان زوج الجنيه الإسترليني دولار امريكي (GBP/USD) يساوي 1.3361 يعني هنا الجنيه الإسترليني (GBP) هي عملة الأساس تسمى عملة

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الأساس لأنه يتم على أساسها عمليات البيع والشراء، فإذا قلنا انه نشترى في زوج (GBP/USD) فهذا يعني انه نشترى عملة الأساس -اي شراء الجنيه الإسترليني (GBP)- واذ قلنا ان نبيع زوج (GBP/USD) اي انه نبيع عملة الأساس -بيع الجنيه الإسترليني (GBP) -، في هذا الزوج الدولار الأمريكي هو عملة التسعير وبالتالي عندما نشترى الجنيه الإسترليني يعني نبيع الدولار وعندما نبيع الجنيه الإسترليني يعني نشترى الدولار الأمريكي.

سعر الصرف يكتب دائما على شكل سعرين سعر البيع او سعر الطلب (Ask price) وسعر الشراء او سعر العرض (Bid price).

• **سعر البيع او سعر الطلب (Ask price):** هو السعر الذي يبيع به وسيط التداول عملة الأساس مقابل عملة التسعير، بعبارة أخرى سعر الطلب (Ask price) أفضل سعر متوفر يمكن للأشخاص والمستثمرين ان يشتروا به عملة الأساس مقابل عملة التسعير.

• **سعر الشراء او سعر العرض (Bid price):** هو السعر الذي يشتري به وسيط التداول عملة الأساس مقابل عملة التسعير، بمنظور آخر او بعبارة أخرى سعر العرض (Bid price) هو أفضل سعر متوفر يمكن للأشخاص والمستثمرين ان يبيعوا به عملة الأساس للسوق.

سعر الشراء وسعر البيع ليسوا متساويان والفرق بين السعريين يطلق عليه الهامش (Spread).

مثال: في الزوج اليورو دولار (EUR/USD) سعر العرض (Bid price) يساوي 1.1922 وسعر الطلب (Ask price) يساوي 1.1925، وبالتالي عندما نرغب في شراء اليورو يكون بسعر الطلب اي ندفع 1.1925 دولار للحصول على يورو واحد، وعندما نريد بيع اليورو يكون بسعر العرض اي نتحصل على 1.1922 دولار على كل يورو ندفعه. في هذا المثال اليورو هو عملة الأساس وبالتالي فهي أساس عمليات البيع والشراء أي عندما نقول اشترى في هذا الزوج يعني اشترى اليورو وعندما نقول ابيع في هذا الزوج فهذا يعني انني ابيع اليورو، اما الدولار فهو عملة التسعير او المقابلة. ومن هذه العملية نجد ان الوسيط يشتري اليورو ب 1.1922 دولار ويبيعه ب 1.1925 دولار وبالتالي يكون قد حقق ربح الذي نسميه هامش الربح (Spread) الذي يساوي في مثالنا هذا 0.0003 اي 3 بييس (Pips). حيث ان البيب (Pip) هو اختصار للنسبة المئوية بالنقطة (Percentage in point) وهي اصغر حركة سعر يمكن ان تطرأ لسعر الصرف، يتم تسعير معظم ازواج العملات الى اربع درجات عشرية وتغير البيب النقطة العشرية الأخيرة. يحسب الهامش كما يلي:

$$\text{Spread} = \text{Ask price} - \text{Bid price}$$

الجدول ادناه يبين لنا كيفية عرض العملات على شاشات البنوك ووسطاء التداول.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الجدول رقم (03): كيفية عرض العملات على شاشات البنوك ووسطاء التداول

EUR USD		GBP USD	
Sell (بيع) Ask price	buy (شراء) bid price	Sell (بيع) Ask price	buy (شراء) bid price
1.1925	1.1922	1.3371	1.3368

USD JPY		EUR GBP	
Sell (بيع) Ask price	buy (شراء) bid price	Sell (بيع) Ask price	buy (شراء) bid price
111.43	111.41	0.9420	0.9427

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات السابقة

رابعا- **سعر الصرف المشتق**: في حالة العملات الأقل تداول لا يتوفر سعر صرف مباشر يربط بينهما في هذه الحالة يتم اشتقاق سعر يربط بينهما بالاعتماد على عملة ثالثة اي من خلال سعر هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة كالدولار او اليورو. مثلا يمكن إيجاد سعر الصرف بين الدينار الجزائري واليوان الصيني باستخدام سعر صرف العملتين مقابل الدولار ومن ثم نقوم باستخراج سعر الصرف بين العملتين. سعر صرف الدولار اليوان الصيني هو 6.5825 يوان/ دولار وسعر صرف الدولار الدينار الجزائري هو 128.88 دينار/ دولار. ومنه يكون سعر الصرف يوان دينار هو 19.5791 دينار/ يوان او 0.0511 يوان/ دينار.

مثال: ليكن سائح جزائري متجه نحو الصين وهو بحاجة للعملة الصينية (اليوان الصيني) فبمأن اليوان الصيني غير متداول عالميا وبالتالي فالسائح الجزائري يجب ان يبيع أولا الدينار ليحصل على الدولار من ثم عند الوصول الى المطار في الصين يبيع الدولار للحصول على اليوان الصيني. لنفرض ان السائح بحاجة الى 6000 يوان صيني فكم يلزمه دينار للحصول على 6000 يوان؟ علما ان سعر الدولار مقابل الدينار وسعر الدولار مقابل اليوان بيعا وشراء كما يلي

• USD CNY	البيع 6.5834 يوان/ دولار	الشراء 6.5826 يوان / دولار
• USD DZD	البيع 128.89 دينار/ دولار	الشراء 128.81 دينار / دولار

في هذه الحالة نحتاج لحساب سعر الصرف بين اليوان الصيني والدينار الجزائري – سعر الصرف المشتق- يعني هنا السائح بشراء الدولار يدفع 128.89 دينار للحصول على دولار واحد ثم عند الوصول الى الصين يبيع الدولار للحصول على اليوان ويحصل على 6.5826 يوان مقابل كل دينار ومن هنا يمكننا استخراج سعر الصرف الذي خضع له السائح 1 يوان=19.5804 دينار
(19.5826=6.5826/128.89)، اي يلزم 19.5804 دينار للحصول على يوان واحد ومنه للحصول على 6000 يوان يلزم للسائح بيع 117482.4 دينار.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الفرع الثاني: أنواع أسعار الصرف

عندما نتحدث عن أنواع أسعار الصرف فنميز سعر الصرف الآجل وسعر الصرف العاجل، سعر الصرف الثابت والمعموم، وسعر الصرف الاسمي والحقيقي والفعلي وكذا الفعلي الحقيقي. هذه الأنواع هي نتيجة تصنيفات وفقا لمعايير مختلفة، فعندما نصنف أسعار الصرف وفقا لمعيار اجل المعاملة بالعملات نميز سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل، وعندما يصنف وفقا لمعيار طريقة التحديد نميز سعر الصرف الثابت وسعر الصرف المعموم او المرن، وعندما يكون التصنيف وفقا لعدد العملات الداخلة في عملية الصرف ومدى الاخذ بعين الاعتبار نسب التضخم في الدول المختلفة فنميز سعر صرف ثنائي اسمي وسعر صرف ثنائي حقيقي، سعر صرف متعدد اسمي وسعر صرف متعدد حقيقي. **أولا- سعر الصرف وفقا لأجل المعاملة بالعملات**

● **سعر الصرف العاجل:** هو السعر الذي يتم من خلاله تبادل العملات في أسواق الصرف لحظة عقد صفقة التبادل.

● **سعر الصرف الآجل:** هو السعر الذي يتم وفقه تبادل العملات في وقت مستقبلي معين ويحدد سلفا بالتحديد يوم إبرام الصفقة بين الطرفين.

ثانيا- سعر الصرف وفقا لطريقة تحديده

● **سعر الصرف الثابت:** الذي كان سائد في نظام قاعدة الذهب ويتم تحديد سعر العملة بناء على احتياطي الذهب او طبقا لقواعد صندوق النقد الدولي أو من خلال السياسات المالية والنقدية.

● **سعر الصرف المعموم:** فيعني ترك العملة لقوى العرض والطلب حيث يتحدد سعر الصرف بين العملات وفقا لهاته القوى ويطلق عليه "تعويم العملة".

ثالثا- وفقا لعدد العملات الداخلة في عملية الصرف ومدى الاخذ بعين الاعتبار نسب التضخم في الدول المختلفة

● **سعر الصرف الثنائي الاسمي:** هو سعر عملة ما بدلالة وحدات من عملة اخرى، اي يمثل معدل تبادل عملتين مختلفتين. مثلا عندما نقول سعر صرف هو 115دج / الدولار فان 115 يمثل معدل تبادل عمليتي الدولار الدينار اما ادفع دولار واحد واحصل على 115دينار او ادفع 115 دينار للحصول على دولار واحد، مثال آخر 1.1925 دولار/ يورو فا 1.1925 يمثل سعر الصرف او معدل تبادل عمليتي الدولار واليورو.

● **سعر الصرف الثنائي الحقيقي:** هو سعر الصرف الاسمي المعدل نسبة الى مستوى الأسعار، اي سعر العملة الجاري والذي يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات فهو يقيس القوة الشرائية الخارجية للعملة الوطنية. يقيس سعر الصرف الحقيقي سعر السلع الأجنبية

الفصل الثالث: اسعار الصرف

بالنسبة لسعر السلع المحلية. رياضياً، سعر الصرف الحقيقي هو نسبة مستوى السعر الأجنبي ومستوى السعر المحلي مضروباً في سعر الصرف الاسمي. ويحسب سعر الصرف الحقيقي كما يلي:

$$RER = \frac{eP^*}{P}$$

RER (Real Exchange Rate): سعر الصرف الحقيقي

e : سعر الصرف الثنائي الاسمي

P* : مستوى الأسعار الأجنبية

P : مستوى الأسعار المحلية

مثال: إذا كان من الممكن بيع قارورة جل الغسيل في امريكا بمبلغ 15 دولاراً، وكان سعر الصرف الاسمي 0.8 يورو لكل دولار أمريكي، فإن قارورة جل الغسيل الأمريكي تساوي $15 \times 0.8 = 12$ يورو. إذا كانت تكلفة قارورة جل الغسيل - نفس الكمية والحجم- الأوروبي 9 يورو، فيمكن شراء $9/12 = 1.33$ قارورة جل الغسيل الأوروبي بـ 12 يورو. ومنه نجد ان: $RER = 15 \times 0.8 / 9 = 1.33$ اي يمكن استبدال قارورة جل الغسيل الأمريكي بـ 1.33 قارورة جل الغسيل الأوروبي، وبالتالي فإن سعر الصرف الحقيقي هو 1.33.

• **سعر الصرف المتعدد او الفعلي (EER):** هو متوسط سعر مرجح يتم من خلاله تبادل عملة بلد ما لسلة من العملات الأجنبية المتعددة، يعد EER مؤشراً على القدرة التنافسية الدولية لبلد ما من حيث سوق الصرف الأجنبي (الفوركس). عادة ما يكون مؤشراً، عن كيفية مقارنة قيمة العملة المحلية بعملات أجنبية متعددة في وقت واحد. نقول ان EER ارتفع إذا زادت العملة المحلية مقابل سلة من العملات الأخرى داخل نظام سعر الصرف العائم، وإذا انخفضت العملة المحلية مقابل السلة، فنقول ان EER انخفض، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لسلة من العملات.

سعر الصرف الفعلي يمثل سعر كل عملة فردية واحدة مقابل سلة من العملات الأجنبية، حيث يتم اختيار هذه السلة بناء على أهم الشركاء التجاريين للدولة والعملات الرئيسية. فالعملات الرئيسية في العالم هي الدولار الأمريكي واليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني والدولار الأسترالي والفرنك السويسري والدولار الكندي ورائد جنوب افريقيا.

• **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** سعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER) هو المتوسط المرجح لعملة بلد ما فيما يتعلق بمؤشر أو سلة من العملات الرئيسية الأخرى. يتم تحديد الأوزان من

الفصل الثالث: اسعار الصرف

خلال مقارنة الميزان التجاري النسبي لعملة بلد ما مقابل كل دولة داخل المؤشر. يستخدم سعر الصرف هذا لتحديد قيمة عملة الدولة الفردية بالنسبة إلى العملات الرئيسية الأخرى في المؤشر. سعر الصرف الفعلي الحقيقي مبني على أسعار الصرف الحقيقية بدلا من أسعار الصرف الاسمية، ولذلك فحسابه يحتاج إلى توافر بيانات عن الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الدول محل الاهتمام، بحيث تم تحويل أسعار الصرف الاسمية إلى أسعار صرف حقيقية، وبعد ذلك يتم الترجيح بحسب الأوزان النسبية لحجم التجارة مع الدول المعنية المختلف للوصول إلى سعر الصرف الحقيقي الفعلي. (دانيلز و فانويوز، 2010)

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسعر الصرف والعوامل المؤثرة عليه

عرف نظام الصرف عدة محطات في تطوره التي تماشت مع مراحل تطور النظام المالي الدولي والظروف الاقتصادية والسياسية السائدة في كل مرحلة – من حروب مثل الحرب العالمية الأولى والثانية وأزمات اقتصادية مثل أزمة الكساد الكبيرة عام 1929- هذه الاحداث كان لها دور كبير في تحديد نظام الصرف التي تناوبت بين قاعدة الذهب والنظام المعوم، وبحلول 1973 انتهى الاعتماد على قاعدة الذهب وتم تبني نظام الصرف المعوم. هذه الاحداث والاضطرابات أدت الى ظهور نظريات كمحاولة لوضع أسس تحديد أسعار التعادل بين عملات الدول والتي كانت قد خرجت عن قاعدة الذهب خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تلتها، وأولى هذه النظريات هي نظرية "تعادل القوة الشرائية". تلتها نظرية تعادل أسعار الفائدة ونظرية كفافه السوق ونظرية كمية النقود. بالإضافة الى هذا يتأثر سعر الصرف بعدة عوامل التي يمكن تصنيفها الى عوامل فنية وعوامل أساسية واقتصادية.

الفرع الأول: أنظمة الصرف

أولا- نظام الصرف الثابت: نظام الصرف الثابت هو نظام يربط العملة المحلية بعملة اجنبية أو سلة من العملات، حيث يتم تثبيت سعر صرف العملة إلى الذهب، أو لعملة تتميز بالقوة والاستقرار وفي هذا الإطار تعمل الدول على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة دون احداث تغير الا في بعض الحالات، كما يمكن تثبيت قيمة العملة بالنسبة لسلة من العملات والتي تكون عادة عملات اهم الشركاء التجاريين أو من العملات المكونة لحقوق السحب الخاصة. الغرض من نظام سعر الصرف الثابت هو الحفاظ على قيمة العملة ضمن مجال تقلب ضيق، بالتالي وفقا لنظام الصرف الثابت تقوم السلطات بتحديد معدل ثابت لتحويل العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية حيث يتم على أساس قيمة تعادلية ويحدد هامش للتقلبات، اذ حدث وتغير سعر العملة الوطنية خارج نطاق هامش التقلبات يتدخل البنك المركزي مباشرة في سوق الصرف بشراء أو بيع العملة الوطنية لإعادتها الى حالة التعادل وهذا اما بالحد من انخفاضها ارتفاعها. توفر الأسعار الثابتة قدرا أكبر من اليقين للمصدرين والمستوردين، كما تساعد الاقتصادات في الحفاظ

الفصل الثالث: اسعار الصرف

على معدل تضخم منخفض، والذي يحافظ على انخفاض أسعار الفائدة على المدى الطويل ويحفز التجارة والاستثمار. معظم الدول الصناعية الكبرى لديها أنظمة أسعار صرف عائمة، حيث يحدد السعر الجاري في سوق الصرف الأجنبي (فوركس) سعر عملتها وهذا ابتداء من السبعينيات بينما تواصل الاقتصادات

النامية أنظمة السعر الثابت. (International Monetary Fund, 2006)

من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى أوائل السبعينيات، كانت اتفاقية بريتون وودز تعني أن أسعار الصرف للدول المشاركة كانت مرتبطة بقيمة الدولار الأمريكي، والتي كانت ثابتة على سعر الذهب.

(Yale Law School, 2008) عندما تحول فائض ميزان مدفوعات الولايات المتحدة بعد الحرب إلى

عجز في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، أثبتت تعديلات سعر الصرف الدورية المسموح بها بموجب الاتفاقية في النهاية أنها غير كافية. في عام 1973، أعلن الرئيس ريتشارد نيكسون خروج

الولايات المتحدة الأمريكية عن اتفاقية بريتون وودز وبداية العمل بنظام أسعار الصرف العائمة. (U.S.

Department of State, 2017)

ثانيا- نظام الصرف المعوم: سعر الصرف العائم هو النظام الذي يتحدد فيه سعر عملة الدولة بناء على

قوى العرض والطلب. وفقا لنظام الصرف العائم التغييرات طويلة الأجل في أسعار العملات تعكس القوة

الاقتصادية النسبية وفروق أسعار الفائدة بين البلدان في حين تعكس التحركات قصيرة الأجل في سعر

الصرف العائم المضاربة والشائعات والكوارث والعرض والطلب اليومي على العملة. إذا كان العرض

على العملة أكبر من الطلب عليها فإن العملة ستخف، وإذا فاق الطلب العرض فإن هذه العملة سترتفع.

يمكن أن تؤدي التحركات الشديدة على المدى القصير إلى تدخل البنوك المركزية، حتى في بيئة معدل

عائم. لهذا السبب، في حين تعتبر معظم العملات العالمية الرئيسية عائمة، فقد تتدخل البنوك المركزية

والحكومات إذا أصبحت عملة الدولة مرتفعة جدًا أو منخفضة جدًا وهذا تفاديا للأثر السلبي على التجارة

والقدرة على سداد الديون وبالتالي ستحاول الحكومة أو البنك المركزي تنفيذ تدابير لنقل عملتها إلى سعر

أكثر ملاءمة. سُمح لعملات معظم الاقتصادات الكبرى في العالم بالتعويم بحرية بعد انهيار نظام بريتون

وودز بين عامي 1968 و1973 (Cory, Floating Exchange Rate, 2020). يمكن لهذا النظام أن يتم في

عدة أشكال تؤدي منها التعويم المطلق والتعويم المدار.

• **التعويم المطلق:** هذا النوع من التعويم يعتبر تعويم نظيف لكون الدولة (السلطة النقدية) لا تتدخل

ابدا في سوق الصرف سواء لتدعيم عملتها الوطنية أو من أجل اتخاذ أي قرار اقتصادي له صلة

بسعر الصرف الخاص بعملتها وهذا الأسلوب يجعل الدولة في غنى عن الاحتفاظ باحتياطي كبير

من العملات الأجنبية، تقوم فقط بترك احتياطي نقدي وذهب في حالة حدوث تقلبات عنيفة في سعر

الصرف بشكل مفاجئ من شأنه إلحاق الضرر بالأوضاع الاقتصادية.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

- **التعويم المدار:** يسمى أيضا بالتعويم غير النظيف عندما تتدخل السلطات النقدية عن طريق البنك المركزي في سوق الصرف من خلال بيع وشراء العملات الأجنبية، وذلك من اجل التحكم في قوى الطلب والعرض للعملة وكذا تجنب التقلبات الحادة في القيم الخارجية لها.
- **التعويم الزاخف:** بمعنى تحريك سعر الصرف بوتيرة بطيئة تكاد تكون زاحفة.
- **التعويم من خلال اتفاق إقليمي:** يتحدد هذا النظام عندما تتفق مجموعة دول منطقة أو إقليم معين أو كتلة اقتصادية على سعر صرف معين يكاد يكون أقرب للثبات، إلا أنه يكون هناك نطاق يسمح للتداول فيه أي وجود حد أقصى وأدنى لتحركات أسعار الصرف.

الفرع الثاني: النظريات المفسرة لسعر الصرف

أولاً- نظرية تعادل القوة الشرائية: تشير هذه النظرية إلى أن سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها الداخلية مع قوتها الشرائية في سوق دولة أخرى وذلك بعد تحويلها إلى عملة هذه الأخيرة وفقاً لسعر الصرف الذي يحقق هذا التعادل (صادق، 1997).

مثال: لنفرض مثلاً لتر واحد من حليب كندا بسعره في الجزائر 100 دج وسعره في فرنسا 0.98 يورو وبالتالي وفقاً لنظرية تعادل القوة الشرائية فسعر صرف دينار يورو هو 102.041 دج / يورو أو 0.0098 يورو / دج. بمعنى أن إذا كان عندنا 0.98 يورو حولها إلى الدينار بسعر صرف 102.041 دج / يورو نستطيع شراء لتر من الحليب في الجزائر كما هو الحال في فرنسا.

وفقاً لهذه النظرية فالسلع والخدمات المتجانسة التي يتم الاتجار فيها ينبغي أن يكون لها نفس السعر في الدولتين بعد تحويل أسعارها إلى عملة مشتركة. وللنظرية صيغتان، الصيغة المطلقة والصيغة النسبية.

- **الصيغة المطلقة:** يكون التعبير عن النظرية وفقاً لهذه الصيغة كما يلي:

$$S = P/P^*$$

حيث: P : مستوى الأسعار المحلية

P* : مستوى الأسعار الأجنبية

S : سعر الصرف الفوري الذي يحدد قيمة العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية

فمثلاً إذا رجعنا لمثالنا السابق نجد سعر الصرف الفوري

$$S=100/0.98=102.041 \text{ DZD/€}$$

والسعر الغير مباشر يكون € /DZD $S=0.98/100=0.0098$

- **الصيغة النسبية:** تركز هذه الصيغة على التغيرات في الأسعار بدلاً من مستويات الأسعار

المطلقة فهذه الصيغة النسبية باعتبارها نظرية لسعر الصرف تربط بين تغيرات أسعار

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الصرف وبين الفروق في تغيرات الأسعار في الدول المختلفة. وباستخدام الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية يمكن اشتقاق الصيغة النسبية (دانيلز و فانيوز، 2010).

$$\Delta S\% = \Delta P\% - \Delta P^* \%$$

حيث يمثل $\Delta\%$ النسبة المئوية للتغير في مستوى الأسعار. وبذلك فإنه يمكن الحصول على مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عملة بلد ما من خلال الفرق بين معدلات التضخم في البلدين موضع الاهتمام. حيث تشير الدلائل إلى أن الصيغة النسبية تعمل بشكل أفضل من الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية، إلا أنها لا ازلت قاصرة عن تفسير التغيرات قصيرة الأجل في سعر الصرف في الاقتصاديات الكبرى كونها لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات المالية والأرصدة النقدية إلا أنها تعمل بشكل أفضل خلال الفترات التي تشهد معدلات تضخم مرتفعة، أين تكون تغيرات الأسعار هي المؤثر الرئيسي على قيمة عملة ما.

ثانيا- نظرية الأرصدة لميزان المدفوعات: يرجع الفضل في وضع أسس هذه النظرية إلى الاقتصادي جون مينارد كينز، والذي يعتبر أن سعر صرف العملة يتحدد عند المستوى الذي تتعادل فيه الكميات المطلوبة من العملات الأجنبية مع الكميات المعروضة منها وبذلك تشكل عجوزات وفوائض ميزان المدفوعات المعيار الأساسي لتقييم العملات المختلفة. (البيتي و الخشالي، 2007)

إذا تم تسجيل فائض في ميزان المدفوعات فهذا يعني زيادة في الطلب على العملة الوطنية نتيجة زيادة الصادرات وهذا من شأنه رفع القيمة الخارجية للعملة، وفي حالة تسجيل عجز في ميزان المدفوعات فهذا يعني ان هناك زيادة عرض العملة المحلية بسبب الزيادة في الواردات والذي من شأنه خفض القيمة الخارجية للعملة الوطنية. وبالتالي وفقا لهذه النظرية فإن رصيد ميزان المدفوعات هو العامل الحاسم في تحديد سعر صرف العملة الوطنية خاصة ارتفاعا وانخفاضا.

ثالثا- نظرية تعادل أسعار الفائدة: تركز فكرة هذه النظرية على منطلق استغلال فرصة الاختلاف في أسعار الفائدة دوليا لتعظيم الأرباح، حيث ان اذ كانت أسعار الفائدة محليا اقل من تلك المتاحة دوليا يعني في دول اجنبية فهذا يدفع المستثمرين الى توظيف أموالهم في الدول الأجنبية ذات سعر فائدة اعلى.

مثلا اذا فرضنا ان سعر صرف اليورو دينار جزائري هو 150 دينار/ يورو، وإذ كانت سعر الفائدة على الودائع بالدينار هو 2.5% وسعر الفائدة على الودائع بعملة اليورو هي 4%، بالنظر الى أسعار الفائدة فمن الطبيعي ان يتجه المستثمرين المحليين الى الخارج لتوظيف أموالهم، اي بيع العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية وتوظيف المبلغ الناتج من العملة الأجنبية بسعر فائدة اجنبي سيؤدي بطبيعة الحال للحصول على فائدة اعلى من الفائدة التي نحصل عليها محليا الا ان عند إعادة بيع المبلغ المتحصل عليه بالعملة الاجنبية بعد مدة سيخسر المستثمرون في سعر الصرف بسبب ارتفاع سعر العملة المحلية نتيجة زيادة الطلب عليها وبالتالي فحسب هذه النظرية فان الربح المحقق من التفاوت في سعر الفائدة سيتم خسارته في أسعار

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الصرف بسبب ارتفاع أسعار العملة المحلية. وبالتالي يمكننا صياغة هذه الفكرة كما يلي، عند توظيف مبلغ من المال M في السوق المحلي لمدة سنة مثلا، يحصل المستثمر في نهاية التوظيف على $M(1 + i_D)$ سيكون المبلغ مساويا للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال الى عملة اجنبية بسعر فوري وتوظيفها في الأسواق الأجنبية بمعدل الفائدة i_F وإعادة بيعها لأجل للحصول على المبلغ بالعملة المحلية ويمكن التعبير عن هذا وفقا للصيغة التالية:

$$M(1 + i_D) = \frac{M}{E_t} (1 + i_F) E_{t+1}$$

حيث يمثل i_D سعر الفائدة المحلي، i_F يمثل سعر الفائدة الأجنبي، E_t سعر الصرف في الفوري، E_{t+1} يمثل سعر الصرف لأجل معين مثلا بعد سنة.

$$E_{t+1} = \frac{M(1 + i_D)}{M(1 + i_F)} E_t$$

$$E_{t+1} = \frac{1+i_D}{1+i_F} E_t$$

وبالتالي بالرجوع للمثال السابق نجد سعر الصرف لأجل سبساوي

$$E_{t+1} = \frac{(1 + 0.025)}{(1 + 0.04)} 150 = 147.84$$

وبالتالي نلاحظ ارتفاع سعر الدينار مقابل اليورو، وفقا لهذه النظرية قمنا بتحديد سعر الصرف الدينار مقابل اليورو ب 147.84 دينار/ يورو.

لنفرض ان مستثمر له 5000000 دينار بنفس المعطيات السابقة، اذا قام بتوظيف هذا المبلغ محليا لمدة سنة سيحصل على $5000000(1+0.025)=5125000$ دج، واذا قام بتحويل المبلغ الى اليورو بالسعر الفوري 150 دج/يورو سيحصل على $150/5000000=33333.33$ يورو بتوظيف هذا المبلغ بسعر فائدة 4% نجد $33333.33(1+0.04)=34666.66$ يورو

وبالتالي باستخدام السعر لأجل 147.84 دينار/ يورو لتحويل قيمة الوديعة باليورو الى الدينار نجد $147.84*34666.66=5125119$ دينار وهذا يساوي تقريبا قيمة الوديعة بالدينار وبالتالي الربح من أسعار الفائدة العالية لوديعة اليورو تلاشى بفعل ارتفاع أسعار العملة المحلية. لو بقي سعر الصرف ثابت لبقى اثر الربح من أسعار الفائدة من الوديعة باليورو اذا قمنا بإعادة العملية وفقا لسعر الصرف 150 دينار/ يورو سنجد $150*34666.66=5199999$ دينار اكبر بكثير (75000 دينار) من 5125000 دينار، الا ان سعر الصرف الذي يرتفع الى 147.84 دينار / يورو نتيجة ارتفاع الطلب على العملة المحلية جعل الربح الناتج من أسعار الفائدة لا يظهر او يتلاشى.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على سعر الصرف

تحت نظام الصرف المرن او الموعوم يتأثر سعر الصرف بقوى العرض والطلب والتي تتأثر بدورها بعدة عوامل منها عوامل اقتصادية التي لها علاقة مباشرة بالأوضاع والسياسة الاقتصادية وعوامل فنية التي لا تتعلق بالاقتصاد.

أولاً- العوامل الفنية

تتمثل هذه العوامل في التي لا علاقة لها بالاقتصاد وانما تتعلق بالمعلومات التي تصل الى السوق، خبرة المتعاملين ووضعياتهم، بالإضافة الى التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى غير أسواق العملات.

- **اثر المعلومات التي تصل الى السوق:** ان المعلومات التي تصل الى السوق من اشاعات تقارير وتصريحات رسمية من قبل مسؤولين محليين او دوليين من شأنها التأثير على أسعار العملات، وعموما الاخبار او المعلومات السيئة لها اثر اكبر مقارنة بالمعلومات الجيدة، فمثلا اذ كان هناك توقعات عن تواصل تدهور الاقتصاد الأوروبي هذا يعني ان هناك توقع مواصلة انخفاض قيمة اليورو مقابل الدولار وبالتالي سيدخل المتعاملون في بيع اليورو الآن لإعادة شرائه بعد انخفاض قيمته فهذا السلوك سيؤدي حتما الى انخفاض عملة اليورو بسبب زيادة في عرض العملة والعكس عندما تصل اخبار الى المتعاملين بإمكانية ارتفاع سعر عملة ما في الأيام القادمة فهذا يؤدي الى المباشرة في عمليات الشراء لهذه العملة لإعادة بيعها بسعر اعلى في المستقبل هذا من شأنه خلق زيادة في الطلب على العملة وبالتالي يرتفع سعرها.
- **خبرة المتعاملين ووضعياتهم:** إن القدرة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة من طرفهم لتنفيذ عملياتهم والوضعيات التي يتخذونها تؤثر على اتجاه أسعار العملات، فمثلا إذا اخذ معظم المتعاملون في سوق الصرف وضعية قصيرة بيع العملة فورا وإعادة شرائها في المستقبل هذا يعني ان هناك زيادة في عرض العملة فورا والذي من شأنه خفض قيمة العملة، والعكس في حالة اخذ وضعية طويلة من قبل معظم المتعاملين في السوق فهذا يعني شراء الآن وبيع في المستقبل في هذه الحالة يزيد الطلب على العملة ويرتفع سعر صرف العملة.
- **التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى غير أسواق العملات:** إن ارتفاع المردود الذي يجنيه المستثمرون في السوق النقدي من عملة معينة يؤدي إلى زيادة أسعار صرف هذه العملات نتيجة زيادة الطلب عليها، كما أن ارتفاع أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة الأرباح الرأسمالية لهذه الأسهم وبالتالي زيادة الطلب على العملات لشراء هذه الأسهم ويؤدي إلى ارتفاع أسعار صرفها.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

ثانيا- **العوامل الأساسية:** نعني بالعوامل الأساسية تلك التي لها علاقة بالأوضاع والسياسات الاقتصادية المتبعة، مثل ناتج حساب العمليات المختلفة في ميزان المدفوعات، نشاط البنوك المركزية، الدورات الاقتصادية كساد او رخاء بالإضافة الى العوامل السياسية.

• **ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات:** يعد ميزان المدفوعات حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، كما سبق وأشرنا يعتبر رصيد مختلف حسابات ميزان المدفوعات من محددات سعر الصرف.

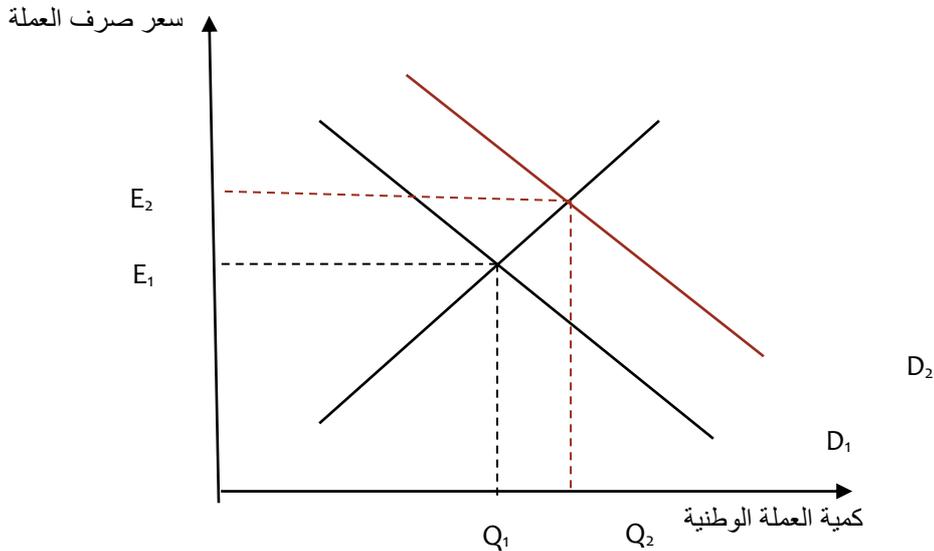
فمثلا في حالة كون رصيد العمليات الجارية فائض يعني الصادرات من السلع والخدمات أعلى من الواردات فهذا يدل على ان الطلب على العملة الوطنية اعلى من العرض ونتيجة لذلك ترتفع قيمة العملة الوطنية والعكس اذ كان رصيد العمليات الجارية في عجز فهذا يعني ان الواردات من السلع والخدمات اعلى من حجم الصادرات وبالتالي يكون المعروض النقدي للعملة الوطنية اعلى من الطلب عليها وهذا من شأنه خفض قيمة العملة الوطنية. بتعبير اخر عند تصدير بلد ما لسلع او خدمة، فإن قيمة هذه الصادرات تدفع عادة للمصدر بعملة أجنبية، وعند قيام المصدر ببيع تلك العملة مقابل العملة الوطنية، فهذا يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة عملة البلد المصدر، وفي حالة استلام المصدر لقيمة صادراته بعملة الوطنية، فحتى يحصل المستورد على العملة الوطنية للمصدر لا بد أن يبيع مقابلها عملة أجنبية، وهذا بدوره يزيد الطلب على العملة الوطنية مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها. ويحدث العكس تماما في حالة الاستيراد. أي انه كلما كان التصدير أكبر من الاستيراد كلما أدى ذلك إلى تحسين في ميزان المدفوعات لصالح الدول المصدرة وارتفاع قيمة عملتها وزيادة احتياطي الدولة من العملات الأجنبية. (شكري و عوض، 2004)

بالإضافة إلى رصيد الميزان التجاري، تلعب نفقات السياحة وعوائد الاستثمار وحوالات المغتربين دور في حركة أسعار الصرف، فمثلا قدوم السياح الأجانب الى بلد ما سيحتاجون الى عملة هذا البلد، وحتى يحصلوا عليها عليهم ببيع عملة أجنبية ليحصلوا على العملة الوطنية وهذا بدوره سيزيد الطلب على العملة الوطنية وسيرفع سعرها في أسواق العملات الأجنبية. وكذا عندما تتحقق أرباح في الخارج لأفراد يقيمون في بلد ما، ويرغبون بإدخال هذه الأرباح إلى بلدانهم فإن عليهم عرض العملة الأجنبية لشراء العملة الوطنية، وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب على عملتهم الوطنية ورفع سعرها في الأسواق العالمية. والحوالات كذلك تلعب دور في زيادة الطلب على العملة المحلية وبالتالي تؤثر أسعار الصرف الوطنية. يمكن تمثيل هذا بيانيا، وفقا لدالتي العرض (S) والطلب (D) على العملة المحلية.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

من الشكل نلاحظ ان سعر الصرف عملة ما يتحدد وفقا للعرض والطلب عليها، حيث يمثل سعر الصرف نقطة التقاء دالة العرض والطلب. ان الطلب على العملة الوطنية هو طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات والاستثمارات المحلية، حيث ينتج الطلب على العملة المحلية من المصدرين الذين يستلمون مستحقات التصدير بالعملة الأجنبية والمستثمرون الأجانب الذين يرغبون في الاستثمار محليا، فالمصدرون يبيعون مستحقاتهم من عملية التصدير بالعملة الأجنبية مقابل الحصول على العملة المحلية وكذا المستثمرون الأجانب يشترون العملة الوطنية مقابل بيع العملة الأجنبية. اما عرض العملة فينتج عن الاستيراد وكذا من المستثمرين المحليين الذين يرغبون في الاستثمار في الخارج في كلا الحالتين يتم عرض العملة الوطنية مقابل شراء العملة الأجنبية. اذا كان عرض العملة المحلية اكبر من الطلب عليها فستتخف قيمتها بالنسبة للعملة الأخرى والعكس اذا كان الطلب على العملة الوطنية اعلى من العرض فسترتفع قيمتها، بالإضافة الى هذا اذا ارتفع الطلب على العملة المحلية فسترتفع قيمتها كما هو مبين في الشكل اسفله (الشكل 02) عند ارتفاع الطلب من D_1 الى D_2 والعرض بقي ثابت ارتفع سعر الصرف من E_1 الى E_2 ، والعكس في حالة ارتفاع العرض او انخفاض الطلب على العملة فسيؤدي الى انخفاض قيمة العملة.

الشكل 02: أثر زيادة الطلب على العملة على سعر صرفها



المصدر: من اعداد الباحثة

- **كمية النقود وأسعار الفائدة:** ان زيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد اي زيادة التيار النقدي من شأنه الزيادة في الطلب مما يؤدي الى ارتفاع حجم الواردات وانخفاض حجم الصادرات ويقابل ذلك زيادة في الطلب على العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية مما ينجم عنه انخفاض سعر صرف العملة الوطنية. بالإضافة الى هذا تلعب أسعار الفائدة دورا مهما في حركة أسعار الصرف حيث يعتبر الاقتصاديون أن التقلبات قصيرة الأجل في أسعار صرف العملات مرتبط بشكل كبير بسعر

الفصل الثالث: اسعار الصرف

فانقتها، ذلك أن ارتفاع سعر الفائدة سيدفع العملة للارتفاع بسبب زيادة الطلب عليها، وان انخفاض سعر الفائدة سيدفع سعر العملة للانخفاض بسبب زيادة عرضها (كما سبق وأشرنا اليه في نظرية تعادل أسعار الفائدة).

● **حالة الكساد:** في حالة الكساد تلجأ الدول الى تخفيض في عملاتها لإعطاء صادراتها القدرة التنافسية في الأسواق العالمية.

● **السياسة المالية والنقدية:** للسياسة المالية دور في حركة أسعار الصرف، فمثلا يستخدم البنك المركزي عدة أدوات بهدف التأثير على العرض النقدي والذي بدوره يؤثر على سعر العملة، حيث يمكن للبنك المركزي ان يرفع نسبة الاحتياط النقدي والذي يمثل نسبة ودائع البنوك التجارية التي يجب الاحتفاظ بها كنفود سائلة او كاحتياطي لدى البنك المركزي. حيث اذا تم رفع نسبة الاحتياطي فان هذه يؤدي الى خفض من قدرة البنوك التجارية على منح القروض مما يؤدي إلى انخفاض عرض النقود وبالتالي انخفاض التيار النقدي في السوق الذي يؤدي الى الانخفاض في الاستهلاك وبالتالي انخفاض في الواردات مما يعني نقص الطلب على العملة الأجنبية وبالتالي انخفاض قيمتها أمام العملة الوطنية تلجأ البنوك المركزية لزيادة نسبة الاحتياطي للحد من نسبة التضخم ويحدث العكس تماما في حالة تخفيض نسبة الاحتياطي (يوسف حسن، 2004) . اما بالنسبة للسياسة المالية فالدولة قد تتبع سياسة توسعية او انكماشية كلا منهما لها تأثيرها الخاص على حركة أسعار الصرف وهذا عن طريق تأثيرها على الدخل والطلب الكلي، فعند انتهاج الدولة لسياسة توسعية سوف يزيد من الطلب الكلي بما في ذلك الطلب على الواردات، وهذا يؤدي الى الزيادة في عرض العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية وبالتالي ينخفض سعر صرف العملة المحلية. وفي حالة اتباع الدولة لسياسة انكماشية - الغاء التغطيات والمساعدات المالية والاعفاءات الضريبية- فهذا يؤدي الى خفض معدل الدخول وبالتالي انخفاض في الطلب الكلي الذي يؤدي بدوره الى انخفاض في الواردات وإمكانية ارتفاع الصادرات -تصدير الفائض من السلع المحلية- هذا من شأنه زيادة الطلب على العملة او نقص عرضها الامر الذي يؤدي الى ارتفاع سعر العملة المحلية.

المبحث الثاني: مفهوم سوق الصرف الأجنبي والعمليات الأساسية فيه

سوق الصرف الأجنبي هو عبارة عن سوق لتداول العملات حيث يشمل جميع جوانب شراء وبيع وتبادل العملات بالأسعار الحالية أو المحددة ويعتبر من اكبر أسواق العالم من حيث حجم التداول، ويتدخل في هذا السوق عدة اطراف والمشاركون الرئيسيون فيه هم البنوك الدولية ويتم فيه تداول العملات على شكل أزواج، يعني بيع عملة في الزوج فهو تلقائيا يعتبر شراء العملة الأخرى من الزوج وبالتالي فالسوق لا يحدد قيمة مطلقة للعملات وانما تتغير الأسعار وفقا لحجم العرض والطلب عليها. هناك عدة أغراض

الفصل الثالث: اسعار الصرف

للتداول في سوق الفوركس تختلف باختلاف طبيعة المشاركين فيه، فهناك من يدخل بهدف المضاربة او المراجحة لتحقيق الأرباح وهناك من يدخل بهدف التغطية من مخاطر الصرف. يساعد سوق الصرف الأجنبي التجارة الدولية والاستثمارات من خلال تمكين تحويل العملات. على سبيل المثال يسمح لشركة كندية باستيراد سلع من فرنسا ودفع اليورو على الرغم من أن دخلها بدولارات كندية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الصرف الأجنبي

سوق الصرف الأجنبي هو أحد الأسواق المالية الأصلية التي تم تشكيلها لشراء وبيع العملات وتبادلها ولتسهيل عمليات التسوية والاستثمارات التجارية. يتكون هيكل سوق الصرف الأجنبي من البنوك المركزية والبنوك التجارية والوسطاء والمصدرين والمستوردين والمستثمرين والسياح.

الفرع الأول: تعريف سوق الصرف الأجنبي وخصائصه

أولاً- تعريف سوق الصرف الأجنبي: هو سوق عالمي لامركزي – ليس له مكان محدد- لتداول العملات، يحدد هذا السوق سعر صرف العملات الأجنبية. ويشمل جميع جوانب شراء وبيع وتبادل العملات بالأسعار الحالية أو المحددة. كما يمكن تعريفه على انه سوق دولية يتم من خلالها تبادل العملات فيما بينها، وهو سوق ليس له موقع جغرافي محدد، حيث يتم التبادل فيه عبر وسائل الاتصال الالكترونية على مستوى العالم وتسمى بمنصات التداول، ويستمر التبادل على مدى أربع وعشرين ساعة في اليوم، فعندما تكون سوق لندن مغلقة مثلاً فإن سوق طوكيو أو سنغافورة تكون مفتوحة وهكذا.

ثانياً- خصائص سوق الصرف الأجنبية: هناك بعض العوامل الرئيسية التي تميز سوق الصرف.

(Akhilesh, 2020)

- هناك عدد أقل من القواعد مما يعني أن المستثمرين لا يلتزمون بالمعايير أو اللوائح الصارمة الموجودة في الأسواق الأخرى.
- لا توجد غرف مقاصة ولا هيئات مركزية تشرف على سوق الأجنبي.
- لن يضطر معظم المستثمرين إلى دفع الرسوم والعمولات التقليدية التي تدفعها في سوق آخر.
- نظرًا لأن السوق مفتوح على مدار أربع وعشرين ساعة في اليوم فإنه يمكن التداول في أي وقت من اليوم. ونظرًا لكون سوق الصرف الأجنبي ليس له موقع محدد وإنما منصات تداول على الانترنت فأى شخص يمكنه الوصول اليه والتداول فيه.

الفرع الثاني: التعامل في سوق الصرف الأجنبي وأنواع المعاملات

أولاً- كيفية التعامل في سوق الصرف: يتم دائمًا تداول العملات في أزواج وبالتالي فإن قيمة إحدى العملات في هذا الزوج مرتبطة بقيمة الآخر. تعتمد قيمة عملة البلد على ما إذا كانت تعويم حر او تعويم ثابت، حيث تشمل العملات العائمة الحرة الدولار الأمريكي والين الياباني والجنيه البريطاني في حين تشمل أمثلة العملات العائمة الثابتة اليوان الصيني والروبية الهندية. تتمثل إحدى الميزات الفريدة لسوق

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الفوركس في أنها تتكون من شبكة عالمية من المراكز المالية التي تتعامل على مدار 24 ساعة في اليوم. أزواج التداول الأكثر سيولة هي بترتيب تنازلي للسيولة

EUR / USD و USD/JPY و GBP/USD

يورو/ دولار امريكي، دولار أمريكي / ين ياباني، جنيه استرليني / دولار أمريكي

وكل زوج له سعر بيع وسعر الشراء، نشترى بسعر الطلب الذي يمثل Ask price ونبيع بسعر العرض الذي يمثل Bid price، كما سبق وان شرحنا في عنصر بيع وشراء العملات ان العملة الأولى في الزوج تمثل عملة الأساس والثانية تمثل عملة التسعير فمثلا في زوج GBP/USD تمثل GBP عملة الأساس وUSD تمثل عملة التسعير، فمثلا إذا كان GBP/USD الشراء تساوي 1.3468 والبيع يساوي 1.3471 فهذا يعني لشراء الجنيه الإسترليني (GBP) ادفع 1.3471 دولار امريكي (USD) وعند بيع الجنيه الإسترليني (GBP) اتحصل على 1.3468 دولار. اي متعامل يمكنه الدخول لشراء وبيع العملات التي يرغب التعامل بها، وتخضع معاملات الفوركس لشرط الرافعة المالية، الرافعة التي هي عبارة عن قرض يمنحه وسيط التداول للمستثمر، والذي يسمح لهذا الأخير في زيادة حجم تداولاته، مما قد يترجم إلى زيادة الربحية كما قد ينجم عنه تضخم الخسائر. على سبيل المثال، يمكن للمستثمرين الذين لديهم حساب بسوق فوركس بقيمة 1000 دولار تداول عملة بقيمة 100000 دولار بهامش 1%. يشار إلى هذا على أنه يحتوي على رافعة مالية بنسبة 1:100 سوف يعتمد ربحهم أو خسارتهم على المبلغ الافتراضي البالغ 100000 دولار.

ثانيا- أنواع معاملات الصرف في سوق الصرف: يوجد نوعان من أسواق الصرف الأجنبي هما السوق الآني او الفوري والسوق الآجل.

● **السوق الفوري:** نعني بالسوق الفوري السوق الذي تتم فيه عمليات التداول بالسعر الفوري اي الشراء والبيع يتم طبقا لسعر فوري والذي ينص على دفع واستلام الصرف الأجنبي خلال يومي عمل. المعاملة الفورية هي عندما يقوم البائع والمشتري بعمليات مختلفة بتسوية مدفوعاتهم في غضون يومين من الصفقة، إنها أسرع طريقة لتبادل العملات، وتعد العمليات الآنية هي الأكثر أهمية في سوق الصرف وتستحوذ على الاهتمام الأكبر، لأن تحركاتها مستمرة، فضلا عن أهميتها الكبيرة في إجمالي التعاملات وتعد أسعار العمليات الآنية هي الأسعار الأساسية التي تحسب على أساسها المعاملات الآجلة.

● **السوق الآجل:** هو السوق الذي تتم فيه صفقات بيع وشراء عملات معينة والتسليم يكون مستقبلا (مثلا شهر، شهرين، ثلاثة اشهر) والعمليات التي تقل عن ستة اشهر هي الأكثر تداولاً. أدى الانتشار الواسع لأسعار الصرف العائمة الى تطور أسواق الصرف الآجل وهذا بهدف التحوط من مخاطر الصرف في المعاملات الدولية. الأسعار الآجلة لتبادل عملتين تتحدد بالاعتماد على الفرق

الفصل الثالث: اسعار الصرف

بين أسعار الفائدة السائدة على الودائع بالعملتين محل التبادل، في الأجل إذا كانت الأسعار المعلنة اقل من الأسعار الآجلة المتفق عليها فالفرق يسمى علاوة، اما اذا كانت الأسعار المعلنة عند اجل الاستحقاق اعلى من الأسعار الآجلة المتفق عليها السائدة في هذه الحالة يسمى الفرق خصما. فمثلا اذا قامت شركة يابانية بتصدير منتجات الكترونية الى الولايات المتحدة الامريكية وتحصل على مستحقاتها بعد ثلاث اشهر فاذا كان سعر الصرف الفوري هو 111.43 ين/دولار، يمكن للشركة ان تنتظر دون القيام بأي تصرف واذا كانت متخوفة من انخفاض سعر صرف الدولار وبالتالي يمكن للشركة ان تدخل في عقد آجل بسعر الصرف الآجل هو 111.50 ين/دولار لبيع الدولار، وفي الاجل اذا تحقق سعر صرف اقل 111.31 ين/دولار فنقول ان الشركة حققت ربح فبدلا ما تبيع الدولار ب 111.31 ين/دولار فتبيعه بالسعر المتفق علي في العقد الآجل ب 111.50 ين/دولار وتحقق ربح 0.19 ين/دولار، والعكس اذا تحقق سعر صرف اعلى 111.75 ين/دولار فنقول ان الشركة تحملت خسارة بدل ما تبيع ب 111.75 ين/دولار تبيع وفقا للعقد ب 111.50 ين/دولار. كما يتحدد السعر الآجل بتفاعل الطلب الآجل مع العرض الآجل من العملات الأجنبية نتيجة عمليات التغطية والمضاربة والمراجعة.

المطلب الثاني: العمليات الأساسية في سوق الصرف الأجنبي

سوق الصرف كغيره من الأسواق يعتبر مكان لإجراء عمليات البيع والشراء، الا ان سوق الصرف ليس له مكان محدد وانما يعتبر منصات تداول عبر شبكات الانترنت، ويدخل في هذه المنصات المتداولون من بنوك مركزية وتجارية، السماسرة بالإضافة الى الشركات المصدرة والمستوردة السياح والمستثمرين، وكل متعامل في هذا السوق له هدف في التعامل اما لتحقيق الأرباح، للتغطية من مخاطر الصرف او لتسهيل عملياته التجارية.

الفرع الأول: المتعاملون في سوق الصرف الاجنبي

أولا-البنوك المركزية: تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي بهدف التأثير على سعر الصرف المستهدف والمحافظة على استقراره وذلك من خلال التأثير على العرض والطلب لبعض العملات عن طريق بيع وشراء هذه العملات، وبالتالي يمكن القول ان البنوك المركزية تلعب دور المنظم لسوق الصرف للحفاظ على الصرف في حدود معينة، من خلال مسار شراء أو بيع العملات حسب الاتجاه الذي تريده لأسعار الصرف.

ثانيا-البنوك التجارية والمؤسسات المالية: تعتبر البنوك التجارية من أهم العملاء الفاعلون في سوق الصرف حيث انها تساهم في عمليات الصرف الأجنبي سواء لحسابها الخاص او لحساب عملائها،

الفصل الثالث: اسعار الصرف

بالإضافة الى المؤسسات المالية غير المصرفية التي تتعامل بمبالغ ضخمة مثل شركات التأمين، الشركات العالمية.

ثالثا- السماسرة: يعتبر السماسرة وسطاء في عمليات الصرف بين الأطراف البائعة والمشتريية للصرف الأجنبي، حيث ان دورهم مبني على خبرتهم ومعرفتهم بظروف السوق وحجم المخاطر التي تنجم عن عمليات الصرف. يقوم السماسرة بتجميع ومقابلة أوامر البيع والشراء للعملاء لصالح بنوك أو متعاملين آخرين، كما يقومون بضمان الاتصال بين البنوك واعطاء التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء.

رابعا- المستخدمين التقليديين: يتمثل هذا النوع في الفاعلون لحسابهم الخاص نذكر منهم المستوردين والمصدرين والسياح والمستثمرين الذين يتبادلون العملة المحلية بالعملة الأجنبية بغية تسوية معاملاتهم الدولية، بالإضافة إلى المضاربيين الذين يدخلون في وضعيات قصيرة او طويلة بهدف تحقيق أرباح من حركة الأسعار وفقا لتوقعاتهم في الأجل القصير.

الفرع الثاني: وظائف سوق الصرف الأجنبي

أولا- تسوية المدفوعات الدولية: يسهل سوق الصرف الأجنبي تسوية المدفوعات الدولية الناجمة عن المعاملات التجارية من استيراد وتصدير، والاستثمارات وحركة السياح.

ثانيا- تحديد أسعار الصرف للعملة المختلفة: يساهم سوق الصرف في تحديد أسعار العملات الأجنبية من خلال تلاقي قوى العرض والطلب فيه وبالتالي يعتبر كمصدر معلومات حول أسعار الصرف للعملات المتداولة فيه.

ثالثا- التغطية: يسمى أيضا بالتحوط، تتمثل في استراتيجية التحوط والحماية من مخاطر التحوط غير الموازية في سعر زوج العملات، في الفوركس تستعمل العقود المستقبلية لإجراء معاملات التحوط.

مثال، نفرض ان مستورد امريكي بحاجة 12000000 ين ياباني بعد ثلاث أشهر للقيام بدفع مستحقات واراداته، علما ان سعر صرف الدولار/ الين هو 111.5 ين/دولار إلا ان هذا السعر مرجح للارتفاع او الانخفاض وبالتالي المستورد لا يريد تحمل الخسارة الناتجة عن الحركة غير المرغوبة في سعر الصرف،

وبالتالي يمكن للمستورد اللجوء لعملية التغطية في سوق الصرف عن طريق الدخول في عقد مستقبلي لشراء 12000000 ين ياباني بسعر 111.70 ين/دولار (اي يحصل على 111.70 ين مقابل كل دولار يدفعه). كما ذكرنا سابقا ان التعامل في الفوركس يحتاج لهامش مبدئي يدفعه المتعاملون للدخول في

الصفقة والذي يحدد بالرافعة المالية فمثلا لبيع او شراء زوج الدولار/الين الهامش يحدد ب 4:100 اي 4% وبالتالي لشراء 12000000 ين او لبيع (111.70*12000000)= 107430.62 دولار يجب ان يكون

في حساب العميل مبلغ $0.04 * 107430.62 = 4297.22$ دولار، وبالدخول في مثل هذا العقد يكون هناك إعادة تقييم يومي للصفقة اذا تحقق ربح يتحصل عليه المستورد وإذ كانت خسارة يدفع المستورد قيمة

الفصل الثالث: اسعار الصرف

الخسارة وهذا دائما بالمقارنة مع هامش آخر الذي يسمى هامش الصيانة الذي يمثل 80% من الهامش المبدئي ($3437.78 = 4297.22 * 0.8$)، فمثلا بعد يومين من العقد ارتفع سعر الدولار مقابل الين الى 111.80 ين/دولار اي ان العميل خسر 0.1 ين/دولار وبالتالي الخسارة الكلية تكون 96 دولار لأنه بدل ما يدفع 107334.62 دولار للحصول على 12000000 ين دفع 107430.62 دولار، لو خصم قيمة الخسارة من الهامش المبدئي نجد انه انخفض الى 4201.22 اكبر من هامش الصيانة وبالتالي فغرفة المقاصة لا تقوم بالاتصال بالعميل لدفع الخسارة، تتصل به في حالة انخفاض الهامش المبدئي تحت هامش الصيانة، واذا انخفض سعر صرف الدولار الى 111.45 ين/دولار هنا العميل ربح 0.25 ين على كل دولار وبالتالي الربح الإجمالي يكون 368 دولار لان بدل ما يدفع 107671.60 سيدفع 107430.62 دولار، وهكذا يتم إعادة تقييم العملية يوميا فإذا تحقق ربح يدفع للعميل واذا تحققت خسارة خفضت قيمة الهامش المبدئي تحت هامش الصيانة فيجب على المستورد ان يدفع الخسارة لإعادة الهامش المبدئي الى قيمته الاصلية. بالإضافة الى كل هذا في الأجل مهما انخفضت أسعار الدولار مقابل الين فالمستورد يمكنه شراء الين بسعر 111.70 ين/دولار

رابعا- عمليات المراجعة: تسمى أيضا بالموازنة او التحكيم، تتمثل المراجعة في الاستفادة من فروقات الأسعار بين مراكز مالية مختلفة وفي نفس اللحظة.

مثال: مستثمر يملك مليون يورو وكان سعر صرف اليورو دولار بيعا وشراء في مركزين ماليين – بورصة فرانكفورت وبورصة نيويورك- مختلف، هنا اليورو هو عملة الأساس.

سعر البيع	سعر الشراء	€/ \$
1.2051	1.2047	بورصة فرانكفورت
1.2062	1.2056	بورصة نيويورك

من الجدول نلاحظ ان سعر البيع والشراء لليورو مقابل الدولار مختلف في بورصتي فرانكفورت وبورصة نيويورك، وبالتالي المستثمر يمكنه تحقيق الربح من هذا الفرق وهذه باتباع الخطوات التالية أولا-يقوم المستثمر ببيع اليورو في بورصة نيويورك بسعر 1.2056 اي يحصل على 1.2056 دولار مقابل كل أورو يبيعه وبالتالي يحصل على 1205600 دولار.

ثانيا- يعيد شراء اليورو في بورصة فرانكفورت بسعر 1.2051 اي يدفع 1.2051 دولار للحصول على كل يورو وبالتالي مقابل 1205600 دولار يحصل على $1000441.9 = 1205600 / 1.2051$ يورو. وبالتالي يكون المستثمر قد باع مليون أورو وتحصل على 1000441.9 يورو ويكون قد حقق ربح 441.9 يورو.

الفصل الثالث: اسعار الصرف

باستمرار عملية التحكيم بيع العملة اين مرتفع سعرها وإعادة شراءها اين سعرها منخفض، هذا سيؤدي إلى الزيادة في عرض هذه العملة في السوق ذات السعر المرتفع ما يجعل السعر ينخفض تدريجيا حتى يتساوى سعر صرفها في السوقين، وبذلك تعمل المراجعة على تكامل الأسواق وتقارب الأسعار فيها (اي توحيد الأسعار)، وعملية الموازنة خالية من المخاطر لأنها عملية بيع وشراء عملة في ظرف قصير جدا يقدر بالثواني او بضع دقائق. أدى التطور في وسائل الاتصال ووقوف المتعاملين جميعهم في آن واحد على مختلف التطورات السعرية إلى تضيق فرص تحقيق الأرباح.

خامسا- المضاربة: يقصد بالمضاربة اخذ او الاحتفاظ بمركز مفتوح قصير او طويل وفقا للتوقعات وتخمينات المضاربين، حيث تتمثل في الاستفادة من الفرق بين سعر العقود المستقبلية يوم التعاقد وسعرها يوم الاستحقاق، عملية المضاربة محفوفة بالمخاطر لأنها مبنية على توقعات يمكن ان تتحقق كما يمكن ان لا تتحقق. ويمكن التمييز بين نوعين من المضاربين في سوق الصرف الأجنبي

● **مضارب الصعود:** وهو الذي يتوقع ارتفاع سعر صرف العملة في المستقبل فيدخل مشتريا لها متخذا بذلك مركزا طويلا، ويعيد بيعها في المستقبل عند تحقق توقعاته.

● **مضارب الهبوط:** وهو الذي يتوقع انخفاض سعر صرف العملة في المستقبل فيدخل بائعا لها متخذا بذلك مركزا قصيرا ويعيد شراءها في المستقبل عند تحقق توقعاته.

مثال: اذ كان سعر صرف الدولار مقابل اليورو هو 1.2053 دولار/ يورو وتوقع مستثمر ما ان قيمة اليورو سترتفع بعد ثلاث أشهر الى 1.2058 دولار/ يورو، يقوم المستثمر بفتح وضعية طويلة يدخل في عقد مستقبلي لشراء مليون يورو لأجل 3 أشهر بسعر 1.2053 دولار/ يورو ويدفع 1205300 دولار، ثم عند تحقق توقعاته ارتفاع سعر اليورو الى 1.2058 دولار/ يورو يقوم بغلق الوضعية عن طريق اخذ الوضعية العكسية اي يبيع المليون يورو الذي اشتراه قبل ثلاث اشهر ويتحصل على $1205800 = 1.2058 * 1000000$ دولار، اي ان المستثمر اشترى المليون يورو ب 1205300 دولار وباعه ب 1205800 دولار ويكون قد حقق ربح $500 = 1205800 - 1205300$ دولار. في المضاربة ليس بالضرورة امتلاك الأصل او الشراء او البيع الفعلي للأصل وانما عبارة عن وضعيات (طويلة وقصيرة على عقود الأسعار المستقبلية للأصول) يتم اتخاذها من طرف المتداولون مقابل دفعهم لهامش الذي يمثل نسبة من قيمة الصفقة، وعند تحقق توقعاتهم بشأن أسعار الأصول محل العقد المستقبلي يتخذون وضعية عكسية ويدفع له الفارق في السعر في حسابه بالإضافة الى الارباح اليومية المكتسبة من إعادة تقييم الصفقة يوميا. كما في مثال اعلا ليس على المستثمر الشراء فعلا ل 1000000 يورو وانما يدخل في مركز طويل لشراء 1000000 يورو بسعر 1.2053 دولار/ يورو فقط ما عليه دفعه هو الهامش فقط الذي يمثل 3% من قيمة الصفقة.

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

في هذا الفصل سنتطرق الى:

✓ ماهية مخاطر الصرف

✓ تقنيات التغطية من مخاطر الصرف

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

ان التقلبات في أسعار صرف العملات يمكن أن تؤدي إلى مخاطر اقتصادية كبيرة، على المستوى الكلي وكذا الجزئي، فعلى المستوى الكلي يمكن ان تسبب التضخم وعلى المستوى الجزئي فتسبب ضياع مكاسب إلى درجة قد تؤثر على بقاء المؤسسة واستمرارها. فخطر الصرف يمثل كل الأخطار المرتبطة بعمليات التجارة الخارجية والاقتراض بالعملية الأجنبية وهي مخاطر تواجه المؤسسة ذات النشاط على المستوى الدولي. هناك العديد من الطرق التي يمكن اتباعها لتجنب او للتخفيف من حدة هذه المخاطر فمنها التي تكون مع طرف خارجي تسمى بتقنيات التغطية الخارجية وأخرى تكون داخلية اي العميل يستعمل تقنيات مناسبة لوضعه وبدون اللجوء الى طرف خارجي وتسمى بتقنيات التغطية الداخلية.

المبحث الأول: ماهية مخاطر الصرف

ان المعاملات الدولية تتطلب استعمال عملات مختلفة في التسوية ومعدل تبادل العملات فيما بينها يتغير باستمرار، فالمتعاملون دائما معرضون لإمكانية تحرك أسعار الصرف في الاتجاه غير المرغوب، وهذا ما نسميه مخاطر الصرف والتي تكون في اشكال مختلفة.

المطلب الأول: مفهوم خطر الصرف

ان عملية تسوية المستحقات محفوفة بالمخاطر لكلا طرفي العقد، وهذه المخاطر تصنف وفقا لسبب حدوثها، الا انها تنفق في مفهومها على انها الخسائر التي تمس أحد أطراف العقد أثناء تسوية معاملة مالية او تجارية دولية.

الفرع الأول: تعريف خطر الصرف

يمكن تعريف خطر الصرف على انه: الخسائر المحتملة التي من الممكن أن تمس عوائد المؤسسة المقومة بالعملية الأجنبية بفعل تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (آيت بارة و صاري، 2014). كما يمكن تعريفه انه الخطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات أجنبية مقابل العملة الوطنية (بوعتروس، 2009). مخاطر سعر الصرف تتمثل أيضا في تحقق خسائر نتيجة للتغيرات في أسعار الصرف، وتحدث التباينات في المكاسب بسبب ربط الإيرادات والنفقات بأسعار صرف بواسطة مؤشرات أو بربط قيم الأصول والخصوم ذات العملات الأجنبية وبصيغة أخرى تمثل المخاطر الناتجة عن التعامل بعملات أجنبية وحدث تذبذب في أسعار العملات (بلعجوز، 2005). تشير مخاطر الصرف الأجنبي إلى الخسائر التي قد تتكبدها معاملة مالية دولية بسبب تقلبات أسعار العملات. تُعرف أيضًا باسم مخاطر العملة ومخاطر العملات الأجنبية ومخاطر أسعار الصرف، وهي تصف احتمالية انخفاض قيمة الاستثمار والصفقات بسبب التغيرات في القيمة النسبية للعملات المعنية (AKHILESH , 2020).

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

الفرع الثاني: طبيعة خطر سعر الصرف

يتأثر النظام المالي لأي مؤسسة أو مستثمر بتقلبات العملات الأجنبية مقارنة بالعملة الوطنية إذ نجد أن بعض عناصر ميزانية المؤسسة تكون مصدرا لخطر سعر الصرف، إذ مثلا تمثل الودائع الموظفة في البنوك بالعملة الأجنبية مصدر خطر للمؤسسة في حالة انخفاض قيمة عملة الوديعة، نفس الشيء للمستحقات عندما تقوم المؤسسة بعملية التصدير ويكون تحصيل المستحقات في تاريخ لاحق، فإن القيمة الحقيقية لهذه المستحقات بالعملة الوطنية يمكن أن تنخفض، نفس الشيء بالنسبة للديون أو المدفوعات المستحقة مقابل الواردات المقدر بالعملة الأجنبية فإذا تم الاتفاق على دفعها في تاريخ مستقبلي فإن زيادة سعر الصرف عملة التسديد سيؤدي إلى زيادة أعباء المؤسسة بالعملة الوطنية، كما أن المخزون قد يكون مصدر لخطر الصرف إذا كان سعره محدد بالعملة الأجنبية كالبنترول مثلا فأى تذبذب في سعر العملة الأجنبية يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمخزون.

الفرع الثالث: قياس خطر سعر الصرف

تشير مخاطر العملة، أو مخاطر أسعار الصرف، إلى الخطر الذي يواجهه المستثمرون أو الشركات التي تعمل في بلدان أو تتعامل مع بلدان مختلفة، فيما يتعلق بالمكاسب أو الخسائر غير المتوقعة بسبب التغيرات في قيمة إحدى العملات بالنسبة لعملة أخرى. إن قياس خطر سعر الصرف مقترن بطبيعة التعامل الذي تقوم به المؤسسة، فهو يختلف حسب ما إذا كانت العملية تجارية أو مجموعة من عمليات مختلفة في تدفقات مختلفة بين المؤسسة وفروعها، حيث يستلزم الأمر بالنسبة للمؤسسة معرفة تقييم مركز صرفها. يساوي مركز الصرف الإجمالي للمؤسسة إلى رصيد الحقوق (أو الموجودات) والالتزامات (أو الديون) بالعملة الصعبة لهذه المؤسسة. نقول عن مركز صرف انه مغلق عندما يكون الرصيد معدوم، على خلاف ذلك يكون المركز مفتوح إما طويل إذا تجاوزت الموجودات الالتزامات أو قصير إذا كانت الموجودات أقل من الالتزامات. (آيت بارة و صاري، 2014) فيما يلي الأدوات الأكثر شيوعا لقياس مخاطر العملات الأجنبية:

أولا- القيمة المعرضة للخطر - Value at Risk (VaR) وهو تقدير للمبلغ الذي قد تخسره أو تربحه في ظل ظروف سوق العملات العادية خلال فترة محددة، حيث تقيس التغيير العام في القيمة خلال فترة محددة ضمن درجة معينة من الثقة. بتعبير آخر القيمة المعرضة للخطر (VaR) هي إحصائية تقيس مستوى المخاطر المالية داخل شركة أو محفظة أو مركز خلال إطار زمني محدد. تحدد نمذجة القيمة المعرضة للمخاطر احتمالية الخسارة في الكيان الذي يتم تقييمه واحتمال حدوث الخسارة المحددة وهذا من خلال تقييم مقدار الخسارة المحتملة، واحتمالية حدوث هذه المقدار من الخسارة، والإطار الزمني.

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

مثال: - قد تحدد شركة مالية أن أحد الأصول لديه نسبة 3% من القيمة المعرضة للمخاطر لشهر واحد بنسبة 2%، وهو ما يمثل فرصة بنسبة 3% لانخفاض قيمة الأصل بنسبة 2% خلال الإطار الزمني يمثل شهر واحد.

- قد يقرر مدير المخاطر أن الشركة لديها نسبة 5% قيمة سنة واحدة لانخفاض قيمة أصولها ب 10 مليون دولار. تشير هذه القيمة إلى أن هناك فرصة بنسبة 5% أن تخسر الشركة أكثر من 10 ملايين دولار في السنة. بالنظر إلى فاصل الثقة 95%، يجب ألا يتجاوز الحد الأقصى للخسارة 10 ملايين دولار على مدار عام واحد.

ثانيا- التدفقات النقدية المعرضة للخطر - Cash-Flow at Risk (CFaR) كيف يمكن أن يتغير التدفق النقدي المستقبلي خلال فترة محددة نتيجة لتقلبات سوق العملات الأجنبية. التدفق النقدي المعرض للخطر (CFaR) هو مفهوم يحدد درجة تعرض الذمم الدائنة والمدينة المستقبلية للشركة للتغيرات المحتملة في الأسواق. يعد CFaR عنصرا مركزيا لتطوير تقييم مخاطر الأعمال لأنه يساعد فريق الإدارة على تحديد وقياس ديناميكيات المخاطر التي تؤثر على الشركة وكذلك توقع سيناريوهات الإجهاد المختلفة التي قد تؤثر على نشاط الشركة أو هوامش ربحها. قد تنتوع أسباب هذه المخاطر اعتمادا على نموذج العمل. تعتبر أسعار النفط والسلع، وأسعار الفائدة أو تقلبات العملات الأجنبية، من أكثر مصادر المخاطرة شيوعاً للشركات على الرغم من أنها ليست الوحيدة.

مثال: - يمكن لشركة تصدير أوروبية تباع منتجات في سوق الولايات المتحدة أن تتوقع إيرادات بقيمة 10000000 يورو من مبيعاتها في الولايات المتحدة. نظرا لأن هذه المبيعات تتم بالدولار الأمريكي، فإن سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي يعد مصدرا للمخاطر بالنسبة لهذه العملية، حيث إن أي انخفاض في قيمة الدولار سيكون له تأثير سلبي على إيرادات الشركة. من أجل تحديد إستراتيجية إدارة مخاطر العملات الأجنبية الخاصة بهم، تقوم الشركة بوضع نموذج يحدد احتمال 30% أن ينخفض الدولار الأمريكي بين 5 و10% مقابل اليورو خلال الأشهر الثلاثة المقبلة. في هذه الحالة، يبلغ التدفق النقدي المعرض للخطر للشركة أو CFaR 1000000 يورو. هذا يعني أن هناك احتمالية بنسبة 70% أن ينخفض التدفق النقدي خلال الـ 3 أشهر القادمة بأقل من مليون دولار، أو يوجد احتمال 30% أنه سينخفض ب مليون دولار خلال الثلاث أشهر القادمة.

ثالثا- الأرباح المعرضة للخطر - (EaR) إلى أي مدى يمكن أن تتغير إيرادات المؤسسة خلال فترة محددة بناء على أرقام الأرباح السابقة. كلما طالت الفترة الزمنية، زادت مخاطر الصرف الأجنبي. تستحق هذه الحسابات النظر إذا كانت نسبة كبيرة من أعمال المؤسسة تعتمد على الواردات أو الصادرات أو الاستثمارات الأجنبية.

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

المطلب الثاني: أنواع مخاطر الصرف

أحد المخاطر المرتبطة بالتجارة الخارجية والاستثمارات الأجنبية هو عدم اليقين بشأن أسعار الصرف المستقبلية، يمكن أن تتغير القيم النسبية للعملتين بين وقت إبرام الصفقة ووقت استلام المدفوعات. يرغب المصدرون والمستثمرون في التخفيف من مخاطر تقلب أسعار العملات الأجنبية، نظرا لأن المستثمرين والمشتريين والبائعين في بلدان مختلفة نادرا ما يستخدمون نفس العملة، سيحتاج مثلا المصدر الأمريكي والمشتري الأجنبي إلى الاتفاق على ما سيتم استخدامه للدفع في المعاملة. قد تكون هذه العملة لأي طرف أو حتى عملة ثالثة مقبولة للطرفين، وبالتالي هذا يؤدي إلى مخاطر، هناك ثلاثة أنواع رئيسية من مخاطر العملات المتمثلة في مخاطر المعاملات المخاطر الاقتصادية ومخاطر التحويل أو الترجمة.

الفرع الأول: مخاطر المعاملات – Transaction Exposure

مخاطر المعاملات هي المخاطر التي تنشأ عندما تقوم الشركة بالاستيراد أو التصدير، إذا تحرك سعر الصرف بين الموافقة على العقد بعملة أجنبية ودفع أو استلام النقد، فإن مبلغ العملة المحلية المدفوع أو المستلم سيتغير، مما يجعل تلك التدفقات النقدية المستقبلية غير مؤكدة. فمثلا، إذا ارتفعت قيمة عملة البائع مقابل عملة المشتري، فسيتعين على المشتري دفع مبلغ أكبر بعملة المحلية للوفاء بالسعر المتعاقد عليه. تزداد هذه المخاطر بشكل عام عندما تكون هناك فترة زمنية أطول بين إبرام العقد وتسويته حيث توجد فرصة أكبر لتقلب العملات.

مثال 01: ترغب شركة أمريكية في شراء نوع من المعدات، وبعد تلقي عروض أسعار من عدة موردين (محليين وأجانب)، اختارت الشراء باليورو من شركة في ألمانيا. تبلغ تكلفة المعدات 100000 يورو وفي وقت تقديم الطلب، كان سعر صرف اليورو / الدولار هو 1.1 (1.1 دولار/ يورو)، مما يعني أن تكلفة الشركة بالدولار الأمريكي هي 110.000 دولار. بعد ثلاثة أشهر، عندما يحين موعد سداد الفاتورة، ضعف الدولار وأصبح سعر صرف اليورو / الدولار الآن 1.2 (1.2 دولار/ يورو). التكلفة التي تتحملها الشركة لتسوية نفس المبلغ المستحق دفعه مقابل 100 ألف يورو هو الآن 120 ألف دولار. من هنا نلاحظ ان الشركة تحملت تكلفة إضافية غير متوقعة قدرها 10000 دولار بسبب تقلب سعر الصرف.

مثال 02: وافقت شركة بريطانية في شهر مارس على بيع أو تصدير إلى أستراليا بقيمة 100000 دولار أسترالي، تدفع في غضون ثلاثة أشهر. سعر الصرف في تاريخ العقد هو 1.80 دولار أسترالي / جنيه إسترليني لذا تتوقع الشركة أن تحصل على $100000 / 1.8 = 55556$ جنيه إسترليني. ومع ذلك، إذا ضعف الدولار الأسترالي خلال الأشهر الثلاثة ليصبح قيمته 2.00 دولار أسترالي/ جنيه إسترليني،

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

فإن المبلغ المستلم سيكون بقيمة (50000=2/100000) 50000 جنيه إسترليني فقط. بالطبع، إذا تعزز الدولار الأسترالي خلال الأشهر الثلاثة، فسيحصل المصدر على أكثر من 55556 جنيه إسترليني.

الفرع الثاني: المخاطر الاقتصادية Economic Exposure

نعني بالمخاطر الاقتصادية المخاطر التي تؤثر على القيمة السوقية والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة ينشأ هذا الخطر بسبب ظروف الاقتصاد الكلي مثل أسعار الصرف واللوائح الحكومية والاستقرار الجيوسياسي. تعتبر المخاطر الاقتصادية أحد الأسباب التي تجعل الاستثمار الدولي أكثر خطورة من الاستثمار المحلي ويؤثر عادة على المساهمين وحملة السندات في الشركة، يمكن أن يؤثر هذا الخطر على القرارات الإستراتيجية طويلة المدى مثل مكان الاستثمار والقدرة التصنيعية. يمكن شرح هذا بحكم ان التغييرات في أسعار الصرف يؤثر بشكل كبير على المركز التنافسي للشركة، وهذا من خلال القوة التنافسية للواردات والصادرات حتى لو لم تعمل أو تتبع الشركة في الخارج.

مثال: يتعين على شركة تصنيع الأثاث الأمريكية التي تبيع محليا فقط أن تتعامل مع الواردات من آسيا وأوروبا، والتي قد تصبح أرخص وبالتالي أكثر قدرة على المنافسة إذا تعزز الدولار بشكل ملحوظ. كما إذا كانت شركة ما تقوم بالتصدير (لنقل من إنجلترا إلى دولة في منطقة اليورو) إذا ارتفع سعر الجنيه مقابل اليورو من 1.1 يورو / جنيه إسترليني إلى 1.3 يورو / جنيه إسترليني (يعني دفع المزيد من اليورو لكل جنيه إسترليني) أي الصادرات من إنجلترا ستكون أكثر تكلفة عند تسعيرها باليورو. لذا فإن البضائع التي يكون سعرها في إنجلترا ب 100 جنيه إسترليني ستكلف 130 يورو بدلاً من 110 يورو، مما يجعل هذه السلع أقل تنافسية في السوق الأوروبية وتضعف القوة التنافسية لصادرات إنجلترا امام صادرات البلدان الأخرى. وفي المقابل فإن السلع المستوردة من أوروبا ستكون أرخص بالجنيه الإسترليني مما كانت عليه، لذلك ستصبح هذه السلع أكثر قدرة على المنافسة في سوق إنجلترا وفي الأسواق العالمية. ومن هنا نلاحظ أن الشركة يمكن أن تتعرض لمخاطر اقتصادية حتى لو لم يكن لديها تعاملات علنية مع دول خارجية بسبب سعر صرف العملة المحلية، حيث من الممكن أن تصبح الواردات المنافسة أرخص فهذا يعني ان الشركة ستعاني من نقص التدفقات النقدية والإرباح وبالتالي قيمتها السوقية وهذا بسبب ضعف القدرة التنافسية لمنتجاتها العالية الثمن الذي من شأنه تخفيض حجم مبيعاتها محليا ودوليا.

الفرع الثالث: مخاطر الترجمة Translation Exposure

تشير مخاطر الترجمة إلى الحالة التي تمتلك فيها الشركة الأم شركة تابعة في بلد آخر ويتم تحويل إيرادات أو أرباح الشركة الفرعية إلى عملة الشركة الأم بقيمة اقل بسبب تغير أسعار الصرف. على سبيل المثال، الشركة الأم التي تقدم تقاريرها بالدولار الكندي ولكنها تشرف على شركة تابعة مقرها في الصين تواجه مخاطر الترجمة، حيث يتم ترجمة الأداء المالي للشركة الفرعية - وهو باليوان الصيني إلى الدولار

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

الكندي لأغراض إعداد التقارير. يؤدي هذا إلى حدوث مخاطر للشركة لأن حجم المبلغ المطلوب ترجمته أو تحويله إلى عملة التقارير يمكن أن يختلف بسبب سعر الصرف بين العملتين المعنيتين. ينشأ هذا الخطر بسبب كون الشركة الأم لديها التزامات بتقديم التقارير إلى المساهمين والمنظمين والتي تتطلب منها تقديم مجموعة موحدة من الحسابات بعملة التقارير الخاصة بها لجميع الشركات التابعة لها.

تزداد مخاطر الترجمة كلما كانت نسبة الأصول أو المطلوبات أو الأسهم المقومة بعملة أجنبية للشركة كبيرة وكذا كلما كانت عملة تقارير الشركة الفرعية أكثر تقلباً. حيث ان الارتفاع في المبيعات وارباح الشركة الفرعية يتأكل بفعل انخفاض سعر صرف عملة بلد الشركة الفرعية بالنسبة لعملة تقارير الشركة الام.

مثال: لنفرض أن الشركة الأمريكية قررت إنشاء شركة فرعية في ألمانيا لتصنيع المعدات. ستقوم الشركة الفرعية بالإبلاغ عن بياناتها المالية باليورو وستقوم الشركة الأم الأمريكية بترجمة هذه البيانات إلى الدولار الأمريكي. يوضح المثال أدناه الأداء المالي للشركة التابعة بعملة المحلية باليورو. بين العامين الأول والثاني، نمت إيراداتها بنسبة 10% وحققت زيادة في الإنتاج الذي نتج عنه زيادة كبيرة في صافي الدخل بنسبة 25%، وارتفاع التكاليف بنسبة 6% فقط.

ومع ذلك، نظراً لتأثير تحركات أسعار الصرف، يبدو الأداء المالي مختلفاً تماماً في عملة تقارير الشركة الأم وهي الدولار الأمريكي. خلال فترة السنتين، في هذا المثال، تعزز الدولار وانخفض سعر صرف اليورو / الدولار من متوسط 1.2 في السنة الأولى إلى 1.05 في السنة الثانية. يبدو الأداء المالي بالدولار الأمريكي أسوأ كثيراً. تم الإبلاغ عن انخفاض الإيرادات بنسبة 4% وصافي الدخل لا يزال يظهر نمواً ولكن بنسبة 9% فقط بدلاً من 25%.

فرع ألمانيا						
تحويل إلى الدولار الأمريكي			العملة المحلية €			
	€/1.05	€/1.2		السنة 02	السنة 01	
نسبة التغير %	السنة 02	السنة 01	نسبة التغير %	السنة 02	السنة 01	
%	الدولار \$	الدولار \$	%	اليورو €	اليورو €	
-3.75%	1155000	1200000	10%	1100000	1000000	الإيرادات
-7.29%	892000	960000	6.25%	850000	800000	التكاليف
9.375%	262500	240000	25%	250000	200000	الربح الصافي

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

المبحث الثاني: تقنيات التغطية من مخاطر الصرف

مخاطر الصرف الأجنبي، والمعروفة أيضا بمخاطر سعر الصرف، هي مخاطر تؤثر الأداء المالي أو المركز المالي للشركة بالتغيرات في أسعار الصرف بين العملات، وتشمل الأنواع الثلاث السابق ذكرها مخاطر المعاملات والمخاطر الاقتصادية ومخاطر الترجمة. تعتبر مخاطر الصرف الأجنبي من المخاطر الرئيسية التي يجب أخذها بعين الاعتبار بالنسبة للمصدرين / المستوردين والشركات التي تنشط دوليا، وهذه المخاطر لا يمكن تجنبها كليا وإنما يمكن إدارتها والتخفيف منها، وذلك باستعمال تقنيات التغطية التي قد تكون داخلية أو خارجية.

المطلب الأول: تقنيات التغطية الداخلية من مخاطر سعر الصرف

يمكن للمصدرين والمستوردين والشركات والمستثمرين أن يخففوا من المخاطر المرتبطة بسعر الصرف التي تواجه نشاطاتهم وذلك باتباع تقنيات التغطية الداخلية، ويقصد بتقنية التغطية الداخلية الطرق التي تستخدمها المؤسسات لحماية نفسها من المخاطر دون اللجوء إلى طرف خارجي.

الفرع الأول: تحديد عملة الفواتير

واحدة من أبسط الطرق لتجنب المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف هي تحديد عملة الدفع، حيث يفضل بعض المستوردين أن تصدر فواتير البضاعة المشحونة بالعملة التي يتقنون بثباتها أو الأقل تطايرا، أو بالعملة التي لها سوق صرف آجل، حتى يتمكنوا من إجراء التغطية اللازمة كما يفضل المستورد عادة أن تصدر فواتير البضاعة المستوردة من الخارج بعملة دولته حتى لا يتعرض لمخاطر سعر الصرف، ونفس الشيء ينطبق على المصدر أو البائع فقد يشترط أن يتم الدفع بعملته لوضع عبء تبادل العملات والمخاطر على عاتق المشتري. ومع ذلك، قد يؤدي مثل هذا النهج إلى فقدان فرص التصدير للمنافسين الذين يرغبون في استيعاب المشترين الأجانب من خلال البيع بالعملات المحلية للأطراف المقابلة.

الفرع الثاني: إدارة الأصول والخصوم

يقصد بهذه التقنية إدارة بنود الأصول والخصوم في الميزانية وذلك عن طريق زيادة المراكز المكشوفة للتدفقات النقدية الداخلة للمؤسسة والمقومة بعملات من المتوقع أن ترتفع قيمتها، وفي الوقت نفسه زيادة التدفقات النقدية الخارجة من المؤسسة والمقومة بعملات من المتوقع أن تنخفض قيمتها، أو العمل على موازنة التدفقات النقدية الداخلة إليها مع التدفقات النقدية الخارجة منها إذ كانت مقومة بنفس العملة.

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

الفرع الثالث: تقنية المقاصة

يتم اتباع هذه التقنية للتغطية من المخاطر في حالة كون المؤسسات تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة حيث يمكن اجراء المقاصة بين المستحقات والمطلوبات الخاصة بكل منهما تجاه الأخرى، ومن ثم يتم تسوية الصافي بسداده للطرف المعني، هذه التقنية ستخفض من عدد المدفوعات التي تتم بين الوحدات المختلفة داخل المجموعة وتخفض أيضا من المصاريف البنكية والخسائر التي تنتج عن بيع وشراء عملات التسوية. وتساعد أيضا على الرقابة على التسويات المالية الداخلية بين الوحدات المختلفة - في حالة كون هذه الشركات تابعة لبعضها البعض يعني الشركة الام والشركات الفرعية الخاصة بها. -
مثال: إذا كانت شركة A مدينة لمورد الياباني بمليون ين ياباني، وكانت هناك شركة يابانية أخرى تدين لشركة يابانية تابعة للشركة A بـ 1.1 مليون ين، فعندئذ عن طريق خصم تدفقات عملة المجموعة، يكون صافي تعرض الشركة A 0.1 مليون ين أو 100000 ين فقط. لن يعمل هذا بشكل فعال إلا عندما يكون هناك العديد من المبيعات والمشتريات بنفس العملة الأجنبية وكذلك لا يجب ان يكون هناك فاصل زمني كبير بين المعاملات التي تقوم بها الشركات في المجموعة. المعاوضة او المقاصة الثنائية هي عندما تتعاون شركتان في نفس المجموعة كما هو موضح في المثال أعلاه، والمقاصة متعددة الأطراف هي المكان الذي تتواصل فيه العديد من الشركات في المجموعة مع إدارة الخزانة بالمجموعة لتحقيق المقاصة حيثما أمكن ذلك.

الفرع الرابع: تقنية المطابقة

هذه التقنية تتمثل في الحالة التي تقوم فيها الوحدة الاقتصادية بالمطابقة بين التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة إليها والخارجة منها في نفس المواعيد تقريبا، بحيث تستخدم المبالغ المستلمة بعملة أجنبية معينة في سداد المدفوعات المطلوبة بنفس العملة والتي تكون تقريبا في نفس المواعيد.
مثال: إذا كانت لشركة X عملية بيع مع عميل أجنبي، ثم معاملة شراء مع عميل آخر (حيث ان كلا الطرفين يعمل بنفس العملة الأجنبية) فمثلا في اليوم 1 من نوفمبر تحصل الشركة على 2 مليون دولار أمريكي من عميل أمريكي وفي 15 نوفمبر يجب عليها دفع 1.9 مليون دولار أمريكي لمورد أمريكي يمكن التعامل مع هذه الحالة بكفاءة عن طريق فتح حساب مصرفي بعملة أجنبية وإيداع 2 مليون دولار أمريكي المحصلة للإستخدامها في الدفع للمورد وهكذا يبقى 0.1 مليون دولار فقط معرض لتقلبات أسعار العملات.

عادة، لكي تعمل المطابقة بشكل جيد، يتم رصد مطابقات محددة (على النحو الوارد في المثال أعلاه) أو يجب أن يكون هناك العديد من معاملات الاستيراد والتصدير لإتاحة الفرص للمطابقة. لن تكون المطابقة ممكنة إذا مثلا تلقت الشركة X 2 مليون دولار أمريكي في شهر نوفمبر، وعليها دفع 1.9 مليون دولار

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

أمريكي في شهر فبراير من السنة التالية لأنه لا توجد العديد من الأنشطة التجارية التي يمكنها ببساطة الاحتفاظ بالمال في حساب مصرفي بالعملة الأجنبية لأشهر متتالية، ولا تكون أيضا ممكنة اذا سبقت المدفوعات التحصيلات مثلا في حالة تلقي الشركة X 2 مليون دولار أمريكي في شهر نوفمبر، وعليها دفع 1.9 مليون دولار أمريكي حتى شهر سبتمبر من نفس السنة.

الفرع الخامس: أسلوب التعجيل والتباطؤ

يقصد بالتعجيل سداد التزام مالي في موعد مبكر عن استحقاقه، أما التباطؤ فهو سداد التزام مالي بعد فترة من تاريخ استحقاقه، وتهدف هذه التقنية إلى الاستفادة من التغيرات المتوقعة لأسعار الصرف بالزيادة أو بالنقصان بما يتفق مع مصلحة الوحدة او المجموعة.

مثال: لنفرض ان فرع لشركة امريكية X موجود في ألمانيا، ستقوم الشركة الفرعية بالإبلاغ عن بياناتها المالية باليورو وستقوم الشركة الأم الأمريكية بترجمة هذه البيانات إلى الدولار الأمريكي. فاذا كانت هناك توقعات لارتفاع اليورو مقابل الدولار ستؤجل او تتباطئ الشركة الفرعية بتقديم بيان للشركة الام لكي تستفيد من الارتفاع في سعر اليورو وهذا لإظهار اداءها المالي جيد بالدولار الأمريكي، وعلى العكس اذا كان هناك توقعات انخفاض في قيمة اليورو فستعجل الشركة الفرعية بتقديم بيان للشركة الام قبل هبوط قيمة اليورو مقابل الدولار.

مثال آخر لنتخيل أن شخص يخطط للذهاب إلى إسبانيا ويعتقد أن اليورو سوف يرتفع مقابل عملته. قد يكون من الحكمة ان يعجل السائح في تحويل قيمة التزامات السفر والسياحة الى اليورو قبل ارتفاع قيمته مقابل قيمة العملة المحلية للسائح اي يحول أموال إنفاقه إلى اليورو الآن -التعجيل-. وإذ كان السائح يعتقد ان اليورو سوف تنخفض فهذا يدفعه الى التباطؤ في تحويل عملته الى اليورو للاستفادة من الانخفاض المتوقع من قيمة اليورو.

الفرع السادس: التأثير على التدفقات التجارية

تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة فإذا توقعت حدوث تغيير – ارتفاع - كبير في سعر صرف عملة الاستيراد بالنسبة للعملة المحلية في المستقبل تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية وذلك برفع الكميات المستوردة وتسعى إلى تسريع طلبياتها تجنباً للخسارة المحتملة، والعكس في حالة التصدير عندما تتوقع شركة مصدرة انخفاض عملة التصدير مقابل العملة المحلية لمدة معينة فستقوم بتعديل برنامج تصديرها اي تؤجل عملياتها التصديرية الى غاية ارتفاع قيمة عملة التصدير مقابل العملة المحلية.

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

المطلب الثاني: تقنيات التغطية الخارجية من مخاطر سعر الصرف

ويقصد بتقنيات التغطية الخارجية الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف مثل، الاقتراض قصير الأجل، اللجوء لشركات تحصيل الديون، خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية، الحصول على ضمان حكومي لتغطية مخاطر الصرف، ترتيبات التحوط عبر الأدوات المالية (العقود الآجلة، خيارات الصرف والعقود المستقبلية).

الفرع الأول: الاقتراض قصير الأجل

يمثل الاقتراض قصير الأجل أحد الوسائل أو التقنيات الفعالة للتغطية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف على المستحقات أو المدفوعات الآجلة المقومة بعملة أجنبية، فإذا كان لأحد المصدرين مبالغ بعملة أجنبية معينة تستحق بعد ثلاث شهور مثلا، فإنه يقوم بالحصول على قرض بنفس هذه العملة لمدة ثلاثة شهور بحيث تغطي مستحقاته المالية الآجلة قيمة القرض و فوائده، ثم عليه في نفس الوقت تحويل قيمة القرض إلى عملته طبقا لسعر الصرف الفوري ثم إيداع الحصيلة في وديعة لمدة ثلاثة شهور و عندما يتم تحصيل مستحقاته من المستورد يقوم بسداد القرض الذي كان قد حصل عليه وفوائده.

مثال: لنفرض شركة تصنيع بريطانية تقوم بالتصدير بقيمة 2 مليون دولار أمريكي إلى الولايات المتحدة ويتم تحصيل قيمة صادراتها في غضون ثلاثة أشهر، هذه الشركة ستواجه خطر المعاملات. يمكن للشركة ان تتجنب هذا الخطر اذا كان بإمكانها استخدام 2 مليون دولار أمريكي لتسوية التزام بقيمة 2 مليون دولار أمريكي اي تطابق تدفقات الداخلة والخارجة من نفس العملة. الا ان اذ لم يكن للشركة التزام بقيمة 2 مليون دولار أمريكي لتسويته في ذلك الوقت ستواجه خطر ارتفاع سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الامريكي- لذا لتجنب الخسارة الناتجة عن هذا الخطر يمكن للشركة إنشاء التزام يمكنها من امتصاص الدولار الأمريكي وهذا عن طريق اقتراض الدولار أمريكي الآن ثم سداه بعد ثلاثة أشهر عند تحصيل قيمة الصادرات بالدولار الأمريكي . من هذا المنطلق فإن الفكرة هي معرفة المبلغ بالدولار الأمريكي الذي يجب اقتراضها الآن ومعرفة أسعار الفائدة بالدولار الأمريكي على سبيل المثال، اذا كانت سعر الفائدة لمدة ثلاثة أشهر بالدولار الأمريكي هي 0.54% - 0.66% من المهم أن نفهم أنه على الرغم من أنه يمكن وصف ذلك على أنه "معدل ثلاثة أشهر"، إلا أنه يتم تحديده دائماً على أنه معدل سنوي، أحدهما هو ما يمكن ان تكسبه الشركة كفائدة اذا اودعت المال في البنك الذي يمثل نسبة 0.54%، والآخر هو السعر الذي ستدفعه الشركة اذا اقترضت الذي يمثل 0.66%. وبالتالي يمكن للشركة اقتراض مبلغ X والذي يصبح بعد اضافة الفوائد المستحقة 2 مليون دولار، وسيكون مبلغ القرض X يساوي الى

$X(1 + 0.0066/4) = 2000000$ ، منه $X = 1996705.44$ اذن لتجنب خطر المعاملة الناتجة عن ارتفاع

سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي يمكن للمصدر اللجوء لتقنية الاقتراض قصير الاجل حيث

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

يقترض قيمة الصادرات (1996705.44 دولار) من البنك الآن وبعد ثلاث أشهر عند تحصيله لحقوقه من المستورد (2 مليون دولار) يدفع به قيمة القرض.

يمكن تغيير المبلغ المقترض الآن من دولار أمريكي إلى جنيه إسترليني بالسعر الحالي 1.4701 دولار أمريكي / جنيه إسترليني وبالتالي تحصل الشركة على $1358210.62 = 1.4701/1996705.44$ جنيه إسترليني، في هذه الحالة الشركة متأكدة ان لديها هذا المقدار من الجنيه الاسترليني الآن وبالتالي لا يهملها ما سيحدث لسعر الصرف في المستقبل. من جهة اخرى، يوجد القرض بالدولار الأمريكي والذي سيصل إلى 2 مليون دولار أمريكي في ثلاثة أشهر ويمكن بعد ذلك سداده بمبلغ 2 مليون دولار أمريكي الذي تأمل الشركة الحصول عليه من عملائها.

لماذا يمكن استخدام هذه العملية المعقدة نوعاً ما بدلاً من عقد آجل بسيط؟ حسناً، إحدى المزايا هي أن لدى الشركة أموالها الآن بدلاً من الانتظار ثلاثة أشهر للحصول عليها، وكذلك إذا كان لدى الشركة المال الآن، فيمكنها استخدامه الآن - أو على الأقل وضعه في حساب إيداع بالجنيه الإسترليني لمدة ثلاثة أشهر. يثير هذا مسألة مهمة عندما نصل إلى مقارنة المبالغ المستلمة بموجب العقود الآجلة وتحولات سوق المال. إذا تم استلام هذه المبالغ في أوقات مختلفة فلا يمكن مقارنتها مباشرة، لأن تلقي الأموال في وقت مبكر أفضل من استلامها لاحقاً. لمقارنة المبالغ في كلتا الطريقتين، يجب أن نرى ما سيصبح المبلغ المستلم الآن إذا تم إيداعه لمدة ثلاثة أشهر. لذلك، إذا كان معدل الإيداع لمدة ثلاثة أشهر بالجنيه الإسترليني 1.2%، فإن إيداع مبلغ 1358210.62 جنيه إسترليني لمدة ثلاثة أشهر سيؤدي إلى $1358210.62 + 1 + 0.012/4 = 1362285.25$ جنيه إسترليني هذا هو المبلغ الذي ينبغي مقارنته بأي عائدات بموجب عقد آجل. بالإضافة الى كون مبالغ الفائدة المدفوعة على قرض بالدولار اقل من الفوائد المحصلة من وديعة الإسترليني حيث لو نقوم بمقارنة مبالغ الفائدة المدفوعة مع المستلمة نجد ان من الوديعة الإسترليني سيتم تحصيل تقريبا 6000 $(1358210.62 - 1362285.25) * 1.4701 = 5990.11$ دولار، بينما تم دفع العملة الأجنبية في المستقبل، فإن ما يمكن للشركة فعله هو تحويل الأموال إلى عملة أجنبية كافية الآن ووضعها في الوديعة بحيث تنمو لتصبح المبلغ المطلوب في الوقت المناسب. نظرًا لأن الأموال تتغير الآن بالسعر الفوري، فإن المعاملة محصنة ضد التغييرات المستقبلية في سعر الصرف.

الفرع الثاني: خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية

عندما يتم تسديد قيمة الصادرات بكمبيالات يسحبها المستورد لصالح المصدر لاستحقاقات آجلة، فإن المصدر قد يعمل على خصم هذه الكمبيالات تخوفاً من ارتفاع سعر صرف العملة المحلية مقابل عملة

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

التصدير وهذا يكون لدى أحد البنوك في بلده أو في بلد المستورد حيث يحصل على قيمتها فوار مقابل عمولة يدفعها للبنك الذي تولى عملية الخصم.

الفرع الثالث: اللجوء للشركات تحصيل الديون

تتمثل هذه التقنية في بيع المستحقات المالية بالعملة الأجنبية إلى إحدى شركات تحصيل الديون مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لها، وتصبح شركة تحصيل الديون في هذه الحالة دائنا في مواجهة المدين، عليها تحصيل مستحقاتها منه بدون الرجوع على البائع .

الفرع الرابع: تغطية مخاطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية

يمكن للمؤسسات الاقتصادية اللجوء لشركات التأمين وضمن قروض الصادرات للاستفادة من الضمانات التي تقدمها حيث توفر هذه الضمانات لمستعمليها حماية ضد خطر تقلب سعر الصرف، ويكون عن طريق ضمان رقم الأعمال المرتقب فالمؤسسة طالبة الضمان يمكن لها أن تختار فترة التغطية التي تمتد من 3 إلى 18 شهرا وكذلك العملة المراد تغطيتها من بين العديد من العملات التي تغطيها هذه الشركات، وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة التغطية تعتمد على ماهية العملة المغطاة ومدة التغطية. وسعر الصرف المغطى هو سعر الصرف الفوري في تاريخ التوقيع على الاتفاق بين المؤسسة وشركة التأمين. مثال: نفرض شركة جزائرية قامت بتصدير الاسمنت الى فرنسا بقيمة 1000000 يورو ويكون تحصيل المستحقات بعد ثلاث اشهر، اذا كان السعر الفوري هو 160.6 دينار جزائري/يورو، المصدر الجزائري متخوف من انخفاض قيمة عملة التصدير (اليورو) مقابل العملة المحلية (الدينار الجزائري) الى 152.4 وبالتالي يتحمل خسارة 8200000 دينار جزائري ($8200000 = 152.4 * 1000000 - 160.6 * 1000000$). لتفادي هذه الخسارة يمكن للمصدر ان يلجأ الى شركة تأمين الصادرات وتحرير عقد التغطية من مخاطر الصرف وضمن تغطية ضد انخفاض سعر صرف اليورو مقابل الدينار الى سعر اقل من 160.60 دينار/يورو، وبالتالي بدخوله في هذه العقد عند تحصيله لديونه من عند المستورد فأى انخفاض من قيمة المحصلات بالعملة المحلية عن 160600000 دينار جزائري تعوضه له شركة التأمين.

الفرع الخامس: العقود المستقبلية

العقد المستقبلي هو عقد ملزم لشراء أو بيع في الموعد المتفق عليه وبسعر محدد عند إبرام العقد مبلغا معينا من عملة محددة.

لنفرض ان شركة إيطالية تصدر إلى إنجلترا وقد وافقت ان تكون عملة التسوية هي الجنيه الاسترليني حيث ان قيمة الصفقة 500000 جنيه إسترليني يتم استلامها بعد ثلاثة أشهر وكان سعر الصرف الجنيه الإسترليني/ اليورو هو 1.1350. فيمكن للشركة ان لا تقوم بأي تصرف تنتظر استلام المستحقات وتحولها الى اليورو بالسعر الفوري السائد وقت استلام المستحقات، الا ان سعر صرف الجنيه يمكن ان

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

ينخفض (اي تضعف قيمة الجنيه الإسترليني) في هذه الحالة ستخسر الشركة في سعر الصرف، وبالتالي لتفادي الخسارة يمكن للشركة ان تدخل فورا في عقد مستقبلي لبيع الجنيه الإسترليني مقابل اليورو بسعر محدد والاستلام يكون بعد ثلاث أشهر، بمعنى تقوم الشركة بالتحوط من مخاطر المعاملات باستعمال العقود المستقبلية. فاذا قررت الشركة ان تدخل في عقد مستقبلي لبيع الجنيه الإسترليني مقابل اليورو بسعر 1.1402 يورو/ جنيه، عند تحصيلها ل 500000 جنيه إسترليني ستقوم بتحويله الى اليورو وتحصل على $1.1402 \times 500000 = 570100$ يورو، لنفرض مثلا في وقت تحصيل قيمة الصادرات انخفض سعر الجنيه الإسترليني الى 1.1325 يورو/جنيه وبالتالي اذ لم تقم الشركة بالدخول في العقد المستقبلي ستبيع الجنيه بسعر 1.1325 يورو/جنيه وتحصل على 566250 يورو في هذه الحالة تكون الشركة قد خسرت 3850 يورو ($3850 = 566250 - 570100$)، إذا تعزز الجنيه الإسترليني مقابل اليورو وتحقق سعر 1.1475 يورو/ جنيه فقد تشعر الشركة بالخسارة لأنه كان من الممكن أن تحصل على 573750 يورو بدل من 570100 يورو، لكن تعظيم الدخل ليس هو الهدف من التحوط، فالهدف هو توفير اليقين على قيمة المحصلات لان الشركة بدخولها في عقد مستقبلي يمكنها الآن وضع 570100 يورو في توقعات التدفق النقدي الخاصة بكل بثقة.

الفرع السادس: خيارات العملات

خيارات العملات هي عقود تمنح مالكيها الحق في شراء أو بيع مبلغ معين من العملة بسعر صرف ثابت (سعر الممارسة) في المستقبل، الحق في بيع عملة بسعر محدد هو خيار بيع والحق في شراء العملة بسعر محدد هو خيار شراء.

لنفرض أن مصدرا بريطانيا يتوقع أن يُدفع له مبلغ مليون دولار أمريكي مقابل تصديره لقطع من الآلات يتم تحصيل المبلغ بعد 90 يوما. في هذه الحالة المصدر يتخوف من ارتفاع قيمة الجنيه الإسترليني مقابل الدولار لأنه سيخسر الأموال حيث سيتلقى مبلغ اقل بالجنيه الإسترليني مقابل مليون دولار أمريكي. وبالتالي يمكن ان يقوم المصدر بشراء خيار شراء الجنيه الإسترليني مقابل الدولار بسعر محدد (سعر الممارسة)، وفي الاجل إذا انخفض سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار عن سعر الممارسة المتفق عليه في خيار الشراء فالمصدر يلغي العقد ويشترى بسعر السوق، وإذا ارتفع سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار على السعر المتفق عليه في العقد فسينفذ المصدر العقد ويشترى الجنيه مقابل الدولار بسعر الممارسة.

مثال: لنفرض أن السعر الحالي هو 1.40 دولار أمريكي / جنيه إسترليني وأن المصدر متخوف من ارتفاع سعر الجنيه الإسترليني الى 1.50 دولار أمريكي / جنيه إسترليني. يمكن للشركة شراء خيار شراء جنيه إسترليني بسعر ممارسة يبلغ 1.39 دولار أمريكي / جنيه إسترليني، مما يمنحها الحق في شراء جنيه

الفصل الرابع: مخاطر الصرف وتقنيات التغطية منها

إسترليني بسعر 1.39 دولار أمريكي، حيث ان سعر الخيار او العلاوة 6000 جنيه. إذا ارتفع سعر الجنيه الإسترليني الى 1.46 دولار/ جنيه إسترليني، في هذه الحالة ينفذ المصدر العقد ويشترى الجنيه بسعر المنفق عليه في عقد خيار الشراء اي 1.39 دولار بدل من 1.46 دولار، ويحقق ربح 34494.95 جنيه ($34492.95=684931.51-719424.46$) لان بتنفيذه للعقد سيحصل على 719424.46 جنيه ($1.39/1000000$) بدل من 684931.51 جنيه ($1.46/1000000$)، والربح الصافي هو $6000-34494.95=28494.95$ جنيه. وفي حالة انخفاض قيمة الجنيه مقابل الدولار الى 1.35 دولار/جنيه في هذه الحالة يقرر المصدر عدم تنفيذ العقد لان اذا نفذ العقد سيحصل على 719424.46 جنيه ($1.39/1000000$) واذا الغى العقد واشترى بسعر الفوري السائد في السوق سيحصل على 740740.74 جنيه ($1.35/1000000$) وبالتالي يتفادى خسارة 2136.28 جنيه ($740740.74-719424.46=2136.28$) ويخسر العلاوة فقط (6000 جنيه) لأنها غير قابلة للاسترداد حتى اذا تم الغاء العقد. يمكن اعتبار الخيارات مثل بوليصة التأمين على المنزل مثلا، إذا لم يحترق المنزل لا يتم طلب التعويض، لكن لا يمكن استعادة القسط. في حالة حدوث الخطر اي احتراق المنزل يتم استخدام بوليصة التأمين والحصول على التعويض لتخفيف من حجم الخسارة.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

في هذا الفصل سنتطرق الى:

✓ العقود المستقبلية Futures

✓ عقود الخيارات Options

✓ عقود المبادلات Swaps

الفصل الخامس: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية معقدة، وحدث أكبر تطور لها في القرن العشرين، على الرغم من أن تاريخها يعود إلى القرن الثامن عشر، في اليابان، أين كان المزارعون يقومون بإبرام عقود لبيع محصولهم في المستقبل بسعر محدد مسبقاً. تطورت سوق المشتقات المالية كثيراً في العقود الأخيرة، بدأ تقديم المزيد والمزيد من فرص التداول ليس فقط في السوق المنظمة، ولكن أيضاً في سوق غير منظمة.

المشتقات المالية هي أوراق مالية يمكن تداولها في السوق المالي وتمثل عقد بين طرفين أو أكثر حيث أن قيمتها تعتمد على أو مشتقة من سعر الأصل الأساسي، والأصول الأساسية للمشتقات هي الأسهم والسندات والسلع والعملات وأسعار الفائدة ومؤشرات السوق، والمشتقات المالية الأكثر شيوعاً هي العقود المستقبلية عقود الخيارات وعقود المبادلات يختلف كل نوع من المشتقات عن الآخر حيث أن كل نوع له شروط عقد مختلفة، وعامل خطر مختلف، إلخ. المشتقات المالية أدوات مالية معقدة تستخدم لأغراض مختلفة، أولاً، للتحوط من المخاطر، تحديد سعر الأصل الأساسي حيث كثيراً ما تستخدم المشتقات لتحديد سعر الأصل الأساسي على سبيل المثال، يمكن أن تكون الأسعار الفورية للعقود الآجلة بمثابة تقريب لسعر السلع، ثانياً، دعم كفاءة السوق حيث أن المشتقات المالية تزيد من كفاءة الأسواق المالية، تميل أسعار الأصول الأساسية والمشتقات المرتبطة بها إلى أن تكون متوازنة لتجنب فرص المراجحة، ثالثاً، الوصول إلى أصول أو أسواق إضافية يمكن أن تساعد المشتقات المؤسسات في الوصول إلى الأصول أو الأسواق غير المتاحة، من خلال استخدام مقايضات أسعار الفائدة، قد تحصل الشركة على سعر فائدة أكثر ملاءمة بالنسبة لمعدلات الفائدة المتاحة من الاقتراض المباشر، رابعاً، إمكانية الوصول إلى الرافعة المالية، أحد الميزات المهمة في تداول نوع من المشتقات المالية هي إمكانية استخدام الرافعة المالية والتي تساعد المتداولون في دخول صفقات أكبر من حجم رأس مالهم الأساسي لتحقيق عوائد أكبر. إن التصميم المعقد للعقود يجعل التقييم معقداً للغاية، وبالتالي فإنها تحمل مخاطر متصلة عالية فمثلاً استعمال المشتقات المالية كأداة للمضاربة قد تؤدي إلى خسائر فادحة، وكذلك على الرغم من أن المشتقات المتداولة في البورصات تمر عموماً بعمليات ملتزمة، فإن بعض العقود التي يتم تداولها قد تواجه مخاطر الطرف المقابل وهي احتمال أن يخلف أحد المشاركين في المعاملة عن التزامه التعاقدية.

المبحث الأول: العقود المستقبلية

تعتبر العقود المستقبلية أحد أهم المشتقات المالية تداولاً في الأسواق المالية، حيث تمثل اتفاق بين البائع والمشتري على شراء أو بيع أصل معين – أسهم، سندات، سلع، عملات.... بسعر محدد يسمى السعر المستقبلي والاستلام والتسليم يكون في تاريخ مستقبلي متفق عليه. يجب التفريق بين هذه العقود والعقود الآجلة حيث أن هذه الأخيرة تعتبر عقود قابلة للتفاوض بين طرفين أي ليست مقننة، وسعر العقد غير متاح عموماً للعمامة لأنها غير متداولة في البورصة، في حين العقود المستقبلية هي عقود نظامية

الفصل الخامس: المشتقات المالية

معيارية قانونية ملزمة، يتم تداولها في البورصة، والهدف من العقود المستقبلية هو التحوط من المخاطر والاستفادة من الفروق في الأسعار أي المضاربة.

المطلب الأول: ماهية العقود المستقبلية

تعد العقود الآجلة الصورة الأولى للعقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لأول مرة على شكل اتفاقات يبرمها منتج المحاصيل الزراعية مع المشترون للتحوط من خطر وفرة الإنتاج وتدهور الاسعار، ثم تطورت تلك العقود لتصبح عقود نظامية ومعيارية تشمل عدة أصول السلع الزراعية، البترول، المعادن العملات، الأسهم والسندات، يتم تداولها في البورصة.

الفرع الأول: تعريف العقود المستقبلية

تعرف العقود المستقبلية على أنها عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أوراق مالية، عملات...) بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، من أجل حماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء بالتزاماتهم. (هندي م، 1999)

الفرع الثاني: أركان العقود المستقبلية

من التعريف يمكن استنتاج عناصر العقود المستقبلية كالآتي:

أولاً- السعر المستقبلي: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

ثانياً- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

ثالثاً- الأصل محل العقد: يقصد بالأصل محل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...

رابعاً- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

خامساً- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

الفرع الثالث: أغراض المستثمرين في العقود المستقبلية

يتم استخدام العقود المستقبلية اما لغرض التغطية اي التحوط من التغيرات السعرية المستقبلية او لغرض المضاربة لتحقيق الأرباح.

أولاً- العقود المستقبلية لغرض التغطية: إبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ مستقبلية بأسعار محددة، وذلك بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في

الفصل الخامس: المشتقات المالية

المستقبل على أسعار السلع. مثلا أسعار القمح في العالم تتغير بشكل لحظي، ولذلك مزارع القمح يستخدم العقود المستقبلية لضمان سعر بيع القمح في المستقبل وربح معلوم في المستقبل.

● **التغطية بمركز طويل:** إذا كان المستثمر بحاجة إلى أصل معين في المستقبل، فيمكنه أخذ مركز طويل، بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، وهو ما يطلق عليه التغطية الطويلة.

● **التغطية بمركز قصير:** إذا كان المستثمر يمتلك أو يتوقع أن يمتلك أصل معين، فيمكنه أخذ مركز قصير، بالتعاقد على بيع ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، يعني أخذ المستثمر لمركز بائع في عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر الأصل.

● **التغطية القابلة للتجديد:** تبدو أهمية إستراتيجية تجديد التغطية، عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية.

● **التغطية الكاملة:** هي امتلاك المستثمر لعقد بيع وعقد شراء بنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم وبالتالي لا يتعرض هذا المستثمر لأية خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية.

● **التغطية المتقاطعة (التغطية بأصل مختلف):** تكون هذه التغطية من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التغطية، على الرغم من أن الأصول غير متطابقة، إلا أن هناك ارتباطا كافيا لإنشاء مركز تحوطي، مما يوفر تحرك الأسعار في نفس الاتجاه.

مثلا: نفرض شركة لها شبكة من مناجم الذهب، حيث تحتفظ هذه الشركة بكميات كبيرة من الذهب في المخزون، والتي تباعها في النهاية لتوليد الإيرادات، وبالتالي فإن ربحية الشركة مرتبطة مباشرة بسعر الذهب، يمكن للشركة الحفاظ على الربحية طالما أن السعر الفوري للذهب لا ينخفض إلى أقل من 1300 دولار للأونصة. لتحقيق ذلك، شرعت الشركة في بيع سلسلة من العقود المستقبلية للذهب كافية لتغطية مخزونها الحالي من الذهب بالإضافة إلى إنتاج العام المقبل، إلا ان الشركة لم تتمكن من بيع ما تحتاج من العقود المستقبلية عقود لتغطية مخزونها، وبالتالي تضطر إلى بدء مركز تحوط متقاطع عن طريق بيع العقود المستقبلية على البلاتين، والتي ترتبط ارتباطا وثيقا بالذهب. لإنشاء مركز التحوط المتقاطع الخاص بها، فإن الشركة تبيع كمية من العقود المستقبلية على البلاتين كافية لمطابقة قيمة الذهب الذي تحاول التحوط منه. بصفتها بائعا للعقود المستقبلية على البلاتين، فإنها تلتزم بتسليم كمية محدد من البلاتين في تاريخ استحقاق العقد. في المقابل، سوف تتلقى مبلغا محددًا من المال في نفس تاريخ الاستحقاق. المبلغ المالي الذي ستحصل عليه من عقودها على البلاتين يساوي تقريبا القيمة الحالية لممتلكاتها من الذهب. لذلك، طالما استمرت أسعار الذهب في الارتباط الوثيق بالبلاتين، فالشركة تتحوط بشكل فعال من تقلب سعر الذهب.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

ثانيا- العقود المستقبلية لغرض المضاربة: يعني دخول المستثمر في مركز مالي يتناسب مع توقعاته. فمثلا، إذا توقع مستثمر ان سعر أصل ما في المستقبل سيكون اقل من سعره في العقود المستقبلية فسيقوم بفتح مركز قصير اي يدخل في عقد مستقبلي لبيع الأصل في المستقبل بالسعر الموجود في العقد المستقبلي وإذا تحققت توقعاته فسيقوم المتداول باتخاذ موقف تعويضي (وضعية عكسية الشراء) لإغلاق العقد، وسيتم تسوية صافي الفرق عند انتهاء العقد ويحقق المستثمر مكسبا من الفارق في الأسعار بالإضافة الى الأرباح الناتجة عن إعادة تقييم الصفقة يوميا. وإذا توقع مستثمر ان سعر أصل ما في المستقبل سيكون اعلى من سعره في العقود المستقبلية فسيقوم بفتح مركز طويل اي يدخل في عقد مستقبلي لشراء الأصل في المستقبل بالسعر الموجود في العقد المستقبلي وإذا تحققت توقعاته فسيقوم المتداول باتخاذ موقف تعويضي (وضعية عكسية - البيع) لإغلاق العقد، وسيتم تسوية صافي الفرق عند انتهاء العقد ويحقق المستثمر مكسبا من الفارق في الأسعار، بالإضافة الى الأرباح الناتجة عن إعادة تقييم الصفقة يوميا.

مثال: استعمال تقنية المضاربة في أسواق العملات، اذ كان سعر صرف الدولار مقابل اليورو في العقود المستقبلية هو 1.2145 دولار/ يورو وتوقع مستثمر ما ان قيمة اليورو سترتفع بعد ثلاث اشهر الى 1.2158 دولار/ يورو، في هذه الحالة يقوم المستثمر بفتح مركز طويل اي بالدخول في عقد شراء مستقبلي على 500000 يورو مثلا لأجل 3 اشهر، اي يدفع (1.2145*500000) 607250 دولار، ثم عند تحقق توقعاته ارتفاع سعر اليورو الى 1.2158 دولار/ يورو يقوم باتخاذ الوضعية العكسية وذلك ببيع 500000 يورو التي اشتراها قبل ثلاث اشهر ويتحصل على $1.2158*500000=607900$ دولار، اي ان المستثمر اشترى 500000 يورو ب 607250 دولار وباعها ب 607900 دولار ويكون قد حقق ربح $607900-607250=650$ دولار.

ملاحظة في المضاربة ليس بالضرورة امتلاك الأصل او الشراء او البيع الفعلي للأصل وانما عبارة عن وضعيات (طويلة وقصيرة على عقود الأسعار المستقبلية للأصول) يتم اتخاذها من طرف المتداولون مقابل دفعهم لهامش الذي يمثل نسبة من قيمة الصفقة، وعند تحقق توقعاتهم بشأن أسعار الأصول محل العقد المستقبلي يتخذون وضعية عكسية ويدفع له الفارق في السعر في حسابه بالإضافة الى الارباح اليومية المكتسبة من إعادة تقييم الصفقة يوميا. كما في مثال اعلاه ليس على المستثمر الشراء فعلا وانما يحتاج لفتح وضعية فقط اي يدخل في مركز طويل لشراء 500000 يورو بسعر 1.2145 دولار/يورو وبالتالي ما عليه دفعه هو الهامش الذي يمثل 3% من قيمة الصفقة المقدرة ب 607250 دولار اي يدفع $0.03*(1.2145*500000)=18217.5$ دولار، وهذا الهامش يكون في حساب المستثمر ويعتبر بمثابة تأمين يقوم الوسيط باحتجازه لتغطية أي خسائر قد يتكبدها المتداول من التقييمات اليومية للعقد ويتم تحريره عند اغلاق المتداول للصفقة حيث تضاف أي أرباح ويتم خصم أي خسائر في الصفقة من رصيد المتداول.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

استعمال تقنية المضاربة في أسواق البضائع، مضارب يتوقع انخفاض أسعار الشاي في الأيام المقبلة الى \$2.5|كغ، إذا كانت العقود المستقبلية على سلعة الشاي هي \$3.8|كغ وان الرافعة المالية هي 100:11، في هذه الحالة يقوم المضارب بفتح مركز قصير اي يدخل في عقد مستقبلي لبيع 100 كغ من الشاي ب \$3.8|كغ، وبالتالي إذا تحققت توقعاته سيحقق ربح من إعادة التقييم اليومي بالإضافة الى انه في المستقبل يمكنه بيع 100 كغ من الشاي ب \$ 3.8 كغ ويحقق ربح \$1300 $(1300 = (2.5 - 3.8) * 100)$. الشرط الوحيد هو ان يكون للمستثمر في حسابه قيمة الهامش المقدرة ب \$418 $(418 = 3800 * 0.11)$.

الفرع الرابع: أنواع العقود المستقبلية

تتنوع العقود المستقبلية باختلاف الأصل محل العقد، حيث نجد: العقود المستقبلية على السلع اين يكون الأصل محل التعاقد هو عبارة عن السلع الاستراتيجية مثل البترول، الغاز، القطن، البن، القمح...العقود المستقبلية على أسعار الصرف حينما يكون الأصل محل التعاقد هو زوج من العملات مثلا العقود المستقبلية على الزوج يورو/ دولار. العقود المستقبلية على الأصول المالية ذات الدخل الثابت مثل العقود المستقبلية على بيع وشراء الأسهم والسندات، كذا العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم وأسعار الفائدة.

أولاً- العقود المستقبلية على السلع: هي العقود التي يكون فيها السلع الاستراتيجية هي الأصل محل التعاقد مثلا: في أكتوبر 2020 دخل بائع ومشتري الفولاذ في عقد مستقبلي على بيع وشراء 100 طن من الفولاذ بسعر \$395|طن والتسليم يكون في شهر جانفي 2021، حيث ان السعر الحالي للفولاذ هو \$390|طن. وبهذا يكون المشتري قد ثبت السعر عند مستوى \$ 395 الذي لا يحمله أي خسارة، وبالتالي مهما تغيرت الأسعار في المستقبل يمكن للمشتري ان يشتري الفولاذ ب \$395|طن، والبائع يبيع ب \$395|طن.

ثانياً- العقود المستقبلية على أسعار الصرف: حين يكون زوج العملات هو محل العقد، مثلا نفرض ان شركة جزائرية قامت بالتصدير إلى إسبانيا، كانت قيمة الصفقة 500000 يورو يتم استلامها بعد شهرين وكان سعر الصرف الزوج يورو/ دينار جزائري هو 163.18. يمكن للشركة ان تدخل في عقد مستقبلي لبيع اليورو مقابل الدينار الجزائري بسعر 161.18، لنفرض مثلا في وقت تحصيل قيمة الصادرات السعر الفوري لليورو هو 158.70 دينار جزائري/يورو، في هذه الحالة نقول ان الشركة حققت ربح بدل ما تحصل مقابل كل يورو تبيعه على 158.70 دينار وفقا للعقد المستقبلي تحصل على 161.18 دينار.

ثالثاً-العقود المستقبلية على الأصول المالية ذات الدخل الثابت: مثل العقود الستقبلية على بيع وشراء الأسهم والسندات مثلا: يقوم مستثمر بالدخول في عقد مستقبلي لشراء 100 سهم من أسهم شركة "X"

الفصل الخامس: المشتقات المالية

بسعر 50 يورو للسهم، فمهما تغير السعر السوقي للأسهم في الاجل فيمكنه الشراء بالسعر المحدد في العقد اي 50 يورو للسهم.

رابعاً- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: يستخدم المتداولون العقود المستقبلية للمؤشر للمضاربة على اتجاه السعر لمؤشر مثل S&P 500، حيث تتحول التحركات الصغيرة بنسبة 0.1% على المؤشر الأساسي بسهولة إلى أرباح بنسبة 1% أو أكثر اعتماداً على الرافعة المالية التي توفرها العقود المستقبلية للمؤشر.

مثال: نفرض مؤشر S & P500 اليوم يتم تداوله عند 1125.75 نقطة وسعر العقود المستقبلية على المؤشر هي 1125.8 نقطة وهناك متداول هبوطي اي يتوقع انخفاض في قيمة المؤشر S & P500 الى 1000 نقطة، في هذه الحالة هذا المضارب سيتخذ وضعية قصيرة يبيع عقد مستقبلي على قيمة مؤشر S & P500. علماً ان الهامش الأولي المطلوب لهذا العقد هو 28000 دولار، وان تسعير العقد الآجل لمؤشر S&P 500 بمبلغ 250 دولار امريكي لذلك إذا تم تداول المؤشر عند 1125.8 نقطة، فإن القيمة السوقية للعقد ستكون $250 \times 1125.8 = 281450$ دولار أي 281450 دولار امريكي.

باتخاذ وضعية قصيرة وإذا تحققت توقعاته فسيحقق ربح:

$$1125.8 - 1000 = 125.8 \text{ نقطة}$$

$$250 \times 125.8 = 31450 \text{ دولار امريكي}$$

$$28000 / 31450 = 112\% \text{ ربح}$$

انخفض مؤشر S & P500 بنسبة 11% ($1125.8 - 1000 / 1125.8 = 0.1117$) فقط ولكن المضارب

حقق ربحاً بنسبة 112% من المضاربة من خلال العقود المستقبلية لمؤشر S & P500.

خامساً- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: وتمثل هذه العقود التزاماً من بائع العقد إلى مشتريه بتسليمه أحد أدوات المديونية في سوق النقد أو في سوق رأس المال لقاء قيمة جارية نقل عن القيمة الاسمية التي صدرت بها تلك الأداة وذلك طبعاً مقابل مبلغ يحصل عليه البائع ويمثل سعر الخصم، وبالتالي يحقق البائع أرباحاً عندما ترتفع معدلات الفائدة بحيث تتجاوز سعر الخصم المتفق عليه.

$$\text{سعر الخصم} = \frac{\text{القيمة الاسمية للأداة} - \text{القيمة الجارية للأداة}}$$

القيمة الاسمية للأداة

في حين يحقق المشتري أرباحه عندما تنخفض معدلات الفائدة إلى ما دون سعر الخصم المتفق عليه.

المطلب الثاني: آلية عمل العقود المستقبلية

يستخدم المتداولون العقود المستقبلية في صورتين اما للتغطية او للمضاربة، الأولى هدفها التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأصول المرغوب شراؤها او بيعها والثانية هدفها تحقيق الأرباح من التقلبات

الفصل الخامس: المشتقات المالية

في أسعار الأصول، إلا أن آلية تنفيذ كلا منهما نفسها، حيث يتوفران على مبدأ الرافعة المالية، الهامش المبدئي وهامش الصيانة.

الفرع الأول: الرافعة المالية

المقصود بالرافعة المالية أن يكون للمتداول مبلغ معين في حسابه ويمكنه التداول بمبالغ أعلى بكثير، والذي يترجم على شكل هامش مبدئي حيث يضع المتداول هامش مبدئي من كامل قيمة العقد وذلك يعطي للمتداول فرص ربح أعلى ولكنه يرفع مستوى المخاطر كذلك.

يتم تعريف الرافعة المالية على أنها المبالغ التي يمكن للمتداول التداول عليها كأضعاف لقيمة المبلغ المتوفر في حسابه، حيث تكتب كنسبة 1:xxx حيث يكون xxx هو المبلغ الذي يمكن للمتداول التداول عليه مقابل وحدة واحدة من قيمة الاداة المالية التي يقوم بالتداول عليها.

تتيح الرافعة المالية للمتداول القدرة بالتحكم في مبالغ أكبر بكثير من رأس ماله المُودع والمستخدم في تداول الصفقات. يُعرف التداول بالرافعة المالية أيضا بتداول الهامش. الرافعة المالية هي سلاح ذو حدين فمن جهة تمكن المتداولين من تضخيم حجم الأرباح المكتسبة إلا أنها تسبب أيضا في الحاق خسارة كبيرة بالمتداولين. يجب الإشارة إلى أن الرافعة المالية لا تغير إمكانات الربح من التداول، بل تقلل مقدار رأس المال الذي تحتاجه لفتح صفقات كبيرة مقارنة برأس المال الفعلي.

مثال: دعنا نفرض أن متداول قام بإيداع 1000 دولار أمريكي اليوم في حسابه وإذا كانت الرافعة المالية على الأصل المرغوب التداول فيه قدرها 1:500، بهذا يمكن للمتداول فتح صفقة كبيرة، بعبارة أخرى، فإن 1000 دولار أمريكي مضروبة بنسبة الرافعة المالية 1:500، ستمكنه من فتح صفقة تصل إلى 500000 دولار أمريكي. أي يمكنه طلب فتح صفقات التي تبلغ 500 ضعف حجم إيداعه الفعلي.

الفرع الثاني: الهامش المبدئي وهامش الصيانة

أولا- تعريف الهامش المبدئي وهامش الصيانة: ويعرّف الهامش على أنه قيمة المبلغ الذي يجب أن يتوفر في حساب المتداول كنسبة مئوية من إجمالي قيمة الصفقة التي يرغب المتداول القيام بتنفيذها على هذا الحساب. يستخدم الهامش المبدئي لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه، وعادة ما تتراوح نسبة نسبته من 3% - 12% من القيمة الاسمية للعقد (notional value)، ولهذا فقد يترتب على تغيرات الأسعار انخفاض الهامش المبدئي واستنزافه، وبالتالي تقوم غرفة المقاصة بتحديد قيمة دنيا للهامش المبدئي تسمى بهامش الصيانة.

يمثل هامش الصيانة الحد الأدنى الذي يجب الا يقل الهامش المبدئي عنها، وعادة تتراوح نسبته من 70% - 85% من الهامش المبدئي.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

مثال: إذا كان الهامش المبدئي \$1500 وكان هامش الصيانة 85% من الهامش المبدئي فسيكون هامش الصيانة \$1275، وبالتالي إذا حصلت خسارة في العقد المستقبلي بقيمة \$300 فستطرح من الهامش المبدئي سيصبح الهامش المبدئي $1500 - 300 = 1200$ تقارن قيمة الهامش المبدئي بعد طرح الخسارة الحاصلة مع هامش الصيانة، ففي هذا المثال انخفض الهامش المبدئي تحت هامش الصيانة في هذه الحالة فالمتداول يجب ان يدفع الخسارة. كما يمكن ان نعرف هامش الصيانة أيضا على انه النسبة المئوية المطلوبة من إجمالي الاستثمار التي تقل عن الهامش الأولي او المبدئي، والتي يجب على المستثمر الاحتفاظ بها في حساب التداول الخاص به لتجنب نداء الهامش - Margin call - المتمثل في طلب وسيط التداول إيداع أموال إضافية في حساب التداول عند وقوع خسارة للمستثمر.

يعتبر الهامش بمثابة تأمين يقوم الوسيط باحتجازه لتغطية أي خسائر قد يتكبدها المتداول ويتم تحريره عند اغلاق المتداول للصفقة حيث تضاف أي أرباح أو يتم خصم أي خسائر في الصفقة إلى رصيد المتداول. وهذه التسويات تقوم بها غرفة المقاصة التي تلعب دورا مهما واساسيا في هذه العقود اذ انها تلعب دور وسيط مالي بين طرفي العقد.

ثانيا- طريقة عمل الهامش: فيما يلي سنشرح طريقة عمل الهامش

مثال: لنفرض ان مستثمر اتصل بسمساره يوم 2021/05/21 لشراء ثلاث عقود مستقبلية لشهر جوان على سلعة البترول في بورصة نيويورك للسلع، بافتراض ان سعر العقود المستقبلية الآن \$70 للبرميل وان حجم العقد هو 1000 برميل اي ان المستثمر تعاقد على شراء مجموع 3000 برميل ب \$70 للبرميل (القيمة الاسمية للصفقة $70 * 3000 = 210000$ \$)، سيطلب السمسار من عميله (المستثمر) ان يودع أموالا في حسابه التي تبقى تحت تصرف غرفة المقاصة، لنفرض ان الهامش المبدئي هو 5% من القيمة الاسمية للصفقة سيكون عندها الهامش $0.05 * 210000 = 10500$ \$، ولنفرض هامش الصيانة هو 70% من الهامش المبدئي وبالتالي سيساوي \$7350، باستعمال هذه المعطيات سنوضح في الجدول التالي طريقة عمل الهامش في العقود المستقبلية.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الجدول رقم (04): طريقة عمل الهامش لطرف ذي مركز طويل

اليوم	سعر العمليات الأجلة بالدولار	المكسب/الخسارة اليومية بالدولار	المكسب/الخسارة المتراكمة بالدولار	رصيد الهامش المبدئي	مبلغ المطلوب في نداء الهامش
-	70	-	-	10500	-
05/22	69.6	(1200)	(1200)	9300	-
05/23	69	(1800)	(3000)	7500	-
05/24	69.8	2400	(600)	9900	-
05/25	70.2	1200	600	10500	-
5/26	70	(600)	0	9900	-
5/27	69.7	(900)	(900)	9000	-
5/28	69.1	(1800)	(2700)	8300	-
5/29	68.7	(1200)	(3900)	7100	3900
5/30	68.7	0	(3900)	10500	-
5/31	69.2	1500	(2400)	12000	-
6/01	70.2	3000	600	15000	-

المصدر: اعداد الباحثة وبالاتتماد على المثال أعلاه -مركز طويل في 3 عقود من العقود المستقبلية لشراء البترول إذا حدث وتم تسجيل ربح في اليوم يدفع للمستثمر اي تضاف الى حساب الهامش، وإذا كانت الخسارة تخصم، وإذا حصل وخفضت قيمة الخسارة المسجلة الهامش المبدئي تحت هامش الصيانة يتلقى المستثمر اتصالاً من غرفة المقاصة يطالب فيها باستكمال الهامش المتبقي ليصبح يساوي الهامش المبدئي. كما سبق وأشرنا ان الهامش يقوم الوسيط باحتجازه لتغطية أي خسائر قد يتكبدها المتداول ويتم تحريره عند اغلاق المتداول للصفقة حيث تضاف أي أرباح أو يتم خصم أي خسائر في الصفقة من رصيد المتداول. في مثالنا هذا اذا تم غلق الوضعية يوم 6/01 سيصبح في حساب المتداول 15000 دولار اي ربح 4500 دولار (15000-10500=4500) ويمكنه بيع العقد ب 70.2 وهو اشتراه ب 70 دولار اي ربح 0.2 على كل برميل والربح الإجمالي $3000 \times 0.2 = 600$ دولار.

الفرع الثالث: كيفية عمل العقود المستقبلية

نفرض ان شركة يابانية قامت بالتصدير إلى الولايات المتحدة الامريكية، كانت قيمة الصفقة 500000 دولار يتم استلامها بعد شهرين وكان سعر الصرف الفوري للزوج دولار/ ين ياباني هو 108.5، في هذه الحالة الشركة بحاجة لبيع 500000 دولار امريكي بعد شهرين ولنفرض ان هناك طرف يرغب في شراء نفس المبلغ من الدولار الامريكي مقابل الين الياباني في تاريخ مستقبلي يمكن للشركتين ان تدخلتا في عقد مستقبلي لبيع وشراء الدولار مقابل الين الياباني بسعر 108. يتطلب عقد التداول في الزوج دولار/ين ياباني إيداع هامش مبدئي 4 % من قيمة العقد لكلا طرفي العقد (البائع والمشتري) عند بداية

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الصفقة لدى السمسار، فمثلا الشركة التي تطلب من السمسار شراء عقد مستقبلي بمبلغ 500000 دولار تسليم بعد شهرين بسعر 108 ين/دولار، فتكون قيمة العقد 54000000 ين ياباني، عليه بإيداع هامش مبدئي قدره 2160000 ين ياباني (أي 4 % من قيمة العقد) عن طريق السمسار، نفس الشيء بالنسبة للبائع عليه بإيداع نفس الهامش اي 2160000 ين ياباني. وفي سوق العقود المستقبلية يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال، فيمكن ان تتحقق خسارة كما يمكن ان يتحقق ربح، في حالة الربح يدفع للعميل، وفي حالة تسجيل الخسارة تخصم من الهامش المبدئي ويدفعها المتداول في حالة خفضها للهامش المبدئي تحت هامش الصيانة (كما وسبق ووضحناه في الجدول أعلاه). لنفرض أن متطلبات هامش الصيانة هي 3.3% من قيمة الصفقة او 82.5% من الهامش المبدئي، عندها تكون قيمة هامش الصيانة 1782000 ين. فلو حدث أن انخفض سعر الدولار إلى 107.5 ين/دولار مثلا فإن الشركة ستحقق ربح قدره 250000 ين ياباني لان بدل تحصل على 53750000 ين ياباني عند بيع 500000 دولار ستحصل على 54000000 ين وبالتالي الخسارة (53750000-54000000) = 250000 يضاف هذه الربح الى الهامش المبدئي اي (250000+2160000 = 2410000 ين). فلو حدث أن ارتفع سعر الدولار إلى 108.2 ين/دولار مثلا فإن الشركة ستحقق خسارة قدرها 100000 ين ياباني لان بدل ما يحصل على 54100000 ين ياباني عند بيع 500000 دولار سيحصل على 54000000 ين وفقا للعقد وبالتالي الخسارة (54100000-54000000) = 100000- تخصم هذه الخسارة من الهامش المبدئي (2160000-100000 = 2060000 ين) الهامش المبدئي اصبح بقي اعلى من هامش الصيانة (1728000 ين) في هذا الحالة لا يطالب العميل بدفع الفارق، ما يحدث لبائ الدولار هو عكس ما يحدث لمشتري الدولار المتمثل في يعني عند ارتفاع سعر الدولار الى 108.2 ستربح المشتري 100000 ين. هذا بالنسبة لإعادة التقييم اليومي، وفي يوم التسليم سيتم العقد وفقا للسعر المتفق به 108 ين/دولار مهما كان سعر الدولار في السوق.

ملاحظة: الفرق بين المضاربة والتغطية باستعمال العقود المستقبلية هو انه في المضاربة ليس ضروري امتلاك او الرغبة في امتلاك الأصل محل العقد، حيث ان عمليات المضاربة لا تنتهي بعملية تسليم واستلام المبالغ والأصول وانما يكون فيها تحويل الأرباح الناتجة عن الفارق في الأسعار من التقييم اليومي وكذا من غلق الوضعية عند تحقق التوقعات، في حين التغطية تنتهي العملية بتسليم واستلام المبالغ والأصول بالسعر المتفق به في العقد. والنقطة المشتركة انه في كلا الاستراتيجيتين هناك إعادة تقييم يومي للصفقة اين يكون فيها إمكانية تحقيق الأرباح او الخسارة.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

المبحث الثاني: عقود الخيارات المالية

تطورت عقود الخيارات على مدار العقود القليلة الماضية حيث أصبحت تغطي كل الأدوات المالية تقريباً، وهي تحظى باستعمال واسع في السوق المنظمة وغير المنظمة. تمثل الخيارات عقد بين طرفين المشتري وكاتب الخيارات، ويكون للطرف الذي اشترى أو مالك العقد الحق في الاختيار في التنفيذ من عدمه، ويجب على الطرف المصدر أن ينفذ العقد عندما يطلب المشتري ذلك. سيحصل الطرف المصدر للعقد على مكافأة تدفع في يوم إبرام العقد وهي غير قابلة للاسترداد. يسمى سعر المتفق عليه في عقد الخيار بسعر ممارسة الخيار (Strike price) أو (سعر التنفيذ)، والتاريخ المحدد في العقد هو تاريخ انتهاء الصلاحية (أو تاريخ الاستحقاق)، ونميز نوعين أساسيين هما خيار الشراء (Call Option) وخيار البيع (Put Option).

المطلب الأول: ماهية عقود الخيارات

الخيارات (options) هي اتفاق بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين في تاريخ مستقبلي محدد بسعر متفق عليه يوم إبرام العقد، تعطي الخيارات الحق لأحد الطرفين بالتحديد لمالكها في بيع أو شراء أصل معين من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً.

الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات

أولاً- تعريف عقود الخيارات: إن خيار الشراء أو البيع يمنح المشتري الحق في شراء أو بيع أسهم أوراق معينة بسعر محدد خلال وقت محدد مقابل هامش فيكون فيها تنفيذ العقد اختيارياً من قبل المشتري، أي يمنح المستثمر حق بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات والعملات لطرف آخر بسعر محدد مقدماً، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة. (مفتاح، العولمة المالية، 2002)

الخيار هو عقد بين المشتري والبائع (المحرر) يعطي الحق لمشتري الخيار بالتداول وذلك بشراء أصل محل التعاقد بسعر ثابت (سعر التنفيذ) عند تاريخ الاستحقاق (إذا كان الخيار أوروبياً) وخلال فترة العقد (إذا كان الخيار الأمريكي). (lelux associatiated brokers, 2007)

ثانياً- أنواع عقود الخيارات: يمكن تمييز عدة أنواع من عقود الخيارات وهذا وفقاً للمعيار المعتمد في التصنيف الذي يمكن أن يكون من ناحية تاريخ التنفيذ، من حيث نوع العملية وكذا من حيث الأصل محل عقد الخيار.

1. وفقاً لتاريخ التنفيذ: نميز الخيارات الأمريكية والخيارات الأوروبية.

- الخيارات الأمريكية: هي خيارات يمكن ممارستها في أي وقت خلال صلاحيتها، والتي تسمح لأصحاب الخيارات بممارسة العقد في أي وقت قبل تاريخ استحقاقها.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

- **الخيارات الأوروبية:** هي خيارات لا يمكن ممارستها الا في نهاية صلاحيتها اي اثناء فترة الاستحقاق.
- 2. **من حيث نوع العملية:** نميز خيار الشراء وخيار البيع
 - **خيار الشراء:** هو خيار يمنح للمشتري الحق في الاختيار في شراء او عدم شراء أصل معين في تاريخ محدد وبسعر متفق عليه مسبقاً.
 - **خيار البيع:** هو خيار يمنح الحق لحاملة في الاختيار بين بيع وعدم بيع أصل ما بالسعر المتفق عليه مسبقاً في العقد.
- 3. **من حيث الأصل محل عد الخيار:** نميز اربعة أنواع كما يلي:
 - **عقود خيارات الأسهم:** يمثل عقد الخيار الذي يعطي الحق لحامله من بيع او شراء أسهم معينة في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً.
 - **عقود الخيارات على العملات:** هذا النوع من العقود يمنح المالك الحق في شراء او بيع في زوج من العملات مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد مسبقاً.
 - **عقود خيارات على البضائع:** في هذا النوع من العقود يكون الأصل محل العقد السلع الاستراتيجية ذات الاستخدام الواسع، وهذا النوع من العقود يعطي الحق لحامل الخيار شراء او بيع في تاريخ مستقبلي كمية محددة بسعر محدد يوم تاريخ ابرام العقد.
 - **عقود خيارات العقود المستقبلية:** العقود المستقبلية لعقود الخيارات، أو عقود الخيارات للعقود المستقبلية هو عقد الخيارات الذي يكون فيه الأصل المعني عقداً مستقبلياً واحداً، يحق لمشتري عقد الخيارات المستقبلي أن يفترض مركز مستقبلي محدد بسعر محدد (سعر التنفيذ) في أي وقت قبل انتهاء صلاحية العقد، ويجب على بائع عقود الخيارات المستقبلية أن يتحمل المركز المعاكس عندما يمارس المشتري هذا الحق.
- 4. **حسب التغطية**
 - **عقد خيار الشراء المغطى Covered Call Option:** وهو عبارة عن عقد يكون فيه محرر العقد مالكاً للسهم (الأصل) موضوع العقد.
 - **عقد خيار الشراء غير المغطى Naked Call Option:** وفي هذا النوع من العقود لا يمتلك المحرر السهم موضوع العقد، وفي حال التنفيذ سوف يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد.
 - **عقد خيار البيع المغطى Covered Put Option:** يكون عقد خيار البيع مغطى، عندما يكون البائع قد باع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف Short Sale.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

- **عقد خيار البيع غير المغطى Naked Put Option:** يكون عقد خيار البيع غير مغطى، عندما يدخل البائع طرفاً في عقد خيار بيع دون أن يقوم بتغطية مركزه من خلال البيع على المكشوف.

5. **حسب الربحية:** نميز الخيارات المربحة غير المربحة والخيار المتكافئ

الجدول رقم (05): تصنيف الخيارات وفقاً للربحية

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	البيان
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار المربح <i>In the Money (ITM)</i>
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار الغير مربح <i>Out the Money (OTM)</i>
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ <i>At the Money (ATM)</i>

المصدر: من اعداد الباحثة

ثالثاً- المصطلحات المتعلقة بعقود الخيارات

- **مالك عقد الخيار (المشتري):** هو الطرف الذي يمتلك الحق او الذي اشترى عقد خيار الشراء او البيع. خيار الشراء يشتره مشتري الأصل لحماية نفسه من ارتفاع الاسعار، وخيار البيع يشتره بائع الأصل لحماية نفسه من انخفاض الأسعار. او هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان خيار الشراء او ببيع الأصل اذا كان خيار بيع.
- **كاتب عقد الخيار:** هو الطرف الذي يبيع عقد الخيار هو الطرف الملزم بالتنفيذ ويتقاضى علاوة لمنحه هذا الامتياز للمشتري العقد.
- **علاوة عقود الخيارات:** هي المبلغ الذي يتلقاه المستثمر الذي يبيع أو يكتب عقد الخيار لطرف آخر يسمى سعر الخيار او العلاوة، في حالة عدم ممارسة الخيار لا يتم رد العلاوة إلى المشتري. عوامل مثل السعر، تقلب الأداة المعنية بالعقد، أسعار الفائدة الحالية، ومقدار الوقت المتبقي قبل صلاحية عقد الخيارات كلها تؤثر على سعر الخيار او العلاوة.
- **سعر التنفيذ او الممارسة:** يعرف بأنه السعر الذي يمكن لصاحب عقد الخيار الشراء به (في حالة خيار الشراء) أو البيع به (في حالة خيار البيع) عند ممارسة عقد الخيارات.
- **تاريخ انتهاء الصلاحية:** آخر يوم يكون فيه عقد الخيار صالحاً، ويعتبر تاريخ انتهاء صلاحية الخيار التاريخ الذي يصبح فيه عقد الخيارات غير صالح مع انعدام وجود الحق في ممارسته.

الفرع الثاني: خيار الشراء

خيار شراء الأصل يمنح المشتري الحق، ولكن ليس الالتزام، في شراء أصل معين بسعر وبتاريخ محدد مسبقاً، مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأصل (أسهم، عمالات، بضائع) لقاء منحه إياه هذا الحق. إن

الفصل الخامس: المشتقات المالية

بائع خيار الشراء المعروف بالكاتب هو الذي عليه الالتزام، حيث انه مثلاً إذا قرر مشتري الخيار تنفيذ العقد، فإن كاتب الخيار ملزم ببيع الاصل إلى المشتري بسعر التنفيذ المحدد مسبقاً مهما كان السعر السوقي للأصل.

مثال: لنفرض أن أحد المتداولين اشترى خيار شراء على أسهم Apple بسعر تنفيذ قدره 180 دولار، مقابل دفع ثمن 3 دولار، وكان من المقرر أن ينتهي بعد ستة أسابيع. هذا يعني أن المتداول له الحق في شراء الأسهم بسعر 180 دولار للسهم مهما كان السعر السوقي للأسهم محل العقد في تاريخ التنفيذ. فمثلاً، إذا ارتفع سعر سهم Apple إلى 200 دولار، فإن تنفيذ الخيار هذا يعتبر صفقة جيدة بالنسبة للمشتري - حيث يكون بمقدوره شراء الأسهم بسعر أقل من السعر الذي يطلبونه في السوق المفتوحة، وسيكون على كاتب خيار الشراء تسليم تلك الأسهم مقابل 180 دولاراً للسهم، بغض النظر عن السعر الأساسي الفعلي لأسهم Apple في لحظة انتهاء العقد. يحقق المشتري ربح 20 دولار على كل سهم مخصص منه 3 دولار، والبائع يخسر 20 دولار على كل سهم. إذا انخفض سعر سهم Apple إلى 150 دولاراً، من ناحية أخرى، فإن المشتري ليس ملزماً بتنفيذ عقد الخيار. في هذه الحالة، سيسمح المشتري بانتهاء العقد، يخسر 3 دولار فقط وسيحتفظ الكاتب بأسهمه. من هنا يمكن تلخيص خصائص عقد خيار الشراء في الجدول التالي:

الجدول رقم (06): خصائص خيار الشراء لطرفي العقد

بائع عقد خيار الشراء	مشتري عقد خيار الشراء	من هو؟
بائع خيار الشراء هو نفسه بائع الاصل	مشتري خيار الشراء هو نفسه مشتري الاصل	
ينفذ في الحالة التي يقرر المشتري التنفيذ لان ليس له الحق في اتخاذ اي قرار، ينفذ قرارات المشتري.	ينفذ المشتري العقد في حالة كون السعر السوقي اعلى من سعر الممارسة	التنفيذ
ملزم بالتنفيذ	له الحق في الاختيار في تنفيذ وعدم تنفيذ العقد	الاختيار
له الحق في الحصول على العلاوة	ملزم بدفع العلاوة	العلاوة
ربحه محدد النطاق يتمثل في العلاوة. لان بائع خيار البيع الذي هو في نفس الوقت بائع الاصل يحقق الربح إذا تحقق السعر السوقي اقل من سعر التنفيذ الا ان في هذه الحالة مشتري خيار الشراء يقرر عدم تنفيذ العقد وبالتالي ربحه يتحدد بالعلاوة فقط.	ربحه غير محدد النطاق. -كلما ارتفعت الأسعار في السوق المفتوحة زاد ربح مشتري خيار الشراء- لان بإمكانه تنفيذ العقد وشراء الأصل بسعر المتفق عليه في العقد مهما ارتفع السعر السوقي.	الربح
خسارة غير محددة النطاق -كلما ارتفعت الأسعار في السوق المفتوحة زاد خسارة بائع خيار الشراء- لان بدل ما يبيع بسعر اعلى في السوق فهو ملزم ان يبيع بالسعر المتفق عليه في العقد.	خسارة محددة تتمثل في العلاوة، وهذا يكون في حالة تساوي السعر السوقي مع سعر التنفيذ وكذا عند تحقق سعر في السوق اقل من السعر المتفق عليه في العقد حينها يقرر المشتري عدم تنفيذ العقد ويخسر العلاوة فقط	الخسارة

المصدر: من اعداد الباحثة اعتماداً على المعلومات السابقة

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الفرع الثالث: خيار البيع

خيار البيع هو عقد بين طرفين يمنح حامله حق وليس الالتزام ببيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد. خيار البيع يتيح فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأصول التي يمتلكها أي يعطى له الحق في بيع تلك الأصول لطرف ثاني بسعر المتفق عليه مقابل مكافأة لذلك المشتري، وإذا ارتفع السعر من حقه عدم التنفيذ لذلك العقد.

مثال: إذا كانت أسهم Tesla يتم تداولها بسعر 360 دولار للسهم، هناك عقود خيار بيع هذه الأسهم ب 360 دولار (سعر التنفيذ)، حيث ان مدة صلاحية العقد هي ثلاثة أشهر. فإذا قام متداول بشراء خيار بيع هذه الأسهم فهذا يعني ان بإمكانه بيع هذه الأسهم ب 360 دولار للسهم مهما كان السعر السوقي لها. فمثلا إذا كان سعر السهم الأساسي لـ Tesla يتم تداوله في تاريخ انتهاء العقد، ب 345 دولارًا فإن تنفيذ الخيار هذا يعتبر صفقة جيدة بالنسبة لبائع الأسهم (مشتري خيار البيع) - حيث يكون بمقدوره بيع الأسهم بسعر أعلى من السعر المعروض في السوق المفتوحة، وسيكون على كاتب خيار البيع شراء تلك الأسهم مقابل 360 دولارا للسهم، بغض النظر عن السعر الأساسي الفعلي لأسهم Tesla في لحظة انتهاء العقد. يحقق بائع الاسهم ربح 15 دولار على كل سهم، ومشتري الأسهم يخسر 15 دولار على كل سهم. إذا ارتفع سعر سهم Tesla إلى 377 دولار، من ناحية أخرى، فإن البائع (مشتري خيار البيع) ليس ملزماً بتنفيذ عقد الخيار. في هذه الحالة، سيسمح البائع بانتهاء العقد، ويحتفظ بأسهمه او يبيعها في السوق المفتوحة بسعر 377 دولار. من هنا يمكن تلخيص خصائص عقد خيار البيع في الجدول التالي:

الجدول رقم (07): خصائص خيار البيع لطرفي العقد

من هو؟	مشتري عقد خيار البيع	بائع عقد خيار البيع
التنفيذ	ينفذ المشتري العقد في حالة كون السعر السوقي اقل من سعر الممارسة	بائع خيار البيع هو مشتري الاصل ينفذ في الحالة التي يقرر المشتري التنفيذ.
الاختيار	له الحق في الاختيار في تنفيذ وعدم تنفيذ العقد	ملزم بالتنفيذ
العلاوة	ملزم بدفع العلاوة	له الحق في الحصول على العلاوة
الربح	ربحه غير محدد النطاق. -كلما انخفضت الأسعار في السوق المفتوحة زاد ربح مشتري خيار البيع- لان بإمكانه تنفيذ العقد وبيع الأصل بسعر المتفق عليه في العقد مهما انخفض السعر السوقي.	ربحه محدد النطاق يتمثل في العلاوة. لان بائع خيار البيع الذي هو في نفس الوقت مشتري الأصل يحقق الربح إذا تحقق السعر السوقي اعلى من سعر التنفيذ الا ان في هذه الحالة مشتري خيار البيع يقرر عدم تنفيذ العقد، وبالتالي البائع يربح قيمة العلاوة .
الخسارة	خسارة محددة تتمثل في العلاوة، لان مشتري خيار البيع اي بائع الاصل يحقق خسارة من تحقق سعر في السوقي اعلى من السعر المتفق عليه، الا ان في هذه الحالة، يقرر المشتري عدم تنفيذ العقد ويخسر العلاوة فقط.	خسارة غير محددة النطاق -كلما انخفضت الأسعار في السوق المفتوحة زاد خسارة بائع خيار البيع- لان بدل ما يشتري بسعر اقل في السوق فهو ملزم ان يشتري بالسعر المتفق عليه في العقد.

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على المعلومات السابقة

الفصل الخامس: المشتقات المالية

المطلب الثاني: آلية عمل عقود الخيارات

عقود الخيارات هي مشتقات يمكن أن تستخدم في مجموعة واسعة من الأصول الأساسية بما في ذلك الأسهم والعملات الرقمية السلع الاستراتيجية قد يتم اشتقاق هذه العقود أيضا من المؤشرات المالية. عادة يتم استخدام عقود الخيارات للتحوط من المخاطر على المراكز الحالية وللتداول.

الفرع الأول: اهم عناصر عقود الخيارات

هناك نوعان أساسيان من عقود الخيارات خيار الشراء وخيار البيع، تمنح خيارات الشراء لأصحاب العقود الحق في شراء الأصل الأساسي بينما تمنح خيارات البيع الحق في البيع. على هذا النحو، عادة ما يدخل المتداولون في خيارات شراء عندما يتوقعون أن يرتفع سعر الأصل الأساسي وفي خيارات البيع عندما يتوقعون انخفاض السعر. قد يستخدمون أيضًا خيارات البيع والشراء ويأملون في أن تظل الأسعار مستقرة أو حتى مزيجا من النوعين للمراهنة لصالح أو ضد تقلبات السوق. هناك عقود تمنح المتداولين الحق في استعمال خيارهم في أي وقت قبل تاريخ انتهاء الصلاحية وتسمى الخيارات الأمريكية، في حين يحق لمالك عقود الخيارات الأوروبية استعمال حق الاختيار في تاريخ انتهاء الصلاحية فقط. يتكون عقد الخيارات من أربعة عناصر (BINANCE ACADEMY, 2021):

أولا-الحجم: الذي يشير الى عدد العقود التي يتم تداولها.

ثانيا- تاريخ التنفيذ او تاريخ انتهاء الصلاحية: والذي يمثل التاريخ الذي عنده لا يستطيع المتداول استخدام العقد.

ثالثًا- سعر التنفيذ او الممارسة: هو السعر الذي سيتم فيه شراء الأصل أو بيعه، في حال قرر المشتري الذي تم التعاقد معه ممارسة الخيار.

رابعًا- العلاوة: هي سعر تداول عقود الخيارات، وهي تمثل المبلغ الذي يجب على المستثمر دفعه للحصول على قوة الاختيار لذا فإن المشتريين الذين يحصلون على عقود من الكتاب (البائعين) وفقا لقيمة العلاوة والتي تتغير باستمرار باقتراب تاريخ انتهاء العقد.

ببساطة، إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق فيمكن للمتداول شراء الأصل الأساسي بسعر مخفض في هذه الحالة يختار استخدام العقد لتحقيق ربح. لكن إذا كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فلن يكون للحامل أي سبب لاستخدام هذا الخيار ويعتبر العقد بلا فائدة. عندما لا يتم تنفيذ العقد، يفقد المشتري العلاوة فقط. بمأن المشترون قادرون على الاختيار بين تنفيذ أو عدم تنفيذ الخيار والكتاب (بائعو عقود الخيار) يعتمدون على قرار المشترون، لذلك إذا قرر مشتري خيار الشراء استخدام عقده فإن البائع ملزم ببيع الأصل الأساسي. وبالمثل، إذا قرر مشتري خيار البيع تنفيذ عقده فإن البائع ملزم بشراء الأصل الأساسي. هذا يعني أن الكتاب (البائعين) يتعرضون لمخاطر أعلى من المشتريين، حيث انه تقتصر خسائر المشتريين

الفصل الخامس: المشتقات المالية

على العلاوة المدفوعة مقابل العقد، بينما يخسر الكتاب (البائعين) أكثر من ذلك بكثير اعتمادًا على سعر السوقى للأصل.

تتأثر قيمة العلاوة بأربع عوامل المتمثلة في سعر الأصل الأساسي وسعر التنفيذ والوقت المتبقي حتى تاريخ انتهاء الصلاحية وتقلب الأسواق، حيث أن تأثير هذه العوامل على علاوة خيارات البيع وخيارات الشراء مختلف كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): العوامل المؤثرة على سعر الخيارات

العوامل	علاوة خيارات الشراء	علاوة خيارات البيع
سعر الأصول	تزيد مع ارتفاع سعر الأصل	تقل مع ارتفاع سعر الأصل
سعر التنفيذ	تقل مع ارتفاع سعر التنفيذ	تزيد مع ارتفاع سعر التنفيذ
المدة	تقل العلاوة مع قصر مدة العقد	تقل العلاوة مع قصر مدة العقد
التقلب	تزيد قيمة العلاوة مع مستويات التقلب	تزيد قيمة العلاوة مع زيادة التقلب

المصدر: من اعداد الباحثة

خامسا- نقطة التعادل: نقطة التعادل يقصد بها السعر الذي لا يحقق فيه طرفي العقد لا ربح ولا خسارة وتحسب في حالة خيار الشراء كمال يلي:

نقطة التعادل في خيار الشراء = سعر الممارسة + العلاوة

وتحسب في حالة خيار البيع كمال يلي:

نقطة التعادل في خيار البيع = سعر الممارسة - العلاوة

الفرع الثاني: استخدامات عقود الخيارات

هناك عدة استخدامات لعقود الخيارات، إلا أن الطرق الأكثر شيوعاً هو الحد من المخاطر عن طريق التحوط، أو الاستفادة من تحركات الأسعار في الأسواق المختلفة عن طريق المضاربة. **أولاً- التحوط (Hedging):** استعملت عقود الخيارات في بادئ الأمر كأداة تحوط، لنفرض مثلاً أن مستثمر يمتلك أسهماً في إحدى الشركات، وانتابته شكوك بشأن تراجع أسعار هذه الأسهم في المستقبل القريب. في هذه الحالة يمكن لهذا المستثمر أن يشتري أحد الخيارات لبيع أسهمه بسعر يقترب من مستواه الحالي - وفي حال تراجع أسعار الأسهم يمكنه استخدام الخيار للحد من خسارته، وفي حالة ارتفاع أسعار الأسهم، فلن يخسر سوى ما دفعه مقابل شراء الخيار.

مثال: نفرض أن مستثمر اشترى 200 سهم بسعر 40 دولار على أمل أن يرتفع سعرها السوقى، ومع ذلك، للتحوط من احتمال انخفاض أسعار الأسهم قرر شراء خيار البيع بسعر التنفيذ 38 دولار ودفع علاوة قدرها 0.5 دولار للسهم. إذا تحول السوق نحو الانخفاض وتراجع السهم إلى 30 دولار فيمكن أن يستعمل المستثمر عقد الخيار لتخفيف الخسائر حيث يبيع كل سهم مقابل 38 دولار بدلاً من 30 دولار. ولكن إذا

الفصل الخامس: المشتقات المالية

تحول السوق إلى الاتجاه الصعودي فلن يحتاج إلى استعمال العقد وسيخسر العلاوة المدفوعة (0.5 دولار للسهم الواحد).

في مثل هذا السيناريو، تكون صفقة المستثمر متعادلة (لا مكسب ولا خسارة) عند سعر 40.5 دولار (يربح 0.5 دولار في الفارق بين سعر البيع والشراء اشترى ب 40 دولار وباع ب 40.5 دولار الا انه يخسر 0.5 دولار التي دفعها كعلاوة علاوة للسهم الواحد). وفي حال تحقق سعر 30 دولار سينفذ عقد خيار البيع ويبيع ب 38 دولار سيخسر 500 دولار (100 دولار قيمة العلاوة المدفوعة و400 دولار أخرى إذا باع كل سهم مقابل 38 دولار وكان قد اشترى ب 40 دولار اي $200 * (38 - 40) = -400$ دولار)، الا انه لو لم يستخدم عقد الخيار لكانت خسارته 2000 دولار ($200 * (30 - 40) = -2000$) اي انه تجنب خسارة 1500 دولار بدخوله في عقد الخيار، من هنا تتجلى فعالية عقود الخيارات في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الأصول.

ثانيا- المضاربة (Speculation): تستخدم عقود الخيارات ايضا في المضاربة، مثلا يمكن للمتداول الذي يعتقد أن سعر الأصل على وشك الارتفاع شراء خيار شراء، وبالتالي إذا تحققت توقعاته كان سعر الأصل قد تحرك فوق سعر التنفيذ، فيمكن للمتداول استعمال الخيار وشراء الأصل بسعر منخفض، وتحقيق الربح وربحه الصافي يكون الربح المحقق من الفارق في السعر مخصوما منه قيمة العلاوة. والمتداول الذي يتوقع ان سعر الأصل سينخفض في تاريخ مستقبلي يمكن ان يشتري خيار بيع، وبالتالي إذا تحققت توقعاته وانخفض السعر السوقي فعلا فيمكنه استعمال حق البيع بسعر اعلى، ويكون قد حقق ربح من الفارق في الأسعار، وربحه الصافي هو الربح من الفارق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ مخصوما منه قيمة العلاوة. عندما يكون سعر الأصل أعلى (في حالة خيار الشراء) أو أقل (في حالة خيار البيع) من سعر التنفيذ هذا يجعل عقد الخيار مربحاً، في هذه الحالة يطلق على العقد خيار "in-the-Money".

يكون عقد الخيار "at-the-Money" إذا كان السعر السوقي المتحقق في تاريخ التنفيذ يساوي سعر التنفيذ مضافا اليه العلاوة في حالة خيار الشراء، ويساوي سعر التنفيذ مخصوما منه العلاوة في حالة خيار البيع وهذا السعر يسمى نقطة التعادل لأنه لا يتحقق فيه لا ربح ولا خسارة.

ويسمى العقد خيار "out-of-the-Money" في حالة الخسارة، اي عندما يكون سعر الأصل أقل (في حالة خيار الشراء) أو أعلى (في حالة خيار البيع) من سعر التنفيذ.

الفرع الثالث: الاستراتيجيات الرئيسية

يمكن للمتداولين استخدام مجموعة واسعة من الاستراتيجيات عند تداول الخيارات والتي تستند إلى أربعة مراكز أساسية.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

• **كمشترى:** يمكن للمتداول شراء خيار الشراء (الحق في الشراء، مركز 1) أو يشترى خيار البيع (الحق في البيع، مركز 2).

• **كبايع:** يمكن للمتداول أن يبيع خيارات الشراء (مركز 3) أو يبيع خيارات بيع (مركز 4)، في هذه الحالة يلتزم الكتاب (بائع العقد) بشراء أو بيع الأصول إذا قرر صاحب العقد استعماله.

تعتمد استراتيجيات تداول الخيارات المختلفة على مجموعات مختلفة من عقود الشراء والبيع. تعتبر الـ Protective puts و الـ covered calls و الـ straddle والـ strangle من الأمثلة الأساسية لهذه الاستراتيجيات.

1. **Protective put:** ينطوي على شراء عقد خيار البيع للأصل المملوك بالفعل. هذه هي استراتيجية التحوط التي كما في المثال المذكور أعلاه في تقنية التحوط. يُعرف أيضًا باسم تأمين المحافظ لأنه يحمي المستثمر من الاتجاه الهبوطي المحتمل مع الحفاظ على تعرضه في حالة ارتفاع سعر الأصل.

2. **Covered call:** يتضمن بيع خيار الشراء للأصل المملوك بالفعل. يتم استخدام هذه الاستراتيجية من قبل المستثمرين لتوليد دخل إضافي (علاوة الخيارات) من ممتلكاتهم. وإذا لم يتم تنفيذ العقد، فإنهم يكسبون العلاوة مع الاحتفاظ بأصولهم. وإذا تم تنفيذ العقد بسبب زيادة في سعر السوق فإنهم ملزمون ببيع مراكزهم.

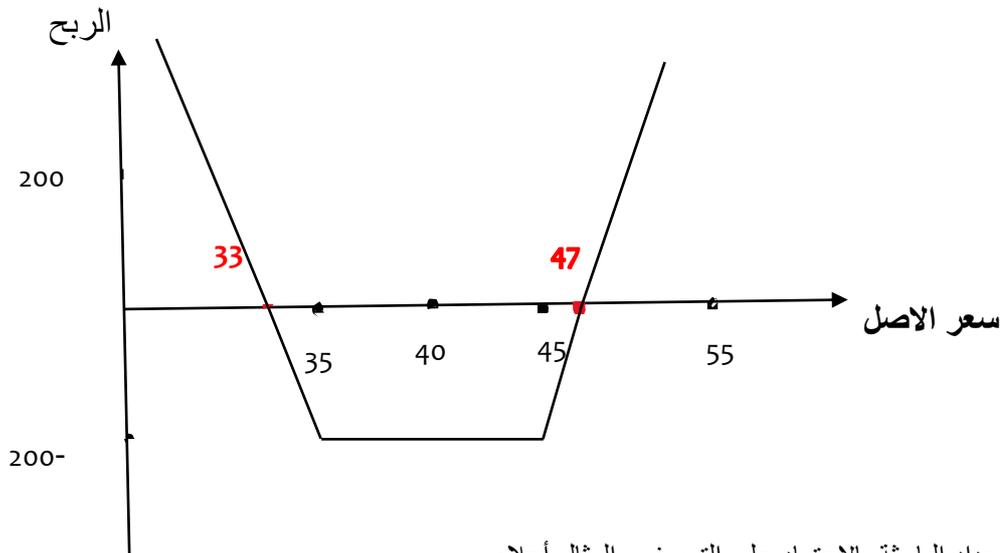
3. **Straddle:** ينطوي على شراء خيار بيع وشراء على نفس الأصل مع أسعار تنفيذ وتواريخ انتهاء متطابقة. يسمح للمتداول بالربح طالما يتحرك الأصل بدرجة كافية في أي من الاتجاهين. ببساطة، في هذه الحالة يكون المتداول يراهن على تقلبات السوق، لنفرض ان متداول قام بشراء خيار شراء وخيار بيع على أصل معين بسعر تنفيذ \$5 فإذا حدث وارتفع السعر السوقي للأصل الى 10 دولار فسينفذ عقد خيار الشراء ويشترى ب \$5 بدل من \$10 ويمكنه يلغي خيار البيع وبيع وفقا للسعر السوقي ب \$10 ويكون قد حقق ربح، وإذا حدث وانخفض سعر الأصل في السوق المفتوحة الى \$2 فسيقوم بإلغاء خيار الشراء ويشترى وفقا للسعر السوقي ب \$2 وينفذ عقد خيار البيع اي حق البيع ب \$5 وبذلك يكون قد حقق ربح من المراهات على تقلب الأسعار.

4. **Strangle:** هو إستراتيجية خيارات يحتفظ فيها المستثمر بمركز في كل من خيار الشراء وخيار البيع مع أسعار تنفيذ مختلفة، ولكن بنفس تاريخ انتهاء الصلاحية ونفس الأصل الأساسي. Strangle هو إستراتيجية جيدة ومربحة بشكل أساسي عندما يتأرجح سعر الأصل بحددة، Strangle يشبه straddle ولكنه يستخدم خيارات بأسعار تنفيذ مختلفة.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

مثال 01: الوضعية الطويلة في استراتيجية Strangle، يقوم متداول بشراء خيار بيع وخيار الشراء في نفس الوقت على نفس الأصل وبأسعار تنفيذ مختلفة حيث ان سعر التنفيذ لخيار الشراء هو \$45 للسهم، وسعر التنفيذ لخيار البيع هو \$35 للسهم، وحجم العقد هو 100 سهم مع دفع علاوة \$2/سهم والعلاوة الكلية \$200. نقاط التعادل هي **33 دولار (بالنسبة لخيار البيع $33=2-35$) و 47 دولار (بالنسبة لخيار الشراء $47=2+45$)**. إذا تحقق سعر الأصل الأساسي خارج هذا النطاق، فإن المجموعة أو الاستراتيجية تولد ربحًا، ويكون هذا الربح غير محدود. إذا كان سعر الأصل الأساسي ضمن هذا النطاق أي بين **33 دولار و 47 دولار**، فإن المجموعة تكون في حالة خسارة، إلا ان الخسارة محدودة تقتصر على العلاوة المدفوعة أي **200 دولار**. مثلا اذا تحقق سعر 33 دولار فإن المستثمر يحقق ربح اي بدل ما يبيع ب 33 دولار يبيع ب 35 دولار يحقق ربح 2 دولار على كل سهم، ولا ينفذ خيار الشراء ب 45 دولار وبالتالي يكون قد ربح 2 دولار على كل سهم والتي تساوي العلاوة التي دفعها في بداية العقد. نفس الشيء اذا تحقق سعر 47 دولار في السوق المفتوحة، يكون المستثمر الحق في شراء الأسهم ب 45 بدل من 47 دولار ويحقق ربح 2 دولار على كل سهم الا انها نفس القيمة دفعها علاوة وبالتالي يكون في التعادل لا ربح ولا خسارة. وفي حال تحقق سعر اقل من 33 دولار او اعلى من 47 دولار فسيحقق ربح غير محدد، مثلا اذا تحقق 60 دولار في هذه الحالة يمكن للمستثمر ان ينفذ عقد خيار الشراء ويشترى ب 45 دولار ويبيع بسعر السوق ب 60 دولار ويحقق ربح 15 دولار على كل سهم والربح الصافي هو 13 دولار على كل سهم والربح الكلي 1300 دولار. وتكون خسارته محددة بقيمة العلاوة في المجال بين 33 و 47 دولار، فمثلا اذا تحقق السعر في السوق 40 دولار فلا ينفذ خيار البيع لأنه سيفضل البيع بسعر السوق 40 بدل من سعر التنفيذ 33 دولار، ويختار عدم تنفيذ خيار الشراء لأنه بإمكانه الشراء في السوق سعر 40 دولار بدل من 45 وفقا للعقد وبالتالي يخسر قيمة العلاوة 200 دولار. كم هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم 03: التمثيل البياني لوضع مشتري خيار الشراء وخيار البيع – استراتيجية Strangle.



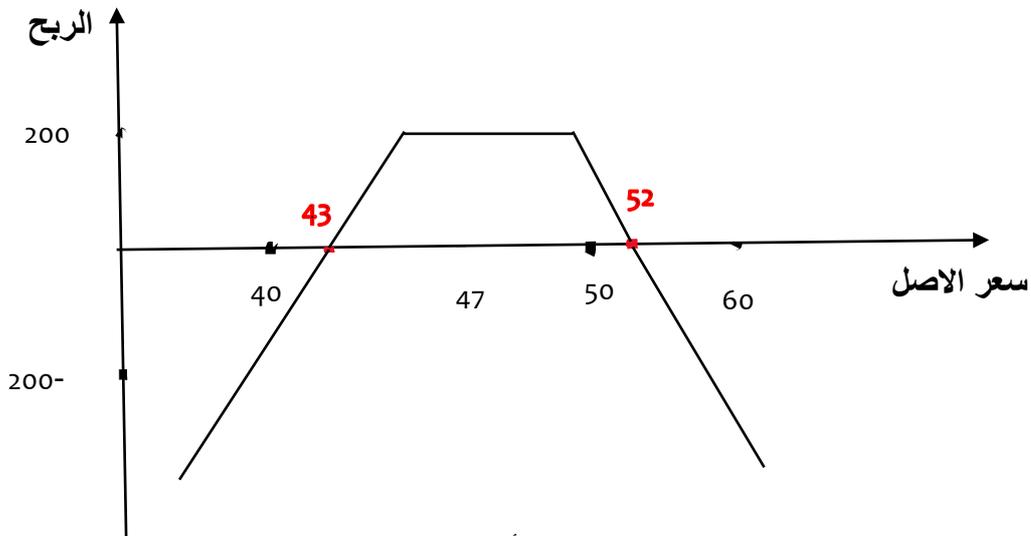
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التعريف والمثال أعلاه

الفصل الخامس: المشتقات المالية

مثال 02: الوضعية القصيرة في استراتيجية **Strangle**، يقوم متداول ببيع خيار بيع وخيار الشراء في نفس الوقت على نفس الأصل وبأسعار تنفيذ مختلفة حيث ان سعر التنفيذ لخيار الشراء هو \$50 للسهم، وسعر التنفيذ لخيار البيع هو \$45 للسهم، وحجم العقد هو 100 سهم مع دفع علاوة \$2/سهم والعلاوة الكلية \$200. المقصود هنا ان المتداول يبيعه لخيار البيع بسعر تنفيذ 45 دولار معناه انه تعهد بالشراء ب 45 دولار مهما كان السعر السوقي لهذه الأسهم، وكذلك يبيعه لخيار الشراء بسعر تنفيذ 50 دولار وكأنه الزم نفسه بالبيع ب 50 دولار مهما كان السعر السوقي للأسهم محل العقد.

لدينا نقاط التعادل التي لا يحقق فيها البائع لا ربح ولا خسارة هي بالنسبة لخيار البيع 43 دولار و52 دولار بالنسبة لخيار الشراء (43=2-45، 52=2+50). إذا تحقق سعر الأصل الأساسي خارج هذا النطاق، فإن المجموعة أو الاستراتيجية تولد خسارة، وتكون غير محددة. فمثلا إذا تحقق سعر 35 دولار والمتداول ألزم نفسه بالشراء ب 45 دولار وبالتالي سيخسر 10 دولار على كل سهم وتزيد خسارته كلما تحقق السعر السوقي اقل من سعر تنفيذ خيار البيع، في حين اذا تحقق سعر 65 دولار والمتداول ألزم نفسه بالبيع ب 50 دولار سيخسر 15 دولار على كل سهم وتزيد خسارته كلما تحقق السعر السوقي اعلى من سعر تنفيذ خيار الشراء. إذا كان سعر الأصل الأساسي ضمن هذا النطاق اي بين 33 دولار و47 دولار، فإن المجموعة تكون في حالة ربح، الا ان هذا الربح محدود ويقتصر على العلاوة المحصلة اي 200 دولار. فمثلا اذا تحقق سعر 50 دولار، فإن بائع الأصل الذي هو في نفس الوقت مشتري خيار البيع لا ينفذ العقد و يبيع الأصل وفقا للسعر السوقي ب 50 دولار بدل من 45 والمتداول اي بائع خيار البيع يربح العلاوة 200 دولار لأنها غير قابلة للاسترداد حتى ولو الغي العقد. والشكل البياني يوضح ربح وخسارة بيع خيار البيع وخيار الشراء.

الشكل رقم 04: التمثيل البياني لوضع بائع خيار الشراء وخيار البيع – استراتيجية Strangle-



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التعريف والمثال أعلاه

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الفرع الرابع: امثلة عن خيارات البيع والشراء

أولاً- مثال عن خيارات الشراء

مثال 01 خيارات الشراء على العملات: ليكن مصدر فرنسي يتوقع أن يُدفع له مبلغ 800000 دولار أمريكي يتم تحصيل المبلغ بعد 90 يوماً. لنفرض أن السعر الحالي هو 1.15 دولار أمريكي / يورو. يمكن للشركة شراء خيار شراء اليورو بسعر ممارسة يبلغ 1.16 دولار أمريكي / يورو، مما يمنحها الحق في شراء اليورو بسعر 1.16 دولار أمريكي عند الاجل، حيث ان سعر الخيار او العلاوة 8000 يورو.
المطلوب: - في الاجل (اي عند تحصيل المستحقات) إذا تحقق سعر الصرف يورو دولار 1.13 او 1.21 او 1.16، فما هو التصرف الذي تقوم به الشركة في كل حالة، مع تحديد مقدار الربح والخسارة في كل حالة؟

الحل

- لدينا قيمة العلاوة: 8000 يورو

- قيمة الصفقة أي قيمة المحصلات باليورو وفقاً للعقد: $1.16/800000 = 689655.17$ يورو

الحالة 01: في الاجل إذا أصبح السعر السوقي لليورو 1.21 دولار/ يورو يحصل المصدر

$1.21/800000 = 661157.02$ يورو في هذه الحالة ينفذ المصدر العقد ويشترى اليورو بسعر المتفق

عليه في عقد خيار الشراء اي 1.16 دولار بدل من 1.21 دولار

يحقق ربح 28498.15 يورو ($28498.15 = 661157.02 - 689655.17$)،

والربح الصافي هو الربح-العلاوة $20498.15 = 28498.15 - 8000$ يورو.

لو ان المصدر لم يدخل في عقد خيار شراء اليورو فسيشترى وفقاً للسوق ب 1.21 بالمقارنة مع يوم

تنفيذ صفقة التصدير كان السعر 1.15 سيخسر 34495.15 يورو ($34495.15 = (1.21/800000) - (1.15/800000)$)

$= -34495.15$)، وبالتالي نقول ان المصدر بدخوله في عقد خيار الشراء تجنب خسارة 34495.15

يورو.

الحالة 02: في الاجل اذا كان السعر الفوري لليورو هو 1.13 دولار/ يورو سيحصل المصدر بالعملة

المحلية قيمة $1.13/800000 = 707964.60$ يورو

في هذه الحالة يقرر المصدر عدم تنفيذ العقد لان اذا نفذ العقد سيحصل على 689655.17 يورو واذا

الغى العقد واشترى بسعر الفوري السائد في السوق سيحصل على 707964.60 يورو وبالتالي يتفادى

خسارة 18309.43 يورو ($18309.43 = 689655.17 - 707964.60$) ويخسر العلاوة فقط (8000

يورو) لأنها غير قابلة للاسترداد.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الحالة 03: في الاجل إذا كان السعر الفوري لليورو هو 1.16 دولار/يورو في هذه الحالة بتنفيذ او عدم تنفيذ العقد سيتحصل المصدر على 689655.17 يورو ويخسر العلاوة فقط (8000 يورو) لأنها غير قابلة للاسترداد.

مثال 02 خيارات الشراء على الاسهم: قام مستثمر بشراء خيار شراء أوروبي ل 100 سهم من أسهم شركة "X" بسعر ممارسة 50 يورو للسهم، وقام بدفع علاوة 2 يورو على كل سهم (سعر الخيار 2 يورو لكل سهم)، علما ان السعر الحالي للسهم هو 48.5 يورو. فاذا تحققت احدى الحالات التالية عند تاريخ تنفيذ العقد:

1. السعر السوقي للسهم 43 يورو.
2. السعر السوقي للسهم 58 يورو.
3. السعر السوقي للسهم 50 يورو.

المطلوب: - ما هو التصرف الذي يقوم به المستثمر في كل حالة، مع حدد قيمة الربح والخسارة لكل من طرفي العقد في كل حالة؟ - حدد حسابيا وبيانيا نقطة التعادل؟
الحل:

أولا-التصرف الذي يقوم به المستثمر في كل حالة

قيمة العلاوة $2 \times 100 = 200$ يورو

قيمة الصفقة وفقا للعقد: $100 \times 50 = 5000$ يورو

الحالة 01: السعر السوقي 43 يورو

قيمة الصفقة وفقا للسعر السوقي هي $43 \times 100 = 4300$ يورو، في هذه الحالة يقرر المستثمر عدم تنفيذ العقد ويشترى وفقا للسعر السوقي ب 43 يورو للسهم بدل من 50 يورو، وبعدهم تنفيذ العقد يتجنب المستثمر خسارة 700 يورو ($5000 - 4300 = 700$) ويخسر العلاوة 200 يورو. بينما بائع خيار الشراء بائع الأسهم في نفس الوقت- يربح العلاوة 200 يورو.

الحالة 02: السعر السوقي 58 يورو

قيمة الصفقة وفقا للسعر السوقي هي $58 \times 100 = 5800$ يورو، في هذه الحالة يقرر المستثمر تنفيذ العقد ويشترى وفقا للسعر التنفيذ في عقد خيار الشراء ب 50 يورو للسهم بدل من 58 يورو، وبالتالي يحقق ربح قدره 800 يورو ($5800 - 5000 = 800$) والربح الصافي هو (الربح مخصوم منه العلاوة) 600 يورو ($800 - 200$). بينما بائع خيار الشراء بائع الأسهم في نفس الوقت- يخسر 800 يورو الفارق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ يربح العلاوة 200 يورو، وبالتالي الخسارة الصافية هي $800 + 200 = 600$ يورو.

الحالة 03: السعر السوقي للسهم 50 يورو

الفصل الخامس: المشتقات المالية

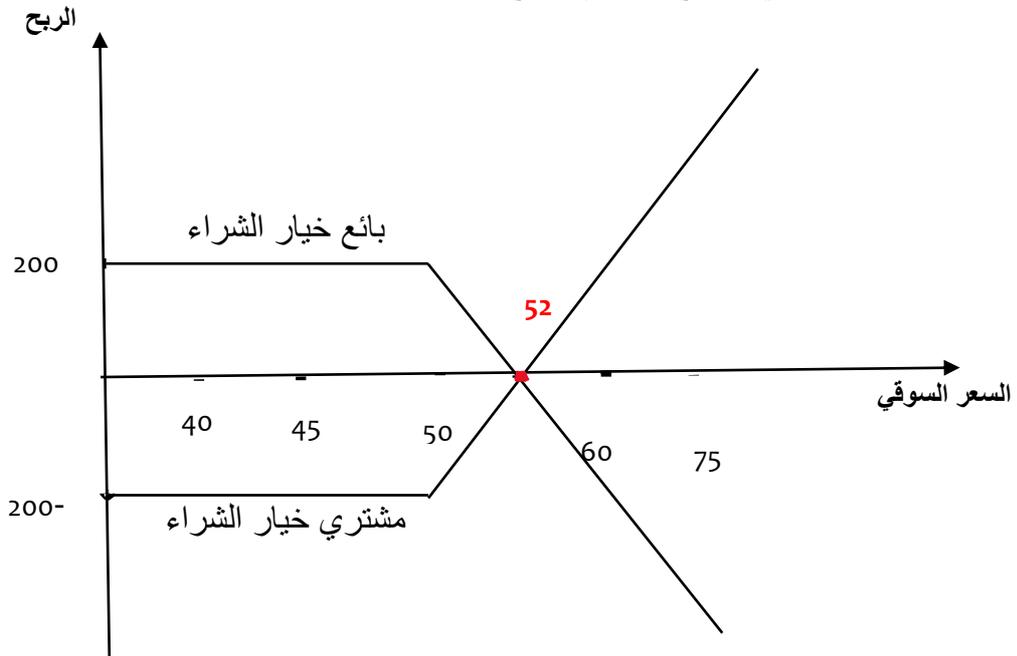
السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ وبالتالي بتنفيذ وعدم تنفيذ العقد المستثمر يشتري الأسهم ب 50 يورو ويكون قد خسر العلاوة 200 يورو لأنها غير قابلة للاسترداد وبائع الأسهم يربح العلاوة اي 200 يورو. **ثانيا- تحديد نقطة التعادل حسابيا وبيانيا:** نقطة التعادل يقصد بها السعر الذي لا يحقق فيه طرفي العقد لا ربح ولا خسارة وتحسب في حالة خيار الشراء كمال يلي:

$$\text{نقطة التعادل في خيار الشراء} = \text{سعر الممارسة} + \text{العلاوة}$$

$$\text{نقطة التعادل} = 50 + 2 = 52 \text{ يورو}$$

إذا تحقق سعر 52 يورو في السوق المفتوحة فطرفي العقد لا يحققان لا ربح ولا خسارة. فمثلا إذا تحقق السعر السوقي 52 يورو فالمستثمر بدل ما يشتري الأسهم ب 52 يورو يشتريها وفقا للعقد ب 50 يورو ويكون قد حقق ربح 2 يورو على كل سهم الا انه دفع 2 يورو كعلاوة على كل سهم يشتريه ب 50 دولار وبالتالي يكون قد ربح 2 يورو في الفارق في الأسعار وخسر 2 يورو في العلاوة وبالتالي نقول انه لم يحقق لا ربح ولا خسارة. بينما بائع خيار الشراء او بائع الأسهم فقد خسر 2 يورو من الفارق في السعر لأنه بدل ما يبيع ب 52 يورو يبيع ب 50 يورو وفقا للعقد الا انه ربح 2 يورو المتمثل في العلاوة وبالتالي نقول انه لم يحقق لا ربح ولا خسارة.

الشكل 05: التمثيل البياني لوضع مشتري وبائع خيار الشراء



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات المثال 02

من الشكل نلاحظ ان ربح مشتري خيار الشراء غير محدد النطاق يزيد مع زيادة السعر السوقي، بينما ربح بائع خيار الشراء فهو محدد النطاق يتمثل في العلاوة. ونلاحظ من الشكل أيضا ان خسارة مشتري خيار الشراء محددة النطاق تتمثل في العلاوة بينما خسارة بائع خيار الشراء فهي غير محددة النطاق تزيد

الفصل الخامس: المشتقات المالية

مع زيادة السعر السوقي. كما يبين الشكل النقطة التي لا يحقق فيها بائع ومشتري خيار الشراء لا ربح ولا خسارة.

مثال 03: خيارات الشراء على السلع الاستراتيجية

قامت شركة انتاج مشتقات الحديد بشراء خيار شراء لشراء 500 طن من الحديد ب \$1500/طن في تاريخ مستقبلي مقابل دفع علاوة قدرها \$2/طن. -ما هو التصرف الذي تقوم به الشركة في كل حالة مع تحديد نسبة الربح والخسارة بالنسبة لبائع ومشتري الخيار؟

الحالة 1: في تاريخ التسليم السعر السوقي للحديد هو \$1550/طن.

الحالة 2: في تاريخ التسليم السعر السوقي للحديد هو \$1460/طن.

الحالة 3: في تاريخ التسليم السعر السوقي للحديد هو \$1500/طن.

حدد السعر الذي لا تحقق فيه الشركة لا ربح ولا خسارة؟

الحل: -قيمة العلاوة المدفوعة هي: $1000\$ = 2 * 500$

قيمة الصفقة بالسعر المتفق عليه في العقد هي $750000\$ = 500 * 1500$

الحالة 1: قيمة الصفقة بالسعر السوقي هي: $775000\$ = 500 * 1550$

وبالنسبة للمستثمر يقرر تنفيذ العقد ويحقق ربح قدره $25000\$ = 775000 - 750000$

والربح الصافي $24000\$ = 1000 - 25000$

وبالنسبة للبائع يتحمل خسارة قدرها $25000\$$

الخسارة الصافية $-24000\$ = 25000 - 1000$

الحالة 2: في تاريخ التسليم السعر السوقي للحديد هو \$1460.

قيمة الصفقة بالسعر السوقي هي: $730000\$ = 500 * 1460$

وبالنسبة للمستثمر يقرر عدم تنفيذ العقد، يتجنب خسارة $20000\$ (20000 = 750000 - 730000)$ حيث

انه بالغائه للعقد يخسر $1000\$$ قيمة العلاوة.

وبالنسبة للبائع إذا نفذ العقد يحقق ربح قدره $21000\$$ ، وان الغي العقد يربح العلاوة أي $1000\$$

الحالة 3: في تاريخ التسليم السعر السوقي للحديد هو \$1500.

قيمة الصفقة بالسعر السوقي وبسعر التنفيذ نفسها 750000

وبالتالي بتنفيذ او عدم تنفيذ العقد، يخسر المستثمر $1000\$$ قيمة العلاوة.

وبالنسبة للبائع في كلتا الحالتين (تنفيذ او الغاء العقد) يحقق ربح قدره $1000\$$.

السعر الذي لا تحقق فيه الشركة لا ربح ولا خسارة هو:

نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة = $1500 + 2 = 1502\$$

الفصل الخامس: المشتقات المالية

ثانيا- مثال عن خيار البيع

مثال 01: خيارات البيع على العملات

مستورد ايطالي بحاجة الى 800000 دولار كندي لدفع قيمة الواردات بعد 90 يوما. لنفرض أن السعر الحالي لليورو الدولار الكندي هو 1.48 وأن المصدر متخوف من انخفاض سعر اليورو مقابل الدولار الكندي الى 1.40. يمكن للمستورد شراء خيار بيع اليورو بسعر ممارسة يبلغ 1.46، حيث ان سعر الخيار او العلاوة 7000 يورو. **المطلوب:** - في الاجل (اي عند وجوب دفع المستحقات) إذا تحقق سعر الصرف اليورو الدولار الكندي: 1.38 او 1.51 او 1.46، فما هو التصرف الذي يقوم به المستورد في كل حالة، مع تحديد مقدار الربح والخسارة في كل حالة؟

الحل: - لدينا قيمة العلاوة: 7000 يورو

- قيمة الصفقة أي قيمة المدفوعات باليورو وفقا للعقد: $1.46/800000 = 547945.2$ يورو

الحالة 01: في الاجل إذا أصبح السعر السوقي لليورو 1.38 دولار/ يورو يجب على المستورد دفع $1.38/800000 = 579710.14$ يورو في هذه الحالة ينفذ المستورد العقد ويبيع اليورو بالسعر المتفق عليه في عقد خيار البيع اي 1.46 دولار لكل يورو بدل من 1.38 دولار لكل يورو ويحقق ربح 31764.94 يورو ($547945.20 - 579710.14 = 31764.94$) والربح الصافي هو الربح-العلاوة $31764.94 - 7000 = 24764.94$ يورو.

الحالة 02: في الاجل إذا كان السعر الفوري لليورو هو 1.51 دولار/ يورو يلزم المستورد دفع بالعملية المحلية قيمة $1.51/800000 = 529801.32$ يورو في هذه الحالة يقرر المصدر عدم تنفيذ العقد لان إذا نفذ العقد سيدفع 547945.2 يورو للحصول على 800000 دولار وإذا الغى العقد وباع بالسعر الفوري السائد في السوق سيدفع 529801.32 يورو للحصول على 800000 دولار كندي وبالتالي يتفادى خسارة 18143.87 يورو ($547945.20 - 529801.32 = 18143.87$) ويخسر العلاوة فقط (7000 يورو) لأنها غير قابلة للاسترداد.

الحالة 03: في الاجل إذا كان السعر الفوري لليورو هو 1.46 دولار/ يورو في هذه الحالة بتنفيذ او عدم تنفيذ العقد سيدفع المستورد قيمة 547945.20 يورو للحصول على 800000 دولار كندي، في هذه الحالة يخسر العلاوة فقط (7000 يورو) لأنها غير قابلة للاسترداد.

مثال 02: خيارات البيع على السلع الاستراتيجية

بائع منتج الذرة (مزارع) قام بشراء خيار بيع 6000 كغ من الذرة بـ \$1.8/كغ في تاريخ مستقبلي مقابل دفع علاوة قدرها \$0.2/كغ.

- ما هو التصرف الذي يقوم به المزارع في كل حالة مع تحديد نسبة الربح والخسارة بالنسبة للبائع والمشتري الخيار؟

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الحالة 1: في تاريخ التسليم السعر السوقي للذرة هو \$1.1/كغ.

الحالة 2: في تاريخ التسليم السعر السوقي للذرة هو \$2.3/كغ.

الحالة 3: في تاريخ التسليم السعر السوقي للذرة هو \$1.8/كغ.

حدد بيانيا السعر الذي لا يحقق فيه المزارع لا ربح ولا خسارة؟

الحل: - قيمة العلاوة المدفوعة هي: $1200\$ = 0.2 * 6000$

قيمة الصفقة بالسعر المتفق عليه في العقد هي $10800\$ = 1.8 * 6000$

الحالة 1: في الاجل السعر السوقي \$1.1/كغ

قيمة الصفقة بالسعر السوقي هي: $6600\$ = 1.1 * 6000$

بالنسبة للمزارع يقرر تنفيذ العقد ويحقق ربح \$4200 (6600-10800)

والربح الصافي $3000\$ = 1200 - 4200$

وبالنسبة للمشتري الذرة او بائع خيار البيع يحقق خسارة \$3000

الحالة 2: في تاريخ التسليم السعر السوقي للقمح هو \$2.3.

قيمة الصفقة بالسعر المتفق عليه في العقد هي $10800\$ = 1.8 * 6000$

قيمة الصفقة بالسعر السوقي هي: $13800\$ = 2.3 * 6000$

بالنسبة للمزارع يقرر عدم تنفيذ العقد ويتجنب خسارة \$3000 (10800-13800) ويخسر العلاوة فقط

\$1200 وبالنسبة للمشتري الذرة او بائع خيار البيع يحقق ربح \$1200 المتمثل في العلاوة

الحالة 3: في تاريخ التسليم السعر السوقي للقمح هو \$1.8.

قيمة الصفقة بالسعر المتفق عليه في العقد هي نفسها قيمة الصفقة بالسعر السوقي وهي:

$10800\$ = 1.8 * 6000$

وبالنسبة للمزارع بتنفيذ او عدم تنفيذ العقد، يخسر \$1200 قيمة العلاوة. وبالنسبة للمشتري الذرة في كلتا

الحالتين (بتنفيذ او الغاء العقد) يحقق ربح قدره \$1200.

السعر الذي لا يحقق فيه لا ربح ولا خسارة هو نقطة التعادل،

نقطة التعادل في خيار البيع = سعر الممارسة - العلاوة

نقطة التعادل $1.6 = 0.2 - 1.8$

اذا تحقق سعر \$1.6/كغ، فعندئذ يحقق المزارع ربح 0.2 دولار من الفارق في السعر لأنه بدل ما يبيع ب

1.6 وفقا للسعر السوقي يبيع ب 1.6 وفقا للعقد الا انه من جهة أخرى دفع نفس المبلغ كعلاوة للحصول ع

هذه الحق وبالتالي نقول انه لا يحقق ربح ولا خسارة عند هذا السعر، وبالنسبة لمشتري الذرة فهو يخسر

المبحث الثالث: عقود المبادلات

بعبارة بسيطة، فإن معنى عقود المبادلة هو تبادل عنصر بأخر، مثل المقايضة، حيث انه يمكن تسميتها أيضا المقايضات. عقود المبادلة هي نوع من العقود المشتقة وتتضمن تبادل التدفقات النقدية المتفاوض عليها مسبقا لأداتين ماليتين. تم طرح المبادلات في أواخر الثمانينيات، وهي نوع جديد نسبيا من المشتقات، إلا أن بساطتها، إلى جانب تطبيقاتها الواسعة كالتحوط من الخطر وتقليل حالة عدم اليقين، تجعلها واحدة من أكثر العقود المالية تداولاً. على عكس العقود الآجلة والخيارات، لا يتم تداول عقود المبادلات في البورصات، بالإضافة إلى ذلك، عادة ما تكون الأطراف المقابلة في هذه العقود شركات ومؤسسات مالية وليس أفراد. حيث تشارك المؤسسات المالية كصناع سوق لأسواق المبادلات وتسهل هذه المؤسسات والمعروفة أيضا باسم بنوك المبادلات، المعاملات عن طريق مطابقة الأطراف المقابلة.

المطلب الأول: ماهية عقود المبادلات

تشكل المقايضات أو المبادلات صورة من صور المشتقات المالية وتسري عقودها على أسعار الفائدة و العملات حيث انها تعتبر التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه احد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على ان يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.

الفرع الأول: مفهوم عقود المبادلة

أولاً- تعريف عقود المبادلة: تعرف عقود المبادلات على انها التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (أو أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق .

ثانياً- خصائص عقود المبادلة: تتميز عقود المبادلة بالخصائص التالية:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات.
- تتضمن عقود المبادلات مخاطر إنتمان ومخاطر عدم السداد وإن كانت هذه المخاطر ليست كبيرة، لأن المخاطر في حالة صعوبة السداد تتمثل في الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة الثابت وليست قيمة العقد كله، وذلك في مبادلة سعر الفائدة، أما في مبادلة العملات، فإن التبادل يتم لكل من الفائدة وقيمة.
- تستخدم عقود المبادلات إلى جانب تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة في إعادة جدولة خدمة الدين سواء كانت بفائدة ثابتة أو متغيرة أو بأكثر من عملة دون الإضرار إلى رده أو بيع الأصول الموجودة في حالة حدوث أزمات مالية.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

ثالثا- مزايا وعيوب عقود المبادلة

1. المزايا: تتمثل مزايا عقود المبادلة فيما يلي:
 - تحقق هيكل اقتراض بالكلفة المرغوبة.
 - تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة.
 - يمكن استعمالها في التحوط من المخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية .
 - تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين.
 - لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها.
2. العيوب: تكمن سلبيات الدخول في عقد المبادلة في
 - لاتخضع لرقابة السوق المنظمة.
 - يصعب إلغائها في أغلب الأحيان .
 - تنطوي على مخاطر ائتمانية كبيرة.
 - يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها.
 - تكون في بعض الأحيان معقد

الفرع الثاني: تطبيقات عقود المبادلات

في الوقت الحاضر، تعتبر عقود المبادلات جزءًا أساسيًا من التمويل الحديث. يمكن استخدامها للاهداف التالية:

أولا- التحوط من المخاطر: إحدى الوظائف الأساسية للمبادلات هي التحوط من المخاطر. على سبيل المثال، تمكن عقود مبادلة أسعار الفائدة التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة، وتستخدم مبادلات العملات للتحوط ضد تقلبات أسعار صرف العملات.

ثانيا- الوصول إلى أسواق جديدة: يمكن للشركات استخدام المبادلات كأداة للوصول إلى الأسواق التي لم تكن متوفرة من قبل. على سبيل المثال، يمكن لشركة أمريكية أن تختار الدخول في مقايضة عملة مع شركة بريطانية للوصول إلى سعر فائدة أكثر جاذبية، لأن الشركة التي تتخذ من المملكة المتحدة مقرا لها يمكن أن تقترض محليا بسعر أقل.

ثالثا- تخفيض تكلفة التمويل: مثلا شركة أمريكية تريد الاستثمار في المملكة المتحدة، بمعنى ان الشركة بحاجة للجنه الاسترليني الا ان نسبة الفائدة التي ستدفعها اذا قامت بالاقتراض في سوق المال البريطانية ستكون عالية، بالمقارنة مع النسبة التي تفرض على مستثمر بريطاني. في هذه الحالة يمكن للشركة البحث عن مستثمر بريطاني يرغب في الاستثمار في الولايات المتحدة الامريكية الا انه يجب عليه طرح سندات في سوق المال الامريكي ليوفي حجم استثماراته الا ان نسبة الفائدة التي سيدفعها اكبر بالمقارنة مع مستثمر

الفصل الخامس: المشتقات المالية

امريكي. في هذه الحالة يمكن لكل مستثمر ان يقترض في سوق رأس المال المحلي اين يتمتع بميزة نسبية، ومن ثم يتم مبادلة المبالغ من خلال بنك المبادلة، وهكذا يكون الطرفين قد اقترضا المبالغ المرغوبة بتكلفة اقل.

الفرع الثالث: أنواع عقود المبادلة

عقود المبادلة هي مشتقات مالية تسمح لاثنين من وكلاء المعاملات "بتبادل" تدفقات الإيرادات الناشئة عن بعض الأصول الأساسية التي يحتفظ بها كل طرف.

أولاً- عقود مبادلات أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps): عقود مبادلات أسعار الفائدة: عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد (نفس المبلغ) بعمله معينة ولنفس المدة - تسمى مبادلة الفانيليا العادية - حيث يتبادل أحد الطرفين سعرا ثابتا مقابل سعر عائم والعكس صحيح على فترات متفق عليها مسبقاً في عمر العقد.

ثانياً- عقود مبادلة العملات (Currency Swaps): يتضمن هذا النوع من المقايضة الأطراف المقابلة لتبادل المبلغ الأساسي ومدفوعات الفائدة بعملات مختلفة. يقومون بالتحوط لمركز استثماري من التقلبات في أسعار صرف العملات.

ثالثاً- عقود مبادلة السلع (Commodity Swaps): عقود مبادلة السلع هي نوع من عقود المشتقات التي تسمح لطرفين بتبادل (أو مبادلة) التدفقات النقدية التي تعتمد على سعر الأصل الأساسي المتمثل في السلع الاستراتيجية مثل النفط والثروة الحيوانية أو المعادن النفيسة. يتم استخدامها للتحوط ضد التقلبات في سعر السوق للمنتج المعني، حيث تسمح هذه العقود لمنتجي السلع الأساسية والمستخدمين النهائيين بتثبيت السعر المحدد للسلعة الأساسية، حيث انها لا تشمل تبادل السلعة الفعلية. في عقود مبادلة السلع، يكون طرف دافعا ثابتا بينما الطرف الآخر دافعا عائماً. عندما يتجاوز السعر العائم لسلعة ما السعر الثابت، يدفع الدافع العائم الفرق. من ناحية أخرى، إذا تجاوز السعر الثابت السعر المتغير، فإن الدافع الثابت هو الذي يدفع الفرق. في عقود مبادلة السلع، يتم تبادل تدفقات الفارق بين السعر الثابت المتفق عليه والسعر العائم وليس المبلغ الأساسي.

مثال عن كيفية عمل عقود مبادلة السلع: أبرمت شركة طيران عقدا مع شركة نفطية لدفع سعر ثابت قدره 5.00 دولارات للغالون مقابل نسبة من احتياجاتها من الوقود. إذا كان سعر الوقود في فترة الدفع اي السعر العائم 5.20 دولار للغالون، فما المبلغ الذي وفرته شركة الطيران، بالنظر إلى أن العقد مقابل 200000 غالون من الوقود؟

نرى هنا أن شركة الطيران تريد دفع سعر ثابت قدره 5.00 دولارات للغالون الواحد من الوقود. في هذه المرحلة، سيكون الفرق هو: 5.20 دولار للغالون - 5.00 دولارات للغالون = 0.20 دولار للغالون

الفصل الخامس: المشتقات المالية

في المجموع، سيدفع الطرف الآخر (الشركة النفطية) لشركة الطيران 200000 جالون \times 0.20 دولار للغالون = 40 ألف دولار هذا المبلغ 40000 دولار سيعوض الزيادة في سعر الوقود الذي تدفعه شركة الطيران. إذا كان على شركة الطيران دفع 5.20 دولار للغالون مقابل 200000 جالون من الوقود، فإن هذا سيكلفهم 1040000 دولار. ومع ذلك، نظرًا لعقد المبادلة، فإن المبلغ الصافي هو: 1040000 دولار - 40000 دولار = 1000000 دولار.

إذا كان السعر 4.9 دولارات للغالون، في هذه الحالة شركة الطيران ستدفع الفارق المتمثل في 0.1 دولار لكل غالون، أي بمجموع 20000 دولار.

رابعاً- مبادلات الأسهم : هي الإتفاق على مبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر. ومن أمثلة ذلك الإتفاق على أن يدفع المستثمر لطرف آخر في تاريخ لاحق سعر الليبور، لعملة معينة على مبلغ معين متفق عليه مقابل حصوله على معدل العائد على أسهم بنفس القيمة في بورصة ما، مقاساً على أساس معدل الزيادة في الرقم القياسي للمؤشر الخاص بأسعار الأسهم في تلك البورصة.

خامساً- مبادلات خيارية (Swaption): هي عبارة عن عقود تعطي حاملها الحق بأن ينفذ هذا الخيار إذا ما رغب بذلك أي بأن يجري هذا الحامل المبادلة مع الغير دافعا العلاوة المطلوبة. ويجري استخدام هذه العقود من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة، ذلك أن المنشآت التي تقترض بسعر معوم عرضه دائماً لإرتفاع أسعار الفائدة، وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأقصى للفائدة أو مايسمى بالسقف لتقليل حجم المخاطر إلى أقل حد ممكن وعند تحديد ثمن الخيار يؤخذ في الإعتبار طول مدة الخيار و سعر التعاقد و كذلك مدى تقلب أسعار الفائدة محل التعاقد.

مثال حول طريقة عمل عقود المبادلات الخيارية: لدى شركة XYZ تسهيلات اقتراض تستحق خلال ستة أشهر وتتطلب إعادة التمويل. أخذت عملية الميزانية السنوية لـ XYZ في الحسبان الحد الأقصى لسعر الفائدة، إلا ان الشركة XYZ تشعر بالقلق من أنه قبل تاريخ التمديد، قد ترتفع الأسعار فوق هذا المعدل. تختار XYZ الدخول في مبدلة خيارية Swaption. إذا ارتفعت أسعار الفائدة عن سعر المتفق عليه في عقد المبادلة عند استحقاق إعادة التمويل ، فإن XYZ ستواصل عملية المبادلة. إذا كانت أسعار الفائدة في تاريخ التبييت أقل من سعر المبادلة ، فلن يتم تنفيذ عقد المبادلة وبدل من ذلك تقترض بسعر الفائدة السائد.

الفصل الخامس: المشتقات المالية

المطلب الثاني: كيفية استخدام عقود المبادلة

تعتبر عقود المبادلات التزام تعاقدي بين طرفين والذي يكون من خلاله مبادلة نوع معين من التدفقات النقدية - او اصل معين- يمتلكه احد الطرفين مقابل تدفق او اصل يمتلكه الطرف الآخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، ويكون التبادل في تاريخ لاحق.

في عقود المبادلة أسعار الفائدة، يقوم طرفان بإبرام اتفاقية تعاقدية لتبادل التدفقات النقدية على فترات دورية. فعندما تكون مبادلة سعر الفائدة بعملة واحدة، وعادة ما يتم اختصار اسم هذا النوع إلى **مبادلة أسعار الفائدة**. النوع الآخر يتمثل في مبادلة سعر الفائدة بين العملات (عملات مختلفة)، وعادة ما يسمى هذا النوع **مبادلة العملات** وفي هذا النوع يتم مبادلة تدفقات أسعار الفائدة بالإضافة إلى الأصل.

الفرع الأول: آلية عمل مبادلة أسعار الفائدة

أولاً- تعريف عقد مبادلة أسعار الفائدة : مبادلة أسعار الفائدة هي نوع من عقود المشتقات التي يتفق من خلالها طرفان على تبادل تدفق واحد من مدفوعات الفائدة المستقبلية بآخر، بناء على مبلغ رئيسي محدد. في معظم الحالات، تشمل مبادلة أسعار الفائدة تبادل سعر فائدة ثابت بسعر متغير.

من بين الأسباب الرئيسية التي تجعل المؤسسات المالية تستخدم مبادلات أسعار الفائدة هي التحوط ضد الخسائر أو إدارة مخاطر الائتمان أو المضاربة. يتم تداول مبادلات أسعار الفائدة في أسواق خارج البورصة (OTC) وهي مصممة لتناسب احتياجات كل طرف، وأكثر المبادلات شيوعاً هي مبادلة سعر الفائدة الثابت بسعر فائدة عائم، والمعروف أيضاً باسم "مبادلة الفانيليا".

تلجأ الشركات والمستثمرون والبنوك والحكومات إلى مقايضات أسعار الفائدة لعدة أسباب:

- لتعويض مخاطر سعر الفائدة المتغير.
- لتأمين سعر ثابت في المستقبل،
- للاستفادة من فروق الأسعار بين العملات (المراجحة)،
- التكهن بتقلبات الأسعار المتوقعة.

ثانياً- كيف تعمل مبادلة سعر الفائدة؟ يمكن أن تكون مبادلة أسعار الفائدة معقدة نوعاً ما، ولكن في أبسط أشكالها، يتم تقسيمها إلى بضع خطوات فقط:

1. تحدد المبلغ الأساسي

بمجرد أن يقرر الطرفان الدخول في عقد مبادلة أسعار الفائدة، يتعين عليهما تحديد الأساس الذي تستند عليه أسعار الفائدة، وهو مبلغ أساسي "افتراضي" والذي لا يمثل جزءاً من الصفقة نفسها، ولكنه يستخدم ببساطة للإشارة إلى المبلغ الذي يتم احتساب الفائدة على أساسه.

2. تحديد الأسعار

يجب على الأطراف أيضا تحديد نوع ومقدار الفائدة التي يريدون تبادلها. تمثل هذه الفائدة التدفقات النقدية (أي الأموال المتدفقة داخل وخارج شركات المبادلة). عندما تتبادل الشركات مدفوعات أسعار الفائدة الخاصة بها، فإنها في الواقع تتبادل التدفقات النقدية.

3. توقيع عقد مبادلة سعر الفائدة

يوقع الطرفان عقداً مالياً لإبرام الصفقة. عادة ما تعمل البنوك التجارية أو الاستثمارية كوسيط خلال هذا التبادل (ويشار إليها باسم "بنك المبادلة"). العقد المالي المستخدم في مبادلة أسعار الفائدة هو "مشتق" لأنه يستمد قيمته من أصل أساسي.

في الأساس، تحدث مبادلة أسعار الفائدة عندما يتفق طرفان - أحدهما يتلقى مدفوعات فائدة ثابتة والآخر يتلقى مدفوعات بسعر فائدة متغير -

الطرف الأول يفضل الحصول على أو دفع سعر ثابت مضمون بدل من سعر فائدة عائِم، لاعتقاده ان أسعار الفائدة ستتغير في الاتجاه غير المرغوب (الارتفاع في حالة الدفع والانخفاض في حالة تحصيل). بينما يعتقد الطرف الذي يفضل الحصول على أو دفع سعر فائدة متغير ان سعر الفائدة سيتغير في الاتجاه المربح (ينخفض في حالة الدفع ويرتفع في حالة التحصيل)، الاستفادة من الارتفاع في أسعار الفائدة وكسب مدفوعات فائدة أعلى، والاستفادة من الانخفاض في أسعار الفائدة ودفع فوائد اقل في حالة الاقتراض.

في مبادلة أسعار الفائدة، الشيء الوحيد الذي يتم مبادلته بالفعل هي مدفوعات الفائدة. لا يمتلك الطرفان ديون الطرف الآخر، وبدلاً من ذلك، فإنهم يبرمون فقط عقداً لدفع بعضهم البعض الفرق في مدفوعات القرض كما هو محدد في العقد. إنهم لا يتبادلون أصول الدين، ولا يدفعون كامل مبلغ الفائدة المستحقة في كل تاريخ دفع فائدة - فقط الفرق المستحق نتيجة لعقد المبادلة. ينص عقد مبادلة سعر الفائدة الجيد بوضوح على شروط الاتفاقية، بما في ذلك أسعار الفائدة ذات الصلة التي يجب أن يدفعها كل طرف من قبل الطرف الآخر، وجدول السداد (على سبيل المثال، شهرياً أو ربع سنوي أو سنوياً). بالإضافة إلى ذلك، ينص العقد على كل من تاريخ البدء وتاريخ الاستحقاق لاتفاقية المبادلة.

الهدف من هذا العقد هو الحصول على الحماية والحصول على الأرباح، حيث يحصل أحد الطرفين على الحماية من المخاطر بسعر ثابت، بينما يحصل الطرف الآخر على التعرض للربح المحتمل من معدل عائِم - في النهاية، سيحصل أحد الطرفين على مكافأة مالية بينما الآخر يتكبد خسارة مالية. إذا ارتفعت أسعار الفائدة خلال مدة اتفاقية المبادلة، فإن الطرف الذي يتلقى السعر العائِم سيربح ويتكبد الطرف الذي يتلقى السعر الثابت خسارة. على العكس من ذلك، إذا انخفضت أسعار الفائدة، فسيستفيد الطرف الذي

الفصل الخامس: المشتقات المالية

يحصل على عائد معدل ثابت مضمون، في حين أن الطرف الذي يتلقى مدفوعات على أساس معدل عائم سيجد مبلغ مدفوعات الفائدة التي يتلقاها ينخفض .

مثال - عقد مبادلة سعر الفائدة قيد التنفيذ

لنرى بالضبط كيف يمكن أن تبدو اتفاقية مبادلة أسعار الفائدة وكيف يتم تنفيذها في الواقع. في هذا المثال ، تعقد الشركتان "A" و "B" اتفاقية مبادلة سعر فائدة بقيمة اسمية تبلغ 100000 دولار. تعتقد الشركة "A" أنه من المرجح أن ترتفع أسعار الفائدة خلال العامين المقبلين وتهدف إلى الحصول على أرباح محتملة من عائد معدل الفائدة المتغير الذي قد يرتفع. تتلقى الشركة "B" حاليًا عائدًا عائمًا لسعر الفائدة ، لكنها أكثر تشاؤمًا بشأن حركة أسعار الفائدة، معتقدة أنها على الأرجح ستتنخفض خلال العامين المقبلين، الأمر الذي يجعلها ترغب في الحصول على معدل عائد ثابت مغلق للفترة. تدخل الشركتان في عقد مبادلة أسعار الفائدة لمدة عامين بقيمة اسمية محددة تبلغ 100000 دولار. تقدم الشركة "A" للشركة "B" سعرًا ثابتًا قدره 5% مقابل الحصول على سعر عائم لسعر ليبور زائد 1%. حيث أن معدل LIBOR في بداية اتفاقية مبادلة أسعار الفائدة هو 4%، لذلك، فإن الشركتين على قدم المساواة، حيث تحصل كل منهما على 5%.

لنفرض الآن أن أسعار الفائدة ترتفع، حيث ارتفع سعر ليبور إلى 5.25% بنهاية السنة الأولى لاتفاقية مبادلة أسعار الفائدة. لنفرض كذلك أن اتفاقية المبادلة تنص على أن مدفوعات الفائدة ستتم سنويًا (لذا فقد حان الوقت لكل شركة لتلقي مدفوعات الفائدة الخاصة بها).

تدين الشركة "A" للشركة "B" بعائد معدل ثابت قدره 5000 دولار (5% من 100000 دولار). ومع ذلك، نظرًا لارتفاع أسعار الفائدة، كما يتضح من ارتفاع سعر ليبور القياسي إلى 5.25%، فإن الشركة "B" مدينة للشركة "A" (5.25%) مضاف إليه 1% أي 6.25% من 100000 دولار، أي قيمة الفائدة الواجب دفعها للشركة "A" هو 6250 دولار. لتجنب المتاعب والنفقات لكلا الطرفين تنص شروط اتفاقية المبادلة على أنه يجب دفع صافي الفرق فقط في المدفوعات إلى الطرف المناسب. في هذه الحالة ، ستتلقى الشركة "A" مبلغ 1250 دولار (6250 - 5000 = 1250) من الشركة "B". وقد استفادت الشركة "A" من قبول المخاطر الإضافية الملازمة لقبول عائد معدل الفائدة المتغير. في حين تكبدت الشركة "B" خسارة قدرها 1250 دولار.

ماذا لو انخفض سعر ليبور في نهاية السنة الأولى من الاتفاقية إلى 3.75%؟ مع عائدها الثابت، ستظل الشركة "A" مدينة بمبلغ 5000 دولار أمريكي للشركة "B"، في حين الشركة "B" مدينة فقط للشركة "A" بمبلغ 4.750 دولار (3.75% + 1% = 4.75%، 4.75% من 100.000 دولار = 4.750 دولار). سيتم حل ذلك

الفصل الخامس: المشتقات المالية

من خلال دفع الشركة "A" 250 دولار للشركة "B" (5000 - 4750 = 250 دولار). في هذا السيناريو، تكبدت الشركة "A" خسارة صغيرة وجنت الشركة "B" فائدة.

خلاصة: بموجب هذا العقد توافق الشركة (A) على أن تدفع للشركة (B) سعر فائدة ثابت 5% سنوياً على أصل بقيمة 100000 \$، وفي المقابل توافق الشركة (B) على أن تدفع للشركة (A) سعر فائدة عائم 1% + LIBOR لسنة على نفس الاصل. وبفرض أن العقد ينص على تبادل المدفوعات كل سنة. فإنه يمكن تمثيل المعادلة بين الشركتين بيانياً كما يلي:

الشكل رقم (07): آلية عمل عقد مبادلة أسعار الفائدة



المصدر من اعداد الباحثة

ويمكن حساب M - المدفوعات أو المتحصلات - بموجب العلاقة التالية:

$$M = [I_{floating} - I_{fixed}] \times \frac{n}{360} \times V$$

حيث:

M: تمثل المدفوعات أو المتحصلات.

$I_{floating}$: معدل الفائدة المتغير.

I_{fixed} : معدل الفائدة الثابت.

n: عدد الأيام (فترة التسوية المنصوص عنها في العقد).

V: قيمة عقد المبادلة.

ثالثاً- المبادلات والميزة النسبية: تتعلق إحدى التفسيرات الشائعة المطروحة بخصوص شعبية المبادلات بالميزة النسبية، ولنأخذ مثلاً حالة استخدام مبادلات الفائدة في تحويل التزام ما. ان بعض الشركات لديها ميزة نسبية عند الاقتراض في أسواق الأسعار الثابتة، في حين أن بعضها الآخر لديه ميزة نسبية في أسواق الأسعار العائمة، و عند الحصول على قرض جديد يكون من المنطقي أن تذهب الشركة إلى السوق التي توجد لها فيها ميزة نسبية، وقد يؤدي هذا بالشركة إلى الاقتراض بأسعار فائدة ثابتة في الوقت الذي ترغب فيه في أسعار معومة أو الاقتراض بأسعار معومة وهي تريد أسعار ثابتة، وتستخدم المبادلة في تحويل قرض بسعر فائدة ثابت إلى قرض بسعر فائدة معوم والعكس. (Eun & Resnick, 2009)

الفصل الخامس: المشتقات المالية

مثال: بفرض أن شركتين A و B ترغبان في اقتراض 10 مليون دولار لمدة 5 سنوات، وقد عرضت عليهما الأسعار التالية:

الجدول رقم (09): معطيات تظهر الميزة النسبية لشركتين			
البيان	الشركة A	الشركة B	الفارق
سعر الفائدة الثابت	10%	11.25%	1.25%
سعر الفائدة المتغير	LIBOR	LIBOR + 0.5%	0.5%
			0.75%

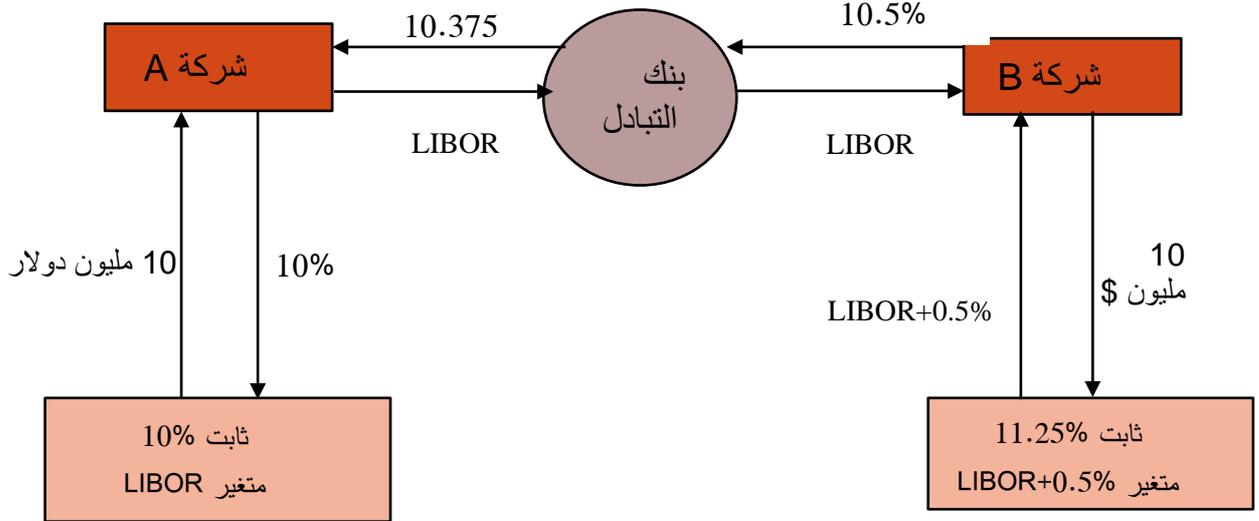
المصدر: من اعداد الباحثة

وإذا افترضنا بنك المبادلة يقوم بتسعير 5 سنوات مبادلة سعر الفائدة عند 10.375%- 10.50 % مقابل تغير الليبور، الشركة "A" تتوقع انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي تريد الاقتراض بسعر فائدة متغير أو معوم، في حين ان الشركة "B" تتوقع ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي تفضل الاقتراض بسعر فائدة ثابت. من الواضح أنه ينبغي على الشركة B أنها ذات ترتيب ائتماني أقل من الشركة A في الأسواق الثابتة والمعومة، كما أن الفرق بين السعرين الثابتين أكبر من الفرق بين السعرين المعومين. حيث تدفع الشركة B 1.25% أكثر من الشركة A في أسواق الأسعار الثابتة و0.5% فقط أكثر من الشركة A في أسواق الأسعار المعومة، ويبدو من ذلك أن الشركة B تتمتع بميزة نسبية في أسواق أسعار الفائدة العائمة على حين يبدو أن الشركة A لها ميزة نسبية في أسواق الأسعار الثابتة.

وهذا التباين الظاهر هو الذي يؤدي إلى إمكانية التفاوض على المبادلة. بمأن كلا الشركتين تريدان اقتراض نفس المبلغ 10 مليون دولار لمدة نفسها 5 سنوات، وكلا الشركتين تريد اقتراض هذا المبلغ بأقل تكلفة. وبمأن الشركة "A" تريد الاقتراض بسعر فائدة متغير والشركة "B" تفضل الاقتراض بسعر فائدة ثابت، لكن بالنسبة للمؤسسة "A" سعر الفائدة الثابت مغري على سعر الفائدة المتغير في حين ان سعر الفائدة المتغير يكلف المؤسسة "B" أقل من الثابت. في هذه الحالة على الشركتين الاقتراض بسعر فائدة الأقل تكلفة ثم اللجوء الى بنك التبادل لعقد اتفاق مبادلة أسعار الفائدة. اي ان الشركة "A" تقترض بسعر فائدة ثابتة قدره 10% سنويا وتستبدله بالمتغير، والشركة "B" تقترض بسعر فائدة متغير LIBOR+0.5% وتستبدله بالثابت. وبذلك تدخل الشركتان في اتفاقية مبادلة كما يلي:

الفصل الخامس: المشتقات المالية

الشكل رقم (08): تمثيل عملية مبادلة أسعار الفائدة بين الشركتين بتدخل بنك التبادل



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات المثال

جدول رقم (10): صافي التدفقات النقدية

بنك المبادلة	الشركة B	الشركة A	
%10.375	LIBOR+0.5%	%10	دفع
LIBOR	%10.50	LIBOR	دفع
LIBOR	LIBOR	%10.375	تحصيل
% 10.50			
%0.125	%11	LIBOR - 0.375%	الصافي

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على المعطيات المثال

بعد اللجوء الى البنك يطلب البنك من كلا الشركتين الاقتراض بسعر فائدة الأقل تكلفة ثم تقوم البنك بتبديل أسعار الفائدة، حيث تطلب من الشركة A التي تريد دفع سعر فائدة متغير اعطاءها LIBOR ثم تقدمه للشركة B التي لا تريد دفع سعر فائدة متغير، ومن جهة أخرى تطلب من الشركة B التي تريد دفع سعر فائدة ثابت بإعطائها فائدة 10.5% على 10 مليون دولار ويقوم بنك التبادل بدفع 10.375% فائدة على نفس المبلغ للشركة A.

أي ان الفائدة التي ستدفعها الشركة A هي: $LIBOR - 0.375\% = 10.375 - (LIBOR + 10)$

الفائدة التي ستدفعها الشركة B هي: $11\% = LIBOR - (LIBOR + 0.5 + 10.50)$

والبنك يربح 0.125% فائدة على 10 مليون دولار.

إن التأثير الصافي لهذه التدفقات النقدية هو أن الشركة A سوف تدفع 0.375% LIBOR سنوياً، وهذا يقل 0.375% سنوياً عما كانت ستدفعه إذا توجهت مباشرة إلى الأسعار المعومة.

وبالنسبة للشركة B تدفع 11% سنوياً، الذي يقل بمقدار 0.25% سنوياً عما كانت ستدفعه لو أنها اتجهت مباشرة إلى أسواق الأسعار الثابتة. وبنك المبادلة سيحصل على عمولة تقدر ب 0.125% فائدة على 10

الفصل الخامس: المشتقات المالية

مليون دولار. وبالتالي فإن المكسب الإجمالي يكون $0.125+0.25+0.375=0.75\%$ سنويا. وهذا يمثل قيمة الفارق المحسوب في الجدول أعلاه (جدول رقم 09).

الفرع الثاني: عقود مبادلة العملات Currency Swaps

أولا- تعريف عقد مبادلة العملات

مبادلة العملات هي معاملة يقوم فيها طرفان بتبادل مبلغ معادل من المال مع بعضهما البعض ولكن بعملات مختلفة. يقوم الطرفان بشكل أساسي بإقراض بعضهما البعض المال وسيسدان المبالغ في تاريخ وسعر صرف محددين. قد يكون الغرض هو التحوط من التعرض لمخاطر أسعار الصرف، أو المضاربة على اتجاه العملات محل العقد، أو لتقليل تكلفة الاقتراض بعملة أجنبية. الاطراف المشاركة في مبادلة العملات عادة ما تكون مؤسسات مالية، تتداول بمفردها أو نيابة عن شركة غير مالية. (Cory , 2020)

ثانيا- كيف تتم عملية مبادلة العملات؟

في مبادلة العملات، يقوم الطرفان بتبادل مبالغ معينة بعملتين مختلفتين، حيث تكون هذه العملية وفقا للخطوات التالية:

الخطوة الأولى: كلا الطرفين يتبادل الأصول بأسعار الصرف الفورية.

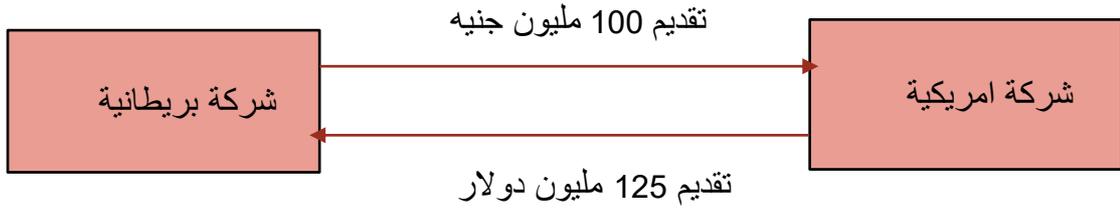
الخطوة الثانية: كلا الطرفين يدفع الفائدة الدورية عن العملة التي تحصل عليها، خلال الفترة المحددة في اتفاقية عقد المبادلة.

الخطوة الثالثة: في تاريخ نهاية اتفاقية المبادلة يتم إعادة تبادل الأصول وفق سعر التحويل المحدد مسبقا عند بداية التعاقد.

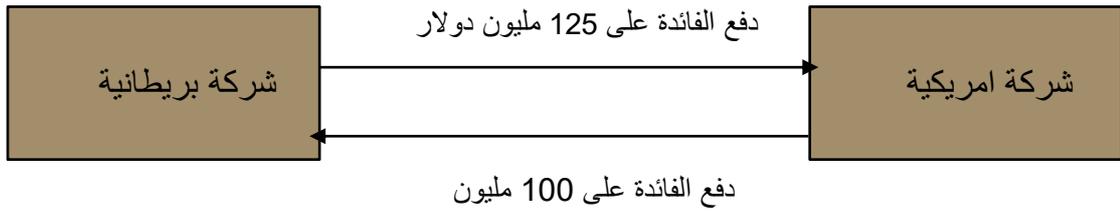
مثال عن خطوات تنفيذ عقد المبادلة: شركة أمريكية تحتاج إلى الجنيه الاسترليني لتمويل عملية جديدة في بريطانيا، وفي نفس الوقت، تحتاج شركة بريطانية إلى الدولار الأمريكي للاستثمار في الولايات المتحدة، ويسعى الطرفان الى التوصل إلى اتفاق اين يحصل كلاهما على النقد الذي يريدانه دون الحاجة إلى اللجوء إلى بنك أجنبي للحصول على قرض، والذي من المحتمل أن تنطوي عليه معدلات فائدة أعلى وتزيد من أعباء ديونها. إذا فرضنا ان أحد الطرفين يحتاج 100 مليون جنيه إسترليني، بينما يحتاج الطرف الآخر 125 مليون دولار، بسعر صرف الجنيه الإسترليني / الدولار الأمريكي يبلغ 1.25 فالمبلغان متساويان، في هذه الحالة يمكن لكل طرف الاقتراض في بلده ثم يقومان بمبادلة المبالغ مع دفع فوائد بشكل دوري على المبلغ المتحصل عليه، وفي نهاية الاتفاقية، سيقومون بالمبادلة مرة أخرى إما بسعر الصرف الأصلي أو سعر آخر متفق عليه مسبقاً، لإغلاق الصفقة يمكن تمثيل هذا بالمخطط التالي:

الخطوة الأولى: تبادل الأصول: في بداية العقد يتم تبادل المبلغين حيث تدفع الشركة الامريكية 125 مليون دولار للشركة البريطانية مقابل دفع هذه الأخيرة 100 مليون جنيه للشركة الامريكية.

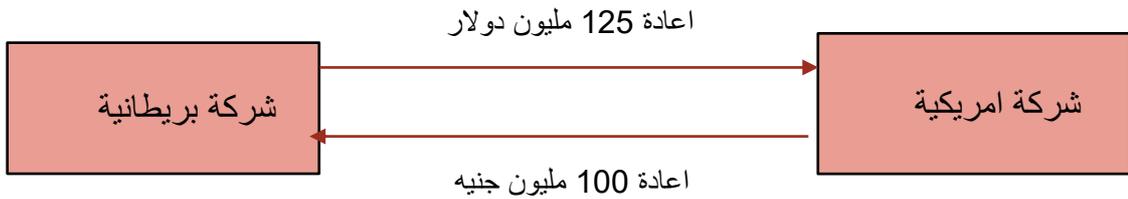
الفصل الخامس: المشتقات المالية



الخطوة الثانية: سنويا عند تاريخ تسوية التدفقات، تدفع الشركة البريطانية فوائد على 125 مليون دولار للشركة الأمريكية، وتقوم هذه الأخيرة بدفع فوائد على 100 مليون جنيه للشركة البريطانية.



الخطوة الثالثة: في نهاية مدة العقد يتم إعادة تبادل الأصول، حيث تقوم الشركة الأمريكية بإعادة مبلغ 100 مليون جنيه للشركة البريطانية، في نفس الوقت تقوم هذه الأخيرة بإعادة 125 مليون دولار للشركة الأمريكية.



نلاحظ في عقد مبادلة العملات يتم مبادلة الأصل (المبالغ بالعملات المختلفة) كما يتم أيضا مبادلة الفوائد كليا لا يتم دفع الفارق فقط كما هو الحال في مبادلة أسعار الفائدة، لان الفوائد هنا بعملات مختلفة وبالتالي لا يمكن القيام بالمقاصة ودفع الفارق للطرف المعني.

مثال عن كيفية عمل عقود المبادلة

لنكن مؤسسة أمريكية ترغب في الاستثمار في المانيا بقيمة 10000000 يورو، ومؤسسة فرنسية ترغب في الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 11650000 دولار. فعلى المؤسسة الأمريكية اقتراض مبلغ 10 مليون يورو من سوق رأس المال الاوروبي بسعر فائدة 7% وهي تكلفة مرتفعة مقارنة بسعر الفائدة التي يدفعها المقترض (المستثمر) الأوروبي على نفس المبلغ وهي 6%. ومن جهة أخرى تقترض المؤسسة الألمانية مبلغ 11650000 دولار في سوق رأس المال الأمريكي بسعر فائدة 9% الذي هو اعلى من سعر الفائدة التي يدفعها المقترض الأمريكي على نفس المبلغ والتي تقدر ب 8%. علما ان مدة كلا القرضين 5 سنوات وان سعر الصرف الدولار مقابل اليورو هو $\$1.165/\text{€}$. اذا اقترضا ان بنك المبادلة يقوم بتسعير خمس سنوات من مبادلة العملات الدولار الأمريكي (اليورو) بنسبة 8% - 8.15%.

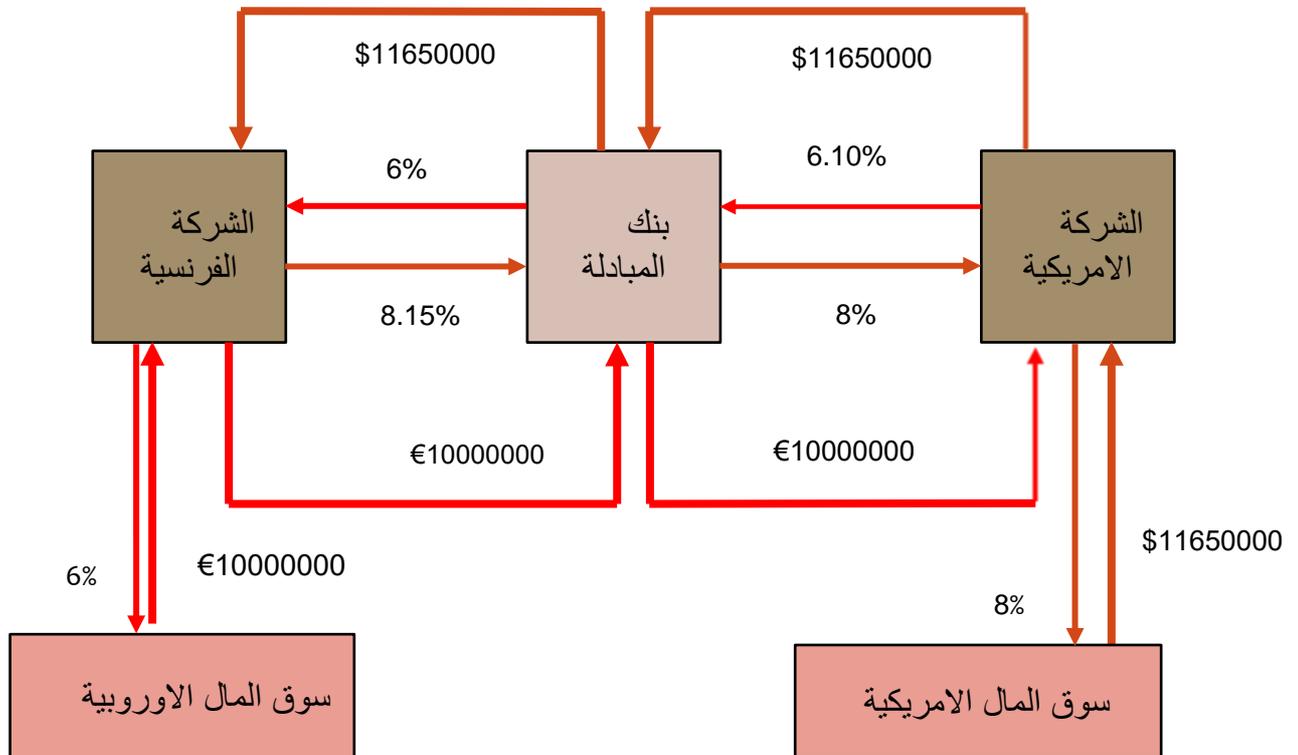
الفصل الخامس: المشتقات المالية

(6%-6.10%) اي ان بنك المبادلة يعمل بهامش يحصل على 0.15% على تحويل الدولار الى الشركة التي ترغب في الحصول عليه، ويحصل على نسبة فائدة على مبلغ اليورو الذي يحوله للشركة التي ترغب الحصول عليه. بمأن كلا المؤسستين تريدان اقتراض مبلغ متكافئ بسعر الصرف الفوري اي $11650000 = 1.165 * 10000000$ دولار، ولمدة نفسها 5 سنوات، وكلا المؤسستين تريد اقتراض المبلغ المرغوب بأقل تكلفة. وبمأن الشركة الامريكية لها الميزة النسبية في سوق المال الامريكية والشركة الفرنسية لها الميزة النسبية في سوق المال الاوروبية. كما يلي:

أسعار الفائدة الشركة	سعر اقتراض € في سوق المال الاوروبي	سعر الفائدة على اقتراض \$ في سوق المال الامريكي
الشركة الامريكية	7%	8%
الشركة الفرنسية	6%	9%

في هذه الحالة على الشركتين الاقتراض في السوق المال اين لديها الأفضلية ثم اللجوء الى بنك التبادل لعقد اتفاق مبادلة العملات. اي ان الشركة الامريكية تقوم باقتراض 11650000 دولار بسعر فائدة 8% والشركة الفرنسية تقوم باقتراض 10000000 يورو بسعر فائدة 6% ثم تقوم بنك المبادلة بالتوسط ومبادلة المبالغ وأسعار الفائدة بين الشركتين. يمكن توضيح ذلك وفق للمخطط التالي:

الشكل رقم (09): تمثيل لعملية مبادلة العملات بين الشركتين بتدخل بنك التبادل



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات المثال

الفصل الخامس: المشتقات المالية

بمأن كلا المؤسستين تريدان اقتراض مبلغ متكافئ بسعر الصرف الفوري، ولنفس المدة. وبمأن الشركة الامريكية لها الميزة النسبية في سوق المال الامريكية والشركة الفرنسية لها الميزة النسبية في سوق المال الاروبية. في هذه الحالة على الشركتين الاقتراض في السوق المال اين لديها الأفضلية ثم اللجوء الى بنك التبادل لعقد اتفاق مبادلة العملات. اي ان الشركة الامريكية تقوم باقتراض 11650000 دولار بسعر فائدة 8% ، والشركة الفرنسية تقوم باقتراض 10000000 يورو بسعر فائدة 6% ثم تقوم بنك المبادلة بعملية مبادلة المبالغ وأسعار الفائدة بين الشركتين، وفقا للخطوات التالية: يقوم بنك المبادلة بتحويل مبلغ 11650000 دولار من الشركة الامريكية الى الشركة الفرنسية مقابل دفع هذه الأخيرة ل 8.15% فوائد لبنك المبادلة والذي يدفع بدوره 8% للشركة الامريكية. وفي نفس الوقت يقوم بتحويل 10000000 يورو التي اقترضتها الفرنسية بسعر فائدة 6% الى الشركة الامريكية مقابل دفع هذه الأخيرة 6.10% لبنك المبادلة والذي يدفع بدوره 6% للشركة الفرنسية. وبهذا تكون -الشركة الفرنسية قد تحصلت على 11650000 دولار بسعر فائدة 8.15% بدل من 9% ، وهكذا تكون الشركة قد خفضت تكاليف الاقتراض ب 0.85% على 11650000 دولار اي 99025 دولار سنويا وفي الخمس سنوات تكون قد ربحت 495125 دولار.

-الشركة الامريكية تحصلت على 10 مليون يورو بسعر فائدة 6.10% بدل من 7% وهكذا بدخول الشركة في عقد المبادلة تكون قد خفضت تكلفة الاقتراض ب 0.90% على 10 مليون يورو سنويا اي ربحت 90000 يورو سنويا في الخمس سنوات تكون قد حققت ربح او تجنبتك تكلف إضافية مقدرة ب 450000 يورو.

- بنك المبادلة يتحصل سنويا على فائدة تقدر ب 0.15% على مبلغ 11650000 دولار اي ما يعادل 17475 دولار، وفائدة سنوية تقدر ب 0.10% على 10 مليون يورو ما يعادل 10000 يورو.

تمرين تطبيقي

تدخل شركة ABC وشركة XYZ في مبادلة أسعار الفائدة لمدة عام واحد بقيمة اسمية تبلغ 1 مليون دولار. تقدم XYZ سعراً سنوياً ثابتاً قدره 5% للشركة ABC مقابل حصولها على سعر LIBOR+1% على نفس المبلغ، حيث يعتقد كلا الطرفين أن سعر ليبور سيكون 4% تقريباً.

المطلوب: -إذا كان فعلا سعر الليبور 4% في نهاية العام، كم ستدفع شركة ABC وشركة XYZ؟

-إذا تم تداول سعر ليبور عند 4.75%، فما هو المبلغ الذي يتعين على XYZ و ABC ان تدفع؟

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

في هذا الفصل سنتطرق الى:

- ✓ ماهية الأسواق المالية الدولية
- ✓ فروع الأسواق المالية الدولية
- ✓ نظام الاوفشور

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

تعد الأسواق المالية بفروعها المختلفة آلية مهمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية. ساهمت الثورة الصناعية والحاجة إلى التمويل ذات الامتداد الدولي، وحاجة الدول المتزايد للعمليات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية، والتوسع في الاقتراض الخارجي من أجل تغطية العجز في التمويل الذاتي للحكومات والشركات الكبرى في ظهور الأسواق المالية الدولية كتقنية فاعلة في تعبئة الموارد المالية للجهات التي تعاني من العجز. تعبر السوق المالية الدولية سوق تمويلية ذات امتداد دولي يتعامل مع المحليين وكذا الأجانب في توفير التمويل، وتداول الأدوات المالية التمويلية، وتكون تعاملاتها بالعملة القيادية العالمية. 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 والمقاصة.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تاريخياً، ارتبطت الأسواق المالية الدولية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم وبالأخص الرأسمالية منها، حيث كان انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض من أهم العوامل التي أدت إلى حركة قوية في التعامل بالأوراق المالية. تشكل الأسواق المالية الدولية قناة مهمة لتمويل الاستثمارات لكونها تمثل سوقاً لتراكم رأس المال، ولقدرتها على توظيف رؤوس الأموال كما هو الحال في المجالات الاستثمارية المختلفة من جهة ولارتباطها الوثيق باقتصاديات السوق من جهة أخرى. وقد ساعد ذلك بدرجة كبيرة في بروز ظاهرة تقويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على الصعيد الدولي، والذي أدى في كثير من الأحيان إلى عدم وجود أية عوائق أمام تدفقات رؤوس الأموال بهيئة أدوات ائتمانية وادخارية وعمليات أجنبية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

ينظر إلى السوق المالي الدولي على أنه السوق العالمي الذي يتداول فيه البائع والمشتري الأصول المالية مثل الأسهم والسلع والعملات والسندات والمشتقات، حيث يتم تداول هذه الأصول بين الوكلاء الذين لديهم فائض ووكلاء في حالة عجز وبالتالي فهو يضم مؤسسات ومنظمات وحكومات في رقع جغرافية مختلفة.

الفرع الأول: تعريف ونشأة الأسواق المالية

أولاً- تعريف الأسواق المالية الدولية: تعرف السوق المالية الدولية على أنها: السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء وبيعاً في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية. (هندي م، 1999)

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

ثانيا- نشأة الأسواق المالية الدولية

أدى تطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو إلى التخصيص وتقسيم العمل، بالإضافة إلى الثورة الصناعية التي زادت من حجم الاستثمارات الفردية التي تتطلب موارد مالية كبيرة تفوق قدرات وإمكانات الأفراد، إلى ظهور شركات المساهمة التي فتحت المجال واسعا أمام مشاركة عدد أكبر من المساهمين في ملكية الشركات وبذلك ضمان التمويل اللازم لها. ومن جهة أخرى، ظهور البنوك كمؤسسات مالية وتطور عددها وازدياد أهميتها في مختلف الدول، ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية. كل هذه العوامل والظروف، فضلا عن توسع المشاريع الاستثمارية والمعاملات التجارية التي أدت إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية لأداء الالتزامات المالية تجاه أطراف دولية، كل هذا ساهم بشكل كبير في نشأة الأسواق المالية كأداة فعالة لتعبئة الموارد والمدخرات اللازمة للتمويل التجاري والاستثماري.

ففي القرن السابع عشر وفي أمستردام، ظهر أول سوق مالي، وفيما بعد في القرن الثامن عشر ظهرت السوق المالية في البندقية، فيما شهد القرن التاسع عشر والقرن العشرون نشأة المراكز المالية الدولية في المركز البريطاني والمركز الأمريكي.

تطورت الأسواق المالية في الدول المتقدمة بشكل مصاحب للتغيرات والتطورات الحاصلة على المستوى التكنولوجي، وتنامي حجم الإنتاج ووحدات الأعمال الكبيرة بصفة أسرع من الوسائل المتاحة للتمويل. وزاد عدد ونشاط الأسواق المالية زيادة هائلة، فقد بلغ عدد الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أربع عشر بورصة وأهمها وأكبرها بورصة نيويورك. كما اندمجت كل الأسواق المالية البريطانية منذ عام 1913 في نظام واحد وهو بورصة لندن. وتتنشط في اليابان ثماني بورصات على رأسها بورصة طوكيو، ونفس الحال بالنسبة لألمانيا، حيث يوجد أيضا ثماني بورصات أهمها بورصة فرانكفورت. وبالنسبة لفرنسا، هناك سبع بورصات تترأسها بورصة باريس.

الفرع الثاني: عوامل قيام الأسواق المالية الدولية

يفتضي قيام سوق المال توفر عدد من المقومات الأساسية التي تتلخص فيما يلي:

- **الثقة في إمكانات قوى السوق** على تحريك النشاط الاقتصادي، وكذا في الدور الريادي الذي يلعبه رأس المال الخاص في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل عائد ممكن في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر.
- **توفر فرص استثمارية محفزة** لجذب رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل المعروضة والباحثة في الوقت نفسه عن فرص جذابة للاستثمار.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

- **وضع تشريعات كافية وقادرة في تسهيل المعاملات وتحركات رؤوس الأموال من ناحية وفي الوقت نفسه توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالي من ناحية أخرى.**
- **ضرورة وجود المؤسسات المالية والمصرفية المتنوعة والفعالة حتى تقوم بتجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية وتجديد وخلق الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى.**
- **وجوب توفر محفظة أوراق مالية جيدة حتى تكون قادرة على جذب المتعاملين في السوق المالي وفي نفس الوقت تمنحهم فرص كبيرة للاختيار فيما بينها.**
- **منح فرصة التدويل في الأوراق المالية الدولية لتحرير حركة رؤوس الأموال من القيود المفروضة عليها، مما يجعل الأسواق المالية الدولية قادرة على إيجاد الفرص الاستثمارية المتنوعة والجذابة أمام راغبي الاستثمار في أرجاء العالم، بالإضافة إلى فتح الباب أمام البنوك التجارية العالمية لتجد الغرض المناسب لتوظيف أموالها التي تراكمت لديها نتيجة لظاهرة تراكم فوائض البترودولار، والتطور الكبير الذي شهدته أسواق العملات الأوروبية.**
- **تخفيض معدلات الفائدة، حيث ان النجاح الذي حققته البنوك المركزية للدول الصناعية المتقدمة في السيطرة على الظاهرة التضخمية فتح الطريق أمام هذه الدول لانتهاج سياسات مرنة لأسعار الفائدة التي مكنتها من تخفيض معدلات الفائدة بها ساهم بدوره في زيادة الطلب على الأوراق المالية ذات أسعار الفائدة الثابتة (السندات الدولية) ولقد أحدث هذا التطور رواجاً كبيراً في مجال الاستثمارات المالية الدولية وهياً السبيل أمام حركات رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية بالإضافة إلى الدور الكبير الذي لعبته سياسة تخفيض وإزالة القيود بين الأسواق الدولية.**

الفرع الثالث: وظائف السوق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية والذي ينحصر في أهم الوظائف التي يمكن أن يؤديها.

أولاً- تجميع وتنمية المدخرات: ويكون ذلك عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. حيث تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار وذلك من خلال قيام صغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم بشراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم.

ثانياً- التوسط: ويكون ذلك عن طريق المقابلة بين الجهات التي لديها فائض (المقرضين) والجهات التي تعاني عجز (المقترضين)، في المقابل فالمقرضون يحصلون على دخول على شكل عوائد، والمقترضون

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

باستثمار الأموال المقترضة، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع.

ثالثا- المساهمة في تمويل خطط التنمية: عن طريق طرح أوراق مالية حكومية – كالسندات مثلا- حيث تلجأ الحكومات إلى الاقتراض العام من الافراد، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك من خلال إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزينة العامة ذات الأجل المختلفة.

رابعا- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية: حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة تعكس رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى كافة المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يخلق سعر واقعي للورقة المالية مبني على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.

خامسا- تقويم وتوجيه الشركات والمشروعات: تعتبر سوق الأوراق المالية أداة مهمة لتقويم الشركات والمشروعات حيث ان انخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات يدل على عدم نجاحها وانخفاض ربحيتها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى قيامها بإجراءات تعديلية في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها. وبالتالي فالسوق المالية تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل من جهة، ومن جهة أخرى يساعد الشركات في إدراك وضعها المالي وبالتالي تجري تعديلات في سياستها لتستعيد مكانتها في السوق المالية.

المطلب الثاني: آلية التعامل في الأسواق المالية الدولية

نشأت الاسواق المالية الدولية عن حاجة عملية حقيقية للغاية لمساعدة كل الأطراف (الأشخاص و الشركات الحكومات والمنظمات) على شراء وبيع بكفاءة الأصول المختلفة مثل الاسهم والسندات (الديون) والسلع والمنتجات الأخرى. على مر السنين، نمت وتفرعت الاسواق المالية بطريقة كبيرة وسريعة، وأصبح بإمكان اي متداول الوصول إلى هذه الاسواق المالية أكثر من أي وقت مضى حيث ساعدت البنوك وشركات الوساطة المالية، وبيوت التمويل في استمرار هذ النمو بطريقة فريدة وعملية وفي المتناول عن طريق شبكة الانترنت.

الفرع الأول: اقسام الأسواق المالية الدولية

تقسم السوق المالية الدولية الى اقسام مختلفة وهذا وفقا لمعايير كأجل العمليات التي تتم فيه الأدوات المستخدمة فيه، درجة تطوره، توقيت الإصدار.

أولاً- حسب آجال استحقاق الموجودات: ويبقى عامل الزمن هو اساس تفريق اذ يتم تقسيمه على اساس تاريخ استحقاق الموجودات الى قسمين هما: سوق النقد الدولية وسوق رأس المال الدولية.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

● **سوق النقد الدولية - International Money Market**:- تعتبر بمثابة الخزان الذي يحتوي على رؤوس الأموال قصيرة الأجل من العملات الصعبة. حيث تقوم البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو اليورو لدى بنوك تجارية في الخارج، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق اليورو دولار، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية، وإنما تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو يورو في حسابات بالدولارات أو باليورو أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية. (أحمد الأفندي، 2009)

● **سوق رأس المال الدولية - International Capital Market**:- تمثل السوق التي يقوم فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليون، ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا ... إلخ. ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية، أشهرها الأوروبية والأجنبية.

التقسيم السابق يعتبر التقسيم الرئيسي للسوق المالية الدولية، إلا انه يمكن ان يتم تقسيمها حسب آجال العمليات التي تتم فيها (قصيرة، متوسطة وطويلة الاجل) بالإضافة الى الأدوات المتداولة فيها إلى الأنواع التالية:

- سوق الصرف الأجنبي – Foreign Exchange Market

- سوق القرض الدولي – International Credit Market

- سوق النقد الدولي – International Money Market

- سوق السندات الدولية – International Bond Market

- سوق الأسهم الدولية – International Stock Market

ثانيا- حسب توقيت الإصدار: تقسيم آخر مثلما هو الشأن في السوق المالي المحلي فإن السوق المالي الدولي يقسم حسب توقيت الإصدار إلى نوعين هما:

● **السوق المالي الدولي الأولي:** تمثل عمليات الإصدار الأولية التي تتم على مستوى السوق الدولية، حيث تقوم مختلف الوحدات الاقتصادية ذات العجز بإصدار مختلف الأدوات المالية التي تمكنها من تغطية احتياجاتها المالية من السوق الدولي، وتتم الإصدارات الأولية الدولية عبر مؤسسات عالمية متخصصة في إدارة مثل هذه الإصدارات.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

● **السوق المالي الدولي الثانوي:** وهي السوق التي تضمن سيولة الإصدارات الأولية حيث يتم بيع وشراء مختلف الأدوات المالية بسعر السوق، وعادة السوق الدولي لا يأخذ شكلا منظما، بل يتم في الغالب عن طريق مختلف وسائل الاتصال الحديثة . وكما هو الشأن في السوق المالي المحلي فإن السوق الأولي الدولي والسوق الدولي الثانوي متكاملان فالسوق الثانوية تضمن السيولة للسوق الدولي الأولي، وهذا الأخير يوفر أدوات الاستثمار في السوق الثانوي.

ثالثا-حسب درجة تطورها: حسب درجة التطور تقسم الأسواق المالية الدولية إلى قسمين رئيسيين هما:

● **الأسواق المالية الدولية المتقدمة:** تتمثل في أهم المراكز المالية العالمية الموجودة في لندن، نيويورك وطوكيو.

● **الأسواق المالية الدولية الناشئة:** وهي أقل تطورا من الفئة الأولى مثل سنغافورة، هونغ كونغ...الخ.

الفرع الثاني: أدوات الأسواق المالية الدولية

تتمثل أدوات الأسواق المالية الدولية في أدوات المتداولة في الفروع المختلفة لها، وهذه الأدوات تختلف عن تلك المتداولة في السوق المالية المحلية من حيث انها تصدر بالعملة القيادية، وكذا من حيث كونها عابرة للحدود، وايضا من حيث قيمتها التي تكون بمبالغ كبيرة وكذا تنوعها. حيث نجد فيه أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها أطراف معينة بهدف الاقتراض لتغطية العمليات قصيرة الاجل، وأدوات مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل بهدف الاستثمارات طويلة الأجل.

1. **شهادات الإيداع الدولية (GDR):** هي شهادات صادرة عن وسطاء

مثل البنوك لتسهيل الاستثمارات في الشركات الأجنبية، حيث يتم تداولها في أكثر من دولة. يمثل GDR عددا معينا من الأسهم في شركة أجنبية، حيث يقوم الوسطاء الماليون، مثل بنوك الإيداع، بشراء الأسهم في بلد معين، وإنشاء GDR تحتوي على تلك الأسهم، وبيع GDR في السوق الخارجية. عادة ما تحتوي GDR الواحدة على 10 أسهم، ولكن يمكن أن تكون النسبة أعلى أو أقل من ذلك. تُدرج شهادات الإيداع الدولية للأسهم في سوقين أو أكثر، في أغلب الأحيان سوق الولايات المتحدة والأسواق الأوروبية مثل بورصة لندن بورصة نيويورك، لمساعدة الشركات على زيادة رأس المال من الأسواق الخارجية. يتم تسعير شهادات الإيداع الدولية وأرباحها بالعملة المحلية للبورصات حيث يتم تداولها. تمثل شهادات الإيداع الدولية طريقة سهلة للمستثمرين الدوليين لامتلاك الأسهم الأجنبية. (Thakur, 2021) شهادات الإيداع الدولية (GDR) مشابه جدا لشهادات الإيداع الأمريكية (ADR)، باستثناء أن ADR يدرج فقط أسهم بلد أجنبي في أسواق الولايات المتحدة، في حين يتم تداول شهادات الإيداع العالمية في بلدان متعددة. على سبيل المثال يمكن

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

لشركة مقرها الولايات المتحدة، وتريد إدراج أسهمها في بورصتي لندن وهونغ كونغ، تحقيق ذلك عبر GDR. (Hayes, 2021)

2. **قروض اليورو دولار Eurodollar**: يشير مصطلح اليورو دولار إلى الودائع المقومة بالدولار الأمريكي المحتفظ بها في البنوك الأجنبية أو في الفروع الخارجية للبنوك الأمريكية. كانت الودائع المقومة بالدولار والتي لا تخضع للوائح المصرفية الأمريكية يُحتفظ بها في الأصل بشكل حصري تقريبا في أوروبا (ومن هنا جاء اسم Eurodollar). الآن، يتم الاحتفاظ بها على نطاق واسع وفي الفروع الموجودة في جزر الباهاما وجزر كايمان.. (Chen , Eurodollar, 2021)

3. **اتفاقيات إعادة الشراء Repo – Repurchase Agreement**: هي شكل من أشكال الاقتراض قصير الأجل للمتعاملين في الأوراق المالية. في حالة إعادة الشراء، يبيع التاجر الأوراق المالية للمستثمرين، ثم يشتريها في تاريخ مستقبلي بسعر أعلى قليلا. هذا الفرق الصغير في السعر هو سعر الفائدة الضمني بين تاريخ البيع والشراء. (Reiff, 2020) تتمتع اتفاقيات إعادة الشراء عموما بأجل استحقاق قصيرة تتراوح من يوم واحد إلى عام واحد. تعد مرونة آجال الاستحقاق إحدى المزايا الرئيسية لإعادة الشراء، والتي توفر مجموعة متنوعة من إمكانيات الاستثمار النقدي في فترات استحقاق مختلفة، وميزة أخرى هي المخاطر المنخفضة للغاية، مما يجعلها جذابة للمستثمرين. تستخدم اتفاقيات إعادة الشراء عادة لزيادة رأس المال قصير الأجل. كما أنها أداة شائعة لعمليات السوق المفتوحة للبنك المركزي.

بالنسبة للجهة التي تبيع الورقة المالية وتوافق على إعادة شرائها في المستقبل، فهي عبارة عن إعادة شراء، وبالنسبة للطرف الآخر من الصفقة، الذي يقوم بشراء الورقة المالية ويوافق على البيع في المستقبل، فهي اتفاقية إعادة شراء عكسية.

إذا تخلف البائع عن السداد ولم يقدّم بالسداد في نهاية العقد، يتم نقل ملكية الأوراق المالية تلقائيا إلى المشتري. يحق للمشتري استخدام الأوراق المالية خلال فترة إعادة الشراء، لكنه ملزم بإعادتها إلى البائع عند الاستحقاق. إذا تم رهن السندات لصالح المشتري ولكن الملكية تظل ملكية للبائع، فإن هذا يسمى الريبو المحتجز. (Maltem Consulting, 2020)

4. **أذونات الخزنة Treasury Bills (T-Bills)**: هو التزام دين حكومي قصير الأجل لمدة عام واحد أو أقل، وتعتبر هذه الأوراق المالية على نطاق واسع استثمارات منخفضة المخاطر وآمنة. تبيع الحكومة أذون الخزنة خلال المزادات باستخدام عملية العروض التنافسية وغير التنافسية. العروض غير التنافسية - المعروفة أيضا بالمناقصات غير التنافسية - لها سعر يعتمد على متوسط جميع العروض التنافسية المستلمة. تصدر الحكومات أذون الخزنة لتمويل العديد من المشاريع

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

العامّة، مثل بناء المدارس والطرق السريعة. عادة ما يتم الاحتفاظ بأذون الخزّانة حتى تاريخ الاستحقاق. ومع ذلك، قد يرغب بعض حاملي الأوراق في الحصول على أموالهم قبل الاستحقاق وتحقيق مكاسب الفائدة قصيرة الأجل من خلال إعادة بيع الاستثمار في السوق الثانوية. يمكن أن يكون لأذونات الخزّانة آجال استحقاق لبضعة أيام فقط أو بحد أقصى 52 أسبوعاً، وآجال الاستحقاق الشائعة هي 4 و8 و13 و26 و52 أسبوعاً، وكلما زاد تاريخ الاستحقاق، زادت الفائدة التي سوف تدفع للمستثمر. يتم إصدار أذون الخزّانة بخصم من القيمة الاسمية (Par value or Face value)، مما يعني أن سعر شراءها أقل من قيمتها الاسمية. على سبيل المثال، قد تكلف أذونات الخزّانة قيمة 1000 دولار – القيمة الاسمية- ويشتريها المستثمر بـ 950 دولاراً عند استحقاق الفاتورة، يُدفع للمستثمر القيمة الاسمية – 1000 دولار-، تمثل 50 دولار الفائدة التي تحصل عليه المستثمر. (Hayes, 2021)

5. **القبولات المصرفية Banker's acceptance:** أداة مالية يضمنها البنك (بدلاً من صاحب الحساب) للمدفوعات في تاريخ مستقبلي. هذا يعني ببساطة أن البنك قد قبل مسؤولية الدفع للطرف الثالث في حالة تخلف أصحاب الحساب عن السداد. يتم استخدامه بشكل شائع في التجارة الدولية كضمان للمصدرين ضد مخاطر التخلف عن السداد للطرف المقابل. (Sharma, 2020)

مثلاً: نفرض أن شركة أمريكية تريد شراء 1000 وحدة من الهواتف المحمولة بمبلغ قدره مليون دولار من شركة ألمانية. يصدر بنك المستورد (الشركة الأمريكية) قبول مصرفي للشركة الألمانية لفترة اثنان وعشرون يوماً، وهذا بمجرد شحن المصدر للهواتف المحمولة، أي تقديم الدليل (المستندات) إلى البنك الأمريكي. الآن، لدى الشركة الألمانية خيار إما الاحتفاظ بالقبول المصرفي حتى تاريخ استحقاقها أو خصمها اليوم من خلال البنك الألماني. إذا تم الخصم، يتلقى مبلغ الصفقة مخصوماً منه نسبة 6.23% مثلاً، أي أنه يتلقى $(1000000 - (0.0623 * 1000000)) = 937700$ دولار. الآن، لدى المصرف الألماني خيارات أخرى إما للاحتفاظ بالقبول المصرفي حتى تاريخ الاستحقاق لتلقي مليون دولار أو خصمها لطرف آخر. يستمر هذا حتى تاريخ الاستحقاق. يتلقى الحامل النهائي القيمة الاسمية.

يمكن تداول القبولات المصرفية بسعر مخفض. الخصم على القيمة الاسمية ليس سوى سعر الفائدة الذي يتم فرضه بفارق اسمي على أذون الخزّانة الأمريكية. على سبيل المثال، لنفترض أن المصرف لديه مسؤولية قبول تبلغ 150000 دولار ليتم تنفيذ صفقة تجارية، يمكن للحامل (أي المصدر) الذي يُقدم له هذا الضمان، بيع الأداة في السوق الثانوية بمبلغ 145000 دولار.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

6. الأوراق التجارية **Commercial Paper**: تشير الأوراق التجارية إلى التزام دين قصير الأجل وغير مضمون صادر عن المؤسسات المالية والشركات الكبرى كبديل لأساليب التمويل الأكثر تكلفة. إنها أداة سوق المال تأتي بشكل عام مع أجل استحقاق يصل إلى 270 يوما. الأوراق التجارية تدفع سعر فائدة ثابت لحاملها، ويتم بيعها عموما بخصم من قيمتها الاسمية بسبب طبيعتها الخطرة. غالبًا ما تنشأ الحاجة إلى التعامل بالأوراق التجارية للشركات التي تواجه الحاجة لتغطية نفقاتها في الاجل القصير. (P. CUSSEN , 2020)

الأوراق التجارية هي شكل غير مضمون من السند الأذني، ويتم إصدارها بخصم، مع عائد أعلى قليلا من سندات الخزانة، ان المصدرون الرئيسيون للأوراق التجارية هم شركات التمويل والبنوك، لكنهم يشملون أيضا الشركات ذات الائتمان القوي وحتى الشركات الأجنبية والمصدرين لتغطية الذمم المدينة قصيرة الأجل والوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل، مثل تمويل مشروع جديد. توفر الأوراق التجارية طريقة تمويل مناسبة لأنها تسمح للمصدرين بتجنب عقبات ونفقات التقدم للحصول على قروض تجارية مستمرة وتأمينها، ولا تطلب هيئة الأوراق المالية والبورصات تسجيل الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق المال. يتم تقديمه عادة بخصم مع آجال استحقاق يمكن أن تتراوح من يوم إلى 270 يوما، على الرغم من أن معظم الإصدارات تستحق في غضون شهر إلى ستة أشهر. من الممكن لصغار المستثمرين الأفراد شراء الأوراق التجارية. يتم بيع معظم الأوراق التجارية وإعادة بيعها للمستثمرين المؤسسيين، مثل المؤسسات المالية الكبيرة وصناديق التحوط. على سبيل المثال، تُباع الأوراق التجارية عادة في لوتات يبلغ مجموعها 100000 دولار. هذا الحد بالضبط يجعل شراء الأوراق التجارية مقصورا بشكل عام على المستثمرين المؤسسيين والأثرياء. علاوة على ذلك، فإن الوسطاء الذين يصدرون الأوراق التجارية نيابة عن العميل لديهم علاقات سابقة مع المشترين المؤسسيين مما يجعل السوق أكثر كفاءة من خلال عمليات الشراء الكبيرة للعروض الأولية.

مثال: عندما تبحث شركة عن تمويل قصير الأجل لتمويل مخزون جديد وتحتاج الشركة إلى 10 ملايين دولار، وتعرض على المستثمرين 10.1 مليون دولار بالقيمة الاسمية للأوراق التجارية مقابل 10 ملايين دولار نقدا وفقا لمعدلات الفائدة السائدة فسيكون هناك دفعة فائدة بقيمة 0.1 مليون دولار عند استحقاق الورقة التجارية مقابل 10 ملايين دولار نقدا، أي ما يعادل معدل فائدة 0.1%.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

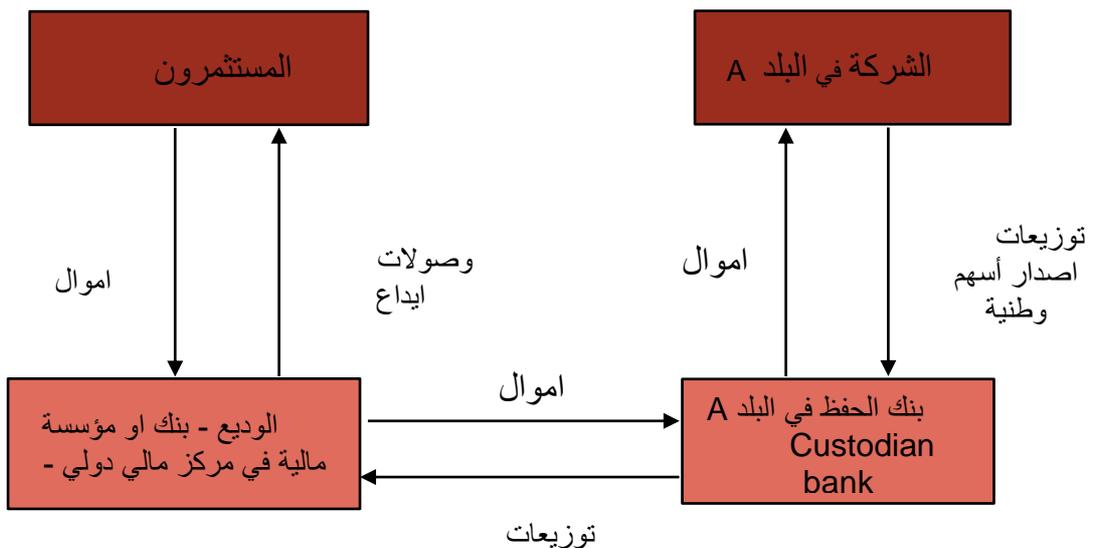
7. الأسهم الدولية

الأسهم الدولية أو اليورو- أسهم تمثل ملكية المستثمر (المشتري) لحصة في الشركة المصدرة، حيث ان الإصدار يتم من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها، أما التوزيع فنقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة. على غرار الأسهم على المستوى الوطني تنقسم الأسهم الدولية إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة إلا أنها تختلف عن المحلية في طبيعة المكتتبين فيها وإعائها الجبائي فالمكتتبون مختلفو الجنسية كما يعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها ومعرفة طبيعتها. يتم الإصدار الدولي بإحدى الطريقتين، يتم الإصدار اما في الوقت نفسه كإصدار محلي (إصدارات الأسهم بطريقة غير مباشرة) أو على أنه إصدار عام في سوق محلية أخرى للأسهم (إصدار مباشر):

- **إصدار مباشر:** بحيث تقوم الشركة بتوفير أسهمها مباشرة في ساحات مالية متعددة على المستوى الدولي لمن يريد الاكتتاب فيها ويكون ذلك عادة بالاستعانة بالبنوك المتواجدة في أوطان متعددة تضطر المؤسسات في مثل هذا الإصدار إلى التسجيل في بورصات عالية متعددة وبالتالي الخضوع إلى تشريعات وقوانين دول كثيرة وما يرتبط ذلك بتكاليف مرتفعة.

- **إصدارات الأسهم بطريقة غير مباشرة:** يمكن أن يكون الإصدار غير مباشر حيث يكون الإصدار وطنيا ولكن بيع الأسهم للمكتتبين يكون في دول خارج الوطن عبر الفروع الخاصة بالبنوك الأجنبية المتواجدة في الوطن من خلال وصولات الإيداع الدولية. والشكل التالي يوضح هذه الطريقة:

الشكل رقم (10): آلية عمل الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية (GDR)



المصدر: من اعداد الباحثة

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

عندما تخطط شركة لإصدار أسهم دولية، فإنها تقرر حجم الإصدار والسوق الذي سيتم إصدار الأسهم فيه وسعر الإصدار والعديد من الإجراءات الشكلية الأخرى. تتقدم إلى المدير الرائد عادة بنك استثماري - لديه معرفة أفضل بالسوق المالي الدولي. يقوم المدير الرئيسي بفحص عوامل الخطر وكذلك احتمالية حدوثها وكذلك ما إذا كان سيتم توجيه الأسهم من خلال الإيداع الأمريكي (ADR) أو من خلال الإيداع العالمي (GDR). عندما يوافق المدير الرائد، تقوم الشركة المصدرة بإعداد نشرة الإصدار، وما إلى ذلك، وتأخذ الإذن من السلطات التنظيمية. بعد الحصول على موافقة الجهات الرقابية، تقوم بإيداع الأسهم التي سيتم إصدارها لدى بنك الحفظ الموجود في البلد المحلي. يتم تعيين بنك الحفظ¹ من قبل جهة الإيداع بالتشاور مع الشركة المصدرة للأسهم.

عندما يتم إيداع الأسهم لدى بنك الحفظ، يطلب الأخير من الوديع² الموجود في بلد أجنبي إصدار إيصالات إيداع مقابل الأسهم المملوكة. يتم تحديد النسبة بين عدد الأسهم وعدد إيصال الإيداع، يعتمد تحديد سعر الإصدار أو النسبة بين إيصالات الإيداع والأسهم على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية. عندما يشتري المستثمرون شهادات الإيداع الدولية، تتدفق العائدات من الوديع إلى بنك الحفظ ومن بنك الحفظ إلى الشركة المصدرة. تقوم الشركة بإدخال اسم المستثمر في سجل المساهمين.

تقوم الشركات بإصدار الأسهم الدولية لأهداف معينة:

- الحفاظ على أسعار الأسهم: في حالة كون سوق رأس المال المحلي مشبع بالفعل بأسهم شركة معينة، تفضل الشركة المصدرة عدم الزيادة في الإصدار المحلي لأن مثل هذه الإضافات ستؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، بالتالي تلجأ الشركة إلى إصدار الأسهم دولياً.

- تفاذي قيود الإصدار المحلية: إن وجود قيود على إصدار الأسهم في السوق المحلية يسهل إصدار الأسهم باليورو.

- تجلب الأسهم الدولية النقد الأجنبي وهو أمر حيوي لشركة في دولة نامية.

- يتوفر رأس المال الدولي بتكلفة أقل من خلال الأسهم باليورو.

- الأموال التي يتم جمعها من خلال مثل هذه الأداة لا تزيد من مخاطر الصرف الأجنبي. من

وجهة نظر المستثمرين، تجلب الأسهم الدولية مزايا التنوع وترفع العائد بمخاطر معينة أو تقلل المخاطر بعائد معين. إذا تم الاستثمار في الأسهم الدولية إلى جانب السندات الدولية، فإن فوائد التنوع تظل أكبر.

¹ بنك الحفظ هو مؤسسة مالية تحتفظ بأوراق العملاء المالية، يجوز لأمين الحفظ الاحتفاظ بأسهم أو أصول أخرى في شكل إلكتروني أو مادي.
² الوديع: بنك أو مؤسسة مالية تقع في مركز مالي دولي، يعمل كحلقة وصل بين الشركة المصدرة والمستثمر. يصدر الوديع الأمريكي إيصالات الإيداع الأمريكي (ADRs)، بينما يصدر الوديع في السوق المالية الدولية خارج الولايات المتحدة إيصالات الإيداع العالمية (GDRs).

8. السندات الدولية

السندات الدولية هي أداة دين. يتم إصدارها من قبل الوكالات الدولية والحكومات والشركات لاقتراض العملات الأجنبية لفترة زمنية محددة. المصدر يدفع فائدة للدائن ويسدد رأس المال. نجد في السندات الدولية الأشكال المختلفة:

أولاً-السندات الأجنبية وسندات اليورو Foreign bonds & Euro bonds: في السندات الدولية نميز سندات أجنبية وسندات باليورو، ويكمن الفرق بينهما في النقاط التالية:

- في حالة السندات الأجنبية، يختار المصدر سوق مالي أجنبي حيث يتم إصدار السندات بعملة ذلك البلد بالذات. في حين سندات اليورو يقوم المصدر بطرح سندات في بلد معين بغير عملة هذا البلد. مثلاً، إذا أصدرت شركة جزائرية سندات في نيويورك وكان السند مقوم بعملة أخرى غير الدولار الأمريكي، أو إذا كانت سندات الشركة الجزائرية مقوم بالدولار الأمريكي، وأصدرت في أي بلد آخر غير الولايات المتحدة الأمريكية عندها فقط سوف يطلق عليها سندات اليورو. تعتبر سندات اليورو (اليوروبوند) مهمة لأنها تساعد المؤسسات على زيادة رأس المال مع التمتع بالمرونة لإصدارها بعملة أخرى. وتشير اليوروبوند فقط إلى حقيقة أن السند صدر خارج حدود البلد الأصلي للعملة، هذا لا يعني أن السند صدر في أوروبا. (Papaioannou & Karagozoglu, 2017)
- يتم اكتتاب السندات الأجنبية بشكل طبيعي من قبل مكنتبين في الدولة التي يتم إصدار السندات فيها. لكن سندات اليورو عادة ما يتم التعامل مع إصدارها من قبل (Syndicat) نقابة³ دولية للمؤسسات المالية نيابة عن المقترض، والتي قد تضمن إحداها السندات، وبالتالي ضمان شراء الإصدار بأكمله.
- يتم تحديد موعد استحقاق السند الأجنبي مع الأخذ في الاعتبار المستثمرين في بلد معين حيث يتم إصداره. من ناحية أخرى، صممت سندات اليورو وفقاً لاحتياجات المستثمرين متعددي الجنسيات حيث أنه في البداية، كان سوق سندات اليورو يسيطر عليه الأفراد الذين لديهم خياراً عاماً لاستحقاق أقصر، ولكن تُعرف سندات اليورو ذات فترة استحقاق بين 8 و12 عاماً باسم سندات اليورو المتوسطة المدة.
- تخضع السندات الأجنبية عادة للوائح الحكومية في الدولة التي يتم إصدارها فيها، في حين سندات اليورو خالية من قواعد وأنظمة الدولة التي تم إصدارها فيها، والسبب هو أن عملة الإصدار ليست عملة ذلك البلد وبالتالي ليس لها تأثير مباشر على ميزان المدفوعات.

³ النقابة عبارة عن تحالف مؤقت للشركات التي تتحد معاً لإدارة معاملة كبيرة، والتي سيكون من الصعب أو المستحيل تنفيذها بشكل فردي. كما يحدث عندما تعمل مجموعة من البنوك الاستثمارية معاً لطرح إصدار جديد من الأوراق المالية في السوق. هناك أنواع مختلفة من النقابات، مثل نقابات الاكتتاب، والنقابات المصرفية، ونقابات التأمين.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

ثانيا- السندات العالمية Global bonds: البنك الدولي هو الذي أصدر السندات العالمية لأول مرة في عام 1989 و1990، وابتداء من عام 1992 بدأت الشركات بإصدار هذه السندات، وخاصة المتعددة الجنسيات. عندما تقرر الشركات متعددة الجنسيات والكيانات السيادية جمع رأس مال كبير، فقد تختار إصدار سندات عالمية.

السندات العالمية هي سندات دولية يتم تقديمها في وقت واحد في أسواق رأس المال المختلفة بما في ذلك أوروبا وآسيا وأمريكا. قد يكون لهذه السندات معدل ثابت أو عائم مع آجال استحقاق تتراوح من سنة إلى 30 سنة. بعض السندات العالمية مقومة بعملة بلد الشركة، مثل الين للشركات اليابانية واليورو لشركة ألمانية، والأخرى مقومة بعملة البلد الذي صدر فيه السند. مثلا: كإصدار شركة أمريكية لسندات بالين الياباني وبيعها في السوق اليابانية. بمعنى ان السندات العالمية يمكن ان تكون سندات اليورو وسندات اجنبية في نفس الوقت.

الفرق بين السندات العالمية وسندات اليورو: السندات العالمية أوسع من سندات اليورو، يطلق على السندات العالمية أحيانا اسم سندات اليورو ولكن لها ميزات إضافية. سندات اليورو هي سند دولي يتم إصداره وتداوله في دول أخرى غير الدولة التي يتم فيها تحديد عملة السند أو قيمته، في حين السند العالمي يمكن أيضا تداوله وإصداره في وقت واحد في البلد الذي تُستخدم عملته. مثلا، شركة فرنسية تصدر سندات في اليابان مقومة بالدولار الأمريكي تعتبر هذه السندات سندات اليورو وعندما تقوم الشركة الفرنسية في نفس الوقت بطرح هذا السندات في الولايات المتحدة الأمريكية عنها تسمى سندا عالمية. بالاعتماد على هذا المثال نستنتج ان السندات العالمية هي الحالة التي تصدر فيها الشركة في بلد A (عملته A) سندات مقومة بعملة B ويتم تداولها في بلد C وفي بلد B، مثلا تصدر فيها الشركة الفرنسية (عملتها اليورو) سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتقدم هذه السندات في كل من أسواق اليابان والولايات المتحدة في نفس الوقت.

ثالثا-السندات العادية Straight bonds: السندات العادية هي النوع التقليدي للسندات، هو سند يصدر بدون أي خاصية معينة (بدون تحويل، لا يوجد امتياز خاص لحاملها، إلخ). سند مباشر ذو أجل محدد، وسعر فائدة ثابت، ودفع منتظم للفائدة في المواعيد النهائية المحددة مسبقا وسداد مبلغ القرض في تاريخ الاستحقاق المحدد في عقد الإصدار. سندات الخزينة التي تصدرها الحكومات هي أمثلة على هذه السندات. مثلا: نفرض سند خصم بقيمة اسمية تبلغ 1000 دولار أمريكي صادر عن شركة. تم تحديد تاريخ استرداد السند لمدة 10 سنوات من تاريخ الإصدار ومعدل القسيمة او الكوبون ثابت عند 5%. يتم دفع الفائدة سنويا، وبالتالي، سيحصل حاملو السندات على $5\% \times 1000 = 50$ دولار أمريكي كل عام لمدة عشر سنوات. في تاريخ الاستحقاق، يتم سداد اخر دفعة بالإضافة إلى مبلغ الاسترداد للقيمة الاسمية للسند 1000 دولار. شراء السند كان بقيمة خصم تبلغ 925 دولار أمريكي، سيحصل حامل السند على قيمة اسمية قدرها 1000

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

دولار في تاريخ الاستحقاق. في هذه الحالة، يمكن للمستثمر الذي يريد قياس عائد هذا السند أن يحسب العائد الحالي، والذي يقسم القسيمة السنوية على سعر السند. العائد الحالي في مثالنا هو $925 / 50 = 5.41\%$.
رابعا-السندات ذات السعر العائم (FRNs): صدرت هذه السندات لأول مرة في إيطاليا عام 1970 وأصبحت شائعة في الآونة الأخيرة. على عكس السندات التقليدية التي تدفع سعر فائدة ثابت، فإن السندات ذات السعر العائم لها معدل متغير يتم إعادة تعيينه بشكل دوري. تستند المعدلات لسعر الفائدة بين البنوك في لندن (ليبور) الذي يتم مراجعته بشكل دوري، على سبيل المثال، كل ثلاثة أشهر أو كل ستة أشهر بالإضافة إلى الهامش الثابت "fixed spread". أي أن سعر الكوبون أو القسيمة يتكون من: سعر مرجعي متغير + سبريد ثابت.

يتم تعديل السعر شهريا أو ربع سنوي أو نصف سنوي، تختلف فترة استحقاق FRN لكنها عادة ما تكون في حدود سنتين إلى خمس سنوات. يتم إصدار FRN من قبل الحكومات، وكذلك الشركات الخاصة والمؤسسات المالية. كيف يتم إعادة تعيين القسيمة أو الفوائد المستحقة يتم تعديل القسائم في تواريخ إعادة التعيين الدورية بناءً على الصيغة التالية:

$$\text{القسيمة} = \text{سعر المؤشر المرجعي} + \text{سبريد ثابت}$$

المؤشر المرجعي هو سعر فائدة قصير الأجل، وعادة ما يكون سعر العرض بين البنوك في لندن لمدة شهر أو 3 أشهر أو 6 أشهر (ليبور) يتم تحديد "السبريد الثابت" في وقت الإصدار بناءً على تصور السوق لمخاطر الائتمان الخاصة بالمصدر، حيث أن السبريد الثابت لا يتغير على مدى عمر السند

الجدول رقم (11): مثال توضيحي لإعادة تعيين القسيمة ربع السنوية

الكوبون أو الفائدة	الهامش الثابت السبريد	3-اشهر ليبور	الفترة
2.0%	0.50%	1.50%	الكوبون عند الاصدار
1.75%	0.50%	1.25%	اول تعديل للكوبون
1.25%	0.50%	1.75%	ثاني تعديل للكوبون

المصدر: من اعداد الباحثة

خامسا-السندات القابلة للتحويل Convertible bonds: السند القابل للتحويل هو سندات دين الشركات ذات الدخل الثابت والتي تؤدي إلى مدفوعات الفائدة، ولكن يمكن تحويلها إلى عدد محدد مسبقا من الأسهم العادية، وهذا يكون في أوقات معينة خلال حياة السند. من وجهة نظر المستثمر، تمثل السندات القابلة للتحويل خيارا أفضل حيث يحصل المستثمرون على دخل ثابت في شكل فائدة قبل التحويل وحقوق ملكية بعد التحويل. السندات القابلة للتحويل تتطلب قيمة سوقية عالية نسبيا بسبب امتياز التحويل. القيمة هي مجموع القيمة المجردة الموجودة في غياب التحويل وقيمة التحويل. يتم حساب سعر التحويل للسهم بقسمة القيمة الاسمية للسندات على عامل التحويل، حيث يمثل عامل التحويل عدد الأسهم التي يمكن تبادل كل

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

سند فيها. لنفترض أن السند الذي تبلغ قيمته الاسمية 1000 دولار يمكن استبداله بـ 40 سهما يكون سعر التحويل مساويا لـ $40/1000 = 25$ دولار

مثال: وبالتالي، إذا كان سعر السوق للسهم أقل، مثلا 20 دولار، فلن يهتم حاملو السندات بتحويل السند إلى حصة ملكية. هذا لأنه بالنسبة لسند بقيمة 1000 دولار، سيحصل الدائن على 40 وإذا باعها سيحصل على 800 دولار فقط. ولكن إذا كان سعر السوق للسهم هو 40 دولار، فسيقوم المستثمرون بتحويل السند إلى أسهم ملكية وبيع الأسهم في السوق. وبهذه الطريقة، فإن كل سند بقيمة 1000 دولار سيحصل على 1600 دولار. بمعنى آخر، يعتمد سعر السندات القابلة للتحويل على سعر الأسهم.

مثال اخر: لنفرض أن شركة Exxon Mobil Corp. (XOM) أصدرت سندات قابلة للتحويل بقيمة اسمية قدرها 1000 دولار تدفع فائدة بنسبة 4%. السند له تاريخ استحقاق 10 سنوات ونسبة قابلة للتحويل تبلغ 100 سهم لكل سند قابل للتحويل.

إذا تم الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، فسيتم دفع 1000 دولار أمريكي كقيمة أساسية للمستثمر بالإضافة إلى $(40 = 1000 * 0.04)$ دولارا فائدة لتلك السنة. إذا ارتفعت أسهم الشركة فجأة لئتم تداولها بسعر 11 دولارا لكل سهم، ستصبح قيمة 100 سهم من الأسهم 1100 دولار (100 سهم × سعر السهم 11 دولارا)، وهو ما يتجاوز قيمة السند. يمكن للمستثمر تحويل السند إلى أسهم والحصول على 100 سهم، والتي يمكن بيعها في السوق مقابل 1100 دولار في المجموع، وهكذا يكون قد حقق ربح 100 دولار.

المبحث الثاني: فروع الأسواق المالية الدولية

ان الأسواق المالية الدولية ناتجة عن تقسيم السوق المالي وفق الأفق الجغرافي الذي تتعامل فيه، حيث تتميز السوق المالي المحلي الذي يضمن توفير التمويل بمختلف أنواعه لمختلف المتعاملين الاقتصاديين داخل حدود الدولة الواحدة، وتتم فيه معاملات مالية محلية ما بين متعاملين اقتصاديين مقيمين. والسوق المالي الإقليمي: الذي يضمن توفير التمويل بمختلف أنواعه لمختلف المتعاملين الاقتصاديين ضمن إقليم معين، علما أن الإقليم عادة ما يرمز به لمجموعة من الدول ترتبط بروابط كالامتداد الجغرافي، أو المصالح الاقتصادية المشتركة أو التكتلات. والسوق المالي الدولي يشير الى الأسواق التي يتم فيها خلق وتبادل وتسديد الديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات مالية التي تتخطى حدود الدولة الواحدة وتتخذ طابعا عالميا، وهذه السوق تتفرع فيها عدة أنواع وذلك حسب الأدوات المتداولة والعمليات التي تتم فيه.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

المطلب الأول سوق السندات الدولية

الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق السندات الدولية

يتمتع سوق السندات الدولي بتاريخ طويل، يعود إلى عدة قرون. حينها قام العديد من الملوك بتمويل العديد من الحروب باقتراض أموال من منازل ملكية أخرى من دول مختلفة. على سبيل المثال، في القرن الرابع عشر، مول إدوارد الأول حروبه من خلال إصدارات السندات التي أطلقتها في إيطاليا العائلات المصرفية الكبيرة في ذلك الوقت. بعد قرون، تم تمويل التحالف الكبير ضد لويس الرابع عشر بقيادة ويليام أوف أورانج من قبل مجموعة من العائلات الهولندية العاملة من لاهاي. في وقت لاحق، اشتهرت عائلة روتشيلد بدعم المجهود الحربي البريطاني ضد نابليون الأول من خلال شبكة أسره الأوربية. ان سوق السندات الدولية كان نشطاً حتى خلال منتصف القرن التاسع عشر، والدليل دراسة (Ferguson, 2006) التي درس فيها تأثير المخاطر السياسية على سوق السندات الدولية خلال فترتين منفصلتين 1843-1880 وأثناء 1880-1914. من هنا يمكن القول ان السندات الدولية ليست ظاهرة حديثة بل يرجع تاريخها الى سنة 1843 حين تم إصدار سندات أجنبية في سوق مال لندن من قبل بعض الحكومات، وخلال الفترة الممتدة ما بين النصف الثاني من القرن التاسع عشر والى قبيل الحرب العالمية الأولى كانت لندن وباريس مركزين ماليين هامين يحتويان على إصدارات واسعة من السندات الأجنبية. إلا أن عودة بريطانيا إلى العمل بنظام الذهب وقيامها بتقييد إصدار السندات الأجنبية بالجنه الأسترليني بهدف منع خروج الجنيه الأسترليني للتحكم في المديونية تسبب في تراجع السوق المالي في لندن وفقد السوق المالي في لندن جاذبيته كسوق للسندات الدولية، وظهرت نيويورك كأهم سوق عالمي للسندات الدولية بعد الحرب العالمية الثانية وكانت تسمى سوق اليانكي بوند⁴ Yankee Bonds. اما السندات الأوربية فأول ظهور لها كان سنة 1963، عندما قامت شركة إيطالية بطرح سندات بالدولار لمدة عشرة سنوات وبمبلغ إجمالي قدره 15 مليون دولار أمريكي في بورصة لكسمبورغ، واكتتب فيها تجمع مصرفي دولي هو The London Bankers S.G، ومنذ ذلك التاريخ عرفت السندات الأوربية تطور ونمو مستمر. يمكن تمييز ثلاث اقسام سوق السندات الدولي، وذلك بالاعتماد الأدوات المتداولة فيه،

-السندات الخارجية: يتم إصدارها في السوق المحلية من قبل مقترض أجنبي وعادة ما تكون مقومة بالعملية المحلية. تخضع إصدارات السندات الأجنبية وتداولها لإشراف سلطات السوق المحلية.

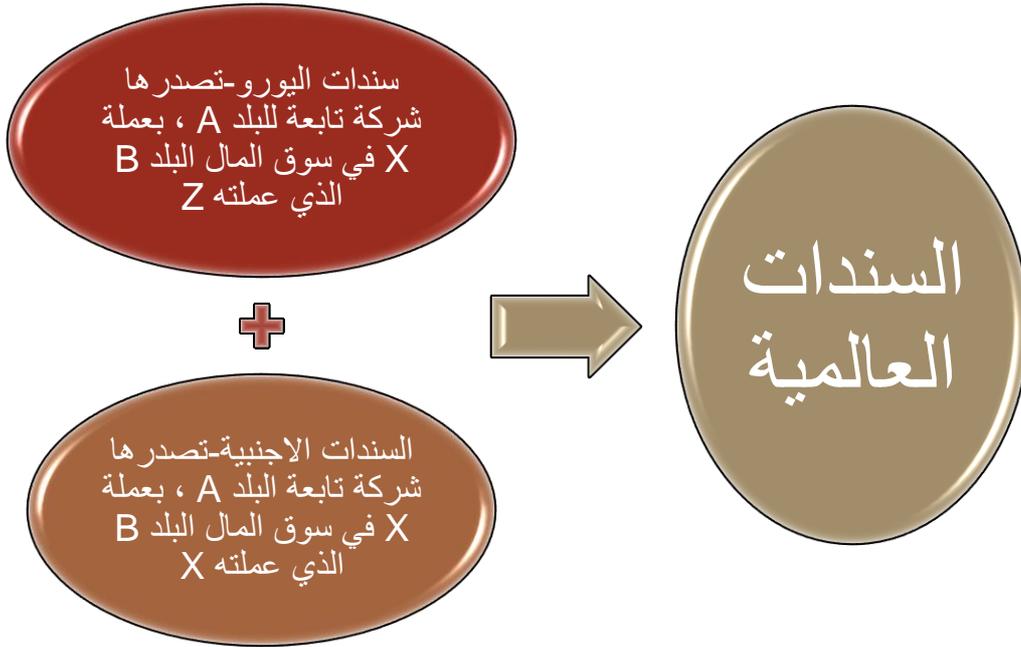
-سندات اليورو: يتم التأمين عليها من قبل نقابة البنوك متعددة الجنسيات ويتم وضعها بشكل أساسي في بلدان أخرى غير تلك التي يتم تصنيف السندات بعملتها.

⁴ سندات يانكي هي سندات تصدرها كيانات أجنبية ويتم تداولها في الولايات المتحدة ، ويتم تداولها وتقديرها بالدولار الأمريكي. يتم تسجيل السندات Yankee ومراقبتها من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC). عادة ما يتم إصدار هذه السندات من قبل البنوك والشركات والحكومات الأجنبية. يتم تصنيف هذه السندات من قبل وكالات تصنيف الديون ويتم تحديد أسعار الفائدة الخاصة بهم من خلال تصنيفاتها.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

-**السندات العالمية:** السندات العالمية هي سندات دولية يتم تقديمها في وقت واحد في أسواق رأس المال المختلفة. السند العالمي هو مثل سندات اليورو، إلا أنه يمكن أيضا تداوله وإصداره في وقت واحد في البلد الذي تُستخدم عملته في تقييم السند. مثلا، شركة المانية تصدر سندات مقومة بالدولار الأمريكي في سوق المال اليابانية تعتبر (سندات اليورو) وإذا تم في نفس الوقت عرضها في السوق الأمريكية في هذه الحالة نقول ان هذه السندات عالمية.

الشكل رقم (11): مخطط توضيحي للسندات الدولية



المصدر: من اعداد الباحثة

الفرع الثاني: اقسام سوق السندات الدولية

يمكن تصنيف سوق السندات الدولية الى صنفين وذلك وفقا لنوع السندات المتداولة في كل سوق: أولا- سوق السندات الأجنبية - **Foreign bond market**: هي السوق التي يتم فيها تداول السندات المصدرة من قبل مقترضين غير مقيمين في البلد (أجانب) بعملة البلد ذاته في السندات الأجنبية. يُصدر المُصدر هذه السندات بالعملة المحلية للبلد الذي يُصدر فيه السندات. من الأمثلة على السندات الأجنبية شركة أمريكية تصدر سندات لزيادة رأس المال في إيطاليا، ستصدر الشركة الأمريكية هذه السندات باليورو. نتيجة لذلك، لن يخضع المستثمرون الايطاليون لتقلبات سوق الصرف الأجنبي. شركة المانية يمكنها أيضا إصدار سندات في المانيا، لكن هذه السندات ستسمى سندات محلية. لذلك، لكي يتم تصنيف السند على أنه سندات أجنبية، يجب أن يأتي من جهة إصدار أجنبية. ومن ابرز ميزات هذا النوع من السندات هو اتاحة فرصة إصدار عدة سندات وبعملات مختلفة في عدة أسواق في آن واحد للشركات الراغبة في الاقتراض، وتوظيف حصيلة هذه السندات بشكل أساسي في البلد التي تم فيه الإصدار. وعادة تلجأ الشركات المتعددة الجنسيات إلى إصدار هذا النوع من السندات من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

لفروعها المتواجدة في ذلك البلد، كمثال شركة ألمانية لها فروع في عدة بلدان فمثلا اذا كان الفرع في الصين بحاجة الى تمويل فستقوم الشركة الألمانية بإصدار سندات باليوان الصيني وتباع في الصين فهي سندات أجنبية.

ثانيا- سوق السندات الأوروبية (يوروبوند) Eurobond market: هي السوق التي يتم فيها اصدار وتداول سندات اليورو بمعنى يصدر كيان أجنبي سندًا في السوق المحلية بعملة ليست العملة المحلية. مثلا اصدار سندات بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية، او إذا اصدار شركة أمريكية لسندات في اليابان بالجنه الإسترليني، فستكون أيضًا مثالًا على سندات اليورو. وقد كانت هذه السندات شائعة في عقد التسعينيات باعتبارها أدوات جذب للأموال الطويلة الأجل فمثلا سنة 1990 استحوذت على ثلاثة أرباع السندات المصدرة، ويستخدم هذا النوع من التمويل من طرف - الشركات المتعددة الجنسيات التي مركزها في الولايات المتحدة الأمريكية وتصدر سندات بالدولار وتبيعها في دول أخرى خاصة الأوروبية منها.

الفرع الثالث: مراحل اصدار السندات الدولية

تتم عملية اصدار السندات الدولية وفقا للمراحل التالية:

أولا- قيام الجهة المصدرة بالبحث عن بنك لإدارة إصداره، وعادة ما يكون من البنوك الدولية المعروفة والكبيرة الحجم وممن لديها سمعة جيدة في هذا المجال، حيث يتم التفاوض على كل التفاصيل المتعلقة بالسند وبالتكاليف.

ثانيا- بعد قبول البنك المدير للقيام بعملية الإصدار الدولي للسندات فإنه يقوم بتشكيل اتحاد دولي متعدد الجنسيات من البنوك لترتيب الإصدار وبيعه، وهذه الهيئة متكونة من البنك المدير بالإضافة الى البنك المسؤول عن مسك الدفاتر وقد يكون هو نفسه البنك المدير وقد يكون مختلف عنه حسب إمكانيات وقدرات البنك المدير وكذا حجم السندات وقيمتها؛ وكذا البنوك المشاركة: التي تتمثل في مجموعة كبيرة من البنوك التي تتولى مع البنك المدير مهمة إدارة الإصدار، وتحصل هذه البنوك على رسوم كنسبة مئوية من قيمة الإصدار الكلي إضافة إلى تعويض عن التكاليف المحتملة؛ وكذلك، متعهدو التغطية الممثل بالبنوك الأصغر في المجموعة والتي تضمن تغطية الإصدار اي بالشراء.

ثالثا- يقوم الاتحاد المصرفي الذي تم تشكيله من البنوك أعلاه بجمع قيمة الإصدار وبالتالي تحصل الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة على الأموال من أجل تمويل احتياجاتها، دون انتظار بيع السندات الدولية للمستثمرين النهائيين.

رابعا- يقوم البنك المدير بتعيين مجموعة البنوك دولية أو محلية والتي تتولى عملية بيع السندات الدولية إلى العملاء، وقدرة هذه البنوك على التسويق تعد عاملا مهما وحيويا في نجاح الإصدار، حيث ان اذا كانت البنوك المسؤولة عن البيع لا تتابع عملية بيع السندات حتى اخرها وهنا يكون متعهد الإصدار الأول ملزم

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

بإعادة توزيع كل السندات غير المباعة أو بيعها مباشرة وهو ما يخلق مشاكل تصنيف للسندات في السوق ويرفع تكاليف التوزيع. تنتهي السوق الأولية لسندات اليورو عند تسليم عائدات بيع السندات للجهة المصدرة وتسليم السندات للمشتري. عادة ما يتم ادراج هذه السندات في أحد البورصات والتي تكون في معظم الأحيان بورصة لندن ولكسمبورغ غير أن اغلب المعاملات عليها تتم خارج البورصة. وفي الأخير، يقوم البنك المدير بمتابعة الإصدار من السندات الدولية إلى غاية تاريخ الاستحقاق .

المطلب الثاني: سوق الأسهم الدولية

تتمثل سوق الاسهم الدولية في البورصات التي فتحت الباب للشركات وللمستثمرين على اختلاف جنسياتهم، للتعامل فيها، حيث تشهد هذه الأسواق ترابطا بفضل مختلف وسائل الاتصال الحديثة.

الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق الأسهم الدولية

إن ظهور سوق الأسهم الدولية كان متأخر بالمقارنة مع سوق السندات الدولية، ويرجع السبب الى طبيعة السهم في ذاته كونه يمثل حصة ملكية في الشركة، إضافة إلى القوانين والتشريعات التي كانت تعيق مثل هذه العملية. إلا أن إجراءات التحرير المالي التي بدأت مع الثمانينيات قد ساهمت بشكل كبير في نقل إصدار الأسهم وتداولها من الأسواق المالية المحلية إلى الأسواق المالية الدولية، وتعتبر سنة 1983 التاريخ الرسمي لظهور اسواق الأسهم الدولية. في السنوات الاولى التي تلت سنة 1983 كانت قيمة سوق الأسهم الدولية محدودة ولكنها ارتفعت بسرعة حتى بلغت ذروتها أكثر من 20 مليار دولار سنة 1987 ولكنها تراجعت فيما بعد بفعل الأزمة الاقتصادية التي هزت العالم آنذاك، ولكنه عاد للنمو المستمر ليبلغ سنة 2021 قيمة 95 تريليون دولار. وإصدار الأسهم دوليا يكون على نوعين:

• **سهم اليورو Euro-stock** : يقصد بها كل الأسهم المتداولة في أسواق مالية غير السوق الأم

للشركة المصدرة للسهم تعتبر أسهم اليورو باستثناء الأسهم الأجنبية المتداولة في بورصات

الولايات المتحدة الأمريكية

مثال: أسهم شركة فرنسية تتداول في سوق اليابان، او أسهم شركة صينية متداولة في المانيا تعتبر أسهم اليورو.

أسهم شركة يابانية متداولة في بورصة أمريكية لا تعتبر أسهم اليورو بل أسهم اليانكي.

• **أسهم اليانكي** : تصدر من قبل شركات أجنبية وتتداول في الولايات المتحدة الأمريكية، مثلا

شركة اسبانية تباع أسهمها في الولايات المتحدة الأمريكية .

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

الفرع الثاني: طرق إصدار الأسهم

كما سبق وأشرنا ان السوق الدولية مثلها مثل السوق المحلية فيها السوق الأولية للأسهم الدولية التي يتم فيها إصدار الأسهم الدولية لأول مرة، والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأسهم. تتم عملية الإصدار الأولى اما بطريقة الطرح المباشر او الطرح من خلال إيصالات الإيداع.

أولاً- الطرح المباشر: يتمثل في قيام الشركة بطرح أسهمها مباشرة في البورصة المستهدفة من طرفها، بالاعتماد على بنك استثماري يعمل على المستوى الدولي، وهذه الاسهم لا بد أن تستجيب لكل المتطلبات المفروضة من قبل لجنة الأوراق المالية. مثال عن هذا الطرح الأسهم الأمريكية (أسهم اليانكي) تصدره الشركات الأجنبية مدرجة في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية تكون الاسهم بعملة الشركة، وتدفع الشركة الأرباح ويحصل المستثمرون على الأرباح الرأسمالية من حاصل البيع بنفس عملة السهم.

ثانياً- الطرح عن طريق إيصالات الإيداع: تتمثل هذه الطريقة في اصدار شهادة إيصال الإيداع التي تمثل عدد محدد من الأسهم في شركة في اسواق مالية. يعود أول ظهور لإيصالات الإيداع إلى سنة 1927 في السوق المالي الأمريكي وسميت إيصالات الإيداع الأمريكية American Depository Receipts تسمى باختصار (ADRs) وتباع وتشتري في السوق الأمريكي كأى سهم آخر. وفيما بعد مع تطور التحرير المالي في الكثير من الدول وخاصة المتقدمة وفتحها المجال للمستثمرين والشركات للتعامل في أسواق الأوراق المالية، وللتغلب على صعوبات تداول الأسهم الأجنبية في البورصات المحلية تم الاتجاه إلى استخدام نظام إيصالات الودائع في عدد كبير من الدول، فظهرت في جل البورصات المتقدمة والناشئة هذا النوع من الإيصالات.

الفرع الثالث: خطوات إصدار الأسهم الدولية

عندما ترغب شركة في إصدار أسهم على مستوى سوق الأسهم الدولي فإنها تقرر حجم الإصدار والسوق الذي سيتم إصدار الأسهم فيه وسعر الإصدار والعديد من الإجراءات الشكلية الأخرى ويتم الإصدار وفق الخطوات التالية :

أولاً- البحث عن بنك استثمار الذي سيدير عملية الإصدار حيث يقوم بدراسة الإصدار من مختلف جوانبه ومختلف عوامل الخطر المتعلقة به واحتمالات وقوعها، ويقدم مقترحاته حول ما إذا كان الإصدار سيكون بإيصالات الإيداع الأمريكية او إيصالات الإيداع العالمية، وإذا وافق البنك فالجهة المصدرة تقوم بتحضير نشرة الإصدار وتأخذ موافقة السلطات التنظيمية في بلدها الأصلي.

ثانياً- البنك المدير يقوم بتشكيل اتحاد مصرفي دولي من عدة بنوك يدعوها إلى مشاركته في عملية إدارة الإصدار ويقرر البنك المدير النسبة التي يستطيع الاكتتاب فيها من الأسهم. وهذه المجموعة من البنوك فيها المتعهد بالتغطية وفيها كذلك البنوك التي تتولى عملية البيع للمستثمرين النهائيين على مستوى

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

الأسواق الدولية والوديع الذي يمثل بنك أو مؤسسة مالية وظيفتها هو إصدار شهادات الإيداع مقابل أسهم الشركة ويتم تعيين مقدار النسبة بينهما، وهو الذي يتولى الربط ما بين الشركة المصدرة للسهم والمستثمرين في هذه الأسهم، حيث ان اغلب هذه البنوك موجودة في المراكز المالية الدولية وبالتالي فهي تصدر إيصالات إيداع عالمية وتصدر إيصالات إيداع بعملتها المحلية للشركات الراغبة في طرح في تلك الأسواق، مثلا البنوك الأمريكية تصدر ADR للشركات الراغبة في طرح الأسهم الأجنبية في أسواق الأوراق المالية الأمريكية، وتصدر إيصالات الإيداع العالمية GDR لباقي عملائها من مختلف دول العالم والذين يرغبون في طرح أسهمهم في أسواق الأوراق المالية الدولية الأخرى.

ثالثا- بعد الحصول على موافقة الجهات الرقابية، يتم تعيين بنك الحفظ من قبل جهة الإيداع بالتشاور مع الشركة المصدرة للأسهم. تقوم الشركة بإيداع الأسهم التي سيتم إصدارها لدى بنك الحفظ المختار الموجود في البلد المحلي عندما يتم إيداع الأسهم لدى بنك الحفظ، يطلب الأخير من الوديع إصدار إيصالات إيداع مقابل الأسهم المملوكة. عندما يشتري المستثمرون شهادات الإيداع الدولية، تتدفق العائدات من الوديع إلى بنك الحفظ ومن بنك الحفظ إلى الشركة المصدرة، وتقوم الشركة بإدخال اسم المستثمر في سجل المساهمين.

المطلب الثالث: سوق العملات الأجنبية

الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق الفوركس

أولاً- نشأة سوق الفوركس: نظام المقايضة هو أقدم طريقة للتبادل، يتم بموجبه تبادل البضائع مقابل سلع أخرى. ثم تطور النظام وأصبحت سلع مثل الملح والتوابل وسائل تبادل شعبية، كانت السفن تبحر للمقايضة بهذه البضائع في أول شكل من أشكال العملات الأجنبية على الإطلاق. وفي العصر البابلي بدأت عملية تبادل العملات الورقية. تم إنشاء أول سوق فوركس في أمستردام، منذ ما يقرب 500 عام، من أمستردام، بدأت تداولات فوركس في جميع أنحاء العالم. الا أن سوق الفوركس بالمعنى المعاصر للكلمة بدأ بالتحديد في سنوات السبعينيات بعد انهيار نظام بريتون وودز، وإلغاء ارتباط الدولار بالذهب والمروور نحو سعر الصرف الموعوم أدى ذلك إلى نشاط سوق الصرف الأجنبي والذي مر بالمراحل التالية:

- **مرحلة السبعينيات:** تميزت هذه المرحلة بالتدخل الكبير للبنوك المركزية بهدف المحافظة على قيمة العملة المحلية، وكان التعامل فيه مقصور على البنوك الكبيرة. كان سوق الصرف في هذه الفترة ينشط بالطرق التقليدية، اين كان للبنك المركزي والبنوك التجارية الدور الكبير في هذا السوق، حيث يعملان على توفير حاجة عملائهم للعملة الأجنبية سواء كانوا شركات او مؤسسات او افراد.

- **مرحلة الثمانينيات:** في هذه المرحلة بدأت أهداف الشركات من التعامل في سوق الفوركس تتعدد فلم تعد تكتفي بتلبية الحاجة للعملة (الدور الرئيسي لسوق الفوركس تحويل عملة الى عملة اخرى)،

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

بل تعدت ذلك لتشمل عملية المضاربة والتغطية من المخاطر. وكان التعامل يتم عن طريق السماسرة بالهاتف ويتم تأكيد العملية بالتيليكس، وازداد عدد المتدخلين في هذا السوق، غير أن التعامل في هذا السوق خلال هذه الفترة كان يستوجب دفع رسوم سمسرة باهظة، كما أن الفرق ما بين سعر البيع والشراء كان كبيراً وهو ما جعله حكراً على الشركات الكبيرة والأفراد الأثرياء فقط.

● **مرحلة منتصف التسعينيات:** أدى تطور وتوسع الأسواق المالية الدولية وزيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وزيادة حركة وتنقل الأفراد بين مختلف البلدان، إلى تزايد الحاجة إلى العملات الأجنبية. قام بنك التسويات الدولية بالعديد من الإصلاحات على هذه السوق شملت جميع الوسطاء والسماسرة المتعاملين في هذا السوق، وهو ما سمح للبنوك والمؤسسات المالية في أواخر التسعينيات بفتح منصات افتراضية تعرض فيها أسعار البيع والشراء لمختلف العملات الأجنبية وهو ما جلب اهتمام العملاء وتحولت إلى منصات استقطاب أوامر البيع والشراء وأصبحت الأسعار تحدد إلكترونياً وازداد الإقبال على هذه السوق من مختلف مناطق العالم، وسمح حتى لصغار المستثمرين من الأفراد والبنوك بالتعامل فيه.

يمكن تعريف سوق الصرف الأجنبي أو سوق الفوركس على أنه أكبر الأسواق وأكثرها سيولة في العالم، حيث يتم تداول تريليونات الدولارات كل يوم. لا يوجد موقع مركزي، وإنما هو عبارة عن شبكة إلكترونية تتكون من البنوك والوسطاء والمؤسسات والمتداولين الأفراد، تتم عمليات التداول بواسطة الوسطاء أو السماسرة (broker).

ثانياً- خصائص سوق الفوركس: يتميز سوق الفوركس بكونه:

- ذات سيولة عالية: حيث يتوفر على عدد كبير من البائعين والمشتريين في أي وقت بالشكل الذي يمكن معه تنفيذ كل الصفقات في أي وقت وبالأسعار المرغوبة.
- ينشط على مدار 24 ساعة في 5 أيام في الأسبوع ما عدا يومي السبت والأحد والتي تعتبر عطلة في أهم المراكز المالية العالمية.
- ضخامة حجم المعاملات اليومية التي تقدر بالتريليون دولار.
- سوق افتراضية، ليس لها مكان ملموس بل تتم عبر شبكات الانترنت.
- سيطرة الدولار على سوق الفوركس كعملة محورية، إضافة إلى عملات أخرى كالبيورو والجنيه الاسترليني والين الياباني والدولار الكندي والفرنك السويسري.

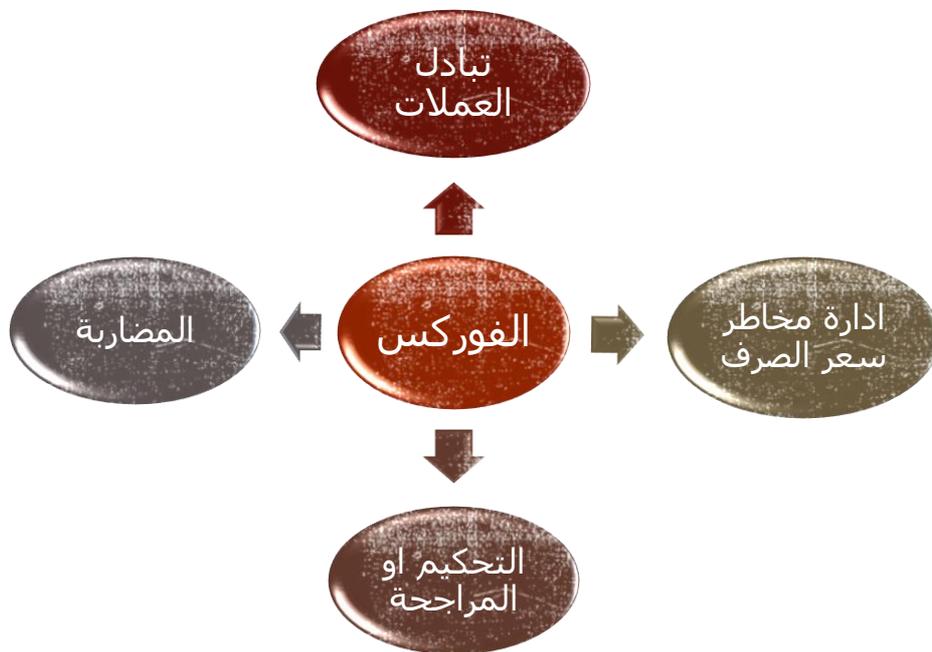
الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

- الرافعة المالية: التداول في سوق العملات يتم باستخدام الرفع المالي او الرافعة المالية على نطاق واسع حيث انه يمكن للمتعامل يملك مبلغ مالي صغير ان يستثمر في السوق عدة أضعافه، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح ولكن قد تلحق به خسائر كبيرة.

الفرع الثاني: استخدامات سوق الفوركس

أولاً- العمليات في سوق الفوركس: يلجأ المتعاملون الى سوق الفوركس للاستفادة من الوظائف المتنوعة التي يوفرها، حيث ان كل متعامل له هدف معين هناك من يرغب في تحويل الأموال، وهناك من يهدف في تحقيق الأرباح عن طريق المضاربة، والبعض الاخر هدفه التحوط وإدارة مخاطر سعر الصرف.

الشكل رقم (12): وظائف سوق الصرف الاجنبي



المصدر: من اعداد الباحثة

- **تبادل العملات:** وظيفة تحويل العملات تعتبر الدور الأساسي لسوق الصرف، هذه الوظيفة تسمح للمتعاملين بالحصول على العملات الأجنبية من أجل تسوية المعاملات الخارجية مثل التجارة الخارجية، الاستثمار الأجنبي، السياحة.
- **للتحوط وإدارة مخاطر سعر الصرف:** في التعاملات التجارية الدولية أطراف العقد معرضة لخطر تقلب سعر الصرف اثناء استلام المستحقات او أداء المدفوعات، حيث يمكن لطرف سيدفع أو يستلم مبلغ نقدي بالعملة الأجنبية في المستقبل ان يكون معرض لخطر دفع مبلغ نقدي أكبر أو قبض مبلغ نقدي أقل مما يتوقعه بالعملة المحلية، وللتقليل من هذا الخطر بإمكانه اللجوء إلى سوق العملات الأجنبية للقيام بالتغطية حيث يقوم بالدخول في عقد مستقبلي لشراء أو بيع نفس المبلغ بالعملة الأجنبية بالسعر الفوري على أن يتم تسوية المعاملة في المستقبل أي بعد المدة الزمنية المحددة.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

مثال: مستورد جزائري قام بشراء معدات بقيمة 500000 دولار والدفع بعد شهرين، في هذه الحالة المستورد معرض لخطر انخفاض قيمة الدينار مقابل الدولار، لكي يتفادى هذا الخطر يمكن للمستورد ان لا ينتظر شهرين لشراء الدولار يشتريه، فيدخل في عقد مستقبلي لشراء 500000 دولار بسعر 114.8 دج / دولار اي يدفع 57400000 دج، عند انتهاء مدة شهرين إذا تحقق سعر 115 دج/ دولار فإذا لم يدخل المستورد في عقد شراء مستقبلي ل 500000 دولار ويشتري وفقا للسعر المتحقق بعد شهرين فعليه بدفع 57500000 دج للحصول على 500000 دولار. وبالتالي يمكن القول ان المستثمر بدخوله في عقد مستقبلي تجنب دفع مبلغ إضافي يقدر ب 100000 دج.

• **بغرض التحكيم:** يلجأ إليها المتعاملون لتحقيق الأرباح والاستفادة من فوارق الأسعار للعمليات ما بين المراكز المالية في نفس اللحظة، ويقصد به شراء العملات في سوق تكون فيه قيمة العملة منخفضة وبيعها في سوق آخر يكون سعرها مرتفعا بهدف تحقيق الربح.

مثال: اذ كان سعر صرف اليورو جنيه إسترليني في سوق فرانكفورت هو 0.85، وفي سوق لندن سعره 0.91، فإن العميل سوف يشتري اليورو من سوق فرانكفورت بسعر منخفض ويعيد بيعه في نفس اليوم في سوق لندن عند سعر مرتفع ويحقق هامش ربح قدره 0.06 جنيه إسترليني عن كل يورو، وهذا الأمر في الاخير يؤدي إلى ارتفاع قيمة اليورو في سوق فرانكفورت نتيجة ارتفاع الطلب عليه، بينما تنخفض قيمته في سوق لندن نتيجة زيادة عرضه حتى يتساوى السعران في السوقين وتتلاشى فرصة تحقيق أرباح.

• **المضاربة** هناك من العملاء من يدخل لسوق الفوركس بهدف تحقيق الأرباح عن طريق المضاربة وذلك بالاعتماد على مختلف التوقعات حول الاتجاه المستقبلي للعملات واتخاذ القرارات المناسبة بالبيع والشراء. فعندما يتوقع مستثمر ما في هذه السوق ارتفاع قيمة عملة ما في المستقبل بناء على معطيات معينة يبني عليها توقعاته، فإنه سيقوم بفتح مركز طويل اي يدخل في عقد مستقبلي لشرائها حاليا عند السعر المنخفض والاحتفاظ بها مدة زمنية معينة ريثما ترتفع أسعارها، فإذا تحققت توقعاته فإنه يبيعها ويحقق ربح كبير ولكن إن لم تتحقق توقعاته فإنه يتعرض لخسائر كبيرة.

ثانيا- أنواع العقود في سوق الفوركس: هناك أربع أنواع من العقود التي تتم في سوق الفوركس وهي:

- **العقود الفورية:** المعاملات الفورية يعني شراء أو بيع عملة أجنبية للتسليم الفوري في تاريخ فوري محدد، يُشار إلى سعر الصرف الذي تستند إليه المعاملة بسعر الصرف الفوري.
- **العقود المستقبلية على العملات:** هي نوع من العقود الأجلة لتبادل عملة بأخرى بسعر صرف محدد يوم إبرام العقد والتسليم في تاريخ محدد في المستقبل. نظرًا لأن قيمة العقد تستند إلى سعر صرف العملة الأساسي، فإن العقود المستقبلية للعملة تعتبر مشتقا ماليا.

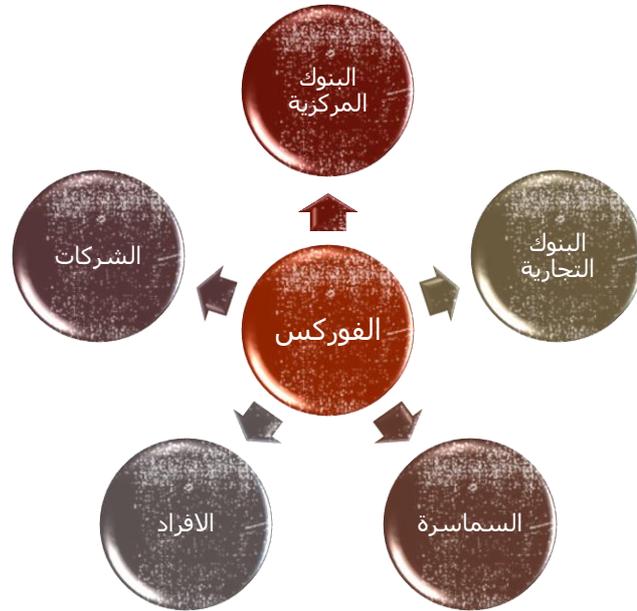
الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

- عقود المبادلة على العملات: هو عقد مشتق بين طرفين يتضمن تبادل مدفوعات الفائدة، بالإضافة إلى تبادل المبالغ الأساسية في بعض الحالات، المقومة بعملات مختلفة.
- عقود الخيار على العملات: خيار العملات هو عقد يمنح المشتري الحق، ولكن ليس الالتزام، لشراء أو بيع عملة معينة بسعر صرف محدد في أو قبل تاريخ محدد مقابل دفع علاوة للبائع. تعد خيارات العملات من أكثر التقنيات استعمالاً من طرف الشركات أو الأفراد أو المؤسسات المالية للتحوط ضد خطر تقلبات أسعار الصرف. (Chen, 2020)

الفرع الثالث: الأطراف الفاعلة في سوق الصرف الأجنبي (الفوركس)

يتدخل في سوق الصرف الأجنبي أطراف مختلفة كالبنوك الافراد الشركات والسماسرة، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (13): الأطراف المتدخلة في الفوركس



المصدر: من اعداد الباحثة

أولاً-البنوك المركزية: تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي اما بهدف تدعيم العملة المحلية او لتخليص عملته من ضغوط المضاربة، وكذلك للتخلص من السيولة الزائدة أو لتوفير السيولة للاقتصاد، وهذا عن طريق شراء وبيع العملات من أجل التأثير على مستوى عرض وطلب العملة.

ثانياً-البنوك التجارية والمؤسسات المالية: تعتبر البنوك التجارية من أهم العملاء الفاعلون في سوق الصرف حيث انها تساهم في عمليات الصرف الأجنبي سواء لحسابها الخاص او لحساب عملائها، بالإضافة الى المؤسسات المالية غير المصرفية التي تتعامل بمبالغ ضخمة مثل شركات التأمين، وكذلك الشركات العالمية المختلفة.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

ثالثا- السماسرة: يعتبر السماسرة وسطاء في عمليات الصرف بين الأطراف البائعة والمشتريّة للصرف الأجنبي، حيث ان دورهم مبني على خبرتهم ومعرفتهم بظروف السوق وحجم المخاطر التي تنجم عن عمليات الصرف. يقوم السماسرة بتجميع ومقابلة أوامر البيع والشراء لعملات لصالح بنوك أو متعاملين آخرين، كما يقومون بضمان الاتصال بين البنوك واعطاء التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء.

رابعا- المستخدمين التقليديين: يتمثل هذا النوع في الفاعلون لحسابهم الخاص نذكر منهم المستوردين والمصدرين والسياح والمستثمرين الذين يتبادلون العملة المحلية بالعملات الأجنبية بغية تسوية معاملاتهم الدولية، بالإضافة إلى المضاربين الذين يدخلون في وضعيات قصيرة او طويلة بهدف تحقيق أرباح من حركة الأسعار وفقا لتوقعاتهم في الأجل القصير.

المطلب الرابع: سوق العملات الأوروبية

الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق العملات الأوروبية

أولا- تعريف سوق العملات الأوروبية – Eurocurrency Market: هو سوق مالي دولي متخصص في الاقتراض والإقراض بالدولار الأمريكي والعملات الأوروبية الأخرى، خارج بلدان الإصدار الخاصة بهم. تشمل المراكز الرئيسية لمعاملات العملات الأوروبية لندن وباريس وفرانكفورت وأمستردام. نظرا لأنه تم التعامل بالدولار الأمريكي في الغالب في هذه المراكز، فقد أطلق على السوق اسم سوق اليورو دولار لفترة طويلة، قبل ان يصبح تحت اسم سوق العملات الأوروبية. يتم استخدام سوق العملات الأوروبية من قبل البنوك والشركات متعددة الجنسيات وصناديق الاستثمار المشتركة وصناديق التحوط، رغبة منهم في تفادي المتطلبات التنظيمية وقوانين الضرائب واسعار الفائدة العالية في الخدمات المصرفية المحلية، لا سيما في الولايات المتحدة. (Chen, Eurocurrency Market, 2020)

ثانيا- نشأة ونمو السوق: نشأت سوق العملات الأوروبية عقب الحرب العالمية الثانية عند وضع خطة مارشال لإعادة بناء أوروبا، الامر الذي خلق نموا كبيرا في الدولارات خارج الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تطور السوق أولا في لندن. ومع نهاية عام 1958، أصبحت عمالات دول أوروبا الغربية الرئيسية قابلة للتحويل لغير المقيمين، وقد مكن ذلك البنوك في تلك البلدان من شراء وبيع الدولارات بحرية واستخدام الدولار في تمويل التجارة الدولية. وأدت أيضا الضوابط الصارمة التي فرضتها الحكومة البريطانية بسبب أزمة الجنيه الاسترليني في عام 1959 على قروض أو إقراض غير المقيمين، الى زيادة توجه البنوك نحو الدولار كبديل للجنيه الاسترليني، الامر الذي أدى الى تعزيز وضع الدولار في المراكز المالية الأوروبية. كما ان دول الكتلة السوفيتية السابقة ودول أوروبا الشرقية ساهمت بشكل كبير في ظهور وتطور سوق اليورو دولار، حيث لم يرغبوا في الاحتفاظ بإيداعاتهم بالدولار لدى البنوك الأمريكية،

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

وفضلوا الاحتفاظ بأرصدة الدولار في باريس ولندن بدلا من نيويورك. خلال الستينيات والسبعينيات من القرن الماضي، شهدت أسواق العملات الأوروبية نموا سريعا، وهذا راجع:

- **ميزة سوق لندن:** ان ميزة الموقع التي يتمتع بها سوق لندن كونه قريب من أبرز العملاء جعل منه الوجهة المفضلة لهم.
- **المساعدات الاقتصادية والعسكرية:** خلال الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، استمرت المساعدات الاقتصادية والعسكرية الأمريكية في التدفق على نطاق واسع إلى دول أوروبا الغربية. وقد أدى ذلك إلى تحويلات كبيرة للدولار إلى البنوك في الدول الأوروبية.
- **انخفاض أهمية الجنيه الإسترليني:** سُن قانون مراقبة الصرف البريطاني في أوائل فترة ما بعد الحرب الذي قيد منح الجنيه الإسترليني للبنوك المركزية خارج منطقة الجنيه الإسترليني نتيجة لذلك، تم تعزيز وضع الدولار في المراكز المالية الأوروبية.
- **اللائحة Q:** كان العامل المهم المسؤول عن التوسع السريع لسوق اليورو مقابل الدولار في الستينيات هو اللائحة Q⁵ لنظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، التي بموجبها تم فرض سقف على معدل الفائدة المستحق الدفع على الودائع أدى ذلك إلى قيام البنوك الأمريكية بفتح فروعها في أوروبا، ونتيجة لذلك، كان هناك تدفق كبير من الدولارات من الولايات المتحدة إلى الدول الأوروبية في أواخر الستينيات.
- **قيود الولايات المتحدة:** في الستينيات، كانت هناك سلسلة من الإجراءات التقييدية الأخرى التي تم فرضها في الولايات المتحدة والتي حفزت العمليات المصرفية في بريطانيا ودول أوروبا الغربية الأخرى. في عام 1963، تم إدخال ضريبة معادلة الفائدة في الولايات المتحدة الأمر الذي رفع تكلفة الاقتراض بالنسبة للشركات والحكومات غير الأمريكية في أسواق رأس المال الأمريكية إلى حد جعل المقترضين يخافون من سوق رأس المال الأمريكي، وبالتالي تحولوا إلى الأسواق المالية الأوروبية. منذ عام 1965، تم سن لائحة أخرى في الولايات المتحدة. بموجب برنامج تقييد الائتمان الأجنبي الطوعي الذي أدى إلى قطع أوروبا والشركات الأمريكية في الخارج وبلدان معينة مثل المكسيك عن الأسواق المالية الأمريكية، وبالتالي كان على المقترضين المحتملين اللجوء إلى البنوك الأوروبية للوصول إلى الاقتراض بالدولار. في عام 1968، تم سن قانون الاستثمار الأجنبي المباشر في الولايات المتحدة الذي سعت من خلاله إلى كبح جماح الشركات الأمريكية في استخدام الدولار المحلي في الخارج، كان يعني أنه يمكن تمويل برامج التوسع المستقبلية عن

5 اللائحة Q ، تم إنشاء القاعدة الأصلية في عام 1933 ، وفقاً لقانون Glass-Steagall ، يهدف منع البنوك من دفع فائدة على الودائع في الحسابات الجارية. كما وضع سقفاً لمعدلات الفائدة التي يمكن دفعها في أنواع أخرى من الحسابات. كان الغرض من هذه الإجراءات هو الحد من سلوك المضاربة من قبل البنوك المتنافسة على ودائع العملاء حيث أدت إلى سعي البنوك إلى وسائل محفوفة بالمخاطر للربح لتكون قادرة على دفع الفائدة على هذه الودائع. وقد اغتبر هذا فيما بعد على أنه وسيلة للتمتع المالي

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

طريق زيادة رأس المال من الأسواق المالية الخارجية، الأمر الذي أتاح الفرصة للبنوك الأوروبية لتوسيع عمليات الإقراض الخاصة بها إلى حد كبير.

- **الضوابط النقدية الداخلية للولايات المتحدة:** في عام 1969، تبنت الولايات المتحدة سياسة نقدية صارمة لاحتواء الظروف التضخمية. في هذه الحالة، بدأت البنوك الأمريكية في الاقتراض بكثافة في سوق اليورو دولار من خلال فروعها الخارجية بهدف تلبية متطلبات السيولة لعملائها.
- **حجم احتياجات المقترضين:** من ناحية، واصلت الولايات المتحدة تشديد نظام الضوابط النقدية والصراف، ومن ناحية أخرى، استمرت احتياجات الائتمان في التوسع في كل من البلدان المتقدمة والأقل نمواً. نظراً لأن الاقتراض الحكومي ينطوي على مفاوضات صعبة وطويلة الأمد، فقد تحول المقترضون إلى أسواق العملات الأوروبية الأكثر مرونة، على الرغم من أنها أكثر تكلفة لتلبية احتياجاتهم الائتمانية المتزايدة. منذ النصف الأخير من الستينيات، شهدت أسواق العملات الأوروبية توسعاً سريعاً. بين عامي 1967 و1969، ارتفع عدد فروع البنوك الأمريكية في الخارج من 295 إلى 459. زادت أصولها بأكثر من الضعف من 15.7 مليار دولار إلى 41.1 مليار دولار في هذين العامين.

استمر النمو السريع لأسواق العملات الأوروبية حتى عام 1974. في الفترة 1973-1974، سجلت معدل نمو يقدر بأكثر من 49%. أدى تخفيف القيود التي فرضتها الولايات المتحدة على صادرات رأس المال في منتصف عام 1974 إلى تراجع مؤقت في نموها. في عامي 1974 و1975، كانت معدلات النمو السنوية لسوق العملات اليورو 34.1% و15.8% على التوالي. ومع ذلك، حدث الانتعاش في عام 1976، عندما سجل معدل نمو قدره 20.5%، تلاه معدلات نمو بلغت 25% و26% في عامي 1978 و1979 على التوالي. بلغ معدل النمو السنوي المركب الإجمالي للمعاملات المصرفية الدولية بين عامي 1964 و1985، وفقاً لـ رالف براينت، 26%. بلغ حجم سوق العملات الأوروبية في منتصف عام 1990 حوالي 8 تريليون دولار. في حين كان 7 مليارات دولار فقط، عام 1963.

الفرع الثاني: عمليات سوق العملات الأوروبية

يشير سوق العملات الأوروبية إلى كل سوق يتم فيها إيداع واقتراض عملة في غير الموطن الأصلي والقانوني لتداولها، ورغم أن الدولار كان السابق لهذا نظراً لهيمنته العالمية وقبوله الواسع في المعاملات التجارية والمالية الدولية، إلا أن سوق العملات الأوروبية اليوم اتسع ليشمل عملات أخرى في مواطن غير أوروبا. تتفرع هذه السوق إلى سوق اليورو دولار، سوق اليورو عملات أخرى، والسوق النقدية وهذا على حسب العمليات التي تتم فيه والأطراف المتدخلة فيه.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

أولاً- ودائع الدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية لدى البنوك الأوربية الكبرى وفروع البنوك الأمريكية الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، والتي يتم منحها على شكل قروض، تسمى هذه العمليات بسوق اليورو دولار تعتبر البنوك المركزية والبنوك التجارية وشركات السمسرة والحكومات والهيئات الحكومية وصناديق الاستثمار والشركات والأفراد أهم المتعاملين في هذه السوق.

ثانياً- الأصول النقدية بغير الدولار الأمريكي تدار على شكل ودائع أو قروض خارج منطقة التداول القانوني لها سواء كانت في أوروبا، أو أي مناطق أخرى في العالم، مثل اليورو جنيه الذي يشير إلى تداول الجنيه خارج بريطانيا، كما أن الودائع بالدولار أو الجنيه في طوكيو كمثال تعتبر يورو عملات حتى ولو وجدت خارج أوروبا، هذا يسمى سوق اليورو عملات أخرى

ثالثاً- والسوق التي تتداول فيها العملات الأجنبية على شكل ودائع أو قروض قصيرة الأجل بعملة غير عملة الدولة التي تتداول فيها سواء لمتعاملين مقيمين أو غير مقيمين، وهي تستخدم بشكل خاص للحصول على الموارد المالية لتغطية عمليات التجارة الخارجية من مختلف الدول، إضافة إلى تمويل رأس المال العامل في مختلف الشركات خاصة المتعددة الجنسيات. إذا انحصرت المعاملات بين البنوك فقط نسميها السوق لنقدية الدولية.

الفرع الثالث: دور سوق العملات اليورو في النظام المالي الدولي

لعبت سوق العملات الأوروبية دوراً مهماً للغاية في النظام المالي الدولي. على الرغم من أن الوظيفة الرئيسية لهذا السوق هي اقتراض وإقراض الدولار الأمريكي والعملات الرئيسية الأخرى، إلا أنه يوفر العديد من الفوائد بما في ذلك:

- **زيادة حركة رأس المال الدولي،** أدى توسع سوق العملات الأوروبية إلى زيادة التنقل الدولي لرأس المال بشكل كبير.
- **إضفاء المرونة في السوق المالية وتخفيض هياكل أسعار الفائدة المتعلقة بالودائع والقروض،** حيث أن الفروق في أسعار الفائدة بين المراكز المالية المختلفة تؤدي إلى تحويل واسع النطاق للأموال قصيرة ومتوسطة الأجل في جميع أنحاء العالم. تتدفق الأموال من المركز المالي منخفض الفائدة إلى مركز الفائدة المرتفع.
- **جذب تدفقات رأس المال على نطاق واسع،** لعب سوق العملات الأوروبية دوراً مهماً في إعادة تدوير الأموال الناتجة عن الارتفاع الحاد في أسعار البترول.
- **إعادة تدوير الأموال بشكل فعال،** يساهم سوق العملات الأوروبية إعادة تدوير الأموال من البلدان التي لديها فائض في ميزان المدفوعات إلى تلك التي لديها عجز في ميزان المدفوعات.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

باختصار، أدى سوق العملات الأوروبية إلى زيادة تنقل رأس المال الدولي وبالتالي تحسين الكفاءة الاقتصادية وخفض فروق أسعار الفائدة بين مختلف المراكز المالية والبلدان. إذا كان هدف بلد ما التحكم في تحركات رأس المال الدولية، فيمكن لسوق العملات الأوروبية ان يكون مفيد في هذا الاتجاه. لنفترض أن هناك تحويلاً للودائع من بنك أمريكي إلى بنك اليورو، فسيكون هناك انخفاض في الفائض الأمريكي أو زيادة في عجزها بسبب تدفق رأس المال الخارج. على العكس من ذلك، فإن تدفق الأموال من أحد البنوك الأوروبية إلى البنك الأمريكي سيققل من عجز السداد في الولايات المتحدة أو يزيد من فائضها. ومع ذلك، لا ينبغي التغاضي عن الآثار السلبية المحتملة لتدفقات العملات الأوروبية. أولاً، يمكن أن يكون لهذه التدفقات تأثيرات موازنة على السياسة النقدية المحلية. عندما تنخرط السلطة النقدية لبلد ما في مهمة كبح جماح التضخم من خلال سياسة نقدية مقيدة، فإن تدفق رأس المال قصير الأجل بسبب هيكل سعر الفائدة المحلي المرتفع سيؤدي إلى تحييد السياسة النقدية المقيدة. كذلك فإن السياسة النقدية التوسعية للقضاء على البطالة والركود قد تنهار بسبب تدفق رأس المال إلى الخارج. وبالتالي فإن التدفقات الدولية للأموال من المرجح أن تجعل السياسة النقدية المحلية غير فعالة. ثانيًا، يمكن أن تؤدي الكميات الهائلة من الموارد السائلة التي يوفرها سوق العملات الأوروبية إلى تحركات رأس المال بهدف المضاربة وما يترتب على ذلك من عدم استقرار اقتصادي خطير، لا سيما عندما لا تكون البلدان المعنية محمية بالحواجز التجارية وضوابط الصرف.

الفرع الرابع: سوق العملات الأوروبية والدول النامية

ساهم سوق العملات الأوروبية إلى حد معين في تلبية متطلبات الموارد للبلدان النامية، حيث يمكن لبعض البلدان النامية الوصول إلى أسواق السندات الدولية والأجنبية والقروض المصرفية. وفي هذا الصدد، لا بد من الإشارة إلى أن القروض كانت إلى حد كبير في شكل قروض مجمعة متوسطة الأجل (استحقاق من 3 إلى 10 سنوات)، حسب تقدير بنك التسويات الدولية، سجلت القروض متوسطة الأجل من بنوك مجموعة العشر دول وسويسرا للدول النامية زيادة كبيرة من 2 مليار دولار عام 1971 إلى 30 مليار دولار عام 1980. لا شك أنه حدثت زيادة كبيرة للغاية في تحويل الأموال إلى البلدان النامية، ومع ذلك لم يتم توزيعها على نطاق واسع أو بالتساوي فيما بينها. ذهبت النسبة الأكبر من الأموال بعملة اليورو إلى عدد قليل نسبيًا من البلدان ذات الدخل المرتفع مثل البرازيل والأرجنتين والمكسيك وبيرو في البلدان النامية. كان هناك بعض التحول لصالح البلدان النامية ذات الدخل المتوسط منذ منتصف عام 1970، ولكن بعد ذلك كان هناك انخفاض في قدرتها على استيعاب كميات كبيرة من اليورو والدولار والعملات الأخرى. في حالة البلدان النامية منخفضة الدخل، كانت القروض من سوق العملات الأوروبية

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

هزيلة للغاية وغير منتظمة. كان هناك انكماش في إقراض البنوك الأوروبية للدول النامية غير المصدرة للنفط.

بشكل عام، ظل وصول البلدان النامية إلى سوق العملات الأوروبية محدودا للغاية. بالإضافة إلى ذلك، فإنه لا يوفر أي ضمان لتوفير الأموال لهذه البلدان التي تعاني من نقص رأس المال بتكلفة منخفضة. من المرجح أن يؤدي الاعتماد المفرط للبلدان الأقل نمواً على سوق العملات الأوروبية إلى جعل اقتصاداتها أكثر حساسية لتحركات رأس المال المزعزعة للاستقرار وتغيرات أسعار الفائدة.

من وجهة نظر البلدان الأقل نمواً، من الأفضل الحصول على تمويل للتنمية من المؤسسة الدولية للتنمية والمؤسسات الأخرى التابعة للبنك الدولي. فقط عندما لا تكون الأموال متاحة لهم من تلك المصادر، يلجئون إلى الاقتراض التجاري من سوق العملات الأوروبية أو من مصادر التمويل الثنائية الأخرى.

المبحث الثالث: نظام الأوفشور

نظام الأوفشور عبارة عن مراكز مالية مبتكرة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية وانتشرت في أنحاء العالم. ان التشريعات المالية والمصرفية الصارمة في الدول الصناعية في فترة الستينات والسبعينات من القرن الماضي مثل متطلبات الاحتياطي القانوني وتحديد معدلات الفائدة وفرض قيود على التعامل ببعض المنتجات المالية، والرقابة على رأس المال، وإجراءات الإفصاح المالي، ساهمت وبشكل كبير في ظهور وتطور بنوك الأوفشور في العالم. كما ساهمت زيادة التعامل بالحسابات المصرفية بغير الدولار في سنوات التسعينات في تشجيع والتوسع في إنشاء بنوك الأوفشور. حيث تشير التقديرات إلى أن حجم عمليات بنوك الأوفشور يبلغ نحو 1500 مليار دولار سنويا وأهم مصادر تمويل نظام الأوفشور هي أسواق العملات الدولية، وبالدرجة الأولى سوق اليورو دولار وخصوصا بعد زيادة العائدات النفطية عام 1974-1975 وعام 1979 وظهور الدولارات النفطية.

المطلب الأول: مفهوم نظام الأوفشور

الفرع الأول: تعريف نظام الأوفشور

نظام الأوفشور عبارة عن مراكز مالية خارجية (Offshore Financial Center, OFC)، تعرف على أنه منطقة أو دولة أو ولاية قضائية توفر خدمات مالية لغير المقيمين الذين يرغبون في تجنب بعض الضوابط واللوائح في البلد الأصلي، تستخدم الشركات هذه المراكز المالية كمواقع للتهرب الضريبي، وفي بعض الحالات يتم استخدامها بشكل غير قانوني كعملية غسيل الأموال. يصنف صندوق النقد الدولي هذه المراكز كمراكز مالية (Offshore Financial Center, OFC)، جنبا إلى جنب مع المراكز المالية الدولية (IFCs) والمراكز المالية الإقليمية (RFCs). (Gordon, 2021) تعد بنوك الأوفشور أهم أوجه هذا النظام.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

وتعرف أيضا على انها: المراكز التي تقدم معدلات فائدة مميزة على الودائع والإقراض لغير المقيمين بسبب انخفاض الضرائب وضوابط الصرف الحرة ومتطلبات الاحتياطي المنخفضة للبنوك. حققت بعض البلدان نشاطا تجاريا مربحا من الخدمات المصرفية أفشور، تعد جزر كايمان حاليا واحدة من أكبر المراكز البحرية في العالم. وفي أوروبا، تحظى سويسرا وجزر القنال وجزيرة مان بشعبية كبيرة. غالبًا ما توصف هذه المواقع بأنها ملاذات ضريبية لأنها يمكن أن تقلل الالتزامات الضريبية للعملاء بطرق قانونية تماما. أنشأت كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان مراكز أفشور تمكن غير المقيمين من إدارة أعمالهم في ظل لوائح أكثر ليبرالية من المعاملات المحلية. هدفهم هو منع الأموال من التحرك خارج البلاد. (Oxford Reference, 2011)

يمكن أن تعني عبارة "الأفشور" أي موقع في الخارج - أي بلد أو إقليم أو ولاية قضائية، لكن المصطلح أصبح مرادفا على نطاق واسع لمواقع محددة أصبحت شائعة لأنشطة الأعمال الخارجية، ولا سيما الدول الجزرية مثل جزر كايمان وبرمودا وجزر الباهاما. المراكز الأخرى في البلدان غير الساحلية، بما في ذلك سويسرا وأيرلندا، مؤهلة أيضا كمراكز مالية أفشور (OFCs). قد تنتقل الشركات متعددة الجنسيات والمصارف الخاصة والبنوك الاستثمارية شركات تابعة لها والأفراد (عادة من أصحاب الثروات الصافية العالية) الى هذه البلدان لظروف أكثر ملاءمة، بما في ذلك التهرب الضريبي أو اللوائح المخففة أو حماية الأصول أو لأغراض غير مشروعة، مثل غسل الاموال.

مستوى المعايير التنظيمية والشفافية يختلف اختلافا كبيرا بين مراكز الأفشور OFCs. لكنهم يقدمون بشكل عام:

- قوانين الضرائب المواتية، وهذا هو سبب تسميتهم عموما بالملاذات الضريبية.
- تقليل المخاطر وزيادة إمكانات النمو.
- توفير كبير في التكلفة للشركات.
- حماية الأصول، خاصة في أوقات عدم الاستقرار.
- أنظمة مرنة.
- الخصوصية وسرية، على سبيل المثال، يُعرف السويسريون بقوانين الخصوصية الصارمة الخاصة بهم، في مرحلة ما، لم يكن لدى البنوك السويسرية حتى أسماء ملحقة بالحسابات المصرفية. لكن سويسرا وافقت على تسليم المعلومات إلى الحكومات الأجنبية بشأن أصحاب حساباتهم، مما أدى فعليا إلى إنهاء التهرب الضريبي. فوفقا لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، قامت 100 دولة تلقائيا بمشاركة المعلومات حول الحسابات الخارجية مع السلطات الضريبية في عام 2019، وقد نتج عن ذلك الكشف عن 84 مليون حساب تزيد قيمتها عن 10 تريليون يورو.

الفصل السادس: الأسواق المالية الدولية

الفرع الثاني: مزايا وعيوب الاستثمار في الأفشور

أولاً- مزايا

- تنويع المحفظة، التوجه إلى العالمية والاستثمار في فئات الأصول والعملات المختلفة، يمكن ان يساهم في تقليل المخاطر على الاستثمارات الإجمالية.
- الحصول على معاملة ضريبية تفضيلية على الاستثمارات، اعتمادا على المكان الذي تمتلك فيه الاصول. على سبيل المثال، لا تفرض جزر كايمان ضرائب على الدخل أو أرباح الأسهم أو مكاسب رأس المال، مما يعني أنه يمكن الاحتفاظ بكل الأموال المكتسبة.
- حماية الأصول، الحصول على مستوى معين من الحماية لأن العديد من المراكز الخارجية تقع في أماكن ذات أنظمة اقتصادية وسياسية سليمة. ولأنهم في أراض أجنبية، يصعب على الدائنين مصادرة أصول المستثمرين.

ثانياً- عيوب

- مزيد من التدقيق، يؤدي الاحتفاظ بحسابات في الخارج لمزيد من التدقيق، هذا لأنه غالبًا ما يُنظر إليه على أنه وسيلة للناس لتجنب دفع الضرائب. إذا لم يتم الشخص بالإبلاغ عن ممتلكاته إلى مصلحة الضرائب، مثل مصلحة الضرائب، فقد يتسبب له في مشكلة خطيرة.
- زيادة الشفافية، كما ذكرنا أعلاه، على الرغم من أن بعض البلدان والولايات القضائية توفر السرية التامة لأصحاب الحسابات، فإن عددا متزايدا من البلدان أصبح أكثر شفافية مع السلطات الضريبية. هذا يعني أنه قد يكون صاحب الأصول في مشكل إذا لم يبلغ عن ممتلكاته.
- خطر العمل مع المحترف الخطأ، يجب ان يكون اختيار الوسيط بدقة وعناية، والتأكد من ان الوسيط حسن السمعة أو متخصص في الاستثمار لضمان التعامل مع الاموال بشكل صحيح، قد يؤدي عدم القيام بذلك إلى تعريض الاستثمارات للخطر.

الخاتمة

ان هذا العمل العلمي يعتبر حوصلة وشرح وفي ومعقد ومبسط الى درجة معينة للمواضيع التي تشكل العمود الفقري للمالية الدولية، وبالتالي ستكون بمثابة مرجع مفيد ومساعد لكل الطلبة المعنيين بمقياس المالية الدولية في المقرر الدراسي. ويعتبر هذا العمل بمثابة مكمل ومثري للأعمال السابقة في هذا المجال.

أتمنى أن أكون قد وفقت في تقديم عمل يساعد الطلبة في كل الجامعات عبر ارجاء الوطن في استيعاب المواضيع المتعلقة بالمالية الدولية.

قائمة المراجع أولاً- باللغة العربية: -الكتب

1. زينب حسين عوض الله. (2008). *العلاقات الاقتصادية الدولية*. دار الجامعة الجديدة للنشر.
2. مدحت صادق. (1997). *النقود الدولية وعمميات الصرف الأجنبي*. القاهرة: دار غريب.
3. جوزيف دانيلز، و ديفيد فانيوز. (2010). *اقتصاديات النقود والتمويل الدولي*. الرياض: دار المريخ.
4. نواز عبد الرحمن البيتي ، و منجد عبد المطيف الخشالي. (2007). *مقدمة في المالية الدولية*. عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع .
5. ماهر كنج شكري، و مروان عوض. (2004). *المالية الدولية*. عمان: دار حامد.
6. توفيق عبد الرحيم يوسف حسن. (2004). *الإدارة المالية الدولية*. عمان: دار الصفاء.
7. منير إبراهيم هندي. (1999). *إدارة الأسواق والمنشآت المالية*. الاسكندرية، مصر: منشأة المعارف.
8. منير إبراهيم هندي . (1999). *الأوراق المالية وأسواق راس المال*. الاسكندرية، مصر: منشأة المعارف للنشر.
9. محمد أحمد الأفندي. (2009). *النقود والبنوك*. صنعاء، اليمن: دار الكتاب الجامعي.
10. محمد المبروك ابو زيد. (2009). *التحليل المالي شركات واسواق مالية*. دار المريخ للنشر والتوزيع.
11. رسمية احمد ابو موسى. (2005). *الاسواق المالية والصيرفة*. دار المعنز للنشر والتوزيع.
12. مؤيد عبد الرحمن الدوري. (2010). *ادارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية*. اثناء للنشر والتوزيع.
13. رائد عبد الخالق العبيدي، و خالد احمد فرحان المشهداني. (2015). *إدارة المؤسسات المالية والمصرفية*. مركز الكتاب الأكاديمي.
14. رائد عبد الخالق العبيدي، و خالد احمد فرحان المشهداني. (2015). *إدارة المؤسسات المالية والمصرفية*: مركز الكتاب الأكاديمي .
15. محمود شهاب مجدي . (1998). *الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية*. مصر: دار الجامعة الجديدة للنشر.
16. عبد الكريم جابر العيساوي . (2012). *التمويل الدولي (مدخل حديث)*. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
17. العصار رشاد، و عليان الشريف. (2000). *المالية الدولية*. دار المسيرة للنشر والتوزيع.
18. محمد عبد الله شاهين محمد. (2017). *سياسات صندوق النقد الدولي وأثرها على الدول النامية*. شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع.
19. نعمان سعيدي. (2003). *البعد الدولي للنظام النقدي الدولي برعاية صندوق النقد الدولي*. دار البيضاء: دار بلقيس.
20. احمد فريد مصطفى، و سهير محمد السيد حسين. (2000). *السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو*. مؤسسات شباب الجامعة.

-مقالات

1. مريم آيت بارة، و محمد صاري. (2014). *تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة أرسلور مثال، فرع عنابة*. مجلة الباحث، 14، 223-224.
2. صالح مفتاح. (2002). *العولمة المالية*. مجلة العلوم الانسانية، العدد الثاني، 212.

-الملتقيات

1. عبد الحق بوعتروس. (2009). *تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف*. المؤتمر العلمي الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة (صفحة 2). الأردن: كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الإدارية، جامعة الزيتونة.
2. حسين بلعجوز. (2005). *إدارة المخاطر البنكية و التحكم فيها*. الملتقى العلمي الوطني حول المنظومة المصرفية في الالفية الثالثة منافسة- مخاطر - تقنيات (صفحة 07). جيجل: المركز الجامعي جيجل.

-المحاضرات والمطبوعات

1. صالح مفتاح. (2006/2005). *المالية الدولية، مطبوعة موجهة لطلبة سنة رابعة ليسانس نظام كلاسيكي*. بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر.

باللغة الأجنبية
-الكتب

1. Guillochon , B., & Kawecki, A. (2009). *Économie internationale(commerce et macroéconomie)*. Paris: DUNOD.
2. Drouin, M. (1991). *Système financier international* . Paris: Armand Colin Editeur.
3. Capul, J., & Garnie, O. (2011). *Dictionnaire de l'économie et des sciences sociales*. (Hatier).
4. Boddy, D. (2002). *Management : An introduction* (Vol. 2 edition). prentice Hall.
5. Swesen, D. (2000). *pioneering portfolio mangement*. Free Press.
6. Eun, C., & Resnick, B. (2009). *International Financial Management* (Vol. 5 th Edition). China: Mc Graw Hill Education.

-مواقع الكترونية

1. International Monetary Fund. (2006). *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. Retrieved 28 November 2020, from <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062600.htm>
2. Yale Law School. (2008). *Bretton Woods Agreements*. Retrieved 28 November 2020, from Lillian Goldman Law Library: https://avalon.law.yale.edu/20th_century/decad047.asp
3. Cory, M. (2020, October). *Floating Exchange Rate*. Retrieved November 2020, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/floatingexchangerate.asp#:~:text=A%20floatin g%20exchange%20rate%20is>,
4. Akhilesh, G. (2020, November). *Foreign Exchange Market*. Retrieved December 2020, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/forex/f/foreign-exchange-markets.asp>
5. B. MURPHY , C. (2019, June 25). *Investopedia*. Retrieved May 2021, from <https://www.investopedia.com/terms/i/interestratoptions.asp>
6. Cory , M. (2020, June). *How do currency swaps work?* Retrieved July 2021, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/042315/how-do-currency-swaps-work.asp>
7. Sharma , R. (2020). *Banker's acceptance*. Retrieved July 2021, from WallstreetMojo: <https://www.wallstreetmojo.com/bankers-acceptance/>
8. P. CUSSEN , M. (2020). *Commercial paper*. Retrieved July 2021, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/investing/070313/introduction-commercial-paper.asp>
9. Hayes, A. (2021). *Treasury Bills (T-Bills)*. Retrieved July 2021, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/treasurybill.asp>
- 10.Reiff , N. (2020). *Repurchase Agreement (Repo)*. Retrieved July 2021, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/repurchaseagreement.asp>
11. James Chen .(2021) . *Eurodollar* . Retrieved July, 2021 from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/eurodollar.asp>

12. Hayes, A. (2021). *Global Depositary Receipt (GDR)*. Retrieved July 2021, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/g/gdr.asp>
13. Papaioannou, G., & Karagozoglou, A. (2017). *Underwriting Services and the New Issues Market*. Elsevier Inc.
14. Ferguson, N. (2006). Political risk and the international bond market between the 1848 revolution and the outbreak of the First World War. *The Economic History Review*, 59(1), 70-112.
15. Chen, J. (2020, March). *Eurocurrency Market*. Retrieved 2021 August, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/eurocurrencymarket.asp>
16. *Term Paper on Euro-Currency Market | International Economics*. (n.d.). Retrieved August 2021, from economic discussion: <https://www.economicdiscussion.net/term-paper/euro-currency-market/term-paper-on-euro-currency-market-international-economics/30522#>
17. Gordon, J. (2021, July). *What are Offshore Financial Centers?* Retrieved August 2021, from Business Professor: https://thebusinessprofessor.com/en_US/global-international-law-relations/offshore-financial-centers
18. Maltem Consulting. (2020). *Repurchase agreement Repo*. Retrieved July 2021, from Fimarket: <https://www.fimarkets.com/pages/en/repo-repurchase-agreement.php>
19. Oxford Reference. (2011). *Offshore Financial Center*. Retrieved August 2021, from <https://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.20110803100246781>
20. U.S. Department of State. (2017). *Nixon and the End of the Bretton Woods System, 1971–1973*. Retrieved November 2020, from Office of the Historian, Foreign Service Institute: <https://history.state.gov/milestones/1969-1976/nixon-shock>
21. AKHILESH, G. (2020, November). *Foreign Exchange Risk*. Retrieved December 2020, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/foreignexchangerisk.asp>
22. leleux associatiated brokers. (2007). *Instrument et marche financiers*. Paris: Société de bourse.
23. BINANCE ACADEMY. (2021, April). Retrieved May 2021, from BINANCE ACADEMY: <https://academy.binance.com/ar/articles/what-are-options-contracts>
24. Thakur, M. (2021). *Global Depositary Receipts (GDR)*. Retrieved July 2012, from WallStreetMojo: <https://www.wallstreetmojo.com/global-depositary-receipts-gdr/>
25. Chen, J. (2020). *Currency Option*. Retrieved August 2021, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/currencyoption.asp#>