

التمويل الدولي

أسس نظرية وأساليب تحليلية

تأليف

الأستاذ المساعد الدكتور

حسن كريم حمزة

كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الكوفة

الأستاذ الدكتور

مايخ شبيب الشمري

كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة الكوفة

الطبعة الأولى

2015م

١٤٣٦هـ

رقم الإيداع في دار الكتب والوثائق ببغداد (62) لسنة 2015

الأستاذ الدكتور مايح شبيب الشمري، الأستاذ المساعد الدكتور حسن كريم حمزة
دار الضياء للطباعة والنشر / النجف الأشرف / 2015

* تم إعداد بيانات الفهرسة الأولية من قبل المؤلفان

حقوق الطبع والنشر محفوظة

للمؤلفان

الطبعة الأولى

2015 م - 1436 هـ

الشيخ محمد هادي الحلي
مفتي العراق
الشيخ محمد هادي الحلي

الأستاذ الدكتور
ماجد شبيب الشكري
الأستاذ
14-12-2017

التمويل الدولي
أسس نظرية وأساليب تحليلية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
﴿ الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ
عِنْدَ رَبِّكَ ثَوَابًا وَخَيْرٌ أَمَلًا ﴾

(سورة الكهف: الآية ٤٦)

الإهداء

إلى كل المخلصين الذين آتخذوا العلم

والمعرفة طريقاً من أجل مستقبل

أفضل لعراقنا العزيز

المؤلفان

الموضوع	رقم الصفحة
المقدمة	15
<u>الفصل الأول:- التمويل الدولي المفهوم - عوامل التطور</u>	19
المبحث الأول:- مفهوم التمويل وأنواعه	19
أولاً:- مفهوم التمويل	19
ثانياً:- أنواع التمويل	21
ثالثاً:- مصادر التمويل	23
رابعاً:- مؤشرات النظام المصرفي	27
المبحث الثاني:- مفهوم التمويل الدولي وعوامل تطوره	28
أولاً:- مفهوم التمويل الدولي	28
ثانياً:- أهمية التمويل الدولي	30
ثالثاً:- عناصر النظام الاقتصادي الدولي	33
رابعاً:- عوامل تطور التمويل الدولي	37
المبحث الثالث:- الاتجاهات الحديثة في التمويل الدولي	50
<u>الفصل الثاني:- مصادر ومبررات التمويل الدولي</u>	61
المبحث الأول:- مصادر التمويل الدولي الرسمية والخاصة	63
أولاً:- مصادر التمويل الدولي الرسمية	63
ثانياً:- مصادر التمويل الدولي غير الرسمية (الخاصة)	66
1- تسهيلات الموردين	66
2- التسهيلات المصرفية	67
3- الأسواق المالية الدولية	67
ثالثاً:- التمويل التجاري الدولي	68
المبحث الثاني:- مبررات اللجوء إلى التمويل الدولي	69
1- الفجوة بين الاستثمار والادخار (فجوة الموارد الداخلية):	69
2- الفجوة بين الصادرات والاستيرادات (فجوة الموارد الخارجية):	70

رقم الصفحة	الموضوع
72	3- الفجوة بين الإيرادات والتفقات (فجوة الموازنة العامة):
74	المبحث الثالث: المديونية العالمية كمصدر لتمويل الدولي
74	أولاً: - المديونية العالمية
74	1- العوامل الداخلية
76	2- العوامل الخارجية
77	ثانياً: - علاقة المديونية بالتمويل الدولي
79	ثالثاً: - آثار الديون الخارجية على الدول النامية
85	<u>الفصل الثالث: - المؤسسات المالية الدولية والاقليمية للتمويل الدولي</u>
86	المبحث الأول: - صندوق النقد الدولي
86	1- المشروع البريطاني (مشروع كينز)
87	2- المشروع الأمريكي (مشروع هوايت)
87	أهداف صندوق النقد الدولي
88	إدارة الصرف من قبل الصندوق
89	الميكمل التنظيمي للصندوق
90	رأس مال الصندوق
91	نظام التصويت في الصندوق
91	حقوق السحب الخاصة
92	التسهيلات التي يقدمها الصندوق
96	نظام بريتون وودز (محطات تأريخية)
101	ثانياً: - البنك الدولي
102	الميكمل التنظيمي
102	رأس مال البنك
102	البنك الدولي للإنشاء والتعمير
107	ثانياً: مؤسسات التمويل الاقليمية: -

الموضوع	رقم الصفحة
<u>الفصل الرابع:- المصارف الدولية</u>	111
المبحث الأول:- النظام المصرفي العالمي	113
أولاً:- التغيرات في هيكل النظام المصرفي	113
ثانياً:- معالم النظام المصرفي العالمي الجديد	115
المبحث الثاني:- المصارف الدولية: مفهومها وأشكالها	124
أولاً:- مفهوم المصارف الدولية	124
اشكال المصارف الدولية	128
المبحث الثالث:- القروض المصرفية الدولية	130
أولاً:- مفهوم القرض العام	130
أنواع القروض	131
أولاً:- القروض المحلية (الداخلية)	132
ثانياً:- القروض الدولية	133
<u>الفصل الخامس:- ميزان المدفوعات</u>	139
ماهية ميزان المدفوعات ومكوناته	139
أولاً:- تعريف ميزان المدفوعات	139
ثانياً:- وظائف ميزان المدفوعات	140
ثالثاً:- اقسام ميزان المدفوعات	141
1- الحساب الجاري	141
أ- الميزان التجاري	141
ب- ميزان الخدمات	142
ج- التحويلات من طرف واحد	143
2- حساب رأس المال (العمليات الرأسمالية)	144
3- صافي الاحتياطات من الذهب النقدي والاصول السائلة	146
4- الحذف والخطأ	147

رقم الصفحة	الموضوع
153	مفهوم التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات
162	مراقبة الصرف وأثره على إعادة التوازن
165	<u>الفصل السادس:- الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر للتمويل الدولي</u>
166	المبحث الأول:- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر ومزاياه ومحدداته
166	أولاً:- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر
169	ثانياً:- أساليب تدفق الـ FDI
170	ثالثاً:- مكونات بيانات الـ FDI (رأس المال الـ FDI)
171	رابعاً:- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر
185	بيئة أو مناخ الاستثمار (محددات الاستثمار المباشر)
186	1- المحددات السياسية:-
187	2- المحددات الاقتصادية:-
189	3- المحددات الاجتماعية:-
189	4- المحددات المؤسسية والإدارية:-
190	مؤشرات البيئة التنافسية:-
194	تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الوافد للدول العربية:-
199	الاستثمار الأجنبي غير المباشر
200	أوجه الاختلاف والتكامل بين نوعي الإستثمار الأجنبي:-
202	المبحث الثاني:- تقييم قرارات الاستثمار
219	<u>الفصل السابع:- الأسواق المالية</u>
228	المبحث الأول:- التمويل الدولي قصير الاجل (السوق النقدي)
235	المبحث الثاني:- التمويل الدولي متوسط وطويل الاجل (سوق رأس المال)
249	المبحث الثالث:- أسواق المشتقات المالية
249	أولاً:- أسواق الخيارات
260	أسواق العقود المستقبلية

الموضوع	رقم الصفحة
العقود الآجلة	270
<u>الفصل الثامن: - سعر الصرف واسواق العملات الاجنبية</u>	273
المبحث الأول: سعر الصرف مفهومه ونظرياته والعوامل المؤثرة عليه	273
أولاً: مفهوم سعر الصرف:	273
ثانياً: وظائف سعر الصرف:	274
ثالثاً: مخاطر تقلبات اسعار الصرف الاجنبية:	275
رابعاً: نظريات تفسير تحديد سعر الصرف:	276
خامساً: العوامل المؤثرة على سعر العملة: -	280
المبحث الثاني: سوق العملات الأجنبية	285
<u>الفصل التاسع: - الأزمات المالية العالمية (الأسباب والآثار والدروس المستفادة)</u>	303
المبحث الأول: - ازمات النظام الرأسمالي في القرن التاسع عشر والقرن العشرين	308
المبحث الثاني: - التطورات الاقتصادية الراهنة في ظل العولمة	319
أولاً: - ظهور الاقتصاد الرمزي	320
ثانياً: إحلال النظام المصرفي العالمي محل النظام النقدي الدولي	322
ثالثاً: - مظاهر الازمات الاقتصادية في ظل العولمة	324
رابعاً: نظريات الازمة المالية	327
خامساً: عناصر الازمة المالية	331
المبحث الثالث: - الازمات المالية الاقليمية المعاصرة	333
أولاً: الأزمة المالية في المكسيك عام (1994).	333
ثانياً: - الأزمة الاقتصادية في جنوب شرق آسيا (1997).	334
ثالثاً: الأزمة الاقتصادية في روسيا (1998):	338
المبحث الرابع: - الازمة المالية العالمية عام (2008)	341
أولاً: مظاهر الأزمة الاقتصادية المالية في الولايات المتحدة الأمريكية	345
ثانياً: - الأسباب الاقتصادية التكنيكية لازمة المالية.	345

رقم الصفحة	الموضوع
349	ثالثاً: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية - أيلول (2008):
353	<u>الفصل العاشر: - المخاطر المالية والمصرفية</u>
354	أولاً: مفهوم الخطر
355	ثانياً: أنواع المخاطر
369	<u>الفصل الحادي عشر: - الاحتياطات الدولية</u>
370	المبحث الأول: - طبيعة الاحتياطات الدولية وعناصرها
370	أولاً: مفهوم الاحتياطات الدولية
372	ثانياً: مفهوم العملات القيادية
373	ثالثاً: أهمية الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية
373	رابعاً: قياس السيولة الدولية
375	خامساً: مكونات أو عناصر الاحتياطات الدولية:
377	سادساً: إدارة الاحتياطات الدولية:
379	المبحث الثاني: البنك المركزي العراقي وإدارة الاحتياطات الدولية
391	المصادر والمراجع

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة

مع اتساع نطاق العولمة الاقتصادية المتمثل بالانفتاح والاعتماد المتبادل والمنافسة إضافة إلى التطور التكنولوجي وانتشار عولمة الإنتاج، كانت الحاجة هنا إلى نظام مالي مسؤول عن تلبية حاجات الأنشطة والفعاليات والوحدات الاقتصادية، وهذا النظام المالي الذي يتكون من مجموعة عناصر تتضمن الأسواق المالية والمؤسسات المالية المصرفية والأدوات المالية، ومن شأنها تلبية حاجات الوحدات الاقتصادية على المستوى المحلي وعلى المستوى الدولي. وما يهمننا هنا في هذا الكتاب هو حركة رؤوس الأموال الدولية الذي اتسمت بطابع جديد لاسيما بعد انهيار نظام النقد الدولي في بداية عقد السبعينات والذي افرز سياسات التحرر والانفتاح وحرية الصرف والنمو السريع في المبادلات المالية الدولية والذي رافقها نمو سريع في التجارة وزيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، لاسيما بين الشركات متعددة الجنسيات إضافة إلى ظهور الأسواق العالمية الشاملة وغير المباشرة، كل ذلك كان مدعاة لتبلور نظام مصرفي دولي جديد، يكون فيه التمويل الدولي قد انتقل من التمويل الذي تمارسه المؤسسات الدولية الرسمية إلى تمويل تقوم به مؤسسات السوق الخاصة، والذي بدأت معه عمليات الترويج لسياسات التحرر المالي وباتجاهاته المختلفة.

لقد أصبح التدويل ظاهرة حديثة لا سيما بعد اتساع مفهومها منذ عقد السبعينيات بشكل كبير وخاصة في الدراسات المالية والمصرفية، وبذلك أصبح التداول في الجانب المالي والمصرفي يشكل فرعاً علمياً مستقلاً في الاقتصاد الدولي، يشمل: المصارف الدولية، والأسواق المالية الدولية، والاستثمار الدولي، والإدارة المالية الدولية.

ومن الجدير بالذكر أن الدراسات الدولية عرضة للتغير تبعاً للتغيرات الاقتصادية والسياسية والتكنولوجية التي يشهدها العالم، لهذا أصبح التمويل الدولي حقلاً معرفياً جديداً يعتمد المنهجية العلمية المتضمنة طرق تحليلية مختلفة، إلا أنه أخذ بالتطور كحقول علمي في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين، يتميز بكونه يركز على التحليل الكمي أكثر من تركيزه على المعالجات الوصفية للجوانب التاريخية في التحليل، كما أنه اعتمد على رسم السيناريوهات والاستراتيجيات في عملية اتخاذ القرار أكثر من اعتماده على الرؤية التقليدية في المعالجة، ناهيك عن التمييز بين منظور الكل ومنظور الجزء في تحديد معالم البيئة الدولية، وكيف استطاعت أنشطة معينة أن تقود حركة رأس المال في الآونة الأخيرة.

لقد جاء هذا الكتاب بأحد عشر فصلاً يتناول التمويل الدولي من جوانب مختلفة، ليكون كتاباً لطلبة الدراسات الأولية في أقسام العلوم المالية والمصرفية في كليات الإدارة والاقتصاد وقد يكون مصدراً علمياً مفيداً لغيرهم، فتناول الفصل الأول التمويل الدولي من حيث المفهوم وعوامل التطور

إضافة إلى التطرق إلى الاتجاهات الحديثة في مجال التمويل، أما الفصل الثاني فكان في صدد إيضاح مصادر التمويل الدولي، أما الفصل الثالث فتناول مؤسسات التمويل الدولية والإقليمية، في حين كان الفصل الرابع يتصدى لموضوع المصارف الدولية، أما الفصل الخامس فيستعرض ميزان المدفوعات، وكان الفصل السادس يتناول الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر للتمويل الدولي، في حين كان الفصل السابع في مجال الأسواق المالية، واستعرض الفصل الثامن المخاطر المالية والمصرفية الدولية، أما الفصل التاسع فيوضح مفهوم الالتزامات المالية وكيفية حدوثها والدروس المستفادة منها، وكان الفصل العاشر يستعرض أسواق تبادل العملات، أما الفصل الحادي عشر والأخير فتناول الاحتياطات الدولية.

ونعتقد أن محتويات هذا الكتاب تشمل استعراض شامل للتمويل الدولي تشكل أساساً معرفياً للطلبة، كونه يتناول المبادئ والمفاهيم والأسس النظرية وبعض الأساليب التحليلية، ويمتاز بالوضوح والتيسير، ويحاول أن يبسط المصطلحات والمفاهيم في أغلب ما يتناوله التمويل الدولي من وجهة النظر الاقتصادية، مراعين قدرة القارئ المبتدئ من ناحية ومصلحته في الفهم والتحصيل من ناحية أخرى.

وقد تابعنا في أعداد هذا المؤلف أغلب ما صدر واستحدث من الموضوعات المهمة في التمويل الدولي والمصادر ذات الصلة بالموضوع مع مراعات عملية التوثيق العلمي، وبذلك فإن هذا العمل يعد محاولة متواضعة

لمناقشة ووصف وطرح العديد من موضوعات التمويل الدولي، وعلى اعتبار انه
ايضا عمل لا يتضمن الكمال، فالكمال لله عز وجل، وندعو الله سبحانه وتعالى ان
نكون قد وفقنا في هذا العمل المتواضع.

واخيرا لا يسعنا الا ان نقدم شكرنا وتقديرنا لكل من ساهم من بعيد او
قريب في سبيل انجاز هذا الكتاب، فلهم منا اسمى آيات الشكر والامتنان، وان
يجزيهم الله عنا خيرا، وآخر دعوانا ان الحمد لله رب العالمين.

المؤلفان

النجف الاشرف

2015

الفصل الأول

التمويل الدولي المفهوم - عوامل التطور

International Finance - Concept – Factors Evolution

المبحث الأول

مفهوم التمويل وأنواعه

أولاً: مفهوم التمويل:- (The Concept of Finance)

لم يكن مفهوم التمويل موجوداً في النظم الاقتصادية القديمة. إذ يتم إشباع الحاجات من خلال الإنتاج المباشر، ولكن بعد تطور الحياة الاقتصادية وبتكامل عوامل الإنتاج من أرض وعمل ورأس مال، ظهرت الحاجة إلى تمويل النشاط الاقتصادي من خلال توفير رأس مال. وفي عصر الكنيسة لجأ الملوك إلى الاقتراض منها مقابل رهن جواهرهم وتيجانهم، ومع ظهور الدولة القومية أخذت الدول تتعاقد على القروض عن طريق المصارف لتمويل احتياجاتها. وبدأت أعمال المصارف تتسع على شكل أعمال صيرفة واستبدال العملة ومنح القروض القصيرة وطويلة الأجل.

ومع بداية القرن الخامس عشر أصبح بنك (MEDCE) الإيطالي من أهم المصارف في مجال التمويل، فقد حصلت الحكومة الفرنسية قرضاً طويلاً لأجل ولمدة عشر سنوات وبفائدة 16% من المصروف نفسه⁽¹⁾. ومع بداية الثورة الصناعية وتراكم رأس المال من جهة وظهور الابتكارات من جهة أخرى أصبح التمويل من خلال المصارف والمؤسسات المالية العامل المحفز للنمو الاقتصادي من خلال توفير الأموال اللازمة لقيام المشاريع الجديدة وتوسيع القائمة منها لزيادة إنتاجها، وقد توسع دور التمويل مع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين إذ شهدت المصارف والمؤسسات والأسواق المالية تطورات واضحة في أعمالها التمويلية، لذا تبلور دورها في تمويل النشاط الاقتصادي وأصبحت لها أهمية في الدراسات المالية لدورها الإيجابي بالنمو والتنمية الاقتصادية.

والتمويل (Financing) في اللغة هو الإمداد في المال. والمال مفهوم واسع يضم كل الموجودات الحقيقية والمالية من أراضي ومباني وأوراق مالية من أسهم وسندات، وكذلك النقود بأنواعها إلى غير ذلك. فلا يمكن للفرد أو منظمة الأعمال وحتى الدولة ديمومة الحياة المعاصرة دون الحصول على المال لغرض تغطية النفقات والمعاملات الدورية، ولا بد أن يكون هناك مصدر مالي يمول تلك النفقات فقد يكون المصدر دخل الفرد بالنسبة له أو قرضاً من أحد مصادر التمويل، وهكذا بالنسبة لمؤسسة الأعمال والدولة لا بد أن يكون لها مصادرها التمويلية، أما التمويل إصطلاحاً فيعني توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل انفاقها على الإستثمارات وتكوين رأس المال الثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك⁽²⁾.

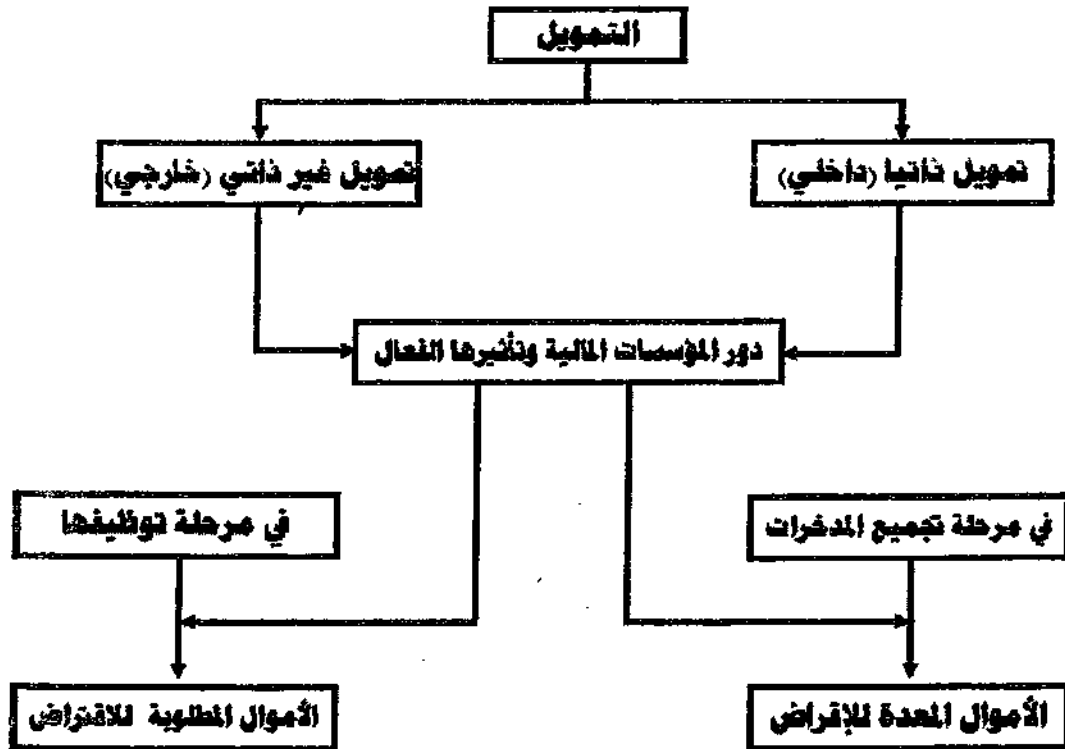
ومن أكثر التعاريف شيوعاً للتمويل إنه يمثل (مختلف الإجراءات والوسائل التي تمكن الفرد أو منشأة الأعمال والدولة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطاتها الإنتاجية وغير الإنتاجية سواء كان ذلك من مصادر داخلية أو خارجية)⁽³⁾. وهناك من يعرف التمويل أيضاً، بأنه (مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع).

ومن التعاريف السابقة يتضح لنا أن التمويل هدفه الأساس توفير رؤوس الأموال اللازمة لقيام الأفراد ومؤسسات الأعمال والحكومات بديمومة نشاطهم الاقتصادي أيما كان نوعه، والشئ الآخر هو البحث عن الأموال والحصول عليها لا بد أن يسبقاً عملية التخطيط ذاتها. فلا جدوى من تخطيط زيادة إنتاجية مشروع ما قبل التفكير في كيفية الحصول على التمويل اللازم لذلك. كما إن عملية تدبير رأس المال لا بد أن تراعي مبدأ التكلفة المتدنية حتى يكون الإستثمار مربحاً، ويتم ذلك من خلال المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة والتي تختلف فيها تكلفة التمويل من مصدر لآخر، والتي تتمثل بالآلية التي يتم خلالها تحويل الموارد من وحدات الفائض المالي (عرض الأموال) إلى وحدات العجز المالي (الطلب على الأموال).

ثانياً:- أنواع التمويل:-

إن النشاط الذي تزاوله الوحدات الاقتصادية دائماً يصنف إلى نشاط استثماري يترتب عليه خلق طاقة إنتاجية جديدة أو زيادتها من خلال إقامة مشروع جديد أو التوسع في مشاريع قائمة أو استبدال الأصول الموجودة بأصول أكثر كفاءة، وهناك النشاط الجاري الذي تزاوله الوحدة وتشغيلها والذي يتطلب هو الآخر انفاقاً جارياً أو استثمارياً، وعليه هناك نوعين من التكاليف للقيام بالنشاط الاقتصادي هي التكاليف الرأسمالية وتكاليف التشغيل ومجموعهما هو إجمالي رأس المال اللازم للتمويل. أي أن التكاليف الرأسمالية + تكاليف التشغيل = رأس المال التمويلي. والتمويل إما أن يكون ذاتياً (داخلي) أو غير ذاتي (خارجي)، وعليه فالدور يقع على المؤسسات المالية فتمارس دورها في النشاط التمويلي ومنها تأثيرها الفعال على الأموال المعدة للإقراض والأموال المطلوبة للإقتراض سواء في مرحلة تجميع المدخرات أو في مرحلة توظيفها⁽⁴⁾.

الشكل (1) أنواع التمويل حسب مصادره



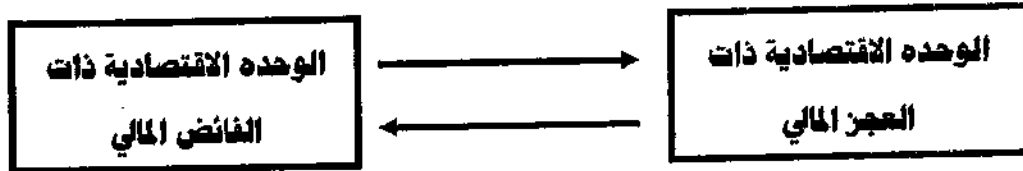
وطبيعي ان لكل أسلوب تمويلي مزايا وعيوب فللتمويل الذاتي مزايا:-

1. كونه المصدر الأول لتكوين رأس المال بأقل تكلفه.
2. لا يتحمل المشروع اية أعباء مادامت إدخاراته هي المستخدمة لتمويل استثماراته.
3. يعطي المشروع حرية الاختيار للإستثمار دون التقيد بشروط الإئتمان وسعر الفائدة والضمان.

* عيوب التمويل الذاتي:-

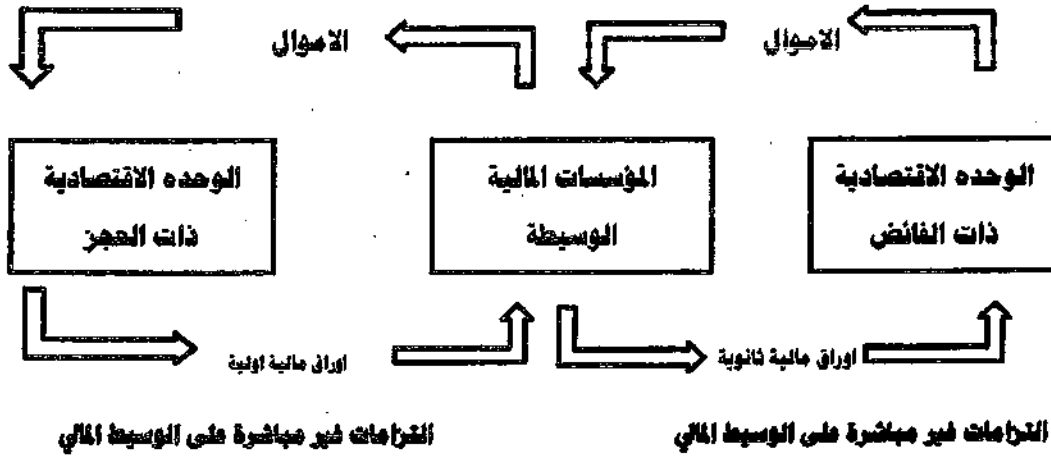
1. يعيق جميع الأدخارات على مستوى الاقتصاد ككل.
 2. يخلق آثار اجتماعية تتعلق بتوزيع الدخل لصالح اصحاب الملكية دول العمل.
- أما التمويل الغير الذاتي (الخارجي) فأنما أن يكون مباشر ومضمون ذلك أن الوحدة الاقتصادية ذات الفائض والتي ترغب بالتخلص من أموالها بأعلى عائد وأقصر أمد زمني قد مولت من خلال الالتقاء المباشر للوحده الاقتصادية ذات العجز المالي والتي ترغب بالحصول على الأموال بأقل كلفه وأطول مدة زمنية ، وهذه الصيغة تعد اليوم من الصيغ البدائية للتمويل كما يمثلها الشكل الآتي:-

الشكل (2) التمويل المباشر



أما التمويل الغير المباشر والذي يستلزم وجود الوساطة المالية (المصرفية وغير المصرفية) ، فالوسيط المالي يلعب دوراً بارزاً في التوسط بين الودعتين ووظيفته الأساسية يقبل المدخرات بأشكالها بوصفها فوائض مالية عند وحداتها ومن ثم إعادة توزيعها للوحدات المحتاجة لها ، ويقوم بتنظيم الأجال والإستحقاقات وأيضاً تحديد العائد لوحدات الفائض وكذلك الكلف لوحدات العجز ويمثل بيانها بالشكل الآتي (5):-

الشكل (3) التمويل غير المباشر

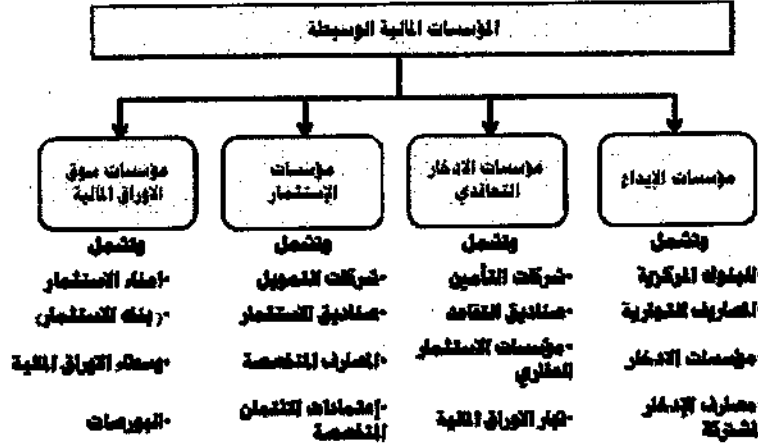


ويمثل التمويل غير المباشر أهمية كبيرة في الاقتصاديات سواء النامية منها أو المتقدمة، كما تساهم الوسائط المالية في تمويل العجز المالي بأساليب مختلفة، كما تعتمد القطاعات الاقتصادية كافة على القروض بآجالها المختلفة التي تقدمها الوسائط المالية.

ثالثاً:- مصادر التمويل:-

تناولت الدراسات الاقتصادية مصادر التمويل من زوايا مختلفة، فبعض الدراسات صنفتها إلى قسمين: هما المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية، والمؤسسات المالية الوسيطة غير المصرفية. وتدرج تحت كل قسم مجموعة من المؤسسات وحسب طبيعة السوق الذي يتعامل فيه، فالأولى يضم المؤسسات التي يتعامل فيها السوق النقدي وسوق الائتمان قصير الأجل (البنوك المركزية، التجارية، مصارف التجارة الخارجية، بيوت الادخار) في حين ضم الثاني المؤسسات العامة في سوق رأس المال (السوق المالية، مصارف الاستثمار، شركات التأمين، صناديق التقاعد والضمان، المصارف المتخصصة) وقد صنفت المؤسسات المالية أيضاً حسب طبيعة الأعمال التي تتعامل بها إلى أربعة أنواع كما يظهرها الشكل الآتي⁽⁶⁾:-

شكل (4) مصادر التمويل



1. مؤسسات الإيداع: Depository Institutions

مؤسسات تقبل الودائع بأنواعها المختلفة من وحدات الفائض وتقدم الائتمان إلى الوحدات الاقتصادية الأخرى ذات العجز، كما إنها تلعب دورها في خلق الائتمان يأخذ دوره بالمضاعف النقدي، وتؤثر بنشاطها على السيولة العامة ومؤسساتها هي:

أ- البنك المركزي:- ويقع على قمة الجهاز المصرفي، ومهمته إصدار النقود وإدارتها، فضلا عن رسم السياسة النقدية الهادفة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وكذلك مراقبة النظام المصرفي ويؤدي دور الوكيل لوزارة المالية، وهو يهدف إلى المصلحة العامة دون تحقيق الربح.

ب- المصارف التجارية:- توفر الأموال اللازمة لوحدات العجز المالي من خلال تقديم القروض لها، وتقدم الكثير من التسهيلات الائتمانية للشركات والأفراد وفتح الاعتمادات المستندية وإصدار خطابات الضمان، إضافة إلى أعمال استشارية واستثمارية خاصة بها.

ج- صناديق الادخار والإقراض:- تقوم بجمع الفوائض المالية من أصحابها بشكل ودائع ومن ثم توظيفها في استثمارات غالبا ما تكون قليلة المخاطرة وتحمل تلك المخاطرة وهي تلائم صغار المدخرين، وقد تتخذ طابع المؤسسات في دولة (أخرى)⁽⁷⁾.

د- مصارف الإدخار المشتركة:- وتعتمد على الودائع في الحصول على الموارد، وشكلها يقارب التعاونيات كون أن المودعين أنفسهم هم يمتلكون المصرف، وتقوم بتوظيفها في الأوراق المالية.

2- مؤسسات الادخار التعاقدية: Contractual institutions

مؤسسات لا تقبل الودائع، وتجمع مواردها على أساس تعاقدية مع المستفيدين من خدماتها المقدمة إلى المتعاقدين معها، وتقوم بتوظيف مواردها لتميتها من خلال استثمارها في أشكال مختلفة ومنها:

أ- شركات التأمين:- تقدم خدمات مختلفة لما يتعرض لها المؤمن من أخطار (الحوادث، الشيخوخة، الحريق، الإصابات، ... الخ) مقابل تحصيل أقساط معينة كثمن للخدمة، وبالتالي فهي مركز لتجميع الأموال ومن ثم توظيفها في أوجه استثمارية معينة، أي هي مؤسسات مالية وسيطة تجمع الأموال من جهة، وتلتزم مع المتعاقدين معها بالتزامات نقدية من جهة أخرى كما تترك لها طبيعة أعمالها فرصة للاستثمار وتحقيق عائد لها⁽⁸⁾.

ب- صناديق التقاعد:- هيئات خاصة أو وكالات حكومية تقتطع جزء من رواتب الموظفين والعمال خلال عمرهم الإنتاجي، ومن ثم توظف تلك التوقيضات في أصول استثمارية ولاسيما في الأسواق المالية، على أن تلتزم مع المتعاقدين معها بصرف رواتب لهم بعد تقاعدهم عن العمل.

3- مؤسسات الاستثمار: Investment Institutions

مؤسسات مالية وسيطة تجمع الادخارات من خلال طرح أسهمها أو الشهادات التي تصدرها وتقوم بتوظيفها بأوجه استثمارية متنوعة وتضم:

أ- شركات الإستثمار:- ولها تسميات كثيرة منها صناديق الاستثمار أو مصارف الاستثمار وتسمى أيضا "مصارف الاعمال" وهي كذلك مؤسسات وسيطة تقوم باستثمار الأموال التي جمعتها وحدات الفائض الراغبة في استثمارها وفي مجالات عدة طويلة الأجل. وتدار من قبل هيئة تسمى امناء الاستثمار ومقابل عمولة عن

ذلك، ولهم الخبرة والكفاءة في إدارة الاستثمارات وتوزيعها، كما تشارك هذه المؤسسات أيضاً في تأسيس مشروعات جديدة.

ب- شركات التمويل:- وهي مؤسسات مالية وسيطة توفر لقطاع الأعمال والافراد الأموال اللازمة لقيامهم بالأنشطة الاستثمارية، ومصادر أموالها من الاقتراض ومن خلال إصدارها للسندات، إضافة إلى إصدارها الأوراق التجارية.

ج- مؤسسات الاستثمار العقاري وشركات الرهن:- الرهونات صيغة من صيغ الدين ينشأ لتمويل العقارات سواء لأغراض السكن أو لأغراض تجارية. لقد توسعت هذه الشركات في أعمالها لنمو الإنشاء والبيع بعد فترة قصيرة إلى مجعني الرهونات.

وقد تم إصدار أوراق مالية مدعومة بهذا (المجمع) ليكون الأخير صندوق ضمان للتدفقات النقدية لحملة الأوراق المالية، وعليه دخلت هذه الشركات عمليات التسديد لتمويل المخاطر وتوفير السيولة لمنشئ الرهن.

4- مؤسسات سوق الأوراق المالية: Stock Market Institutions

وهو الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا التجمع، وسوق الأوراق المالية تتواجد فيها المؤسسات التالية:

أ- بنك الإستثمار:- ويسمى بسوق الإصدارات، وفيه تطرح الشركات ومنظمات الأعمال إصداراتها من الأسهم والسندات للحصول على احتياجاتها التمويلية، أي أن بنك الاستثمار يقدم خدماته للوحدات الاقتصادية من أجل تسويق أوراقها المالية والمساعدة على بيعها. كما إنها تقدم استشاراتهما من حيث الإصدار وكذلك عن حالة السوق وتوقيت الإصدار وسعره المناسب، كما أنه يقوم بالحملة الإعلانية حول الإصدارات والاتصال بالمؤسسات المالية الوسيطة⁽⁹⁾.

ب- سماسرة الأوراق المالية:- وتعني بهم الوسطاء في البورصة كونهم يعملون كوكلاء للمستثمرين الماليين، ويعمل على تقريب وجهات النظر بين البائعين والمستثمرين للأوراق المالية وعند أسعار وعمولة معينة.

رابعاً: مؤشرات النظام المصرفي:

- 1- الكثافة المصرفية: ويستخدم لقياس مدى انتشار الخدمات المصرفية من خلال احتساب عدد الفروع المصرفية لكل (10000) نسمة.
الكثافة المصرفية = عدد الفروع / عدد السكان $\times 10000$
- 2- الوعي المصرفي: ويقاس هذا المؤشر مدى كفاءة البنوك والمؤسسات المصرفية في جذب المدخرات، ويحسب من خلال نسبة العملة المتداولة إلى إجمالي الودائع، فإذا كانت النسبة اقل من واحد فهذا يدل على ارتفاع الوعي المصرفي وبالعكس.
- 3- معامل المرونة الداخلية للودائع المصرفية: ويقاس هذا المعامل إمكانية الجهاز المصرفي في تعبئة المدخرات أيضاً. وكالاتي:
م.د.و = Δ الودائع المصرفية / Δ الدخل الحقيقي $\times 100$
فإذا كانت النسبة اقل من واحد فإن تأثير الودائع بالدخل ضعيف وبالعكس.
- 4- العمق المالي: وهو يقيس مدى تأثير السياسة النقدية في الوضع الاقتصادي للبلد بشكل عام، ويحسب كالاتي.
العمق المالي = عرض النقد $100 \times GDP/M2$
فكلما ارتفعت هذه النسبة فأنها تشير إلى فاعلية إجراءات السياسة النقدية والتمويلية في الناتج المحلي الإجمالي وبالعكس.

المبحث الثاني

مفهوم التمويل الدولي وعوامل تطوره International Finance

أولاً: مفهوم التمويل الدولي:-

يشير مفهوم التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها (❖) بين دول العالم المختلفة، والمصطلح يتألف من كلمتين، الأولى التمويل (Finance) وتشير إلى ندرة المعروض من رأس المال في دولة ما، مقارنة بالقدر المطلوب منه. وبالتالي لابد من طلب رأس المال لسد تلك الفجوة، وينطبق ذلك على مستوى الاقتصاد الجزئي (Micro) أو جميع الوحدات الاقتصادية في بلد ما بمعنى الاقتصاد الكلي (Macro).

وعليه فإن كلمة تمويل تشير إلى عملية انتقال لرأس المال من (وحدات الفائض) إلى مكان ندرته (وحدات العجز)، ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين سواء من خلال البنوك أو شركات التأمين أو صناديق الادخار أو الأسواق المالية أو من قبل مؤسسات مالية دولية وإقليمية وإلى غير ذلك من مؤسسات الوساطة المالية.

أما الكلمة الثانية، الدولي (International) فتعني مجموعة دول، وتشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه "دولياً"، بمعنى تحرك رأس المال سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم. وحركات رؤوس الأموال لا تعني انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل الآلات أو معدات أو أية أصول

(*) أما أن تكون على شكل استثمارات أجنبية مباشرة (FDI) أو استثمارات أجنبية غير مباشرة (FPI) أو على شكل قروض ثنائية حكومية أو خاصة، وهناك أشكال أخرى على شكل مساعدات مالية وهبات، إضافة إلى تمويل الصادر من المؤسسات المالية الدولية والإقليمية.

أخرى، وإنما تعني به انتقال رؤوس الأموال على شكل إقراض وإقتراض بين الدول المختلفة وكذلك التحركات الخاصة له على شكل استثمارات مباشرة أو غير مباشرة أو من خلال طرح السندات في الأسواق المالية وإلى غيره من الأشكال.

فمثلاً لو قام أحد المستثمرين أو إحدى الحكومات أو أية مؤسسة بطرح سندات للبيع في سوق السندات الأمريكي، وقامت المؤسسات والبنوك والمستثمرين الأمريكيين بشراء تلك السندات فهذا يعتبر انتقالاً لرأس المال على المستوى الدولي، ويؤدي إلى حقوق للذين اشتروا السندات والتزام على الجهات الأجنبية التي طرحت السندات للبيع، ولكن لو استخدم حصيلة بيع السندات لدفع قيمة فاتورة واردات من السلع الاستثمارية فإن ذلك سيدخل ضمن التجارة الدولية للسلع والخدمات.

ولابد من الإشارة هنا بأن الذي اشترى السندات المطروحة للبيع لا يقدم على ذلك إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر من العائد الذي يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية داخل أمريكا. وعليه فإن انتقال رأس المال يشير إلى تحركه وفقاً لمقدار العائد المحقق من الوعاء الاستثماري (السندات) مقارنة بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء كان ذلك داخل الدولة أو خارجها. ولكن ليس العائد هو المحدد الرئيس لحركة رؤوس الأموال فقد ينتقل رأس المال بسبب عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي أو لسبب المضاربة على تغيرات قيمة العملة واختلاف أسعار الفائدة وغيره من الحالات⁽¹⁰⁾.

وبعد ذلك كله يمكن تعريف التمويل الدولي بأنه (تلك الآليات التي يوفرها النظام الاقتصادي الدولي بمؤسساته المختلفة "المتعددة الأطراف- الرسمية- الخاصة" لتلبية متطلبات انتقال رؤوس الأموال الدولية سواء المتجهة لأغراض تسوية اختلال موازين المدفوعات، أو لأغراض تمويل التنمية، أو لأغراض ذاتية تتعلق بفرص العوائد)⁽¹¹⁾.

ومن التعريف السابق يتضح أن المقصود بالتمويل الدولي، هو ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية والمرتبط بتوفير وانتقال رؤوس الأموال دولياً،

فطبيعي ان العلاقات المذكورة تأخذ جانبيين اساسيين أولهما الجانب السلعي (الحقيقي) للاقتصاد الدولي والثاني هو الجانب المالي الذي يرافق انتقالات السلع والخدمات بين دول العالم ، علاوة على التدفقات الدولية لرأس المال لأغراض الاستثمار الخارجي بمختلف اشكاله. والتمويل الدولي يندرج ضمن الجانب الثاني، وعليه تظهر أهمية التمويل الدولي كنتيجة حتمية للعلاقات المالية والنقدية في الاقتصاد الدولي والتي تتدرج بالمجموعات التالية:-

1. المدفوعات المترتبة على المبادلات التجارية (الصادرات والاستيرادات) السلعية والخدمية بين بلدان العالم.
2. حركات او انتقالات رؤوس الأموال الدولية بأشكالها المتنوعة كالاستثمارات والقروض والهبات والمساعدات وغيرها.

ثانياً: أهمية التمويل الدولي:-

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

1. أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقرضة (المتلقية): تستهدف الدول المتلقية لرأس المال في الغالب:

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

كما يمكن للدول أن تقتصر من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين، فإذا كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض او المنح الخارجية يصبح أمراً لا مفر منه لأنه عندما تكون الواردات أكبر من الصادرات

فإن ذلك يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي، ولا بد من سد الفجوة بأحد الأسلوبين:

الأول:- عن طريق السحب من الاحتياطات الخارجية المملوكة للدول.
الثاني:- هو الاقتراض الخارجي وعادة ما يتم اللجوء إلى الأسلوب الثاني إذا كان مستوى الاحتياطات الخارجية لا يسمح بالمزيد من السحب منه.
كما قد تعلق الدولة أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات اجنبية مباشرة، وذلك 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 من السلع القابلة للتصدير، كما تؤدي إلى توفير فرص توظيف وتحسين جودة الإنتاج.

2. أهمية التمويل الدولي من وجهة نظر الجهات المقرضة⁽¹²⁾:-

فمن وجهة نظر الجهات المانحة فإن هناك سيادة للأهداف والدوافع السياسية بالنسبة للتمويل المتدفق من المصادر الرسمية الثنائية ومتعددة الأطراف.
فيؤكد كل من جريفيث واينوس (Griffin & Enos) على دور العوامل السياسية في تحديد الدولة المتلقية من ناحية وفي تحديد حجم تدفقات الرأسماليين المتدفقة إليها من ناحية أخرى.

وتحاول الدول التي تمنح قروضا رسمية لدولة أخرى أن تحقق أهدافا عديدة كتصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل والوساطة والتأمين والمقاولات وبيوت الخبرة المختلفة بها. كما أن القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة (باستثناء حالات قليلة جدا يتم فيها منح قروض نقدية ولأهداف خاصة).

كما أن الحصول على قرض معين من دولة أخرى لا يعني إعطاء الدولة المقرضة الحق في استخدامها بحرية كاملة والشراء من أي سوق من الأسواق

الدولية وفقا لأجود انواع السلع وارخص الأسعار، ولكن الدولة المانحة تريد تحقيق اهداف عديدة منها:

- تحسين صورة الدولة المانحة امام المجتمع الدولي وإظهارها كدولة تحارب الفقر في العالم.
- حماية مصالح بعض القطاعات الإنتاجية بالداخل كالقطاع الزراعي (الذي ينتج كميات كبيرة ويؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض اسعارها واصابة المنتجين بأضرار جسيمة، ولهذا يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات).
- تحمل الدولة المانحة للقروض المشاريع الممولة بالقرض تكاليف النقل والتأمين لدى شركات تابعة للدولة المانحة بالإضافة إلى تكاليف الخبراء والمشرفين.

أما التمويل الدولي متعدد الأطراف: وهو رأس المال الذي يتدفق من المؤسسات الدولية والإقليمية، فهو يخضع في تحركه للتيارات السياسية من جانب الدول المسيطرة على إدارة هذه المؤسسات الدولية.

3. أهمية التمويل الدولي على المستوى العالمي:

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

والملاحظة الجديرة بالذكر هي أن الحجم الفعلي لتحركات رؤوس الأموال بين دول العالم فيما بين الأسواق المالية الدولية قد فاق عدة مرات التحرك الفعلي للسلع والخدمات على المستوى الدولي، ولم يعد هناك ارتباط بين التدفقات

المالية والتدفقات العينية، وتعرف هذه الظاهرة على المستوى الدولي بظاهرة الاقتصاد الرمزي^(*).

وان الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية (USA) هي وحدها المستفيدة من ظهور ونمو الاقتصاد الرمزي، ويعود ذلك الى امتلاكها للأدوات القادرة على توجيه عمليات التحرك لهذه الأموال كاستخدام السياسة النقدية لجذب رؤوس الأموال وسياسة الصرف الأجنبي بهدف احداث تخفيض في القيمة الحقيقية لديونها الخارجية المقومة بالدولار الأمريكي. وقد استخدمت الولايات المتحدة الأمريكية هذه السياسات عندما ظهر المعجز في ميزانها التجاري منذ بداية الستينات وحتى الآن.

ثالثاً: عناصر النظام الاقتصادي الدولي

يمثل النظام المالي الدولي احد الأركان الثلاثة للنظام الاقتصادي العالمي بالإضافة إلى النظام التجاري الدولي والنظام النقدي الدولي. والنظام المالي الكفو هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلاً للنظام التجاري الدولي واستقراراً للنظام النقدي، والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في معظم بلدان العالم. كان النظام التجاري الدولي يعتمد على الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية (GATT) التي انبثقت عام 1947 وكانت وظيفتها تحرير تجارة السلع من القيود ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) والآن اصبح

(*) الاقتصاد الرمزي: حركة رأس المال في صورته النقدية وصورته الاسمية، نتيجة اختلاف اسعار الفائدة أو اسعار الصرف، سواء في حالات الائتمان، والمضاربة، أو الاستثمار غير المباشر، لتحقيق عوائد اقتصادية.

في حين يشير الاقتصادي الأمريكي (دراكر): أن الاقتصاد الرمزي: يعني حركة رؤوس الأموال بما في ذلك تقلبات اسعار الفائدة وتدفقات الائتمان، بينما يعني الاقتصاد الحقيقي حركة السلع والخدمات. للمزيد انظر:

- فؤاد مرسي، "الراسمالية تجدد نفسها"، عالم المعرفة، 147، الكويت، 1990، ص242.

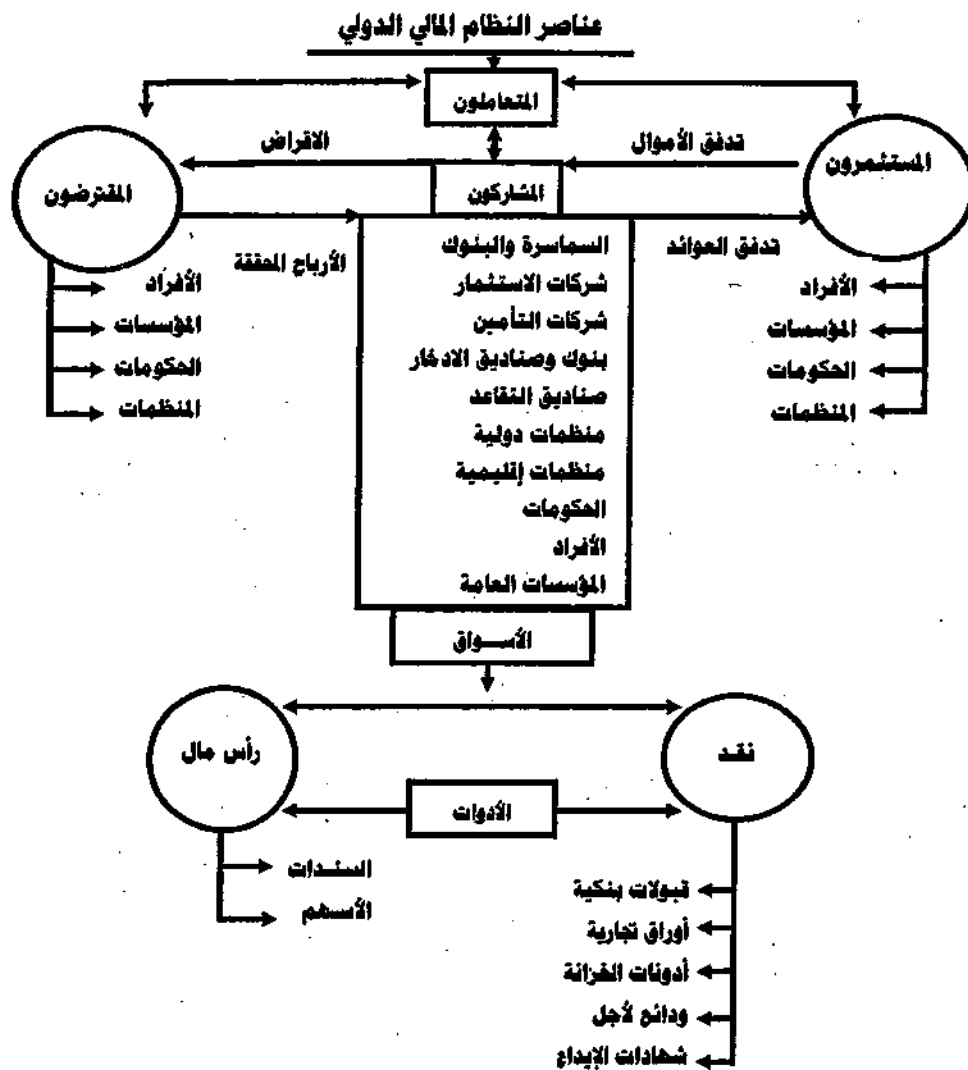
يعتمد على منظمة التجارة العالمية (WTO) التي انبثقت عام 1994 لتحل محل اتفاقية الجات.

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

والنظام المالي الدولي: يتكون من اسواق التمويل الدولي، والبنك الدولي، وهيئة التنمية الدولية، ومؤسسة (شركة) التمويل الدولية..... إلخ.

ويوضح الشكل التالي العناصر المختلفة للنظام المالي الدولي:

شكل (5): عناصر النظام المالي الدولي



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

يتضح من الشكل السابق ان العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام المالي الدولي تتكون من المتعاملين والأسواق والأدوات.

1- المتعاملون: هم الركيزة الأساسية للنظام المالي الدولي ويتكون المتعاملون في ظل النظام المالي الدولي من المستثمرين والمقترضين والمشاركين.

أ- المستثمرون:

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

ويشير التوظيف المالي إلى الاستثمار في إحدى الأصول المالية كالأسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والتي تدر عائداً مالياً لصاحب هذا المال.

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

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

ب- المقترضون:

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

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

وتأخذ الأموال في إطار النظام المالي الدولي اتجاهين:

الاتجاه الأول: هو تدفق هذه الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المقترضين الذين يستخدمون هذه الأموال في الاستثمارات (أصحاب العجز المالي).

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

ج- المشاركون:

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

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

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

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

2. الأدوات: تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق. ففي أسواق النقد أدوات التعامل في معظمها قصيرة الأجل مثل:

- أدونات الخزينة.
 - القبولات المصرفية.
 - الأوراق.
 - الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
 - شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.
- أما الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال وهي الأدوات طويلة الأجل مثل:
1. الأسهم التي تصدرها الشركات الصناعية.
 2. السندات الدولية التي تقوم بطرحها هذه الشركات وتلك التي تطرحها حكومات الدول المختلفة في أسواق المال الدولية.

رابعاً:- عوامل تطور التمويل الدولي

قبل الحديث عن تطور ظاهرة التمويل الدولي يجب الإشارة إلى أن الظاهرة ليست بالحديثة بل أنها موجودة منذ أن وجد الاقتصاد النقدي (بداية القرن الرابع عشر) ولكن من حيث أساس حركة رأس المال عبر الحدود وآلياتها وبشروط هذه الحركة اختلفت اليوم كثيراً عما كانت عليه في مراحلها السابقة من حيث:-

- أ- حجم رؤوس الأموال والمعاملات المالية الدولية المقبولة عبر الحدود الوطنية للدول. ويكفي للدلالة على ذلك حجم الاستثمار الأجنبي المباشر حيث وصل الوافد منه إلى حوالي 1830 مليار دولار عام 2007 بعد أن كان 310 مليار دولار كمتوسط للفترة (1990 - 1998)، وهناك اتجاه صعودي لهذا النوع

من رأس المال طويل الأجل، وكذلك الزيادة واضحة جداً لحجم رأس المال المتداول بين أسواق المال العالمية فبعد ان كانت بما يقارب 6 مليار دولار في بداية الثمانينيات من القرن العشرين الماضي ارتفعت إلى حوالي 820 مليار دولار عام 1993، وتصل إلى ما يقارب 8 تريليون دولار عام 1999 وهي اليوم أكثر من ذلك بكثير ودرجة أصبحت القوة المحركة لجوهر الاقتصاد العالمي ولاسيما الرأسمالي منه⁽¹³⁾.

ب - سرعة تنقل رؤوس الأموال بين مراكز المال العالمية بسبب ما شهدته وسائل الاتصال من تطورات جعلت من تلك المراكز المالية المتعددة والمنتشرة عبر جغرافية العالم وكأنها مركزاً مالياً واحداً بالإضافة إلى كونها تعمل وعلى مدار 24 ساعة كاملة.

ج - تنوع الأدوات المالية المتنقلة بين المراكز المال العالمية، فبعد ان كانت الأدوات تقليدية ومقتصرة على الأسهم والسندات أصبحت اليوم بأشكال كثيرة منها المشتقات المالية المتنوعة كالمستقبليات والخيارات والعقود الآجلة وغيرها الكثير وهو من نتاج تطور الهندسة المالية.

ويمكن ان ندرج العوامل التي سارعت من تطور ظاهرة التمويل الدولي بالآتي:-

(1) **تكوين أول نظام نقدي عالمي:-** لقد تشكل هذا النظام في عهد الرأسمالية الصناعية والقائم على القواعد المعدنية وأهمها قاعدة الذهب وانعكس بشكل ايجابي على تطور ظاهرة التمويل الدولي للأسباب التالية⁽¹⁴⁾:-

أ - استقرار اسعار الصرف، من حيث هناك علاقة ثابتة بين وحدة النقد الأساسية لكل دولة وبين المعروض الذهبي لنفس الدولة وترتب على ذلك ان اسعار صرف العملات مع بعضها البعض اتسمت بالثبات النسبي، كما ان هذا الاستقرار زاد من الترابط والتشابه بين المراكز المالية، وعدم التخوف من نقل الأموال من دولة إلى أخرى وتوفر حالة اليقين لدى المستثمرين الدوليين والذين زادوا من نقل استثماراتهم بين دول العالم، حتى إن فترة هذا النظام النقدي سميت بالفترة الذهبية لحركة رؤوس الأموال الدولية.

ب- تزامن قاعدة الذهب مع اتباع فلسفة الحرية الاقتصادية وعدم وضع القيود أمام حركة رؤوس الأموال.

ج- استقرار مستويات الأسعار في البلدان المختلفة، ففي حالة ارتفاع الأسعار في دولة معينة بالنسبة لمستوياتها في الدول الأخرى يترتب عليه خروج الذهب من تلك الدولة وانخفاض كمية النقود فيها ثم عودة الأسعار إلى ما كانت عليه، كل هذه الأسباب كانت لها مساهمتها الواضحة في تطور ظاهرة التمويل الدولي خلال فترة تطبيق القاعدة الذهبية للفترة (1870 - 1914) (*).

(2) **تشكيل دعائم النظام الاقتصادي العالمي:** بعد الاضطرابات والمشاكل التي افرزتها الحربين العالميتين الأولى والثانية (1914 - 1944) ولاسيما المشاكل المالية والنقدية المتمثلة بالخروج من نظام الذهب والإفراط في الإصدار النقدي غير المستند على الأصول الحقيقية والاعتماد على التمويل الذاتي وغيرها الكثير، كانت الحاجة إلى تأسيس ركائز للنظام الاقتصادي العالمي هدفها تقوية العلاقات الاقتصادية بين دول العالم سواء في المجال التجاري والمالي والنقدي، اجتمع عام 1944 ممثلوا الولايات المتحدة وبريطانيا إضافة إلى ممثلي 42 دولة أخرى في (بريتون وودز) في أمريكا لإيجاد الصيغ الملائمة لإدارة النظام الاقتصادي العالمي ونتج عن الاجتماع تشكيل ركائز ذلك النظام وهي (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، اتفاقية GATT) ولقد كان لتلك الركائز دور واضح على التمويل الدولي من خلال (15) :-

(*) عرف التاريخ ثلاثة أشكال من القاعدة الذهبية، فالأول نظام المسكوكات الذهبية في الاقتصاد وارتباط كمية التداول منها بالمعروض الذهبي لدى السلطة النقدية، أما الشكل الثاني فهو نظام السبائك الذهبية حيث لا تتداول العملات الذهبية بل حل محلها العملات الورقية والتي يلتزم بتحويلها بنك الإصدار إلى ذهب بالسعر القانوني وتستخدم السبائك الذهبية بتسوية المعاملات الخارجية، أما الثالث: والذي عرف بنظام الصرف بالذهبية: وهي تشير إلى أن وحدة النقد فيه غير قابلة للتحويل إلى ذهب بشكل مباشر، وإنما يتم تحويل وحدة النقد إلى عملة قابلة للتحويل إلى ذهب، مثل (الدولار)، تم تحويل هذه الأخيرة إلى وزن نسبي من الذهب.

(أ) ان الصندوق والبنك الدوليين ضمننت للعالم تنظيماً دولياً دائماً يعمل على تحقيق التعاون في حل المشاكل الاقتصادية لاسيما النقدية والمالية منها، ووضعت القواعد والسلوك التي يتعين على الأعضاء احترامها وتطبيقها في سياساتها، والمهم هنا ان تلك المؤسسات ساهمت في اعادة الروابط بين المؤسسات المالية واسواق المال من خلال ادارة نظام الصرف الثابت القابل للتعديل الذي يركز بصفه رئيسية على قابلية تحويل الدولار إلى ذهب فقط مع تثبيت صرف عملات الدول الأخرى بالنسبة للدولار الأمريكي بمعنى ان تصبح جميع عملات الدول مربوطة بشكل أو بآخر بالدولار من خلال الذهب. وكان من نتاج عمل المؤسسات هو تحقيق الاستقرار النقدي دون اضطرابات او تقلبات نقدية، واعادة الثقة إلى المستثمرين الدوليين وتشجيع الاستثمارات الأجنبية وتقديم الدعم لها لاسيما من مجموعة البنك الدولي، فضلاً على ان تلك المؤسسات تساهم في عملية التمويل الدولي من خلال تقديم الصندوق لكثير من التسهيلات المالية للدول الأعضاء إضافة إلى القروض المتنوعة التي يقدمها البنك الدولي لأعضائه، ومن كل هذا جاء دور تلك المنظمات في تطور ظاهرة التمويل الدولي.

(ب) لا تختلف سياسات منظمة التجارة العالمية (WTO) بإعتبارها الركن الثالث للنظام الاقتصادي العالمي عن عمل المنظمات السابقتين، فلقد كان تطبيق القواعد الدولية مقصوراً على تحرير التجارة السلعية من القيود الكمية والنوعية بين الدول منذ انبثاق اتفاقية (GATT) عام 1947 ولغاية جولات الارغواي عام 1986 والتي انتهت بتأسيس المنظمة العالمية للتجارة عام 1994 والتي أدخلت اتفاقيتين مهمتين في مجال تحرير تدفق رؤوس الأموال الدولية أولهما اتفاقية إجراءات الاستثمار المتصلة بالتجارة (ترتمس) (TRIMS) وبموجبها منح المستثمرين الكثير من الامتيازات بهدف تشجيعهم على الاستثمار عبر الحدود مثل عدم اشتراط استخدام نسبة من المكون المحلي من قبل المستثمر الأجنبي، شروط واستخدام أو بيع نسبة من المنتج، استخدام

العمالة المحلية، ... الخ. أما الثانية فهي اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية وحماية الملكية الفردية (TRIPS تريبس) والتي تنص على ان اية دولة تنظم إلى (WTO) عليها تطبيق بنود الاتفاقية المذكورة وتقدم التزامات بفتح السوق المالية لها. أمام موردي الخدمات المالية الأجنبية ولاسيما الخدمات المصرفية ((الموافقة على فتح الفروع المصرفية الأجنبية)) والمالية وفي أنشطة يتم اختيارها من قبل الدولة العضو. والخلاصة ان المنظمة المذكورة هدفت في برامجها وقواعدها إلى ازالة القيود على حركة الأموال عبر الحدود وبذلك ساهمت في تطور التمويل الدولي.

(3) نشوء سوق العملات الأوروبية Euro Dollar Market :- انشأ هذا

السوق عام 1958 للشعور المتولد لدى دول اوروبا وكذلك دول أوروبا الشرقية واليابان اتجاه ودائعها الدولارية الموجودة داخل أمريكا والتخوف عليها من التجميد والمصادرة بسبب الحرب الباردة بين المعسكرين الاشتراكي والرأسمالي. وكذلك حالة العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي بداية تحول ميزان U.S.A من وضع الفائض إلى عجز في نهاية الخمسينات، علاوة على القيود التي فرضتها بريطانيا على التعاملات الخارجية للإسترليني ومنعها من تمويل التجارة الخارجية بالإسترليني بعد الأزمة المالية عامي 1955 - 1957، والتي على اثرها اوقفت بريطانيا تمويل التجارة الدولية بالإسترليني باستثناء التجارة البريطانية، كل ذلك ولعلاج المشاكل اعلاه قامت الولايات المتحدة الأمريكية بفتح فروع مصرفية لها داخل أوروبا الغربية والشرقية وكذلك أمريكا اللاتينية فاقت في عددها وموجوداتها البنوك الأوروبية نفسها، وسميت تلك الفروع بسوق الدولار الأمريكي والذي تحول فيما بعد إلى ما يسمى بسوق العملات الأوروبية، وبذلك كانت بداية الستينيات من القرن العشرين الماضي فترة حافلة بالتغيرات والتطورات في النظم المصرفية، وسرعان ما بدت تلك النظم بإنشاء شبكات لها وفروع ومكاتب خارج حدود الوطن الأم والعمل في السوق المالية الأجنبية (أسواق النقد، أسواق العملات، مكاتب التحويل، ... الخ).

وقد تنامي هذا السوق ليصبح سوق عالمية تغطي أنشطته جغرافيا العالم بأسره، وتوسعت البنوك العاملة فيه حتى وصل عددها عام 1981 الى نحو 600 مصرفا ومن 85 دولة تعمل خارج حدودها وتشمل على أكثر من 400 فرع تابع لها، ففي عام 1970 تم تأسيس 25 فرعا للمصارف الأمريكية في لندن وحدها، و6 فروع في سويسرا، وبلغ عدد المصارف الأمريكية في أوروبا الغربية عام 1975 أكثر من 220 مصرفاً، ولتوضيح ذلك الانتشار للسوق ندرج الجدول التالي الذي يؤكد حجم التعاملات التي زادت من 50 مليار دولار عام 1970 إلى 240 مليار عام 1975 ثم إلى 1000 مليار عام 1982 ولتصل إلى 3000 مليار عام 1990، وبلغ حجم التعامل باليورو دولار عام 1992 حوالي 14,5 ألف مليار، وقد بلغت حجم إصدارات السوق الأولية 400 مليار دولار لنفس السنة^(*).

جدول (1) حجم التعاملات في سوق اليورو دولار (1970-1992) مليار دولار

السنوات	حجم التعاملات	نسبة الدولار في المعاملات
بداية عام 1970	50 مليار دولار	95%
بداية عام 1972	90 مليار دولار	80%
بداية عام 1974	180 مليار دولار	70%
بداية عام 1975	240 مليار دولار	60%
بداية عام 1982	1000 مليار دولار	85%
بداية عام 1992	14,5 ألف مليار	75%

المصدر:- هيثم صاحب عجم - التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان 2006.

والخلاصة ان مساهمة السوق في توسيع عمليات التمويل الدولي تمثلت بمايلي:

(*) ان مواقع السوق بدأت تتغير وتتوسع باتجاه العالم كله بعد ان كانت مختصره داخل أوروبا الغربية فبدأت المصارف تفتح فروع لها في آسيا وأفريقيا وأمريكا اللاتينية وسميت تلك الفروع في بداية الأمر بالمراكز المصرفية المغتربة والتي تقوم بتسهيل الاعمال الدولية المختلفة وكانت تعمل بحرية داخل الدول والتي كانت "142 مركزا عام 1974 وأصبحت عام 1980 حوالي 430 مركزاً" في آسيا وأفريقيا وأمريكا اللاتينية.

* ان السوق يعد نواة لظاهرة حرية حركة رؤوس الأموال لأنه كان يعمل بحرية خارج ضوابط السلطة النقدية، ويعمل بنفس الأسلوب التي تعمل به السوق المالية ولاسيما في مجال جذب الأموال وتحديد سعر الفائدة.

* انه وسع الرقعة الجغرافية لحركة رؤوس الأموال الدولية وعبر الحدود الوطنية وشملت العالم كله بعد ان كانت محصورة داخل دولة واحدة

(4) **العوامل المساعدة:** ونقصد بها التطورات التكنولوجية وخصوصا في حقلي المعلومات والاتصالات، وبموجب ذلك يتم تجاوز عقبة حاجز الزمان والمكان بين المراكز المالية والأسواق. إن تلك التطورات جعلت من أسواق العالم المالية وكأنها سوق واحدة سهلت عملية تدويل الأموال وعلى مدار الأربع والعشرين ساعة، وجعلتها تتحرك بسرعة مذهلة بين المراكز المالية، كما زادت من سهولة وسرعة انجاز الصفقات المالية وتسوية المدفوعات المالية الناتجة من عمليات التجارة الدولية. وكل ذلك كان له أثره على اتساع ظاهرة التمويل الدولي.

(5) **تعاظم دور الشركات متعددة الجنسية: Multinational Corporations**

وتعرف بأنها مؤسسات اعمال تجارية وصناعية تقود وتسيطر على انشطه انتاجية في أكثر من دولة غير بلدها (الام)، وتعدّ إحدى السمات للنظام الاقتصادي العالمي من خلال زيادة نفوذها في السوق الدولية. كما انها القناة الأساسية التي يتحرك عبرها الاستثمار الأجنبي المباشر، هذه الشركات الضخمة أغلبها من دول قارة أمريكا الشمالية وأوروبا، بالإضافة إلى اليابان، كما انها تتزايد في الدول حديثة التصنيع مثل كوريا الشمالية والبرازيل وتايوان.

لقد استطاعت الشركة متعددة الجنسية ان تمتد عبر العالمين المتقدم والنامي وتنمو وتستثمر عبر أكثر من دولة وباتت قوة اقتصادية مؤثرة في بيئتها وهو العالم، وقد وصلت اعدادها عام 2007 إلى ما يقارب 7800 الف شركة أم تدير أكثر من 778 ألف شركة فرعية وتابعة على مستوى العالم. وتعد الشركات متعددة الجنسية كنتاج لقوى احتكارات القلة وتسيطر على فروع الإنتاج المهمة وأفرزت كارتلات تسيطر على جانب كبير من التجارة الدولية يتجلى في:

أ- الاستيراد والتصدير مع أطراف أخرى ب- التجارة بين الشركة الأم وفروعها الرئيسية. ج- التجارة بين الفروع وبين المشاريع التابع لها في الخارج. وهذا الدور التجاري للشركات اخذ طابعاً جديداً لأنه لا يتم في السوق التقليدية وإنما يتم داخل شبكة الشركة، ونتيجة لضخامة هذا الدور فإنه يمثل احد مظاهر الجنوح الاحتكاري لانه يقوض دور السوق التقليدية، ولذا يوصف الاقتصاد الدولي المعاصر.

جدول (2) أكبر خمسة عشر شركة

متعدية الجنسية في العالم وحسب الأصول الخارجية 1998

ت	إسم الشركة	البلد الأم	الصناعة	الأصول الخارجية	الأصول الكلية	مؤشر تعدي الجنسية (*)
1	جنرال إلكتريك	الولايات المتحدة	الكثرونيات	128.6	355.9	26.3
2	جنرال موتورز	=	السيارات	73.1	246.1	30.1
3	ريال دانتس كروب	هولندا / بريطانيا	البتروك	67.0	110.0	58.0
4	فورد	الولايات المتحدة	السيارات	----	237.1	35.4
5	اكسون	الولايات المتحدة	البتروك	50.1	70.0	75.9
6	تويوتا	اليابان	السيارات	44.9	133.5	50.1
7	IBN	الولايات المتحدة	الحاسبات	43.9	86.9	53.1
8	BPAMOCO	بريطانيا	البتروك	40.5	54.9	74.9
9	داي الاسلر	ألمانيا	السيارات	36.3	159.9	50.4
10	نستله	سويسرا	الغذاء والمشروبات	22.9	41.1	94.3
11	فوكسواجن	ألمانيا	السيارات	----	70.1	43.8
12	بونفيلر	بريطانيا	الأغذية	----	85.8	90.1
13	سوز لادادري	فرنسا	متنوعة	37.9	84.9	45.0
14	والمالاتشول	الولايات المتحدة	السيطرة	36.5	50.9	37.2
15	ABB	سويسرا	معدات الكثرونية	----	22.9	81.1

ملاحظة: (*) مؤشر تعدي الجنسية بحسب كتوسط ثلاث مؤشرات هي الأصول الخارجية إلى إجمالي الأصول، إجمالي المبيعات الخارجية إلى إجمالي المبيعات، المبيعات الخارجية إلى المبيعات الكلية.

لقد أصبحت الشركات متعددة الجنسية مصانع عالمية تبحث عن الفرص في أي مكان في العالم، وهناك عديد من تلك الشركات لديها مبيعات سنوية تزيد على الناتج المحلي الإجمالي للدول النامية في الأماكن التي تعمل فيها، فمثلاً أن اكبر شركة عام 1994 هي (جنرال موتورز)، لديها إيراد مبيعات يزيد عن الناتج المحلي الإجمالي التركي والدنماركي. كما ان الشركات المتعدية الجنسية إيراداتها تزيد عن الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول النامية عدا سبعة دول (الصين، البرازيل، الهند، كوريا الجنوبية، المكسيك، الأرجنتين، اندونيسيا)، ومن الأمثلة على الاسماء الكبيرة لتلك الشركات (فورد، تويوتا، إكسون، رويال داتش، شيل، سوني، جنرال الكتريك، IBM، يونيون كاربيد، سابك للبترول كيمياويات السعودية، ... الخ) (17).

وتتماز هذه الشركات بالسمات الآتية:-

(أ) ضخامة الحجم: ومن المؤشرات التي تتدل على ضخامة الحجم هو حجم رأسمالها واستثماراتها ومبيعاتها وكذلك أعداد الموظفين فيها من الأجانب ولكن يعد رقم المبيعات (Sales figure) من أهم المؤشرات الدالة على ضخامة الحجم فمثلاً كان إجمالي مبيعات الشركات في عام 1995 من خلال الفروع الخارجية يتجاوز 7 تريليون دولار، وهو أكبر من إجمالي الصادرات العالمية لنفس العام، ويتساوى مع الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية لنفس العام أيضاً.

(ب) الانتشار الجغرافي: أي كبر مساحة السوق الذي تغطيه نشاطاتها خارج حدودها ومن خلال فروعها المنتشرة عبر جغرافيا العالم والتي بلغت أكثر من 1398 فرع تابع لشركة (جنرال الكتريك) فقط العاملة في مجال المعدات الالكترونية والكهربائية.

(ج) تنوع الأنشطة: حيث تتميز بتنوع الأعمال التي تؤديها وبأكثر من مجال تهدف من وراء ذلك تقليل المخاطرة.

(د) إقامة التحالفات: أي الاندماج مع الشركات الأخرى تتشابه معها أو غير متماثلة بهدف المنافسة والسيطرة على السوق.

(هـ) المزايا الاحتكارية: أن هيكل السوق الذي تعمل فيه يأخذ شكل احتكار القلعة، فهي تحتكر التكنولوجيا الحديثة لصالحها والمهارات الفنية والتسويقية والإدارية.

(و) تعبئة الكفاءات: بمعنى أنها لم تفضل مواطني دولة معينة فهي تعمل على وفق معيار الكفاءة دون غيرها، وتتفق الكثير على البحث والتطوير.

أن علاقتها بالتمويل الدولي تأتي كونها القناة الأساسية التي ينقل عبرها الاستثمار الأجنبي المباشر وهو أحد أشكال التمويل الدولي، فهي تنتقل أكثر من ثلثي الـ FDI العالمي وبأساليب متنوعة سواء من خلال تمويل إنشاء مشروع جديد أو من خلال البدء بعمليات جديدة على الموقع المشغول، أو من خلال عمليات الدمج والحياسة هذا أولاً، أما الثاني فهي تقوم بعملية تمويل نشاطها من خلال الاقتراض من الأسواق المالية أو من أرباحها المحتجزة أو الاقتراض من الشركات الأخرى مره ثانية، أما ثالثاً فهي تؤثر على النظام المالي العالمي ومن خلال امتلاكها لاحتياطات دولية كبيرة وكذلك لإصولها السائلة ذات الحجم الضخم، إضافة إلى ارتفاع قيمة أسهم تلك الشركات المتداولة في السوق المالية، وبذلك فهي ساهمت بتطوير ظاهرة التمويل الدولي.

(6) إنتشار ظاهرة التحرر المالي: (Financial Liberalization)

إن بداية السبعينيات من القرن العشرين الماضي شهدت تحولاً واضحاً في الفكر الاقتصادي والمالي لإرتباطه بمجموعة من المتغيرات أولها انتهاء عصر (بريتون وودز) والدخول بمرحلة تعويم أسعار الصرف، تواجد الفوائض المالية الباحثة عن الاستثمار في مراكز المال وسوق العملات الأوربية سببها زيادة أسعار البترول عامي 1974، 1979 وصلت إلى ما يقارب 216.2 مليار دولار، إضافة إلى الفوائض المالية اليابانية، والتي جعلت من المصارف الدولية النشاط الخاص أداة لتدويلها واقراضها داخل أوروبا وكذلك الدول المستوردة للنفط النامية، وكان وراء ظهور

وتكاثر المصارف الدولية النشاط هو مجارة عمل الشركات متعددة الجنسية التي قامت بتدويل أعمالها من أجل التوسع العالمي والثانية هو دخول العالم المتقدم أزمة التضخم الركودي وما صاحبها من ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض معدلات النمو والاستثمار والإنتاج في الوقت نفسه عام 1974 ، بالإضافة إلى دخول العالم مرحلة العوالة الاقتصادية باعتماد النهج الرأسمالي في إدارة دفة الاقتصاد⁽¹⁸⁾.

كل هذه العوامل وجدت حلها في ظهور مفهوم التحرر المالي وبروز مفهوم التدويل المطرد في الإنتاج ورأس المال والتسويق والتكنولوجيا والتدويل يعني (الانتشار الكوني للتحديث في عالم تسوده الرأسمالية حيث أصبحت الرأسمالية الاحتكارية تنظم عمليات الإنتاج على المستوى الدولي بدلاً من القومي وتحقيق أقصى ربحية على مستوى المشروع المنتشرة وحداته عالمياً)⁽¹⁹⁾.

كما ان ظهور التحرر المالي والمناذاة به والعمل عليه يستند على حجة مفادها ان الاختلالات السعرية وغيرها من الاختلالات المالية والاقتصادية تعوق التنمية الاقتصادية وعليه ينبغي ازالة تلك الاختلالات ، كما ان السياسات المصاحبة لعمليات (الكبح المالي)^(*) أظهرت سمات انعكست على مستوى إدارة الاقتصاد الكلي والتصنيع منها⁽²⁰⁾ :

- * كبر حجم العجز المالي لموازنة الدولة المالية.
- * طريقة تمويل ذلك العجز يشوبها الكثير.
- * ارتفاع معدلات التوسع النقدي وبالتالي التضخم.
- * معدلات الفائدة على الودائع الحقيقية سالبة في حين تكون معدلات الفائدة على القروض مرتفعة.

* يعاني سعر الفائدة لقطاع التصدير وكونه مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية. ونتيجة لذلك وجدت اتجاهات جديدة لرأس المال المالي الدولي وأصبحت مهمته كيفية تعبئة الفوائض المالية في أماكن ومجالات الاستثمار التي ترتفع فيها

(*) الكبح المالي يعني تدخل الجهاز الحكومي في إدارة النظام المالي وفرض القيود عليه مثل تحديد أسعار الفائدة، سقوف الائتمان، قيود على خروج ودخول رأس المال، الإدارة.

معدلات الربح ولا بد من إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال دولياً، وبروز مفهوم التحرر المالي وقيام أغلب الدول المتقدمة وقسم من الدول النامية والدول المتحولة بتحرير قطاعها المالي والتحول نحو سياسات الانفتاح المالي. ويعرف التحرر المالي بالمعنى الشامل (مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لتخفيف أو إلغاء درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه).

بمعنى أن التحرر المالي يهدف بإجراءاته إلى خلق الترابط والتشابك شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف دول العالم.

إجراءات التحرر المالي⁽²¹⁾

- 1) تطوير سوق الأوراق المالية وتخفيف القيود المفروضة على دخول وخروج الأموال.
- 2) تطوير عمل الوساطة المالية.
- 3) إعادة هيكلة المؤسسات المالية ولاسيما الخاسرة منها وتحويل ملكيتها للقطاع الخاص وإصلاح المؤسسات الأخرى.
- 4) تحسين درجة الشفافية للمعاملات المالية والإفصاح عن المعلومات.
- 5) منح الاستقلالية للمؤسسات المالية وعدم التدخل الحكومي مثل (تحرير الفائدة، إلغاء العمل بالسقوف الائتمانية المفروضة على البنوك).
- 6) تشجيع المنافسة في القطاع المالي من خلال الدخول والخروج للسوق المالية.
- 7) تحديث الأدوات المالية وادخال الابتكارات الحديثة للهندسة المالية.
- 8) تشجيع إنشاء الشركات المساهمة.
- 9) زيادة اوجه الحماية للمودعين وكذلك المستثمرين.
- 10) اعتماد نظام غير مباشر للرقابة المالية.

إيجابيات التحرر المالي⁽²²⁾

- 1) خلق بيئة حرة للمؤسسات المالية يمكن أن تعمل فيها وتتنافس وبالتالي انعكاس ذلك على تحسن أدائها وزيادة استقلاليتها.

(2) يوفر التحرر المالي فرصا كثيرة للوصول الى مصادر التمويل لرأس المال الدولية والحصول على التمويل المطلوب وبكلف منخفضة ، والتحرر يوفر خيارات وبدائل كثيرة يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي.

(3) التحرر المالي يخفض كلف التمويل من خلال المنافسة بين الوكلاء الماليين.
(4) يمكن ان يساهم التحرر المالي في تحقيق التطور الاقتصادي من خلال الحصول على التمويل اللازم للقيام بمختلف الاستثمارات وكذلك من خلال الحصول على التقنية الحديثة المصاحبة له.

سبلات التحرر المالي⁽²³⁾:

(1) سهول انتقال الازمة المالية والتعرض للمخاطر المختلفة وتهديم ما تم بناءه خلال سنوات عدة في يوم واحد ، والدليل على ذلك ما حصل في الازمة الآسيوية عام 1997 وكذلك الازمة المالية العالمية عام 2008 ، لأن التحرر المالي يجعل المؤسسات المالية في تكامل وتماثل وتبادل حر ويكون من السهل انتقال وانتشار الازمة.

(2) ضعف الرقابة الحكومية في ظل سياسات التحرر المالي وبالتالي تعرض النظام المالي إلى حالات عدم الاستقرار.

(3) التحرر المالي يزيد من جريمة غسيل الأموال بسبب ضعف الرقابة الحكومية على حركة الأموال بين المراكز المالية ، وتعرف ظاهرة غسيل الأموال {تدوير الأموال الناتجة عن عمليات غير مشروعة (تجارة المخدرات والأسلحة ، السرقات ، تجارة الرقيق...الخ) في مجالات وقنوات استثمار شرعية لإخفاء مصدرها الحقيقي كما لو كانت قد تولدت عن مصدر مشروع}.

(4) تؤدي عمليات التحرر المالي الى مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج وخاصة في البلدان حديثة التحرر (البلدان النامية) حيث أصبحت مدخراتها تفضل لأسباب مختلفة الإستثمار في الخارج.

المبحث الثالث

الاتجاهات الحديثة في التمويل الدولي

أصبحت الدول بشكل عام أكثر تعرضاً للمؤثرات المالية الدولية التي انعكست على الناتج المحلي ومستوى العمالة والأسعار، وهذا يعد نتيجة العولمة والانفتاح والاعتماد المتبادل، إذ أن تلاشي القيود على تحركات رؤوس الأموال التي سهلت حركتها الثورة العلمية والتكنولوجية من تقانة الاتصال وإنجاز الصفقات المالية بوقت قصير، واعتماد حرية تحديد سعر الصرف منذ انهيار نظام بريتون وودز، أخذت أسواق المال وأسواق العملات دورها الفاعل في عملية تداولات الأوراق المالية وتحديد أسعار صرف العملات الرئيسية، ولذلك فإن البلدان النامية الغنية ذات الفوائض المالية شاركت في نمو السوق الدولية لرأس المال تارة بتصديره مباشرة وتارة أخرى بتهريبه، وشهدت العقود الأخيرة من القرن العشرين حركات لرأس المال متمثلة بالاستخدام الواسع للقروض والمساهيات لتحديث الهياكل الأساسية وسد العجز في موازين المدفوعات لكثير من الدول النامية ويمكن تحديدها في صورتين:

الأولى: الاستثمار الأجنبي المباشر.

الثانية: حركة رؤوس الأموال للتمويل والإقراض.

وتشير الإحصائيات أن 95% من الاستثمار الأجنبي المباشر يقوم بها 50 مصرفاً دولياً، ولقد كان الاستثمار الأجنبي المباشر انتقائياً في تفضيله للأسواق ذات الإمكانيات الواسعة، ومن السمات الجديدة التي كشفتها حركة رؤوس الأموال هي:

- 1- دور كبير لبلدان الفوائض النفطية في التمويل.
- 2- الأهمية المتنامية للتمويل الخاص مقارنة بالتمويل الرسمي.
- 3- اتجاه الأموال بشكل كبير إلى البلدان النامية وعلى وجه الخصوص البلدان حديثة التصنيع.
- 4- زيادة نسبة القروض المصرفية في هيكل المديونية الخارجية للبلدان النامية.

كذلك زادت عملية الإقراض الدولي للدول النامية بمستويات غير مسبقة لاسيما الائتمانات المتوسطة الأجل المقومة بالدولار والمحملة بأسعار فائدة معومة، وجاء الإقراض لتغطية اغلب استثمارات الدول المتلقية واستثمارات الشركات متعددة الجنسيات في الدول ذاتها كما ان القروض مولت نسبة كبيرة من الصادرات إلى الدول النامية⁽²⁴⁾.

* الاتجاهات الإقليمية في حركة رؤوس الأموال⁽²⁵⁾:

حسب تقديرات البنك الدولي يتركز تدفق رؤوس الأموال الخاصة في ثمانية عشر دولة نامية في عقد التسعينات من القرن العشرين اذ انها استحوذت على 95% من مجموع التدفق الخاص خلال تلك الفترة. ان تدفق الرساميل الخاصة تركز في دول أمريكا اللاتينية ودول اسيا ودول اوربا الشرقية، وكان التدفق لدول شرق اسيا والمحيط الهادي في اتجاه تصاعدي، إلا ان الازمة الآسيوية عام 1997 خفضت الى حد ما من تدفق تلك الرساميل بسبب الازمة المالية لدول النمرور الآسيوية. اما تدفق الرساميل الخاصة في دول جنوب صحراء افريقيا فكان محدودا ما عدا (افريقيا الجنوبية)، بالرغم من ان العائدات على الاستثمارات الأجنبية في دول جنوب صحراء افريقيا كانت كبيرة وبلغت في متوسطها 24% - 30% مقارنة بالدول النامية الأخرى والبالغة 16% - 18% إلا ان هذه الاستثمارات بقيت محدودة تعود الى عدم الاستقرار السياسي والاضطرابات الأهلية واسواق محلية صغيرة وتباطؤ في خصخصة القطاع العام، كل هذه العوامل تعتبر الى حد بعيد اهم المعوقات لتدفقات الاستثمارات المالية المباشرة وغير المباشرة في المنطقة. وبشكل عام يمكن تحديد الدول الخمسة الأولى من ناحية التلقي لصافي تدفق الرساميل الخاصة للدول النامية في عقد التسعينات من القرن العشرين وهي (البرازيل، الصين، اندونيسيا، ماليزيا، المكسيك).

* عوامل الفوره في استثمارات محفظة الأوراق المالية:

تعزى عوامل الفوره في استثمارات محفظة الأوراق المالية في العقدين الأخيرين إلى مزيج من عوامل داخلية وخارجية. وكما هو معروف ان الفروق

الجوهرية بين الاستثمار المباشر والاستثمار غير المباشر تتعلق في الإدارة للرساميل المستثمرة، ففي الاستثمار المباشر يمارس المستثمرون السيطرة على الإدارة، بينما في الاستثمار غير المباشر يوفر المستثمرون رأس مال التمويل ولا يتدخلون في الإدارة، وهي عبارة عن مؤسسات استثمارية مثل (ميريل لينش، مورغان ستانلي... الخ)، وعادة ما يكون الاستثمار المحفظي قصير المدى يمتد من عدة أسابيع إلى سنتين ويكون هذا الاستثمار سريع الدخول عند الشراء وسريع الخروج عند تصفية الاستثمارات وبيع الأسهم، ولذلك يطلق عليها (الأموال سريعة التقل) بينما يعتمد الاستثمار الأجنبي المباشر على استثمارات طويلة الأجل تتضمن رساميل لا يسهل تصفيتها كمعدات والمصانع... الخ، وكلا النوعين من الاستثمارات تعتمد على درجة الاستقرار السياسي، إلا أن التباين النسبي في تدفق استثمارات المحفظة المالية في الأسواق المالية هو أعلى بكثير من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وعلى هذا الأساس فإن الفورة في استثمارات محفظة الأوراق المالية تعود إلى التقلبات السريعة في حركة رؤوس الأموال الهائلة، ويمكن أن تعزى عوامل الضرورة في الاستثمارات غير المباشرة في العقدين الأخيرين إلى مزيج من عوامل داخلية وخارجية نستعرض أهمها:

1- انخفاض معدلات الفائدة العالمية:

أن الانخفاض النسبي في معدل عائد الاستثمارات في الدول المتقدمة الرئيسية مقارنة مع الأسواق الناشئة، دفع المستثمرين في الدول المتقدمة للبحث عن أسواق بديلة لاستثماراتهم في الدول النامية التي تحقق عائد أعلى.

2- تخفيف وإلغاء القيود التنظيمية لحركة الرساميل في الدول المتقدمة:

أن عولمة الأسواق المالية يدفع باتجاه الإلغاء السريع للقيود الإدارية والتنظيمية المفروضة على حركة رؤوس الأموال غير المباشرة في الأسواق المالية نتيجة التنافس الدولي، فكانت، أولاً: عولمة أسواق العملات الأجنبية في

السبعينات، تليها عولة أسواق السندات في الثمانينات ثم عولة أسواق الأسهم العادية في التسعينات.

لقد لعب التقدم الكبير في الحقل التكنولوجي وخاصة في مجال الاتصالات والمعلومات دورا مساعدا في عولة الأسواق المالية، ويظهر تأثير التطورات التكنولوجية في تخطي الحواجز الطبيعية في الزمان والمكان بأجل صور في عولة الأسواق المالية حيث التجارة على مدار الساعة ممكنة هذه الايام.

3- انفتاح وتحرير الأسواق المالية في الدول النامية:

ان عولة الأسواق المالية والغاء القيود التنظيمية جزء مهما من برامج التصحيح الهيكلي الذي يدعمها صندوق النقد والبنك الدوليين، فتم الغاء الحواجز والقيود على التعامل بالعملات الأجنبية وتدفق رؤوس الأموال العالمية لتسهيل تكامل الأسواق المحلية مع الأسواق المالية العالمية، ان تقديم الدول النامية تنازلات على صعيد الضرائب والإرباح ساهم بشكل كبير باجتذاب استثمارات محفظة الأوراق المالية، كما ان جزءا هاما من التمويل الأجنبي بالأسهم العادية مرتبط بخصخصة شركات القطاع العام في الدول النامية وهذا يمثل عنصر مهم في برامج التصحيح الهيكلي. وبالإضافة إلى ذلك ان اتفاقية الخدمات المالية التي أبرمتها منظمة التجارة العالمية تضمنت تدابير احتياطية لتسوية الخلافات بين المستثمرين والدول المضيفة عبر اليات تراعي المساوات بين الفريقين، وقد أدى ذلك إلى تحسين ثقة المستثمرين الأجانب بالدول النامية.

ان العوامل المذكورة سابقا لم تسهل التدفق المالي من الدول المتقدمة إلى الدول النامية فحسب، ولكن ساهمت في السنوات الأخيرة بظهور حالة التدفق المالي من الدول النامية مثل (المكسيك، الأرجنتين، تايلند،) إلى باقي دول العالم وهكذا فان الأسواق المالية في الدول النامية هي الان في حالة تكامل مع الأسواق المالية العالمية.

* اللاعبون الرئيسيون في الأسواق المالية:

يمكن تصنيف اللاعبين الرئيسيين في الأسواق المالية إلى أربع فئات:

- 1- المستثمرون (افراد ومؤسسات).
 - 2- الشركات.
 - 3- المؤسسات المالية المحلية والعالمية.
 - 4- الحكومات والتي تلعب دور المقترض والمسلم وتنظيم الاسواق المالية.
- فالقوة الدافعة وراء التدفق المالي في مختلف البلدان هم المستثمرون المؤسسون الذين برزوا على الأخص في اواخر الثمانينات واول التسعينات من القرن الماضي بحكم سيطرتهم على القطاع المالي العالمي، اذ تقدر نسبة عملياتهم حوالي 50% من مجمل الاوراق المالية في الولايات المتحدة، من خلال الطواف حول العالم بحثا عن افضل فرص للربح والنمو.
- اما الشركات فكانت العشرة الأولى في العالم في ادارة رؤوس الاموال في عام 1996، كانت هناك 3 شركات أمريكية و3 سويسرية و2 يابانية وواحدة بريطانية وواحدة فرنسية، كونهما مركز لأضخم رؤوس الأموال القابلة للاستثمار، ولأهم اسواق الاوراق المالية في العالم تعتبر اسواق رؤوس الأموال الأمريكية بالغة الأهمية للشركات التي تحاول الحصول على تمويل اجنبي، وفيما يتعلق بالدين فان الولايات المتحدة هي السوق الوحيد الذي يزود الشركات باعتمادات مالية طويلة الاجل مع معدلات فائدة منخفضة⁽²⁶⁾.

* عمليات الاندماج والتملك:

شهدت المؤسسات الصناعية المالية والمصرفية عهدا جديدا تمثل في عمليات الاندماج والتكتل الاقتصادي ومناطق التجارة الحرة، وتصاعد دور الشركات متعددة الجنسية تزامنا مع انتشار الخصخصة وثورة المعلومات وظهور منظمة التجارة العالمية (WTO)، حيث يعني الاندماج عن اتحاد او شراكه بين مؤسستين مصرفيتين او اكثر تحت ادارة واحدة، وقد يكون الاندماج بالمزج اذ ينشأ مصرف جديد يحل محل المصرفين المندمجين ويحل محله بشكل قانوني، فلم يعد الفشل الذي يصيب المصارف هو السبب في البحث عن مصرف اخر فقد اصبح من الضروري من اجل ايجاد الحلول لكثير من المشاكل في ظل العولة، والهدف

الاساسي من الاندماج خلق وحدات قوية قادرة على المنافسة وتعظيم الارباح اضافة إلى البحث عن مصادر جديدة للأموال وتوفير الظروف لتنويع الخدمات المصرفية وفتح اسواق جديدة من اجل تحقيق وفورات الحجم بالاعتماد على الآلات والاجهزة الحديثة، علاوة على تنويع الإيرادات وتخفيض المخاطر من خلال تنويع الاستثمارات من خلال خلق مصادر جديدة لرأس المال. ان كل هذا أدى إلى زيادة حركة تحرير التجارة والاستثمار والاتجاه نحو العملة المالية، وتحقق نتيجة ذلك ارتفاع معدلات نمو رؤوس الاموال بحيث أصبحت تفوق معدلات نمو التجارة والدخل العالميين، وغدت حركة رؤوس الاموال وليس التجارة هي القوة المحركة والدافعة للاقتصاد العالمي.

ان هذه التغيرات التي شهدتها العالم متمثلة بالتححر والانفتاح والمنافسة والاعتماد المتبادل، عملت على تشجيع ظاهرتي الاندماج والتملك بين الشركات العالمية لاسيما داخل القطاع المصرفي، وتتم عمليات الاندماج بين المؤسسات المالية بسرعة كبيرة خلال العقدين الاخيرين، فمثلا بعد منتصف التسعينات من القرن العشرين اندمجت شركة (سويس بنك) التي كانت بالمركز الخامس في العالم مع بنك (الاتحاد السويسري) والذي كان في المركز الثالث في العالم ليكونا اكبر شركة ادارة أموال في العالم، وبصورة مماثلة خلقت صفقة الاندماج بين (ميريل لينش) بنك الاستثمار الأمريكي و(مركوري لإدارة الأموال) وهي اضعف شركة بريطانية في ادارة الصناديق التقاعدية، ليكونا شركة عملاقة لإدارة الأموال أصبحت في المقدمة، في حين لم تكن أي من هاتين الشركتين على لائحة اكبر عشر شركات في العالم في ادارة رؤوس الأموال قبل الاندماج...وهكذا.

ان عمليات الاندماج والتملك بين المؤسسات والمصارف العالمية جعلها تضع استراتيجيات جديدة في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى المناطق والدول المضيفة عن طريق عمليات الاندماج والتملك والتي تعني السيطرة على مؤسسات قائمة بعد تراجع الصيغ التقليدية المتمثلة في بناء مؤسسات جديدة وهناك مجموعة من المبررات والدوافع لعمليات الاندماج من اهمها:

- 1- رفع مستوى القدرة التنافسية والاستفادة من وفورات الحجم ومزايا القوة الاقتصادية الكبيرة والانتشار على مستوى العالم.
- 2- الارتقاء بمعايير ومواصفات العمل إلى المستويات المعمول بها دوليا لمواكبة متطلبات العولمة (27).
- 3- ان الكيانات الاقتصادية الكبيرة (بعد الاندماج) عادة ما تكون اقل تأثرا بالصدمات والازمات المالية مقارنة بالكيانات الاقتصادية الصغيرة (قبل الاندماج) وبذلك تؤدي حالة الاندماج الى تقليل درجة المخاطرة من حيث تعرضها للخسائر والازمات والتقلبات الاقتصادية.
- 4- ان حالة الاندماج والتملك تؤدي الى تحقيق مزيد من التطور التكنولوجي من حيث ايلاء جانب البحث والتطوير والاختراع والابتكار اهمية كبيرة لاسيما في الشركات العملاقة.
- 5- ان المشروعات الكبيرة عادة ما تحقق تطور في نظم الادارة والحوافز وتطبيق قواعد الادارة الحديثة وامكانية استخدام اسلوب التمييز في المنتجات والخصائص والتمييز السيكولوجي (الدعاية والاعلان) وقواعد المنافسة الاحتكارية لتحقيق التفوق والوزن النسبي الكبير.
- 6- زيادة قدرة المساومة من حيث عقد الصفقات التجارية والاستفادة من مزايا الضريبة ، كذلك تستطيع الشركات الكبيرة ان تقترض من الاسواق الأجنبية بأسعار فائدة منخفضة.

* المشتقات المالية Derivatives:

وهي عقود يتم اشتقاق قيمها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم والسندات او السلع او العملات الأجنبية وهناك انواع متعددة من المشتقات سيتم تناولها باختصار.

عقود المستقبلات والعقود الآجلة:

أولاً: عقود المستقبلات Futures Contracts :

وهي عقود قانونية رسمية يجري عقدها في أسواق مالية منظمة لضمان التسليم إلى المشتري أو الاستلام من البائع وحسب كمية ونوعية المتفق عليه من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددتين في المستقبل وتجرى كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم، ومن الناحية التاريخية تعود عقود المستقبلات إلى مصر القديمة إذ كانت تتركز في المحاصيل الزراعية مثل القمح والشعير والذرة.. وبدأت في الولايات المتحدة في بداية القرن العشرين في الأسواق المالية، وقد جاءت المبادرة في (CBOT) Chicago Board Of Trade، وبالنسبة للأدوات المالية فإن اذونات الخزينة والعملات الأجنبية قد أخذت منذ عام 1972 اهتمام عقود المستقبلات وذلك من قبل سوق (CME) Chicago Merchantile Exchange، ثم حظيت أسعار الفائدة بهذا الاهتمام في العام 1975 وخاصة على اليورو دولار حيث تحدد قيمتها عند معدلات الاقتراض فيما بين بنوك لندن⁽²⁸⁾.

وتشمل عقود المستقبلات حالياً على اذونات الخزينة والسندات الحكومية والذهب والقمح ومؤشرات الأسهم مثل DJIA & NIKEI واليورو دولار والمنتجات النفطية وتتسم بالخصائص التالية:

- 1- هناك طرفين المشتري للأصل الاستثماري والبائع له، وعليه فإن ما يربحه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.
- 2- لا يدخل الطرفان (البائع والمشتري) مع بعضهما البعض في التعامل، وبالتالي قد لا يعرف أحدهما الآخر لكن بيوت المقاصة أو التصفية Clearing house هي التي تعمل كمشتريه أو كبائعة دون أي منافس من المشتري أو البائعين وتضمن إنجاز العقود بكفاءة.

- 3- ان عقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب انماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا، ويمكن للمالك الاصلي للسلعة او الاداة تعديل هذا العقد او الغائه بسهولة قبل وقت التسليم.
- 4- يقوم تجار المستقبلية بوضع الهامش الاولي وهي اموال يجري ايداعها في حساب خاص لدى غرفه التصفية بالسوق كضمان لبقاء الاطراف بالتزاماتهم ويكون كوديعة حقيقة او ضمان مصر في... الخ، بنسبة لا تتجاوز 5%.
- 5- يمنع اصحاب الودائع من استخدام المستقبلية لأغراض المضاربة لفرض تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير.
- 6- ارتباط اسعار عقود المستقبلية بأسعار الأصول الاستثمارية، لضمان علاقة قابلة للتنبؤ بين الأسعار التي ستسود الأسواق النقدية وتلك التي ستتحقق في أسواق المستقبلية.

ثانياً: العقود الآجلة Forward Contract :

وهذه العقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة اصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا ايضا. ويظهر هنا سعران احدهما يعرف بسعر التسليم وهو السعر السائد والاخر سعر الاجل، يتساوى السعران وقت التعاقد، الا ان السعر الاول يكون ثابتا والسعر الثاني يكون قابلا للتغيير.

وتعد عقود الآجلات اتفاقات تجارية بين طرفين كتبادل معين يتم تنفيذه في المستقبل، فهي ليست ادوات استثمارية بمفهومها التقليدي، فمثلا ان تعاقدنا بسعر خاص لسند ما ينفذ مستقبلا يتحدد بموجبه نوع السند وقيمه وتاريخه وموقع تنفيذه، فاذا كان سعر السند وقت التعاقد \$25 واصبح السعر في نهاية الفترة المقررة \$27 فان المشتري الاخير سيستلم السند بالمبلغ الاول ويبيعه بالمبلغ الثاني فيربح \$2 بينما في المقابل يخسر البائع المبلغ الاخير.

مصادر وهوامش الفصل الأول

- (1) البنك الدولي، تقرير عن التنمية الاقتصادية، النظم المالية والتنمية، مؤشرات التنمية الدولية، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1989، ص 62.
- (2) د. ميثم عجم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص 23.
- (3) د. سمر كوكب الجميل، التمويل الدولي (مدخل في المياكل والعمليات والادوات)، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الموصل 2002-ص 13-14.
- (4) د. عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006 ص 93.
- (5) د. ابراهيم مختار، التمويل الدولي، مكتبة الأنجلو المصرية، القاهرة، ط 4، 2005 ص 205.
- (6) عادل احمد حشيش، إقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1993 ص 183-152.
- (7) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005 ص 48.
- (8) Life insurance association of America: Life Insurance Companies as Financial Institution, Prentice -hak, 1962, p.82.
- (9) رسمبة أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط 1، دار المعنز للنشر - عمان، 2005 ص 9.
- (10) مفتاح صالح، المالية الدولية، الجزائر، متاح على الموقع الالكتروني: www.alikil.com/vb/showthread
- (11) د. عبد الكريم جابر شنجار، التمويل الدولي: مدخل حديث، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر والتوزيع، النجف الأشرف، 2008، ص 19.
- (12) مفتاح صالح، مصدر سابق، ص 4-7.
- (13) UNCTAD, World Investment Report, 2008, Annex table B.1.
- (14) د. عوض فاضل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، بغداد، 1990، ص 68-86.
- (15) د. عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي)، بيت الحكمة، بغداد، 2002 ص 132-135.

- (16) ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسين، دار المريخ، السعودية، 2006
ص 657-659.
- (17) ميشيل تودارو، مصدر سابق ص 660.
- (18) د. رمزي زكي، ظاهرة التدويل في الاقتصاد العالمي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1993،
ص 11.
- (19) د. فؤاد مرسي، الأساليب الجديدة نفسها، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون
والآداب، الكويت، 1990، ص 124.
- (20) سي بول هالروود ورونالد ماكدونالد، التمويل الدولي، د. محمود حسن حسين، دار المريخ، 2007.
- (21) Robert Bow Thorn and Richard Kozw ; "Globalization and Economic
Convergence An assessment," Unctad ; Discussion Paper, No. 13,
Geneva ; 1998, PI.
- (22) Levine. Ross.1997, "Financial Development and Economics Growth
views and Agenda", Journal of Economics Literature, vol; xxv, p.
688.
- (23) Economist Intelligence (2004), world Investment Prospects, the
Revival of Globalization, the Economist, 2004, Education.
- (24) د. رمزي زكي، العولمة المالية، الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي، دار المستقبل العربي، القاهرة،
1999 ص 119.
- (25) سنغ كفالجيت، عولمة المال، ترجمة: رياض حسن، الطبعة الاولى، دار الفارابي، بيروت، لبنان،
2001، ص 37.
- (26) للمزيد انظر: سنغ كفالجيت، مصدر سابق، ص 49-53.
- (27) للمزيد انظر: د. عبد الكريم جابر العيساوي، الاندماج والتملك الاقتصاديان المصارف انموذجا
مركز الازمات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، الامارات، ابو ظبي، 2006.
- (28) د. هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، الطبعة الاولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان،
2003 ص 151-178.

الفصل الثاني

مصادر ومبررات التمويل الدولي

International Finance Sources and Justification

مقدمة

بشكل عام تشكل البنوك العالمية الكبرى والأسواق المالية العالمية مصدري التمويل الرئيسية لمعظم الدول المتقدمة إضافة إلى الشركات متعددة الجنسية، في حين تعتمد دول العالم النامي بشكل خاص على مصادر التمويل الرسمية الثنائية ومتعددة الجهات لسد فجوتها التمويلية الخارجية والتي تتمثل بعدم تغطية إيرادات تلك الدول من العملات الأجنبية لسد التزاماتها من هذه العملات لتغطية العجز في ميزان مدفوعاتها وكذلك موازنة الدولة إضافة إلى خدمة الدين العام الخارجي لديها.

إن التدفقات الدولية لرأس المال تنقسم من حيث الآجال الزمنية إلى:-

1. تدفقات قصيرة الأجل

2. تدفقات طويلة الأجل

وقد تنقسم حسب الجهات الدائنة إلى:-

1. مصادر رسمية وتضم :

أ - المصادر الرسمية الثنائية

ب - مصادر متعددة الأطراف

2. المصادر الخاصة وتضم:

أ - القروض المصرفية

ب - الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة

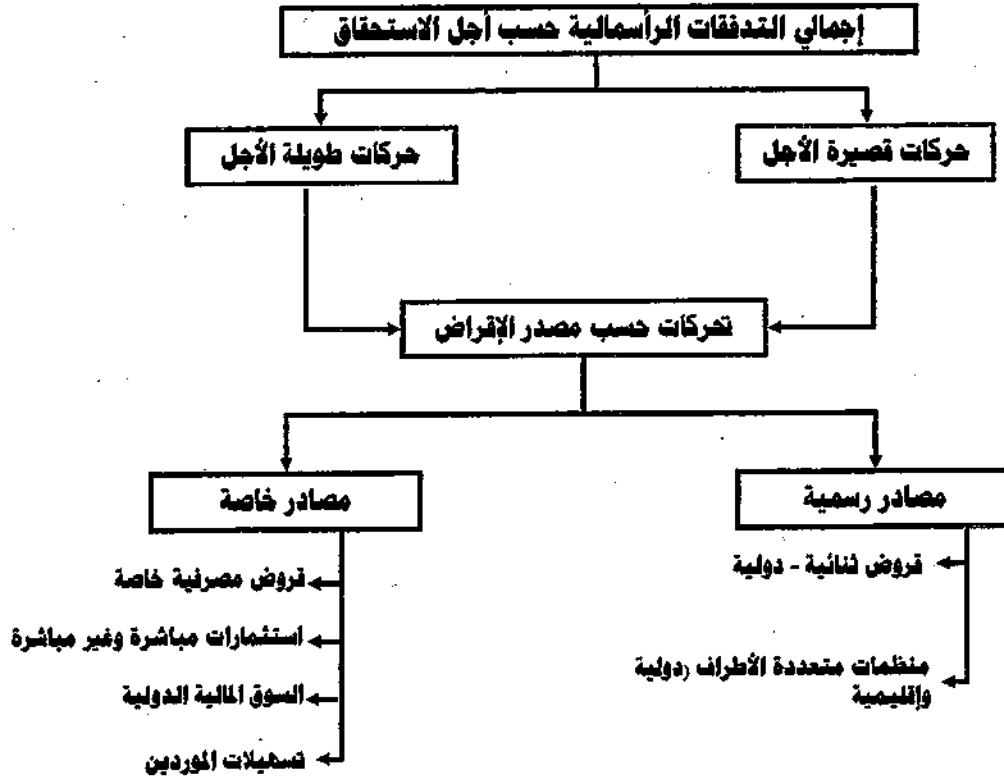
ج - سوق السندات الدولية

د - تسهيلات الموردين

ويمكن تمثيل مصادر التمويل الدولي بالشكل التالي:-

شكل (6)

إجمالي التدفقات الرأسمالية على المستوى العالمي



المبحث الأول

مصادر التمويل الدولي الرسمية والخاصة

أولاً: مصادر التمويل الدولي الرسمية

يشمل هذا النوع على مصادر تمويلية رسمية ثنائية وأخرى متعددة الأطراف دولية وإقليمية:-

1- مصادر التمويل الثنائية:- Bilateral Sources Of Finance

يمثل هذا المصدر من التمويل الدولي في تلك القروض والمساعدات التي تعقد بين حكومات الدول المختلفة وتعتبر الدول المانحة كالدول الكبرى مانحة للتمويل الثنائي والذي تستفيد منه الدول النامية، ويتم منح القروض بعد جولة من المفاوضات تجري بين الدول المانحة وحكومة الدولة المتلقية، ويعتمد بالدرجة الأولى على قرار سياسي لدى الدولة المانحة التي تسترشد بتوصية المنظمات الدولية، أما المفاوضات بين الطرفين فتجري حول (قيمة القرض، أجل استحقاقه، طريقة انفاق القرض، كيفية السداد، فترة السماح،....الخ).

إن التمويل من خلال هذا المصدر لم يظهر بشكل محسوس إلا بعد الحرب العالمية الثانية ولقد امتازت حركة رؤوس الأموال الدولية بعد الحرب الثانية بمحدوديتها بفترة الأولى (1945 - 1955)، وابتلاع أوروبا القسم الأكبر منها من أجل إعادة أعمارها، واتخذت تلك الحركة صفة التمويل الرسمي بين الحكومات سواء على شكل منح وهبات شكلت حوالي 30% من إجمالي رأس المال و 20% على شكل قروض ثنائية ومصرفية، مثلت أموال مشروع (مارشال) الأمريكي جزءاً كبيراً منها وتراوحت ما بين (11 - 13) مليار دولار، وكانت أميركا تهدف من وراء ذلك تحقيق أهداف سياسية واقتصادية، كما أن الأمم المتحدة والتي اعتبرت الفترة (1960 - 1980) بمثابة عقدي التنمية. حيث وجهت الدول المتقدمة تخصيص 1% من ناتجها الإجمالي ليقدم على شكل معونات للدول النامية، كما أن تدفقات رأس المال العالمي من المصادر الثنائية قد بلغت 35% من

اجمالي التدفقات لعام 1970، في حين كانت حوالي 50% في عقد الستينات لكن هذه المصادر أخذت نسبها بالتناقص تدريجيا حتى بلغت حوالي 25% عام 1980 ثم انخفضت بالسنوات التي تلت ذلك⁽¹⁾.

سمات أو خصائص التمويل الدولي الثنائي⁽²⁾:

(1) يتميز هذا النوع بطول أجاله إلى مدد قد تصل إلى 30 سنة، ويدرج هذا النوع من التمويل تحت بند القروض السهلة (soft loans) كما إن خدمة الدين المرتبطة بأصل القرض تكون منخفضة إلى حد كبير.

(2) تحتوي التدفقات الثنائية على فترة سماح قبل البدء بتسديد أصل القرض تتراوح بين (3- 10) سنوات بمعنى قيام المقرض بإستخدام القرض دون الالتزام بسداد أقساطه إلا بعد مرور فترة متفق عليها (فترة السماح) وهي تعتبر تخفيض حقيقي لكلفة الاقتراض ويسمى القرض المتضمن على فترة سماح بالقرض السهل.

(3) أسعار الفائدة قليلة وقد تكون أقل كثيراً عن أسعار الفائدة في الاسواق العالمية.

(4) تصنف قروض هذا المصدر إلى سهله أو صعبة حسب الفائدة، فإذا كانت الفائدة مرتفعة فإن الدين المسدد بواسطة الفاتورة يرتفع بشكل يجعل المقدرة على سداد أصل القرض وفوائده اصعب في حالة إنخفاض الفائدة.

(5) يمنح التمويل الثنائي لتمويل مشاريع بناء البنى التحتية وفي بعض الأحيان البنى الفوقية مثل إدارة مصادر المياه وتطوير التعليم والإدارة والصحة وغيرها الكثير، كما قد يمنح لدعم ميزان المدفوعات للدولة أو موازنتها.

(6) قد تشترط الدول المانحة لهذا النوع حصراً "استيراد المكون الأجنبي للمشروع المنوي الإقتراض له وتنفيذه من سوق تلك الدولة المقرضة". مثلاً، لو كان المشروع المقرض له إنشاء محطة مياه فإن حصة المكون الأجنبي له قد تصل إلى 60% من قيمة القرض متمثلة بشراء الأنابيب والمضخات وقطع الغيار وغيرها. كما أن القروض التصديرية التي تمنحها الدول الكبرى وبعض دول العالم الأخرى تشجيعاً لصادراتها تعتبر من القروض الثنائية وعند تعثرها، تطالب الشركات المصدرة حكوماتها الضامنة لقروضهم إلى الدول المستوردة بدفع قيمتها في حالة عدم قدرة الدولة المستوردة على الدفع، وتدفعها الحكومة إلى الشركة ومن ثم

نطالب الدولة المستوردة بالتسديد لتصبح تلك القروض في إطار العلاقات الثنائية بين الدولتين.

2- مصادر التمويل متعدد الجهات: Multilateral Sources of Finance

تتمثل المصادر الرسمية متعددة الاطراف إلى مصدرين أساسيين هما:-

أ (مؤسسات التمويل الدولية وتضم:-

1. صندوق النقد الدولي IMF

2. البنك الدولي (WB) وتوابعه.

أ (البنك الدولي للإنشاء والتعمير IBRD (ج) مؤسسة التمويل الدولية IFC

ب) المؤسسة الدولية للتنمية IDA

ب) مؤسسات التمويل الدولي الإقليمية وهي كثيرة ومنها:-

1- بنك الاستثمار الأوربي. 5- صناديق التنمية الإقليمية (الصندوق العربي للإنماء

2- بنك التنمية الأفريقي. الاقتصادي، صندوق التنمية السعودي، صندوق أوبك للتنمية)

3- البنك الإسلامي للتنمية. 6- صندوق النقد العربي.

4- بنك التنمية الآسيوي. 7- بنك الأمريكيتين للتنمية.

وبشكل عام تشكل المنظمات المالية الدولية مثل (WB) و (IMF) إضافة إلى المنظمات المالية الإقليمية المذكورة أنفاً مصادر التمويل متعدد الاطراف وتتخصص قروض البنك الدولي والبنوك الإقليمية في تمويل مشاريع البنى التحتية المولدة للنمو الاقتصادي لدى الدول المستفيدة منها (الأعضاء) والعمل على المساعدة في تحقيق التقدم الاقتصادي للدول الأعضاء وتوفير رؤوس الأموال لهم، علاوة على تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي المباشر من خلال تقديم الضمانات لها وتقديم القروض لذلك وتكملة النقص في القروض المباشرة، في حين ومنذ عام 1980 بدء البنك بتمويل الأعضاء بقروض التعديل الهيكلي (قروض السياسات) تميزاً لها عن قروض المشروعات (Project)، في حين يتخصص صندوق النقد الدولي والعربي في تمويل الفجوات التمويلية المترتبة على تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي وتطوير السوق المالية المصرفية، فضلاً عن تمويله الفجوات أو العجز في موازين مدفوعات الدول الأعضاء.

خصائص التمويل متعدد الاطراف:

- (1) إن هذا النوع من التمويل غير قابل للشطب او اعادة الجدولة كما هو حال مصادر التمويل الدولي الخاصة والثنائية.
- (2) تمتد آجال هذا النوع إلى فترات زمنية طويلة قد تصل إلى (25 سنة) وهذا غير موجود لدى المصادر الحرة.
- (3) كلف التمويل هذا (أسعار الفائدة) قد تقارب الفائدة بموجب مصادر التمويل الحرة.
- (4) إن المصادر الحرة للتمويل الدولي تشترط ان يكون البلد طالب التمويل منها عضوا في الصندوق والبنك الدوليين، وهذه المصادر غالبا ما تسترشد بتلك المنظمات حتى تمنح أية قروض لأي بلد.

ثانياً:- مصادر التمويل الدولي غير الرسمية (الخاصة):

يتضمن هذا المصدر التحركات الخاصة لرؤوس الأموال والقروض الممنوحة من جهات خاصة (افراد، مؤسسات تمويل عامة وخاصة...الخ) الى حكومات أجنبية أو مؤسسات أعمال عامة أو خاصة، ويأخذ هذا النوع الاشكال الآتية:

- (1) تسهيلات الموردين:- وتسمى ايضا قروض التصدير وهو عبارة عن إئتمان مضمون من الحكومة المقترضة تمنحه الشركات المنتجة والمصدرة في دولة ما للمستوردين في دولة اخرى، حيث تستخدم حصيلة القرض في شراء سلع وخدمات من الشركات المانحة للإئتمان، وتعمد هذه القروض لفترة تمتد من 1 - 10 سنة، وأسعار الفائدة عليها تتحدد على اساس الأسعار السائدة في سوق الأقرض طويلة الاجل.

وقروض التصدير هذه تتضمن نوعين هما:

أ) إئتمان يقدمه المصدر الى المستورد مباشرة.

ب) تمنحه مؤسسة مالية في بلد المصدر للمشتري.

(2) التسهيلات المصرفية: - قروض قصيرة الأجل تمنحها المصارف دولية النشاط للبلاد النامية بفرض تمويل عجز موسمي في حصيلة (النقد الأجنبي) ويتراوح أجل تلك القروض بين 6 أشهر وسنة واحدة، وأسعار الفائدة عليها حسب فائدة السوق.

(3) الأسواق المالية الدولية: - وتعد من المصادر المهمة للحصول على التمويل الدولي، إضافة إلى كونها مجالا واسعا لتوظيف الفوائض المالية عبر الحدود وتقسم إلى:-

- أ) السوق النقدية الدولية:- وهذه السوق يكون التعامل فيها بين البنوك التجارية وبالودائع ذات المبالغ الكبيرة ولمدة قصيرة (أقل من سنة) وتتأثر السوق بتقلبات الصرف كون التعامل يجري بالعملة الأجنبية.
- ب) سوق رأس المال الدولية:- وهي السوق التي يتم التعامل فيها بأصول مالية متوسطة أو طويلة الأجل والتي يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة، يتم التعامل في الأوراق المالية الصادرة عن منظمات الأعمال، بصورة قروض أو مساهمات في رأس المال.

آلية التعامل في السوق النقدية وسوق رأس المال الدولية⁽³⁾

- يتم التعامل في السوق النقدية الدولية على أساس الثقة التامة بين الأطراف، وهناك رقابة تفرضها البنوك المركزية على حركة التعاملات والتحويلات للعملة الأجنبية، وقد نجم عن هذه الرقابة ما يعرف ببنوك (الأوف شور)، وهي مراكز مالية تعمل في مجال الإقراض والإقتراض وتلقي الودائع خارج حدودها الوطنية ولا تخضع لرقابة البنوك المركزية في كافة عملياتها، ويجري التعامل بتلك المراكز استنادا لشروط التعامل بين بنوك لندن (الليبور) وهو معدل الفائدة بين بنوك لندن، كما أن هناك أطراف أخرى تعمل في السوق (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك التسويات الدولية، الشركات المالية، الصناديق الإقليمية، بيوت المقاصد... الخ).

أما أدوات السوق النقدية الدولية ((الودائع أجل مدتها (يوم إلى عدة سنوات)، شهادات الإيداع القابلة للتداول والتظهير في السوق الثانوية، شهادات

الإيداع المخزنة (تخزن في البنك ولا تتداول في البورصة)، شهادات الإيداع الأمريكية، القبولات المصرفية، أوراق مصرفية)).

- أما التعامل في سوق رأس المال الدولية: فيتم من خلال السوق الأولية والبورصة، وتعامل في السوق الكثير من المؤسسات (صناديق الاستثمار، الشركات الدولية، شركات التأمين، صناديق التقاعد، ... الخ)، ويتضمن سوق رأس المال الدولي كلا من، سوق القروض المشتركة، وسوق السندات الدولية، التي تعد أهم وسيلة للحصول على السيولة طويلة الأجل.

ثالثاً:- التمويل التجاري الدولي:-

تلجأ الدول والمؤسسات والشركات الكبرى إلى تغطية احتياجاتها من أسواق أدوات الدين الدولية (سوق السندات) عن طريق إصدار السندات قصيرة الأجل أم متوسطة أو طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأسواق في الدول المصدرة لل عملات العالمية أو في الأسواق العالمية الحرة.

ومن أهم شروط إصدار السندات هو كون الجهة المصدرة مؤهلة للإقتراض من خلال إصدار السندات، وهذا التأهيل يتم من خلال حصول الجهة المصدرة على تصنيف إئتماني دولي من إحدى وكالات التصنيف الدولية المعروفة مثل (FitchRatings, Standard & Poor, Moody's). ويجب ألا يقل التصنيف للجهة الراغبة بالإقتراض عن درجة الإستثمار (BBB)، وفي حالة كون التصنيف أقل من ذلك مثلاً (BB)، أو أقل فهذا الدرجة تصنف كونها درجة مضاربة، حيث تتميز بارتفاع كلفة الإصدار، وخاصة كلفة تغطية الإصدار وإدارته وبيعه، كما وتتميز بارتفاع سعر الفائدة على السندات المصدرة.

أما في حالة عدم رغبة الجهة طالبة التمويل أو لعدم مقدرتها على إصدار السندات أو أي أدوات دين أخرى، فهي تلجأ إلى البنوك العالمية، والتي إذا إقتنعت بجدوى التمويل وقدرة الجهة المقترضة على السداد، فيتم ذلك التمويل مباشرة (من قبل البنك) أو من خلال تجمعات بنكية ويعتمد حجم البنوك المشاركة على حجم التمويل المطلوب.

المبحث الثاني

مبررات اللجوء إلى التمويل الدولي

يعد اختلال هيكل الموارد عاملاً أساسياً في اللجوء إلى التمويل الخارجي لكونه يعكس اختلال هيكل الإنتاج والتراكم، وهذا يظهر بصورة انخفاض في مستوى عرض السلع والخدمات في الاقتصاد عن مستوى الطلب المحلي ومن ثم يساهم في ارتفاع المستوى العام للأسعار.

ويتطلب المسار السليم لعملية التنمية الاقتصادية وجود نوع من المواءمة النسبية بين الموارد واستخداماتها، حتى لا تكون ندرة الموارد سبباً في حدوث اختناقات متعددة في الاقتصاد كارتفاع معدل نمو الناتج المحلي نتيجة لانخفاض مستوى الاستثمار أو زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي نتيجة لندرة الموارد الأجنبية.. الخ. ومن المعلوم أن البلدان النامية تتسم باختلال هيكل الموارد الاقتصادية يتمحور بصورة رئيسة حول ثلاث فجوات هي: فجوة الموارد الداخلية المتمثلة بالفجوة بين الادخار والاستثمار وفجوة الموارد الخارجية المتمثلة بالفجوة بين الصادرات والاستيرادات وفجوة الموازنة العامة المتمثلة بالفجوة بين الإيرادات والنفقات، وهذه الفجوات المذكورة هي التي مدعاة للاستعانة إلى التمويل الدولي.

1- الفجوة بين الاستثمار والادخار (فجوة الموارد الداخلية):

تعتبر الفجوة بين الاستثمار والادخار عن فجوة الموارد الداخلية التي تعكس مظهر الاختلال الداخلي، إذ أن هذه الفجوة تشير إلى قصور الادخارات الوطنية عن تغطية الاستثمارات الوطنية المطلوبة، فحجم الادخارات واسلوب توظيفها هو الذي سيحدد تكوين راس المال لأن الامكانيات المتاحة لتكوين الادخارات الوطنية تتفاوت من بلد إلى آخر تبعاً لما يمتلكه كل بلد من موارد طبيعية، فضلاً عن طبيعة السلوك الادخاري الذي يتباين هو الآخر بين البلدان، وعليه إذا لم يستطع GDP عن توفير دخل كافٍ لتمويل الاستهلاك وتكوين مدخرات كافية للاستثمار المطلوب تظهر هذه الفجوة والتي تنعكس على شكل عجز، وعموماً

فان البلدان التي استعانت بالتمويل الخارجي تعاني من قصور شديد في قدراتها الادخارية وبما يعيق استثماراتها.

2- الفجوة بين الصادرات والاستيرادات (فجوة الموارد الخارجية):

النمط الاخر الذي يعبر عن الخلل الهيكلي ينعكس من خلال فجوة الموارد الخارجية التي تمثل بدورها الفجوة بين الصادرات والاستيرادات الناجمة عن قصور في حصيللة الصادرات من السلع والخدمات عن تغطية قيمة الاستيرادات فيها، ان فجوة الموارد الخارجية هي انعكاس لفجوة الموارد الداخلية وهي تعبير عن مستوى التباين بين الطلب الكلي والعرض الكلي، ومن الناحية النظرية هناك علاقة قائمة بين الفجوتين الداخلية والخارجية على افتراض وجود تداخل احلالي كامل بين موارد كل منهما، الا ان هناك ثمة اختلافات بين الفجوتين من حيث طبيعة العوامل المؤثرة في كل منهما، ذلك ان المدخولات المحلية عمليا لا تتمتع بدرجة احلال كاملة لتعويض الحاجة إلى الموارد الخارجية التي تتميز بدرجة احلال عالية للتعويض عن نقص المدخرات المحلية⁽⁴⁾.

ويطلق على التحليل الذي يربط بين فجوة الموارد المحلية وبين فجوة الموارد الخارجية بنموذج الفجوتين Two Gaps Model وذلك لوجود تناظر بينهما، فعندما تكون قيمة الاستيرادات في الاقتصاد القومي خلال مدة محددة تزيد عما يمكن الحصول عليه من النقد الأجنبي المتأتي من الصادرات خلال المدة ذاتها، فان الفرق هنا لا بد وان يمول من الخارج، وهذا التمويل الخارجي الاخر يعكس فجوة الموارد الخارجية او ما يطلق عليها احيانا (فجوة التجارة الخارجية) الذي لا بد ان يناظر مقدار العجز في الادخار المحلي خلال المدد السابقة⁽⁵⁾. ويمكن اثبات ذلك من خلال العلاقات الآتية:

$$Y = C + I + (X - M)$$

اذ ان Y = الناتج المحلي لاجمالي

C = اجمالي الاستهلاك

I = اجمالي الاستثمار

$$X = \text{الصادرات}$$

$$M = \text{الواردات}$$

والمعادلة السابقة تشير إلى أن العرض الكلي يساوي الطلب الكلي ومنها نستنتج⁽⁶⁾:

وبما أن الناتج المحلي يولد دخلاً مساوياً له، وهذا الدخل يتوزع بين الاستهلاك والادخار فإن:

$$Y = C + S$$

$$C + S = C + I + (X - M)$$

$$C + S + M = C + I + X$$

$$M - X = I - S$$

ومما سبق ظهر هناك تطابق بين الفجوتين. ففي حالة زيادة الاستيرادات على الصادرات تظهر فجوة الموارد الخارجية معبرة عن العجز في الحساب التجاري لميزان المدفوعات، وأن ذلك العجز يمول عن طريق تدفقات رأسمالية خارجية (FC) فإن:

$$I - S = M - X = FC$$

والمعادلة الأخيرة تعني ببساطة أن إجمالي استثمارات الاقتصاد القومي التي تفوق إجمالي مدخراته لا بد وأن تمول عن طريق تدفقات إضافية من رأس المال لأجنبي تعمل على تمويل الاستيرادات اللازمة لدعم عملية التنمية الاقتصادية.

ومن الجدير بالذكر أن التناظر بين الفجوتين الداخلية والخارجية قد لا يتحقق خلال المدد القادمة وذلك بسبب اختلاف الأفراد والهيئات المسؤولة عن اتخاذ القرارات المتعلقة (بالادخار - الاستثمار)، (الصادرات - الواردات) وانعدام التنسيق بينهما، أو للتغيرات الاقتصادية الدولية المتعلقة بظروف السوق الدولية، فضلاً عن الظواهر الاقتصادية كالتضخم أو الكساد في السوق المحلية أو السوق الخارجية، أو تغيرات أسعار الفائدة. كل ذلك يؤدي إلى اختلال العلاقة بين المتغيرات المحددة للفجوتين ومن ثم لا تؤدي إلى تناظر الفجوتين في المستقبل، لكن من المحتم أن نظم الحسابات القومية تجعل من هذا التناظر ممكناً وبذلك تساوي الفجوتين في المدد السابقة⁽⁷⁾.

وسبق ان بينا ان فجوة الموارد المحلية تنعكس في فجوة الموارد الخارجية وان الفجوتين تميلان إلى التناظر في المدد الماضية، لكن ذلك لا يعني ان تقدير احدى الفجوتين يعوض عن تقدير الفجوة الأخرى، ذلك ان كل فجوة من الفجوتين تشير الى عوامل ومتغيرات لا تشير اليها الفجوة الأخرى، لذا يُعدُّ تقدير كل فجوة على انفراد وتحديد العوامل المؤثرة فيها ومقارنتها بالفجوة الأخرى ذا اهمية كبيرة، اذ يمكن من خلال ذلك تخطيط السياسات الاقتصادية المناسبة وتنفيذها تلك التي من شأنها تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتعجيل عملية التنمية الاقتصادية.

3- الفجوة بين الإيرادات والنفقات (فجوة الموازنة العامة):

تعتبر الفجوة بين الإيرادات والنفقات عن العجز في الموازنة العامة للدولة، وتعد جزء من فجوة الموارد الداخلية يكون مسؤولاً عنها القطاع العام⁽⁸⁾، ويطلق على التحليل الذي يربط بين الاختلال الداخلي المعبر عنه بفجوة الادخار- الاستثمار للقطاع الخاص وفجوة الإيرادات- النفقات للقطاع العام وبين الاختلال الخارجي المعبر عنه بفجوة الصادرات- الاستيرادات بتحليل نموذج الفجوات الثلاث. وكما اثبتنا وجود تناظر بين فجوة الموارد المحلية وفجوة الموارد الخارجية، يمكن ان نثبت ان فجوة الموازنة العامة هي جزء من فجوة الموارد المحلية من خلال العلاقات الآتية:

$$I-S=M-X$$

وبما ان اجمالي الاستثمار يتكون من الاستثمار في القطاع الخاص والاستثمار في القطاع الحكومي، وان الادخار يتكون من الادخار في القطاع الخاص والادخار في القطاع الحكومي فتكون العلاقة السابقة كالآتي⁽⁹⁾:

$$(IP-SP)+(IG-SG)=M-X$$

اذ ان: IP = الاستثمار في القطاع الخاص

SP = الادخار في القطاع الخاص

IG = الاستثمار في القطاع الحكومي

SG = الادخار في القطاع الحكومي

ان الفرق بين استثمارات القطاع الحكومي وإدخاراته يعكس لنا حالة الفائض او العجز في الموازنة العامة للدولة او الفجوة بين الإيرادات والنفقات، والعجز في الموازنة العامة يعكس في التحليل النهائي فائض طلب (Excess Demand) في الاقتصاد القومي، ولما كان الإنفاق العام بشقيه الجاري والاستثماري، يمثل نسبة كبيرة من الطلب الكلي، لذا فان زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي يعبر عن فجوة تضخمية (Inflationary Gap).

المبحث الثالث

المديونية العالمية كمصدر للتمويل الدولي

أولاً:- المديونية العالمية: International Debts

تتلخص الأزمة بتوقف عدد كبير من الدول متوسطة الحجم مثل المكسيك والبرازيل والأرجنتين وكذلك دول العالم الثالث الأفريقية والعربية والآسيوية عن دفع إلتزاماتها الخارجية بالعملات الأجنبية للبنوك الدائنة التي تعرضت إلى زعر مالي خطير في اسواق النقد وإعتباراً من آب/1982 ، والمطالبة بإعادة جدولة الديون (rescheduled).

لقد أسهمت عوامل خارجية وأخرى تعلقّت بالدول المديونة ذاتها لوقوع الازمة يمكن إيجازها بالآتي:

(1) العوامل الداخلية⁽¹⁰⁾:- أن الاسباب الخاصة لازمة المديونية وإن اختلفت بين الدول وحسب خصوصيات كل إقتصاد ، إلا ان معظم إقتصاداتها كانت لها مجموعة متشابهة من العوامل هي:-

أ- تزايد الطلب الكلي وضعف المدخرات الوطنية:- ان إتباع بعض الدول أنماطا للإنفاق مبنية على زيادة الاستهلاك من السلع والخدمات تفوق معدلات الناتج أو المعروض السلعي المحلي، يؤدي إلى زيادة الواردات على حساب الصادرات وكانت نتائجها فجوة موارد بالعملة الأجنبية إستدعت الاعتماد على الاقتراض الخارجي لتغطيتها. كذلك عانت اغلب الدول ضعف معدلات الادخار المحققة محليا للوفاء بمتطلبات الاستثمار المستهدف، وكان سبب إنخفاض الادخار تدني مستوى دخول اغلبية الافراد، علاوة على إتباع الاقلية الثرية الإفراط في الاستهلاك التفاخري، فضلا عن انخفاض الوعي المصرفي وتخلف في العادات المصرفية.

ب- إعتداد سعر صرف مبالغ به للعملة المحلية:- عندما لا يكون سعر الصرف معبراً عن النشاط الاقتصادي للدولة، (مبالغ في قيمة العملة) فأن ذلك من شأنه تحقيق عجز دائم في ميزان المدفوعات بسبب ارتفاع الاستيرادات وانخفاض

الصادرات، وذلك لكون السلع الأجنبية تكون رخيصة ينظر المستهلك المحلي فتزداد الاستيرادات، ومن الجانب الآخر تكون السلع المحلية غالية ينظر المستهلك الأجنبي فتتخفض الصادرات.

ج- سوء إدارة الدين الخارجي:- لا توجد لمعظم الدول المدينة رؤى واضحة لكيفية إدارة عملية الاقتراض وتقييم جدارة الدولة على تسديد الدين عند الاستحقاق، وكان لابد للسلطات المسؤولة عن إدارة الدين أن تتوفر لديهم معلومات عن حجم الدين، أسعار الفائدة، فترات التسديد، أجل الاستحقاق، كفاءة استخدامه، حجم الاحتياطات الخارجية، أسعار الصرف، تطورات أسعار الفائدة، لقد كان لإدارة الدين غير الكفوءة دور في إندلاع أزمة المديونية واستمرارها، وكل ذلك أكدته دراسة للبنك الدولي عام 1985 أوضحت إن أربعة دول فقط من عشرين دولة تقوم بتسيير ديونها بشكل جيد ومنظم، في حين لا توجد إدارة ورؤى لإدارة الدين لدى الباقيين⁽¹¹⁾.

د- فشل انماط التنمية:- لم تنجح سياسة الاحلال محل الواردات التي اتبعتها الدول النامية لخفض الاستيرادات وزيادة الصادرات، وكل ذلك أثر سلباً على حالة ميزان المدفوعات، فكان المفروض من تلك الدول التوجه لإنشاء شركات صناعية ناجحة تخترق أسواق التصدير وهذا ما اتبعته دول جنوب شرق آسيا وساهم في توليد فوائض مالية لخدمة الدين العام الخارجي.

هـ - عدم وجود بيئة جاذبة لرأس المال:- لم تستطع الدول النامية قبل اندلاع الأزمة من إرساء مناخ استثماري جاذب لرأس المال تتوفر فيه جميع العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية الجاذبة لرأس المال الأجنبي فضلاً عن حالة البيروقراطية والروتين الإداري والفساد الإداري والمالي، كلها شكلت عوامل لطرد رأس المال الأجنبي وعززت من هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج.

و- إتباع سياسات مالية ونقدية وتجارية غير صحيحة اعتمدت على قرارات إدارية خاطئة لا تخضع للمساءلة والمحاسبة في ظل غياب التمثيل الديمقراطي لمختلف الشرائح الاجتماعية، كذلك اللجوء إلى سياسات الدعم التي أثقلت اعباء الموازنة العامة للدولة.

(2) العوامل الخارجية:- تمثلت الأسباب الخارجية بتلك العوامل الخارجة عن

سيطرة الدول المدينة والمتمثلة بالظروف السياسية والاقتصادية والمالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي منذ بداية عقد السبعينيات من القرن المنصرم، منها:-

أ (إتساع فجوة التبادل الامتكافىء بين الدول المتقدمة والنامية حيث تخصصت الدول النامية بقطاعات صناعية او زراعية غير رائدة ذات تكنولوجيا ضعيفة، فضلاً عن اعتمادها على تصدير مواد اولية بأسعار لا تتحكم بها، بينما العالم المتقدم تخصص في صناعات استراتيجية ذات تكنولوجيا متطورة، فضلاً عن إن معدلات التضخم المالي والتي تجاوزت 10% في العالم المتقدم أدت إلى ارتفاع اسعار الواردات. في حين اتجهت اسعار الصادرات إلى الانخفاض بسبب انخفاض الطلب عليها من العالم المتقدم وكل ذلك أدى إلى عجز في الميزان التجاري الذي يتطلب التمويل الخارجي من خلال الاقتراض.

ب) حالة عدم الاستقرار النقدي:- أدت الظروف السياسية ولاسيما حرب أكتوبر عام 1973 إلى صدمة البترول الأولى عام 1974 والتي نتج عنها ارتفاع اسعار النفط، ترتب عليه إعادة توزيع أحتياطات دول العالم بإنتقالها من الدول غير المصدرة إلى المصدرة والتي لم تستطع استيعاب تلك الفوائض المالية واستثمارها في بلدانها، حيث أودعتها لدى البنوك العالمية والتي قامت بعملية إعادة تدوير(Recycling) تلك الفوائض واقراضها للدول صاحبة العجز بسرعة بهدف تمويل النمو الاقتصادي في بلدانها، ان أغلب دول العالم الثالث وبسبب عدم استطاعتها مواجهة الأسعار العالية للنفط لجأت إلى البنوك العالمية لإقراضها وبشروط السوق، كما ان أزمة النفط الثانية 1979 عمقت حاجة الدول إلى الاقتراض بعد وصول سعر النفط 34 دولار للبرميل الواحد، والشئ الأهم من ذلك هو انتهاء العمل بنظام الصرف الثابت وبدء مرحلة تعويم الصرف بعد توقف أمريكا معادلة الدولار بالذهب في بداية عقد السبعينات من القرن الماضي.

ج) دخول العالم المتقدم مرحلة التضخم الركودي حيث معدلات التضخم المرتفعة ترافقت مع ارتفاع معدل البطالة مما أبطأ مفعول الوصفة الكنزيرة للمقايضة بين

التضخم والبطالة، وظهرت حالة التضخم مع الركود، والذي انعكس على استيرادات الدول النامية.

(د) التغيير في أسعار الفائدة وارتفاعها حيث تجاوزت 10% وهي في تغيير مستمر، وقد أشارت التقارير الدولية إلى أن متوسط سعر الفائدة الذي اقترضت به الدول النامية من المصادر الخاصة قد بلغ حسب سعر الليبور^(*) (Libor) حوالي 16,6% عام 1981.

إن ارتفاع الأسعار بالنسبة للنفط والفائدة أثرت بشكل واضح على مديونية الدول النامية من نواحي عدة:-

* ازدياد مديونية الدول غير المصدرة للنفط حيث ترتفع تكلفة استيراده ثم تكلفة الواردات وبالتالي عجز الميزان التجاري وكل ذلك يجعل البلد يلجأ إلى الاقتراض.

* ارتفاع أسعار النفط جعلت الدولة المصدرة له تحصل على فوائد مالية لم تستطع توظيفها في بلدانها، حيث أودعتها في مراكز المال العالمية، وقد تنافست البنوك العالمية على إعادة تدويرها من خلال إعادة إقراضها وبشروط السوق التجاري للدول النامية وكل ذلك زاد من مديونية تلك الدول.

ثانياً:- علاقة المديونية بالتمويل الدولي

إن توقف المصادر الخاصة للتمويل الدولي بسبب أزمة المديونية عن إقراض الدول المدينة جعلها في موقف صعب لحاجتها لذلك، وكل ذلك جعلها تلجأ إلى المؤسسات المالية الدولية ممثلة في الصندوق والبنك الدوليين لمساعدتها في النهوض مرة أخرى من خلال إتباع برامج تصحيح خاصة تعالج أسباب ذلك وتعيد لتلك الدول مصداقيتها الائتمانية الخارجية ولتجعلها تحصل على التمويل اللازم للاستمرار ببرامجها التنموية.

وبعد إقتناع المنظمات الدولية والدول الكبرى بعدم قدرة الدول المدينة على إستئناف النمو وتسوية الديون، لجأت الدول المدينة ومن خلال تلك المنظمات

(*) الليبور: هو سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن.

الدولية إلى الدخول في مفاوضات للإتفاق على إعادة جدولة الديون^(*) وعلى وفق خطة (برادي) وزير الخزانة الأمريكية والتي تعتمد على ثلاث محاور:-

(1) تمنح البنوك الدائنة الدول المدينة خصماً ما بين 30 - 50% حسب كل حالة، مقابل ضمان تسديد الرصيد المتبقي بعد الخصم وفوائده، وقد تم توفير الضمان من خلال تقديم السندات الأمريكية تم تمويل شرائها من المنظمات الدولية.

(2) التزام الدول المدينة بتنفيذ برامج تصحيح اقتصادي وسياسي وحسب توجيهات الصندوق الدولي متمثلة بما يلي:-

- تخفيض قيمة العملة.
 - تحرير الأسعار.
 - تخفيض مستوى الطلب وتحقيق التوازنات الأساس في الحساب الجاري والموازنة العامة.
 - رفع الدعم الحكومي عن المواد الضرورية.
 - رفع اسعار الفائدة المدينة لزيادة الإدخار والاستثمار.
 - تحرير التجارة الخارجية.
 - اتباع سياسات الخصخصة وإصلاح القطاع العام.
- (3) يحول رصيد الدين بعد الجدولة والخصم إلى سندات قابلة للتداول سميت سندات (برادي) وذلك لتمكين البنوك الدائنة من تنويع مخاطرها وكذلك تمكين الدول المدينة من شراء دينها من السوق الثانوية أو مبادلتها باستثمارات أو التعاقد مع طرف ثالث لشراءه.

(*) من الجدير بالذكر يتم تسوية وإعادة جدولة الديون الخارجية للدول المدينة من قبل نادي باريس الذي انشأ عام 1956 حيث تقدم الدول المدينة طلباً بتوجيه الدعوة لدائنيها بخصوص ديونها الرسمية وبحضور مراقبين من IMF ، WB ، UNCTAD ، OCED ، ويكون التفاوض متعدد الأطراف وينتج عنه اتفاقية جماعية وبرئاسة احد كبار موظفي وزارة الخزانة الفرنسية.

- إما نادي لندن فيختص بتسوية وإعادة جدولة الديون التجارية.

ثالثاً:- آثار الديون الخارجية على الدول النامية

1- أثر المديونية على ارتفاع معدل خدمة الدين⁽¹²⁾:-

أدت المديونية الخارجية للدول النامية إلى ارتفاع معدل خدمة الدين بشكل كبير والذي يسمى مؤشر خدمة الدين بالنسبة للصادرات الذي يساوي نسبة مجموع الأقساط بالإضافة إلى مجموعة الفوائد إلى مجموع صادرات الدول المدينة.

$$\text{معدل خدمة الدين} = \frac{\text{مدفوعات القسط} + \text{مدفوعات الفائدة}}{\text{مجموع حصة الصادرات}} \times 100\%$$

وكلما ارتفع هذا المعدل سيؤدي إلى أن معظم حصة النقد الأجنبي المستحصل من الصادرات سيوجه لتسديد اعباء الديون وخدمة الدين، وإن ارتفع هذا المعدل يؤثر بشكل سابي على تمويل الواردات، بمعنى في حالة تجاوز هذا المؤشر نسبة 50% فإنه يشير إلى أن البلد المدين يواجه عبئاً ثقيلاً لمديونيته للخارج، ولا بد من طلب إعادة الجدولة.

2- أثر المديونية على الاستيراد وإضعاف عملية التنمية:

تحتاج الدول النامية في عملية التنمية إلى السلع الرأسمالية والآلات والمعدات التي ليس لها القدرة على إنتاجها، وكذلك بعض المواد الغذائية الأساسية التي لا تستطيع إنتاجها، وهذا يتطلب منها استيرادها، ولكن الاستيراد يتطلب أموال بالعملة الأجنبية، وطالما تلك الدول المدينة معنية بتسديد الديون الخارجية لذا سيكون نصيب التنمية ضعيفاً، نظراً لعدم قدرة الاقتصاد المحلي على توفير الأموال اللازمة لعملية التنمية والاستيراد معاً.

ويمكننا احتساب قدرة الاقتصاد المحلي على الاستيراد من خلال المعادلة التالية:-

$$Ci = \frac{(Xe + F) - (D + P)}{Pi}$$

حيث أن: Ci = قدرة الاقتصاد على الاستيراد

Xe = حصة الصادرات من السلع والخدمات

F = تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد المحلي

Pi = سعر الوحدة من الواردات P = تحويلات الإرباح وعوائد الاستثمارات الأجنبية الخاصة

D = مبالغ خدمة الديون الخارجية

وتوضح المعادلة أن قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيراد تتأثر بعامل كبير وهو مبالغ خدمة الديون الخارجية التي تقلل من حصيلة الصادرات وتدفق رؤوس الأموال إلى الاقتصاد المحلي.

3- أثر المديونية الخارجية على ميزان المدفوعات:

أحدثت المديونية الخارجية "نزيفا" في انتقال العملة الصعبة إلى تسديد الديون وخدمتها، ووجدت هذه الدول نفسها تعيش حالة سيئة بين العجز والإستدانة وإستمرار العجز وتزايد الاعتماد على القروض الخارجية، فإذا كان معدل نمو صادرات البلد المقترض أقل من معدل سعر الفائدة على القروض الخارجية، فإن ذلك يؤدي إلى تزايد اعباء خدمة المديونية وعجز ميزان المدفوعات أما إذا كان معدل نمو الصادرات يفوق معدل سعر الفائدة فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض اعباء ومعدل المديونية ويحسن من وضع ميزان المدفوعات.

4- أثر المديونية على التضخم: فكان في عدة اتجاهات هي:

- أ- عند دخول القروض الأجنبية للدول يقابله زيادة في عرض النقود في تلك الدولة وبالتالي ينتج عن تنفيذ المشروعات الممولة عن طريق الاقتراض الخارجي زيادة في الكتلة النقدية، وهذا بإمكانه أن يؤدي إلى بروز تيارات تضخمية خلافا عما يكون الامر بالتمويل المحلي للمشروعات الصادر من المدخرات المحلية، كما أن تسديد أقساط الدين له تأثير على ارتفاع الأسعار وخاصة إذا كانت صادرات الدولة المدينة قابله للإستهلاك محليا، ونتيجة لتزايد أعباء الديون تضرض على الدولة المدينة زيادة الصادرات على حساب حاجتها المحلية وهو الامر الذي يدفع إلى انخفاض عرض السلع محليا مما يزيد في ارتفاع اسعارها وبالتالي حدوث حالة التضخم.
- ب- زيادة اعباء الدين تؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية واضعاف القدرة على زيادة التصدير مما يؤدي إلى اتجاه الأسعار نحو الارتفاع.

5- أثر المديونية على انخفاض الادخار المحلي والاحتياطات الأجنبية:

يؤثر تفاقم المديونية الخارجية على الادخارات المحلية في البلدان المدينة، وتعمل على اضعافها، وفي المقابل تعمل على تشجيع الاستهلاك المحلي، وهذا يعود إلى أن قادة البلدان المدينة ينظرون إلى أن التمويل الأجنبي يمكن أن يكون بديلا،

وبالتالي لا تتمكن من تعبئة الادخار المحلي. كما ان اعباء الدين الخارجي أثرت بدورها على تكوين مدخرات محلية، كما تؤثر المديونية الخارجية على انخفاض الاحتياطات الأجنبية من العملة الصعبة اذ يعمل تسديد المديونية على استنزاف احتياطياتها من العملات الأجنبية لتسديد ديونها وابعائها.

إحصائيات المديونية:- إن بداية السبعينات من القرن العشرين كانت مرحلة تحول في الفكر المالي العالمي وشهد العالم تغيرات كثيرة (أزمة النفط الأولى والثانية، فك ارتباط الدولار بالذهب، التضخم الركودي في البلاد المتقدمة، الضوائض المالية المتجمعة في سوق العملات، التغير في هيكل مصادر الاقتراض وشروطه) كلها عوامل ساهمت في وضع جذور أزمة المديونية العالمية. فقد تغير هيكل مصادر الاقتراض بعد عجز مصادر التمويل الرسمية في تقديم العون المالي للدول النامية الى المصادر الخاصة (البنوك العالمية) المتسمة بشروطها الباهضة التكاليف من حيث ارتفاع اسعار الفائدة، فقد ارتفعت مساهمة الاقتراض الخاص من 45% من اجمالي مصادر التمويل عام 1970 الى 63,8 % عام 1980 مقابل ذلك انخفضت مساهمة المصادر الرسمية من 55% عام 1970 إلى 36% عام 1980 وكذلك استمر ذلك في عقد الثمانينات، كما ساهم التغير في شروط الاقتراض الخارجي ولاسيما ارتفاع معدلات الفائدة خلال المدة (1970- 1984) في تفاقم مشكلة الديون، حيث ارتفعت متوسط معدلات الفائدة من 5,3% إلى 9,2% وهذه الزيادة كانت لدى المصادر الخاصة⁽¹³⁾، وقد تصاعدت مبالغ الديون لدى العديد من الدول النامية التي اقترضت كميات هائلة من المصارف الخاصة، وذلك لتمويل احتياجها للأموال الأجنبية ولتسديد فواتير سعر النفط المرتفعة، وهكذا اضطرت تلك الدول الى الاقتراض الخارجي لتغطية عجز موازين مدفوعاتها، وخصوصا اقتران ذلك مقابل ارتفاع كبير في اسعار السلع الصناعية التي تستوردها. واستمر ذلك الوضع حتى اعلنت المكسيك عن عجزها لتسديد ديونها صيف عام 1982 وانطلقت الشراره الأولى للآزمة وحدثت ذعرا في الدوائر المالية العالمية، ولا تزال المكسيك اكبر دول العالم مديونية بعد البرازيل، وفي عام 1993 بلغ اجمالي مديونيتها 113 مليار دولار (اكثر من نصفها قصيرة الاجل) والباقي للبنوك الكبرى الخاصة في امريكا وأوروبا، أما البرازيل فقد بلغت مديونيتها

نفس العام حوالي 121 مليار دولار⁽¹⁴⁾، واتسع نطاق الازمة لتشمل دولا مثل الأرجنتين وفنزويلا والجزائر وبوليفيا وبلغاريا وبولندا والمغرب وغيرها.

إن الازمة وقعت عام 1982 عندما وصلت ديون الدول النامية ودول اقتصاد السوق الناشئة إلى 521,1 مليار دولار. ثم وصلت إلى 1236,7 مليار دولار عام 1991، ثم إلى 2919 مليار دولار عام 2004 ثم إلى 3511,6 مليار عام 2006 ثم إلى 4892,3 مليار دولار عام 2009 وهذا يعني أن الازمة مازالت موجودة. أما على صعيد التوزيع الجغرافي لإجمالي الديون الخارجية للدول النامية يلاحظ أن الدول النامية الآسيوية تحتل المرتبة الأولى للديون التي بذمتها، أما المرتبة الثانية فكانت دول أمريكا اللاتينية ثم دول وسط وشرق أوروبا وكما يظهرها الجدول الآتي:-

جدول (3) الديون الخارجية بذمة الدول النامية

واقتصادات السوق الناشئة للمدة (2011-2006) مليار دولار

السنوات	2006	2008	2010	2011
اجمالي الديون	3,511,7	4,649,2	5,443,4	5.982.5
افريقيا جنوب الصحراء(*)	184,0	213,7	246,4	266.7
وسط وشرق أوروبا	668,5	1,024,3	1,145,5	1.208.8
الدول المستقلة(**)	466,5	731,4	790,6	801.0
الدول النامية الآسيوية	937,8	1,123,2	1,476.6	1.711.8
الشرق الاوسط وشمال افريقيا(***)	486,7	689,7	742.3	760.4
أمريكا اللاتينية(****)	748,2	869,2	1.042.0	1.233.0

(*) تضم دول إفريقيا جنوب الصحراء إضافة الجزائر/المغرب/ تونس/ السودان / الصومال / وجيبوتي.

(**) الدول المستقلة:- روسيا، أوكرانيا، بيلاروسيا، أذربيجان، أوزبكستان...الخ.

(***) وتضم (مصر، قطر، العراق، سورية، المغرب، لبنان، إيران، ليبيا، اليمن، عمان، الأردن، الكويت، الجزائر، تونس، الإمارات، فلسطين).

(****) أمريكا اللاتينية:- وتضم دول منها: الأرجنتين، المكسيك، البرازيل، تشيلي، هندوراس، جامايكا، أورغواي وغيرها.

أما على صعيد الدول العربية فيمكن عرض ديونها بالجدول الآتي:

جدول (4) الدين الخارجي للدول العربية للعام 2010 (مليار دولار)

الدولة	الدين الخارجي
الأردن	6.486
تونس	21.541
الجزائر	5.681
السودان	37.450
عمان	8.211
سوريا	4.469
لبنان	20.274
مصر	34.993
المغرب	23.566
اليمن	6.144
موريتانيا	3.319
جيبوتي	634
جزر القمر	233
المجموع	173.515

المصدر:- صندوق النقد العربي وآخرون، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، 2011، ص 89.

ومن الجدول يتضح أن هناك ثلاث عشرة دولة عربية مديونة إضافة إلى العراق الذي لم تحسم ديونه بعد وتفاوتت التقديرات حولها والتي قد تتجاوز 70 مليار دولار في أصعب الظروف، وهناك دولاً عربية هي دول دائنة مثل السعودية والامارات والكويت وقطر وليبيا والبحرين.

مصادر وهوامش الفصل الثاني

- (1) د. محمد صفوت صادق، خصائص المعاملات الاقتصادية الدولية، أخبار البترول والصناعة، السنة 19 العدد 219، أبو ظبي، 1995 ص 19.

- (2) د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، ط1، اتحاد المصارف العربية عمان، 2004، ص42.
- (3) مفتاح صالح، مصدر سابق، ص 82.
- (4) د. سعد محمد عثمان، التحليل الكلي للاختلالات الهيكلية في الاقتصادات العربية وامكانات التصحيح، مؤتمر 13 لاتحاد الاقتصاديين العرب في المغرب، اذار، 2000.
- (5) رمزي زكي، ازمة الديون الخارجية - رؤيه من العالم الثالث، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1978، ص 44-45.
- (6) انظر:
- المصدر السابق ص 44-45.
- (7) د. محسن خليل، تصدع الهيكل الثالث، دار الشؤون الثقافية، بغداد، 1989 ص 51.
- (8) د. عبد الرزاق الفارس، "الحكومة والفقراء والانفاق العام: دراسة لظاهرة عجز الموازنة واثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية"، الطبعة الاولى، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1997، ص 119.
- (9) انظر:
- IMF Institute, "Work Shop on Medium- Term Saving and Investment Projections in Egypt", section 2-B-8W, 1993, P3.
- (10) باسل البستاني، المديونية الخارجية لدول منطقة الأسكوا، آذار/ مارس 1993 ص 32-49.
- (5) United Nations, UNCTAD, Trade and Development Report, Newyork, 1998. Ch. 4.
- (11) د. أديب حداد، المديونية الخارجية للدول العربية وآثارها على موازين المدفوعات، ندوة الأرصد والمديونية العربية للخارج منتدى الفكر العربي، عمان 1987، ص 272.
- (12) يوري داودوشي، دور الديون قصيرة الأجل في أزمة المديونية، مجلة التمويل والتنمية العدد 4، المجلد 37، 2000 ص 54-57.
- (13) Dominick Salvatore, "International Economic", Fifth Edition Prentice-Hall International Edition, New Jursey, 1995. P353.
- (14) صندوق النقد العربي وآخرون، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ابو ظبي، 2010، 2011.

الفصل الثالث

المؤسسات المالية الدولية والأقليمية للتمويل الدولي International and Regional Financial Institutions

تمهيد

قبيل انتهاء الحرب العالمية الثانية 1944 ويسبب الفوضى والاضطرابات الاقتصادية التي سببتها الحربين العالميتين الأولى (1914 - 1919) والثانية (1939 - نهاية عام 1944) وخروج أغلب دول أوروبا بإقتصادات محطمة وبنية أساسية مهدمة، علاوة على انهيار العلاقات الاقتصادية الدولية وتفكك أو اصر الارتباط بين المراكز المالية العالمية وخروج الدول على نظام الذهب، الاضطرابات النقدية، اضمحلال الاستثمار والتجارة الدوليين وغيرهما الكثير. كل ذلك دعا دول العالم ولاسيما دول أوروبا الغربية بالتفكير واعادة النظر في السياسات الاقتصادية والتخطيط لتطبيق ما هو جديد في العلاقات الدولية ومحاولة لتجنب أخطاء الماضي، وتم عقد مؤتمر (بريتون وودز) في مدينة نيوهامشير بالولايات المتحدة الأمريكية في يوليو عام 1944 وحضره ممثلوا 44 دولة أغلبهم من دول أوروبا وخرج المجتمعون بتأسيس المؤسسات التجارية و المالية الدولية تحت مظلة هيئة الأمم المتحدة وهي:-

1. صندوق النقد الدولي IMF
 2. البنك الدولي للإنشاء والتعمير IBRD
 3. الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT) والتي انتهت بتأسيس منظمة التجارة العالمية عام 1994.
 4. الإنكتاد UNCTAD مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية
 5. غرف التجارة الدولية والاتحادات الدولية والأسواق والتكتلات الاقتصادية الدولية المشتركة.
- وسنتطرق إلى ما يخص المؤسسات المالية الدولية قدر تعلقها بموضوع التمويل الدولي.

المبحث الأول

صندوق النقد الدولي

International Monetary Fund (IMF)

قبل انتهاء الحرب العالمية الثانية عام 1944 تم عقد مؤتمر (بريتونوودز) لإيجاد صيغة ملائمة لإدارة الشؤون المالية والنقدية، وقدمت للمؤتمر مشروعين اقتصاديين لإدارة النظام المالي والنقدي الدولي هما⁽¹⁾:-

1- المشروع البريطاني (مشروع كينز) (J.M Keynes)

ويتلخص بإنشاء (اتحاد دولي للمقاصة) يدير الشؤون النقدية ويعالج صعوبات موازين المدفوعات وبحجم يتفق مع المستوى المتوقع للنشاط الاقتصادي العالمي) ويتولى الاتحاد إصدار عمله دولية (البانكور) تقبلها دول العالم وتحدد لها قيمة مرتبطة بالذهب، وكما تحدد كل دولة قيمة ثابتة لها لا يمكن تغييرها دون إذن من مجلس اتحاد المقاصة، كما تتحدد حصة كل دولة عضو في الاتحاد (من البانكور) على أساس 75% من متوسط قيمة الصادرات والواردات ولثلاث سنوات سابقة من الحرب العالمية الثانية، ويتم النظر في تعديل الحصص سنوياً على ضوء مستجدات التجارة الدولية.

ويقوم الاتحاد على مبدأ المقاصة، من خلال فتح إتمادات للأعضاء بالسحب من البنك في حدود معينة، ولا يحتاج الاتحاد عند تأسيسه الى أية ودائع ذهبية، او عملات أجنبية، فأصوله عبارة عن قيود حسابية تقيد في حساب الدائن بإسم البنك المركزي للدول الأعضاء.

كما يجوز لدولة العجز سحب ربع حصتها في السنة دون أية قيود ومازاد عن ذلك لتغطية العجز في ميزان مدفوعاتها فإن الاتحاد يتدخل، حيث يطلب من الدولة اما تخفيض عملتها او فرض رقابة على حركات الأموال او التنازل عن جزء من احتياطياتها الذهبية والعملات الأجنبية للاتحاد، كما لا يسمح للدول الأعضاء في الاتحاد السحب بما يزيد عن حصتها المقررة.

2- المشروع الأمريكي (مشروع هوايت) (Harry White)

قدمه (هوايت) وكييل الخزانة الأمريكية وبنص على تأسيس مؤسستين هما "صندوق النقد الدولي" والذي يهدف استقرار اسعار الصرف، ويقوم العضو الدائم بإيداع حصة مكونة من الذهب والعملات الأجنبية والعملية المحلية وأذن الخزانة، وتستطيع الدولة العضو السحب من الصندوق لتغطية العجز في ميزان مدفوعاتهما، في حين تتولى المؤسسة الأخرى وهي "البنك الدولي للإنشاء والتعمير" إعادة بناء ما دمرته الحرب الثانية من خلال منح الائتمان طويل الأجل، ويستند هذا المشروع باعتبار الدولار الأمريكي عملة الارتكاز الأساسية المربوطة بالذهب (قاعدة الذهب)، (حيث حدد للدولار محتوى ذهبي ويعادل = 0.88 غرام ذهب)، في حين ترتبط عملات الدول الأعضاء بالدولار الأمريكي من خلال محتوى ذهبي رمزي، ويجري تسوية جميع المدفوعات الدولية الناتجة عن العلاقات الاقتصادية الدولية بالدولار الأمريكي مع قابلية تحويل الدولار إلى ذهب.

إن خلاصة المشروعين هو أن مشروع كينز يقوم على عملية خلق الائتمان ولا يشترط أية ايداعات مسبقة من قبل الدول العضو، في حين يشترط المشروع الثاني ذلك، كما أن المشروع الأول يعتمد على عملية تسجيل القيود الحسابية وفتح الاعتماد بين الاتحاد والبنك المركزي للدولة العضو، في حين تعتبر المسحوبات بمثابة ديون يتوجب تسديدها من الدولة العضو وبفوائد في المشروع الثاني. وتم عرض المشروعين للتداول وإتخاذ القرار في عدة اجتماعات انتهت على صلاحية المشروع الأمريكي ورفض مشروع كينز وبسبب أن علاقات القوى كانت لصالح الأقوى سياسياً واقتصادياً وعسكرياً الولايات المتحدة الأمريكية.

أهداف صندوق النقد الدولي:- لقد تضمنت المادة الأولى من اتفاقية التأسيس

بأهداف عدة أبرزها:-

- 1) تشجيع التعاون النقدي الدولي عن طريق إيجاد مؤسسة دائمة تهىء الوسائل المناسبة للتشاور والتعاون لحل المسائل النقدية الدولية.

- (2) تنمية التجارة الدولية والإسهام في تحقيق مستويات مرتفعة من الدخل الحقيقي والاستخدام.
- (3) تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف وتجنب التنافس بين الدول في تخفيض قيم العملات.
- (4) العمل على تقصير امد الاختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء من خلال توفير الموارد المالية لمواجهة ذلك.
- (5) تغطية المعاملات الجارية بين الدول الأعضاء من خلال نظام متعدد الأطراف.
- (6) تقديم المشورة الفنية للدول الأعضاء وفي مجال إدارة الشؤون النقدية.

إدارة الصرف من قبل الصندوق:-

لقد حددت المادة الرابعة من اتفاقية التأسيس كيفية تحديد سعر التعادل لعملات الدول الأعضاء، ولقد تم تسمية ذلك بنظام أسعار الصرف الثابتة أو بنظام التثبيت القابل للتعديل وبموجب هذا النظام اعتبر الدولار الأمريكي عملة الارتكاز الأساسية، وبموجبه تعهت أمريكا بالعودة إلى قاعدة الذهب وربط الدولار بالذهب، وحدد سعر تعادل الدولار الورقي بمقدار 0,888671 غرام ذهب أو ما يعادل 35 دولار للأوقية الواحدة من الذهب، وترتبط عملات الدول الأعضاء بالدولار من خلال محتوى ذهبي رمزي تحدده الدولة العضو وبحسب سعر التبادل بين الدولار وعملة أية دولة عضو بالمعادلة التالية:-

$$\text{سعر التبادل} = \frac{\text{المحتوى الذهبي للدولار}}{\text{المحتوى الذهبي لعملة البلد العضو}}$$

ويمكن اشتقاق سعر التعادل بين عملة أي بلدين عضو في الصندوق من خلال علاقتهما بالدولار الأمريكي أولاً.

كما سمح الصندوق للدول الأعضاء بتغير سعر التعادل بما يعادل $\pm 1\%$ وبعد موافقة الصندوق، إلا إنه سمح بتخفيض قيمة العملة 10% في حالة اختلال في ميزان المدفوعات وعندما تعجز السياسة النقدية عن معالجته ولكن بشرط موافقة الدول الأعضاء في الصندوق.

الهيكل التنظيمي للصندوق:-

(أ) مجلس المحافظين :- وهو بمثابة الجمعية العمومية ويتألف من محافظ واحد ونائب له ممثلين لكل دولة عضو في الصندوق، ويجتمع المجلس مرة واحدة على الأقل في السنة، ويقوم برسم السياسة العامة للصندوق وقبول الأعضاء الجدد وإعادة النظر في حصص الدول الأعضاء، وكان عدد أعضاء عند التأسيس 30 دولة عضو، في حين بلغ عدد الدول الأعضاء 146 عام 1986 وفي عام 2007 أصبح 187 دولة عضو في الصندوق.

(ب) لجنة الشؤون النقدية والمالية :- وكانت تسمى سابقاً اللجنة المؤقتة، وتتألف من 24 محافظاً وتجتمع مرتين في العام، ترفع تقارير أعمالها حول ادارة النظام النقدي إلى مجلس المحافظين.

(ج) المجلس التنفيذي :- يرأسه مدير الصندوق ويتألف من 24 مديراً، يعقد على الأقل ثلاث جلسات في الأسبوع، ويتناول المجلس مجموعة كبيرة من المهام منها مراقبة اسعار الصرف، مساعدات الصندوق لأعضاءه، قضايا نقدية على ضوء تطورات الاقتصاد العالمي.

(د) لجنة التنمية :- لجنة مشتركة من الصندوق والبنك الدوليين وأعضائها 24 عضواً تقدم المشورة إلى مجلس المحافظين في مسائل التنمية التي تخص الأعضاء.

(هـ) مدير الصندوق :- ويعين لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد، ويساعده نائب أول ونائبان آخران.

(و) هيئة الموظفين :- وبموجب اتفاقية التأسيس يشترط بان تتوافر اعلى درجات الكفاءة والخبرة الفنية للموظفين وهم اغلبهم من الاقتصاديين، ويضم الصندوق حالياً نحو 2800 موظف من 128 دولة، تقدم هيئة الموظفين معظم الوثائق لمداورات المجلس التنفيذي، وأغلب موظفو الهيئة يعملون في مقر الصندوق بواشنطن العاصمة، وله ممثلون يقيمون في بعض الدول الأعضاء للمساعدة في تقديم المشورة في المجال الاقتصادي، وللصندوق مكاتب في

نيويورك، جنيف، باريس، طوكيو، للإتصال بالمؤسسات الدولية كالأمم المتحدة ومنظمات المجتمع المدني.

رأس مال الصندوق:- تتكون موارد الصندوق المالية من⁽²⁾:

1- تراكمات حصص الدول الأعضاء وهي الشكل الرئيس لموارد الصندوق، وتحدد حصة الدولة العضو على أساس مؤشرات اقتصادية للدولة، الناتج المحلي الإجمالي، حالة الحساب الجاري، الإحتياطات. علما، ان حصص الأعضاء جرت عليها مراجعات كثيرة، وتدفع الحصة بالذهب او حقوق السحب الخاصة ونسبة 25% من اجمالي حصة العضو، 75% تدفع بالعملية المحلية، وقد جرت المراجعة العاشرة لحصص الأعضاء عام 1968 وأصبح اجمالي حصص الأعضاء 146 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، ثم المراجعة الحادية عشر عام 1998 وبموجبها أصبح اجمالي حصص الأعضاء 212 مليار وحدة حقوق سحب خاصة، علما، ان نصيب الولايات المتحدة وحدها من اجمالي الحصص يبلغ 17,6%. وقد بلغت حصة الدول العربية جميعها ما يعادل 7,6% من اجمالي حصص الدول الأعضاء وتمثل السعودية أعلى حصة من بين الدول العربية.

2- الرسوم التي يتلقاها الصندوق على التسهيلات المالية التي يقدمها للدول الأعضاء.

3- يحصل الصندوق على موارد اضافية من الحكومات والمصارف المركزية وبنك التسويات الدولية، وبموجب الاتفاقات العامة للإقتراض (GAB) (General Arrangement to Borrow) والتي وافقت بموجبها الدول العشر بالإضافة إلى دولتين (حيث يمكن الاقتراض حتى مبلغ 24 مليار، كما أبرم الصندوق تحت نفس الاتفاق عقدا مع مؤسسة النقد السعودية وبنك التسويات الدولية عام 1984، وبسبب ازمة المديونية لتوفير مبلغ قدره 6 مليار دولار، علما ان السعودية لوحدها جهزت الصندوق بقروض بلغت 16,5 مليار وحدة سحب خاصة للمدة (1974 - 1984)، كما ان هناك اتفاقات جديدة

للأقراض (NAB) (New Arrangement to Borrow) عام 1997
وتموجبه تقف 25 دولة عضو على هبة الاستعداد لأقراض الصندوق مبلغ 47
مليار دولار.

نظام التصويت في الصندوق: - تتوقف القوة التصويتية للدولة العضو في
الصندوق على مقدار حصته في رأسمال الصندوق ، وبالتالي يعتمد الصندوق طريقة
التصويت المرجحة بنسبة المساهمة برأس المال الصندوق ، علما ان الأهمية النسبية
لأصوات الدول الست التالية كانت عام 1986 (19,29 / 6,68 / 5,84 / 4,85 / 3,47 / 4,57) % لإجمالي الأصوات وهي على التوالي الولايات المتحدة الأمريكية ،
بريطانيا ، ألمانيا ، فرنسا ، اليابان ، السعودية. علماً ان عدد أصوات الدولة العضو
تحتسب على أساس صوت واحد لكل 100,000 وحدة حقوق سحب خاصة
يضاف لها 250 صوت من حق كل دولة عضو دائم في الصندوق⁽³⁾.

حقوق السحب الخاصة: - تمثل مصدرا من مصادر السيولة الدولية ، أوجدها
الصندوق في منتصف الستينات من القرن العشرين الماضي بسبب نقص السيولة
الدولية وعدم استطاعة الدولار الأمريكي مواكبة إحتياجات تطورات الاقتصاد
الدولي ، وتسمى أيضا (الذهب الورقي) وهي وحدات نقدية أو أصول احتياطية
حسابية تعطي الدول الحائزة لها الحق في مبادلتها بعملات قيادية قابله للتحويل ،
وتم معادلتها بالدولار الأمريكي حيث ان $1 \text{ SDR} = 1 \text{ Dollar} = 0,888671$ غم
ذهب.

وبسبب تقلبات الدولار الأمريكي تم عام 1974 تسعير SDR لتحديد
قيمة مستقرة لها واستند ذلك على أساس سلة من عملات 16 دولة أختيرت حسب
مساهمتها في الصادرات العالمية (لا يقل نصيب صادراتها عن 1% من إجمالي
الصادرات العالمية) ، علما ان سلة العملات هذه يجري إعادة النظر فيها كل خمس
سنوات بهدف تحسين استخدام وحدة السحب الخاصة ، وفي عام 1986 أعيد
تقييمها على أساس متوسط مرجح لعملات خمسة دول (الدولار ، الين ، الجنيه ،
الفرنك ، المارك) وحسب مساهمتها في التجارة والاحتياطيات⁽⁴⁾.

وقد جاء تعديل عام 2002 بعد ولادة اليورو أصبحت سلة العملات مكونة من اربعة عملات رئيسية هي (الين الياباني، اليورو، الدولار، الجنية الاسترليني)، علما ان حيازة الصندوق حتى نهاية عام 2006 بلغت (مليون اوقية من الذهب) وهو ما يعادل 5,8 مليار وحدة حقوق سحب خاصة لموجودات الذهب فقط⁽⁵⁾.

التسهيلات التي يقدمها الصندوق⁽⁶⁾:-

لقد تطورت التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء مع مسيرة عمل الصندوق ولاسيما في العقود الثلاثة الأخيرة من القرن العشرين الماضي، ونتناول تلك التسهيلات والتي تستوجب موافقة المجلس التنفيذي فيما يأتي:-

أولاً:- تسهيلات التمويل الاعتيادية:- وتضم الآتي :-

1. حقوق السحب العامة (الشريحة الذهبية)

يستطيع العضو الدائم بموجب هذا الحق ان يشتري وليس يقترض عملات اجنبية قيادية مقابل تقديم عملته الوطنية، وبما يعادل 25% من حصته برأس مال الصندوق ضمن الشريحة الذهبية ، ولا يفرض الصندوق أية شروط مسبقة على استخدام تلك السحبة، وانما يطالب العضو باستخدامها لمعالجة عجز مؤقت في ميزان المدفوعات، كما تتعهد الدولة العضو بإعادة سداد ما سحبه من عملات أجنبية مقابل حصولها على عملتها الوطنية ولمدة تتراوح بين 3- 5 سنة، ودفع الدولة العضو على هذه المسحوبات عمولة معينة، كما سمح الصندوق للعضو ان يسحب (اربع سحبات اضافية) تحت بند الشريحة الذهبية وتصبح العملة الوطنية للدولة 125% من الحصص^(*)، ويتعهد العضو بموجب ذلك حل مشاكله المالية،

(*) بمعنى يستطيع العضو الدائم سحب أربعة شرائح إضافة إلى السحبة الأولى كل واحد تعادل 25% من الشريحة الذهبية ولكن يتوقف منح كل سحبه على مدى تنفيذ العضو لشروط الصندوق في مجال الإصلاحات المالية والنقدية والتجارية التي يطالب بها الصندوق العضو الدائم.

ويفقد العضو حقه السحب من الصندوق متى بلغ رصيده من العملة الوطنية ما يعادل 200% من قيمة حصته في رأسمال الصندوق.

2. تسهيلات التمويل التعويضي (Compensatory and contingency Facility (CCFF) أدخلت عام 1963 لمساعدة الدول الأعضاء على تغطية النقص في احتياجاتها من العملات الأجنبية بسبب انخفاض حصيلة الصادرات من المواد الأولية، وكذلك تعرضها لأحداث طارئة مثل الكوارث الطبيعية وغيرها، فضلاً عن سبب زيادة فاتورة استيراد المواد الغذائية.

3. التسهيلات البترولية: - Oil Facility

استحدثت عام 1974 بسبب ارتفاع أسعار النفط في السوق العالمية ولمعالجة عجز ميزات مدفوعات تلك الدول بسبب ذلك الارتفاع، وانتهى العمل به عام 1976 وكان الصندوق يقترض من الدول النفطية التي قدمت هذا التسهيل (السعودية، الكويت، إيران، فنزويلا، الإمارات، عمان).

4. التسهيلات الممتدة (الموسعة): (External Fund Facility)

أنشأ هذا التسهيل عام 1974، وبموجبه يحق للعضو السحب من موارد الصندوق لمساعدته في معالجة المشكلات الاقتصادية الهيكلية التي تنعكس بآثار سلبية على ميزات المدفوعات، وتلتزم الدولة أمام الصندوق باتخاذ إجراءات تصحيحية في المجالات المالية والنقدية، ويتقاضى الصندوق فائدة تصل إلى 4% في السنة الأولى وتترايد حتى تصل إلى 6% في الفترات التالية للسداد التي تتراوح بين 4-8 سنة، وقد منحت الجزائر هذا التسهيل عام (1995-1998) وكينيا عام 1975، وصممت هذه التسهيلات لمساعدة الدول الأعضاء التي تأثرت بعدوى الأزمات المالية.

5. تسهيل تمويل المخزون السلعي: (Buffer Financing Facility Stock (BFFS)

أنشأ عام 1967 ليكون شكلاً جديداً من أشكال الدعم المالي الذي يقدمه الصندوق للدول الأعضاء لمساعدتها في تمويل مخزونها من المواد الأولية.

6. تسهيل الاحتياطي التكميلي: - مصمم لمساعدة الدول الأعضاء التي تتعرض لمشكلات فجائية في عملية المواءمة نتيجة فقدان ثقة السوق بالدولة العضو.

ثانياً: التسهيلات المشروطة:

1- تسهيل التكييف الهيكلي: (SAF) Structural Adjustment Facility

أنشأ هذا التسهيل عام 1986، ويهدف إلى تقديم المساعدات المالية وبشروط ميسرة للبلدان الأعضاء ولاسيما البلدان النامية والتي تعاني من مشاكل طويلة الأجل لموازين مدفوعاتها، إضافة إلى كون المساعدات التي تحصل عليها من الصندوق لا تكفي لمعالجة تلك المشاكل.

إذن الشرط الأساسي للحصول على هذا التسهيل هو إصلاح المسار الاقتصادي وعلاج الاختلالات الهيكلية في بنية الاقتصاد. علماً أن الفائدة على هذا التسهيل لا تتعدى 0.5% سنوياً، وفترة سداد تتراوح بين 5- 10 سنة، وقد جرى توسيع هذا التسهيل عام 1994.

تقدم الدولة العضو طلب هذا التسهيل مع توضيح الحاجة لذلك لاسيما علاج الاختلال طويل الأجل لميزان المدفوعات، كما تبدي الدولة استعدادها لتنفيذ برنامج اصلاحي بعد التشاور مع الصندوق وخاصة في المجالات الآتية:-

- أ- السياسة المالية (خفض عجز الموازنة العامة من خلال ترشيد الانفاق العام وزيادة الإيراد (الضرائب).
- ب- السياسة النقدية (الحد من الطلب الكلي من خلال اتباع سياسة نقدية انكماشية، خفض التوسع النقدي، رفع الفائدة).
- ج- اتباع سياسة أكثر واقعية وتخفيض قيمة العملة لتحفيز الصادرات، تحرير التجارة.
- د- تحرير الأسعار لتعكس تكاليفها الحقيقية وخاصة أسعار الماء والكهرباء والمشتقات النفطية وغيرها.

جدول (5) استخدام التسهيلات

الانتمائية ل IMF لعام 1998 (مليون دولار)

نوع التسهيل	المبلغ
الحساب العام لموارد IMF	20586
تسهيل التكيف الهيكلي	895
التسهيل التعويضي والظروف الطارئة	2156
تسهيل الأئتمان الممدد	6331
تسهيل الاحتياطي التكميلي	675
ترتيبات الطوارئ الجاهزة	12098
تسهيل الاحتياطي الوقائي	8726
الإجمالي	21481

Source : IMF. Survey, March, 1998

ثالثاً:- التسهيلات الاستشارية

يقدم الصندوق والبنك الدوليين العديد من التسهيلات الاستشارية تهدف إلى تحسين الأداء لمختلف السياسات المالية والنقدية للدول الأعضاء منها:-

أ- سلامة البيانات والإفصاح عنها:- يحث الصندوق أعضائه على تقديم البيانات له بمواعيدها المطلوبة إضافة إلى نشرها والإفصاح عنها للاستخدام العام. على أن تتصف بالشمولية والجودة والواقعية والتوقيت وكلها أمور يمكن الاسترشاد بها من قبل الأعضاء. ويعتمد الصندوق على معايير خاصة لنشر البيانات، كما أسس لوحة بيانات الكترونية عام 1996 وعلى شبكة الانترنت، للإطلاع عليها وإمكانية الاستفادة منها.

ب- الالتزام بالشفافية:- حيث يعتمد الصندوق مبادئ توجيهية للتأكيد على سلامة الإدارة الحديثة وتشجيع الشفافية والمساءلة في القطاع العام.

ج- الالتزام بتقديم البيانات:- يؤكد المجلس التنفيذي على تقديم البيانات لغرض الرقابة والتنبؤ على مستقبل النظام النقدي الدولي من خلال استخراج المؤشرات المستندة على تلك البيانات.

- د- اصلاح القطاع المالي:- يؤكد الصندوق بالتعاون مع البنك الدولي على ضرورة التعاون بينهما لمساعدة الدول الأعضاء لتحسين أداء نظمها المالية.
- هـ- مراقبة سياسات الصرف:- ان مراقبة الصندوق لسياسات الصرف المتبعة من قبل الدول الأعضاء هي من صميم عمله الأساس، حيث يقدم دائماً إلى الأعضاء الإشارات والنصح حول سياسات الصرف المتبعة استناداً على مؤشرات مالية ونقدية وتجارية للدولة العضو.

نظام بريتون وودز (محطات تاريخية)

- لقد مر نظام بريتون وودز خلال مسيرته بمرحلتين أساسيتين هما :-
- أ- مرحلة الاستقرار النسبي:- امتدت هذه المرحلة للفترة من عام 1945 حتى نهاية الخمسينيات من القرن العشرين الماضي وتميزت تلك المرحلة بالاستقرار فيما يخص عملة الارتكاز له (الدولار) وما ساعد على ذلك هو تجمع احتياطات الذهب في الولايات المتحدة الأمريكية لتصل إلى (75%) بحيث تستطيع أمريكا إعطاء الدولار لكل دولة تتخلى عنه مقابل ذهب لأغراض مواكبة تطور المدفوعات الدولية، وفعلاً التزمت أغلب الدول الأعضاء ولاسيما الدول الأوروبية بسعر التعادل الخاص بعملاتها مقابل الدولار، وهكذا ظل الدولار يتسيد المدفوعات الدولية حتى نهاية الخمسينيات، ولم تظهر مشاكل نقص السيولة الدولية⁽⁷⁾.

- ب- مرحلة عدم الاستقرار والانحيار:- امتدت هذه المرحلة للفترة (1960-1971/أب/15)، حيث بدأت احتياطات الذهب من المخزون الأمريكي تتناقص تدريجياً مع مسؤولية الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولار إلى ذهب، إضافة إلى احتفاظ بقية دول العالم بإحتياطات من الدولار، وقد إزداد الطلب على الدولار لمتطلبات تسوية المدفوعات الدولية الناتجة عن العلاقات الاقتصادية الدولية، وكان الأجدر بالولايات المتحدة الأمريكية الحد من عملية خلق الدولار وعدم زيادتها لدى البنوك المركزية لدول العالم، وكذلك الحد من استخدامه في مبادلاتها العالمية، أضف الى ذلك كله بروز قوى اقتصادية على

الصعيد العالمي تتنافس مع أمريكا في السوق العالمية مثل ألمانيا واليابان ودول النمر الآسيوية وغيرها من الدول الصاعدة والتي تضغط في اتجاه تغيير ميزان القوى الاقتصادية العالمية، ونتيجة كل ذلك نشأت أزمة ثقة بالدولار وبرزت إشارات بعدم قدرة أمريكا على تحويل الدولار إلى ذهب عند الطلب عليه، كما زاد الطلب على الذهب نتيجة لذلك التخوف واهتزاز الثقة بالدولار واحتمالية إنخفاض سعره الرسمي (المحدد له بالذهب) وارتفعت أسعار الذهب في السوق العالمية، وبدأت البنوك المركزية تفضل الاحتفاظ بالذهب دون الدولار. لقد جابهت أمريكا هذا الموقف بإنشاء مجمع الذهب (Gold Pool) بالاتفاق مع ستة دول من أوروبا الغربية وتعهدت بتزويد سوق لندن بالذهب بالسعر الرسمي له وبعدم تحويل أرصدها من الدولار إلى ذهب، ولكن الالتزامات هذه من جانب الدول الست سرعان ما انتهت عام 1968 بعد خروج فرنسا من مجمع الذهب وانخفاض قيمة الجنيه الاسترليني، ولم تستطع أمريكا لوحدها من الحفاظ على السعر الرسمي للذهب وظهر السعر السوقي له بموجب قوى العرض والطلب وأصبح له سعران أحدهما رسمي في سوق الذهب والآخر السعر السوقي الحر. واستمر العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي ولفترة زمنية طويلة بسبب حركات رؤوس الأموال السريعة والمضاربات، كما مارست أمريكا ضغوطها على جنوب أفريقيا لبيع إنتاجها من الذهب في السوق الحرة لزيادة العرض لخفض سعره بدلاً من بيعه إلى البنوك المركزية.

وهنا لابد من الإشارة إلى أن الاقتصادي البريطاني (كينز) بين نقاط ضعف نظام (بريتون وودز) باعتبار الدولار عملة ارتكاز أساسية له. ففي بداية الستينات أشار روبرت تريفن (Robert Triffin) إلى ذلك عند ظهور مشاكل في ميزان المدفوعات الأمريكي وقصوره في توفير السيولة الدولية، وهذا يثير مشكلة سواء ميزان مدفوعات أمريكا يحقق فائض أم عجز، ففي حالة العجز يكون عرض الدولارات أكثر من الطلب عليها وهذا يؤدي إلى ضعف الثقة بالدولار كعملة احتياطية، أما في حالة الفائض فيعني الطلب على الدولارات أكثر من المعروض منها، بمعنى التوقف عن إمداد الاقتصاد العالمي بالسيولة اللازمة، وهذا

يثير إلى مشكلة سميت بتناقض (تريفن)، والذي تنبأ بانهييار نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل، وأكد على إن احتياطات العالم يجب أن تنمو بشكل يتناسب مع معدل التجارة الدولية. ويجب على دولة عملة الارتكاز الولايات المتحدة الأمريكية، تحقيق عجز دائم في ميزان مدفوعاتها لتمكين بقية دول العالم من بناء احتياطاتها، ولكن استمرار العجز كانت ترافقه حالة عدم اليقين على قدرة أمريكا على تحويل مطلوباتها الخارجية إلى ذهب بالسعر الرسمي.

لقد حاول صندوق النقد الدولي الإستجابة لمعضلة تريفن وحلها بعد قيام فرنسا بتحويل الفرنك إلى ذهب وتشجيع بقية الدول على ذلك وقد نتج عن ذلك أزمة عام 1968 بظهور سعرين للذهب، ومن هنا قرر الصندوق خلق احتياطي مساعد للدولار بهدف الحفاظ على ذلك وحل المشكلة وبموجب التخصيص الأول لحقوق السحب الخاصة في عام 1970، ونتيجة للعوامل السابقة وعدم قدرة الصندوق الدولي بدور المركز النقدي في إدارة الدول وشؤون النقد والمال خاصة اتجاه الدول التي تحقق فائض كبير في ميزان مدفوعاتها، والتي تمتع عن تعديل اسعار صرف عملاتها تخوفا من الخسارة في صادراتها، كما ان نظام برتون وودز كان استقراره متوقفا على استقرار الدور الأمريكي فقط، وبالتالي انتهى الأمر بإعلان الرئيس الأمريكي نيكسون فك ارتباط الدولار بالذهب والدخول بمرحلة التعويم التي فرضت نفسها كنظام صرف دولي.

وعلى ضوء ذلك جرت محاولات للخروج من المشاكل التي تواجه النظام الدولي ابرزها كان الآتي:-

1- مجموعة العشرة: بسبب تفاقم العجز في ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية وهروب رؤوس الأموال الأمريكية قصيرة الأجل إلى خارجها (الدول الأوروبية واليابان) بسبب تفاوت اسعار الفائدة، وبموجب ذلك تخلت أمريكا بمفردها بتحويل الدولار بما يعادله من الذهب، كما فرضت رسوما كمركية بما يعادل 10% من قيمة السلع المستوردة، كما استخدمت نظام الحصص لتقييد استيرادها، ويقابل ذلك قيام اغلب الدول في أوروبا الغربية واليابان بتعويم عملاتها

وعدم التزامها بتثبيت اسعار صرف عملاتها مقابل الدولار كما جاء بأحكام اتفاقية الصندوق.

وعلى أثر هذا كله اجتمع ممثلوا (وزراء المالية او محافظي البنوك المركزية) عشرة دول (الولايات المتحدة، ألمانيا، بريطانيا، هولندا، ايطاليا، بلجيكا، السويد، كندا، واليابان) في روما في تشرين الثاني/ 1971 وسمي ذلك الاجتماع (مجموعة العشر) والذي هدف إلى اصلاح النظام النقدي الدولي وإيجاد اسعار تعادلية جديدة للعملات الدولية، ولم تتوصل المجموعة إلى أية اتفاقات تذكر الا انها مهدت الطريق لإنجاز بنود اتفاقية جديدة لترتيبات اسعار الصرف.

2- **اتفاقية سميثونيان**: سعت إليها أمريكا لإعادة الثقة للدولار، ضمت دول العشر نفسها حيث اجتمع وزراء مالية الدول الصناعية العشر في معهد سميثونيان بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم توقيع الاتفاقية في 19/ كانون الثاني/ 1971 وتضمنت البنود الآتية:-

(1) إلغاء الرسم الكمركي الذي فرضته أمريكا على استيراداتها والبالغ 10٪ وهذا يعني تخفيض قيمة الدولار بهذه القيمة حيث ارتفع سعر الذهب رسمياً من 35 دولار للأوقية إلى 38 دولار.

(2) تسمية سعر الصرف الجديد للدولار بالسعر المركزي بدلاً من سعر التعادل.
(3) بموجب هذه الاتفاقية تم تخفيض الدولار بنسبة 8,5٪ مقابل الذهب وليصبح 38 دولار للأوقية بدلاً من 35 دولار، كما تم رفع المارك الألماني والين الياباني بنسبة 12٪. ولكن هذه الاتفاقية انهارت بعد أربعة عشر شهراً من توقيعها بسبب التطورات النقدية في دول الاتحاد الأوروبي والاتجاه نحو توحيد العملة.

(4) السماح لأسعار الصرف ان تتقلب بحدود 4,5٪ "صعوداً ونزولاً" من السعر المركزي بعد ان كانت 1٪ بموجب احكام اتفاقية بريتونوودز.

3- **لجنة العشرين**: في عام 1974 اجتمع ممثلوا مجموعة العشر اضافة إلى عشرة دول أخرى تمثل تسع منها البلدان النامية اضافة إلى استراليا وسميت اللجنة باللجنة العشرين (لجنة اصلاح النظام النقدي الدولي) واستتدت في توصياتها على

تقرير مجلس المحافظين بصندوق النقد الدولي حول مستقبل النظام النقدي الدولي وضرورة إلغاء الذهب من النظام النقدي تدريجياً، كما أوصى المجلس بضرورة التخلي عن الدولار الأمريكي بوصفه عملة الارتكاز الرئيسة وإحلال وحدات حقوق السحب الخاصة لتصبح الوسيلة الوحيدة لخلق السيولة الدولية، ولكن أعمال لجنة العشرين تعطلت بسبب التطورات الحاصلة في الاقتصاد العالمي والمتمثلة بصدمة النفط الأولى 1974 وازمة التضخم الركودي في الدول الصناعية (1974 - 1975).

4- **اتفاقية جمايكا:** عقدت اللجنة الانتقالية المؤقتة والتي حلت محل لجنة العشرين اجتماعها الخامس والأخير في جامايكا عام 1976 والتي هي بمثابة الإقرار القانوني لنهاية نظام (بريتون وودز) وإقرار نظام الصرف المرن وتضمنت البنود الآتية:-

- 1) إلغاء دور الذهب والتخلي عنه كمعيار نقدي.
- 2) ترك الحرية للبنوك المركزية المصدرة لل عملات الرئيسية حرية التدخل في الأسواق للحفاظ على استقرار أسعار صرف عملاتها.
- 3) إقرار وحدة حقوق السحب الخاصة والتي يتم تحديدها على أساس حصة الدولة العضو في رأس مال الصندوق وتكون من 25% ذهب والباقي عملة وطنية، وهي الوسيلة الأساسية لخلق السيولة الدولية، وتستطيع الدولة العضو الحصول على السيولة (عملات صعبة) دولية بنسبة 15% من حصتها من تلك الوحدة.
- 4) إعادة الصندوق نصف موجوداته من الذهب إلى الدول الأعضاء، وبيع النصف الثاني خلال عام 1980 وتخصيص عائدات البيع (الفرق بين سعره الدفترى في الصندوق وسعره عند بيعه بالمزاد) لمساعدة الدول الفقيرة وبإشراف الصندوق.
- 5) السماح للدول الأعضاء ببيع موجوداتها الرسمية من الذهب .

(6) مراجعة حصص الأعضاء لزيادة رأس المال الصندوق لتوسيع الحقوق القائمة للأعضاء وتوفير مساعدات اضافية للدول النامية.

5- إتفاقية بلازا: عقدت عام 1985 في نيويورك على أثر انتهاج البنك الاحتياطي الفدرالي سياسة نقدية متشددة جداً لتحديد السياسة المالية السهلة وما ترتب عليها من تضخم من جهة وبهدف معالجته الذي تجاوز 15% من جهة أخرى، وادت تلك السياسة إلى ارتفاع اسعار الفائدة التي وصلت إلى 20% للاجل القصير، وقد تسبب ذلك بتدفق ادخارات دول العالم إلى أمريكا بسبب الفائدة المرتفعة وكل ذلك رفع سعر الدولار امام بقية عملات العالم وأصبح ارتفاعه مشكلة لا بد من معالجتها، وقد أصدر المجتمعون وهم (فرنسا، ألمانيا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة) بياناً إلى وسائل الاعلام والذي اطلق عليه (اتفاقية بلازا) وأشار إلى ان هناك اعتقاداً للمجموعة بأن الدولار مقوم عند مستوى لا يتفق مع الأحوال الاقتصادية السائدة ولا بد من تدخل المجموعة لدفع الدولار للانخفاض.

أدى ذلك إلى تطور جديد في نظام اسعار الصرف المرنة، وهو نظام التدخل الجماعي التعاوني وحسب اتفاق الدول السبعة الكبار، وعلى اثر ذلك التدخل الجماعي بدأ الدولار مرحلة الانخفاض وأصبح ضعفه مشكلة جديدة ادت إلى اتفاقية اللوفر/باريس، حيث ترسخت فكرة ادارة اسعار العملات الرئيسية المعومة والذي سماه بعض الاقتصاديين Dirty Float لمخالفته قواعد السوق الأساسية.

ثانياً: - البنك الدولي (World Bank) (WB):

وهو المؤسسة التوأم لصندوق النقد الدولي وجاء تأسيسه استجابة لانعقاد مؤتمر بریتون وودز، وكان اسمه الرسمي عند التأسيس البنك الدولي للإنشاء والتعمير، ويشترط في عضويته ان تكون الدولة عضو في الصندوق الدولي، مارس اعماله عام 1946، بلغ عدد محافظي الدول الأعضاء 155 عضواً عام 1990 وازدادوا إلى 184 عضواً ثم إلى 186 عضواً، بلغ رأس ماله عند التأسيس 10 مليار دولار ثم ازداد إلى 20 مليار عام 1960 وبلغ عام 1989 عند 115,7 مليار دولار ومقره واشنطن.

الهيكل التنظيمي:-

يوجد على قمة الهرم التنظيمي للبنك مجلس المحافظين وبواقع ممثل واحد لكل دولة عضو غالباً ما يكون وزير المالية او التنمية يجتمعون مرة واحدة كل سنة وهم صناع سياسة البنك.

أما مجلس المديرين التنفيذيين يتكون من 21 عضو خمسة منهم أعضاء دائمين (الولايات المتحدة ، فرنسا ، بريطانيا ، اليابان ، ألمانيا). كونهم اكبر المساهمين في رأس مال البنك ، أما الباقي (19) دولة يتم انتخابهم من بين مجموعات الدول الأعضاء. ثم يأتي في الهرم التنظيمي كل من الرئيس ونواب الرئيس ، واخيرا يأتي في الهرم هيئة العاملين والذين يحملون تخصصات متنوعة في الاقتصاد والتربية والبيئة والمالية والمهندسين وغيرهم.

رأس مال البنك:-

يسهم الدول الأعضاء بحصص في رأسماله الذي يتكون من اسهم قيمة السهم الواحد 100 وحدة حقوق خاصة ، وحصة الدولة العضو في البنك تعطيه الحق في استخدام موارد البنك استنادا لعدد الأصوات المستمدة من حصته في رأس مال البنك ، كما يحصل على الموارد من خلال اصدار السندات بالعملات الرئيسية بصورة مباشرة او من خلال تجمعات مصرفية ، كما يمكن له الاقتراض من أسواق المال.

ويشير مصطلح البنك الدولي إلى اثنين من مؤسساته هما ، البنك الدولي للإنشاء والتعمير ، والمؤسسة الدولية للتنمية ، في حين يضم مصطلح مجموعة البنك الدولي خمسة مؤسسات هما (مؤسسة التمويل الدولية ، الوكالة الدولية لضمان الاستثمار ، المركز الدولي لحل منازعات الاستثمار) اضافة إلى مؤسستي البنك الدولي المذكورتين أنفاً ، وفيما يأتي ملخص لتلك المؤسسات :-

(1)البنك الدولي للإنشاء والتعمير

International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)

أهداف البنك:- يمكن ايجاز الأهداف كالآتي :

- 1- ان الأهداف وراء تأسيسه هو مساعدة دول اوربا على اعادة اعمار ما خربته الحرب العالمية الثانية من خلال تقديم القروض الميسرة بفوائد منخفضة

وتحقيق معدلات نمو اقتصادي فيها، غير انه بعد اكمال هذه المهمة إتجه للدول الأخرى ولا سيما الدول النامية لمساعدتها في تمويل مشروعاتها التنموية والإنتاجية.

2- يتولى البنك تمويل جميع قطاعات البنى الأساسية مثل الطرق والجسور وسكك الحديد والطاقة والاتصالات السلكية واللاسلكية والمياه، إضافة إلى برامج انمائية لدعم التنمية المستدامة وتخفيض نسب الفقر في دول العالم وغيرها.

3- العمل على تهيئة البيئة المناسبة لإنعاش التجارة الدولية وخاصة في الدول النامية.

4- تشجيع الاستثمار الدولي من خلال إزالة العوائق امام حركة الأموال.

5- تقديم خبراته الفنية واستشاراته للدول الأعضاء لما يمتلكه موظفوه من تلك الخبرات العالمية ولاسيما في مجال التنمية الاقتصادية.

6- تقديمه العديد من القروض سواء قروض التعمير الطارئة او قروض لدعم العمليات القطاعية ولاسيما الزراعية منها لتحقيق التنمية الريفية.

7- بدأ البنك عام 1980 بإدخال ومنح نوع جديد من القروض للدول الأعضاء هي قروض التصحيح الهيكلي (قروض السياسات) التي تسعى إلى تحقيق دائرة واسعة من الأهداف المترابطة والمستندة إلى مجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وتحتوي قروض التعديل الهيكلي على مجموعة من الشروط تتطلب ضرورة دخول الدولة العضو في مناقشة مع مندوبي البنك حول السياسات الاقتصادية وامكانية تغيير وتعديل هذه السياسات مما يوفر بيئة افضل لمسار النمو في الدولة التي تطلب هذا النوع من القروض والمناقشات تشمل الجوانب الآتية :-

(1) كفاءة استخدام الموارد وأوليات الاستثمار من قبل القطاع العام ولا بد من ترشيد القطاع العام وتعزيز كفاءته من خلال برامج الخصخصة.

(2) اصلاح نظم الأسعار حتى تعكس الأسعار بدقة تكاليفها ولاسيما الكهرباء والماء والاتصالات والطاقة وغيرها.

- (3) سياسة الميزانية العامة للدولة بما فيها الضرائب والنفقات العامة وأسعار الفائدة.
- (4) اصلاح السياسة التجارية وتقليل التحيز اتجاه الصادرات وتخفيض مستوى الحماية.
- (5) تعزيز عمل المؤسسات التي يكون ادائها حاسما لنجاح الإصلاح مثل دعم الإرشاد الزراعي ليدعم السياسة الزراعية، اصلاح الإدارة الضريبية والكمارك... الخ.

شروط الإقتراض من البنك:-

يقرض البنك أعضائه بأسعار فائدة تجارية (نسبة الفوائد التي يقترض البنك فيها من الأسواق المالية الدولية) ولمدة زمنية طويلة تصل إلى 20 سنة ، كما يشترط البنك على عدم منح العضو أية قرض إلا اذا تعثر الحصول عليه من المصادر الأخرى (الملجأ الأخير) ، لتجنب المنافسة مع مصادر الإقتراض الأخرى الخاصة ، كما تنص اتفاقية التأسيس على ان قروض البنك توجه أساسا إلى تمويل الاستثمارات الخاصة بالقطاعات الإنتاجية وقطاعات البنى الأساسية ، وقد يشترك في تنفيذها (مشاركة) ، كما يتأكد البنك بأن المقترض قادر على تسديد اقساط القرض وفوائده وكما يدرس الجدوى الاقتصادية للمشروع.

علما إن قروض البنك الدولي للأعضاء سجلت مبلغا قدره 407,5 مليار دولار حتى عام 2004 وسجل عام 2005 لوحده نحو 13,6 مليار دولار لتمويل 118 مشروعا وفي 37 دولة عضو.

(2) المؤسسة الدولية للتنمية: International Development Association (IDA)

أحدى المؤسسات التابعة للبنك الدولي أسست عام 1960 والهدف منها تقديم المساعدات للبلدان الأكثر فقراً في العالم (*) بتوفير قروض ميسرة وطويلة

(*) وأغلبها في وسط وجنوب قارة افريقيا إضافة إلى دول أخرى ويتجاوز عددها 81 دولة بحجم سكاني يتجاوز 2,5 مليار نسمة ، ولا تستطيع الوصول إلى مصادر التمويل وخصوصاً في السوق الحر.

الاجل والتي تمتد آجال استحقاقها لأكثر من 50 سنة وفيها فترة سماح لمدة 10 سنوات، ولا تتقاضى أية فائدة على قروضها، ولكنها تتقاضى رسما بسيطا 0,75 %، وعضويتها مفتوحة لجميع الدول الأعضاء في البنك الدولي، سجلت قروضها منذ التأسيس وحتى عام 2005 ما مجموعه 151 مليار دولار وللجنة المالية 2004 وحدها مبلغ 9 مليار دولار لتمويل 158 عملية وانخفض اقراضها إلى 8,7 مليار دولار عام 2005 لتمويل 160 عملية جديدة في 66 دولة عضو، في حين كان مجموع ما قدمته من مساعدات عام 1986 قد بلغ 36,6 مليار دولار وتمويل 75 دول نامية، وتسديد القروض على اساس 1% سنويا من قيمة القرض في العشر سنوات الأولى، ثم 3% بعد ذلك.

وللمؤسسة الدولية للتنمية أهداف إنمائية تعمل على تحقيقها في الدول الأعضاء الفقيرة ولاسيما القضاء والحد من الفقر المدقع، تحقيق ورفع نسبة التعليم الابتدائي، تشجيع المساواة بين الذكور والإناث، تخفيض معدلات الوفيات عند الأطفال، تحسين صحة الأمهات، مكافحة الامراض السارية، تحسين البيئة، محاربة الامية وغيرها من الأهداف التي تركزها في الدول الفقيرة. أما رأسمالها فيعتمد على اكتتابات الدول الأعضاء حيث تقسم أعضائها إلى مجموعة الدول الغنية وتحصل منهم على 75% من مواردها ولاسيما دول الثمانية الكبار (إيطاليا، اليابان، روسيا، بريطانيا، ألمانيا، فرنسا، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية) فضلا عن الدول الصناعية الأخرى، كما تعتمد أيضا، في رأسمالها على التحويلات اليها من إيرادات البنك الدولي، إضافة إلى أرباح عملياتها من خلال رسوم الإقسط المسددة على قروضها.

(3) مؤسسة التمويل الدولية:- International Financial Corporation (IFC)

أحدى المؤسسات التابعة لمجموعة البنك الدولي، أسست عام 1956، وهدفها الأساسي هو تشجيع النمو الاقتصادي في الدول النامية عن طريق القطاع الخاص، وعضويتها أيضا مفتوحة لجميع الأعضاء في البنك الدولي وبلغ عددهم 178 دولة عضو عام 2005، ويمكن ايجاز اهدافها:-

- المساعدة في تمويل المشاريع الإنتاجية الخاصة، وذلك بتعاونها مع المستثمرين في القطاع الخاص، المحلي والأجنبي.
- تقديم المساعدة في مجال خبراتها الفنية في مجال الاستثمار ولاسيما الاستثمارات في الأسواق باعتبارها محفوفة المخاطر من وجهة نظر المستثمرين.
- العمل على تهيئة المناخ الاستثماري الملائم لجذب رأس المال الخاص سواء محليا او اجنبيا.
- تقديم المؤسسة قروضها بأسعار فائدة مقاربة لأسعار الفائدة السائدة في اسواق المال الدولية.

أما من حيث شروط الإقراض فتتراوح مدة سداد القرض من (7- 12) سنة كما انها لا تقدم قروضا للمشروعات الحكومية.

وقد قامت المؤسسة بتمويل نحو 90 مشروعا عام 1989 دفعت 1,3 مليار دولار من مواردها الخاصة، وشجعت المستثمرين على تمويل هذه المشروعات بمقدار 8,4 مليار دولار، وقد وصل عدد الشركات والمشروعات التي استثمرت فيها المؤسسات اموالها حوالي 468 شركة في 79 دولة، كما بلغت ارتباطاتها المالية لعام 2005 بمبلغ 4.5 مليار دولار لتمويل 236 مشروعا في 67 دولة عضو.

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

أسست عام 1988 ومن أبرز أهدافها:

- (1) تشجيع الاستثمار الأجنبي في الدول النامية من خلال تقديم الضمانات للمستثمرين ضد المخاطر غير التجارية (المصادرة - الحروب - الاضطرابات - المخاطر السياسية - تدهور العملة).
- (2) القيام بدور اعلامي عن فرص الاستثمار ليطلع عليها المستثمرين الدوليين.
- (3) التوسط في حل منازعات الاستثمار وتقليل الصعوبات المتوقعة امام الاستثمارات.

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

تأسس المركز عام 1966 ويهدف إلى:-

- 1- تسوية منازعات الاستثمار وحلها أو فضها ، ولكي تشجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة يتم ذلك من خلال اقامة تسهيلات دولية للتوفيق والتحكيم بين طرفي الاستثمار.
- 2- يعمل على زرع حالة الثقة واليقين بين الشركاء المستثمرة والطرف المضيف للاستثمار.
- 3- يؤدي الدور الإعلامي من خلال نشر وتسوية النزاعات وقوانين الاستثمار في الدول الأعضاء.

ثانياً: مؤسسات التمويل الإقليمية:-

هناك العديد من المؤسسات الإقليمية تمول مجموعة من الدول ترتبط مع بعضها بمواقع جغرافية أهمها:-

1: بنك الاستثمار الأوروبي:-

أسس عام 1958 من عشرة دول اوروبية (فرنسا - إيطاليا - ألمانيا - هولندا - بلجيكا - اليونان - الدنمارك - النرويج - لوكسمبورغ - المملكة المتحدة). يهدف الى تشجيع اساليب التكامل الاقتصادي، تقديم القروض للمساهمة في انشاء المشروعات في الدول النامية وبأجل زمنية طويلة تصل إلى 20 - 12 سنة مع فترة سماح، كما يهدف البنك إلى تعزيز النمو الاقتصادي للدول الأعضاء، اضافة إلى قيامه بطرح السندات في اسواق المال الدولية.

2: بنك التنمية الأفريقي:-

أسسته مجموعة من الدول الإفريقية عام 1963 ، رأسماله يعتمد على حصص الدول الأعضاء، اضافة إلى الفوائد على القروض المدفوعة من قبله، كما يتخصص بتمويل مشروعات البنى الأساسية وبقروض ميسرة للدول الأعضاء، وتتحدد شروط إقراضه حسب قدرة الدولة العضو على السداد والجدوى الاقتصادية للمشروع.

3: بنك التنمية الآسيوي:-

أنشأ عام 1965 بهدف إلى تمويل المشروعات المتنوعة داخل الدول الآسيوية، ويشجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما يحفز تدفقات رأس المال من تلك الدول، وهو يمول بالدرجة الأولى مشاريع البنى الأساسية المولدة للنمو في الدول الأعضاء وبشروط ميسرة وتعتمد القروض التي يمنحها على مقدرة الدولة العضو على السداد اضافة إلى الجدوى الاقتصادية للمشروع.

4: صندوق النقد العربي:- (AMF) Arab Monetary Fund

أنشأ عام 1976 ويأشر اعماله عام 1979 بهدف مساعدة الدول العربية - الأعضاء- على مواجهة العجز في ميزان مدفوعاتها، كما يهدف إلى صياغة اساليب التعاون العربي في المجالين المالي والنقدي، وبما يساعد على تحقيق التكامل الاقتصادي العربي. مقره ابوظبي في الامارات العربية المتحدة. كما نصت اتفاقية التأسيس أيضا الى قيام الصندوق بإصدار الكفالات لصالح الدول الأعضاء لتعزيز اقتراضها من المصادر المالية الإقليمية والدولية، فضلا عن التوسط في اصدار القروض في الأسواق المالية العربية والدولية لحساب أعضاء وبضماناته.

أهداف الصندوق:-

1. معالجة الاختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء.
2. تحقيق الاستقرار في اسعار صرف العملات العربية، وقابلية التحويل فيما بينها.
3. العمل على تنمية المبادلات التجارية والمدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء.
4. تطوير اسواق المال العربية من خلال تقديم المشورة الفنية وإعداد الدورات التدريبية.
5. العمل على تحفيز انتقال رؤوس الأموال العربية بين الدول الأعضاء وإظهار المنطقة العربية للعالم ككتلة نقدية واحدة.

ان قروض صندوق النقد العربي أكثر مرونة مالية من تلك الشروط التي يفرضها (IMF) وتأخذ قروضه الإشكال الآتية:-

- أ- القرض التلقائي:- لتمويل العجز الكلي في ميزان مدفوعات الدولة العضو وبما لا يزيد عن 75% من الحصة في رأسمال الصندوق.
- ب- القرض الممدد:- يمنح في حالات وجود عجز كبير في ميزان مدفوعات الدولة العضو ناتج عن خلل هيكله لا يزيد عن 325% من حصة العضو.
- ج- القرض الاعتيادي:- يمنح لدعم برنامج مالي ولا يزيد عن 225% من حصة العضو.
- د- التسهيل التجاري:- أنشأ عام 1987 لتشجيع التبادل التجاري بين الدول العربية الأعضاء.

5- البنك الإسلامي للتنمية:-

أسس عام 1974 وأعضاءه 40 دولة إسلامية يساهم في تقديم التمويل اللازم للبرامج الإنمائية في القطاع الحكومي والخاص، كما يقدم المعونات الفنية للأعضاء ولا سيما في مجال دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع الحديثة.

مصادر وهوامش الفصل الثالث

1- إنظر في ذلك :-

- د. عبد الكريم جابر شنجار، التمويل الدولي، مدخل حديث، مطبعة النبراس، النجف الاشرف، 2008، ص 88-97.
- د. غازي صالح الطائي، الاقتصاد الدولي، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 1999، ص 222-226.
- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، ط 2، دار مجد لاوي للنشر، عمان، 2002-ص 285-287.
- مفتاح صالح :- المالية الدولية، متاح على الموقع.
- سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة د. محمود حسن حسين ود. ونيس فرج، دار المريخ، الرياض، 2007، ص 529.

- 2- د. عبد الكريم جابر شنجار، مصدر سابق، ص 96-97.
- 3- صندوق النقد الدولي، نشرة الصندوق، عدد خاص، 1999، ص 5-7.
- 4- سي بول هاوود و رونالد ماكدونالد: النقود والتمويل الدولي، مصدر سابق، ص 528.
- 5- د. ماهر كنج شكري ومروان عوض: المالية الدولية (العملات الأجنبية والمستقات المالية بين النظرية والتطبيق)، ط 1، عمان، 2004، ص 31-29.
- 6- انظر في ذلك:
- د. شقيري نوري موسى و د. طالح طاهر، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، ط 1، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 224-226.
- د. فائق عبد الرسول، النظام الاقتصادي الدولي الجديد، دار الثورة للنشر، مجلة النفط والتنمية، عدد 4، 1979، بغداد، ص 61.
- د. عبد الكريم جابر شنجار، مصدر سابق، ص 102-119.
- مفتاح صالح، مصدر سابق، ص 78.
- 7- جوزيف دانيالز و ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب د. محمود حسن حسني، دار المريح، الرياض، 2010، ص 121-122.
- 9- البنك الدولي، التقرير السنوي للبنك - 2000، ص 8.
- <http://web//world bank/org>
- 10- د. عبد الكريم جابر شنجار، مصدر سابق، ص 125.
- 11- عرفان قفي الحسيني، مصدر سابق، ص 321-323.
- 12- وليم لاي، مؤسسة التمويل الدولية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 25 العدد 14، 1988، ص 22-24.
- 13- خزعل مهدي الجاسم، الازمة النقدية المعاصرة، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 15، 1985، ص 49-51.
- 14- د. ماهر كنج شكري و مروان عوض، المالية الدولية، مصدر سابق ص 42-43.

الفصل الرابع

المصارف الدولية

International Banks

مقدمة

إن نهاية عصر (بريتون وودز) تمثل نقطة تحول مهمة في التاريخ الاقتصادي ولاسيما الجانب المالي منه، كونها ارتبطت بمجموعة من المتغيرات الدولية الهامة، فبالإضافة إلى انهيار نظام النقد الدولي وفك ارتباط النقود بالذهب وتعويم العملات وحرية اختيار نظام الصرف، وحدثت صدمات أسعار النفط الأولى عام 1973 والثانية عام 1979، وظهرت أزمة الفوائض المالية النفطية التي وصلت إلى 206,7 مليار دولار عام 1977 وظفت أغلبها في البنوك التجارية المالية الخاصة وأسواق المال التي أقرضتها داخل أوروبا والدول المستوردة للنفط⁽¹⁾، علاوة على دخول الاقتصادات المتقدمة مرحلة التضخم الركودي حيث ارتفعت فيها معدلات التضخم والبطالة في عقد السبعينات من القرن الماضي، فضلاً عن الفوائض المالية المتجمعة في سوق العملات الأوروبية والباحثة عن فرص الاستثمار والريح، كما أن الشركات متعددة الجنسية تدخل مرحلة حاسمة في تأريخها بزيادة نشاطها الإنتاجي والتسويقي والتمويلي، كل تلك العوامل ولدت مسارات جديدة وضاغطة لرفع القيود على حركات رؤوس الأموال الدولية، وظهور ظاهرة التدويل المضطرد Internationalization وعلى كافة الأصعدة الإنتاجية والتسويقية والمالية والتكنولوجية والذي يقصد بها (الانتشار الكوني للتحديث - في عالم تسوده الرأسمالية، حيث أصبحت الرأسمالية الاحتكارية تنظم عملياتها على المستوى الدولي بدلاً من المحلي وتحقق أقصى الأرباح لمشاريعها المنتشرة وحداته عالمياً)⁽²⁾.

لقد اجتمعت كل العوامل السابقة إلى تزايد غير مسبوق في تنامي أعداد المصارف الدولية ولاسيما الخاصة منها والتي فتحت فروع لها خارج الدولة الأم، التي وظفت الفوائض المالية التي أودعت إليها، والتي بلغت عام 1976 بحوالي

160ملياردولار وتنامى معها صور جديدة لرأس المال المالي على شكل إقراض تجاري بشروط السوق والتي سعت قبل كل شيء لحافز الربح حيث وصلت قروضها إلى أكثر من 1500 مليار دولار خلال الفترة 1972 - 1981، والتي نتجت عنها أزمة المديونية العالمية عام 1982.

المبحث الأول النظام المصرفي العالمي

أولاً:- التغيرات في هيكل النظام المصرفي:

مثلما كان النظام النقدي الدولي المحور الأساسي في رسم السياسات النقدية وتسوية المعاملات وتوفير السيولة والثقة في التعاملات الدولية بعد الحرب العالمية الثانية تبلور على أثر انهيار هذا النظام وتعويم أسعار العملات في عقد السبعينات إلى ظهور دورا لمنظومة المصرفية وتنامي دورها الوظيفي في الداخل إلى التعاملات الخارجية على المستوى العالمي، وكانت هناك حركة لرؤوس الأموال تمثلت بزيادة نسبة القروض المصرفية في هيكل المديونية الخارجية للبلدان النامية، ناهيك عن ارتفاع نسبة التمويل الخاص مقارنة بالتمويل الرسمي.

وعلى اثر التغيرات الكبيرة في الاقتصاد العالمي في عقد السبعينات(*) اتجهت موازين مدفوعات البلدان النامية إلى تسجيل عجز بمعدلات كبيرة مما دفع معظم هذه البلدان إلى الإفراط في الاستدانة الخارجية بكونها مخرجا رئيسيا لتسوية ذلك العجز، اذ تصاعد الدين الخارجي تصاعدا كبيرا لم يكن قابلا للاستمرار، ونتج عن ذلك انهيارات مالية في بلدان نامية عديدة مثل (المكسيك، الأرجنتين، البرازيل، شيلي، الأرجواي) عام 1982، وظهرت في الأفق أزمة الديون العالمية عندما توقفت تلك الدول عن دفع اعباء ديونها الخارجية للبنوك الدائنة الذي تعرضت إلى زعر مالي خطير في أسواق النقد، مما جعل مؤسسات التمويل الدولية (WB, IMF) وبنك التسويات الدولية التدخل لمحاصرة تلك الأزمة بتقديم الموارد لتلك البلدان انقاذا للبنوك الدائنة وليس انقاذا لتلك البلدان، وظهر ما يسمى بعمليات الإقراض الإجباري مقرونة بتطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي والتوجه نحو الليبرالية الاقتصادية.

(*) من التغيرات في الاقتصاد العالمي في عقد السبعينات (انهيار نظام بريتون وودز، ارتفاع أسعار النفط، التضخم الركودي، فوضى أسعار الصرف، الإفراط في ضخ السيولة العالمية، نمو نزعة الحماية.....الخ)

أما في عقد التسعينات من القرن الماضي وظهور العولمة بكافة تجلياتها كالانفتاح والتحرر والاعتماد المتبادل واندماج الأسواق وتنامي دور المؤسسات المصرفية، والبنوك في مجموعها لتكون حلقة تتفاعل داخلها شتى مجالات النشاط الاقتصادي، وكلما نما واتسع هذا النشاط زادت تبعاً لذلك حسابات البنوك وتمددت خدماتها ويصبح من الأهمية بمكان الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية وفي تقدم الدول، وعلى النطاق العالمي أخذ نظام البنوك الشاملة والاندماج المصرفي في توسيع حركة رؤوس الأموال في الائتمان والاستثمارات المختلفة وظهور ما يسمى بالعولمة المالية وفي هذا الصدد نشير إلى (3) :-

- 1- اتساع النشاط المصرفي على الصعيد المحلي والدولي.
 - 2- دخول المؤسسات غير المصرفية كمنافس قوي للبنوك التجارية على المستوى العالمي.
 - 3- الاندماج المصرفي نتيجة لمنافسة المؤسسات غير المصرفية في عملية التمويل.
- وللتطور والنمو السريع في مختلف الأنشطة الاقتصادية في مختلف دول العالم المختلفة، جعل الكثير من الممارسين في صناعة البنوك يرون أن المشكلة الحقيقية التي تواجههم تكمن في كيفية إدارة ومواجهة التغير والنمو السريع في المجالات الاقتصادية والاجتماعية بنجاح، بالإضافة إلى التغير والتطور في سوق الصناعة المصرفية التي أصبحت تتصف بالمنافسة الشديدة.

وهنا تتضح الاتجاهات الحديثة في مجال صناعة الخدمات المصرفية كالآتي:-

- 1- تنوع أنشطة الخدمات المصرفية وبذلك لم تقتصر على عمليات الإيداع والائتمان بل أخذت في اتساع وتنوع تلك الأنشطة كالآتي:-
- أ- شراء أو إنشاء شركات صناعية وتجارية وزراعية وخدمية أو المساهمة فيها.
- ب- إنشاء فروع عديدة للبنوك الأم عبر جغرافية العالم.

- ج- دخول البنوك في صناعة وتقديم خدمات التأمين.
- د- تقديم الاستشارات ودراسات الجدوى والمساهمة في إدارة الاستثمارات في مختلف الأنشطة الاقتصادية.
- هـ- صرف المنافع الاجتماعية والرواتب التي يحصل عليها الأفراد من الدولة.
- و- التعامل في مختلف أنواع الأوراق المالية وما يرتبط بها من أنشطة.
- ز- منح الأفراد بطاقات صرف نقدية من الوحدات الآلية التابعة لفروع البنك دون التقيد بالدوام الرسمي.
- 2- التوسع الكبير في استخدام تكنولوجيا الخدمات المصرفية كاستخدام الحاسبات وشبكة المعلومات لتسريع تقديم الخدمات المصرفية، ناهيك عن ظهور البنوك الآلية وادخال خدمات الحاسب على الشبائيك، إضافة إلى بطاقات الضمان وبطاقات الصرف النقدية وبطاقات الشيكات والبطاقة الذكية وغيرها.
- 3- تكوين مجموعات شبكية كبيرة عن طريق الاندماج لتحقيق هدف النمو والتوسع لتقديم سلسلة من الخدمات المصرفية في داخل البلد وخارجه من خلال تدويل أنشطتها خارج حدود البلد الأم، فكما نجد شركات متعددة الجنسيات نجد أيضا "البنوك متعددة القوميات" وهي تحقق بذلك تخفيض التكاليف وتحقيق النمو والتوسع أيضا.

ثانياً:- معالم النظام المصرفي العالمي الجديد:-

يعد القطاع المصرفي من أكثر القطاعات استجابة للتغيرات المحلية والدولية، وتتمثل أهم تلك المتغيرات في التطورات التكنولوجية وعالمية الأسواق والتحرر من مختلف القيود وتشمل تحرر كل من أسعار الفائدة وأسعار الخدمات المصرفية والمالية وإزالة الحواجز التي تمنع المؤسسات المالية من العمل في قطاعات معينة، وإيضاً الاتجاه إلى تطوير وإدارة مخاطر الإقراض.

وهناك تطورات جوهرية في الصناعة المصرفية عالميا مع ازدياد حدة التنافس الدولي على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وحدثت تغيرات جوهرية في الاقتصاد العالمي وظهور الكيانات المصرفية العملاقة، بالإضافة إلى التكتلات الاقتصادية العالمية واتساع دور الشركات دولية النشاط مع تعاظم دور الاقتصاد الرمزي.

ولهذا أصبح لزاما على القطاعات المصرفية العالمية الأخذ بمجموعة من الاستراتيجيات لمواجهة التحولات التي يشهدها العالم ومواكبة الاتجاهات الحديثة في الصناعة المصرفية ومن أهمها⁽⁴⁾:

1- ازدياد التعامل في أسواق رأس المال وتغير طبيعة الوساطة المصرفية: عادة ما يمر النظام الرأسمالي في الدول الصناعية بدورات اقتصادية تواجه حالة من انخفاض معدلات النمو والركود الاقتصادي، والذي جعل الاستثمار الحقيقي غير قادر على استيعاب رأس المال النقدي الذي بحوزة البنوك، مما جعلها تبحث عن فرص استثمارية خارج نطاق الإنتاج العيني وتحولت بشكل متزايد من الوساطة في توفير رؤوس الأموال اللازمة لحركة الاقتصاد (تحويل الإنتاج وتسويقه) إلى مجال وساطة الخدمات المالية وإدارة المخاطر.

وهذا الاتجاه تمثل في قطاعات لا مصرفية نحو مفهوم الصيرفة الشاملة الذي تمثل الحصول على الموارد المالية من كافة القطاعات والفروع الاقتصادية في داخل البلاد وخارجها من ناحية وتقديمه الائتمانات لكافة القطاعات. وبذلك يمكن القول ان المصارف الشاملة تمارس مجموعة كبيرة من الأنشطة منها⁽⁵⁾:

- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء وتقديم الاستشارات المالية.
- إدارة إصدارات الأوراق المالية من اسهم وسندات والمشتقات المالية.
- خدمات عمليات الاندماج وشراء الشركات والقيام بأعمال التمويل التأجيري.
- ضمان الاكتتاب والسمسرة واعمال صناديق الاستثمار والتأمين.
- المضاربة في أسواق العملات والبضائع والعقارات.
- إصدار صكوك على الديون المضمونة برهن عقاري وطرحها في أسواق رأس المال بما يعرف (بالتوريق أو التسديد).

جدول (6) الأنشطة المسموح بها للبنوك

التجارية في بعض دول الاتحاد الأوروبي ومجموعة العشرين G10

الدولة	الأوراق المالية	التأمين	العقارات	الاستثمار في مؤسسات غير مالية	التبعية لمؤسسة غير مالية
بنوك ذات أنشطة بالغة الإتساع أستراليا سويسرا المملكة المتحدة فرنسا	لا قيود لا قيود لا قيود لا قيود	مسموح مسموح مسموح مسموح	لا قيود لا قيود لا قيود مسموح	لا قيود لا قيود لا قيود لا قيود	لا قيود لا قيود لا قيود لا قيود
بنوك ذات أنشطة متسعة ألمانيا إيرلندا أسبانيا	لا قيود لا قيود لا قيود	مقيد ممنوعة مسموح	مسموح لا قيود مقيد	لا قيود لا قيود لا قيود	لا قيود لا قيود مسموح
بنوك ذات أنشطة مفيدة بعض الشيء إيطاليا كندا اليونان	لا قيود مسموح مسموح	مسموح مسموح مقيد	مقيد مسموح مقيد	مقيد مقيد لا قيود	مقيد مقيد لا قيود
بنوك ذات أنشطة مقيدة اليابان الولايات المتحدة	مقيد مقيد	ممنوع مقيد	مقيد مقيد	مقيد مقيد	مقيد مقيد

المصدر: - سلوى العنتري، مرجع سابق، ص 71.

لا قيود: يمكن للبنك ممارسة كافة مجالات النشاط المذكور بشكل مباشر

مسموح: يمكن للبنك ممارسة كافة مجالات النشاط المذكور على أن تكون كلها أو بعضها م خلال شركات تابعة

مقيد: بعض مجالات النشاط المذكور يمكن ممارستها من خلال البنك أو شركات تابعة

ممنوع: لا يمكن ممارسة النشاط سواء مباشرة أو من خلال شركات تابعة

2- الاتجاه الى الاندماج المصرفي:

من سمات العولمة المصرفية، المنافسة بين المؤسسات المالية والمصرفية في ظل الانفتاح، من اجل رفع مستوى الكفاءة وزيادة القدرة التنافسية والتغلب على المشاكل التي تواجهها. وبدأ هذا التوجه في الدول الصناعية الكبرى شكلا من أشكال تركيز رأس المال سواء على مستوى الدولة أو على المستوى العالمي، وجاء هذا الاندماج المصرفي كجزء من التوسع العمودي للاستفادة من اقتصاديات الحجم *Return of volume* والتوسع الأفقي للاستفادة من اقتصاديات النطاق *Return of scale*، وقد أدت الاندماجات المصرفية الى إنشاء مصارف كبيرة الحجم وقادرة على توفير حزمة متكاملة ومتنوعة من الخدمات والمنتجات المالية والمصرفية والاستثمارية بطرق تكنولوجية متطورة وتكاليف منخفضة. كما أدت إلى التحول إلى مرحلة من الإدارة التي تقوم على مركزية القرار إلى مرحلة تقوم على تقييم الأداء مع الاهتمام بتعظيم العائد على حقوق الملكية وإرضاء العملاء، ويوضح الجدول التالي أهم عمليات الاندماج الكبيرة بين المصارف الكبرى على المستوى العالمي⁽⁶⁾.

جدول (7): أهم عمليات الدمج بين المصارف الكبرى في العالم حسب رأس المال

سنة الدمج	الموجودات مليون دولار (أ)	رأس المال (دولار) (ب)	رأس المال	بند الدمج	الموجودات مليون دولار (أ)	رأس المال (مليون دولار) (ب)	رأس المال	قبل الدمج
1994	267,339	10,264	28	سويس كروب س.ج فاندرغروب Bank Warburg S.G	161,807 31,050	11,607 1,679	19 183	سويس بنك كروب س.ج ولونغ
1994	355,605	9,325	29	دريسدنر بنك Dresdner Bank	253,818 14,232	8,856 750	35 395	دريسدنر بنك كيبورت بنسور
1994	104,619	9,318	30	فرست شيكاغو ف.ب.د First Chicago NBD	65,900 47,111	4,452 3,201	76 102	فرست شيكاغو ف.ب.د بانكروب
1994	250,24	8,957	31	لويديز بنك س.ب Lloyds TSB	127,120 56,289	6,17 25,00	50 133	لويديز بنك مجموعة تسويس
1994	123,952	8,042	38	بنك أستراليا National Australia Bank	81,210 8,727	6,034 794	49 340	بنك أستراليا ميتلاند بانك أستراليا
1995	647,781	24,323	2	بنك ميتسوبيشي-طوكيو Bank of Tokyo Mitsubishi	475,010 237,738	16,667 11,169	9 22	بنك ميتسوبيشي بنك طوكيو
1995	336,099	21,095	4	تشايس مانيه كروب Chase Manhattan Group	182,296 121,173	11,436 8,444	20 35	كيكال بنك تشايس مانيه
1996	226,994	19,021	9	ناتيونز بنك Nations Bank	185,794 41,200	12,662 3,359	16 110	ناتيونز بنك توغول فورس فانينغال

المصدر: تحليل الملتقي، أقطران التأسيس، العمليات المصرفية والبروك لاينينج 3: دمج المصارف، المؤسسة المالية للمصارف، طرابلس (لبنان)، 2000، ص 81.

3- إتساع الخدمات المصرفية الإلكترونية:

أثرت الثورة العلمية والتكنولوجية في مختلف مجالات الحياة المختلفة لاسيما في المجال الاقتصادي وعلى وجه الخصوص استخدام التكنولوجيا في تطوير وتوسيع الخدمات التي تقدمها المصارف، وهذا بالتأكيد يؤدي الى زيادة كفاءة وفاعلية العمل المصرفي، كما يتميز القطاع المصرفي بسرعة تبنيه للتطورات التكنولوجية المتلاحقة مما أدى إلى استحداث الكثير من الخدمات الجديدة، فقد ارتبطت فروع المصرف المختلفة مع بعضها البعض من خلال شبكات الحاسوب منذ أكثر من عقدين مما ساعد العملاء على الاستفادة من خدمات المصرف بغض النظر عن الفرع الذي يتعاملون معه كما ان استخدام الصراف الآلي مكن العملاء من الاستفادة من الخدمات المصرفية على مدار الساعة، وكذلك زاد استخدام البطاقة الائتمانية من خلال اجهزة الصرف الآلي المختلفة من المرونة المتاحة لعملاء المصارف، أن التطور التكنولوجي الحديث في مجال الاتصالات واجهزة البرمجيات ساعد المصارف على إعادة هندسة عملياتها الإدارية وتنويع خدماتها المصرفية⁽⁷⁾.

وقد أظهرت إحدى الدراسات ان معدل تكلفة الخدمة المصرفية من المصارف التقليدية يبلغ دولارا أمريكيا تقريبا في حين ان معدل تكلفة تقديم الخدمة ذاتها باستخدام الصراف الآلي والأجهزة المشابهة حوالي 25 سنتا، بينما لا يتجاوز معدل كلفة تقديمها باستخدام الأنترنت سنت الواحد⁽⁸⁾.

4- تحرير تجارة الخدمات المصرفية:

حققت التجارة الدولية في مجال الخدمات المالية زيادة مطردة خلال عقدي الثمانينات والتسعينات، حيث بلغ حجم قطاع الخدمات المالية في مجال المبادلات الدولية 1.2 ترليون دولار يوميا وتقدر مساهمة القطاع في التمويل الدولي بمبلغ 6.4 ترليون دولار⁽⁹⁾. إن تحرير تجارة الخدمات المالية وارساء نظام التجارة متعددة الاطراف إلى جانب الاصلاحات الاخرى يعزز فرص زيادة الدخل والنمو، لاسيما عندما أخذ إطاراً رسمياً وتنظيماً في ظل منظمة التجارة العالمية WTO، وينبغي الاتفاق الموقع في ظل المنظمة 95% من أنشطة قطاع الخدمات المالية التي تقدر قيمتها بترليونات الدولارات⁽¹⁰⁾.

إن تحرير تجارة الخدمات المالية يؤدي إلى منافع كثيرة لمختلف دول العالم حيث يتيح الاتفاق للدول النامية فرص نفاذ خدماتها المصرفية إلى أسواق الدول المتقدمة وكذلك الاستفادة من نقل التكنولوجيا المصرفية الحديثة والمتطورة لأسواق الدول النامية، وأيضا الاستفادة من الخبرات الأجنبية في تأهيل وتدريب العمالة الوطنية في أسواق الدول المستوردة للخدمة، ولذلك فإن الدول النامية كونه ذات امكانيات متواضعة في مجال الخدمات بشكل عام وانخفاض كفاءتها وقدرتها التنافسية فضلا عن كون معظمها مستورد صافي للخدمات المالية فإنها تواجه عدة تحديات من أهمها: شدة المنافسة في مجال العمل المصرفي مما يؤدي إلى خروج بعض المؤسسات المصرفية من السوق المصرفي، إضافة إلى ذلك فإن الدول النامية تواجه هيمنة البنوك الأجنبية على سياسة الدول النامية الاقتصادية، وكذلك ان ازدياد مخاطر المنافسة الأجنبية للمصارف المحلية قد يؤدي إلى وضع مصارف الدول النامية في حالة المخاطر المالية وبالتالي احتمالات الخسارة، لاسيما وانها لا تستطيع خفض تكلفة الخدمة المصرفية، كما ان المصارف الاجنبية لا تقدم خدماتها الى القطاع المصرفي بشكل عام في الدول النامية بل تقوم بدعم المؤسسات والقطاعات الربحية في السوق فقط.

5- انتشار عمليات غسيل الأموال:

إن تحرير العمليات المالية والمصرفية التي تتم عبر النظام المالي العالمي، أدى الى إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية دون معرفة من جانب السلطات وانفتاح السوق المحلي أمام المستثمرين الأجانب انفتحت قنوات إضافية لغسيل الاموال، ولربما تكون البنوك ذاتها طرفا في عمليات غسيل الأموال، لتقديمها التسهيلات اللازمة لضخ الاموال المشبوهة في الاقتصاد القومي، لاسيما إن المنافسة العالمية قد ساهمت في تسهيل نقل هذه الاموال من دولة إلى أخرى، مادامت المصارف الدولية تحقق أرباح طائلة مكن تلك العمليات من الاتساع، وامتدت هذه الظاهرة الى سمسرة الاوراق المالية وشركات الصرافة رغبة في جذب أكبر عدد من العملاء لغرض تحقيق أرباح كبيرة، وتكثفت بالفترة الأخيرة الجهود الدولية لمكافحة غسيل الاموال، حيث وجهت الأمم المتحدة تحذيرا للمجتمع الدولي لمواجهة

هذه الظاهرة الذي أخذت تنفذ من الثغرات المصرفية في الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الأخرى ذات العمل على الصعيد الدولي⁽¹¹⁾.

6- تنامي العمل المصرفي الإسلامي:

أخذت فكرة المنتجات المالية الإسلامية تمثل أهمية في عمل المؤسسات الإقليمية والعالمية، وظهرت منافسه كبيرة لكي تمثل المصارف الإسلامية حصة معتبرة من السوق المصرفي، ولاسيما وان أعداد المسلمين في العالم تجاوزت 1.3 مليار نسمة وأخذت نسبة كبيرة منهم يرغبون التعامل وفق الشريعة الإسلامية، ولم يقتصر العمل المصرفي حسب الطريقة الإسلامية على البنوك المحلية بل امتد الى بنوك عالمية مثل UBS, Barklez , City Bank, HSBC وهذا الأخير أصبح يدير اصولاً عقارية بالنيابة عن مستثمرين إسلاميين في العاصمة البريطانية لندن. كما إن وجود جالية مسلمة في أوروبا تصل إلى أكثر من 25 مليون نسمة بات يمثل سوقاً واعدته ومربحه لعدد من المؤسسات المالية الإقليمية والدولية⁽¹²⁾.

ويشير خبراء القطاع المصرفي إلى أن حجم الصناعة المصرفية على مستوى العالم بلغت نحو 260 مليار دولار في 267 مؤسسة مصرفية حول العالم، ودول مجلس التعاون تستحوذ على 25% من تلك السوق، ويمثل العمل المصرفي الإسلامي في دول المجلس حوالي 40% من إجمالي العمل المصرفي الإسلامي على المستوى العالمي، وكانت موجودات المصارف الإسلامية تبلغ 35 مليار دولار، وفي عام 2002 حققت أرباحاً صافية بلغت حوالي 703 مليون دولار.

7- متطلبات لجنة بازل:

لقد تصدرت التغيرات التي شهدتها الصناعة المصرفية مجموعتان من العوامل، التي كان لها الأثر الكبير في تزايد الدور الذي صار يلعبه رأس المال في اتخاذ قرارات منشآت الأعمال، سواء الاستراتيجية منها أو المتعلقة بإدارة العمليات اليومية متوافقاً في ذلك مع الرقابة العقلانية وطريقة التفكير الجديدة للمصارف، وهما: التقدم الكبير في تكنولوجيا المعلومات، وتعاضل الضغوط التنافسية، كما صاحب ذلك تحركاً من العناصر داخل الميزانية للمصرف إلى العناصر خارج

الميزانية، كل هذه التطورات مهدت السبيل أمام بروز أهمية رأس المال في الصناعة المصرفية كمقياس للأمان أو السلامة المصرفية باعتباره حاجزاً واقعياً أمام الخسائر. وقد أقرت لجنة بازل في بنك التسويات الدولية سنة 1988 أهمية رأس المال من خلال فرض نسبة مستهدفة تمثل الحد الأدنى لملاءة المصرف وهي 8% من رأس المال الى الموجودات المرجحة بالمخاطر الائتمانية، على أن تلتزم المصارف بتنفيذها في نهاية سنة 1992، وقد شهدت الساحة المصرفية جهوداً دؤوبة من قبل اللجنة لوضع اللمسات الأخيرة للمقررات الجديدة بشأن كفاية رأس المال المعروفة (بازل2)، ويشكل هذا الأمر تحدياً هاماً بالغ التعقيد، وقد تمثلت بداية هذه التعقيدات في وضع ثلاث محاور رئيسة ارتكزت عليها المعايير الجديدة وهي⁽¹³⁾:

المحور الأول: وضع حد أدنى لمتطلبات رأس المال، والذي يتضمن ثلاث أساليب مقترحة للتعامل مع مخاطر الائتمان:

- أسلوب قياسي تقوم على أساس التقييم الخارجي لمخاطر الائتمان من قبل وكالات التقييم الخارجية.
- الأسلوب الأساسي للتقييم الداخلي لمخاطر الائتمان.
- الأسلوب المتقدم للتقييم الداخلي لمخاطر الائتمان.

المحور الثاني: المراجعة الرقابية لكفاية رأس المال.

يقوم هذا المحور لاتفاقية بازل 2 على مجموعه مبادئ تؤكد.

- حاجة البنوك لتقييم كفاية رأس المال مقارنة بالمخاطر.
- أهمية قيام المراقبين بمراجعة هذا التقييم دورياً.
- التدخل عند الضرورة.

ويعتبر توافر هذه المبادئ ضرورياً لضمان فعالية إدارة المؤسسات المصرفية.

المحور الثالث: انضباط السوق والإفصاح:

ويهدف من ذلك دعم العمليات الخاصة بضبط وتنظيم السوق عن طريق مجموعة من متطلبات الإفصاح التي تسمح للمتعاملين في السوق بتقييم المعلومات الخاصة بالمخاطر الائتمانية وحجم رؤوس أموال البنوك وبهذا يساعد هذا المحور البنوك والمراقبين على إدارة المخاطر ودعم الاستقرار.

المبحث الثاني

المصارف الدولية: مفهومها وأشكالها

أولاً: مفهوم المصارف الدولية:

ان المصارف الدولية المتمركزة في دول عديدة تقوم بجزء من عملية الوساطة المالية الدولية عن طريق استخدام جزء من أموال الودائع لديها من مدخرين حول العالم، وذلك لإقراض اشخاص وشركات ودول موجودة خارج حدودها، ونتيجة لذلك نجد ان عدد قليل من المشاريع الاستثمارية يتم تمويلها من مصادر محلية، وحتى في الولايات المتحدة الأمريكية نجد ان أغلب المشروعات التي تمويلها المصارف في أمريكا تأتي من قروض قدمتها مصارف غير أمريكية، والملاحظ اليوم ان اكبر المصارف تتواجد على الساحة المصرفية الأمريكية وهي ليست جنسياتها أمريكية ويطلق عليها (المصارف العملاقة)، واليوم أيضا تنتشر في أوروبا واليابان، وتقوم تلك المصارف الدولية بجذب الودائع وتقديم القروض الى جميع أنحاء العالم. ويوضح الجدول الآتي أكبر المصارف في العالم والتي تتواجد على الساحة الأمريكية.

جدول (8) أكبر المصارف العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية

اسم المصرف	الدولة	حجم الأصول (مليار دولار)
Mizuho Holdings	اليابان	1281
Citi group	الولايات المتحدة	1051
Sumitomo Mitsui Banking Cor.	اليابان	924
Mitsu Bishi Tokyo Financial	اليابان	855
Deutsche Bank	المانيا	815
Allianz Ag	المانيا	805
UBS AG	سويسرا	754
BNP Paribas	فرنسا	735
HSBS Holdings	المملكة المتحدة	695
T.P Morgan & Chase	المملكة المتحدة	694

والسؤال الذي يطرح نفسه حول سبب وجود المصارف الدولية، وانتشار أعمالها عبر الدول؟ والإجابة تتمثل فيما يسمى اقتصاديات النطاق (اقتصاديات الحجم) Retem of Scale، فمن خلال زيادة حجم الأصول في المحفظة المالية من خلال التوسع المالي الأقليمي أو العالمي، تستطيع تلك المصارف تقليل متوسط نفقات عملياتها (نفقات التشغيل) وبالتالي تصل إلى الكفاءة. كما أن شكلاً آخر من اقتصاديات النطاق يفسر وجود المصارف الدولية الكبيرة وهو تشغيل المعلومات Economics of Scale in information Processing، وطبقاً لذلك أن توسع تلك المصارف يكمن في أن الشركات متعددة الجنسية توسعت وامتدت أعمالها عبر جغرافيا العالم كله، ولغرض تقييم ومتابعة الجدارة الائتمانية لها ينبغي على المصارف أن تأسس فروع ومكاتب لها عبر العالم، ونستطيع المصارف التغلب على مشكلة عدم تماثل المعلومات بشكل أكثر كفاءة⁽¹⁴⁾.

وبعد كل هذا يمكن أن نعرف المصارف الدولية بأنها (تلك المؤسسات المصرفية التي تتوزع أنشطتها وعملياتها المصرفية في أكثر من دولة، أي تمارس أعمالها في دولتين أو أكثر عبر فروعها والمصارف التابعة لها أو المتفرعة عنها وبأشكالها المتنوعة)⁽¹⁵⁾. والمصارف الدولية ما هي إلا مصارف تجارية تقبل الودائع وتقدم القروض الدولية سواء أكان من المصرف الأم أم من الفروع المنتشرة عبر جغرافيا العالم كله، كما أن قسم من تلك المصارف يمارس نشاطاً استثمارياً في خارج الدولة الأم، وتقوم بإصدار السندات الأجنبية وكذلك الأوراق المالية الأجنبية. والمصرف Bank يعرف بأنه مؤسسة أعمال تمارس الوساطة المالية، وتتعامل بالموجودات المالية والمطلوبات وبالعملة المحلية للبلد، ومن خلال قبولها الودائع من وحدات الفائض المالي ثم إعادة توزيعها لوحدات العجز المالي (القروض)، وكذلك تؤدي بعض المصارف نشاطات الاستثمار، أن مجمل المتعاملين هم من المقيمين في داخل البلد، وعليه ومن خلال تعريف المصرف، بعكس تعريف المصرف الدولي، فليس كل فرع مصرفي أو مصرف تابع في دولة أجنبية لمصرف أم في الدولة الأم يسمى مصرفاً دولياً. وإنما المصرف الدولي ذلك المصرف الذي يتعامل

بعملات أجنبية، ويقدم خدماته المالية لدول أجنبية، كتقديم القروض الدولية. كما تتميز المصارف الدولية عن المصارف المحلية بأن الأوراق المالية التي تتعامل بها دولية أيضاً⁽¹⁶⁾. وعليه يمكن القول أن المصارف الدولية هي المصارف التي تتعامل مع كل دول العالم، ثم ممكن أن تكون لها فروع في دول أخرى بشكل استثمارات أجنبية مباشرة أو غير مباشرة وتتعامل بعملات أجنبية.

أسباب التدويل المصرفي:-

أن العالم وفي الربع الأخير من القرن العشرين الماضي دخل مرحلة العولمة الاقتصادية وتعاضمت معها ظاهرة "التدويل"، وهذا المصطلح يعدمن الظواهر الحديثة في الاقتصاد، وقد يرجع تاريخه إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية ولكنه في السبعينات بعد انهيار نظام بريتون وودز وتراجع دور نظام النقد الدولي، انتشر كثيراً وعلى كافة الأصعدة وخاصة في الدراسات المالية والمصرفية، حتى أصبح يشكل علوماً مستقلة بحد ذاتها، كالتمويل الدولي، الأعمال الدولية، الإدارة المالية الدولية، المالية الدولية، الاستثمار الدولي، الأسواق المالية الدولية، بالإضافة إلى المصارف الدولية. وهنا لابد من الإشارة إلى التمييز بين التدويل Internationalization والعولمة Globalization^(*).

فالمصطلح الأول يستند على التعامل مع عدد من الدول، ومفهوم الدولة Nation موجود وبكل أبعاده السياسية والثقافية والاقتصادية وغيرها، ويقال تدفق الأموال بين الدول وكذلك السلع والخدمات، بمعنى انتقال الشيء من بلد إلى آخر، أما العولمة تعني محاولة لأعاده تقسيم العالم، عالم يتسم بأنه بلا حدود

(*) ان الترجمة النصية لكلمة Globalization مشتقة من Glob وتعني الكرة والمقصود بها كوكب (الأرض) وهو يقابل العالم World ويعني أيضا الكون، وكذلك ترجمت أيضا عن كلمة Mondialisation بالفرنسية وتعني: جعل الشيء على مستوى عالمي ونقله من نطاق محدد إلى اللامحدود بمنأى عن كل مراقبة، والمحدد هو أساس الدولة القومية بحدودها الجغرافية والسياسية، وأما اللامحدود يشار إليه بكلمة (العالم) أو الكون، وتكون العولمة إشارة إلى معنى إلغاء سيادة الدولة وتخطي الحدود.

ويتحقق ذلك عندما تكون العلاقات الاقتصادية الدولية وعلى مختلف الأصعدة خاضعة لنظام السوق، فكل عوامل الإنتاج تتحرك بين دول العالم بدون قيود وطنية أو دولية. ويمكن أرجاع أسباب التدويل في مجال المصارف إلى النقاط الآتية⁽¹⁷⁾:-

1- تحقيق اقتصاديات النطاق أو الحجم Return of Scale لتقليل تكاليف العمليات المصرفية والحصول على معلومات حركة النشاط المصرفي العالمي بدقة وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

2- القيود التي فرضتها الحكومات خلال عقد الستينات من القرن العشرين الماضي^(*)، فقد حفز ذلك المصارف لتأسيس فروع لها في خارج بلدها الأم للتخلص من تلك القيود أولاً، ولأغراض تتعلق بتعظيم ربحيتها وأهدافها ثانياً⁽¹⁸⁾.

3- محاولة تقليل المخاطر غير المتوقعة ومواجهة تحديات البيئة المالية الجديدة، فعملت المصارف على تنويع التمويل الدولي ونشر أعمالها في دول عبر جغرافيا العالم تطبيقاً لمبدأ توزيع المخاطر والعمل باقتصاديات النطاق لتقليل متوسط نفقات عملياتها (نفقات التشغيل).

4- تعاظم اعداد الشركات متعددة الجنسية في عقدي الستينات والسبعينات من القرن الماضي، وتخطت حدودها ونشرت أعمالها في دول العالم الأخرى، ولهذا تبنت المصارف استراتيجية ملاحقة العميل أينما كان لتقديم خدماتها له،

(*) ومن أهم هذه القيود هي :

1- القيود التي فرضتها بريطانيا على التعاملات الخارجية للإسترليني، حيث منعت تمويل التجارة بالباوند استثناء البريطانية منها.

2- القيود الرقابية النقدية التي فرضتها الولايات المتحدة الأمريكية وتحت ما يسمى Regulation وهو فرض سقف على الفائدة للودائع داخل أمريكا فقط وليس خارجها.

3- القيود التي فرضتها ألمانيا الغربية وسويسرا على مسك الودائع داخلهما لغير المقيمين بالعملة الوطنية، مما حدى بالمودين إلى مسك ودائع خارج تلك الدولتين.

كما انها ترمي من تخطي حدود البلد الأم الى مبدأ (تشغيل المعلومات) وتقييم ومتابعة الجدارة الائتمانية للشركات متعددة الجنسية.

5- اشتداد المنافسة بين المصارف دفعها إلى نشر اعمالها من اجل البقاء في السوق المصرفية.

6- التغيير في نمط الطلب على القروض الأجنبية وخاصة في بداية عقد السبعينيات من القرن الماضي، مما دفعها إلى تدويل نشاطها ونظمها تماشياً مع تغير نمط الطلب العالمي على القروض.

7- تنوع وابتكارات الهندسة المالية الحديثة وعدم اقتصرها على الأدوات التقليدية وخاصة الادوات التي تتداول على المستوى الدولي وليس المحلي وخصوصاً، ادوات تمويل التجارة الدولية التي بدأت تتزايد بمعدلات عالية.

8- متطلبات البيئة الاقتصادية العالمية الجديدة ودخول العالم بنظام اقتصادي عالمي جديد يستند في فلسفته على مبادئ الرأسمالية والتي تتطلب من النظام المالي مواكبة ذلك.

اشكال المصارف الدولية:-

تتخذ المصارف الدولية النشاط الاشكال الآتية⁽¹⁹⁾:-

(1) الفروع الأجنبية ذات الخدمات الكاملة:- Full Service Banks

وهي امتداد للمصرف الأم، وتمارس نشاطاً مصرفياً مماثلاً للمصرف الأم، واستطاعت تلك الفروع ان تسجل عمليات مصرفية بمليارات الدولارات وخاصة المصارف الموجودة في لندن وأمريكا ودول اليورو واليابان، كما انها ايضا مارست نشاطات التعامل بالجملة مستندة على حجم ودائعها التي عبثتها من خلال شبكة مصرفية دولية واسعة عرفت بسوق المصارف الداخلة.

(2) مصارف المتاجرة: - Trade Banks

انها فروع اجنبية أنشأت لغرض منافسة المصارف المحلية في الدول التي تعمل فيها ، كما انها تقدم حركة من العمليات المالية والمصرفية ، وهي اقرب الى الشركات الاستثمارية التابعة للمصرف الام في دولتها الام. كما انها تقبل الودائع وتقدم القروض الدولية.

(3) الفروع الصغيرة ومكاتب الإنابة: - Small Branch Banks

وهي مكاتب مصرفية اسست للمشاركة في سوق العملات الاوربية لغرض تسجيل التزامات اليورو - دولار للمصارف التي أصدرت القروض الأجنبية ، وهذه الفروع لا تمارس اعمال مالية محلية بل تهتم بالأعمال المصرفية الدولية.

(4) المصارف المتحدة: - United Banks

وهي اشبه بالاتحادات المصرفية ، حيث يتم اتحاد مصرف في دولة ما مع مصرف آخر من دولة اخرى انطلاقا من حالة الانفتاح والاعتماد المتبادل وعملا بمبدأ في الاتحاد قوة ، ولقد مارست المصارف المتحدة نشاطات مصرفية متنوعة ولاسيما في مجال القروض المجمعة Syndicated Loans ، ومتوسط هذه القروض في السوق الأوربي يبلغ حوالي 100 مليون دولار ، كما ان اكبر قرض تجميعي حتى الآن كان بحدود خمسة مليارات دولار ، وغالباً ما تكون القروض المجمعة بالدولار.

المبحث الثالث

القروض المصرفية الدولية

تمهيد:

تلجأ الدول والشركات حينما تواجه نفقات لا تستطيع تغطيتها من مواردها العادية، إلى طلب الاقتراض الداخلي وبما لا يؤثر سلباً على السياسة الاقتصادية، وعندما تنفذ مصادر التمويل الداخلي تلجأ الدول والشركات إلى طلب الاقتراض الخارجي.

لقد أحتل موضوع القروض الدولية أهميته في التمويل الدولي، ولاسيما مع بداية عقد السبعينيات من القرن العشرين الماضي، حيث كان التمويل الدولي من خلال قروض المصارف الدولية يحتل المرتبة الأولى من بين أشكال التمويل الدولي الأخرى.

أولاً:- مفهوم القرض العام:- هو مبلغ من المال تحصل عليه الدولة او منظمة الاعمال من خلال اللجوء الى مؤسسات الوساطة المالية المحلية والدولية، كما يتعهد طالب القرض بسداد أصل المبلغ (القرض) مع الفوائد المترتبة عليه وخلال أجل استحقاق محدد يتم الاتفاق عليه بين الطرفين.

ومن خلال ما ورد في مفهوم القرض نجده في طرفين هما (المقرض أو مصدر القرض) ويمثل المقرضون المؤسسات المالية بما فيها المصارف وشركات التمويل وغيرهما الكثير.

أما المقرضون فهم كل القطاعات الاقتصادية العاملة في الاقتصاد ومنظمات الأعمال بما فيها المؤسسات المالية أو الافراد أو الدول. أن طبيعة القروض ينتج عنها نوعين من العلاقات هما:-

(1) العلاقة القانونية، فالقرض بمثابة عقد إداري تسري عليه كافة القواعد والأحكام التي تسري على بقية العقود، لأحتواءه كافة خصائص العقد الذي

ينشأ بتوافق إرادتين، هما الدولة أو شركة الأعمال، الطرف المقترض، والثاني هو الغير (الأفراد، المؤسسات المالية، المصارف الدولية) وهو الطرف المقرض، وترتب على تلاقي الإرادتين، التزام الغير بدفع مبلغ من المال (مقدار القرض) إلى الدولة أو منظمات الأعمال وغيرها، ويتعهد الأخير بسداد مبلغ القرض والفوائد المترتبة عليه بموجب الآجال المتفق عليها إلى المؤسسة المصرفية، كما تقتضي بعض القواعد الدستورية بوجوب الحصول على إذن مسبق من ممثلي الشعب لإصدار القرض أو الحصول على القرض.

(ب) العلاقة المالية بين المقرض والمقترض، والتي يمكن فهمها بمجرد النظر إلى جانب الموجودات في ميزانية المصرف والتي تعرض لنا هيكل القروض الخاصة بالمصرف، وهي بمثابة استثمارات المصرف عبر ثلاثة أشكال من الموجودات المالية^{(*) (20)}.

أنواع القروض:- تختلف أنواع وتقسيمات القروض باختلاف المعيار الذي يستند آلية في التصنيف، منها ما يستند إلى معيار أجل الاستحقاق، حيث تصنف إلى قصيرة الأجل، يستحق سداد أصل القرض وفوائده في مدة تتراوح ما بين 1- 5 سنة، أما القروض طويلة الأجل، فيستحق سداد أصل القرض وفوائده في مدة تزيد على خمسة سنوات، كما تصنف القروض على أساس الضمان أو الرهونات، أو على أساس نوعية الزبائن وأنشطتهم التي يمارسونها، وإلى غير ذلك من التصنيفات، وقد تعلق الأمر بالتمويل الدولي فسيتم الاعتماد على تصنيف القروض إلى:-

(*) الأول: هو الموجودات النقدية وتشمل النقدية في الصندوق والربيد لدى البنك المركزي بما فيها الاحتياطات الأولية والثانوية، والثاني: هو استثمارات المصارف بشكل قروض مختلفة الآجال وهي مصدر الربح للمصرف، أما الثالث: فيمثل استثمارات المصرف في الأوراق المالية...أذخر في ذلك:

- د. سرمد كوكب الجميل:- التمويل الدولي - مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، 2011، - ص 358 - 359.

أولاً: القروض المحلية (الداخلية): - وهي القروض التي تعقد في السوق الداخلية للدولة وداخل حدودها مع مواطنيها أو مع المؤسسات المالية وحتى مع الأجانب المقيمين في حدودها، ويمكن تصنيفها حسب الضمان (قروض بدون ضمان وقروض بضمان) أما تصنيفها حسب آجال استحقاقها، فتصنف إلى قروض قصيرة الأجل، ومتوسطة الأجل، وطويلة الأجل:-

1- القروض حسب الضمان :-

- أ- التسهيلات الائتمانية بدون ضمان: وتمنح على ضوء الاعتماد على المركز المالي للعميل، بعد دراسة القدرة المالية له من حيث سمعته وتاريخه ومديونيته وكل البيانات الخاصة به للتأكد من قدرته على السداد.
- ب- التسهيلات الائتمانية بضمان:- وتضم الأشكال الآتية:
 - * تسهيلات الخصم بضمان أوراق وكمبيالات: بمعنى أنها تمنح لقاء خصم الكمبيالات المحلية وبضمانها، وتسهم في تنشيط الحركة التجارية.
 - * تسهيلات الائتمان بضمان أوراق مالية: والتي تمنح لقاء ضمان الأسهم والسندات، مع مراعاة حركة أسعار الأسهم والسندات في السوق.
 - * تسهيلات بضمان السلع: وتمنح على أساس بضائع يقدمها الزبون كضمان.
 - * تسهيلات لأغراض خطاب الضمان: وهو خطاب يضمن بها المصرف منظمات الأعمال أو المقاولين أمام جهات رسمية.

2- التصنيف حسب آجال الاستحقاق:-

- أ- القروض قصيرة الأجل:- لا تزيد آجل استحقاقها على سنة وتمثل نسبة كبيرة في هيكل القروض ولها دورها في توفير السيولة.
- ب- قروض متوسطة الأجل:- يتراوح آجل استحقاقها (1- 3) سنة.
- ج- قروض طويلة الأجل يزيد آجل استحقاقها على 3 سنة فأكثر.

ثانياً:- القروض الدولية:-

وهي تلك المقادير النقدية والأشكال الأخرى للثروة والتي تحصل عليها دولة ما أو مؤسسة أعمال وحتى المؤسسات المالية من الحكومات الأجنبية أو المؤسسات المالية الدولية الرسمية والخاصة، وضمن شروط معينة يتفق عليها الطرفان، ويتضح من أن القروض الدولية تتم عبر الدول وليس محلياً، كما ينشأ عنها التزامات خارجية على الجهة المستفيدة تتجسد هذه الالتزامات عند السداد بما يسمى بخدمة الدين Debt Servicing والذي يتضمن مدفوعات أصل الدين ومدفوعات سعر الفائدة المستحقة ضمن الآجال التي يحددها الطرفان المتعاقدان على القرض⁽²¹⁾.

ومن أهم الأسباب التي تدفع الدول إلى الاقتراض من الخارج هو عدم كفاية رأس المال الوطني بتغطية أعباء الدول المالية، أو لسد العجز في ميزان مدفوعاتها، أو غير ذلك.

كما أن القروض الدولية يتم من خلالها تسهيل المدفوعات الدولية للتجارة الدولية، وكذلك تغطي كل المعاملات المالية الدولية بأجلها المتنوعة، وتغطي كل الالتزامات الناشئة عن التعاملات التجارية بين الدول بما تتضمنه من أدوات مالية وتجارية دولية تسهم بتسهيل المدفوعات الدولية، والمسؤول عن تلك التعاملات المالية المصرفية من إئتمانات وسلف وقروض يكون بالتأكيد المصارف الدولية⁽²²⁾.

أنواع القروض الدولية:- يمكن تصنيفها إلى الأنواع الآتية:-

أولاً:- القروض حسب مصادرها، وتضم:-

1- القروض الرسمية Official Loans:- وتقدمها دول الفائض المالي

وكذلك الهيئات الدولية والوكالات الرسمية، والتي غالباً ما تكون بشروط

ميسرة وهي على نوعين هما:-

(أ) القروض الثنائية Bilateral loans: ويتم التعاقد عليها بين حكومتين

أحدهما المانح للقرض، والآخر الراغب بالاقتراض، وتسود عملية منح هكذا

قروض لاعتبارات الصداقة بين دولتين أو لاعتبارات سياسية، كما كان

خلال حقبة الحرب الباردة بين المعسكرين الرأسمالي والاشتراكي في فترة الخمسينيات والستينيات والسبعينيات من القرن العشرين الماضي، حينها قدمت الولايات المتحدة الكثير من القروض لدول أوروبا الغربية وكذلك لدول آسيوية لكسب ودها في المحافل الدولية، وكذلك قدم الاتحاد السوفيتي السابق قروض لدول المنظومة الاشتراكية ودول أوروبا الشرقية.

(ب) القروض متعددة الأطراف Multilateral Loans وتضم:-

(1) قروض المؤسسات المالية الدولية والإقليمية وكذلك المحلية، مثل صندوق النقد الدولي (IMF) والذي يقدم قروض لمعالجة اختلالات موازين المدفوعات والقروض الطارئة للدول الاعضاء، والبنك الدولي (WB)، والذي يقدم الكثير من القروض للاستثمار وللأعمار لاسيما دول أوروبا المتضررة بالحرب العالمية الثانية، وكذلك للبلدان النامية، والذي يضم مؤسستين هما مؤسسة التنمية الدولية (IDA) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC)، وأغلب قروضه متوسطة وطويلة الأجل، وتقدم للأغراض التنموية وبرامج الأنماء، سواء كانت تلك القروض نقدية او على شكل مساعدات فنية، كما ان هناك الكثير من المنظمات المالية الإقليمية التي تنشئها عدد من الدول في منطقة معينة تهدف إلى تقديم القروض والخبرات لأعضائها مثل صندوق النقد العربي (AMF)، والبنك الآسيوي للتنمية، والبنك الأفريقي للتنمية، والبنك الأوربي، وبنك التنمية الإسلامي، وغيرها الكثير، كما ان هناك مؤسسات مالية قطرية تأسست في اقطار معينة تقدم قروضا للغير ولأغراض التنمية، مثل الصندوق العراقي للتنمية الخارجية، والبنك السعودي للتنمية، وبنك ابوظبي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي⁽²³⁾.

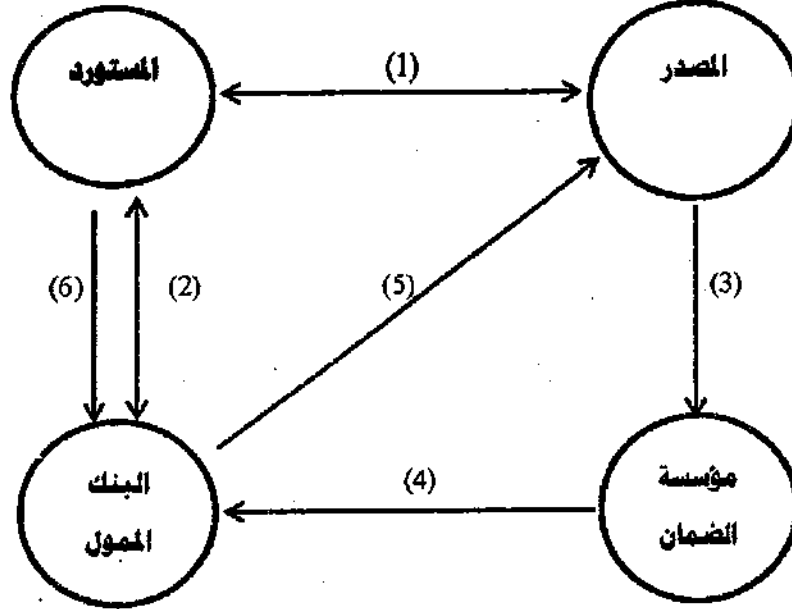
(2) القروض التصديرية Export Credit:- لغرض زيادة صادراتها إلى بقية دول العالم قامت عدد من الدول ولاسيما المتقدمة وقسم من الدول الناشئة بتقديم الدعم المالي لصادراتها، ومن خلال منح قروض تصدير قصيرة وطويلة الأجل بأسعار فائدة تقل عن فائدة السوق، كما تقدم ضمان ضد المخاطر غير

التجارية (السياسية) التي يتعرض لها تسديد القروض، وهناك مؤسسات تمويلية أنشأتها تلك الدول لتقديم القروض والتسهيلات للدول المستوردة، ومنها بنك الاستيراد والتصدير الأمريكي، وبنك الاستيراد الياباني، ولتزايد المنافسة بين الدول حول هذا النوع من القروض وظهور آثار سلبية على مستوى الاقتصاد العالمي، اتفقت تلك الدول ومن خلال منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) على وضع شروط للقروض التصديرية والتقييد بها وبما يخدم جميع الأطراف التصديرية المتنافسة، وتهدف اتفاقية OECD والموقعة من 40 دولة على توحيد شروط التمويل لأي فترة تزيد عن (2 سنة) بحيث يبقى التنافس بين الصادرات على أساس السعر النقدي والنوعية دون أي تأثير مالي، وأهم الشروط هو دفع المستورد 15% من قيمة البضاعة كجد أدنى قبل الشحن، وتم تقسيم دول العالم إلى فئات (متوسطة وقصيرة) وتم تحديد أسعار فائدة أقل وآجال أطول للدول الفقيرة⁽²⁴⁾.

وتصنف القروض التصديرية إلى نوعين هما:-

أ- ائتمان المشتري Buyers Credit :- يمنح هذا النوع في إطار تسهيلات تشجيع الصادرات الوطنية على أساس فترة قصيرة تصل إلى (360 يوم) أو لفترة متوسطة (1 - 5 سنة) أو لفترة طويلة (5 - 10 سنة)، ويستخدم هذا النوع لتمويل استيرادات السلع الرأسمالية وأحياناً السلع الاستهلاكية، وشراء بعض الخدمات، وسعر الفائدة على التسهيلات أقل من أسعار الفائدة السارية على الائتمان طويل الأجل في (بلد المورد) وضمن اتفاقية OECP، وعندما تكون موارد المصدرين محدودة يلجؤون إلى البنوك للاقتراض منها بضمان كمبيالات (سندات أذنيه) يوقعها المشتري، أو اعتمادات مستنديه غير قابلة للنقض ومؤجلة الدفع يفتحها المشتري لصالح المورد، وطبيعي أن تكون تلك السندات أو الاعتمادات مضمونة من أحد البنوك المتعاملة في هذا النوع.

شكل (7) خطوات تنفيذ عملية ائتمان المشتري

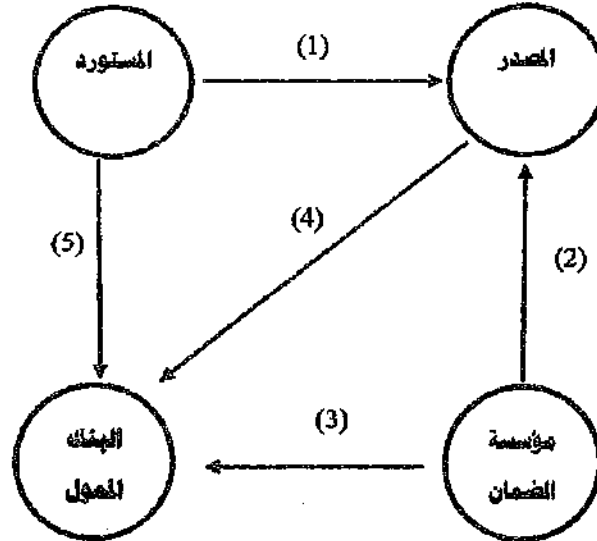


1. عقد توريد بضائع بشروط دفع فورية بين المصدر والمستورد.
2. عقد قرض بين المستورد والبنك الممول يسدد بسندات مسحوبة على المستورد.
3. تعهد المصدر بسداد أقساط الضمان تقوم به مؤسسة الضمان.
4. ضمان تقدمه مؤسسة الضمان للبنك الممول ضمان للقرض الممنوح للمستورد.
5. تمويل فوري من البنك الممول إلى المصدر مقابل صور عن مستندات الشحن في حدود القرض الموقع مع المستود.

(ب) ائتمان البائع SUPPLIER CREDIT

وهو الائتمان الذي يمنحه البنك أو الجهة الممولة الأخرى (للمورد) بناء على ائتمان يمنحه البائع (المصدر) لعملية المشتري بحيث يستطيع الأخير أن يأجل الدفع في أي أجل معين ويقوم بإصدار أوراق دين (سندات) تستحق خلال فترات مؤجلة ومكفولة من قبل بنوك تجارة خارجية وأسعار الفائدة عليها ثابتة كما يظهرها الشكل (8).

شكل (8) خطوات تنفيذ عملية ائتمان البائعين



1. عقد بين المصدر والمستورد لتوريد بضائع بالدفع الآجل (قصير أو متوسط أو طويل الأجل)
2. عقد ضمان من مؤسسة الضمان للمصدر ضد مخاطر عدم الوفاء (التجارية وغير التجارية)
3. ضمان شامل بالأوراق التجارية (كمبيالات أو سندات) التي يحتفظ بها البنك وذلك عن طريق خطاب ضمان أو حوالة.
4. تمويل فوري مقابل صور من مستندات الشحن أو الكمبيالات المقبولة من طرف المستورد سداد لقيمة البضاعة المشحونة وحسب الاتفاق.
5. قيام المستورد بسداد الكمبيالات عند حلول آجالها.

ثالثاً:- القروض حسب شروط تقديمها:- وتضم نوعين هما:-

- (1) القروض الميسرة Soft Loans :- وتصنف بطول فترة استحقاقها^(*)، وكذلك وجود فترة سماح^(**)، كما تتم بتخفيض الفائدة عليها، وأغلبها قروض رسمية متعددة الأطراف والقروض الحكومية الثنائية.
- (2) القروض الصعبة Hard Loans :- وتتسم بقصر فترة استحقاقها، وكذلك فترة السماح، كما ترتفع الفائدة عليها، من المصادر الخاصة.

(*) فترة الاستحقاق: وهي الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق على القرض، وتاريخ تسديد أصل القرض والفائدة.

(**) فترة سماح: وهي الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق على القرض، وتاريخ تسديد أول قسط منه.

مصادر وهوامش الفصل الرابع

- (1) د. رمزي زكي، ظاهرة التدويل في الاقتصاد العالمي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1993، ص 11-12.
- (2) د. فؤاد مرسي، الأساسية لمجدد نفسها، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1990، ص 124.
- (3) محفوظ جبار، العولة وانعكاساتها على الدول المتخلفة، جامعة قسطنطينية، الجزائر، 2001، ص 94-97.
- (4) هشام بساط، صيرفة التأمين الجديد في أعمال المصارف من الوجهتين القانونية والاقتصادية، أعمال المؤتمر السنوي لكلية الحقوق، جامعة بيروت العربية، ج 2، 2002، ص 455.
- (5) رسمية محمود وآخرون، "تنمية القطاع المصرفي في مواجهة تحديات العولة" مؤتمر الاستحقاق والتنمية وتحديات القرن 21، مجلد 1، جامعة الإسكندرية، 11-13 تشرين الثاني، 2003، ص 299.
- (6) المصدر السابق، ص 300.
- (7) عامر عبد الرحمن الشيخ، الاستخدامات الالكترونية في القطاع المصرفي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 2 يونيو، 2002، ص 4.
- (8) نادر الفرد قاحوش، العمل المصرفي عبر الانترنت، ط 1، الدار العربية للعلوم، عمان، 2001، ص 35.
- (9) وصاب عتيقة، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات وآثارها على القطاع المالي في البلدان العربية، رسالة ماجستير، جامعة بيسكو، 2003، ص 57.
- (10) رسمية محمود وآخرون، مصدر سابق، ص 289.
- (11) عبد المطلب عبد الحميد، العولة واقتصاديات البنوك، ط 1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 231.
- (12) المصدر السابق، ص 232.
- (13) www.almokutsar.com/html
- (14) David D, Vanhoose & Joseph P, Daniel, Op.Cit.p.63.
- (15) د. سمر كوكب الجميل، التمويل الدولي، مدخل في المياكل والعمليات والأدوات، 2012، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، 2012، ص 92.
- (16) المصدر السابق، ص 93.
- (17) نيلسون آرو وجوديسوزا، انهار الليبرالية الجديدة، ترجمة جعفر سوداني، إصدارات بيت الحكمة: بغداد، 1999، ص 200.
- (18) د. سمر كوكب الجميل، مصدر سابق، ص 32-38.
- (19) المصدر السابق، ص 358.
- (20) George H. Hemple & Donald G. Simonson & Alan B. coleman, Bank Management. Tex. and cases. Fourth Edition, 1999p.p 488-512
- (21) World Bank, world Debt Tables. External Debt of Developing countries, country Tables, Vol. 2 , 1981-1990, Washington P-viii
- (22) د. عرفان نقي الحسيني، مصدر سابق، ص 71-73.
- (23) د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، دار صفاء للطباعة، عمان، 2004، ص 144-149.

الفصل الخامس

ميزان المدفوعات

The Balance of Payments

ماهية ميزان المدفوعات ومكوناته

أولاً:- تعريف ميزان المدفوعات:-

يعرف ميزان المدفوعات من وجه النظر الاقتصادية بأنه سجل منظم او بيان حسابي شامل لكل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين المقيمين في دولة ما ، والمقيمين في الدول الأخرى خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة⁽¹⁾.

اما صندوق النقد الدولي (IMF) فيعرفه بأنه سجل يعتمد على القيد المزدوج، يتناول احصائيات فترة زمنية معينة بالنسبة للتغيرات في مكونات او قيمة اصول اقتصاديات دولة ما ، وذلك بسبب تعاملها مع بقية الدول الأخرى او بسبب هجرة الافراد أو التغيرات في قيمة أو مكونات ما تحتفظ به من ذهب تقدي او حقوق سحب خاصة وحقوقها والتزاماتها تجاه بقية دول العالم⁽²⁾.

ومن خلال التعريفين يمكن ان نستنتج النقاط الآتية:-

- 1- ان صفة المقيم تطلق على كافة الاشخاص الطبيعيين والاعتباريين (افراد - شركات - هيئات حكومية - بنوك..... الخ) والمتواجدين على ارض دولة معينة ويمارسون نشاطاً اقتصادياً منتظماً بالإضافة إلى فروع الشركات الأجنبية ويترتب على ذلك ان الافراد الذين يقيمون بشكل عرضي على ارض الدولة كالسائحين الأجانب لا يعتبرون من المقيمين كما ان الإقامة العارضة في الخارج لا ترفع صفة المواطنة عنهم، فالسائح العراقي الموجود في مصر يعتبر مقيماً في العراق وليس مصر، والعكس صحيح.

كما ان أعضاء الهيئات الدبلوماسية على الرغم من تواجدهم خارج الوطن فهم يعتبرون مقيمين في دولة الجنسية الأصلية وليس في الدولة المضيفة لهم، في حين

ان العمال الذين يقيمون في الخارج لفترة طويلة يعتبرون مقيمين في الدولة المضيفة لهم.

2- الإقامة وليست الجنسية هي التي تحدد نوع المعاملة دولية وتقيد في الميزان ام لا ، لان الجنسية تبين لنا علاقة سياسية وقانونية بين الفرد والدولة التي ينتمي لها ، ولكن لا تعبر بالضرورة عن الارتباط الاقتصادي بينه وبينها. فمثلاً لو تمت معاملة تجارية بين بريطاني مقيم في العراق واخر فرنسي مقيم ايضاً في العراق فهذه المعاملة ليست دولية ولا تقيد في ميزان مدفوعات العراق ، ولكن لو تمت المعاملة التجارية بين عراقي مقيم في الأردن وعراقي اخر مقيم في العراق فهذه المعاملة دولية وتسجل في ميزان المدفوعات.

3- ميزان المدفوعات يهتم ويدون فيه المعاملات الاقتصادية الخارجية بين المقيمين وغير المقيمين ولا شأن له بالمعاملات الاقتصادية داخل حدود البلد الواحد ، كما انه لا يوجد شرط في تحديد الفترة الزمنية التي يغطيها حساب ميزان المدفوعات ، فهناك دول تعد موازينها كل ثلاثة اشهر (USA) واخرى تعد على شكل نصف سنوي (فرنسا) والغالبية الاخرى من الدول تعد ميزان مدفوعاتها كل سنة.

4- ان ميزان المدفوعات يعتمد على نظام القيد المزدوج فكل معاملة اقتصادية مع الخارج تدون مرتين ، مرة في الجانب المدين واخرى في الجانب الدائن.

ثانياً: وظائف ميزان المدفوعات:-

يمكن حصرها بالوظائف الاتية:-

1- انه يوفر المعلومات والبيانات للحكومة عن وضعها المالي على المستوى الدولي ، وهل هي مدينة ام دائنة للعالم الخارجي.

2- ان التعرف على وضع ميزان المدفوعات يساعد واضعي السياسات الاقتصادية على اتخاذ القرارات المناسبة ولا سيما في مجال السياسة المالية والنقدية والتجارية اضافة إلى نظام المدفوعات.

3- تعتبر البيانات الواردة فيه أداة للتقييم والتفسير العلمي لكثير من الظواهر الاقتصادية المرتبطة بالاقتصاديات العالمية.

4- يوفر فرصة لتقييم آثار تخفيض قيمة العملة الوطنية، ومن ثم بيان مدى أثر ذلك على الصادرات بالزيادة أو النقصان، ومن خلال النظر لاستجابة الميزان التجاري لذلك.

5- هيكل المعاملات الاقتصادية في الميزان له دلالاته الخاصة التي تعبر عن الأحوال الاقتصادية للدولة، قوة وضعف سعر الصرف، درجة تكيفه مع التغيرات التي قد تحصل في الاقتصاد العالمي، مدى الوفاء بالالتزامات، هيكل الصادرات والاستثمارات... الخ.

ثالثاً: أقسام ميزان المدفوعات:-

تقوم الدول فيما بينها بتبادل عدد كبير من السلع والخدمات والأصول المالية، ويقوم الاقتصاديون بتجميع هذه المعاملات حسب نوعها (by type) وهناك فئات مختلفة لكل نوع من تلك المعاملات، وكل مجموعة من الفئات تشكل بمجموعتها نوعاً معيناً من حسابات الميزان التي يمكن تقسيمها إلى:

1- الحساب الجاري (The current account) المعاملات الجارية، ويضم⁽³⁾:-

أ- الميزان التجاري (Commercial Balance):- يقيس لنا صادرات و واردات الدولة للسلع الملموسة (tangible) ويضم التجارة في المواد الغذائية، المواد الصناعية، السلع الرأسمالية (الآلات)، السيارات، السلع المستهلك (consumer goods)، مواد أولية... الخ، وتسمى عمليات التصدير والاستيراد هذه بالعمليات (المنظورة أو المرئية) لكونها ملموسة وتمر عبر الكمارك، ودقة تسجيل تلك العمليات يعتمد على درجة تطور النظام الكمركي وكفاءة أجهزته الإدارية والفنية والاستقرار السياسي والأمني الذي يقلل من عمليات التهريب.

إن تعليمات (IMF) ولأغراض القيود تبين أن صادرات البضائع يجب أن تقيم (FoB) (free on Bord) عند الحدود حيث تقوم إدارة الكمارك باحتساب الصادرات FoB (بمعنى الصادرات المحملة على ظهر السفينة عند الحدود

الكمركية في ميناء التصدير بدون تكاليف النقل والتأمين)، كما ان قيمة الواردات تحسب (cost insurance and freight) (CIF) اي كلفتها FoB مضافة اليها كلفة النقل والتأمين، ويدون تصدير اي نوع من السلع قيماً دائماً حيث يترتب عليها توليد عملة اجنبية لداخل البلد وتقيد بعلامة الاضافة (+) plus sign، اما استيرادات السلع فتدون في الجانب المدين وتقيد بعلامة سالبة (-) negative sign لأنها تتطلب مدفوعات بالعملة الأجنبية للخارج.

كما يطلق على المقارنة بين قيمة الصادرات والواردات اسم الميزان التجاري ويكون في صالح الدولة اذا كانت الصادرات اكبر من الواردات، وبالعكس في غير صالح الدولة اذا كانت الاستيرادات اكبر من الصادرات.

فلو قام العراق بتصدير سلعة (كبريت مثلاً) بقيمة 500 مليون دولار للخارج فإن ذلك يسجل (دائن) في حقل الصادرات في الميزان التجاري، بتعبير اخر أن الصادرات الوطنية التي يترتب عليها تسلم عملة اجنبية او تكون طلباً على العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي تسجل (دائن)، في حين ان الاستيرادات التي ينجم عنها مدفوعات بالعملة الوطنية للأجانب او تكون طلباً على العملات الأجنبية في سوق الصرف تسجل (مدين)، اذن الميزان التجاري يتعلق بعمليات التجارة الخارجية والخاصة بتصدير واستيراد السلع بكافة انواعها (مواد اولية، منتجات زراعية وصناعية، سلع مصنعة، سلع نصف مصنعة، سلع استهلاكية،الخ.

ب- ميزان الخدمات: Services Balance

ويظم عدة معاملات غير منظورة كونها لا تمر عبر اجهزة الكمارك، ويشار ايضاً إلى صعوبة قياسها عند مقارنتها مع المعاملات المنظورة، ويتكون هذا الميزان من البنود الآتية:-

* خدمات غير منظورة (صادرات) (دائن +) وتشمل:-

- إيرادات النقل والاتصالات التي انتفع بها الأجانب (نقل المسافرين والسلع عبر الخطوط البرية، وخدمات الاتصالات عبر الهاتف والتلكس والاقمار الصناعية....الخ).

- إيرادات شركات التأمين الوطنية.
 - إيرادات المؤسسات المالية المصرفية بأنواعها.
 - إيرادات هيئات الموانئ الوطنية والنقل الجوي وشركات الملاحة.
 - إيرادات السفر والسياحة من الاجانب، وتظم ايضاً إيرادات العلاج الطبي ونفقات الدراسة والسياحة غير الواردة في الفقرات السابقة، ارباح الاستثمارات الوطنية بالخارج.
 - إيرادات استثمارية (الفوائد المتحققة من القروض، إيرادات اسهم، ارباح موزعة) وتسجل جميع هذه البنود في الجانب الدائن (+) من ميزان الصادرات غير المنظورة (خدمات غير منظورة)، ان عائد رأس المال والذي يقصد به الفوائد والإرباح التي ينتجها رأس المال الموظف او المستثمر، فلو كان رأس المال موظفاً في شراء سندات حكومية فانه ينتج فائدة، اما اذا كان موظفاً في استثمار مباشر في اي مشروع فانه ينتج ربحاً.
 - * خدمات غير منظورة (استيرادات) (مدین -):- وتشمل جميع البنود السابقة والتي يحصل بموجبها الوطنيون خدمات من الأجانب والتي تتيح عنها مدفوعات للخارج.
- ويذكر ان ميزان الخدمات يحتل مكانة هامة في موازين مدفوعات بعض الدول، حيث نجد ان دول معينة اصبح عائد العمل يشكل مورداً هاماً للنقد الاجنبي مثل (مصر، الفلبين، بنغلادش، الهند، اسبانيا)، كما نجد ان ميزان الخدمات في بعض الدول يحقق فائضاً يسد عجز الميزان التجاري.
- ج - التحويلات من طرف واحد:- وتتمثل بالتحويلات من طرف واحد وبدون مقابل مثل الهدايا والمنح والمساعدات والاعانات التي تقدمها الدول الغنية للدول الفقيرة، اضافة الى تحويلات العاملين الى ذويهم، مساعدات هيئة الصليب الاحمر التي ترسل مساعدات انسانية للمنكوبين من الحوادث او غيرها، سواء كانت تلك التحويلات حكومية او خاصة او شخصية، لقد اصبح عائد عنصر العمل يشكل مورداً هاماً للعمالات الأجنبية في العديد من الدول كمصر وبنغلادش ولبنان واسبانيا وغيرها من الدول، واصبحت الأموال التي يرسلها المهاجرون إلى بلدهم

تشكل جزء هام للحصول على العملات الصعبة، فمثلاً عندما تقدم حكومة العراق بتقديم معونة الى الصومال (مليون دولار) فهذا يعني خروج نوع معين من الاصول إلى الخارج، وعليه تدون هذه العملية في الجانب (المدين) اصول بالعملات الصعبة، في حين تسجل مقابلها (دائن) تحت باب تحويلات دون مقابل والصفقات المجانية هذه لا يوجد لها مقابل وللحفاظ على مبدأ التوازن المحاسبي تم التوافق على القيد المزدوج لكل صفقة مجانية كالاتي.

القيد الأول: يتم على أساس التدفق الحاصل لصالح المقيمين او غير المقيمين.
القيد الثاني: وهو القيد الموازن والذي يظهر في حساب خاص يسمى التحويلات بدون مقابل.

2- حساب رأس المال (العمليات الرأسمالية) The Capital Account

يدون هذا الحساب المعاملات الرأسمالية بشكل عام والتي تصنف إلى معاملات مالية طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل.

أ- المعاملات طويلة الاجل:- هي تدفقات مالية من البلد إلى بلدان اخرى او بالعكس والتي مدتها تزيد عن السنة وتقسم إلى:-

* الاستثمار الأجنبي المباشر (رأس المال طويل الاجل).

* القروض متوسطة وطويلة الاجل.

* اقساط سداد القروض.

ان الاستثمارات الأجنبية التي يأتي بها الاجانب لتوظيفها في بلد ما غير بلدها الاصلي تسجل في الجانب (الدائن) في حساب رأس المال لأنها ارصدة من النقد الاجنبي تتدفق إلى داخل البلد المعني، في حين تسجل الاستثمارات المباشرة التي يقيمها المواطنين او الحكومة او الشركات خارج بلدهم تقيد في الجانب (المدين) في نفس الحساب.

اما القروض والتي غالباً ما تكون من مصادر خاصة او حكومية وكذلك من المؤسسات المالية الدولية والاقليمية، فالقروض الرأسمالية الأجنبية واقساط سداد القروض الوطنية المستلمة من الاجانب تسجل في الجانب (الدائن) كونها

تدفقات إلى داخل البلد ، في حين تسجل القروض الوطنية الممنوحة إلى الجانب وأقساط تسديد القروض المسلمة من جانب الوطنيين أو الحكومة إلى الأجانب في الجانب (المدين) كونها تدفقات إلى خارج البلد.

وبشكل عام ان تدفق رأس المال الى الداخل يقيد دائماً في حساب رأس المال لأنه يتضمن مقبوضات نقدية بالنسبة إلى المواطنين أو الحكومة ، في حين ان تدفق رأس المال إلى الخارج يقيد في الجانب المدين لأنه يمثل مدفوعات نقدية إلى الأجانب ، وأحياناً يشار إلى تدفق رؤوس الأموال للخارج على انه (تصدير رأس المال) في حين تدفقه للداخل على انه استيراد رأس المال⁽⁴⁾.

ب- اما المعاملات المالية قصيرة الاجل فتشمل رؤوس الاموال المحمولة إلى او من الخارج بقصد الاستثمار قصير الاجل لمدة تقل عن السنة⁽⁵⁾ ، وتشمل التحويلات في التغيرات التي تطرأ على اجمالي الحقوق المالية قصيرة الاجل ، التي يحتفظ بها المقيمون على الاجانب ، وعلى الحقوق المالية التي يحتفظ بها الاجانب على المقيمين ، وتتخذ هذه الحقوق اشكالاً عدة منها (العملات، الودائع المصرفية، اذونات الخزينة، اوراق تجارية قصيرة الاجل، اعتمادات مصرفية، كمبيالات.... الخ) وتمتاز هذه الحقوق المالية بالحركة السهلة وسيولتها العالية عندما تنتقل من دولة الى اخرى⁽⁶⁾ ، ورؤوس الاموال هذه عندما تتدفق من الخارج إلى الداخل يؤدي إلى نقصان الاصول الأجنبية او زيادة الالتزامات الخارجية قصيرة الاجل للمقيمين وتسجل في الجانب (الدائن) لكونها يترتب عليها استلام مدفوعات ، وعندما تتدفق من الداخل إلى الخارج تؤدي إلى زيادة الاصول الأجنبية او نقصان الالتزامات الخارجية قصيرة الاجل للمقيمين ، وتسجل في الجانب (المدين) لحساب رأس المال.

فمثلاً عندما يشتري أجنبي اسهماً عراقية او عندما يبيع عراقي اسهماً اجنبية ، في هذه الحالة يترتب استلام مدفوعات من الاجانب (ثمن شراء الاسهم

وكذلك بيعها) وتسجل في حساب (الدائن) لكونها حقوق على الخارج، بمعنى زيادة الموجودات الاجنبية في داخل العراق وفي حالة نقص الموجودات العراقية في الخارج او حصل تدفق اموال إلى داخل العراق، كذلك شراء العراقي لأذونات خزانة لدولة اجنبية وعندما يبيع الاجنبي اذونات عراقية، هذه الحالة تتطلب اداء مدفوعات تجاه الاجانب ويسجل ذلك في الجانب (المدين) لحساب رأس المال لكونه حقوق للأجانب على العراق، اي في حالة زيادة موجودات العراقيين في الخارج او في الداخل او في حالة نقص الموجودات الأجنبية في العراق، او حصل تدفق لرأس المال من داخل العراق إلى الخارج وتطلب الحالة اعطاء مدفوعات إلى الاجانب.

3- صافي الاحتياطات الدولية من الذهب النقدي والأصول السائلة:-

يدون في هذا القسم صافي التغيرات في الاحتياطات الدولية السائلة لغرض اجراء التسوية الحسابية لصافي العجز او الفائض في ميزان المدفوعات من الناحية الاقتصادية، والذي هو النتيجة النهائية لرصيد الحساب الجاري والمعاملات الرأسمالية، والعجز يكون في حالة الجانب المدين للحسابين اكبر من الجانب الدائن، والفائض يكون عندما يحدث العكس، وهذه الفقرة من ميزان المدفوعات تستخدم لتسوية العجز او الفائض في ميزان المدفوعات بواسطة التحركات من عناصر الاحتياطات الدولية ويصبح الميزان متوازناً من الناحية المحاسبية.

• مكونات الاحتياطات من الذهب النقدي والأصول السائلة⁽⁷⁾:-

- أ- رصيد الذهب النقدي لدى السلطة النقدية.
- ب- العملات الأجنبية القابلة للتحويل.
- ج- حقوق السحب الخاصة.
- د- رصيد المعاملات الأجنبية والودائع الجارية التي تحتفظ بها السلطات النقدية وتقع تحت رقابتها لدى البنوك الأجنبية.
- هـ- الأصول الوطنية قصيرة الاجل التي تحتفظ بها السلطات الأجنبية والبنوك الأجنبية.

- و- ودائع تحتفظ بها البنوك الأجنبية لدى البنوك الوطنية.
- ز- اصول اجنبية قصيرة الاجل تمثل التزامات على الحكومات الأجنبية ومواطنيها اتجاه الدولة ويمكن التصرف بها (اذونات الخزينة، اوراق تجارية).
- ح- موارد صندوق النقد الدولي (مركز الذهب الخاص في الصندوق).

4- الحذف أو الخطأ:-

في بعض الأحيان تكون النتيجة النهائية لمجموع الجانب الدائن لا تساوي في القيمة الجانب المدين، في مثل هذه الحالة تعادل قيمة حساب (الحذف أو الخطأ) بين القيمة الكلية لكلا الجانبين في الميزان ومكانها قيمة الجانب الاقل سواء كان المدين أو الدائن، ويحدث الحذف والخطأ في ميزان المدفوعات نتيجة العدد الهائل من العمليات الاقتصادية والمالية الخارجية للدولة، أو اخفاء متعمد من قبل الدولة لبعض مشترياتها أو مبيعاتها كالمسكينة مثلاً، أو خطأ في تقدير نفس الفقرة في الميزان من قبل اجهزة الكمارك ومراقبة التمويل في البنك المركزي.

• نظام ميزان المدفوعات:-

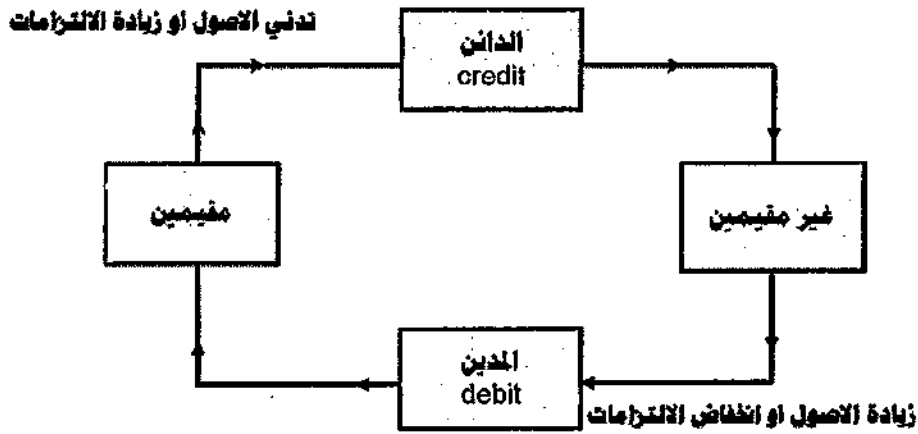
يقوم تنظيم ميزان المدفوعات على مبدأ القيد المزدوج مما يجعله بالضرورة متوازن دائماً، بمعنى ان تكون المديونية والدائنية متساوية في جميع الأموال، وهذا التوازن الحتمي من الناحية المحاسبية لا يعني عدم وجود اختلالات من الناحية الواقعية، ان كل تعامل اقتصادي مع الخارج يترتب عليه التزام معين، فالبلد مع كل هذه التعاملات اما ان يترتب له حق على الدول الاخرى (دائن) او يترتب عليه ديون للبلدان الاخرى يتوجب دفعها (مدين)، ولهذا السبب فالميزان يتكون من جانبين احدهما الحساب الدائن تمكن الدولة من ان تستلم ايرادات من العالم الخارجي (قيم صادرات السلع، فوائد وارباح القروض والاستثمارات في الخارج، قيمة خدمات النقل والتأمين المقدمة للأجانب..... الخ) ويشار عادة إلى الفقرات الدائنة بالعلامة (+)، اما الجانب المدين وتسجل فيه المعاملات التي تلزم الدولة بأن

تؤدي مدفوعات بالعملات الاجنبية إلى الخارج (قيمة استيرادات السلع، قيمة الارباح والفوائد لرؤوس الأموال بقصد الاستثمار، الديون المترتبة على البلد للخارج.... الخ) ويشار اليها عادة بإشارة سالبة (-).

اذن مبادئ القيد المزدوج في ميزان المدفوعات يعتبر حساب يشتمل على جانب مدين واخر على جانب دائن ففي الجانب الدائن تسجل كافة عمليات البيع بما فيها بيع الاصول من قبل المقيمين إلى غير المقيمين سواء كانت الاصول بضائع او اسهم او عملات.... الخ، اما في الجانب المدين تسجل كافة عمليات الشراء بما فيها حيازة كافة نماذج الاصول التي يجريها المقيمون مع غير المقيمين.

والشكل التالي يبين قيد التدفقات في ميزان المدفوعات

شكل (9) قيد التدفقات في ميزان المدفوعات



وعليه فنظام ميزان المدفوعات يبين ان كل عملية مع الخارج بين مقيم وغير مقيم يترتب عليها قيد محاسبي في ميزان المدفوعات (تحت عمود الدائن او تحت عمود المدين)، واذا كانت القيود لا يوجد خطأ فيها فيفترض ان تكون متساوية الجانبين.

بشكل عام يكون التسجيل للعمليات في الميزان كالآتي:-

* تصدير البضائع وبيع الخدمات للأجانب (الخارج) تسجل دائنة (+)

- * استيراد البضائع وشراء الخدمات إلى الخارج تسجل في الجانب المدين (-)
- * شراء الاسهم والسندات (حيازة رأس المال من قبل المقيمين) يسجل مدين
- * بيع الاسهم والسندات (حيازة رأس المال من قبل غير المقيمين) يسجل دائن
- * حيازة العملات الصعبة والنقد الوطني من قبل المقيمين (مدين)
- * تسديد العملات الصعبة والنقد الوطني من المقيمين الى غير المقيمين يسجل (دائن) أمثلة على قيود ميزان المدفوعات:-

أمثلة على القيد في ميزان المدفوعات:

- 1- لنفرض ان العراق استورد سلع من الخارج بقيمة 8 مليون دينار، هذه القيمة تسجل كفقرة مدين في الحساب الجاري (الاستيرادات) ولكن دفع القيمة هذه للخارج تسجل كفقرة (دائن) في حساب صافي الاحتياطات الدولية كونها مثلث التزام للخارج يتوجب على العراق دفعه.
- 2- ولنفرض ان العراق صدر نفطاً إلى اليابان بقيمة 10 مليون دولار فقيمة الصادرات (دائن) في حساب الصادرات من الميزان التجاري، في حين ان استلام قيمة الصادرات تسجل في حساب النقد الاجنبي كفقرة (مدين) كونها تزيد من ارصدة حساب النقد الاجنبي.
- 3- ولو فرضنا ايضاً ان العراق أجر سفنه الى كوريا لنقل النفط العراقي وقيمة 1 مليون دولار، هذا الايجار يشابه عملية تصدير سلعة عراقية، ويسجل في الجانب الدائن (صادرات غير منظورة) في ميزان الخدمات، وعندما يستلم العراق قيمة الايجار هذا فتزيد ارصدة العراق الاجنبية و تسجل كفقرة مدين في ميزان النقد الاجنبي.
- 4- قيام احدى شركات التأمين الاجنبية بتقديم خدمات التأمين لإحدى الشركات العراقية وبمبلغ 2 مليون دولار، فان ذلك يسجل في حساب ميزان الخدمات (خدمات غير منظورة) مشابهة للاستيرادات في الجانب المدين.

البيان	الدائن	المدين
الميزان التجاري		
صادرات FOB		
نפט خام	10 مليون دولار	—
استيرادات (Cif)		
استيرادات سلعية	—	8 مليون دولار
ميزان الخدمات		
خدمات غير منظورة (صادرات)		
تاجير سفن	1 مليون دولار	—
خدمات غير منظورة (استيرادات)		
ايرادات شركات التأمين	—	2 مليون دولار

5- لنفرض ايضاً ان إحدى الشركات العراقية قامت ببناء مصفاة للنفط في مصر بقيمة 10 مليون دولار، هذه العملية تسجل اولاً كفقرة (مدين) في حساب رأس المال طويل الاجل كونها تدفقات للخارج، ثم تسجل كفقرة (دائن) في ميزان النقد الأجنبي كونها خفضت رصيد العراق من النقد الأجنبي.

6- كما لو قام العراق بإقراض الصومال مبلغ 7 مليون دولار فهذه الأموال المتدفقة للخارج تدون كفقرة (مدين) في حساب رأس المال طويل الاجل، ثم تظهر كفقرة دائن في حساب النقد الأجنبي كونها خفضت رصيد العراق من النقد الأجنبي.

7- كما لو اقدم العراق على تقديم معونة عينية بقيمة 15 مليون دولار لأحد البلدان الذي تعرض لكارثة طبيعية، فهذه العملية شبيهة بالتصدير للبضائع من حيث طبيعة التدفق باتجاه الخارج وتدون قيمتها من الجانب الدائن اما مقابلها الحسابي يسجل في الجانب المدين تحت باب التحويلات دون مقابل.

البيان	دائن	مدين
صادرات من البضائع	15 م \$	—
تحويلات دون مقابل (في جانب واحد)	—	15 م \$

وعلى عكس ذلك عندما يتلقى العراق معونة مالية وبالدولار الأمريكي قيمتها 20 مليون دولار، هذا يعني ان رصيد العراق من العملات الصعبة سيزيد وتدون العملية هنا بالجانب (المدين) والمقابل الحسابي لها يدون في الجانب الدائن تحت بند التحويلات بدون مقابل.

البيان	دائن	مدين
تحويلات دون مقابل	—	\$ 20 م
اصول بالعملة الصعبة	\$ 20 م	—

8- ولو نفترض ان احد المقيمين في العراق قد حصل على مدفوعات فائدة 1 مليون دولار من حيازته لسندات اصدرته الخزانة الأمريكية، مدفوعات الدخل هذه (الفائدة) هو بمثابة صادرات غير منظورة (دائن) والسبب لان المقيم في العراق تسلم مدفوعات من الخارج (1 مليون دولار) وعليه يتم قيد المدفوعات التي يحصل عليها المقيمون في الدولة الذين يملكون اصولاً مالية من الخارج (دائن)، بينما المدفوعات التي تذهب إلى الأجانب الذين يملكون اصولاً مالية في العراق (مدين) وارادات غير منظورة. ثم تسجل المدفوعات المستلمة (مدين) في حساب النقد الأجنبي، بينما المدفوعات الخارجة (دائن) في حساب النقد الأجنبي.

9- وهناك امثلة كثيرة حول عمليات التقييد مثلاً لو قام احد المشاريع المقيمة في العراق بتصدير بضاعة بقيمة 14 مليون دولار، تسجل في الجانب الدائن تحت باب (الصادرات) واذا حصل المشروع وعلى الفور ما يوازي 14 مليون دولار بالعملة الصعبة فإن ذلك يسجل في حساب الاحتياطات (المدين)

تسديد الصادرات بأصول او التزامات بالعملة الصعبة

البيان	دائن	مدين
صادرات	\$ 14 م	—
احتياطات بالعملة الصعبة	—	\$ 14 م

اذا تم شراء سلع بما يقابل ذلك فيتم التسجيل كالآتي:

البيان	دائن	مدين
صادرات	\$ 14 م	—
واردات	—	\$ 14 م

اما لو كان المشروع المقيم الذي قام بالتصدير منح المشروع غير المقيم قرضاً قصير الاجل، فإن المقيم سوف يتلقى سنداً مماثلاً للقرض ويكون التسجيل كالاتي:

تسديد الصادرات بقروض قصيرة الاجل

البيان	دائن	مدين
صادرات	\$ 14 م	—
قروض قصيرة الاجل	—	\$ 14 م

ولو قام المشروع غير المقيم بتسديد القرض وبواسطة العملة الصعبة يكون التسجيل كالاتي:

تسديد قروض قصيرة الاجل

البيان	دائن	مدين
قروض قصيرة الاجل	\$ 14 م	—
اصول بالعملة الصعبة	—	\$ 14 م

10- لو قام غير مقيم بشراء اسهماً عراقية من سوق العراق للأوراق المالية او قام مقيم في العراق ببيع اسهماً أجنبية بمبلغ 15 مليون دولار، يترتب على هذه الحقوق المحلية حقوق على الخارج وتسجل (دائن) في حساب رأس المال قصير الاجل ويقابها قيد (مدين) في حساب صافي الاصول والاحتياطات.

11- قامت شركة عراقية للتأمين بتقديم خدماتها لأحدى الشركات الاجنبية العاملة في العراق بقيمة مليون دولار، هذه العملية تؤثر على جانبيين هما الحساب الجاري (خدمات) صادرات غير منظورة وتسجل (دائن) وكذلك تؤثر على جانب اخر هو زيادة تراكم الاحتياطات من العملة الصعبة وتسجل في حساب الاحتياطات الدولية (مدين).

12- قامت شركة عراقية باستيراد الآلات ومعدات بقيمة 20 مليون دولار من شركة أمريكية هذه المعاملة الاقتصادية ستؤثر في الحساب الجاري (الاستيرادات) وتدوّن (مدين) والحساب الآخر هو حساب الاحتياطات (دائن).
مثال:- قام سائحين عراقيين بأنفاق 3 مليون دينار في إيران هذه العملية تؤثر على الحساب الجاري، بند الخدمات (استيرادات غير منظورة) (مدين) وحساب الاحتياطات (دائناً) بنفس القيمة.

مفهوم التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات

لما كان ميزان المدفوعات يعتمد على نظام القيد المزدوج مما يشير إلى أنه متوازن دائماً من الناحية الحسابية، وهذا التعادل لجانب الميزان ليس من شأنه اظهار أي شيء عن مركز الدولة الاقتصادي في الاقتصاد العالمي وإذا لم يكن للتوازن المحاسبي أي فائدة، ولذلك لابد أن تركز في التحليل على البنود الفردية في اقسام ميزان المدفوعات، وهنا لا توجد حتمية لكي يتوازن كل قسم لوحده على انفراد كما هو حال الميزان الكلي، وهذا وحده يفسر وصف الميزان على أنه متوازن أم مختل اقتصادياً ومن خلال استخلاص اجزاء من حسابات الميزان ومقارنة جانبه المدين والدائن وعليه فإن التوازن والاختلال الذي نحكم به على ميزان المدفوعات لدولة ما هو عندما ننظر الى بعض الموازين الفردية ولا بد أن يكون هناك وصف آخر غير الوصف المحاسبي وهذا الوصف هو المفهوم الاقتصادي للتوازن أم الاختلال⁽⁹⁾.

وعليه فإن التركيز والتحليل على الموازين الفردية المكونة لميزان المدفوعات تظهر لنا نوعين من العمليات تبين لنا وصف الميزان متوازن أم مختل هي⁽¹⁰⁾:-

1- عمليات تلقائية:- تمثل فعاليات النشاط الاقتصادي في القطاع الخارجي مثل تصدير واستيراد السلع وتقديم الخدمات أو الحصول عليها، تلقي الاستثمارات أو القيام بها، وهذه الفعاليات تحدث دون النظر إلى حالة ميزان المدفوعات.

2- عمليات تعويضية:- وهذه لا تجري لذاتها وانما من اجل جعل الميزان الكلي متوازناً، بمعنى انها تحقق او تجري لتسوية ما تم من عمليات تلقائية، مثل استيراد وتصدير الذهب واستخدام الاحتياطات.....الخ، وهذه العمليات لا تجري لو لم تكن هناك عمليات تلقائية وهي لا تحدث الا من اجل تسوية او موازنة ما تم من عمليات تلقائية.

ونستنتج من ذلك ان التركيز او النظر إلى العمليات التلقائية وحدها يبين لنا هل الميزان في توازن عندما تتعادل قيمة الجانب الدائن لهذه العمليات مع قيمة الجانب المدين لنفس العمليات، اما الاختلال فيكون له صورتين:

- وجود فائض اي زيادة الجانب الدائن عن المدين ويوصف بأنه موجب وفي صالح الدولة ويسمى ميزان فائض.

- وجود عجز اي زيادة الجانب المدين عن الدائن ويوصف بأنه سالب وفي غير صالح الدولة ويسمى ميزان عجز.

وعليه نقول ان ميزان المدفوعات يكون في حالة تعادل عندما تتساوى قيمة الجانب المدين لحسابي المعاملات الجارية وحساب رأس المال طويل الاجل مع قيمة الجانب الدائن لنفس الحسابين، او لديه فائض او عجز في حالة عم تساويهما كما اشرنا، وعندما نستخدم حسابات ميزان المدفوعات نجد ان العمليات التلقائية تتحقق او تجري في حسابين المعاملات الجارية والمعاملات الرأسمالية طويلة الاجل، اما العمليات التعويضية فتتحقق في حساب صافي الاحتياطات من الذهب النقدي والعملات.

اما اسباب الاختلال فهي (11):-

1- الاضطرابات قصيرة الاجل:- وتحدث بسبب الحالات الطارئة التي تحصل لبلد ما، كالحروب والظروف الجوية والكوارث وكلها تنعكس بشكل سلبي على الانتاج المحلي، ثم انخفاض حصيلة الصادرات وبالتالي ظهور العجز في ميزانها.

2- التغيرات في الدخل النقدي:- عند حصول تغيير بشكل مستقل في الدخل النقدي لأحد البلدان مما ينعكس في حالة تضخم أو انكماش، فلو حصل التضخم فهذا يعني أن الطلب الكلي على السلع بالأسعار الجارية يتجاوز الإنتاج الكلي وبالتالي يحصل العجز، لأن فائض الطلب الكلي سينصب على زيادة الاستيرادات وقد يؤدي إلى عجز ميزان المدفوعات، أما إذا كانت التغيرات في الدخل تحصل بصورة جماعية لمجموعة بلدان فقد يرتفع النشاط الاقتصادي أو ينخفض خلال الدورة التجارية في مجموعة من الدول، فإن تزامنت هذه التغيرات في الدخل لهذه الدول فإن صعوبات قد تنشأ في موازين مدفوعاتها، فإذا انخفض الدخل والاستخدام في دولة من هذه الدول، وإذا كانت ذات أهمية في الاقتصاد العالمي فإن استيراداتها ستتخفض وسيحرر جانباً من الاستهلاك المحلي لأغراض التصدير وبالتالي تحقق فائض، ولكن هذا الفائض هو عجز للبلدان المشتركة معها تجارياً.

3- التغيرات الهيكلية:- أن حصول التغيرات الهيكلية على مستوى القطاعات الاقتصادية (قطاع واحد) سواء في جانب الطلب أو العرض، فظروف العرض تتغير عندما تستنزف الموارد الطبيعية وترتفع التكاليف أو قد يكون هناك اختراع جديد أو تحسن في طرق الإنتاج تؤدي إلى تخفيض الكلف أو إدخال منتجات جديدة، أو تحصل التغيرات الهيكلية في معدلات تدفق الأموال.

فمثلاً اكتشاف موارد جديدة تجعل ذلك البلد لا يحتاج إلى استيراد رأس المال وقد يجعل البلد ومركزه بوصفه دائماً إلى مديناً بسبب استثماراته في الخارج أو بسبب انخفاض أصوله في الخارج التي تدر عليه فوائد وأرباح بسبب استثماراته في الخارج التي تدر عليه أرباح وفوائد، وبالتالي يظهر اختلال هيكلي في ميزان مدفوعاته سواء كان ناجم عن العرض أو الطلب أو تغير مستوى المعيشة.

- **اليات إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات:-** تمر الكثير من الدول في حالات عدم التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات سواء في عجز أم فائض وقد يعود ذلك لأسباب داخلية أو لأسباب خارجية، فمثلاً يواجه ميزان المدفوعات

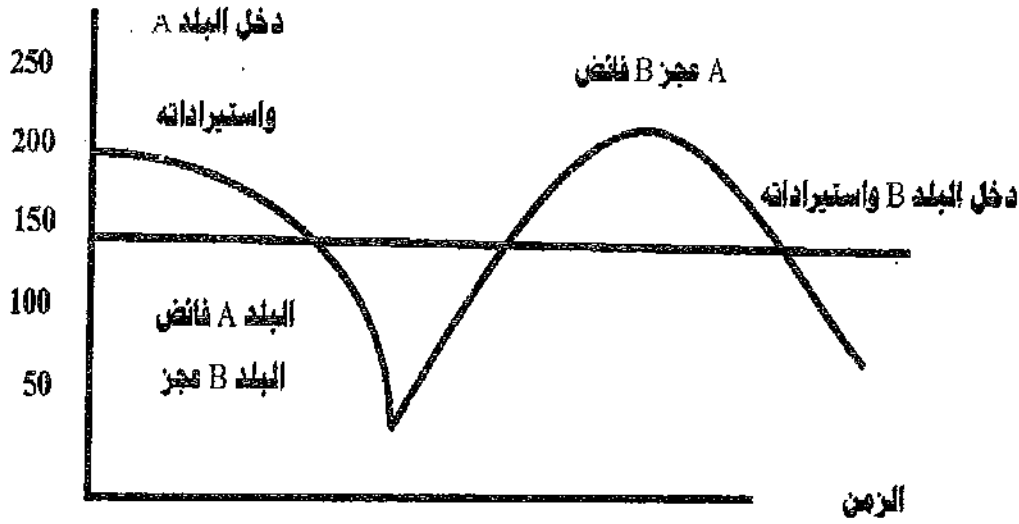
عجزاً في حالة النقص في انتاج محصول رئيسي او مورد استخراجي لظروف طارئة او اكتشاف بدائل صناعية في الخارج من شأنه تخفيض الصادرات ويؤدي الى العجز، وقد يكون العجز بسبب ارتفاع مستوى الاسعار في الداخل بدرجة اعلى من ارتفاعها في الخارج مما يعرقل حركة الصادرات، اما الفائض فيتحقق بازدياد الطلب الخارجي على السلع الوطنية، اما لانخفاض اسعارها او لجودتها، وبشكل عام يمكن التمييز بين نماذج اربعة من الاختلال.

1- الاختلال الطارئ:- ويحدث في صادراتها على بعض السلع الزراعية الأساسية، وقد تحدث ضمن ذلك اختلالات موسمية سببها يعود الى حدوث الكوارث الطبيعية كالفيضانات والجفاف والاضطرابات العالمية وغيرها الكثير.

2- الاختلال الدوري⁽¹²⁾:- ويحدث لأسباب اختلاف حدوث الدورة الاقتصادية بين الدول او الى اختلاف مرونة الطلب الداخلية على الاستيرادات دولياً. فمثلاً لو افترضنا ان الدخل القومي للبلد A و B يتبع اتجاه الدورة الاقتصادية وان مرونة الطلب على الاستيرادات ثابتة ومتساوية، فإن التغيرات في الدخل الناجمة عن الدورة لن تؤثر على التوازن في ميزان المدفوعات، ولكن لو ان الدخل النقدي للبلد B ثابت على مدار الدورة، في حين ان دخل الدولة A يتبع في ثقله مسار الدورة، ولنفترض ايضاً ان مرونة الطلب على الاستيرادات متساوية لكلا البلدين والذي يترتب على كل ذلك ارتفاع حجم استيرادات البلد A و صادرات البلد B في حالة الرواج الاقتصادي وتخفض عند الكساد، في حين ستبقى استيرادات الدولة B وصادرات البلد A ثابتة طيلة الدورة الاقتصادية، والنتيجة ان ميزان مدفوعات البلد A سيكون بفائض عند الكساد وعجز عند الرواج، اما البلد B فيكون بفائض عندما يكون البلد A في حالة رواج وبعجز عندما يكون البلد A في كساد كما يظهره الشكل الاتي:

الشكل (10) الاختلال الدوري

الدخل والواردات



3- الاختلال الناتج عن مستوى الاسعار:- يرجح اغلب الاقتصاديين ان تقلبات المستوى العام للأسعار هو سبب عن اغلب مشاكل المدفوعات الدولية ومن ثم اختلال ميزان المدفوعات، وحل مشكلة الاختلال هذه يكمن في ازالة الفجوة التضخمية وتعديل سعر الصرف، كذلك فأزاله الفجوة التضخمية تؤدي إلى تحسن ملحوظ في ميزان المدفوعات، فانخفاض الدخل يؤدي إلى خفض الطلب على الاستيرادات، وكذلك خفضه على السلع المحلية، وكل ذلك يوفر كمية اكبر من السلع المحلية للتصدير، كما ان خفض الاسعار محلياً يضع البلد في ميزة تنافسية افضل في التجارة الخارجية، اذن كبح التضخم وتعديل سعر الصرف، قد يؤديان معاً إلى التأثير على حركة المضاربة التي اسهمت في تقلبات سعر الصرف حيث يتم ايقاف ذلك ومن ثم التأثير على عودة رؤوس الأموال الوطنية⁽¹³⁾.

4- الاختلال البنيوي:- وينتج هذا النوع لعدة اسباب منها ضعف القدرة الإنتاجية، ارتفاع مستوى تكاليف الإنتاج، تدني المستوى الفني، اكتشاف البدائل الصناعية وتحول الطلب العالمي عن بعض المواد الأولية.

هناك عدة تحليلات اوضحت لنا الآليات التي تحقق العودة الي التوازن في حدوث عجز او فائض في ميزان مدفوعات دولة ما وغالباً تصنف ضمن نموذجين او ثلاثة هما:-

أ- اليات ناتجة من خلال تدخل السلطة النقدية.
ب- اليات ناتجة عن حركات الاسعار اثبتها الاقتصاديين الكلاسيك والكلاسيك المحدثين.

ج- اليات ناتجة عن الآثار الدخلية اثبتها التحليل الكينزي.

- التوازن عن طريق تدخل الدولة:- يمكن اعادة التوازن لميزان المدفوعات عن طريق تدخل الدولة وبخاصة في البلاد النامية التي تنهج نظام التخطيط الاقتصادي المركزي وخصوصاً في حالات العجز لميزان مدفوعات لاسيما وانه يعكس سياسية الدولة الاقتصادية اتجاه العالم الخارجي، وتقوم الدولة بعدة اجراءات تستهدف تلافي حالات العجز من خلال⁽¹⁴⁾:-

- 1- قيام الدولة ببيع الأسهم والسندات المحلية للأجانب للحصول على العملات الأجنبية لتمويل العجز في ميزان مدفوعات.
- 2- بيع الدولة لاسهم وسندات تملكها في مؤسسات اجنبية للحصول على النقد الأجنبي
- 3- بيع بعض العقارات المحلية للأجانب.
- 4- بيع جزء من الاحتياطي الذهبي للخارج.
- 5- الاقتراض من المؤسسات المالية الدولية كالبנק الدولي وصندوق النقد او من حكومات صديقة.
- 6- تقليل حجم الاستيرادات المنظورة وغير المنظورة باعتماد ادوات السياسة التجارية مثل نظام الحصص او النظام الكمركي من اجل تقليص نفقاتها من النقد الأجنبي، وفي الوقت نفسه تشجيع الصادرات المنظورة وغير المنظورة بهدف اعادة توازن لميزان المدفوعات.

• إعادة التوازن عبر حركات الأسعار (التوازن التلقائي):-

يعتبر الكلاسيك والكلاسيك الجدد أول من تناول بالتحليل توازن ميزان المدفوعات وقد ميز كتابهم بين وضعين مختلفين:-

1- إعادة التوازن في ظل قاعدة الذهب:-

ان هذا التصحيح يخص الفترة الزمنية لتطبيق نظام قاعدة الذهب والتي تفترض لتطبيقها (ثبات اسعار الصرف) (حرية حركة الاسعار) (التشغيل الكامل)، ولنفترض ان دولة ما حققت فائض في ميزان مدفوعات بسبب تحسن مستوى الانتاجية او غيرها، ترتب على ذلك زيادة في الصادرات المسددة بالذهب، هذه الكمية الاضافية من الذهب تؤدي الى زيادة الكتلة النقدية لتلك الدولة ومن ثم ارتفاع مستوى الاسعار للسلع والخدمات وتصبح السلع الوطنية مرتفعة الثمن بالنسبة للسلع الاجنبية، ان ارتفاع الاسعار يلغي الميزات النسبية بين الدول ويخفض الصادرات ويحقق العودة الى حالة التوازن، اما لو حققت دولة ما عجزا نتيجة انخفاض مستوى الانتاجية فسوف يؤدي الى خروج للذهب من اجل تسديد العجز في ميزان المدفوعات بالذهب، وتنخفض كمية النقود ثم تدني الاسعار المحلية، مما يؤدي مرة اخرى الى رفع الصادرات اليا والتي تحقق العودة الى التوازن.

فائض الميزان ← الصادرات اكثر من الواردات ← دخول الذهب
← زيادة كمية النقود ← زيادة المستوى العام للأسعار (تلغي الميزة التنافسية)
← العودة الى التوازن

والعكس يحدث في حالة العجز

اذن هذه الالية تتم عن طريق التغير في الاسعار النسبية للصادرات والواردات التي تسببها حركات الذهب والتي تستند على النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك ولكن بعد زوال القاعدة الذهبية فقدت هذه النظرية مبرراتها العلمية والعملية.

2- اعادة التوازن عن طريق سعر الصرف:-

تلعب اسعار الصرف دور في اعادة التوازن لميزان المدفوعات عن طريق تعديل الاسعار المحلية والأجنبية للسلع والخدمات بما يسمح بالتوازن بين الصادرات والواردات، ففي حالة حصول عجز في ميزان مدفوعات دولة ما فسوف تعرض هذه الدولة عملتها المحلية في الأسواق المالية لغرض الحصول على العملة الأجنبية وفي ظل (حرية الصرف) سوف يكون المعروض من العملة المحلية اكبر من المطلوب منه وهذا يؤدي الى انخفاض قيمة العملة المحلية، ونتيجة ذلك تصبح اسعار السلع في تلك الدولة رخيصة الثمن من وجه نظر المستهلك الأجنبي، وبالتالي سوف تزداد صادرات تلك الدولة وتنخفض استيراداتها بسبب ارتفاع اسعار السلع الأجنبية من وجهة نظر المستهلك المحلي، وتستمر هذه العملية حتى يعود التوازن لميزان المدفوعات، اما في حالة وجود فائض فيحصل العكس تماماً، بمعنى ارتفاع قيمة العملة المحلية بالنسبة للعمالات الأجنبية يؤدي إلى ارتفاع اسعار الصادرات وانخفاض اسعار الواردات مما يزيد الطلب عليها والنتيجة اعادة التوازن لميزان المدفوعات.

عجز في ميزان المدفوعات — قيام دولة العجز بزيادة عرض عملتها في سوق الصرف — العرض اكبر من الطلب على العملة الوطنية — انخفاض سعر العملة الوطنية — السلع المحلية تصبح رخيصة الثمن من وجهة نظر الأجنبي — تحفز الصادرات وتنخفض الاستيرادات — عودة التوازن.

ج - التوازن عن طريق الدخول (الالية الداخلية):-

اعتمدت هذه الطريقة على النظرية الكنزوية وهي تفترض ثبات الصرف والاستخدام الكامل، ومضمون هذه الالية يتلخص بأن اختلال التوازن في ميزان المدفوعات سوف يؤدي الى تغير مستوى العمالة والإنتاج اذ يرتبط ذلك بنظرية مضاعف التجارة الخارجية.

ففي حالة الفائض في ميزان المدفوعات لدولة ما بسبب زيادة الصادرات فإن ذلك يؤدي الى زيادة التشغيل في صناعات التصدير ثم تزداد الدخول الموزعة للعاملين

في هذه الصناعة، وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية والأجنبية وبذلك تزداد الاستيرادات ونتيجة لذلك فإن مستوى النشاط الاقتصادي داخل البلد يميل للانخفاض ويترتب على ذلك انخفاض الدخل ثم الطلب على الاستيرادات، يليها تقلص العجز في ميزان المدفوعات.

ويمكن توضيح آلية تعديل الدخل بالصورة الآتية:-

عندما يكون ميزان المدفوعات متوازناً والاقتصاد دون المستوى التوظيف الكامل لدولة ما، فإن زيادة الصادرات (X) تؤدي إلى زيادة في الدخل القومي الحقيقي (Y) بمقدار يساوي زيادة (X) مضروبة في مضاعف التجارة الخارجية

$$mps = \frac{\Delta Y}{\Delta X} = 0$$

فإن (k)، وإذا كان الميل الحدي للاستيراد يساوي صفر

$$k = \frac{1}{mpm}$$

حيث أن mpm الميل الحدي للاستيراد $\left(\frac{\Delta m}{\Delta Y}\right)$ ونتيجة زيادة (Y) تؤدي إلى زيادة في الاستيرادات (m) بمقدار يساوي الزيادة في الصادرات (X)، وبذلك يكون التعديل كاملاً في ميزان المدفوعات.

ولكن إذا كان $mps > 0$ فإن $k = \frac{1}{mps + mpm}$

وبذلك تكون الزيادة المترتبة في الاستيرادات (m) تقل عن الزيادة في (X) وفي هذه الحالة يكون التعديل غير كامل لميزان المدفوعات.
مثال:- إذا كان ميزان مدفوعات لدولة متوازناً، ولكن الاقتصاد دون مستوى الاستخدام الكامل وان $mps=0$ ، $mpm=0.1$ ، ففي هذه الحالة زيادة (X) بمقدار 100 مليون وحدة نقدية، فهل يبقى الميزان متوازناً أم لا.

$$k = \frac{1}{mpm} = \frac{1}{0.1} = 10$$

طيرن وحدة نقدية $\Delta y = k(\Delta x) = 10 \times (100) = 1000$

$$\Delta m = \Delta y(mpm)$$

$$mpm = \frac{\Delta m}{\Delta y}$$

$$= 1000 (0.1) = 100$$

مليون وحدة

ففي هذه الحالة يبقى الميزان متوازناً لكون $\Delta m = \Delta m$
 $100 = 100$

مثال:- نفس معطيات المثال السابق لو افترضنا ان $mps = 0.15$ فما هي وضعية التعديل في الميزان؟ يترك الحل للطالب.

مراقبة الصرف وأثره على إعادة التوازن

لا زالت اغلب بلدان العلم النامي تستخدم الية مراقبة الصرف ومن خلال قيام السلطة النقدية بتثبيت سعر الصرف وتحديد المبادلات، كما اعتمدت هذه الإلية كل من ألمانيا وإيطاليا في النصف الأول من القرن العشرين الماضي.
 مراقبة الصرف تحدث اما من خلال مراقبة العمليات الجارية او من خلال مراقبة حركة الأموال (15):-

أ- مراقبة العمليات الجارية:- ان عملية التصدير والاستيراد وتعقبها عملية تحويل لرؤوس الأموال، وهنا تلجأ السلطة النقدية إلى وضع اجراءات وقيود تطبق على عملية تسديد مبالغ تلك العملية، في حين عمليات التصدير والاستيراد تبقى محررة من القيود، وتتركز عملية المراقبة على ان كل تسديد لا بد ان يمر عبر مصارف معتمدة، وهذا فقط يسمح بضبط تطبيق الإجراءات التالية:-
 1- منع تسديد المستوردات مسبقاً.

2- الزام المصدر بإدخال العائد من الصادرات من العملات الصعبة.

3- تحديد سقفوف العملات الصعبة للسائحين سواء تلك المخصصة للرحلات السياحية او رحلات الأعمال ولا بد من تحديد عدد الرحلات السنوية.
 ب- مراقبة حركة رؤوس الأموال:- ويتم ذلك من خلال:-

1- مراقبة الاستثمارات المباشرة ومنع المشروعات الوطنية من اخراج العملة الصعبة وحثها على تمويل مشاريعها من الخارج بقروض خارجية وتشجيع دخول رؤوس الأموال الأجنبية للداخل.

2- مراقبة التوظيف في الأوراق المالية الأجنبية بمعنى منع المقيمين شراء الأوراق المالية الأجنبية من غير المقيمين.

- 3- منع استيراد الذهب وسعره يتحدد داخلياً من خلال قوى السوق.
 - 4- منع المصارف من تكوين اصول بالعملة الصعبة كما تمنع عليها عملية اقراض النقد الوطني الى المصارف الأجنبية المراسلة لها حتى لا يضارب هؤلاء على تخفيض محتمل للعملة المحلية.
 - 5- منع المصارف الوطنية من استرجاع اوراق نقدية وطنية تحوزها المصارف الأجنبية لتجنب ان تشكل تلك الأوراق اصولاً نقدية للمقيمين وقابلة للتحويل إلى نقد اجنبي.
- جـ مراقبة دخول رؤوس الأموال:- لابد للسلطة النقدية مجابهة تدفق رؤوس الأموال الساخنة والمضاربة والباحثة عن ارتفاع مستقبلي في سعر الصرف والتي تغذي خلق مفرط للنقد، وتخفيض معدلات الفائدة، والنتيجة انتعاش الضغوط التضخمية ولمجابهة ذلك لابد من استعمال الإجراءات الآتية:-
- 1- وضع حدود لقروض المقيمين القادمة من الخارج:- غالباً ما تلجأ السلطة النقدية ومن اجل تعزيز احتياطاتها في فترة الضعف لعملتها في اسواق الصرف الى تشجيع المشروعات العامة والخاصة على الاقتراض من الخارج، ووضع حدود لتلك القروض مع اخضاع تنفيذها الى موافقة السلطات النقدية.
 - 2- انشاء سوق صرف مزدوجة:- عندما يكون ميزان العمليات الجارية في حالة توازن تقريبي، وعندما تتجه حركات المضاربة الى التسبب في تدفق كثيف لرؤوس الأموال، يبدأ التفكير في انشاء سوق صرف مزدوجة السوق الرسمي وهو متوازن وليس على السلطة النقدية التدخل لحماية سعر التعادل وفي المقابل ان ارتفاع سعر الصرف الذي ينجم عن فائض الطلب على النقد الوطني في سوق المال من اجل تمويل العمليات غير التجارية يميل إلى منع غير المقيمين عن التوظيف بهذا النقد لأنه يتوجب عليهم شراءه بسعر اعلى من سعره الرسمي.
 - 3- تأطير الودائع بالنقد الوطني لغير المقيمين:- يستطيع غير المقيمين بيع العملات الاجنبية في سوق الصرف مقابل شراءهم للنقد الوطني الذي يوضع في حساب دائن مفتوح لدى المصارف في الداخل، وهدفهم في ذلك هو الاحتفاظ

- بالنقد الوطني في حسابهم بانتظار ارتفاع مستقبلي في سعر الصرف، ولتبع غير المقيمين من الاحتفاظ بالنقد الوطني في الحساب المذكور ومن اجل عدم تشجيع رؤوس الأموال بالإمكان اتخاذ الاتي:-
- الغاء الفائدة على مثل هكذا ودائع.
 - فرض احتياطي الزامي خاص عليها ليكن 90% او 100%.

مصادر وهوامش الفصل الخامس

- 1- د. غازي صالح الطائي، الاقتصاد الدولي، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، 1999، ص 136.
- 2- د. رائد عبد الخالق العبيدي وآخرون، التمويل الدولي، دار الايام للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 32.
- 3- د. عبد المنعم السيد علي و د. هيل عجمي، العلاقات النقدية الدولية، جامعة الموصل، 1992، ص 19.
- 4- D. Hume, of the Balance of Trade Essays Moral Political and literary, Vol. 1, Longmans Green, London, 1995, P330-335.
- 5- د. أمين رشيد كنونة، الاقتصاد الدولي، مطبعة الجامعة، بغداد، ط 1، ص 168.
- 6- د. عبد الكريم جابر شنجار، قراءة اقتصادية في ميزان التحويلات العربي دون مقابل، المجلة العراقية لعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، المجلد الاول، العدد 3، 2002، ص 67-78.
- 7- د. غازي صالح الطائي، مصدر سابق، ص 143-144.
- 8- د. مفتاح صالح، مصدر سابق، ص 46-47.
- 9- د. عادل احمد حشيش، مبادئ الاقتصاد الدولي، مؤسسة الثقافة الجامعية، اسكندرية الكراس للطباعة، القاهرة، 1981، ص 61.
- 10- المصدر السابق، ص 120.
- 11- د. مهدي كريم الحسناوي، المدخل الى الاقتصاد الدولي، مطبعة التعليم العالي، بغداد، 1988، ص 235-240.
- 12- Ellsworth, The International Economics, 4ed, Macmillan, New York, 1969 - P91- 92
- 13- د. اسكندر مصطفى النجار، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، وكالة المطبوعات، الكويت، 1973، ص 132.
- 14- د. أمين رشيد كنونة، مصدر سابق، ص 199-205.
- 15- د. مفتاح صالح، مصدر سابق، ص 59.

الفصل السادس

الاستثمار الأجنبي المباشر

كمصدر للتمويل الدولي

مقدمة

تولي دول العالم كافة أهمية كبيرة لموضوع الاستثمار الأجنبي بوصفه ابرز عوامل محركات النمو الاقتصادي، فضلاً عن توفيره أصولاً غير ملموسة كاللمعرفة التكنولوجية والمهارات التنظيمية والإدارية وشبكات التسويق وغيرها من الفوائد والمردودات الاقتصادية الكثيرة، فضلاً عن الابتعاد عن تدفقات المديونية وما يترتب عليها من مشاكل تتعلق باختناقات التسديد والفائدة المتغيرة وإعادة الجدولة.

لقد شهد العالم تحولاً واضحاً في العقود الأخيرة من القرن المنصرم وبداية الألفية الجديدة نحو هذا المصدر التمويلي وأصبح من أهم أدوات التمويل للاستثمار ولاسيما في الدول النامية، وازدادت هذه الأهمية مع ارتفاع مساهمة الشركات متعددة الجنسية في نقل الأموال وتدويرها عالمياً من خلال تأسيس شبكات وفروع لها عبر دول العالم المختلفة. كما تسعى دول العالم اليوم وفي عصر العولمة ومن خلال سياساتها وبرامجها إلى تهيئة أفضل السبل والوسائل لإقناع المستثمرين لتنفيذ المشروعات المتنوعة في أراضيها لما للاستثمار الأجنبي من انعكاسات ايجابية على عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

المبحث الأول

مفهوم الإستثمار الأجنبي المباشر ومزاياه ومحدداته

أولاً: مفهوم الإستثمار الأجنبي المباشر: The Concept of Foreign Direct Investment

قبل تحليل مفهوم الـ FDI لابد من توضيح معنى الإستثمار من الناحيتين اللغوية والاقتصادية، فيعني لغوياً، ان كلمة إستثمار وهي مصدر استثمر للدلالة على طلب الحصول على الثمر والسعي للحصول عليه والانتفاع به⁽¹⁾. أما من الناحية الاقتصادية فيعرف (استخدام المدخرات في تكوين الطاقات الإنتاجية الجديدة والمحافظة على القائم منها أو تجديدها)⁽²⁾. ومن هنا فإن الإستثمار ما هو إلا اضافة جديدة إلى رأس المال الحقيقي للمجتمع، مثل (الآلات - المصانع - المطارات - الطرق - الخ..) وكذلك من التغير الايجابي في المخزون (مواد أولية او سلع وسيطة او السلع النهائية) خلال فترة زمنية معينة.

وتصنف الإستثمارات حسب المعايير التالية إلى عدة اصناف للتمييز بينها وكالاتي:-

1- حسب المعيار الجغرافي:

ويمكن تقسيم الإستثمارات إلى نوعين، أولهما: الإستثمار المحلي ويعتمد في تمويله على رؤوس الأموال المحلية الناجمة من تراكم المدخرات والإرباح من الأنشطة الاقتصادية الحكومية والخاصة، والثاني هو الإستثمار الأجنبي؛ وهو الذي يأتي من خارج الاقتصاد الوطني ويعتمد في تمويله على رؤوس أموال أجنبية بالدرجة الأولى.

2- حسب المعيار النوعي للإستثمار:

يستخدم هذا المعيار في تحديد نوع الإستثمار إلى:-

أ - إستثمار حقيقي وهو توظيف الأموال لحيازة اصول حقيقية لها قيم اقتصادية تساهم في زيادة الدخل القومي (العقارات، المصانع، الانتاج..... الخ)

ب- الإستثمار المالي: ويشمل الاستثمار في المحفظة المالية في الأسهم والسندات وهذا لا يضيف شيئاً إلى الدخل القومي.

3- حسب صفة القائم بالاستثمار⁽³⁾:

- أ- الاستثمار الأجنبي الخاص:- وهو الاستثمار الذي يقوم به فرد أو شركة أو هيئة خاصة ذات جنسية أجنبية.
- ب- الاستثمار الأجنبي العام:- والذي تقوم به الحكومات الأجنبية والمؤسسات والهيئات التابعة لها.

4- حسب المدة الزمنية:-

- أ- الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل:- وهي تحركات رؤوس الأموال الأجنبية لمدة تقل عن سنة واحدة، مثل الاستثمار في الأوراق المالية وفتح الاعتمادات والكمبيالات وغيرها.
- ب- الاستثمارات طويلة الأجل:- وتشمل حركات رؤوس الأموال الأجنبية بين الدول المختلفة لمدة تزيد على سنة وهي في الغالب استثمارات أجنبية مباشرة.

5- حسب معيار السيطرة والتحكم في الاستثمار:-

- أ- الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI).
 - ب- الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) Foreign Portfolio Investment.
- والذي يطلق عليه الاستثمار في محفظة الأوراق المالية نظر لتعلقه في الاستثمار في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

أما الاستثمار الأجنبي المباشر فيعرف بأنه (توظيف لأموال أجنبية غير وطنية في موجودات رأسمالية ثابتة في دول معينة وينطوي على علاقة طويلة الأجل تعكس منفعة المستثمر الأجنبي والذي قد يكون فرداً أو شركة أو مؤسسة، الذي له الحق في إدارة موجوداته من بلده أو بلد الإقامة الذي هو فيه)⁽⁴⁾.

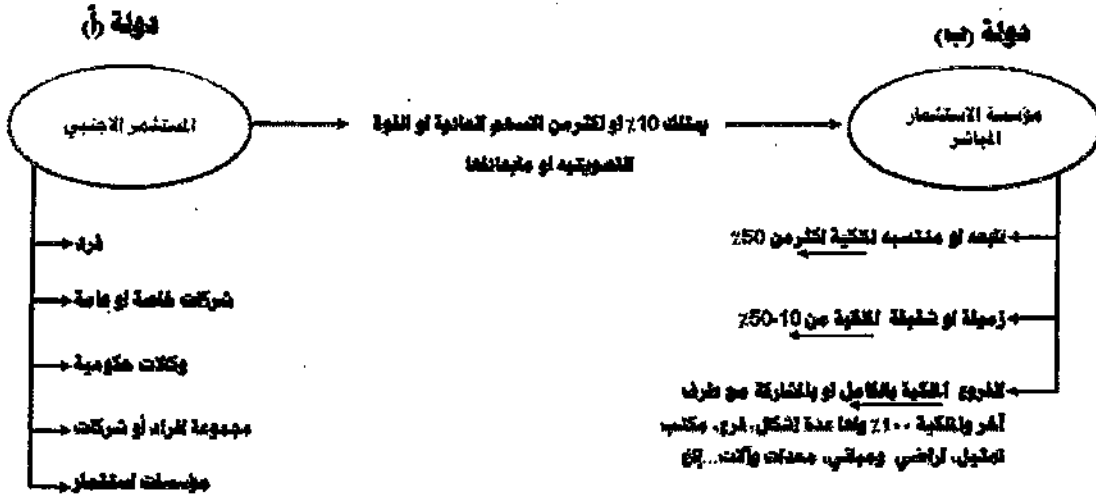
ويعسرف ايضاً ، ووفق دليل اعداد احصاءات ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي عام 1999 على انه (نوع من انواع الاستثمار السدولي الذي يعكس حصول كيان مقيم في اقتصاد ما "المستثمر الاجنبي" على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر "مؤسسة الاستثمار المباشر" (*) وتنطوي المصلحة على وجود علاقة طويلة الاجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة ، اضافة إلى تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في ادارة المؤسسة (5).

ومن التعاريف السابقة يتضح ان الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار حقيقي طويل الاجل في اصول انتاجية ، وان للمستثمر الحق في ادارة موجوداته ، وقد تباينت درجة هذا الحق بتباين النسبة التي يمتلكها المستثمر المباشر من أصل رأس المال ، وقد حددها (IMF) بنسبة 10% كحد أدنى من أصل رأس المال الاسمي لمنح المستثمر الأجنبي حق التصويت على القرارات الإدارية والرقابة (6) ، وقد اختلفت هذه النسبة بين البلدان وحسب سياسة البلد المضيف. كما ان الاستثمار المباشر لا يقتصر على المعاملة الاصلية التي ادت إلى قيام العلاقة الطويلة بين المستثمر والمؤسسة ، بل يشمل ايضاً جميع المعاملات اللاحقة بينهما مثل توسيع الاستثمار او تصفيته ان حدثت.

أما المستثمر الأجنبي فقد يكون فرداً او مجموعة افراد او مؤسسة خاصة او عامة ، مساهمه او غير مساهمه ، او قد يكون مجموعة مؤسسات تتصرف كوحدة واحدة ، او حكومات او وكالات حكومية ، او مؤسسات لإدارة أموال الشركات ، او مؤسسات استثمار ، او غيرها من المنظمات التي تحوز جزء ما من ملكية مؤسسات الاستثمار المباشر في دولة غير دولة إقامة المستثمر المباشر ، اما مدى نفوذ المستثمر المباشر يتناسب مع نسبة الملكية التي لا تقل عن 10%.

• ولغرض توضيح مفهوم الـ FDI ومؤسساته نعرض الشكل الآتي:-

شكل (11) مفهوم ال FDI ومؤسساته



وتعد الشركات متعددة الجنسية TNCS أهم القنوات التي يتحرك عبرها ال FDI ويكاد هو من اكسبها صفة تخطي الحدود وتعدديها، ولهذه الشركات قدرة على تخطي الحدود ونشر انشطتها في مختلف أرجاء العالم، كونها تمتلك احتياطات مالية كبيرة وامتلاكها معرفة خاصة بالأسواق واحتكارها التكنولوجيا وسهولة حصولها على التمويل اللازم⁽⁷⁾. وتشكل تدفقات ال FDI من خلال TNCS أعلى نسبة من المجموع الكلي للاستثمار المباشر أذ تم مقارنة ذلك مع القنوات الأخرى الناقلة لل FDI وهي الأفراد أو المصادر الحكومية أو الشركات الدولية المتخصصة والمؤسسات المالية الاستثمارية.

ثانياً: - أساليب تدفق ال FDI

الاستثمار المباشر هو استثمار حقيقي طويل الاجل يقوم به غير المقيم، ويتم في عمليات انتاجية ويأخذ شكلين، الأول: انشاء مشروع جديد لم يكن سابقا، ويطلق على هذا النوع من الاستثمار في الحقول الخضراء Green Fields Investment لأنه يضيف لرأس المال الثابت موجودات أو أصول جديدة. أما الثاني: فهو اما شراء مشروع بالكامل موجود سابقا سواء من خلال برامج الخصخصة أو الدمج والحيازة Mergers and Acquisitions أو من خلال البدء بعملية جديدة على الموقع الذي كان مشغول سابقا، لغرض زيادة طاقته

الإنتاجية أو لرفع كفايته بسبب تقادم موجوداته، ويسمى هذا الشكل بالاستثمار في الحقول السمراء Brown Field Investment.

ثالثاً:- مكونات بيانات الـ FDI (رأس المال الـ FDI).

يتجمع الـ FDI من المصادر التي تأخذ المكونات الآتية:-

(أ) الاستثمار في حقوق الملكية Equity Rights:- وتعني مبالغ التمويل الذي يقدمه المستثمر المباشر لشراء حصة من مشروع ما في بلد آخر غير بلده الأصلي والتي تمنح درجة من السيطرة الفعلية لإدارة المشروع، وخلال الفترة 1995-2004 بلغ حجم رأس المال المساهم به الـ FDI نحو ثلثي مجموع تدفقاته وتراوح بين 58- 71٪ للفترة اعلاه.

(ب) الأرباح المعاد استثمارها Reinvested Earnings:- وهي الأرباح المعاد استثمارها من قبل الشركات داخل البلد المضيف، وتمثل حصة المستثمر من الأرباح المحتجزة.

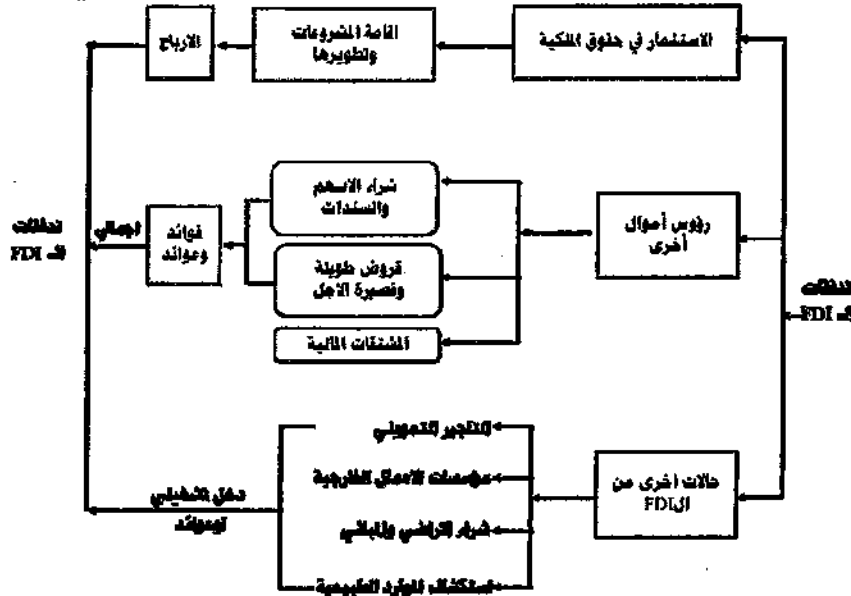
(ج) مختلف معاملات الدين بين الشركات والمستثمرين من ناحية والمؤسسات التابعة والقرود من جهة أخرى بما فيها إقراض أو اقتراض الأموال (سندات الدين وائتمان الموردين).

(د) شراء الأراضي والمباني من قبل المستثمرين الأجانب أو مؤسسات الاستثمار المباشر.

(هـ) شراء الاسهم والسندات التي تطرح في البورصة بشرط أن تكون النسبة أكثر من 10٪ من حقوق الملكية حتى تسجل على أنها FDI.

ويوضح الشكل (12) تدفق مكونات

بيانات الـ FDI وحسب توصيات صندوق النقد الدولي



رابعاً:- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر:-

إن اشكال الـ FDI من وجهة نظر الشركات عبر الوطنية أي المستثمر الأجنبي هي بمثابة المسارات أو الطرق أو الأساليب لغزو الأسواق العالمية. وتختلف هذه الاشكال حسب درجة التقدم الاقتصادي والاجتماعي للبلدان المضيفة وكذلك فإن طبيعة النظام السياسي السائد تلعب دوراً ، في تحديد نوع وشكل الـ FDI وتلعب خصائص الشركات عبر الوطنية دوراً ، في تحديد شكل الـ FDI من حيث حجم الشركة وعدد العمال وانواع المنتجات التي ينتجها وخبرتها في السوق المستهدف. فضلاً ، عن العائد المتوقع والكلف المتوقعة من المشروع.

أ- أشكال وأنماط الاستثمار الأجنبي المباشر المرتبط بعنصر الملكية:

هناك أشكالاً وأنماط للاستثمار الأجنبي المباشر مرتبطة بعنصر الملكية وهي:-

1- الاستثمار المشترك Joint Venture⁽⁸⁾

إن الاستثمار المشترك كما عرفه Kolde ، هو أحد مشروعات الأعمال الذي يمتلكه أو يشارك فيه طرفان (أو شخصيتان معنويتان) أو أكثر من دولتين

مختلفتين بصفه دائمة، والمشاركة هنا لا تقتصر على الحصة في رأس المال بل يمتد إلى الادارة، والخبرة وبراءات الاختراع والعلاقات التجارية.

ومن مبررات إقامة المشاريع المشتركة هي الكلفة العالية التي يتطلبها انشاء بعض المشروعات الكبيرة التي لا تستطيع البلدان النامية وحدها تحملها، فضلا عن القيود التي تفرض من قبل البلدان النامية على الملكية الأجنبية للمشاريع المحلية مثل المكسيك والهند والتي تطالب ان تكون شركاتها المحلية لها غالبية الأسهم في اي مشروع استثماري.

كما وان المشروعات المشتركة تعمل على تدنية تحويلات الارباح للخارج ومن ثم تعزيز وضع ميزان المدفوعات للدولة المضيفة، فضلا عن ان المشاريع المشتركة تعدو وسيلة لإحياء الحماية ضد الواردات فمثلا، ان اليابانيين (شركة تويوتا) عملت بشكل متزايد مشاريع مشتركة مع الشركات الأمريكية في عقد الثمانينات وذلك للخشية من ارتفاع درجة الحمائية التي تقيد وصولهم إلى الاسواق الأمريكية⁽⁹⁾.

ويعد الاستثمار المشترك من أكثر أنواع واشكال (FDI) قبولا، في البلدان النامية وذلك لأسباب اقتصادية وسياسية واجتماعية، وذلك لأنه ساهم في زيادة تدفق رؤوس الاموال الاجنبية والتنمية التكنولوجية وخلق فرص عمل فضلا، عن تحسين ميزان المدفوعات عن طريق تحسين القدرة التنافسية للصادرات او الحد من الاستيراد، وكذلك تخفيض درجة تحكم الطرف الاجنبي في الاقتصاد الوطني، وتنمية الملكية الوطنية وتنمية القدرات الإدارية لرجال الاعمال والعاملين في هذه المشروعات.

2- الاستثمار المملوك بالكامل:-

ويعتبر من أكثر اشكال (FDI) تفضيلا، للشركات غير الوطنية وذلك للمزايا المتحققة منه، وهي توفر الحرية الكاملة في ادارة المشروع الانتاجي والخدمي والتغلب على القيود الكمركية والتجارية.

حيث تقوم اشركات عبر اوطنية بكامل العملية الاستثمارية في البلد المضيف بدءا، بدراسات الجدوى الاقتصادية والفنية للمشروع، والتصاميم اللازمة، واحضار الخبراء والفنيين وكافة المعدات والآلات والاشراف على المشروع والمباشرة بالانتاج دون مشاركة الطرف المحلي^(١٧)، إلا ان هاجس وخطر المصادرة والتأميم الناتجة عن عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي للبلدان المضيضة هي اهم سلبيات هذا الشكل من (FDI). أما بالنسبة للبلدان النامية فإنها تتردد في هذا الشكل من (FDI) خوفا من التبعية الاقتصادية والتأثيرات السياسية المترتبة على ذلك فضلا عن سيادة حالات الاحتكار.

أما مزاياه فهي تدفقات رؤوس الأموال المصحوبة بالمهارات الادارية والتسويقية فضلا، عن التكنولوجيا التي هي بأمرس الحاجة لها. وعلى الرغم من كل ذلك فإن الاحصاءات المتعلقة بالـ FDI تشير إلى ان كثير من البلدان النامية المضيضة له، لم تعد تتردد بقبول هذا النوع على الرغم من سلبياته، وذلك لحاجتها الماسة الى تحديث قاعدتها الإنتاجية.

3- المناطق الحرة:-

تعددت التعاريف التي اطلقها الباحثون والمنظمات الدولية على المنطقة الحرة، ويعزى ذلك إلى كثرة وتنوع الاشكال ظهرت بها هذه المناطق على وفق طبيعة الأنشطة التي تمارس فيها وتطورها تاريخيا.

وتعرف وفق المفهوم الشامل بانها (جزء من اراضي الدولة يقع عادة على موقع استراتيجي بالقرب من ميناء بحري او جوي او عن طريق بري دولي او منفذ حدودي، يخصص للاستثمار الأجنبي والوطني في مجالات صناعية وزراعية وتجارية وخدمية، وذلك من أجل تحقيق اهداف اقتصادية واجتماعية معينة، يخضع لنظام اقتصادي خاص يختلف عن النظام السائد في الدولة المضيضة، غيرانه يخضع لهذه الدولة اداريا وأمنيا)^(١١).

والمناطق الحرة ابعاد كثيرة منها:-

- خلق مناخ استثماري جاذب للاستثمارات الأجنبية والمحلية .

- انها فرصة لتجاوز العقبات والقيود الإدارية والكمركية والتجارية.
- تساهم في نقل وتوطين التكنولوجيا .
- خلق فرص عمل جديدة اضافة إلى التدريب على المهارات الحديثة .
- تساهم في زيادة النقد الأجنبي وتنويع مصادر الإيراد.
- تنمية وتطوير البنى التحتية.
- تنشيط حركة الصادرات.
- تحفيز النمو الصناعي وتطوير اساليب الترويج والتسويق والتنظيم.
- تطوير قطاع النقل سواء البري ام البحري والجوي.

وتعد المناطق الحرة احدى الوسائل لجذب الـ FDI ، فمثلا ان المنطقة الحرة في (جبل علي) في الامارات بلغ التبادل التجاري من 16 شركة عام 1990 حوالي 270 مليون دولار ثم إلى 9 مليار دولار وبواسطة 2000 شركة عام 2004 ، كما كانت حصيلة الإيرادات المتحققة في المنطقة الحرة (خور الزبير) في العراق حصلت على إيرادات نحو 3 مليون دولار عام 2010 ، اما المنطقة الحرة في (نينوى) فقد حصلت على 4,8 مليون دولار لنفس العام.

علما ان المناطق الحرة تحصل على الكثير من التسهيلات والحوافز التي لا تتوفر في المناطق الاخرى مثل اعفاء الشركات من ضريبة الدخل ، عدم فرض رسوم كمركية على دخول وخروج السلع ، تسهيل اقامة العاملين ، توفير الخدمات بأسعار مناسبة ، حرية تحويل الارباح ، الخ.

4- مشروعات او عمليات التجميع:

تعني قيام البلد المضيف بعقد اتفاقية بين الطرفين الأجنبي والمضيف المحلي يتم بموجبها قيام الشركة الأجنبية بتزويد الطرف المحلي بمكونات منتج معين (سيارة مثلا) لتجميعها ، وتصبح فيما بعد منتج نهائي ، كما تقوم الشركة الأجنبية بتقديم الخبرة والتصاميم للمصنع وطرق الصيانة والتخزين وغيرها ويقوم الطرف المحلي بتجميع ذلك المنتج في بلده ، مقابل عائد معين متفق عليه⁽¹²⁾.

ب- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر الغير مرتبط بعنصر الملكية:

كذلك يمكن للمستثمر الأجنبي المباشر أن يحصل على صوت فعال لإدارة المشروع الأجنبي المباشر من خلال أشكال معينة غير اكتساب حصة من الاسهم ولا تفرض عليه التزاما طويل الاجل وهذه الاشكال هي⁽¹³⁾.

1- تعاقد الانتاج الدولي من الباطن: Subcontracting

وهي اتفاقية بين وحدتين انتاجيتين يقوم بموجبه احد الاطراف (مقاول الباطن) (Subcontractor) بإنتاج وتوريد او تصدير قطع غيار والمكونات الأساسية الخاصة بسلعة معينة للطرف الأول والأصيل (Principal) الذي يقوم باستخدامها في انتاج السلعة بصورتها النهائية وبعلامتها التجارية. وقد تنطوي الاتفاقية على ان يقوم الأصيل بتزويد المقاول من الباطن بالمواد الخام اللازمة لتصنيع مكونات السلعة يقوم بعد ذلك بتوريدها للأصيل.

2- عقود التراخيص: Licensing Contract

وهو اتفاق او عقد تقوم بمقتضاها الشركة عبر الوطنية بالتصريح للمستثمر الوطني بالدولة المضيفة لإستخدام براءة الاختراع، والخبرة الفنية ونتائج الأبحاث الإدارية والهندسية مقابل عائد مادي معين، وقد يشمل الترخيص التصميمات الهندسية والصناعية والتدريب وأساليب ضبط الرقابة على الجودة والتصميم الداخلي للمصنع.

3- عقود عمليات تسليم المفاتيح: Turn-key Projects

هو عقد بين الطرف الأجنبي والطرف المحلي يقوم الأول بإقامة المشروع الاستثماري والإشراف عليه حتى بداية التشغيل، وما ان يصل المشروع الى مرحلة التشغيل يتم تسليمه إلى الطرف الثاني.

4- عقود الإدارة: Management Contracts

اتفاق او مجموعة ترتيبات واجراءات قانونية يتم بمقتضاها ان تقوم الشركة الأجنبية بإدارة جزء أو كل العمليات والأنشطة الخاصة بمشروع استثماري في البلد المضيف لقاء عائد مادي او مقابل المشاركة في الإرباح.

جدوى وأهمية الإستثمار الأجنبي:-

هناك بعض المناطق القليلة في اقتصاديات التنمية شهدت جدلاً وتفسيرات متباينة بالنسبة لمزايا ومساوئ الـ FDI ومدى تأثيره وتحفيزه للتنمية، فمن حالة الشكوك والكراهية له، وما يمكن أن تؤديه تلك الاستثمارات في عملية التنمية والتي سادت عقدي الستينيات والسبعينيات من القرن العشرين الماضي، الى حالة تبنيه كلياً، وتبني مجموعة من التدابير التحفيزية التي تدعمها ايماننا منها بما تجلبه من فوائد كون ان تلك الاستثمارات الأجنبية تحتوي على أكثر من التحويل البسيط لرأس المال وانشاء مصانع محلية في الدول النامية، فالشركات متعددة الجنسية وهي القناة الناقلة للاستثمارات تحمل معها تكنولوجيا الإنتاج، فلسفة إدارية حديثة، أذواق وإساليب حديثة للحياة، وممارسات أعمال مختلفة، وتتضمن ترتيبات تعاونية وإساليب تسويقية وغيرها، وقد نجحت الكثير من دول العالم الثالث من تجاربها مع الشركات وحققست مستويات عالية من التنمية، وسنبين أهمية وآثار الاستثمارات الأجنبية وكالاتي:-

1- أثر الـ FDI على ميزان المدفوعات:-

ان الأثر الأول لـ FDI ينعكس في تدفق النقد الاجنبي، وزيادة رأس المال المادي للبلد المضيف له، ثم ينعكس بالإيجاب على حساب رأس المال، عندما تقوم الشركات بمبادلة عملاتها بالعملة المحلية، كما يمكن أن يحدث تحسن في الميزان اذا ساهم الـ FDI في توسيع الصادرات، وقد ترتفع استيرادات السلع الرأسمالية التي تحتاجها الشركات لكنها تميل للأنخفاض في حال مباشرتها بالإنتاج ولاسيما السلع التي يستوردها البلد المضيف وتسد جزء من حاجة السوق المحلي. ان الحكم على النتيجة النهائية لأثر الـ FDI على ميزان مدفوعات البلد المضيف، يتطلب المقارنة بين التحسن الذي طرأ على ميزان التجارة، وكذلك حساب رأس المال ثم ميزان المدفوعات مع حجم الموارد المحمولة خلال تحويل رأس المال والأرباح ودخول العاملين الأجانب، واذا كان الاثر الاول يفوق الثاني فيقال ان

FDI يرتبط بعلاقة ايجابية مع ميزان المدفوعات والعكس. وغالباً ما تستخدم المعادلة التالية للقياس:-

$$W = (A+S+D) - (A^* + S^* + D^*)$$

حيث ان:

W = الاثر الصافي .

A = واردات مستغنى عنها (احلال).

S = صادرات جديدة .

D = تدفق رأسمالي ناتج عن الـ FDI.

A^* = مدفوعات لعوامل الانتاج الأجنبية (استيرادات) .

S^* = صادرات مفقودة بسبب الاستثمار.

D^* = رأس مال محول للخارج (تحويلات العاملين الأجانب، فوائد

القروض الأجنبية، رسوم) .

وعموماً فإن أغلب الدراسات ترجح الاثر الايجابي للـ FDI من خلال (14) :-

أ. اعادة استثمار ارباح المشروع الاستثماري الأولي من خلال التوسع في المشروع نفسه او في مشاريع اخرى.

ب. قيام المشروع بتصدير اغلب انتاجه للخارج وخفض نسب الواردات.

ج. تركيز الانفاق الاستثماري للمشروع الأجنبي على شراء اصول محلية كلما امكن ذلك والتقليل من استيراد اصول خارجية.

د. التركيز في الاستثمار على قطاعات ذات سلع قابله للتداول وعلى العناصر المستوردة من الانتاج المحلي المرتبط بها.

2- المساهمة في التكوين الرأسمالي:-

قد يساهم الـ FDI في التكوين الرأسمالي للبلد المضيف، ان ذلك يتوقف

على مقدار التدفقات الداخلة والخارجة منه (Net FDI).

ان التدفقات الداخلة (Capital Flow) الـ FDI تتكون من اسهم رأس

المال العادية التي يجلبها المستثمرون إلى الدول المضيضة، كما ان هناك صور غير

مباشرة لجلب رأس المال مثل الارباح الناتجة عن عمليات التصدير التي يقوم بها

المستثمرون، كذلك فإن عمليات الانتاج للمستثمرون ضمن الاقتصاد المحلي، والتي تعمل على توفير القطع الأجنبي، والذي كان يستخدم لتأمين المستوردات من نفس هذه المنتجات يعتبر تدفقات داخلة، وكذلك فإن وجود FDI في البلد المضيف يشجع البلد الأم له وحتى المنظمات الدولية على تقديم المساعدات المالية لذلك البلد، وتصبح معادلة التدفقات الداخلة:-

$$CI = F (X + I + E + A)$$

حيث CI = التدفقات الداخلة

X = عائدات التصدير

E = اسهم رأس المال

I = القطع الأجنبي عن نقص الاستيراد الذي كان يتم وسيتم لولا وجود ال

FDI

A = المساعدات من البلد الأم او المنظمات الدولية

أما التدفقات الخارجة (Capital out Flow) فهي استيرادات المستثمر الأجنبي من السلع الرأسمالية والمواد الأولية والمهارات الإدارية والتقنية فضلا ، عن تحويلات الأرباح وغالبا ، ما يعبر عنها بالمعادلة:-

$$CO = F (K + R + S + P)$$

إذ ان CO = التدفقات الخارجة.

K = استيرادات المستثمر من السلع الرأسمالية.

R = استيرادات المستثمر من المواد الأولية.

S = استيرادات المستثمر من التكنولوجيا والمهارات.

P = الأرباح المحمولة.

ويصبح الأثر الصافي:

$$Net FDI = CI - CO = F (X + I + E + A) - F (K + R + S + P)$$

ويساهم ال FDI بشكل ايجابي في السنة (t) عندما يكون $CI_t > CO_t$

ويكون سلبي اذا كان $CI_t < CO_t$

3- أثر الـ FDI على نقل التكنولوجيا:-

يوصف الاستثمار المباشر بأنه قناة لنقل التكنولوجيا Technology (Transfer) إذ أنها لا تتضمن التقنيات العلمية فحسب بل المؤسسية والإدارية والتسويقية، ان المنافع الثانوية التي تجنيها الدول المضيفة تتمثل بآثار الانتشار التكنولوجي (Technological Spill-over) من خلال ما يسمى بأثر المضاعف التكنولوجي (Technological Multiplier)، إذ يعمل المضاعف هذا على نشر التقنيات وأساليب الإدارة الحديثة على نطاق واسع، والتكنولوجيا تعتبر حجر الأساس في دفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان المضيفة، وتمكنت بعض الدول من الافاده من الـ FDI الوافد اليها، واقامة مشاريع متنوعة مثل الصناعات النفطية والبتر وكيمياويات في دول مجلس التعاون، اضافة إلى مشروعات الصناعات الالكترونية في جنوب شرق آسيا، كما استفادت الكثير من الدول في تصميم وتنفيذ عديد من المشاريع للبنى الأساسية المتقدمة كالكهرباء والماء والطرق والمطارات، وقد ساعد على سد الفجوة التقنية لدى بعض الدول (15).

ويمكن حصر تأثير الـ FDI في مجال نقل التكنولوجيا بمايلي:-

- (1) يمكن ان يولد الـ FDI آثاره على تعزيز الكفاءة من خلال حدوث المنافسة بين الشركات الأجنبية والمحلية، وهذا ما يجبر الأخيرة على رفع كفاءتها نتيجة الضغط التنافسي او من خلال اقامة العلاقات بين الطرفين في مجال البحث العلمي والتطوير واكتساب الشركات المحلية لأحدث ما توصلت إليه الشركات العالمية.
- (2) إكتساب المهارة والتدريب من خلال فرص العمل بفروع الشركات الأجنبية واكتساب التقنيات من خلال أحدث أساليب العمل والتدريب ونقلها إلى الشركات الوطنية.
- (3) عمليات الاندماج مع الشركات الأجنبية

- (4) قيام فروع الشركات الأجنبية بتوفير احتياجات الشركات الوطنية من الآلات والمعدات والمساعدات الفنية.
- (5) العقود الثنائية مع الشركات أو غيرهم سواء كانت عقود ادارية أو تراخيص أو تسويقية.

وهناك عوامل عديدة تلعب دورها في نقل التكنولوجيا بواسطة الشركات الناقلة للـ FDI منها ما يتعلق بالبلد المضيف كالظروف الاقتصادية خاصة مستوى التنمية البشرية فيه والايدي العاملة الماهرة، المدراء الأكفاء، حرية التجارة في ادخال التقنيات، كما يلعب نوع الـ FDI دوراً في ذلك مثلاً ان الاندماج مع الشركات الأجنبية دورة أكبر في ذلك، في حين ان إنشاء مشروع جديد فإن استفادات الشركات المحلية أقل.

4- الأثر على خلق فرص عمل:-

تسعى البلدان ولاسيما النامية منها لجذب أكبر قدر ممكن من الـ FDI للقضاء أو لتخفيض مستوى البطالة، ولاسيما وان أحد الحلول المطروحة لهذه المشكلة هو توسيع قاعدة الاستثمار المباشر والانتشار الجغرافي له وزيادة اجتذابه لغرض تنشيط المشروعات الانتاجية الصغيرة والمتوسطة وإنشاء مشاريع جديدة، ولغرض هو زيادة اعداد المشتغلين. وتعتمد الآثار المباشرة وغير المباشرة للـ FDI على مشكلة البطالة على عدة أمور منها نوع الاستثمار، فنلاحظ زيادة حجم العمل في مجال التشغيل بمجرد دخول الـ FDI إلى ميادين جديدة ومواقع متنوعة، في حين اتخاذه لإسلوب الحياة والتملك لنشاط قائم سواء بشكل كلي أو جزئي قد يخفض من العمالة الموجودة وكأثر مباشر له⁽¹⁶⁾، ويلعب نوع النشاط الذي يتجه له الـ FDI دوراً في التأثير على العمالة، فهناك أنشطة تتطلب عمالة أكثر مثل صناعات النسيج والملابس وقطاعات النفط والغاز وبالتالي سيكون أثر الاستثمار واضحاً على العمالة.

عموماً كان للشركات الأجنبية دور واضح في بعض الدول، ومارست دوراً في توفير فرص عمل في بلدان مثل ماليزيا، تايلند، كينيا، باراغواي، وكذلك في

سنغافورة، حيث وصلت حصة التوظيف وخصوصاً في القطاع الصناعي ما يقارب 58%، وفي السنغال 68%، كما سجلت بعض البلدان نسباً جيدة مقارنة بحجم سكانها الفعال اقتصادياً وتجاوز الـ 3% في معظم البلدان النامية، وتزداد هذه الحالة في بلدان مثل الأرجنتين، المكسيك، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، والخلاصة أن الاستثمار المباشرة تسهم في تخفيض نسبة البطالة من خلال إيجاد فرص عمل جديدة لقوة العمل الوطنية.

5- تمويل عملية التنمية (ملئ فجوات الادخار والنقد الأجنبي)

إن الـ FDI وسيلة لسد الفجوات التي تنشأ بين الادخار والاستثمار (فجوة الموارد المحلية) وكذلك فجوة النقد الأجنبي (فجوة الموارد الخارجية) لتأمين المستوى المرغوب فيه من الموارد المالية اللازمة لتحقيق أهداف النمو والتنمية، وكمثال بسيط لفجوة الموارد المحلية وبالأستعانة بنموذج (هارود - دومار) والذي يفترض العلاقة الطردية بين الادخار المحقق (S) ومعدل نمو الناتج (g) وعن طريق المعادلة:

$$g = s/k$$

حيث k هي معامل رأس المال / الناتج، فلو كان معدل الناتج المرغوب في تحقيقه هو 7% سنوياً، ومعامل رأس المال / الناتج هو 3، فعندئذ لابد أن يكون معدل الادخار المطلوب فعلاً هو 21% (لأن $s = g \cdot k$) ولو كان معدل الادخار المتحقق فعلاً في السنة المأخوذة 16% فقط من الناتج المحلي الإجمالي، فهنا تكون لدينا فجوة محلية لابد من ملئها بمقدار 5%، وبمصادر تمويل أجنبية خاصة أو عامة وسيكون للـ FDI مساهمة في ذلك. والمساهمة الأخرى للـ FDI هي ملئ فجوة الموارد الخارجية والتي تعني أن حصيلة الصادرات من النقد الأجنبي لا تكفي لسد أو لتغطية مدفوعات الاستيراد⁽¹⁷⁾.

كما يمكن أن يظهر الأثر المباشر للـ FDI على صعيد التمويل عندما تخلق الموجة الأولى منه تياراً لاحقاً من الاستثمار إزاء الدول المتلقية له، وهذا يعتمد على نجاح التجربة الأولى منه، فإذا نجح فسوف يتوسع في استثماراته، كما قد يشجع الآخرين على ذلك سواء الشركات الأجنبية أو المحلية التي تتحفز في

إنشاء مشروعات إنتاجية أو خدمية أو تكمل مشاريع ال FDI ، كما ان ال FDI ومن خلال الشركات المتعدية الجنسية ونتيجة لما تملكه من رؤوس أموال ضخمة تستطيع تمويل صناعات لا يستطيع البلد المضيف القيام بها مثل الصناعات التحويلية والتعدينية لنقص موارد المالية علاوة على التقنية.

6- فتح أسواق جديدة:-

تسهم الشركات الأجنبية الناقلة لل FDI في فتح أسواق جديدة للتصدير، نتيجة لما تملكه من قوة وكفاءة ومعرفة في السوق العالمية، وقد ساعد ال FDI دولا كثيرة مثل كوريا الجنوبية والهند وسنغافورة، في الاشتراك في نظم انتاج عالمية تقع مراكزها الرئيسية خارج حدود هذه الدول، وخاصة في صناعة الإلكترونيات ويعاد نقل مكونات هذه المنتجات للبلد الأم بهدف تجميعها⁽¹⁸⁾. وعلى الرغم من كثرة الحجج المؤيدة لل FDI والتي تناولها في الفقرات السابقة الا ان هناك آراء معارضة اتجاهاه يمثلها اصحاب النظرية التقليدية ويستندون على:-

(1) على الرغم من الاثر الأولي لل FDI يتمثل في تحسين وضع النقد الأجنبي في البلد المضيف، ولكن الاثر الطويل الاجل يؤدي إلى تقليل حصيلة النقد الاجنبي سواء في الحساب الجاري او حساب رأس المال في ميزان مدفوعات البلد المضيف.

(2) ان التقنيات الفنية والإدارية والافكار الحديثة التي تتيحها الشركات الأجنبية قد تكون ذات اثر محدود على تطور المصادر المحلية لهذه التقنيات النادرة، وقد تعميق تنمية الموارد عن طريق كبح القدرات التنظيمية المحلية لهيمنة الشركات الاجنبية على السوق المحلية .

(3) ان التنافس بين دول العالم النامي على جذب ال FDI ومنحه العديد من المزايا والحوافز ولاسيما الكمركية والضريبية، الامر الذي ساهم في خفض الإيرادات العامة لخزينة الدولة.

سنغافورة، حيث وصلت حصة التوظيف وخصوصاً في القطاع الصناعي ما يقارب 58٪، وفي السنغال 68٪، كما سجلت بعض البلدان نسباً جيدة مقارنة بحجم سكانها الفعال اقتصادياً وتجاوز الـ 3٪ في معظم البلدان النامية، وتزداد هذه الحالة في بلدان مثل الأرجنتين، المكسيك، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، والخلاصة أن الاستثمار المباشرة تسهم في تخفيض نسبة البطالة من خلال إيجاد فرص عمل جديدة لقوة العمل الوطنية.

5- تمويل عملية التنمية (ملئ فجوات الادخار والنقد الأجنبي)

إن الـ FDI وسيلة لسد الفجوات التي تنشأ بين الادخار والاستثمار (فجوة الموارد المحلية) وكذلك فجوة النقد الأجنبي (فجوة الموارد الخارجية) لتأمين المستوى المرغوب فيه من الموارد المالية اللازمة لتحقيق أهداف النمو والتنمية، وكمثال بسيط لفجوة الموارد المحلية وبالأستعانة بنموذج (هارود - دومار) والذي يفترض العلاقة الطردية بين الادخار المحقق (S) ومعدل نمو الناتج (g) وعن طريق المعادلة:

$$g = s/k$$

حيث k هي معامل رأس المال / الناتج، فلو كان معدل الناتج المرغوب في تحقيقه هو 7٪ سنوياً، ومعامل رأس المال / الناتج هو 3، فعندئذ لا بد أن يكون معدل الادخار المطلوب فعلاً هو 21٪ (لأن $s = g.k$) ولو كان معدل الادخار المتحقق فعلاً في السنة المأخوذة 16٪ فقط من الناتج المحلي الإجمالي، فهنا تكون لدينا فجوة محلية لا بد من ملئها بمقدار 5٪، وبمصادر تمويل أجنبية خاصة أو عامة وسيكون للـ FDI مساهمة في ذلك. والمساهمة الأخرى للـ FDI هي ملئ فجوة الموارد الخارجية والتي تعني أن حصيلة الصادرات من النقد الأجنبي لا تكفي لسد أو لتغطية مدفوعات الاستيراد⁽¹⁷⁾.

كما يمكن أن يظهر الأثر المباشر للـ FDI على صعيد التمويل عندما تخلق الموجة الأولى منه تياراً لاحقاً من الاستثمار إتحاء الدول المتلقية له، وهذا يعتمد على نجاح التجربة الأولى منه، فإذا نجح فسوف يتوسع في استثماراته، كما قد يشجع الآخرين على ذلك سواء الشركات الأجنبية أو المحلية التي تتحفز في

إنشاء مشروعات إنتاجية أو خدمية أو تكمل مشاريع ال FDI، كما أن ال FDI ومن خلال الشركات المتعدية الجنسية ونتيجة لما تملكه من رؤوس أموال ضخمة تستطيع تمويل صناعات لا يستطيع البلد المضيف القيام بها مثل الصناعات التحويلية والتعدينية لنقص موارد المالية علاوة على التقنية.

6- فتح أسواق جديدة:-

تسهم الشركات الأجنبية الناقلة لل FDI في فتح أسواق جديدة للتصدير، نتيجة لما تملكه من قوة وكفاءة ومعرفة في السوق العالمية، وقد ساعد ال FDI دولا كثيرة مثل كوريا الجنوبية والهند وسنغافورة، في الاشتراك في نظم إنتاج عالمية تقع مراكزها الرئيسية خارج حدود هذه الدول، وخاصة في صناعة الإلكترونيات ويعاد نقل مكونات هذه المنتجات للبلد الأم بهدف تجميعها⁽¹⁸⁾. وعلى الرغم من كثرة الحجج المؤيدة لل FDI والتي تناولها في الفقرات السابقة إلا أن هناك آراء معارضة اتجاهه يمثلها أصحاب النظرية التقليدية ويستندون على:-

(1) على الرغم من الأثر الأولي لل FDI يتمثل في تحسين وضع النقد الأجنبي في البلد المضيف، ولكن الأثر الطويل الأجل يؤدي إلى تقليل حصيلة النقد الأجنبي سواء في الحساب الجاري أو حساب رأس المال في ميزان مدفوعات البلد المضيف.

(2) أن التقنيات الفنية والإدارية والأفكار الحديثة التي تتيحها الشركات الأجنبية قد تكون ذات أثر محدود على تطور المصادر المحلية لهذه التقنيات النادرة، وقد تعميق تنمية الموارد عن طريق كبح القدرات التنظيمية المحلية لهيمنة الشركات الأجنبية على السوق المحلية .

(3) أن التنافس بين دول العالم النامي على جذب ال FDI ومنحه العديد من المزايا والحوافز ولاسيما الكمركية والضريبية، الأمر الذي ساهم في خفض الإيرادات العامة لخزينة الدولة.

(4) بالرغم من تدبير رأس المال الأجنبي من قبل الشركات ولكن قد ينعكس ذلك على إعاقة تكوين الادخار المحلي ومعدل الاستثمار من خلال كبح المنافسة عن طريق عقود الانتاج الحصرية مع حكومات البلد المضيف، والفشل في إعادة الارباح المحققة من قبل الشركات، كما قد تقوم بتوليد الدخل المحلي لمجموعات معينة ينخفض لديها الميل الحدي للإدخار، وإعاقة تكوين وتطوير الشركات المحلية التي يمكن أن تمدها بالمنتجات الوسيطة والتي تستوردها من الخارج، كما قد تفرض الشركات الأجنبية معدلات عالية من الفائدة على رأس المال الذي تقترضه الحكومات المضيفة.

(5) أن الشركات الأجنبية تطبق فنونا حديثة لا تستطيع الشركات المحلية إدراكها، وبالتالي خروج بعض الشركات المحلية من السوق الوطنية لعدم قدرتها على المنافسة، وكذلك ميل المستثمرين الأجانب الإحتفاظ بأسرارهم الإدارية والفنية وعدم تدريبهم الأيدي العاملة المحلية وبسط سيطرتهم على القطاعات المهمة في الاقتصاد، كما أنها تقيد من ظهور المشاريع المحليين الصغيرة والمتوسطة من خلال التضييق على رجال الأعمال المحلية.

(6) أن الشركات متعددة الجنسية تستخدم قوتها الاقتصادية للتأثير على القرار السياسي وبتجاه غير مرغوب فيه للتنمية، كما أنها قادرة على الحصول على امتيازات سياسية واقتصادية من حكومات البلدان المضيفة مثل الحصول على مواقع المصانع والمشاريع والخدمات الاجتماعية بأسعار منخفضة والتوصل من الضرائب والاعفاءات الكثيرة على الاستيرادات.

وعلى الرغم من الآراء المؤيدة للاستثمار والتي تنطلق من فاعلية والية السوق والتي تنادي برفع أيدي القطاع الحكومي من الفعاليات الاقتصادية التي تعارض اقتصاد السوق، وكذلك الآراء المعارضة للاستثمار الأجنبي والتي استندت إلى مجموعة من الحقائق، والحصيلة النهائية للتوفيق بين المجموعتين يأتي من خلال دراسة وتحليل نتائج الشركات المتعددة الجنسية والناقلة للاستثمارات ومن خلال تحليل الآتي:-

جدول (9) قضايا أساسية

لبحث دور الشركات متعددة الجنسية الناقلة للـ FDI في الدول النامية

ت	القضية	مصادر النزاع
1	التحركات الدولية لرؤوس الأموال	أ - هل تأتي بالكثير من رأس المال؟ ب - هل تؤدي إلى تحسين موازين المدفوعات؟ ج - هل تحول المزيد من مكاسبها وفوائدها؟ د - هل تسعى إلى إنشاء قنوات الارتباط مع الاقتصاد المحلي؟ هـ - هل تولد عوائد ضريبية؟
2	مزاحمة الإنتاج المحلي	أ - هل تقوم بالشراء من الخارج بعيدا عن الصناعات الموجودة المنافسة للواردات؟ ب - هل تسعى إلى استغلال مزاياها التنافسية لابعاد المنافسين المحليين؟
3	نقل التكنولوجيا	أ - هل تحتفظ بكل أنشطة البحث والتطوير في البلد الأم؟ ب - هل تمارس قوتها الاحتكارية للحفاظ على تكنولوجياتها؟
4	نقل التكنولوجيا المناسبة	أ - هل تحاول الشركات تعديل التكنولوجيا لتناسب مع البلد المضيف؟ ب - هل تنتقل تكنولوجيا كثيفة رأس المال؟
5	الهيكل الاجتماعي	أ - هل تشجع على إنشاء مجموعات ذات دخول مرتفعة موائمه لها؟ ب - هل تحاول خلق قيم غريبة؟
6	انماط الاستهلاك	أ - هل تسعى إلى تشجيع انماط استهلاكية غير ملائمة من خلال اعلاناتها وتسويقه الموجهة؟ ب - هل تسعى إلى زيادة استهلاك منتجاتها على حساب منتجات أخرى التي تكون أكثر منها أهمية؟
7	هيكل رأس المال	أ - ما هو حجم الأموال المحملة وما هي نسبته من رأس المال الوافد؟ ب - ما هو حجم رأس المال الوافد من إجمالي حجم رأس مال المشروع؟

المصدر: ميشيل تودورا، التنمية الاقتصادية، ص 282-362.

بيئة أو مناخ الاستثمار (محددات الاستثمار المباشر): -

أصبحت دول العالم وفي ظل نظام العولمة الاقتصادية ساحة للمنافسة على جذب الـ FDI، إيماناً منها بأنها هي القاسم المشترك لمعظم التجارب التنموية الناجحة، ولا تتمتع دولة ما بوضع احتكاري للـ FDI وإنما تتمثل كل دولة بما تتضمنه من عوامل جذب أو طرد قطبياً منافساً للدول الأخرى في الساحة العالمية المفتوحة، وقدرة الدولة على جذب الـ FDI يتوقف على مقدرتها لتوفير الشروط والظروف الأفضل لها سواء من حيث الأمان أو العائد وغيرها.

وبشكل عام يعرف مناخ الاستثمار بأنه: مجموعة القوانين والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والسياسية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون آخر، بمعنى أنه مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية والتي تشمل الأوضاع السياسية والاقتصادية والأمنية والثقافية والقانونية والتنظيمات الإدارية، وأن هذه الأوضاع عادة ما تكون وتتأثر ببعضها البعض، مما يخلق بالتفاعل مرة بالتداعي مرة أخرى أوضاعاً جديدة بمعطيات مختلفة تترجم في محصلتها إلى عوامل جذب أو طرد لرأس المال⁽¹⁹⁾.

ومن هنا يرتبط مناخ الاستثمار بمجمل السياسات الاقتصادية الكلية، وذلك من خلال تعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والجاذبة للـ FDI على مستوى الاقتصاد الكلي بأنها تلك البيئة التي تتسم ب:-

- 1- عجز بسيط في موازنة الدولة العامة.
- 2- معدلات مقبولة ومتدنية للتضخم.
- 3- سعر صرف مستقر.
- 4- بيئة سياسية ومؤسسية ثابتة وشفافة ومستقرة يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالي والتجاري.
- 5- حجم السوق المحلي ومعدل نموه وبشكل موّاتي .
- 6- مدى توافر عوامل الإنتاج وأسعارها التنافسية .
- 7- سوق مالية ونقدية متطورة.
- 8- حرية التجارة .

ان مناخ الاستثمار في أية دولة يعتمد بصورة اساسية على محددات سياسية واقتصادية واجتماعية وقانونية وثقافية نتناول منها:-

1- المحددات السياسية:-

وتتضمن جميع العوامل التي تساعد في استقرار الوضع السياسي والأمني للبلد وتشمل ما يأتي:-

أ- الاستقرار السياسي والأمني:- وهو من العوامل الأساسية التي تؤثر بشكل فعال بالقرار الاستثماري، والمستثمر لا يجازف برأسماله في بيئة غير مستقرة سياسيا وأمنيا، وهنا تكون درجة المخاطرة واحتمالات الخسارة عالية، لاسيما ان الاستثمارات المباشرة هي طويلة الاجل تتطلب زمنا اطول حتى يحصل المستثمر على ارباحه المتوقعة. وهناك دراسات كثيرة اكدت ان عامل الاستقرار السياسي يفسر فشل العديد من الدول في جذب الاستثمارات الأجنبية، بسبب انعدام العلاقة الايجابية بين الأحزاب السياسية وانتشار الجريمة، وغيرها.

ب- الحكم الرشيد:- ويقصد به علاقة الحكومة بالمواطن ومدى رضا المواطن عن حكومته وطبيعة استلامها الحكم (منتخبة او سلطوية) واذا كانت العلاقة ايجابية ساهمت في استقرار الوضع الأمني، وقد اعتمدت عدة معايير لتحديد تلك العلاقة منها:-

- رضا المواطن عن حكومته.
- مدى التزام الدولة بالعهود والمواثيق الخاصة بحقوق الانسان.
- كفاءة ادارة الدولة في استخدامها القوة والاكراه.
- اعداد المعتقلين السياسيين.
- مدى قدرة المؤسسات على الرقابة والحد من إساءة السلطة.

2- المحددات الاقتصادية:-

ثمة محددات اقتصادية عديدة للاستثمارات الأجنبية:-

أ- السياسات الاقتصادية:- وهي تمثل سياسة الاقتصاد الكلي كالسياسة المالية والتجارية والنقدية والتي تختلف من بلد إلى آخر، وتظهر بأشكال وصور مختلفة حسب السلوك الاستثماري الخارجي والفلسفة الاقتصادية للبلد المضيف، فهناك دولة تنتهج سياسة الترحيب الكامل بالـ FDI ولا تضع القيود أمام عمل الشركات الأجنبية، وقد تجد دولة أخرى تتبع سياسة الترحيب المقيد أو المشروط مثل القيود على أشكال الملكية وتحويلات الأرباح إلى الخارج، كما أن دولة أخرى تتبع سياسة المنع الجزئي فتفضل دخول رأس المال الأجنبي لقطاعات معينة دون أخرى، وعموماً فإن سياسات الاقتصاد الكلي إما أن تشكل عوامل جذب أو طرد للـ FDI.

أما ما يخص السياسة النقدية فإن معدل التضخم المرتفع هو من محددات السياسة النقدية الذي يعبر عن مدى الاستقرار السعري، فكلما كانت معدلات التضخم مرتفعة فإنه ضد مناخ الاستثمار المؤاتي وبخاصة عندما تزيد عن 15% - 25% أو 30%، حيث أن المعدلات العالية تؤدي إلى تدمير الثقة بالعملة المحلية ثم هروب المدخرات إلى الخارج، كما أنه يؤدي إلى تشويه النمط الاستثماري.

كما أن استقرار الصرف واتباع سياسة تخفيض العملة يؤثر على حركة رؤوس الأموال الداخلة للبلد والخارجة منه، وذلك من خلال التأثير المتوقع حصوله على الأسعار الحقيقية للأصول العينية بعد تخفيض العملة وكل ذلك يجعل المستثمرين يسعون إلى تصفية مشاريعهم ونقل أصولهم إلى الخارج.

أما السياسة المالية فحوافزها للـ FDI تتم عن طريق الإنفاق الحكومي أو بواسطة الإعفاءات الضريبية، وهناك نوعين من الحوافز التي تمنح للمستثمر الأجنبي وهو الحوافز المالية والحوافز التمويلية وتمنح الأولى للمستثمر ألغاء أو تخفيض العبئ الضريبي وتمنحه إعفاءات قد تمتد من 5 - 20 سنة، فضلاً عن الامتيازات الكمركية التي تمنح لفترة تتراوح بين 5 - 20 سنة أيضاً، وتقدم

السياسات المالية أيضا تخفيضات ودعم لأسعار الخدمات التي يحتاجها المستثمر كالكهرباء والوقود والاتصالات وغيرها. أما الحوافز التمويلية فيتم خلالها توفير الأموال مباشرة للشركات وبواسطة العون الحكومي وبأسعار فائدة مدعومة.

أما السياسة التجارية فأن عملية تقديم الحوافز تتم عن طريق عدم تدخل الدولة في شؤون العلاقات الاقتصادية الدولية وحرية التجارة وإلغاء القيود الكمية ومختلف أنواع الحوافز أمام انتقال السلع والخدمات وعناصر الإنتاج.

ب- الأسواق:- ان أكثر ما تبحث عنه الشركات الأجنبية ويعد ميزة جيدة في البلد المضيف، هو السوق وكل ما يتعلق به، كمعدل النمو فيه ونصيب الفرد من الدخل القومي، وإمكانية الوصول إلى الأسواق الإقليمية والعالمية وتفضيلات المستهلكين، فكبر حجم السوق يعتبره المستثمر ميزة نسبية لها علاقة على ارتفاع معدل نموه الذي يزيد من حجم الطلب على منتجات المشروع الاستثماري. كما ان المستثمر الأجنبي يهتم بحجم السكان ومعدل نموهم من اجل معرفة حجم الطلب على منتجاته، كما ان المستثمر يهتم بحجم الناتج ومدى استقراره ونصيب الفرد منه لأنه يعكس له دخل مقيمي البلد المضيف وطلبهم الفعلي على السلع والخدمات المنتجة في الشركات الأجنبية، كما ان نمو الناتج يعطي للمستثمر صورة مستقبلية عن حجم السوق.

ج- البنى التحتية:- وتعد اهم المظاهر الايجابية لمناخ الاستثمار والمتمثلة بشبكات الطرق والمطارات الحديثة والموانئ ومصادر الطاقة ووسائل الاتصال الحديثة، وكلها تحقق السرعة وتقلل الجهد وتخفف التكلفة على المستثمر، فوجودها بشكل ملائم يمكن ان يكون حافزا اساسيا لجذب المستثمرين الاجانب وبالعكس.

د- المزايا النسبية لتكاليف عوامل الانتاج:- تسعى الشركات الأجنبية إلى توطئ استثماراتها في الدول التي تكون كلف عوامل الانتاج فيها أقل من الدولة الأم للشركة، وبالتالي يتدفق رأس المال الأجنبي إلى الدول التي تكون فيها الأيدي العاملة رخيصة الثمن وخاصة الصناعات كثيفة العمل، وهذه الميزة النسبية.

موجودة لدى غالبية الدول النامية كونها تمتلك ايدي عاملة رخيصة الثمن، اضافة الى عدم وجود التنظيمات النقابية او القانونية التي تستطيع رفع الاجور، فضلاً عن توفر مصادر الطاقة وقلة القيود على حماية تلوث البيئة⁽²¹⁾.

3- المحددات الاجتماعية:-

ان توفر الايدي العاملة وانخفاض الأجور ليس وحدهما يمثلان عوامل جذب الـ FDI، حيث ينظر المستثمرون الى مستوى التعليم ونوعيته، فهناك علاقة بين تدفق الـ FDI لأية دولة ومستوى التعليم فيها، حيث ان الدول التي تكون نسبة التعليم فيها عالية تكون جاذبة للـ FDI، فدولة مثل كوستاريكا اكثر جذبا للـ FDI لارتفاع نسبة المتعلمين فيها حيث وصلت إلى 95% من اجمالي السكان، كما نجحت سنغافورة في جذب الـ FDI على اساس ارتفاع نسبة المتعلمين فيها اذ وصلت إلى 91% وكذلك الحال بالنسبة لماليزيا وايرلندا التي لديها نظام تعليمي حديث وشامل ويد عاملة شابة ومتعلمة. كما ان المستثمر ايضا ينظر إلى طبيعة التكوين الاجتماعي والثقافي للدولة المضيف وأهم الفروقات الثقافية بين الدولة الام والبلد المضيف وبغيرها من عوامل الجذب والطرء للاستثمار المباشر.

4- المحددات المؤسسية والإدارية:- وتضم مجموعة من المحددات منها:-

(أ) اصدار القوانين والأنظمة التي تنظم العلاقات القانونية بين المستثمر والبلد المضيف: ولاسيما قانون الاستثمار الأجنبي المباشر الذي ينظم تلك العلاقة، وعلى صعيد الدول العربية نجدها شهدت تحسناً في مجال البيئة التشريعية المنتجة للـ FDI واصدرت الدول العربية (95) قانوناً جديداً ووقعت أكثر من 114 ترتيباً ثنائياً ومتعددًا مع دول إقليمية وأجنبية⁽²²⁾.

(ب) التحكيم الدولي لفض منازعات الاستثمار: حيث لا بد من للدول التي تريد تحسين بيئتها الاستثمارية ان تنضم إلى المركز الدولي لفض منازعات الاستثمار وهو احد توابع البنك الدولي، علاوة على الالتزام بالقانون التجاري الدولي الذي اصدرته لجنة خاصة من الامم المتحدة والذي يسمى (قانون الأونسترال النموذجي للتحكيم).

(ج) شكل الملكية والادارة والعمالة: حيث تشرع بعض الدول قوانين تحدد بموجبها طبيعة الملكية والادارة للمشروع الاستثماري وكذلك نسبة الايدي العاملة المحلية التي يستلزم تشغيلها.

(د) التسهيلات الإدارية: وهي جانب مهم في بيئة الاستثمار ويؤخذها المستثمر الأجنبي بنظر الاعتبار منها الفساد المالي والإداري والذي يبعد المستثمر عن القدوم للدولة التي يستشري بها، كما ينظر المستثمر إلى التحول نحو الحكومة الالكترونية والابتعاد عن فرص المقابلة الشخصية التي يشوبها الكثير ويغيرها من المحفزات الأساسية للقدوم نحو بلد يستخدم تقنيات الإدارة الحديثة.

مؤشرات البيئة التنافسية:-

غالباً ما تسترشد الشركات الدولية الناقلة للـ FDI على عدد من المؤشرات التي تصدرها المؤسسات الدولية والمنشآت والمنظمات العالمية وتعدّها من الأمور المهمة لإتخاذ قرار القدوم إلى بلد ما أو من عدمه ندرج منها:-

(1) مؤشر الجاهزية الشبكية: (Networked Readiness Index (NRT)

يوضح مدى جاهزية الدولة للمشاركة في التطورات الحديثة في تقنية المعلومات والاتصالات والاستفادة منها، بمعنى مدى تحول المؤسسات الحكومية إلى الاستخدام المكثف لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، في تقديم الخدمات العامة لجميع المواطنين وقطاع رجال المال والإعمال المحلي والأجنبي، ويعتبر التحول إلى الحكومة الالكترونية أحد أهم المتطلبات التي تؤدي إلى تحسين التفاعل مع المستثمرين ومن خلال توفير الشفافية في الأداء وخفض النفقات وتبسيط الاجراءات ويتألف من ثلاثة مؤشرات فرعية هي:-

أ. مؤشر البيئة التقنية:- مدى درجة تميز البيئة التي توفرها الدولة لتحسين وتطوير استخدام التقنيات.

ب. مؤشر الجاهزية التقنية:- يقيس مدى قدرة الافراد ومؤسسات الاعمال والحكومة على تحسين وتطوير الامكانيات المستقبلية للتقنيات.

ج. مؤشر الاستخدام:- يقيس درجة استخدام وتطبيق تقنية المعلومات من قبل الافراد والحكومة والمؤسسات.

علما ان المؤشر يتكون من (1 - 5) درجة ومن الدول التي تمثل مراتب متقدمة فيه هي الولايات المتحدة الأمريكية وترتيبها الاول عالميا ثم اليابان والمملكة المتحدة واستراليا وسنغافورة والنرويج وكندا وهولندا والدنمارك والمانيا، فيما احتلت بعض الدول العربية والآسيوية مراتباً جيدة كالأمارات (27) وماليزيا (28) وقطر (33) والسعودية (40) والأردن (44) والصين (46) والهند (54). علما ان المؤشر شمل 134 دولة شملها تقرير التنافسية العالمي لقطاع تقنية المعلومات لعام 2009⁽²⁵⁾.

(2) مؤشر سهولة أداء الأعمال:-

يصدره البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية، ويتكون من عشرة مؤشرات فرعية (تأسيس المشروع، استخدام التراخيص، توظيف العاملين، تسجيل الملكية، الحصول على الائتمان، حماية المستثمر، الضرائب، التجارة، إنفاذ المشروع، اغلاق المشروع) ويغطي حالياً 178 دولة منها 17 دولة عربية، وقد حصلت السعودية على المرتبة الأولى عربياً، وعلى المرتبة 16 عالمياً ثم الإمارات المرتبة الثانية عربياً والمرتبة 46 عالمياً وحسب تقرير البنك الدولي لعام 2009⁽²⁶⁾.

(3) مؤشر الأداء:-

تصدره اليونكتاد Unctad (مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية) ويقيس الوضع القائم للدولة من حيث حصته الفعلية من تدفقات الـ FDI الوافدة عالمياً منسوبة إلى حصة الدولة نفسها من GDP العالمي، وبحسب كمتوسط لثلاث سنوات وفق المعادلة:

$$IND(i) = FD(i)_{in} / FD(w) \div GDP(i) / GDP(w)$$

حيث ان (i) FD تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى داخل الدولة (i) و FD(w) تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى العالم (w).

وعندما تحصل الدولة على معدل (1) فما فوق هذا يدل على انسجام اوضاعها الاقتصادية وقوة بيئتها الاستثمارية على جذب الـ FDI والعكس اذا كانت اقل من (1) فيدلل على عدم انسجام او ضاعها الاقتصادية وسوء بيئتها الاستثمارية.

(4) مؤشر امكانات الدولة:-

يبين قدرة الدولة المستقبلية على جذب الـ FDI، ومن خلال الاعتماد على (12) مؤشرفرعي (معدل نمو GDP، متوسط دخل الفرد، نسبة الصادرات الى GDP، انتشار خطوط الهاتف لكل 1000 نسمة، انتشار الهاتف النقال، متوسط استهلاك الطاقة للفرد، الإنفاق على البحث والتطوير ونسبته إلى GDP، نسبة الملحقين بالدراسات العليا بالنسبة لإجمالي السكان، نسبة الدولة من صادرات المواد الطبيعية للعالم، نسبة استيراد قطع الغيار للعالم، نسبة صادرات القطر للخدمات للعالم، نسبة الدولة من الرصيد التراكمي للـ FDI بالنسبة للعالم، التصنيف السيادي للدولة).

وتقسم اليونكتاد الدولة بعد تقاطع المؤشرين (الأداء والإمكانات) الدول إلى اربع مجاميع هي (27):-

- مجموعة الدول السباق (أداء مرتفع - إمكانات مرتفعة)
- مجموعة الدول دون الامكانات (أداء منخفض - إمكانات مرتفعة)
- مجموعة الدول اعلى من الامكانات (أداء مرتفع - إمكانات منخفضة)
- مجموعة الدول ذات الاداء المنخفض (أداء منخفض - إمكانات منخفضة)

علما ان تقرير عام 2006 وضع دول مثل السعودية والامارات وقطر ضمن المجموعة الأولى ودول البحرين وعمان والكويت ضمن المجموعة الثانية.

(5) مؤشر التنافسية العالمية Global Competitiveness:-

يصدره المنتدى الاقتصادي الدولي في دافوس بسويسرا بالتعاون مع 109 مؤسسة عالمية لقياس قدرة الدولة على النمو والمنافسة ويضم مؤشرين اساسين هما:-

أ- مؤشر النمو:- ويعكس قدرة الدولة على النمو الاقتصادي لفترة تتراوح بين 5 - 8 سنوات ويضم ثلاثة مقاييس:-

* الأول:- يختص بقياس الأهمية النسبية لقطاع التكنولوجيا (الربط الالكتروني) ومنح وزناً 50%.

* الثاني:- يقيس أداء المؤسسات العامة من خلال دراسة البيئة التشريعية ومدى سيادة القانون ودرجة الفساد والبيروقراطية ويمنح وزناً 25%.

* الثالث:- يقيس أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي (معدل النمو الحقيقي، نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي، استقرار أسعار الصرف، نسبة الموازنة إلى الناتج، معدل التضخم، نسبة الميزان التجاري إلى الناتج المحلي) ويمنح 25%.

ب- مؤشر الأعمال التنافسية:- يركز على محفزات النمو الاقتصادي ويعتمد على مقياسين هما (درجة تطور قطاع الأعمال، المناخ الاستثماري) ويستند هذا المؤشر على ثمانية عوامل (الانفتاح الاقتصادي، أداء القطاع المالي، الإطار المؤسسي، البنى التحتية، حرية التجارة، السياسة التجارية، حقوق الملكية الفردية).

(6) مؤشر المخاطر القطرية:-

تصدره مؤسسة المخاطر القطرية Political Risk Serves سنوياً عن مختلف دول العالم يتضمن درجة المخاطرة، وقسمت المخاطر إلى مخاطر تمويلية ومخاطر سياسية ومخاطر اقتصادية ويعطى وزن ترجيحي لكل نوع في المؤشر، وبالتالي يستطيع المستثمر الاعتماد على هذه المؤشرات في اتخاذ قراره الاستثماري، ونختار أقل الدول مخاطرة ضمن هذا المؤشر الذي يقسم الدولة إلى خمس مجموعات تتدرج في دول مخاطرها، منخفضة جداً، منخفضة، معتدلة، مرتفعة، مرتفعة جداً.

(7) مؤشر الحرية الاقتصادية:-

تصدره معهد (هيريتيدج) Heritage بالتعاون مع صحيفة Wall Street Journal، ويقسم الدول على أربعة أقسام طبقاً لمتوسط درجتها الإجمالية،

ويهدف إلى قياس درجة الحرية في العمل والإنتاج لتقديم صورة واقعية للمستثمرين عن الوضع الاقتصادي لكل دولة ويعتمد على 50 متغيرا اقتصاديا وسياسيا، ثم وضعها تحت عشرة عوامل أساسية تعطي درجات متساوية (السياسة التجارية، التدخل الحكومي في الاقتصاد، احترام حقوق الملكية الفردية، السوق السوداء الموازية، السياسة النقدية وسعر الصرف والتضخم، حجم الاستثمار الخاص والأجنبي، أداء القطاع المالي والمصرفي، ملائمة التشريعات ونوعية الإجراءات الإدارية والبيروقراطية، الوزن النسبي للقطاع العام، مستوى الأجور والأسعار) وتمتد درجة كل دولة (1 - 5)، وكلما كانت قريبة من الواحد تعني أكثر حرية. علما أن دول مجلس التعاون الخليجي حصلت على 2.8 نقطة كمتوسط لها في تقرير عام 2007، ووضعت ضمن الدول ذات اقتصاد حر غالبا، وضمن الفئة الثانية حسب المؤشر (2-2,99) نقطة، وكانت البحرين قد حصلت على 2.18، ووقعت عمان وقطر ضمن الفئة الثالثة (اقتصاد غير حر غالبا) وبدرجة 3.01، 3.04 على التوالي⁽²⁹⁾.

تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الوافد للدول العربية -

واصل التدفق الاستثماري الوافد الى الدول العربية ارتفاعه الواضح منذ بداية الألفية الجديدة عام 2000 وليسجل رقما جديدا في اعلى مستوياته عام 2008، عندما بلغ حوالي 96,3 مليار دولار، وهذا واضح من الجدول (10) والذي يؤكد تطور تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للدول العربية وخصوصا للفترة الممتدة بين 2000 - 2008، حيث كان عند مبلغ 7,740 مليار دولار عام 2000 ويرتفع إلى 23,2 مليار دولار عام 2004 ثم إلى 61,8 مليار دولار.

مليون دولار

تدفق الـ FDI الواردة الدول العربية للفترة (2000-2012)

جدول (10)

الدولة	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012	الحصة من إجمالي عام 2012
السعودية	1884	453	1942	18293	39151	32190	28105	16400	12188	%25,8
الإمارات	515	1301	10004	8386	13724	4003	5500	7679	9608	%20,4
مصر	1235	641	2157	10043	9495	6712	6155	-483	2798	%5,9
لبنان	289	257	1939	2974	2601	1816	2891	3381	3678	%7,8
قطر	252	624	1199	1786	3779	8152	4670	87-	327	0,7%
فرنس	779	821	639	3312	2759	1688	3113	2265	1944	%4
الجزائر	438	1065	882	1795	2594	2746	2264	2571	2900	%6,2
العراق	3	2	300	272	1856	1598	1396	2082	*1275	%2,7
الأردن	787	64	621	3121	2820	2413	1471	1655	1405	%3
السودان	392	713	1511	3541	2601	1816	2891	2692	2488	%5,3
عمان	16	26	229	952	2959	1508	2333	1049	1484	%3,1
الغرب	215	481	1070	2898	2487	1952	1574	2564	2887	%5,9
البحرين	364	217	865	2915	1794	257	156	781	891	%1,9
إجمالي الدول العربية	7740	8074	23219	61877	96258	76295	68577	42925	47145	%155
إجمالي الدول النامية	252459	157528	283032	379192	650017	519225	616661	684339	680400	
حصة الدول العربية من النامية	%2,9	%5	%8,7	%16,5	%14,8	%14,7	%11,11	%6,3	%6,9	
إجمالي العالم	1388,9	716,1	742,1	1305,6	1790,7	1197,8	1309,1	1514,4	1311,1	
حصة الدول العربية من العالم	%4,8	%4,5	3,3%	%4,8	5,4%	%6,4	5,2%	%2,8	%3,6	

Source: Unctad, World Investment Report 2008, Annex table B.1

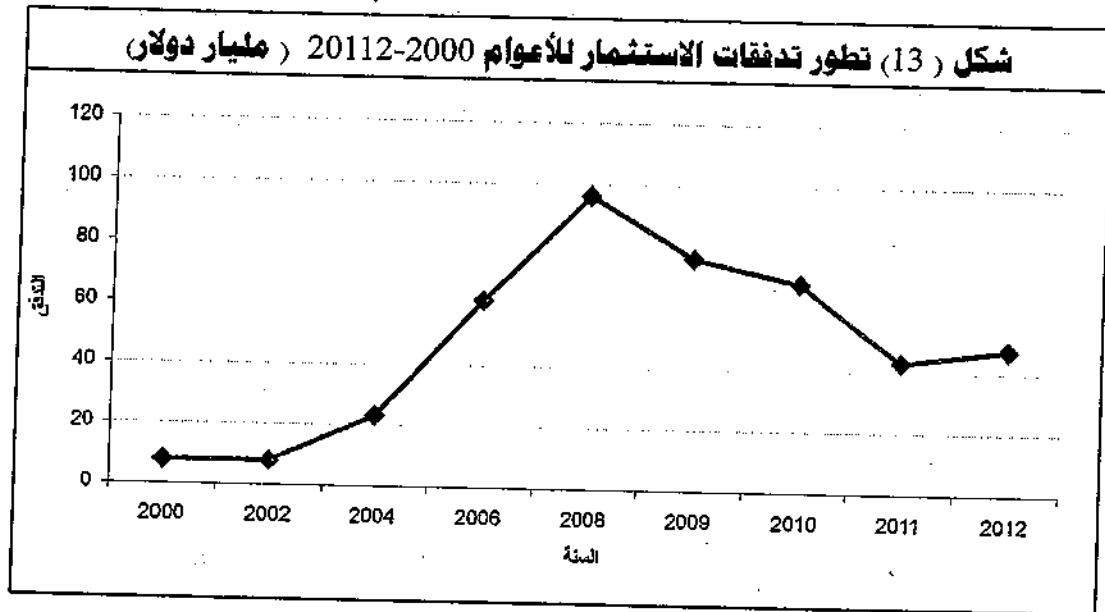
المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: منابع الاستثمار في الدول العربية لعام 2012.

عام 2006 وليفصل إلى أعلى مستوياته في عام 2008. والملاحظ أيضا ان تدفقات الاستثمار الاجنبي الوافدة إلى الدول العربية بعد عام 2008 ، قد تأثر اسوة ببقية دول العالم النامي والمتقدم لما أفرزته الأزمة المالية العالمية في الربع الأخير من عام 2008 من تداعيات على كافة المستويات الاقتصادية ، فقد انخفضت التدفقات الوافدة للدول العربية إلى حوالي 76,3 مليار دولار عام 2009 ونسبة انخفاض بلغت حوالي 27% مقارنة بعام 2008 ، ثم تواصل تلك التدفقات انخفاضها أيضا عام 2010 عندما بلغت حوالي 68,6 مليار دولار ونسبة انخفاض بلغت حوالي 11% مقارنة مع عام 2009 ، في حين كانت نسبة الانخفاض كبيرة جدا عندما بلغت حوالي 37% عام 2011 أذ وصلت إلى حوالي 43 مليار دولار، وهنا لابد من الإشارة إلى ان اسباب الانخفاض هذا لا تعود إلى عوامل داخلية تتعلق بالدول العربية مثل أساليب الترويج وتهيئة البيئة الاستثمارية وتسهيل إجراءات المستثمرين وغيرها ، بل إلى عوامل خارجية تتعلق بظروف الاقتصاد العالمي نفسه وما أفرزته الأزمة المالية العالمية نهاية 2008 وأنعكس بآثارها السلبية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

علاوة على الظروف السياسية التي تمر بها الدول العربية وما أفرزته التحولات السياسية في أنظمة الحكم على الاستقرار السياسي والامني للدول العربية ، وما إلى ذلك من أثر سلبي على تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر.

ومن الجدول نلاحظ ارتفاع تلك التدفقات في عام 2012 ، لتصل إلى حوالي 47,1 مليار دولار محققة بذلك نسبة نمو 9,5% مقارنة مع عام 2011 والتي كانت فيها اجمالي تدفقات الـ FDI حوالي 43 مليار دولار ، وعلى الرغم من انخفاض التدفقات الاستثمارية الوافدة على المستوى العالمي بنسبة 8% لعام 2012 عندما بلغت حوالي 1,3 ترليون دولار مقارنة مع عام 2011 عندما بلغت بإجمالي عالمي حوالي 1,6 ترليون دولار ، وكذلك انخفاض تدفقات الـ FDI الوافدة للبلدان النامية بمعدل 3% لعام 2012 اذ بلغت حوالي 680,4 مليار دولار مقارنة مع عام 2011 عندما بلغت 684,3 مليار دولار.

ويمكن ملاحظة التطورات الحاصلة في تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الوافدة للدول العربية من خلال الشكل التالي:-



أما على مستوى الدول العربية فرادى، فقد تصدرت السعودية بقية الدول العربية في تلقي الـ FDI والتي تجني ثمار جهودها وأجراءاتها التي اتخذتها في مجال تحسين مؤشرات بيئتها الاستثمارية، فقد أظهر مؤشر سهولة أداء الأعمال الذي يصدره البنك الدولي احتلالها المركز الأول عربياً للسنوات 2011، 2012، واحتلالها المركز (10) (12) عالمياً في نفس المؤشر كما يظهرها الجدول التالي والذين بين مراكز بقية الدول العربية:-

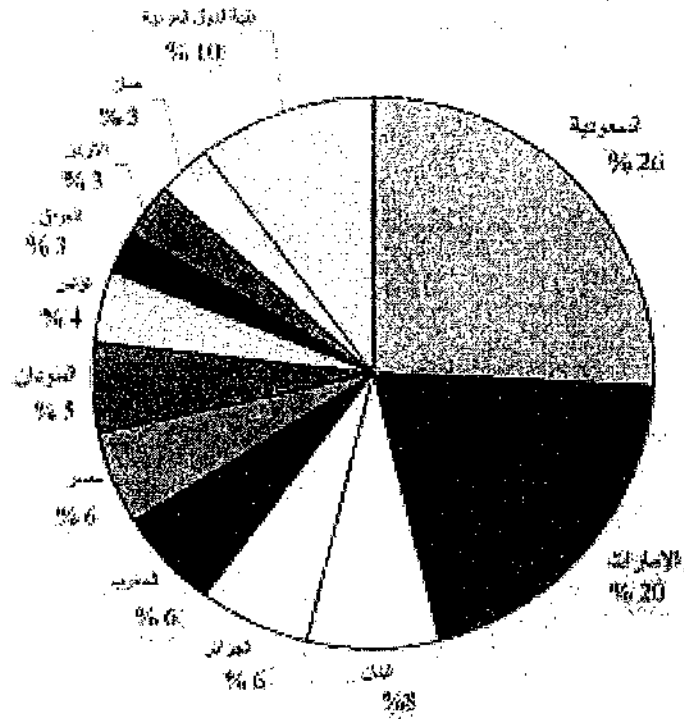
جدول (11) مؤشر سهولة أداء الأعمال

الدولة	2011	2012	نسبة التغير
السعودية	10	12	2-
الإمارات	35	33	2+
قطر	38	36	2+
العراق	159	164	5-
لبنان	103	104	1-
البحرين	33	38	5-
تونس	40	46	6-

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2012.

كما مثلت التدفقات الوافدة إليها ما نسبته حوالي (41%، 35%، 29%) من إجمالي التدفقات الواردة للدول العربية للأعوام (2010- 2012) على التوالي، وعندما بلغت تلك التدفقات حوالي (28,1، 16,3، 12,9) مليار دولار لنفس السنوات، وتأتي الإمارات العربية بالمركز الثاني من حيث تلقي الـ FDI عربياً، حيث احتلت أهمية من إجمالي الدول العربية بلغت حوالي 20%، 20,5% للأعوام 2011 وعام 2012 عندما بلغت حوالي 7,7 مليار دولار لعام 2011 وحوالي 9,6 مليار دولار لعام 2012، ثم جاءت لبنان ثالثاً ونسب 7,9% لعام 2011 و7,8% لعام 2012، عندما تلقت استثمارات بلغت حوالي 3,3 مليار دولار لعام 2011 و3,7 مليار دولار لعام 2012، وتأتي الجزائر رابعاً ويمكن اظهار الأهمية النسبية لحصص الدول العربية من إجمالي التدفقات بالشكل البياني التالي لعام 2012:-

شكل (14) الأهمية النسبية لحصص الدول العربية من تدفقات FDI لعام 2012



أما بالنسبة من حيث الأهمية النسبية للتدفقات الوافدة للدول العربية مقارنة مع إجمالي الوافد للدول النامية، فيتضح من الجدول السابق أنها سجلت

أعلى مستوى لها لعام 2006 عندما بلغت 16,5% من إجمالي التدفقات الواردة للدول النامية والتي والبالغة حوالي 379,2 مليار دولار، وكذلك للأعوام 2008 و 2009 عندما بلغت 14,7% على التوالي، وعلى الرغم من انخفاض أهميتها النسبية لكنها تزايدت من حيث القيمة المطلقة لتلك التدفقات لتلك السنين.

لكن الملاحظ أن أهمية تلك التدفقات بدأت بالانخفاض للأعوام 2010, 2011 عندما بلغت 11,1% و 6,3% من إجمالي تدفقات الدول النامية التي حققت زيادة في التدفقات الوافدة إليها لنفس السنوات عندما بلغت حوالي 616,7 مليار دولار و 684,3 مليار دولار. في حين نجد ارتفاع الأهمية النسبية للتدفقات الواردة إلى المنطقة العربية إلى حوالي 7% على الرغم من انخفاض التدفقات الوافدة إلى الدول النامية بنسبة 3% لعام 2012 عندما بلغت 680,4 مليار دولار مقارنة مع عام 2011 عندما بلغت حوالي 684,3 مليار دولار.

في حين يلاحظ من الجدول السابق تذبذب واضح لحصة الدول العربية من تدفقات الـ FDI على المستوى العالمي فكانت أعلى مستوياتها عام 2009 عندما بلغت 6,4% في حين سجلت أهميتها النسبية 2,8% و 3,6% للأعوام 2011 و 2012.

الاستثمار الأجنبي غير المباشر: Foreign Indirect Investment

يسمى أيضا الاستثمار المحفظي (FPI) (Foreign Porto folio Investment) ويعرف بأنه تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون أن يكون للمستثمر الحق في الرقابة على إدارة أعمال المشروع، وتكون الدوافع الأساسية للمستثمرين في محافظ الأوراق المالية الحصول على الأرباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار، وكذلك تقليل المخاطرة من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية.

وقد يعرف الـ FDI بأنه تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من تغيرات الأسعار أو الحصول على أرباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة أو إيرادات تدرها الأسهم في حالة تحقيق المشروع للربح، بشرط أن لا يملك الأجنبي أكثر من 10% من الأسهم

والسندات، وما يخوله حق الادارة والمراقبة على المشروع، ويتصف هذا الاستثمار بأنه قصير الأجل يمتد من يوم واحد إلى سنة وحدة⁽²³⁾.

أما القنوات الناقلة التي ينتقل عبرها الـ FPI فهي المستثمرين المؤسسين Institutional Investor مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، وكذلك صناديق الاستثمار، والبنوك، والافراد المستثمرين.

وضمن هذه المفاهيم يتحدد الـ FDI بالأموال الأجنبية المستثمرة في الأوراق المالية (أسهم - سندات...الخ) وتسعى للربح السريع الذي يحاول المستثمر تحقيقه من عمليات المضاربة والتداول بتلك الأوراق، كما يتضح ان هذا الاستثمار لا يتم في اصول انتاجية (الزراعة - الصناعة...الخ) بل يوفر المستثمرين في هذا النوع التمويل الرأسمالي (رأسمال نقدي) من خلال شراءهم حصص في المشروع ومن دون اية مشاركة ادارية او رقابية عليه.

وعليه فإن هذا الاستثمار في البورصة يكون بوجهين:-

أولهما يتمثل بتوفير رأس المال اللازم لعملية التنمية ومن خلال البورصة التي تسهل تداول وتنقل الأموال، اما الثاني فيمثل سلاحا قد يفتك بعملية التنمية من خلال عمليات المضاربة وخصوصا بالأموال الساخنة (Hot Money) وفي ظل صيغ التحرر المالي الذي تغيب عنه الرقابة والقيود من قبل السلطات المختصة.

أوجه الاختلاف والتكامل بين نوعي الإستثمار الأجنبي:-

غالبا ما يميز المختصون بين الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار المحفظي من خلال بعدين:- اولهما البعد الاداري والذي يعني درجة السيطرة التي يمارسها المستثمر الاجنبي على ادارة ورقابة المشروع، والثاني هو البعد الزمني والذي يتمثل بالافق الاستثماري القصير او الطويل المدى، ويضيف آخرون على ان الاختلافات في دوافع الاستثمار لكلا النوعين هي من أشكال التمييز بينهما ايضا ويمكن عرض اوجه الاختلاف والمقارنة بين النوعين وحسب ما يوضحه الجدول (12):-

جدول (12) أوجه الاختلاف بين الاستثمار المباشر والاستثمار المحففي

ت	FDI	ت	FPI
1-	استثمار حقيقي ذو طابع انتاجي في سوق السلع والخدمات تنقله الشركات متعددة الجنسية	1-	استثمار ذو طابع مالي في سوق الأوراق المالية
2-	استثمار طويل الاجل يمتد لسنوات عديدة ويصاحبه نقل أصول مادية او غير مادية.	2-	استثمار قصير الاجل لا يتجاوز بضعة أشهر ولا يصاحبه نقل الاصول.
3-	نسبة رأس المال الاجنبي تزيد عن 10٪ وقد تصل الى 100٪ في حالة التملك التام	3-	لا تتجاوز حصة رأس المال الاجنبي عن 10٪
4-	يحق للمستثمر المشاركة بالادارة والاشراف وحسب مساهمة في رأس المال.	4-	ليس له الحق بالمشاركة والاشراف على ادارة المشروع.
5-	الدافع الاساس للمستثمر المباشر هو الحصول على الربح من خلال الوصول إلى الاسواق والمواد الأولية وزيادة قدرته التنافسية.	5-	هدفه هو الربح من خلال مكاسب رأس المال وارباح الاسهم والمضاربة.
6-	يصعب عليه تحويل استثماراته الى سيولة لأن كلفها مرتفعة ويكون أقل هروبا في حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي	6-	من السهولة تحويل استثماراته الى سيولة وخاصة خلال عدم الاستقرار ويكون أسرع هروبا.
7-	يكون أكثر توطنا في الدول النامية لحاجتها الى الاموال والتكنولوجيا	7-	يكون أكثر توطنا في الدول المتقدمة لنضوج اسواقها المالية وتطورها .
8-	أقل تقلبا وتأثرا بالمعلومات والعوامل النفسية والشائعات.	8-	أكثر تقلبا وتأثرا بالعوامل النفسية والمعلومات والشائعات.

المصدر:- د.أديب قاسم شندي:- النقود والبنوك، دار الضياء للطباعة والتصميم، النجف الاشرف، ط1- 2010 - ص 96- 97.

المبحث الثاني

تقييم قرارات الإستثمار

يجب ان تمر الاستثمارات سواء كانت محلية او اجنبية بمرحلة تقويم اقتصادي ومن خلال تحليل عوائدها باعتبارها تدفقات نقدية داخلية وكلفها بوصفها تدفقات نقدية خارجة والفرض من كل ذلك هو اختيار افضلها ، وهناك مجموعة من الشروط يجب ان تتوافر في المعيار المناسب المستخدم في عملية التقييم ومنها:-

- 1- ان يضم المعيار وسيلة للتمييز بين المشاريع المقبولة وغير المقبولة.
- 2- ان يكون المعيار قادر على تدرج المشاريع حسب الافضلية للشركة.
- 3- ان يكون المعيار قادر على حل مشكلة الاختيار بين المشاريع البديلة.
- 4- يجب ان يكون المعيار المستخدم قابلاً للتطبيق على جميع المشاريع الاستثمارية.

ولا تختلف عملية تقييم قرارات الاستثمارات الاجنبية عن المحلية من حيث الطريقة او التقنية المستخدمة ، وانما الاختلاف يكمن في بعض المشاكل التي تعترض عملية تقييم الـ FDI ولا سيما الاخطار الدولية المتنوعة كالخطر السياسي وخطر العمل وخطر الاقتصاد ، وبشكل عام يمكن تصنيف معايير تقييم الاستثمارات الى مجموعتين هما:-

اولاً:- المجموعة التقليدية:-

والتي لا تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للتدفقات النقدية (مبدأ التفضيل الزمني) والذي يعتمد على افضلية استلام النقد اليوم عن استلام نفس المبلغ في المستقبل ، والذي يترتب عليها فرصة ضائعة (opportunity cost) للفرد او المؤسسة (المستثمر) والسبب هو ان المستثمر لو قام بإقراض او ادخار المبلغ فقد يحقق عائداً افضل من الاستثمار في المشروع وقد ضاعت فرصه عليه نتيجة تأخر استلام المبلغ لأمد مستقبلي.

وتتضمن هذه المجموعة:-

1- طريقة فترة الاسترداد Pay back Period

وتعتمد في قبول او رفض المشروع الاستثماري على عدد السنوات اللازمة لاسترجاع قيمة (كلفة) الاستثمار في اي مشروع وتحسب اذا كانت التدفقات النقدية بفعل الاستثمار في المشروع خلال عمره الافتراضي ثابتة بالمعادلة:-

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{قيمة كلفة الاستثمار}}{\text{التدفقات النقدية السنوية الثابتة}}$$

ويتم مقارنة فترة الاسترداد المحسوبة مع المطلوبة التي تحددها الادارة لاتخاذ قرار الرفض او القبول.

مثال:- مقترح استثماري يكلف اتفاق مبلغ 80000 دينار ويعطي تدفقاً سنوياً مقداره 20000 دولار ولمدة سبع سنوات، احسب فترة الاسترداد وهل يقبل المشروع ام يرفض ؟

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{قيمة الاستثمار}}{\text{التدفقات النقدية السنوية الثابتة}} = \frac{80000}{20000} = 4 \text{ سنوات} (7 > 4)$$

وعليه يقبل المشروع لأنه يسترجع كلفته قبل عمره الافتراضي.

اما في حالة تغير التدفقات السنوية فيلجأ إلى حساب التدفقات السنوية خلال السنوات إلى ان تتساوى مع كلفة الاستثمار ومن ثم تحسب فترة الاسترداد.
مثال:- مشروع استثماري يتطلب اتفاق مبلغ 40000 دينار ويعطي تدفقاً سنوياً ولمدة 8 سنوات كالآتي:-

السنة	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة	الخامسة	السادسة	السابعة	الثامنة
المبلغ	16000	14000	8000	6000	6000	4000	16000	20000

والمطلوب حساب فترة الاسترداد ومدى قبول او رفض المشروع؟

$$\text{فترة الاسترداد} = 2000 + 8000 + 14000 + 16000 = 40000$$

السنة الأولى + السنة الثانية + السنة الثالثة + السنة الرابعة (0.3) = 3.4 سنة

بمعنى أن فترة الاسترداد هي ثلاث سنوات واربعة اشهر وعليه يقبل المشروع.

عموماً أن معيار الرفض أو القبول يعتمد على فترة الاسترداد المحسوبة فإذا كانت اقل من المدة التي تحددها الشركة يقبل المشروع والعكس صحيح، كما يمكن استخدام هذه الطريقة بترتيب المشاريع حسب افضليتها ويفضل المشروع الاقصر مدة زمنية من حيث استرداد تكلفة الاستثمار.

وعلى الرغم من سهولة حساب هذا المعيار وتفضيله من قبل اصحاب التمويل الذين يرغبون بمعرفة فترة استرداد اموالهم بأقصر فترة زمنية، كما انه يمتاز بمعرفة مستوى السيولة النقدية المتدفقة للمشروع خلال كل سنة من سنوات تشغيله، الا انه تعرض لكثير من الانتقادات منها:-

1- تجاهله لمبدأ التفضيل الزمني للنقود والذي مضمونه استلام النقد في الزمن الحالي افضل عنه في المستقبل وخاصة عند المفاضلة بين المشاريع المختلفة وكما في المثال التالي:-

مثال: مقترح استثماري لمشروعين (A) وكلفته 12000 دينار وآخر (B) ويتطلب انفاق رأسمالي 12000 دينار أيضاً وكان عمر كل مشروع هو ثلاث سنوات وينتج عنها تدفقات سنوية كالآتي:-

السنة	التدفق السنوي (A)	التدفق السنوي (B)
الأولى	6000 دينار	2000 دينار
الثانية	4000 دينار	4000 دينار
الثالثة	2000 دينار	6000 دينار

وعند حساب فترة الاسترداد للمشروعين يتضح انها متساوية وبثلاث سنوات، ولكن ان المشروع A يعطي تدفقات افضل من B اذا اخذنا بنظر الاعتبار توقيت حصول التدفقات السنوية والتي لا يأخذها المعيار بنظر الاعتبار.

كما يؤخذ على هذا المعيار إضافة إلى ما ذكر:-

أ- تجاهله مبدا سلوك المستثمر الرشيد اذ لا تاخذ بالاعتبار التدفقات بعد فترة الاسترداد عند المفاضلة.

ب- يهتم بعنصر السيولة دون الربحية.

ج- لا يأخذ بنظر الاعتبار ثمن التصفية عند بيع المشروع بعد نهاية الزمن الافتراضي له.

د- لا يهتم بموضوع المخاطر المصاحبة للتدفقات النقدية لاسيما التضخم، فضلاً عن الاندثارات غير المباشرة على التدفق النقدي (الضرائب) التي تحمل على حساب الارباح والخسائر والتي تخفض الربح خصوصاً اذا كان خط الضرائب مرتفعاً.

2- طريقة معدل العائد المحاسبي Accounting rate of Return

وتتم المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية على اساس المشاريع التي تعطي اعلى عائد محاسبي في حالة وجود اكثر من مقترح استثماري، اما اذا كان مشروع واحد فيتم مقارنة معدل العائد المحاسبي بعائد الفرصة البديلة (كافة الحصول على الاموال) او سعر الفائدة السائد في السوق النقدية.

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط صافي الربح بعد استبعاد الضرائب والاستهلاك}}{\text{متوسط قيمة الاستثمار}}$$

ولحساب البسط يتم جمع صافي الربح بعد الضريبة في كل سنة من عمر المشروع ثم نقسم على عدد سنوات العمر الاقتصادي له ، اما بالنسبة للمقام يتم حسابه بقسمة الكلفة الاستثمارية على (2) على فرض ان قيمة المشروع في نهاية عمره مساوية إلى الصفر، اما اذا كانت هناك قيمة تخريدية للمشروع في نهاية عمرة فيجب اضافتها إلى التكلفة الاستثمارية ثم نقسم على (2).

مثال: مشروع استثماري متوسط قيمة الاستثمار فيه تساوي 50000 دينار ويتوقع له انتاج ارباح صافية ولمدة خمس سنوات

السنة	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة	الخامسة
المبلغ	8000	6000	16000	12000	8000

والمطلوب حساب معدل العائد المحاسبي ومدى قبول المشروع اذا كانت عائد الفرصة البديلة 8%

$$\text{متوسط صافي الربح} = \frac{12000+8000+16000+6000+8000}{5}$$

$$10000 \text{ دينار} = \frac{50000}{5} =$$

$$\text{معدل العائد} = \frac{10000}{50000} = 20\%$$

وعليه يقبل المشروع كون عائداته اعلى من عائد الفرصة البديلة.

وعلى الرغم من المزايا لهذه السهولة والمتمثلة بسهولة الحساب والفهم، فضلاً عن كونها طريقة نسبية وليس مطلقة كونها تعتمد في تقييم المقترح الاستثماري على صافي الربح من خلال العائد السنوي على وحدة رأس المال (انتاجية رأس المال مقارنة بتكلفة الوحدة الواحدة منه).

لكنه ايضاً يحمل عيوب منها اهمال معدل التفضيل الزمني للنقود ولا سيما في حالة تساوي معدل العائد المحاسبي لمقترحين استثماريين سواء تم حسابه على اساس صافي الربح او على اساس صافي التدفق النقدي وكما يظهره المثال الاتي:-
مثال: الجدول الاتي يبين صافي الارباح وكذلك صافي التدفقات النقدية لمقترحين استثماريين تكلفتها 21000 دينار والعمر الافتراضي لهما ثلاث سنوات.

السنة	المقترح الأول		المقترح الثاني	
	صافي الربح	التدفق النقدي	صافي الربح	التدفق النقدي
الأولى	4000	11000	3000	10000
الثانية	4000	11000	3000	10000
الثالثة	1000	8000	3000	10000
المتوسط	3000	10000	3000	10000

$$\text{معدل العائد للمقترح الأول (صافي الربح)} = \frac{3000}{10500} = 28.5\%$$

$$\text{معدل العائد المحاسبي على اساس صافي التدفقات للمقترح الأول} = \frac{10000}{10500} = 95.2\%$$

$$\text{معدل العائد للمقترح الثاني (صافي الربح)} = \frac{3000}{10500} = 28.5\%$$

$$\text{معدل العائد المحاسبي على اساس صافي التدفقات للمقترح الثاني} = \frac{10000}{10500} = 95.2\%$$

يلاحظ ان معدل العائد المحاسبي يتساوى عند احتسابه على أساس صافي الربح 28.2% وكذلك على أساس صافي التدفقات النقدية 95.2% ويبدو ان المقترحين على نفس الأهمية ولكن نجد ان المقترح الأول أكثر قبولاً بسبب نمط التدفقات النقدية كونها تحقق أكبر تدفق في السنوات الأولى، كما تنتقد هذه الطريقة كونها تعتمد على الربح المحاسبي والذي يحسب على أساس مبدأ الاستحقاق في المحاسبة وليس على أساس صافي التدفقات النقدية، كما يتضمن حساب الربح المحاسبي عدة مشاكل تتعلق بحساب الاندثار وتقييم البضاعة في المخزون وغيرها.

ثانياً: - المجموعة الحديثة:-

وتسمى بطرق خصم التدفقات النقدية او الطرق المعدلة زمنياً او يطلق عليها القيمة الحالية والتي يرتبط مفهومها بالترتيب الزمني والتي تفاضل بين القيمة المستقبلية للنقد والقيمة الحالية له حيث يقوم مبدأ التفضيل الزمني على ان الحصول على دينار اليوم افضل من الحصول عليها عند الغد بسبب رغبة الفرد المشروع بالحصول عليه اليوم لقضاء حاجة او ايداعه او استثماره وقد يحقق عائد من وراء ذلك وتمثل تلك الأفضلية فرصة ضائعة للفرد او المشروع ولما كانت عملية الاستثمار قائمة على التضحية بدينار اليوم لغرض الحصول على أرباح فان ذلك يفرض مسألة مهمة في قياس الربح وهي تحويل القيم المستقبلية إلى قيم حالية (بمعنى تحويل العائد بدينار الغد إلى عوائد بدينار اليوم).

وسعر الفائدة يبين لنا القيمة المستقبلية لمبلغ معين، ولو نفترض ان لديك 1000 دينار اليوم (قيمة حالية) وترغب في معرفة قيمتها بعد سنة (قيمة مستقبلية) وبسعر فائدة 10% فأنها سوف تكون 1100 دينار بعد سنة مبلغ الفائدة =

$$1000 \times 1 \text{ سنة} \times 10\% = 100 \text{ دينار}$$

القيمة المستقبلية = المبلغ + الفائدة

$$1000 + 100 = 1100 \text{ دينار}$$

وعندما تكون المدة أكثر من سنة فتصبح معادلة المبلغ = $m(1+E)^2$ وهكذا إذا كانت المدة أكثر من سنتين = $m(1+E)^3$ وهكذا.

أما سعر الخصم فهو معكوس سعر الفائدة وهو الذي يمثل افضلية النقود الزمنية ولغرض ايجاد القيمة الحالية لمبلغ معين فإنه يقسم على $(1+E)$ بمعنى

$\left(\frac{P}{1+E}\right)$ وإذا كانت لمدة سنتين $\frac{P}{(1+E)^2}$ ولو اردنا ان نعرف القيمة الحالية لدينار

بسعر خصم 10% ولسنة واحدة القيمة الحالية $\left(\frac{1}{0.10+1} = 0.909 \text{ دينار}\right)$

وهذا هو القيمة الحالية اليوم لدينار واحد بعد سنة (قيمة مستقبلية).

وهناك عدة طرق حديثة لتقييم قرارات الاستثمار منها:-

1- صافي القيمة الحالية (NPV) (Net Present Value)

وهي وسيلة لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمقترح استثماري معين

وبمعدل خصم معين وايجاد صافي القيمة الحالية التي تحسب من خلال:-

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية - تكلفة الاستثمار (1)

القيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق السنوي X معامل القيمة الحالية

أما معامل القيمة الحالية يحسب اما رياضياً او من خلال استخدام الجداول المعدة

لذلك.

وهو رياضياً:

$$\text{معامل القيمة الحالية لدينار واحد وفائدة } 10\% = \frac{1}{0.10+1} = 0.909 \text{ لسنة واحدة}$$

$$\text{اما لسنتين} = \frac{1}{(1.1)^2} = 0.826$$

$$\text{ولثلاث سنوات} = \frac{1}{(1.1)^3} = 0.751 \text{ وهكذا}$$

ان ناتج المعادلة (1) هو الذي يقرر قبول او رفض المقترح الاستثماري فإذا كان صافي القيمة الحالية (موجب) فهذا يعني ان معدل العائد للمشروع المقترح اكبر من معدل العائد المطلوب وبالتالي قبول المقترح. اما اذا كانت نتيجة المعادلة (سالب) هذا يعني ان معدل العائد من المقترح الاستثماري اقل من العائد المطلوب وبالتالي يرفض المقترح.

اما اذا ظهرت نتيجة المعادلة (صفر) فهذا يعني ان معدل العائد يتساوى مع تكلفة المقترح الاستثماري وقد يرفض المشروع المقترح لأنه لا ينجم عنه ربحية تجارية ولكن قد يقبل اذا كان فيه ربحية اجتماعية (منفعة عامة).

وبالتأكيد اذا كان هناك اكثر من مقترح استثماري واحد فيقبل المشروع ذو العائد الاعلى (اكبر قيمة موجبة).

مثال: مقترح استثماري كلفته 10000 دينار ويحقق تدفق لمدة سنة واحدة قيمتها 20000 دينار اوجد صافي القيمة الحالية اذا كان سعر الخصم 10%.

الحل:-

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية - تكلفة الاستثمار

القيمة الحالية للتدفقات النقدية = التدفق السنوي X معامل القيمة الحالية

$$= 0.909 \times 20000 = 18180 \text{ دينار}$$

$$\text{صافي القيمة الحالية} = 10000 - 18180 = 8180 \text{ دينار}$$

يقبل المشروع.

او يحل كما يلي:-

$$\text{صافي القيمة الحالية} = \frac{L_0}{r+1} - (\text{تكلفة الاستثمار})$$

$$= \frac{20000}{0.10+1} - 10000 = 8180 \text{ دينار}$$

مثال: مقترح استثماري كلفته الأولية 10000 دينار ويعطي تدفقات نقدية خلال عمره الافتراضي (4) سنة أوجد صافي القيمة الحالية إذا كان معدل الخصم 10%

السنة	التدفق النقدي
1	5000 دينار
2	6000 دينار
3	7000 دينار
4	5000 دينار

صافي القيمة الحالية = (التدفق السنوي X معامل القيمة الحالية) - تكلفة المشروع

السنة	التدفق السنوي	معامل القيمة الحالية	القيمة الحالية للتدفق
1	5000	0.909	4545
2	6000	0.826	4956
3	7000	0.751	5257
4	5000	0.683	3415

$$10000 - 3415 + 5257 + 4956 + 4545 = \text{صافي القيمة الحالية}$$

$$= 8173 \text{ دينار (يقبل المشروع)}$$

او نستخدم:-

$$NPV = 10000 - \frac{5000}{1.1} + \frac{6000}{(1.1)^2} + \frac{7000}{(1.1)^3} + \frac{5000}{(1.1)^4}$$

$$NPV = 8173$$

مثال: مشروع استثماري كلفته الأولية 20000 دينار ويحقق تدفقات سنوية مقدارها 10000 دينار ولمدة اربع سنوات، وقد قدرت قيمة الانقاص (التصفية) بمبلغ 5000 دينار، جد صافي القيمة الحالية إذا كان سعر الخصم 10% ؟

القيمة الحالية للتدفقات السنوية = القيمة الحالية للتدفق السنوي X معامل القيمة الحالية

$$= (0.683 + 0.751 + 0.826 + 0.909) \times 10000$$

$$31700 = 3.17 \times 10000 =$$

$$3405 = 0.681 \times 5000 = \text{يضاف القيمة الحالية للأنقراض}$$

$$35104 = 3405 + 31700 = \text{مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية}$$

$$\text{صافي القيمة الحالية} = 35104 - 20000 = 15105 \text{ (يقبل المشروع)}$$

مثال: مقترح استثماري يكلف 20000 دينار ويعطي تدفقات نقدية لمدة أربعة سنوات (6000, 5000, 8000, 7000) وفي نهاية عمره الافتراضي بيع كأنقراض بمبلغ 6000 دينار، بين هل يقبل المشروع المقترح أو يرفض إذا كان سعر الخصم 8%

مزايا استخدام طريقة القيمة الحالية:-

- 1- تأخذ بنظر الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وكذلك التغيرات في الأسعار وتوضح مدى قدرة المشروع على تغطية تكاليفه وتحقيق عائد إضافي.
- 2- تأخذ هذه الطريقة بنظر الاعتبار العوائد النقدية للمشروع الاستثماري طوال عمره الافتراضي وهي بذلك عكس معيار فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي.
- 3- تعكس قيمة البدائل الاستثمارية باستخدام سعر الخصم الذي يمثل تكلفة رأس المال أو تكلفة الأموال.

عيوب استخدام طريقة القيمة الحالية:-

- 1- لا تعطي ترتيباً سليماً للمشروعات في حالة اختلاف قيمة الاستثمار الأول أو اختلاف عمر المشروع.
- 2- تعتمد في حسابها على سعر الخصم الذي يتم تحديده في ظل عدم التأكد من المستقبل حيث عادة ما يتم تقديره في ظل ظروف المخاطرة واللايقين.

2- طريقة معدل العائد الداخلي (IRR) Internal rate of return

ويعرف معدل العائد الداخلي (IRR) على أنه معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر، حيث تتعادل عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية مع تكلفة الاستثمار، وتستخدم المعادلة التالية لذلك:-

$$(1) - \frac{C_0}{(1+r)^0} + \dots + \frac{C_3}{(1+r)^3} - \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_1}{1+r} = \text{بالقيمة الحالية}$$

حيث أن م، م، م هي التدفقات السنوية، و (ع) هو معدل الخصم المطلوب وهو يمثل معدل العائد على الاستثمار الذي ترغب احتسابه.

أو تكون المعادلة:-

$$(2) - \frac{C_0}{(1+r)^0} + \dots + \frac{C_3}{(1+r)^3} - \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_1}{1+r} = \text{صفر} - \text{تكلفة الاستثمار}$$

وعن طريق التجربة والخطأ يمكن أن تصل إلى (ع) التي تجعل القيمة الحالية للتدفقات وتكلفة الاستثمار مساوية للصفر.

مثال: مشروع استثماري كلفته المبدئية 18000 دينار وينتج تدفقات نقدية على مدى أربع سنوات (6000، 6000، 6000، 10000) على التوالي أوجد معدل العائد الداخلي.

بتطبيق المعادلة (2)

$$\text{صفر} = 18000 - \frac{10000}{(1+r)^4} + \frac{6000}{(1+r)^3} - \frac{6000}{(1+r)^2} + \frac{6000}{1+r}$$

الآن نفرض سعر الخصم 10% تصبح

$$\text{صفر} = 18000 - \frac{10000}{(1.1)^4} + \frac{6000}{(1.1)^3} - \frac{6000}{(1.1)^2} + \frac{6000}{1.1}$$

$$3752 = 18000 + 6830 + 4506 + 4956 + 4545$$

ولما كان (NPV) أكبر من الصفر، بمعنى عدم تساوي تكلفة الاستثمار

مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية، وعليه لابد من تخفيض مبلغ القيمة الحالية للتدفقات النقدية وعليه نفترض معدل خصم أعلى وليكن 18% ونطبق المعادلة مرة

أخرى لتصبح:-

$$\text{صفر} = 18000 - \frac{10000}{(1.18)^4} + \frac{6000}{(1.18)^3} - \frac{6000}{(1.18)^2} + \frac{6000}{1.18}$$

$$204 = 18000 - 5160 + 3654 + 4308 + 5083$$

وايضاً لا تتساوى القيمة الحالية للتدفقات النقدية مع تكلفة الاستثمار

ونفرض سعر خصم اعلى ليكن 20%

$$صفر = 18000 - \frac{10000}{(1.2)^4} + \frac{6000}{(1.2)^3} - \frac{6000}{(1.2)^2} + \frac{6000}{1.2}$$

$$= 18000 - 4230 + 3144 + 4161 + 4998 = 544 \text{ - وهذا يعني ان سعر}$$

الخصم يجب ان يكون اقل من 20%

ولو اردنا حساب معدل الخصم بشكل دقيق نتبع ما يلي:-

1. نطرح القيمة الحالية للتدفقات بخصم 20% من القيمة الحالية للتدفقات بخصم

18%

$$748 = 17456 - 18204$$

2. نطرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية بخصم 18% من تكلفة الاستثمار

$$204 = 18000 - 18204$$

3. نقسم ناتج الخطوة رقم (2) على ناتج الخطوة رقم (1)

$$0.27 = 100 \times 0.27 = 748/204$$

4. نضرب 27% x 2 (الفرق لسعر الخصم) = 0.54

هذا يعني ان معدل الخصم المطلوب اكبر من 18% بمقدار 0.54

ويصبح الـ (IRR) = 18.54%

او نقوم بحل المعادلة رياضياً ونجد قيمة (ع) منها

$$18000 = \frac{10000}{(ع+1)^4} + \frac{6000}{(ع+1)^3} - \frac{6000}{(ع+1)^2} + \frac{6000}{ع+1}$$

فنجد ان قيمة (ع) = 18.54%

وهناك طريقة اخرى لاستخراج معدل العائد لداخلي عن طريق اجراء

الحساب على أساس سعري الخصم المعطاة إلى أن تصل إلى سعر الخصم الذي

يعطي قيمة حالية قريبة من الصفر، وكذلك سعر الخصم الذي يعطي قيمة حالية

سالبة قريبة من الصفر، وعندئذ يتم حساب المعدل الداخلي للعائد الذي يقع

بينهما، كما في الصيغة الآتية:

م.خ.ع = سعر الخصم الأقل + الفرق بين سعري الخصم × $\frac{\text{صافي القيمة الحالية عند سعر الخصم الأقل}}{\text{الفرق بين القيمتين الحاليتين عند سعري الخصم}}$

مثال: قدرت صافي القيمة الحالية لعائد مشروع مقترح عند سعر خصم ادنى 10% تبلغ 1187.545 وحدة نقدية وهي قيمة موجبة تزيد عن الصفر، وفي حالة تقدير صافي القيمة الحالية للمشروع ذاته عند سعر خصم اعلى 14% تبلغ (- 341.863) وحدة نقدية وهي قيمة سالبة تقل عن الصفر، بمعنى أن المشروع يحقق عائد بمعدل يقل عن 14%، فيمكن حساب (IRR) كما يأتي:

$$\text{معدل العائد الداخلي} = 10 + 4 \times \frac{1187.55}{(341.86) - 1187.55} = 13.11$$

وهذا يمثل معدل العائد الداخلي الذي تكون عنده صافي القيمة الحالية للمشروع تساوي صفر.

مزايا طريقة الـ(IRR):-

- 1- تساعد على ترتيب المقترحات الاستثمارية على اساس المعدل ومن الاعلى إلى الادنى حسب ربحيتها وجدارتها الاقتصادية.
- 2- يتميز بالموضوعية ويعتبر مقياساً دقيقاً للربحية.
- 3- يراعي التغير في القيمة الزمنية للنقود.
- 4- يعكس المخاطر التي يتعرض لها المشروع من خلال حساب مدى الفرق بين العائد الداخلي وتكلفة رأس المال.

عيوب معيار الـ(IRR):-

- 1- صعوبة حسابه كونه يعتمد على طريقة التجزئة والخطأ.
- 2- يهمل الكثير من العوامل التي تؤثر على تعظيم الربحية والثروة كهدف رئيسي للشركة منها السيولة والتنوع، طبيعة الصناعة التي ينتمي اليها المشروع....الخ.
- 3- قد يكون هناك معدلين للعائد تتساوى عندها القيمة الحالية للتدفقات مع تكلفة الاستثمار وبالتالي يفشل المعيار لاختيار ايهما افضل.

3- طريقة دليل الربحية Profitability Index

ويسمى ايضاً نسبة المنفعة إلى الكلفة وتستخدم المعادلة التالية في حسابه والتي هي حاصل قسمة مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية على تكلفة الاستثمار.

$$\text{دليل الربحية} = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية}}{\text{تكلفة الاستثمار}}$$

ومعيار القبول أو الرفض يعتمد على ناتج المعادلة فإذا كان اكبر من الواحد يقبل المقترح اما اذا كان اقل من الواحد فيرفض المشروع، في حين اذا كان الناتج يساوي واحد صحيح فالمشروع الاستثماري لا يحقق ربحاً بالمعنى المحاسبي ولكن قد يحقق ربحاً اجتماعياً.

مثال: مقترح استثماري تكلفته الاولى 10000 دينار ويحقق تدفقات نقدية ولمدة اربع سنوات (4000، 3000، 5000، 2000) وكان معدل الخصم 10%، جد مؤشر الربحية.

$$\begin{aligned} \text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية} &= \text{التدفق السنوي} \times \text{معامل القيمة الحالية} \\ &= (0.909 \times 4000) + (0.826 \times 3000) + (0.751 \times 5000) + (0.683 \times 2000) \end{aligned}$$

$$= 3636 + 2478 + 3755 + 1366$$

$$= 11235$$

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{11235}{10000} = 1.12$$

يقتبل المشروع كون قيمة المؤشر اكبر من واحد

مثال: مقترح استثماري يكلف 270000 دينار ويحقق تدفقات ولمدة اربع سنوات (60000، 70000، 80000، 100000) على التوالي علماً أن سعر الخصم 8% اوجد مؤشر الربحية.

مصادر وهوامش الفصل السادس

- (1) محمد بشير عليه، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت 1985، ص 12.
- (2) د. حسين عمر، التنمية والتخطيط الاقتصادي، دار الشروق، السعودية، 1993، ص 159.
- (3) د. عبد السلام أبو قحف، السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 17.
- (4) OECD, Organization, "Detailed Bench Mark Definition of Foreign Direct Investment", 2 Edition, Paris, 1993, P.3.
- (5) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، تقرير السنوي، الكويت، 2007، ص 49.
- (6) حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر، تعاريف وقضايا، سلسلة جسر التنمية، عدد 22، السنة الثالثة، 2004، ص 3. متاح على الموقع [http:// arab-api-org](http://arab-api-org)
- * وهي مؤسسات مساهمة أو غير مساهمة في البلد المضيف للاستثمار يمتلك فيها المستثمر الأجنبي المقيم في اقتصاد آخر نسبة 10٪ أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية (في حالة المؤسسة المساهمة) وتضم مؤسسة الاستثمار المباشر ثلاثة أنواع هي المؤسسات التابعة أو المنتسبة حيث يمتلك فيها المستثمر المباشر أكثر من 50٪ من الأسهم العادية، وهناك المؤسسات الزميلة والتي يمتلك فيها المستثمر المباشر نسبة من (10-50٪) من الأسهم العادية، وأخيراً هنالك الفروع وهي مؤسسات غير مساهمة مملوكة بالكامل أو بالمشاركة مع طرف آخر وتأخذ الفروع أشكالاً كثيرة مثل المكاتب، الفروع الدائمة أراضٍ، ومباني، معدات منقولة... الخ.
- (7) سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة الموصل، بدون تاريخ. ص 162-168.
- (8) UNCTAD, World Investment Report, 2004, Newyork and Geneva
- (9) عبد السلام أبو قحف - مصدر سابق - ص 25.
- (10) Robert J. Carbauph, International Economics, USA, 2000, P326.
- (11) الأسكوا، تقييم المناطق الحرة - جوانب الصناعة والنقل - دراسة حالة مختارة في منطقة الأسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2001، ص 10.

(12) الاسكوا، تقييم المنطقة الحرة جوانب الصناعة والنقل، دراسة حالة مختارة في الاسكوا، الأمم

المتحدة، نيويورك 2003 ص 1-3

(13) UNCTAD, World Investment Report, 2005, P298.

(14) R-Root, Franklin, Intcmational Trade and Investment of Penncy, Vania, H60-south – western Publishing, Co, Fourth Edition, 1982, P112

(15) محمد عبد العزيز عبد الله، الاستثمار الأجنبي المباشر، دار النقاش للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، 2005، ص 112-116.

(16) مركز الأمم المتحدة لشؤون الشركات عبر وطنية، الشركات عبر الوطنية والتنمية العالمية، ص 335.

(17) ميشيل توادور، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسين، دار المريخ، السعودية، 2006، ص 664.

(18) د. محمد ناظم، الإصلاح الاقتصادي وتحديات التنمية، مؤسسة النشر الجديدة، مصر، 1995، ص 332.

* منهم (باليجا، فرانك، هودينج وبيرون) ويرون انها تمثل مباراة من طرف واحد فائزها الشركات متعددة الجنسية وهي ان ال FDI يأخذ اكثر مما يعطى، وهذه الاستثمارات تتجه بشكل دائم لخدمة مصالحها فقط، وان اهداف ال FDI هو تعزيز التبعية الاقتصادية.

(19) د. حسن عبد المطلب الأسرج، سياسات تنمية الاستثمار في الدول النامية، بنك الكويت الصناعي، العدد 83، 2005 ص 58.

* منها دراسة (باير أهروني) عام 1966 توصل فيها ومن خلال دراسته الاستيعابية لمجموعة من الشركات الأجنبية ان عدم الاستقرار السياسي هو احد أهم عاملين الى جانب قدرة السوق يؤثر في جذب ال FDI، وكذلك دراسة (ناي) عام 1985، واستخدم اسلوب السلاسل الزمنية وتقديرات المقطع العرضي لتوضيح دور المخاطر السياسية في التأثير على تدفقات ال FDI، وفي مجال التصنيع ميز بين الدول الصناعية النامية، وتوصل إلى ان العوامل السياسية ولاسيما متغيرات التنازع والتعاون داخل البلد المضيف تؤثر على قرار الشركات الأجنبية بها يخص استثماراتها.

(20) برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، المكتب الإقليمي للدول العربية، تقرير التنمية الإنسانية العربية- 2000، ص 5.

(22) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005، ص 8.

(23) اليونكتاد، لجنة الاستثمار والقضايا المتصلة بذلك، اجتماع الخبراء المعني بتدفقات الـ FDI، والـ FPI، منشورات الأمم المتحدة - جنيف - 1999 ص 8.

(24) د. أديب قاسم شندي، النقود والبنوك، دار الضياء للطباعة والتصميم، النجف الاشرف، 2010،

ص 96-97.

(25) World Economic Forum, The Global in Formation Technology, Report, 2008 - 2009, Geneva, 2009, P.10

(26) البنك الدولي، تقرير سهولة أداء الأعمال لعام 2009، متاح على الموقع

www.doingbusiness.org

(27) اليونكتاد، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار لعام 2007، ص 54.

(28) تقرير التنافسية العربية لعام 2008، الخطة الاستراتيجية للمؤسسة (2007 - 2014)، العدد الفصلي

الأول، مارس، 2007، ص 7.

(29) فتوح ابو رجب هيكمل، مجلس التعاون الخليجي، التأسيس ومراحل التطور، مجلة شؤون خليجية،

مركز الخليج للدراسات، المجلد الثاني، العدد 46، 2007، ص 75-77.

(30) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وأثمان الصادرات، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2012،

ص 33.

(31) UNCTAD, World Investment Report, 2008, Annex table B.1.

الفصل السابع

الأسواق المالية

Financial Markets

تحتل الأسواق المالية أهمية خاصة في النظام الاقتصادي المعاصر، خاصة في الدول التي تعتمد على نشاط القطاع الخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وهي اليوم إحدى آليات تجميع وتوجيه الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية فهي تؤدي دور أساسي في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات وتؤدي الأسواق المالية اليوم وظائف عدة في النشاط الاقتصادي وتتمثل في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي Fiscal Surplus إلى وحدات العجز المالي Fiscal Deficit وبما يؤدي إلى زيادة مستوى النشاط الاقتصادي وكفاءاته أيضا وعموما يتم نقل مدخرات وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال سوق المال وبطريقتين:

1. التمويل المباشر: وبموجبه تحصل وحدات العجز على تمويلها المطلوب مباشرة من وحدات الفائض؛ ومن خلال قيامها (وحدات العجز) بإصدار حقوقا مالية على نفسها (أسهم - سندات - الخ) وبيعها إلى وحدات الفائض وبالتالي تمثل هذه الأصول ديناً على وحدات العجز وتستحق الدفع من دخلها في المستقبل، كما أن هذه الأصول بالنسبة (للمقرضين) هي حقوقاً على أصول ودخل المقرضين.

2. التمويل الغير مباشر: وهنا يأتي دور الوساطة المالية بالحصول على الموارد المالية من وحدات الفائض مقابل إصدار حقوقاً على نفسها، ومن ثم بيعها للوحدات ذات الفائض. وتسمى أصولاً مالية غير مباشرة (شهادة الادخار، شهادات الاستثمار، الخ) ثم تقوم بإقراض هذه الموارد إلى وحدات العجز المالي والتي تقوم بإصدار وبيع أصولاً مالية مباشرة للمؤسسات المالية.

مفهوم السوق المالية: لقد وردت تعاريف عدة للسوق المالية منها :-

- ❖ الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية المتنوعة بمستثمريها، بغض النظر عن الوسيلة التي تحقق الجمع أو المكان الذي تتم فيه، بشرط توافر قنوات الاتصال الفعالة بين المتعاملين (الفاكس، الانترنت، التلفون، الاتصال الالكتروني، الوسطاء، الخ) بحيث تجعل أسعار الأدوات المالية وفي أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة للجميع⁽¹⁾.
- ❖ انه النظام والميكانيكية التي من خلالها تلتقي وحدات الاستثمار بوحدات الادخار أصحاب الفوائض المالية لإتمام الصفقات القصيرة أو المتوسطة أو الطويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأول أو المتاجرة بالأدوات المالية والمتنوعة.

وعليه فالسوق المالية تمثل الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين عرض الأموال والطلب عليها وبغض النظر عن المكان الذي تم به الجمع بين الطرفين شريطة توافر أجهزة اتصال فعالة لجميع المتعاملين بصورة مباشرة أو غير مباشرة مع ضرورة التعرف على الأسعار السائدة وفي لحظة زمنية معينة ولكل ورقة مالية متداولة في السوق.

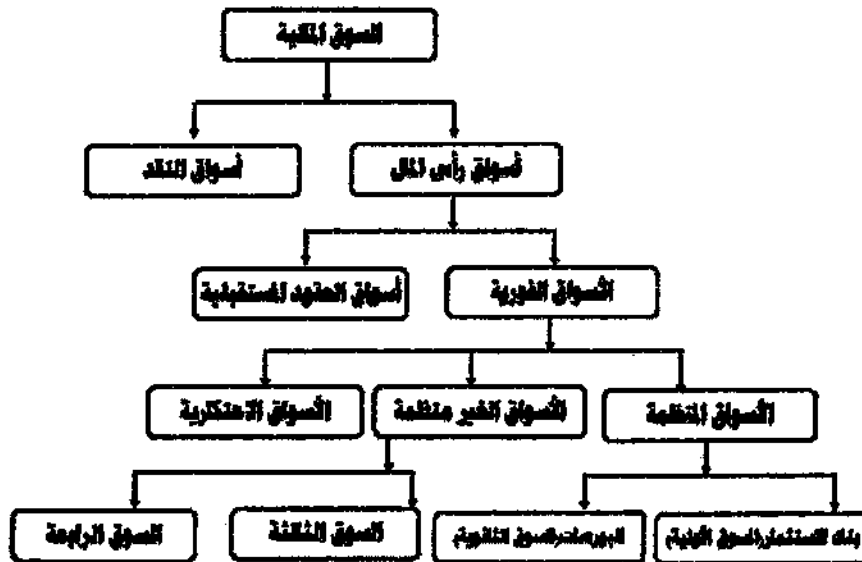
تصنيف الأسواق المالية: تصنف الأسواق المالية الى عدة أنواع وحسب المعيار المعتمد في التصنيف ومنها:

1- الأسواق حسب اجل الاوراق المتداولة وتصنف إلى:

- أ. السوق النقدية cash markets وهو السوق الذي يتعامل بأدوات مالية قصيرة الاجل قابلة للتحويل إلى نقد بسهولة من خلال السماسرة والمصارف.
- ب. اسواق راس المال capital markets وتتداول فيه الأدوات المالية متوسطة وطويلة الاجل كالأسهم والسندات بأنواعها المختلفة، وينقسم هذا السوق إلى:

- ❖ الاسواق الحاضرة او الفورية والتي تتعامل بأدوات مالية يتم تسليمها واستلامها فور اتمام العقد ويضم السوق المنظمة وغير المنظمة.
- ❖ اسواق العقود المستقبلية وهي اسواق تتعامل ايضا بالأدوات المالية المختلفة ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق⁽²⁾. والشكل التالي يوضح ذلك:

شكل (16) اسواق المال حسب اجال استحقاق الادوات المالية



2- الأسواق حسب معيار صفة الإصدار:

يمكن تصنيف الأسواق حسب صفة الإصدار أو جهة التداول للأوراق المالية إلى⁽³⁾:

- أ. السوق الأولية Primary Market: ويطلق عليه أحياناً بنك الاستثمار والذي يقوم بأصدار الأوراق المالية (السندات، مثلاً) لصالح مؤسسة حكومية أو منشأة أعمال. أو يقوم بدور الوسيط بين الجهة المصدر والجمهور، أو قد يقوم بالمساعدة في الإصدار أو بشراء الإصدار أحياناً.
- ب. السوق الثاني (البورصات) Bourses: وهو السوق الذي تتداول به الأدوات المالية بعد إصدارها وتوزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويتكون من سوق

منظمة تشمل اسواق مركزية واسواق محلية ، وهناك سوق غير منظمة تتم خارج البورصات.

ج. السوق الثالث Third Market : ويمثل قطاع من السوق غير المنظمة كبيوت السمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المالية.

د. السوق الرابع Fourth Market : وهي تمثل تعاملات المؤسسات الاستثمارية والتجار ورجال الاعمال الذين يتعاملون فيما بينهم لبيع وشراء الاوراق المالية وذلك لتجنب دفع العمولات للسماسرة أو تقليلها.

وسيتم تناول ذلك بشئ من التفصيل في المبحث الثاني من هذا الفصل.

3-الأسواق حسب معيار الزمن: وتقسم إلى:

أ. الأسواق الفورية: وهي الأسواق التي يتم تنفيذ الصفقات المتعاقد عليها اي تسليم الأدوات المالية المشتراة بشكل فوري او خلال يومي عمل لاحقين لعقد الصفقة وقد تكون الأسواق الفورية اسواق نقدية فورية اذا كانت ادواتها المالية من ادوات سوق النقد اما اذا كانت ادواتها المالية من ادوات سوق رأس المال فتسمى سوق رأسمالية فورية.

ب. الأسواق المستقبلية: وهي اسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل فقد نشترى اسهم ونتعاقد عليها الان ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية متفق عليها ، والهدف من هذه الاسواق هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب تقلبات الاسعار في المستقبل.

4-الأسواق حسب معيار كيفية التعامل:

حيث يتم التعامل في الأسواق المالية بطريقتين هما طريقة المزايدة وطريقة التفاوض وعليه تقسم الأسواق إلى:

أ. الأسواق المفتوحة: حيث يتم بيع الأدوات المالية (اسهم، سندات، اخرى) من خلال المزايدة حيث ترسي الأوراق على من يدفع سعر اعلى وقد يتم بيع

الاداة اكثر من مرة في هذا السوق في اليوم الواحد وتتسم هذه السوق بكثرة المتعاملين فيه وله مكان محدد وهو سوق منظم.
ب. سوق التفاوض او المساومة: ويتم التعامل فيها على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع او الاقتراض، حيث يتم التفاوض على السعر والكمية وشروط التسليم وكيفية الدفع.

وظائف السوق المالية: financial market functions

تقوم الأسواق المالية بعدة وظائف اقتصادية شاملة تختلف فيما بينها ومن دولة إلى أخرى في مدى ما تستطيع تأديته من وظائف⁽⁴⁾:

1. خلق السيولة: تؤدي السوق دورها البارز في خلق السيولة الكاملة للمدخرين (المستثمرين) وعندما يرغبون في تسهيل استثماراتهم في الأوراق المالية، وذلك من خلال تحويل الاستثمارات طويلة الاجل إلى أصول نقدية سائلة.
2. تنمية الوعي الاستثماري: ومن خلال تزويد المستثمرين بأحدث واشمل البيانات المالية والادارية وعن اوضاع الشركات المدرجة في السوق.
3. تخفيف الضغط على النظام الاقتصادي: من خلال المساهمة في استقرار اسعار الفائدة من خلال ايجاد مصادر بديلة للتمويل.
4. اكتشاف السعر: حيث تساعد اسواق الأوراق المالية للوصول إلى السعر العادل للورقة المالية من خلال توفيرها للوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمستثمرين (العرض والطلب).
5. مؤشر الحالة الاقتصادية: ان حركة السوق المالية ونشاطه هو بمثابة مؤشر دقيق لاقتصاد البلد وحركته.
6. جذب راس المال الأجنبي: توفر الأسواق المالية فرصا اكبر لجذب رؤوس الأموال الخارجية.
7. تخفيض الكلف: تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكذلك كلفة البحث عن الصفقات المالية.
8. المحافظة على الثروة وتتميتها: ان الأدوات المالية المتنوعة التي يتم التعامل بها في الاسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة حتى موعد الحاجة اليها في المستقبل

- فيتم بيعها ، حيث ان بعض الادوات لا تستهلك بمرور الزمن بل انها على العكس تولد ارباحا وبالتالي قد تساعد على تنمية الثروة.
9. المساهمة في تخطيط وتنفيذ بعض السياسات ولاسيما النقدية منها و عن طريق تدخل البنك المركزي و من خلال عمليات السوق المفتوحة.
10. المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار ومن خلال التنويع او التحوط او التامين.
11. تشجيع الادخار حيث من خلالها يتم تشجيع الافراد والمؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الاسهم والسندات وغيرها من ادوات التعامل للحصول على مردود ملائم وفق مستوى معين من المخاطر.

السوق المالية الدولية:

- مفهوم السوق المالية الدولية:- وهي الأسواق التي تتجاوز في تعاملاتها اليومية ونشاطاتها الاعتيادية حدود بلدانها التي تعمل فيها مثل سوق المال الأوربي الذي يتألف من أسواق الدول الأوربية المكونة له وكذلك الأسواق الأمريكية مثل سوق نيويورك الذي يقع في مدينة نيويورك وفي شارع وول ستريت ويبلغ عدد أعضائه يحدود (13366) عضو، وكذلك بورصة نازداك NASDAQ، والبورصة اليابانية ولأسواق الآسيوية... الخ، وصارت هذه الأسواق تعرف بالأسواق الدولية وترتبط هذه الأسواق مع بعضها بكافة التبادلات الدولية لمختلف السلع والخدمات ورؤوس الأموال.

خصائص السوق المالية الدولية⁽⁵⁾:-

- تمتاز الأسواق المالية الدولية بخصائص متنوعة تدرج منها:-
1. زيادة حجم المعاملات الخاصة وبالادوات المالية الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، ويكون هذا الحجم الكبير في المعاملات أهمية نسبية عالية من اجمالي العمليات مثل سوق لندن بالنسبة لليورو دولار.
 2. ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما او مجموعة بلدان في القيمة الكلية للتبادلات الدولية او سوق معينة في تلك القيمة، مثلاً قدرت مساهمة الولايات المتحدة

الأمريكية بنسبة 33.9% واليابان 32.2% و9.7% للمملكة المتحدة ضمن مجموعة الأسواق للدول حديثة التصنيع وذلك عام 1990. وكذلك ساهمت ثلاثة أسواق بما يعادل 55% من مجموع عمليات الأسواق الناهضة وهي كورية الجنوبية وتايوان وماليزيا وبنسبة (32.2%)، (21.2%)، (10.2%) على التوالي وكل ذلك يوضح لنا التفاوت فيما بين الأسواق المالية الدولية من جهة ومدى اندفاع بعض الأسواق المالية نحو التكامل الدولي وبوتائر عالية في جهة أخرى.

3. تعتمد السوق المالية الدولية في تنفيذ عملياتها ومتابعة إجراءات التنفيذ على شبكات الاتصال الدولية التي سهلت ذلك وجعلت تلك الأسواق تتجاوز حاجزي المكان والزمان وفي كل سوق هناك أقساماً عديدة للخدمات الالكترونية فمثلاً في سوق NYse يوجد قسم يربط الوسطاء باتصالات لاسلكية NYse e-Broker su وهناك قسم NYLE net يقدم المعلومات حول أسهم الشركات وغيرها في الأقسام الالكترونية.
4. تتزايد التعاملات في أسواق غير منظمة سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين طرفي العقد أو غير مباشر من خلال الوساطة أو الاتصال السلكي واللاسلكي، وصارت تلك التعاملات في سمة السوق المالية الدولية.
5. أيضاً تسود المضاربات في السوق المالية الدولية وبالتالي فهي تعاني من التقلبات ولا سيما حساسية الشائعات.
6. قيام مؤسسات تجارية واستثمارية وشركات متعددة الجنسية بممارسة عمليات المشاركة أو الإدارة في التبادلات الدولية بشكل مباشر أو من خلال أسواق مالية معينة.

7. ومن الخصائص المهمة للسوق المالية الدولية هو وجود ارتباطاً واضحاً فيما بينها وكل ذلك يؤكد عولتها، وقد أشارت دراسات عديدة أن هناك معاملات ارتباط بين الأسواق سواء داخل الدولة الواحدة أو مع الخارج.

فهناك دراسة أوضحت ان معاملات الارتباط لمؤشرات (*) اسعار الاسهم خلال الفترة 1972 - 1995 كانت 0.76 بين سوقي NYse وسوق Toronto.

عوامل قيام وتعزيز السوق المالية الدولية⁽⁶⁾

توجد عوامل كثيرة ادت الى قيام السوق المالية الدولية منها:-

1. الانفتاح الاقتصادي:- حيث ان انفتاح اقتصادات الدول المتقدمة على بعضها البعض في اوروبا أولاً ومن ثم مع الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ثانياً، كان من العوامل الرئيسة في تكامل اسواقها ومن ثم تطورها وتلبية احتياجات متطلبات حركة الأموال والسلع دولياً وعندما تحولت تلك الاقتصادات من القومية إلى العالمية كان التحول شاملاً للسياسات الكلية والأسواق المالية كما ان استحواذ تلك الدول على جزء من البلدان النامية لفترات من الزمن قد اسهم في تعاظم اسواقها المالية في الدول المسيطرة وكان ذلك لخدمة انتقال رؤوس الأموال الدولية.
2. بروز اسواق مصرفية جديدة لا سيما بعد الحرب العالمية الثانية مثل سوق العملات الاوربية وسوق سندات اليورو دولار اسهم ذلك في تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية بشكل واسع كان لذلك دور في زيادة النشاطات الدولية للأسواق في الدول الرأسمالية المتقدمة.
3. ان انتقال رؤوس الأموال الأمريكية واليابان وألمانيا إلى بعض الأقطار الآسيوية (كوريا الجنوبية - تايلاند - هونغ كونغ - سنغافورة - ماليزيا.....الخ) هدفه خلق نماذج رأسمالية بعيداً عن النموذج الماركسي، كل ذلك أسهم في ظهور أسواق مالية دولية في تلك الدول الآسيوية وتكاملت مع أسواق الدول الرأسمالية.

(*) مؤشر البورصة: هو مؤشر قياس اسعار الاسهم في السوق بشكل عام على اساس يومي وهو عبارة عن مجموعة سعر الاسهم مضروباً بحجم الشركة في السوق، بحيث يكون موجب حين يكون عدد الاسهم التي ارتفعت اسعارها اكثر من عدد الاسهم التي انخفضت اسعارها خلال اليوم ذاته والعكس صحيح.

4. كان لفوائض المالية المتراكمة لدى الدول النفطية والتي أودعتها في المؤسسات المالية الغربية التي إعادة تدويرها وإقراضها نحو الدول المحتاجة لها، علاوة على الدول المصدرة للنفط على مستوى الحكومات والأشخاص بشراء حصص من أسهم في شركات غربية إضافة إلى تقديمها الديون إلى الدول النامية بشكل مباشر أو من خلال المؤسسات المالية التي أودعتها فيها، فضلاً عن قيامها بالاستثمار في سوق السندات، كل ذلك أدى إلى ظهور أسواق مال دولية جديدة أدت إلى انخفاض مساهمة السوق الأميركية وغيرها من اجمالي التبادلات الدولية.
5. لقد أسهمت الثورة العلمية ولا سيما في وسائل الاتصال بنشوء شبكة الاتصال الدولية في بداية التسعينات أسهمت في نقل وتكييف المعلومات المالية وتوفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات المالية وتحويل الأموال على مدى الأربع والعشرين ساعة.
6. دخول المؤسسات المالية غير الوسيطة كصناديق التقاعد وشركات التأمين كمنافس قوي للمؤسسات الوسيطة ساهمت في تعبئة الادخارات من مصادر تمويلية مختلفة وإعادة استثمارها في الأسواق المالية.
7. نشوء الأسواق المالية المحلية في أغلب دول العالم وأسهم ذلك في تعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها دولياً أدت إلى زيادة قيمة الاستثمارات الكلية في الأسواق المالية المحلية من 148 مليار دولار عام 1984 إلى 1.7 ترليون دولار عام 1993، كل ذلك ساهم في زيادة الوعي المالي بشأن الأسواق المالية مهد إلى تطورها للتكامل مع الأسواق الدولية⁽⁷⁾.

المبحث الأول

التمويل الدولي قصير الأجل (السوق النقدية)

Short Term International Finance- The Money Market

أولاً:- التعريف بسوق النقد:

أغلب الأحيان نجد ان التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمؤسسات المالية وشركات الأعمال لا تتساوى، ولهذا نجدها تحتفظ بأرصدة نقدية لمواجهة الفجوة التي قد تحصل بسبب ذلك وتؤثر على التزاماتها، وطبيعي ان هذا الاحتفاظ بالأرصدة العاطلة يمثل كلفة ممثلة بالفائدة المدفوعة على اقتراض الاموال وكذلك بالفائدة الضائعة بسبب عدم تشغيل تلك الاموال، وللتقليل من تلك التكلفة تبحث تلك المؤسسات عن وسائل تقلل مما تحتفظ به من أرصدة نقدية وهذا يجد حله من خلال الاحتفاظ بإصول استثمارية مربحة قليلة المخاطر وسيولتها عالية في سوق الاستثمار ويسمى السوق الذي يتعامل بتلك الاصول (السوق النقدية) والذي يعرف (السوق الذي تتداول ادوات الاستثمار قصيرة الأجل فيه، مثل إذونات الخزانة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع، الخ)، وهنا لابد من الإشارة إلى سوق النقد لا يرتبط بمكان معين او حدود معينة، لهذا عندما نعرفه لا نقول بأنه المكان الذي تتم فيه الصفقات النقدية وإنما يقال انه الآليات او الميكانيكية التي تتم من خلالها عمليات الاقتراض والاقتراض ذات الاجل القصير والتي قد تخص اقليم معين أو دولة او مجموعة من الدول، كما ان السوق النقدية تتضمن عدة اصناف مثل اسواق القروض واسواق الخصم وكذلك اسواق القبول وغيرها، والسوق النقدية يعتمد بالدرجة الأولى على العرض ومصادر المقرضون ومنهم البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الاخرى والطلب الذي مصادره المقرضون وهم الحكومات وشركات الاعمال والمصارف والوسطاء الماليين والأفراد. كما تمتاز هذه السوق⁽⁸⁾:-

- 1- هي سوق جملة لكثرة المتعاملين ولاسيما تعامل المؤسسات الكبيرة مع بعضها البعض، وعملية التداول من خلال المتعاملين والسماسة تتم على اساس صفقات كبيرة.
- 2- ان أجل ادوات التعامل في السوق تعتبر قصيرة لا تزيد في الغالب على السنة.
- 3- الأدوات التي تتداول في السوق ذات نوعية جيدة من حيث انخفاض درجة المخاطرة عليها، ويرجع ذلك إلى كفاية وملاءة المقترضين وقدرتهم العالية على الوفاء.

المشاركون في السوق:-

- 1- البنوك التجارية وتعمل في السوق للمحافظة على درجة عالية من السيولة والمقدرة على الوفاء بالتزاماتها المترتبة عليها، فضلاً الحصول على عائد مناسب.
- 2- البنوك المركزية:- يعمل بشكل مباشر وغير مباشر في السوق من خلال القيام بمهام السياسة النقدية من أجل التحكم بعرض النقد، ومن خلال سياساته في إطار السوق المفتوحة وسعر إعادة الخصم ومتطلبات الاحتياطي القانوني فضلاً عن إصداره للتعليمات واللوائح التي يتوجب على المؤسسات المالية مراعاتها.
- 3- الشركات المالية والمؤسسات الكبيرة:- وتتمثل بشركات التأمين وصناديق التقاعد والادخار وغيرها من المؤسسات المالية وتحاول من عملها في السوق النقدي الاحتفاظ بدرجة من السيولة التي تؤمن لها الوفاء بالتزاماتها، بالإضافة للحصول على مكسب مناسب من استثمارات في السوق.
- 4- الأفراد:- ويأتي دورهم في السوق النقدي من خلال الحسابات الجارية والودائع الآجلة بالإضافة إلى الادوات الاستثمارية الاخرى قصيرة الاجل.

أدوات السوق النقدي Money Market Instruments

1- أذونات الخريضة: Treasury Bills

تعد اذون الخزانة اكثر ادوات سوق النقد سيولة وقابلية للتسويق، وهي بمثابة اداة تلجأ اليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية لمواجهة نفقاتها العامة، ويتم شرائها بخصم من القيمة الاسمية، وعند انتهاء أجلها يحصل حائزها على القيمة الاسمية لها ويكون الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية بمثابة عائد على الاستثمار - وعادة تصدر بأجال تتراوح بين 7 يوم، 91 يوم، 182 يوماً... الخ، ويمكن شرائها من خلال المزاد او السوق الثانوية، وهي معفية من الضرائب⁽⁹⁾.
ويحسب عائد اذن الخريضة لفترة الاستحقاق من المعادلة الآتية:-

$$\text{عائد فترة الاستحقاق} = \frac{\text{القيمة الاسمية}}{\text{ثمن الشراء}} - \frac{\text{ثمن الشراء}}{\text{عدد ايام الاستحقاق}} \times 360$$

فإذا كانت القيمة الاسمية لها 10000 دولار وبيعت في السوق بمبلغ

9600 دولار ولدة استحقاق 182 يوم فيكون العائد

$$\begin{aligned} e^* &= \frac{10000 - 9600}{9600} \times \frac{365}{182} \\ &= \frac{400}{9600} \times \frac{365}{182} \\ &= 0.0416 \times 2.005 \\ &= 8.544\% \end{aligned}$$

كما يمكن حسابه من معادلة الفائدة البسيطة:- $f = m \times e \times n$

حيث f = مبلغ الفائدة، m = ثمن شرائها، e = الفائدة السنوية، n = فترة الاستثمار
 $f = 400$

$$\frac{182 \times e \times 9600}{365} = 400$$

ومنها نجد ان $e = 8.544\%$

ولكن يتم الاعلان عن عوائد اذون الخزانة على شاشات التداول او في الصحافة المالية المتخصصة على اساس عائد الخصم المصرفي Bank Discount Yield وليس سعر الفائدة السنوي الفعلي كما هو حال شهادات الايداع ولنفس المثال السابق

$$\begin{aligned} \text{عائد الخصم المصرفي} &= \text{الخصم الفعلي} - \text{القيمة الاسمية} = 10000 - 9600 = 400 \\ &400 \text{ دولار ولمدة } 182 \text{ ويحول هذا إلى خصم سنوي على أساس } 360 \text{ يوم} \\ &791,21 = \frac{400 * 360}{182} \end{aligned}$$

$$\text{ثم } 791.21 \times 100 = 79.12\% \text{ حيث تبث الشاشات هذا العائد}$$

2- شهادات الإيداع Negotiable Certificate Deposits

وهي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم ايداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة، وتحمل سعر فائدة محدد، كما تبين شروطها على خلف الشهادة مثل شروط التداول وطريقة احتساب الفائدة عند الاستحقاق، كما قد تصدر بعملة محلية او اجنبية وبقيم اسمية مختلفة ولمدة متفاوتة ولكنها اقل من سنة، وتتمتع بدرجة امان مرتفعة، وبقدر كبير من السيولة، بدأت اصداراتها لأول مرة في نيويورك عام 1961 ثم في لندن عام 1966، ويوجد الآن أكثر من 140 بنكاً في لندن تصدر تلك الشهادات بالدولار وكذلك الاسترليني، أما على المستوى العالمي فيوجد أكثر من 2500 بنك دولياً . يصدرها، وغالباً ما تصدر بمبالغ كبيرة وخصوصاً على المستوى الدولي.

أما العائد على الاستثمار في شهادات الايداع فيحسب بالمعادلة الآتية⁽¹⁰⁾:

$$\text{صافي الحصيلة} = \text{مبلغ الشهادة} \times \frac{(360 \times 100) + (ف \times م)}{(360 \times 100) + (ع \times ي)}$$

ف = سعر الفائدة على الشهادة

م = مدة الشهادة ((عدد الأيام من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق))

ع = سعر الفائدة المعروض على المدة المتبقية من حياة الشهادة
ي = عدد الايام الباقية

فلو كان لدينا شهادة بمبلغ مليون دولار لمدة (90 يوماً) وكان سعر الفائدة هو 4% المثبت عليها، ثم رغب حاملها ببيعها بعد مرور 30 يوم وكانت فائدة العرض هي 3,75%

$$\text{الحصيلة} = \frac{(90 \times 4\%) + (360 \times 100) \times 1,000,000}{(60 \times 3,75\%) + (360 \times 100)} = 1.003.675 \text{ دولار}$$

أما حصيلة الشهادة في فترة الاستحقاق الاصلية = المبلغ الاصيلي $\times (1 + \text{ف}) \times \frac{\text{مدة الشهادة}}{360}$

$$= 1,000,000 \times (1 + 0,04) \times \frac{90}{360} = 1.011.654 \$$$

3- الأوراق التجارية (الكمبيالات): Commercial Paper

وهي ورقة تعهد بالدفع غير مضمونة ضمان مادياً، وانما مضمونة بقدرة المقترض الايرادية والثقة الائتمانية فيه، تصدرها المؤسسات المالية الوسيطة وغير الوسيطة لتمويل الائتمان قصير الاجل، وغالباً ما تصدر عن كبار المقترضين كالشركات الكبرى والمؤسسات الحكومية او الاقليمية، وغالباً ما تحمل هذه الاصدارات غير المضمونة تصنيفاً ائتمانياً صادر من مؤسسات تقييم الجدارة الائتمانية للمقترض المعروفة. كما انها قابلة للتداول وتصدر بفئات مختلفة بأجال تتراوح بين اسبوع وسنة، وحسب تعليمات السلطة النقدية، فمثلاً تصدر في الولايات المتحدة الأمريكية كحد اقصى لمدة 270 يوماً يتم شراؤها وبيعها بواقع العلاوة الاسمية مضافاً اليها علاوة الإصدار، واذا رغب حاملها قبل أجل استحقاقها بيعها لحاجته لسيولة فأن البنوك تشتريها وفق المعادلة:-

$$\begin{array}{rcl} \text{ف} \times \text{د} & +1 & \\ \hline 360 \times 100 & & \\ \hline \text{ي} \times \text{ن} & +1 & \\ \hline 360 \times 100 & & \end{array} \quad \text{سعر شراء الورقة} = \text{القيمة الاسمية} \times$$

حيث ف = سعر الفائدة المحدد عليها

د = عدد ايام الورقة من تاريخ الإصدار حتى أجل الاستحقاق

ي = العائد المتفق عليه بموجب الورقة

ن = عدد الأيام المتبقية

4- القبولات المصرفية Banker's Acceptance

وهي أمر دفع قصير الاجل منخفض الخطورة ، تصدره مؤسسة اقتصادية او شركة تجارية للبنك الذي تتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة محدده لا تزيد عن ستة اشهر، يقوم البنك بالتصديق عليها (قبولها) والالتزام بتسديد قيمتها لحاملها عند تقديمها للبنك، مقابل ايداع المؤسسة التجارية او غيرها لما يساوي قيمة القبول المصرفي في حسابه بالبنك. او قد يصدق البنك القبول المصرفي من منطلق الثقة العالية بالزبون، وبالتأكيد فإن هذه الخدمة يقابلها عمولة معينة. وهذه القبولات تنتج عن عمليات تجارية حقيقية (استيراد وتصدير)، كما ان هذه القبولات قابلة للتداول في الاسواق النقدية.

علماً أن اسعارها تعلن يومياً من قبل السوق النقدية والفائدة عليها تخصم مقدماً، ودائماً يتم تحويل هذا السعر إلى فائدة سنوية حتى يمكن المقارنة مع الفائدة على ادوات التمويل الاخرى لنفس الفترة (11).

لو كانت الفائدة على قبول بنكي لمدة 90 يوم هو 8% وكانت الفائدة على أداة اخرى قصيرة الاجل 8,4% لنفس المدة، وعليه لغرض المقارنة لابد من تحويل سعر الخصم على القبول البنكي إلى سعر فائدة سنوي وحسب المعادلة:-

$$\text{سعر فائدة الخصم على القبول البنكي} = \frac{100 - \text{سعر الفائدة الخصم على القبول} \times \text{عدد الأيام}}{360}$$

$$= \frac{100 - 90 \times 0.08}{360} = 0.082\% \text{ وعليه فائدة اداة التمويل الاخرى اكبر من فائدة التمويل للقبول البنكي}$$

5- اتفاقية إعادة الشراء: Repurchase Agreements Prose

اصطلاح يستخدم في السوق النقدي ويعني الحصول على الاموال عن طريق بيع الاوراق المالية مع ابرام اتفاق في نفس الوقت يتعهد البائع نفسه بإعادة شراء هذه الاوراق غالباً ما تكون ليلة واحدة (overnight) او لعدة أيام، وبعضها يمتد لشهر فأكثر، وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه. ولتوضيح هذه الاداة لنفترض ان التاجر أو شركة بحاجة إلى أموال فيقوم التاجر أو الشركة مباشرة أو من خلال السماسرة بإبرام اتفاق مع احد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه، ووفقاً للاداة هذه يقوم التاجر أو الشركة ببيع اوراقاً مالياً للمستثمر تعادل المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم بنفس الوقت بإبرام اتفاق بإعادة شراء الأوراق المالية حسب مدة الحاجة إلى المال، وتنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية للتاجر وعودة المال للمستثمر، وبعد فرق القيمة بين عقد البيع وعقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقرضة (12).

المبحث الثاني

التمويل الدولي متوسط وطويل الأجل

Capital Markets ((سوق رأس المال))

أولاً:- تعريف سوق رأس المال:-

هو ذلك السوق الذي تتداول فيه أدوات الاستثمار المالي متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات ، وتكمن أهميته في تشجيع الاستثمار الرأسمالي طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة. وتقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هما ، الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية.

1- الأسواق الحاضرة او الفورية:-

التعامل بهذه الأسواق يتمثل بالأصول المالية المتوسطة والطويلة المدى ووظيفتها الأساسية تجميع المدخرات ومن ثم توجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل وتضم:-

أ- السوق الأولية (بنك الاستثمار): يقوم السوق الأول الذي يأسسه بنك الاستثمار بإصدار الأوراق المالية (كالسندات مثلاً) لحساب جهة حكومية او منشأة أعمال ، ويقوم بنك الاستثمار او اي مؤسسة متخصصة بدور الوسيط بين الجهة التي تصدر الأوراق المالية والجمهور المكتب بها ، ويقوم البنك ايضاً بمساعدة اصدار الأوراق المالية او قد يقوم بشراء الإصدار من الشركة او المؤسسة ليقوم ببيعه على الجمهور.

كما لا يعد البنك المصدر الوحيد لإصدار الأوراق وتصريفها فهناك طريقتان أخريان لذلك هما:-

- الأسلوب المباشر: تقوم الجهة المصدرة للأوراق بالاتصال بكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية لكي تباع لهم الاسهم والسندات التي أصدرتها.

- أسلوب المزاد: وهو أسلوب وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أوراق مالية من خلال دعوة المستثمرين لتقديم عطاءات تتضمن الكمية المراد شراءها وسعر الشراء وتقبل العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأدنى إلى أن يتم تصريف الأوراق. والخلاصة أن هذا السوق له العلاقة المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب بها:-

والعلاقة بين التمويل والسوق المالية يظهرها لنا السوق الأولية وحجم الإصدارات الجديدة في هذا السوق من الأسهم والسندات والتي تظهر لنا في النشرات الفصلية والسنوية للسوق المالية تحت عنوان (الإصدارات الجديدة) للسوق الأولية.

ب- السوق الثانوية: عادة ما يطلق عليه أيضاً (البورصة) وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي أصدرها السوق الأولي، كما أن هذا السوق لا يمثل مصدر تمويلي جديد على عكس السوق الأول الذي هو يمثل مصدر التمويل الجديد. ويمكن التمييز بين نوعين من السوق الثانوية هما:-

السوق المنظمة: ويتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع والشراء، ويدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويقسم إلى أسواق مركزية تضم 80% من التعامل بالأوراق المالية مثل بورصة لندن ونيويورك وغيرها، وأسواق المناطق والأقاليم وتتعامل مع 20% من الأوراق المالية المصدرة من الشركات في المنطقة الجغرافية للشركة أو المنشأة وكذلك للمناطق القريبة منها.

السوق غير المنظمة: مصطلح يطلق على التعاملات خارج السوق المنظمة، إذ أن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجري فيه التعاملات، أي أنها أسلوب لإتمام الصفقة في (التلفون، التللكس، الفاكس، الانترنت) الذي يجمع ما بين المستثمرين والتجار المنتشرين داخل دولة ما، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر أن يختار تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة. ويطلق على هذه الأسواق اصطلاح الأسواق الغير المنتظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصة،

والتي تسمى المعاملات على المنضدة (over the counter) التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة.

ج- السوق الثالث: ويمثل قطاعاً من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير المسجلين في السوق المنظمة، على الرغم من أن لهم الحق في التعامل مع الأوراق المالية المسجلة في البورصة وهي تتمثل في المؤسسات المالية الكبيرة.

د- السوق الرابع: وهو السوق الذي تتعامل به المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من الأفراد الأغنياء ورجال الأعمال الذين يتعاملون فيما بينهم في بيع وشراء الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك من أجل استغلال من الأموال التي يدفعونها للسماسرة أو تقييدها، وقد تتم الصفقات عن طريق (الائتمالات الحديثة)، أو أن يتم اللقاء من خلال وسيط يقوم بإتمام الصفقة والذي يقدّم النصائح بشأن الاستثمار في الأوراق المالية المحسنة وعمولته نقل حثيثاً عن عمولة السماسرة، وتتميز صفقات هذا السوق بسرعة إنجازها وقلة كلفتها وكبر حجمها.

2- **الأسواق المستقبلية:** وهي أسواق يتم الاتفاق فيها على السعر والأصل المباع والمشتري حالياً على أن يتم الاستلام والتسليم لاحقاً. وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الخيار والعقود المستقبلية، وتستخدم الخيار والعقود المستقبلية لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية وتحقيق الأرباح الرأسمالية.

وخلال العقود الأخيرة من القرن العشرين الماضي وبداية الألفية الثالثة لاقت الأسواق المالية تطورات هامة، حيث تعتبر المشتقات المالية من أهم تلك التطورات، والتي تعرف بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول رئيسية تمثل موضوع العقد وإن كانت الأدوات المالية الأصلية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية تظهر كبنود داخل الميزانية وتنشأ عنها تدفقات مالية، فإن أدوات المشتقات المالية هي أدوات خارج بنود الميزانية ولا تنشأ عنها تدفقات نقدية، ويتم التعامل مع بعض أدوات المشتقات في البورصات والبعض الآخر يتم توفيره للعملاء بواسطة المؤسسات

المالية، ومن أهم الأدوات المشتقة هي (عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات).

أدوات التعامل في سوق رأس المال:-

يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من الأدوات الاستثمارية في هذا السوق، علماً أن تلك النوعين أكثر مخاطرة إذا ما قورنت مع أدوات السوق النقدية الخالية من المخاطر تقريباً مثل مخاطر عدم السداد أو مخاطر تقلبات أسعار أوراق سوق رأس المال طويلة الأجل:-

النوع الأول: يتمثل بأدوات استثمارية تعطي سلسلة من التدفقات النقدية عبر الزمن تعرف بأدوات سوق العائد الثابت (Fixed Income Market) أو بأسواق الدين (Debt Market):-

النوع الثاني: تتمثل بأدوات استثمارية لها مشاركة في ربحية الشركة وتسمى بأدوات الملكية (Equity Market)

والجدول الآتي يبين أهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

جدول (13) الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

The Fixed -Income Capital Market	1- أسواق العائد الثابت
Treasury bonds and notes	❖ سندات الخزينة
Corporate bonds	❖ سندات الشركات
Municipal bonds	❖ سندات البلدية
Equity Market	2- أسواق الملكية
Common Stocks	❖ الأسهم العادية
Preferred Stocks	❖ الأسهم الممتازة
Derivative Market	3- أسواق المشتقات
Options	❖ الخيارات
Futures	❖ المستقبلات
Forward	❖ العقود الآجلة
Swaps	❖ المبادلات

أنواع السندات:-

السندات هي من أدوات الدين، والسند يعتبر عقد التزام من المقترض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكّل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها، وتتمتع السندات بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية كما يمكن الحصول على أسعارها من أسواق السندات يومياً. كما أن السند يشبه القرض من حيث أن كلاهما يثبت اتفاقاً لإعادة مبلغ مقترض بالإضافة إلى الفائدة عند تاريخ الاستحقاق، كما أنهما متشابهان أيضاً في أن تاريخ استحقاق كل منها يمكن أن يمتد لأكثر من 5 سنة.

ألا أن السند يختلف عن القرض في قابليته للتحويل، فعندما يقدم أحد البنوك قرض ما فإنه يبقيه حتى تاريخ تسديده، أما عند شراءه لسند ما فيمكنه بيعه في أي وقت في السوق الثانوي.

وترجع أهمية السندات الدولية إلى كونها:-

❖ أداة استثمارية طويلة الأجل تسهم في إعادة توزيع المدخرات على جميع المقترضين على المستوى الدولي.

❖ أداة ملائمة لتوظيف الفوائض المالية في مجال مضمون وقليل المخاطر

❖ ذات سيولة مرتفعة رغم طول أجالها حيث يمكن بيعها في السوق الثانوية. وتنقسم أسواق السندات الدولية إلى قسمين⁽¹³⁾؛

(1) السندات الأوروبية:- سندات يصدرها المقترضون الذين يقيمون في دولة ما خارج حدودها وفي أسواق رأس مال الدول الأخرى وبعملة غير عملة الدولة التي طرحت بها السندات، مثلاً لو قامت شركة فرنسية بإصدار سندات بالدولار وتم طرحها للبيع في سوق لندن أو غيره، فإنها تسمى (أورو- سندات) Euro-bond، وعادة ما تتولى تجميعات مصرفية دولية لإدارة هذا الإصدار، ومن خصائص هذه السندات أنها تصدر في إطار خال من القيود أو الإجراءات التنظيمية التي تسود في الأسواق المحلية، وبضمها البنك المركزي أو السلطة النقدية في هذه الأسواق، علماً أن الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة

من الضرائب، كما أن الفائدة عليها تتأثر بظروف السوق وتفضيلات المستثمرين.

(2) السندات الأجنبية: - يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولهم وفي أسواق رأس المال للدول الأخرى وبعملة نفس الدولة التي طرحت السندات فيها. وتتميز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار إذا ما قورنت هذه التكاليف بإصدار سندات اليورو دولار، فتكلفة إصدار السندات بالدولار في أميركا أقل لنفس السندات بالدولار ولكن بمراكز مالية أخرى من غير الولايات المتحدة الأمريكية مثل لندن، زيورخ وبعملة نفس الدولة التي طرحت السندات فيها، فلو قامت المؤسسة الفرنسية بطرح سندات بالدولار وتم بيعها والاكتتاب فيها في أسواق نيويورك يطلق عليها حينئذ بالسندات الأجنبية Foreign bond. كما يتم طرحها وبيعها أيضاً بواسطة تجمعات مصرفية معينة.

وفي الإطار الدولي للسندات فإن أهم سوق لها هو سوق سندات اليورو دولار Euro dollar Bond وهو سوق السندات الأمريكي الموجود خارج U.S.A، حيث يتم التعامل بها خارج إطار وتعليمات السلطة النقدية الأمريكية، وذلك على نقيض سوق سندات المقترضين الأجانب في أميركا والذي يسمى بسوق سندات اليانكي Yankee Bonds وفي بريطانيا Bulldog bonds وفي اليابان (Samurai bonds) حيث تخضع جميعها للقوانين والأنظمة المحلية لبلدانها.

وعلى الرغم من أهمية أسواق السندات الأخرى إلا أن سوق سندات اليورو دولار كان الأكثر أهمية وتعاملاً وذلك لأسباب كثيرة منها وجود كميات كبيرة من الدولار وعدم وجود قيود لتحويل العملة الأجنبية بالنسبة للدولار وخاصة في ظل اتفاقية بريتون وودز وما بعدها، كما كان لسرعة البنوك الأمريكية واللاحق بعملائها من الشركات متعددة الجنسية في الخارج دورة في ذلك، يضاف إلى الفائدة المالية المدفوعة على ودائع اليورو دولار كانت أكبر مقارنة على ودائع الدولار داخل U.S.A، الأمر الذي ساعد على تدفق الدولارات لهذا السوق،

فضلاً عن تدفق الفوائض المالية الناتجة عن تصدير البترول للدول المنتجة سعياً وراء الفائدة الأعلى ولتنويع وتوزيع الاستثمار، علاوة على عدم خضوع دفعات سندات اليورو دولار إلى أية ضرائب على عكس السندات المحلية. كما أن الطبيعة الدولية لسوق السندات وإصدار السندات لحاملها وبدون أية سجلات للمالكين أصبح يستوجب وجود وكلاء مركزيين (Central Agents) تكون مهمتها الحفاظ على بالسندات بالنيابة عن المشتركين في السوق وتسجيل التحاويل فيما بينهم، بينما تبقى السندات بالحفظ الأمين لدى هذه البيوت، وقد أسس لهذا الغرض في بروكسل عام 1968 ما يسمى باليورو كلير (Euro Clear) ثم تبعه في بروكسل في لوكسمبورغ عام 1971 منافس آخر هو السيدال (Cedel).

كما أسست عام 1969 المؤسسة الدولية للمتعاملين بالسندات (AIBD) كجهاز منظم لسوق السندات الدولي والعمل كممثل للسوق في علاقاته مع السلطات الوطنية وأسواق رأس المال المحلية، وكمنظم أيضاً لجهود كل من اليورو كلير والسيدال.

أما أهم أنواع السندات فهي:-

- (1) سندات الخزينة:- إن إحدى أساليب اقتراض الحكومة في أغلب الدول هو الاقتراض من الجمهور، عن طريق إصدار سندات خزينة متوسطة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها بين 10 - 20 سنة وتتصف هذه السندات بأنها تصدر بفئة قيمتها 1000 دولار، كما تدفع فوائدها على شكل نصف سنة، كما تتصف طويلة الأجل منها كونها قابلة للاستدعاء وخاصة في الخمس سنوات الأخيرة من عمرها وبالتالي الحق للخزينة أعادة شرائها بالقيمة الدفترية.
- (2) سندات الشركات:- وهي تشابه سندات الخزينة من حيث الحصول على الفوائد النصف سنوية، كما تدفع قيمتها الاسمية للمستثمر عند الاستحقاق، وتختلف عن سندات الخزينة من حيث درجة المخاطرة. وتوجد أنواع عديدة من السندات الخاصة بالشركات منها⁽¹⁴⁾:

أ- السندات المضمونة:- حيث يتم دعمها بأصول تحمي المستثمرين عند حصول إفلاس للجهة المصدرة للسند.

ب- السندات غير المضمونة:- حيث لا تدعم بأية أصول أو شروط من شأنها أن تزيد من قوة موقف حامليها عند المطالبة بحقوقهم في حالة إفلاس الجهة المصدرة لها.

ج- السندات ذات الفائدة العائمة:- حيث يتغير سعر الفائدة على هذه النوع كل ربع أو نصف سنة وذلك حسب تغير سعر فائدة الإيداع لأجل ستة أو ثلاثة أشهر في سوق اليورو، ويسعر على أساس نسبة علاوة تبلغ 0.25 أو 0.50 في المائة فوق سعر الاقراض بين البنوك في سوق لندن.

د- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:- هو سند ذو سعر فائدة ثابت وأجل معلوم يعطي حامله حق خيار تحويله إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويلي محدد عند إصدار السند نفسه، فمثلاً لو أن سندات أصدرت بسعر تحويلي يبلغ 9 دولار للسهم فنستطيع بكل سند قيمته 1000 دولار شراء 111,11 سهم $(9 + 1000)$ ، والقيمة التحويلية السند يمكن قياسها بعدد الأسهم مضروباً بسعر السهم في السوق فلو كان السهم يباع في السوق بـ 10,5 دولار فستكون القيمة التحويلية $(111,11 \times 10,5) = 1167$ دولار لكل سند أو بسعر 116,67% أي أن الربح سيكون 167 دولار لكل سند (15).

هـ - السندات القابلة للإطفاء والسندات القابلة للشراء:- يمكن أن تكون السندات القابلة للإطفاء التدريجي خلال حياتها، بمعنى أن المقترض يلتزم بدفع قيمة السندات للمستثمر بها وبحيث يتم إطفاءها بالكامل عند فترة استحقاقها، حيث يقوم المقترض بشراء السندات بقيمتها الاسمية في آخر يوم من كل فترة إطفاء، كما يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للشراء وذلك عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات إذا ما تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة معينة.

كما توجد انواع اخرى من السندات قابلة للتمديد تعطي الحق للمستثمر بها الخيار للاستمرار في الاحتفاظ بها بعد تاريخ استحقاقها لعدد معين من السنين وبنفس سعر الفائدة الأصلي. كما يوجد نوع آخر يتميز بقابليته للدفع المسبق، بمعنى الحق للمستثمر بهذا النوع الخيار بتقديم هذه السندات للمقترض لدفع قيمتها قبل تاريخ استحقاقها ويعدد معين من السنين.

كما تقسم نظريات الاستثمار الحديثة مخاطر السندات إلى نوعين هما مخاطر السوق (Market Risk) ومخاطر الشركة (Company Risk)، والنوع الأول يتضمن عوامل الاقتصاد كمستوى سعر الفائدة والتضخم وعوامل الصناعة المختلفة، وهو ما لا يمكن الحد منه عن طريق تنويع السندات المشتريات، في حين ان النوع الثاني والذي يتضمن المخاطر الشركة المصدرة نفسها، كمخاطر عدم الوفاء، ومخاطر الادارة وغيرها.

لقد توسع نشاط اسواق السندات وأصبحت تشكل مركزاً مهماً في النظام النقدي الدولي، ونشاطها اصبح من أكبر أسواق القروض قصيرة الأجل، وخاصة بالنسبة للدولار، كما يشتمل سوقها أيضاً على عملات دولية قابلة للتحويل مثل اليورو والين والجنيه الاسترليني، وقد امتد نشاطها خارج أوروبا في كل من طوكيو، سنغافورة - هون كونج، جزر الكازيني، وكذلك البحرين الذي يوجد فيها مراكز مالية لتجميع الودائع الخارجية من غير العملات المحلية.

مراحل اصدار السندات:- تمر عملية الاتصال بالعملاء المقترضين لترتيب

اصدار سندات لهم بمراحل هي:-

المرحلة الأولى:- تحديد التصنيف الائتماني للمقترض:- تقوم البنوك بالتعامل في مجال اصدار السندات مع المقترضين الذي يحملون تصنيفاً ائتمانياً دولياً صادر من مؤسسات التقييم الدولية(*) وبدرجة الاستثمار (Investment Grade) وهي التي

(*) ومن أشهر مؤسسات التقييم الدولية هي

- 1- Moody's Investors service Ine
- 2- Fitch Ratings
- 3- Standard and poor's

وتقوم بتحديد الدرجات الائتمانية للدول والشركات مقابل مصاريف تتراوح بين 25 - 50 ألف دولار.

لا تقل عن BBB، وقد اتجهت هيئات الرقابة على الأسواق المالية إلى طلب التصنيف الائتماني كشرط مسبق لأي إصدار سندات، أما إذا كانت الدرجة أقل من درجة الاستثمار المطلوبة (درجة مخاطرة) فيجري تقييم المقترض على أساس أسمه وحجمه وإصداراته السابقة، أذ لابد أن يتمتع المقترض بسمعه ومركز جيديّن يقاسا عادة بمستوى الإدارة في المؤسسة وبكل من مركزها المالي والسوقي، وبتأريخها وسجلها السابق ويخططها المستقبلية.

المرحلة الثانية:- تحديد المبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل بعد أن تثبت المقدرة الائتمانية للمقترض، يجب أن يحدد مبلغ القرض المطلوب، حيث يتم دراسة الحاجة التمويلية للمقترض ومعرفة التمويل المطلوب والتأكد من أوجه إنفاقه وعلى راحي إنتاجية تضمن للمستثمر استعادة أمواله وفوائدها، كما يحدد أيضاً أجل القرض هل هو قصير الأجل يوجه عادة لتمويل موجودات ذات درجة عالية من سيولة، أم طويل الأجل يوجه عادة لتمويل موجودات ثابتة كالألات للمشاريع التي تستمر من تسديد القرض المطلوب على مدى حياة المشروع⁽¹⁶⁾.

المرحلة الثالثة:- تحديد بدائل التمويل:- على ضوء المعطيات السابقة يقوم المدير الرئيسي بطرح البدائل المختلفة للمقترض والتي تتضمن الاقتراض من خلال البنوك أو من خلال القروض المجمعة لمجموعة بنوك، والاقتراض من خلال إصدار السندات ذات سعر الفائدة العائم أم الثابت، كما يحدد المدير تكلفة كل نوع من البدائل المتاحة.

المرحلة الرابعة:- الشروط والأسعار المقترحة للبديل المختار:- بعد تحديد التصنيف الائتماني للمقترض، والمبلغ المطلوب ومتطلبات التمويل، وبعد دراسة البدائل المتاحة وتعدد البديل المناسب، يتم تقديم عرض السندات والذي يتضمن كل المعلومات الضرورية والالزمة للمقترض والتي على أساسها يقرر اختياره مثل عروض لمبالغ الاقتراض بمبالغ مختلفة، وفترة استحقاق مبلغ كل قرض، وسعر الفائدة على كل نوع، سعر الإصدار لكل نوع، وكذلك المردود على أساس الخصم السنوي أو النصف سنوي لكل نوع من القرض، وأخيراً العمولات والمصاريف لكل نوع.

مكونات عملية الإصدار:- يأخذ المستثمر والمقترض مجموعة من العوامل عند

اتخاذ قرار الشراء للسندات أو الإصدار وهي:-

❖ نوعية العملة التي يتم بها إصدار السندات

❖ مقدار العائد ونوعيته

❖ آجال الاستحقاق

❖ المخاطر للمستثمر أو مشتري السندات

وعموماً يفضل المستثمرون التعامل مع السندات المقومة بعملات تمتاز بالاستقرار النسبي في سوق الصرف، كما أن السندات المصدرة بسلة العملات أكثر جاذبية للمستثمرين. كما يفضل المستثمرون السندات ذات الآجال القصيرة وارتفاع عائدها. وكل ذلك يعتمد على مسارات أسعار الفائدة المستقبلية.

عوائد السندات:- تأخذ الأشكال الآتية:-

(1) عائد فترة الاستحقاق:- ويحسب على أساس أن حامل السند يحتفظ به لحين

أجل استحقاقه، ويسمى معدل العائد الداخلي

$$\text{معدل العائد} = \frac{D1}{(1+r)} + \frac{D2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Dn}{(1+r)^N}$$

حيث أن $D1$ = التدفقات النقدية طوال عمر السند إذا كانت الفائدة السنوية ثابتة

r = معدل الخصم n = فترة الاستحقاق

(2) العائد الجاري:- حيث لا يؤخذ بنظر الاعتبار الأرباح الرأسمالية التي يمكن

تحقيقها من بيع السند بسعر أعلى من شراءه، كما لا يؤخذ بالاعتبار إعادة

استثمار الفوائد.

$$\text{العائد الجاري} = \frac{\text{الفائدة السنوية}}{\text{سعر السند}} \times 100$$

فلو أن سند قيمته الاسمية 10000 دينار بفائدة 8% ويباع في السوق بسعر 9800

$$\text{دينار فعائده الجاري مبلغ الفائدة} = 10000 \times \frac{8}{100} = 800 \text{ دينار}$$

$$\text{العائد الجاري} = \frac{800}{9800} * 100\% = 8.16\%$$

$$\text{العائد الجاري} = 100 \times 800 = 80000 \text{ دينار}$$

وهذا يعني ان كل دينار مستثمر في السند يحصل حامله على 0.816 دينار كريح.
(3) عائد فترة الاقتناء:- تحسب في حالة قيام حامل السند ببيعه في السوق قبل
اجل استحقاقه

$$100 \times \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \text{الفوائد التي حصل عليها}}{\text{سعر الشراء}}$$

$$\text{فلو اشترى مستثمراً سنداً قيمته الاسمية 20000 دينار وبفائدة سنوية 12\%} \\ \text{وبسعر 19500 دينار وبعد سنة قام ببيعه بسعر 19800 دينار فله حساب جملة المبلغ} \\ \text{جملة العائد} = \frac{19800 - 19500 + (20000 * \frac{12}{100})}{19500} * 100$$

$$= 13.84\%$$

أدوات الملكية:- وتضم:-

1- الأسهم العادية Common Stocks يمثل صك ملكية له قيمة اسمية وقيمة
دفترية وثالثة سوقية، أما الاسمية فهي المدونة على قسيمة السهم ومنصوص
عليها عند تأسيس الشركة. أما الدفترية فتتمثل حقوق الملكية التي تتضمن
القيمة الاسمية المكتتب بها وعلاوة الاصداران وجدت، إضافة الى
الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، مع
ملاحظة استبعاد الأسهم الممتازة. أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها
السهم في السوق وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية ويتمتع حامل
السهم بالبيع أو بأي طريق آخر، كما له الحق في الحصول على نصيبه من
الأرباح التي تقررها الشركة، كما يحق لحامل السهم التصويت في الجمعية
العمومية للشركة وترتبط قدرته في التأثير في قرارات الشركة على حجم ما
يملكه من أسهم، وعلى أساس صوت واحد لكل سهم.

كما لا يجوز لحامل السهم استرداد قيمته من الشركة المصدرة له، وإذا أراد التخلص منه فليس أمامه إلى بيعه في السوق الثانوية، كما لا يحق لحامل السهم المطالبة بقيمته إذا تعرضت الشركة إلى الإفلاس لأن حقه في الاسترداد يأتي بالمرتبة الثالثة بعد حملة السندات والأسهم الممتازة.

وهناك عدة أنواع من الأسهم العادية المستمدة من العوامل التي تتأثر بأسعار تلك الأسهم مثل سمعة الشركة وقيامها بتوزيع حصص المساهمين من الأرباح والعوامل الاقتصادية بالبلد والتي تختلف باختلاف النظام الاقتصادي ومن هذه العوامل يمكن أن نجد أنواع للأسهم العادية:-

1. الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة.
2. الأسهم المتنامية والأخرى المتباطئة.
3. الأسهم ذات التقلبات الدورية.
4. الأسهم المحايدة والأخرى مضاربة.
5. أسهم شركات المعلومات الدولية.

2- الأسهم الممتازة:- تمثل ورقة مالية تجمع بين صفات السهم العادي والسند، وللشهم الممتاز أيضاً قيمة اسمية وأخرى دفترية تساوي القيمة الاسمية مضافاً إليها علاوة الإصدار مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة، والقيمة السوقية للسهم الممتاز هي القيمة الفعلية له والتي تتوقف على العائد الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً وعلى أداء الشركة نفسها.

وحامل السهم الممتاز له الأولوية في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية، كما تعطى الأولوية في توزيع الأرباح. كما يعاب على هذا النوع بأنه مرتفع الكلف نسبياً، كما يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أعلى من حملة السندات كونهم يؤتون بالمرتبة الثانية في الحصول على أموال التصفية. ويمكن إيجاز بعض أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة بما يلي:-

1. عدم مشاركة حملة الأسهم الممتازة في التصويت على قرارات الجمعية العمومية والترشيح لعضوية مجلس الإدارة وعلى عكس حملة الأسهم العادية الذين لهم هذا الحق.

2. تعتبر الأسهم الممتازة أقل مخاطرة من الأسهم العادية للمستثمر.
3. يستحق حملة الأسهم الممتازة نصيبهم من الأرباح المقررة قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية.
4. تكون المساهمة النسبية للأسهم الممتازة في المصادر التمويلية للشركة أقل أهمية من الأسهم العادية.
5. يعطى للسهم الممتازة الأولوية في السداد عند تصفية الشركة. في حين قد لا يحصل صاحب السهم العادي على أي شيء.
6. تضمن الشركة حقوق أصحاب الاسهم الممتازة بموجوداتها وهي أكثر ضمانا من الاسهم العادية ولكنها أقل ضمانا من حاملي السندات.

انواع عوائد الأسهم

- يمكن تمييز المعدلات التالية للعوائد المترتبة على الاحتفاظ بالأسهم الى :-
1. معدل العائد الاعتيادي :- وهو حصة السهم من التوزيعات (D_1) يضاف اليها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية وحسب المعادلة التالية:
- $$\text{Normal rate Return (NRR)} = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$
2. معدل العائد المطلوب :- والذي يرغب في تحقيقه المستثمر مقابل تخليه عن النقود او العائد الذي يطلبه كتعويض عن الاستهلاك الذي تركه لفترة ما.
 3. معدل العائد عديم المخاطرة :- يأخذ هذا النوع بنظر الاعتبار كل من العائد المطلوب (RRR) ومعدل التضخم المتوقع ($E(P^v)$) خلال فترة الاحتفاظ بالسهم .

$$(P^v) - 1R_f = (1 + RRR)(1 + E)$$

$$(P^v) + RRR(1 + E(P^v))R_f = E$$

$$\frac{(R_f - E(P^v))}{1 + E(P^v)} RRR =$$

المبحث الثالث

أسواق المشتقات المالية

تشترك قيمة العقود المالية للمشتقات من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الاداة المالية أو سعر السلعة الخ ولا تتطلب عقود المشتقات أي استثمارات مبدئية، كما يتم تسوية العقود في تاريخ مستقبلي، والشئ المهم أنها تستخدم بأنواعها المختلفة للتحوط ضد مخاطر التغيرات في أسعار تلك الأصول، كما يتم تحديد أو تثبيت سعر الأصل المتفق عليه في الوقت الحاضر ولكن التسليم أو التنفيذ يتم في المستقبل.

ويمكن تعريف المشتقات المالية (أنها ادوات مالية تأخذ اسمها من واقع أن ليس لها قيمة أساسية بل أن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية ويجري التعامل بها بنود خارج الميزانية العمومية)⁽¹⁷⁾.

الأدوات محل التعامل في أسواق المشتقات:-

هناك عدد كبير من المعاملات التي تتم في أسواق المشتقات المالية وهي:-

- المعاملات الفورية (الآنية)
- العقود الآجلة
- المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية والآجلة وتسمى عمليات المبادلة
- الخيارات
- المعاملات المستقبلية

أولاً:- أسواق الخيارات:-

تم تداول عقود الخيار لأول مرة عام 1973، وانتشر استخدامها بعد ذلك على نطاق واسع، ونشأتها تعود إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محدد مقابل تعويض للتجار⁽¹⁸⁾. وفيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل هي (الأسهم، السندات،

مؤشرات الأسهم، العملات الأجنبية) كما تعتبر عقود الخيارات بديل عن المتاجرة مباشرة بالأسهم العادية، حيث بدلاً من شراء أسهم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة. عقود الخيارات:- عقد الخيار (Option Contract) هو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الوحدات من أصل معين (أصل مالي أو حقيقي) من طرف آخر (محرر العقد) بسعر يتفق عليه عند التعاقد، وله الحق كذلك في أن ينفذ أولاً ينفذ عملية الشراء والبيع، مقابل مكافأة يدفعها للمحرر وغير قابلة للرد تدفع عند التعاقد.

كما يعرف عقد الخيار على إنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية (أسهم مثلاً) أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين يسمى سعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد⁽¹⁹⁾. ومن التعريفين السابقين نستنتج ما يلي:-

1. هناك طرفين أساسيين في عقد الخيار هما مشتري حق الخيار * The buyer ومحرر حق الخيار (البائع) ** The writer Seller وفي حق الخيار فان المحرر يمنح المشتري حق شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر معين خلال فترة محددة، ويأخذ المحرر المكافئة.

2. هناك مصطلحات أساسية في عقد الخيار هي:-

❖ سعر التنفيذ Strike Price أو سعر التعاقد وهو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر، أو هو السعر المحدد مسبقاً في عقد خيار بيع والذي يسمح لمشتري العقد بيع الأصل محل العقد بهذا السعر.

❖ تاريخ انتهاء العقد:- وهو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ (فترة استحقاق تحدد بموجب العقد) ولا يجوز تنفيذ عقد الخيار بعد انتهاء تلك الفترة ويصبح العقد بعدها بدون أية قيمة.

❖ المكافأة أو العلاوة:- وهو المبلغ المدفوع بواسطة مشتري العقد لمحرر الخيار (البائع) وهو غير قابل للاسترداد مهما كانت الظروف.

❖ حجم الخيار (Option size):- بموجب قواعد التعامل في أسواق الخيارات يتضمن كل عقد خيار (100 سهم مثلاً أو أية أصل آخر) وإذا رغب المشتري في شراء 200 سهم فلا بد له من شراء عقدين وهكذا.

إن من مزايا تداول الخيارات في إنها توفر لحاملها حماية ضد المخاطر الناجمة عن التغير في أسعار الأوراق المالية في السوق أو سعر الفائدة في السوق، وهناك نوعين من حقوق الخيارات هي:-

أ- حق خيار الشراء Call option وهو حق اختيار لشراء أوراق مالية أو عدم شراءها خلال مدة تنفيذ متفق عليها وعند سعر محدد متفق عليه يسمى سعر التنفيذ ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ يدفعه للبائع وهو المكافأة غير قابل للرد. ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر التنفيذ.

ب- حق خيار البيع Put option عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار ببيع أو عدم بيع أصل معين بسعر محدد وبتأريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

أساليب تنفيذ عقود الخيارات: هناك عدة أساليب لتنفيذ عقود الخيار هي (20):-

(i) الأسلوب الأمريكي: وهي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في الشراء أو البيع في أي وقت من الفترة بين شراء العقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

(ب) الأسلوب الأوروبي: وبموجبه يكون لحامل العقد الحق أن ينفذ عقده في تاريخ الاستحقاق فقط أي في يوم واحد فقط. ويلاحظ إن معظم حقوق الخيار للأسهم والسندات والعملات ومؤشرات الأسهم غالباً ما تكون أمريكية من حيث أسلوب التنفيذ.

(ج) خيار برمودا: خليط بين الخيار الأمريكي والأوروبي، حيث أن حامل هذا الخيار يستطيع التنفيذ في أوقات محددة ومعينة سلفاً خلال الفترة المحددة للعقد (21).

حساب ربحية الخيارات:-

1- ربحية مشتري الخيار (المستثمر) في حالة:-

أ. شراء خيار شراء (Buying call option)

يحقق المستثمر ربحاً إذا كان السعر السوقي للسهم في تاريخ التنفيذ أعلى من سعر التنفيذ ويتمثل ربح المستثمر في الفرق ما بين سعر السهم السوقي وسعر التنفيذ مطروحاً منه العلاوة، ويحسب وفق المعادلة:-

$$NP(c) = NOS (St - X) - P$$

حيث إن $NP(c)$ = صافي الربح لحق الشراء

$$NOS = \text{عدد الأسهم}$$

$$St = \text{السعر السوقي للسهم}$$

$$X = \text{سعر التنفيذ}$$

$$P = \text{مبلغ العلاوة أو المكافأة}$$

ب. شراء خيار بيع (Baying put option): هنا يحقق المستثمر ربحاً إذا كان السعر السوقي للسهم في تاريخ التنفيذ أقل من سعر التنفيذ ولهذا نجد ان مشتري خيار البيع سيطلب تنفيذ العقد في هذه الحالة ويحسب الربح وفق المعادلة:-

$$NP(p) = NOS (X - St) - P$$

أما عندما يكون سعر السهم السوقي بتاريخ تنفيذ العقد أكبر من سعر التنفيذ، فإن الخيار لا يحقق أية ربح وهنا المستثمر يطلب عدم تنفيذ الخيار ويخسر العلاوة فقط.

مثال:- اشترى مستثمر خيار الشراء من إحدى الشركات 100 سهم بسعر تنفيذ 50 دولار للسهم الواحد تنفذ بعد مرور شهرين من تاريخ العقد، مقابل علاوة تعادل 3 دولار عن كل سهم احسب صافي ربح المستثمر اذا كان السعر السوقي للسهم خلال فترة التنفيذ أ- 56 ب- 50 دولار ج- 40 دولار
الحل:- أ.

$$(A) NP(c) = NOS (St - X) - P$$

$$= 100 (56 - 50) - 100 * 3$$

$$= 600 - 300 = 300\$$$

هنا يحقق المستثمر ربحاً قدره 300 دولار وهي خسارة المحرر
او يحل بالطريقة الآتية:

$$\text{قيمة العقد بسعر التنفيذ} = 50 \times 100 = 5000 \text{ دولار}$$

$$\text{قيمة العقد بسعر السوق} = 56 \times 100 = 5600 \text{ دولار}$$

$$\text{مقدار العلاوة} = 3 \times 100 = 300 \text{ دولار}$$

$$\text{صافي الربح للمستثمر} = 5600 - 5000 - 300 = 300 \text{ دولار}$$

$$\text{ب : } (B) NP (c) = 100 (50 - 50) - 100 * 3 = - 300\$$$

هنا عندما يكون سعر السهم السوقي مساوياً لسعر التنفيذ $St = X$
فالعقد خيار الشراء لن يحقق أية ربحاً وسيتحمل المستثمر العلاوة كاملة 300\$
سواء نفذ أم لم ينفذ العقد

ج. أما عندما يكون السعر السوقي اقل من سعر التنفيذ فالمستثمر لا يطلب تنفيذ
العقد وخسارته مبلغ العلاوة (300\$).

مثال: قام مستثمر بشراء خيار بيع من أحد البنوك ينفذ بعد ثلاثة أشهر وبعلاوة
مقدارها 2 دولار للسهم بسعر تنفيذ 90 دولار. ما هو ربح المستثمر عندما
يكون السعر السوقي للسهم 80 دولار، 90 دولار

$$(X - St)$$

$$(A) NP (p) = NOS (X - St) - P = 100 (90 - 80) - 100 * 2$$

$$= 1000 - 200 = 800 \$$$

هناك يطلب المستثمر تنفيذ عقد بيع الخيار ويحقق ربحاً صافياً 800

دولار وهي خسارة المحرر.

$$(B) NP (p) = NOS (X - St) - P = 100 (90 - 90) - 100 * 2$$

$$= - 200$$

وهنا لا يكون من مصلحة المستثمر تنفيذ العقد ونتيجة العقد هي خسارة
العلاوة بالكامل، ويحدث نفس الشيء لو كان سعر السهم السوقي أعلى من سعر
التنفيذ. ويمكن تمثيل شكل المخاطرة لطرفي عقد الخيار كالآتي:-

اقصى عائد	اقصى خسارة	
غير محدد	المكافاة	مشترو الخيارات
المكافاة	غير محدد	محرورو الخيارات

مثال: اشترى مستثمر خيار شراء (عقدين) لمدة 6 اشهر لاسهم شركة الفري بسعر تنفيذ 60 دولار وبعلاوة 2 دولار عن كل سهم، وإذا كان السعر السوقي وقت التنفيذ هو (65، 60، 55) دولار، احسب صافي ربح المستثمر من عدمه (يترك الحل للطالب).

مثال: تم توقيع عقد خيار بيع (100) سهم وبسعر تنفيذ (6.5) دولار وكان سعر السوق وقت التنفيذ (5) دولار احسب الربح والخسارة لطرف العقد اذا كانت العلاوة على كل سهم (0.5).

أ - اذا كان سعر السوق 5 دولار فمن مصلحة مشتري خيار البيع تنفيذ العقد ويحقق ربح مقداره:

$$\begin{aligned} \text{الارباح المحققة} &= \text{قيمة العقد وقت التنفيذ} - \text{قيمة العقد وقت سعر السوق} - \text{العلاوة} \\ &= 100 * 5 - 100 * 6.5 - 100 * 0.5 \\ &= 500 - 650 - 50 = 100 \text{ ربح مشتري خيار البيع} \end{aligned}$$

اما بائع الخيار فهو مضطر لتنفيذ العقد وشراء الاسهم بسعر 6.5 دولار.

او تطبيق المعادلة السابقة $NP(p) = NOS(X - St) - P$

$$6.5 - 0.5$$

$$= 100(5) - 100$$

$$= 150 - 50 = 100$$

ربحية الطرف الثاني (بائع الخيار):-

(أ) بيع (تحرير) خيار شراء Writing call options

يحق محرور البيع خيار شراء ربحاً اذا كان سعر التنفيذ أعلى من السعر السوقي للأصل بتاريخ التنفيذ، ويتمثل ربحه بهذه الحالة بعلاوة الخيار فقط لسبب ان مشتري الخيار ليس من مصلحته التنفيذ لان سعر التنفيذ أقل من السعر السوقي

فهنا مشتري الخيار يطلب تنفيذ الصفقة لأنها مربحة له وعليه سيتحمل المحرر (البائع) خسارة مساوية للفرق بين سعر الأصل السوقي وسعر التنفيذ، ولكن تلك الخسارة يطرح منها العلاوة التي يستحقها المحرر.

$$NP(w) = NOS(St - X) + P$$

(ب) بيع (تحرير) خيار البيع Writing put option

أيضاً يحقق المحرر (البائع) ربحاً إذا كان السعر السوقي للأصل بتاريخ التنفيذ أعلى من سعر التنفيذ ويكون الربح للمحرر فقط مقدار العلاوة لأن مشتري خيار البيع سوف لا ينفذ العقد وهو ملزم بدفع العلاوة للمحرر. أما إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ فإن مشتري خيار البيع من مصلحته التنفيذ وسيتحمل المحرر خسارة الفرق بين السعريين مطروحاً منها العلاوة التي يستحقها.

$$NP(w) = NOS(X - St) + P$$

إن بيع حقوق الخيار هي أكثر خطورة من شراءها، لأن المشتري لن يمارس حقه إذا تغيرت الاسعار بالاتجاه غير المرغوب فيه وستتحوصل مخاطرة بالعلاوة فقط، في حين أن مخاطر البائع قد تتجاوز مبلغ العلاوة المقبوضة من قبله إذا كان التغير العكسي في الاسعار أكبر من العلاوة، وخسارته تكون غير محددة ومعتمدة على حدة تغير الاسعار.

مثال: نفترض ان شخصاً قام (بتحديد) عقد خيار شراء آجل لأسهم شركة معينة بسعر تنفيذ هو 50 ديناراً وعلاوة 1,5 دينار للسهم الواحد، ما هي الأرباح والخسائر المحتملة لمحرر الخيار عندما يكون سعر السهم السوقي (55,50,45)

(أ) إذا كان سعر السهم السوقي (45 د) فهو أقل من سعر التنفيذ فأن مشتري عقد الخيار لا يطلب تنفيذ العقد وعليه فان ربح المحرر سيكون بمقدار العلاوة وينفس الوقت هي خسارة لمشتري خيار البيع، لأنه يستطيع شراءها من السوق ب 45 د.

$$NP(w) = NOS(St - x) + p$$

$$= 100(45 - 50) + 100 * 1.5$$

= -500 + 150 = -350 هنا مشتري الخيار لا يطلب التنفيذ ويكون ربح المحرر هو

$$NP = 100 * 1.5 = 150$$

(ب) إذا كان سعر السهم السوقي مساوياً لسعر التنفيذ في هذه الحالة أيضاً يخسر مشتري خيار البيع مبلغ العلاوة (150) لأنه الخيار بالنسبة له سوف لا يكون له قيمة سواء طلب أو لم يطلب التنفيذ أو ربح محرر الخيار هو مقدار العلاوة نفسه.

(ج) إذا كان السعر السوقي للسهم 55 د وهو أعلى من السعر التنفيذ ومشتري الخيار سيطلب تنفيذ العقد ونتيجة ذلك هو:

$$NP(w) = NOS(\bar{St} - X) + P$$

$$= 100 * (55 - 50) + 100 * 1.5 = -500 + 150 = -350 \text{ دينار}$$

وهذه خسارة محرر العقد وربح مشتري الخيار

مثال: أفترض ان شخصاً قام تحرير خيار بيع بسعر تنفيذ 20 د لسهم شركة معينة وان علاوة الخيار 2 دينار ما هو احتمالات الربح والخسارة لمحرر العقد اذا كان السعر السوقي خلال فترة التنفيذ 30, 20, 10.

أ. عندما يكون سعر السهم في السوق (10) وهو أقل من سعر التنفيذ، فان

مشتري خيار البيع سوف يطلب التنفيذ ويتعرض محرر الخيار (البائع) لخسارة.

$$NP(w) = NOS(\bar{X} - St) + P$$

$$100(20 - 10) + 100 * 2 = -1000 + 200 = -800$$

وهذه خسارة محرر العقد وربح مشتري الخيار

ب. عندما يكون سعر السهم 20 دينار وهنا مشتري الخيار سوف لا ينفذ العقد

وحتى ان نفذه سوف يخسر العلاوة ومقدراها 150 دينار.

ج. عندما يكون سعر السهم 30 دينار فلا ينفذ مشتري الخيار العقد وسوف

يخسر العلاوة التي يربحها المحرر.

مثال: مستثمر يتوقع ارتفاع اسعار شركة الاعتماد خلال شهرين فقام بشراء خيار شراء آجل أوربي ل100 سهم بسعر تنفيذ 100 دينار للسهم وعلاوة الخيار هي 5 دينار للسهم، وإذا كان السعر السوقي في مدة التنفيذ ((100,115,98)).

الحالة الأولى: عندما يكون سعر السهم السوقي 98 دينار وهو أقل من سعر التنفيذ هنا يختار المستثمر عدم تنفيذ العقد وهو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن ان يشتري السهم بـ 100 دينار وسعره السوقي 98 دينار ويخسر المستثمر العلاوة وهي $5 \times 100 = 500$ دينار.

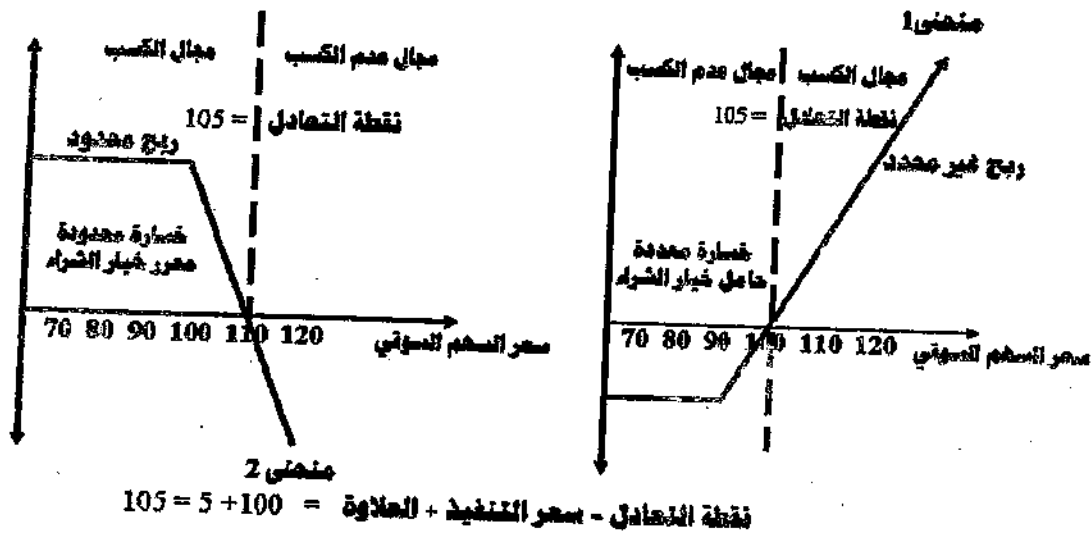
الحالة الثانية: عندما يكون السعر السوقي للسهم 115 دينار فالمستثمر هنا يطلب تنفيذ العقد وهنا يحقق المستثمر.

$$\begin{aligned} NP(c) &= Nos (St - X) - p \\ &= 100 (115 - 100) - 100 * 5 \\ &= 1500 - 500 = 1000 \end{aligned}$$

الحالة الثالثة: نفس جواب الحالة الأولى.

كما يمكن تمثيل المثال أعلاه بالمنحنى التالي:-

شكل (17) طبيعة عمل عقود خيار الشراء



العوامل المؤثرة على سعر الخيار:- لكي نتطرق إلى العوامل المؤثرة على عقد الخيار ندرج بعض المعادلات الرئيسية لذلك:-

القيمة الحقيقية لخيار الشراء = سعر السهم السوقي - سعر التنفيذ

القيمة الحقيقية لخيار بيع = سعر التنفيذ - سعر السهم السوقي

القيمة الزمنية لخيار الشراء = سعر تداول الخيار في سوق رأس المال - القيمة الحقيقية لخيار الشراء

العوامل المؤثرة على عقد الخيار

أسم المتغير خيار شراء خيار بيع

	+	+	الوقت المتبقي من حياة العقد
	+	+	تقلب الأسهم
أثر إيجابي	+	+	أسعار الفائدة
أثر سلبي	-	-	سعر السهم السوقي
	-	-	توزيعات الأرباح
	+	-	سعر التنفيذ

■ تقلب الأسهم:- كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات

■ المدة:- كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أعلى.

■ سعر التنفيذ:- له أثر مباشر ففي سعر تنفيذ منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع.

■ السعر السوقي:- أيضاً له تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأي زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وأثر سلبي على خيار البيع.

طبيعة عمل عقود خيار الشراء.

مخاطر التعامل بحقوق الخيار: من خلال الأمثلة السابقة لحملات الريح والخسارة للمتعاملين في حقوق الخيار تبين لنا ان المشتري لعقود حق الخيار لا

يتحمل أية مخاطر قد تؤدي لنتائج سلبية غير معروفة له منذ البداية، ومخاطر تعاملهم حدوده معروفة عند توقيعهم للعقد، وفي أسوأ الحالات يتحمل فقط قدرأ معلوماً من علاوة حددت مسبقاً.

لكن مقابل ذلك فإن المحرر (البائع) هو الجهة التي تتحمل كل مخاطر التذبذب العكسي للأسعار، ومخاطر غير معلومة بشكل مسبق، كما إنها غير محدودة، فقد ترتفع الأسعار السوقية كثيراً أو قد تنخفض بشكل خيالي ولا يستطيع البائع تجنب هذه الخسائر إلا في حالة واحدة فقط اذا تعامل على أساس التغطية الكاملة المقابلة، حيث يغطي عملية عقد خيار البيع بعملية شراء مقابلة ولنفس الأجل، الأمر الذي يترك له هامشاً معلوماً منذ البداية ويجنبه أية خسائر طارئة.

كما ان الخيارات تضم خيارات أسعار الفائدة وهي خيارات تعطي لحاملها الحق في اقتراض أو اقراض مبلغ معين بسعر فائدة محددة وبتاريخ لاحق في المستقبل⁽²²⁾. وبهذا فان حامل الخيار يكون قد حصل على ضمان بعدم تغيير اسعار الفائدة في المستقبل وفي المقابل يدفع علاوة على ذلك.

وهناك ايضاً عقود خيارات مؤشرات الاسهم التي تبرم على بيع او شراء مؤشرات الاسهم مثل soop500 ومؤشر نازداك 100، مؤشر نيكي 225، ومؤشر فانشال 100 وغيرها من المؤشرات الأسواق المالية العالمية.

فلو نفرض ان احد المستثمرين اشترى خيار soop100 بسعر تنفيذ 4300 \$ خلال ثلاثة اشهر مقابل علاوة مقدارها 100 \$، توقعا منه ان سعر المؤشر سوف يرتفع خلال الثلاثة اشهر القادمة، ولو صح توقعه واصبح المؤشر 4700 \$ وهنا مشتري خيار مؤشرات الاسهم يحقق ربحاً مقداره 300 \$ وهو الفرق بين السعريين مطروحا منه العلاوة. اما بائع الخيار فتكون خسارته بمقدار ربح المشتري 300 \$. اما لو كانت توقعات المستثمر خاطئة وانخفض المؤشر إلى 4100 \$، فهنا مشتري الخيار سوف لن يكون ملزم بتنفيذ الصفقة ويخسر فقط العلاوة. كما ان هنالك خيارات العملات لتجنب مخاطر تغيير اسعار صرف العملات ولاسيما العملات

الرئيسية وتكون المراهنة على ارتفاع أو انخفاض عملة معينة باتجاه الدولار الأمريكي وتتبع نفس الطرق السابقة في حساب الإرباح والخسائر إلى.

أسواق العقود المستقبلية:- Future Contracts Markets

تعتبر اسواق شيكاغو وبورصتها أهم أسواق العقود المستقبلية في العالم، وتعود نشأتها إلى بداية القرن التاسع عشر نتيجة العرض والطلب على المحاصيل الزراعية وما يترتب على ذلك من تقلبات في الأسعار، كونها تنخفض في موسم جنيها بسبب زيادة العرض، وترتفع أسعارها في مواسم أخرى بزيادة الطلب عليها، حيث تطور سوقها من سوق آني إلى سوق آجل، وكان يتم الاتفاق على السعر في موعد محدد ليصار إلى تسليم السلعة المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً، وتطور هذا السوق ليشمل سلعاً أخرى حقيقية كالذهب وغيرها وكذلك شمل أدوات مالية كثيرة كمؤشرات أسواق المال والفائدة، والعملات والأوراق المالية كالمستندات.

إن تبادل المستقبلات يتم في سوق شديد التنظيم والمراقبة يشترط بث أسعار للشراء والبيع للأصول المتداولة فيه إلكترونياً على مدار الساعة وفي جميع أنحاء العالم، ولقد حقق الإتجار في المستقبلات نمواً كبيراً وبمعدلات أسرع مما يحدث في معاملات العقود الآجلة.

وتعرف عقود المستقبلات بأنها عبارة عن اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع لكمية من أصل معين (سلعة، معدن عملات، سندات الخزنة، مؤشر بورصة، أسعار فائدة، أية أوراق مالية.... الخ) بسعر محدد مسبقاً وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) على أن يتم التسليم في وقت لاحقاً في المستقبل⁽²³⁾. وبعبارة أخرى تعرف بأنها عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهداً بالتسليم إلى المشتري والاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية من الأصول تم الاتفاق عليها في وقت ومكان محددين في المستقبل.

وان الطرف الذي تعاقد على شراء العقد المستقبلي يتخذ مركزاً طويلاً long position بمعنى أن صاحب هذا المركز بحاجة إلى موجود في تاريخ لاحق وينبغي التثبيت على سعر الشراء تحسباً من ارتفاع الأسعار.

إما الطرف الذي باع العقد فإنه يتخذ مركزاً قصيراً short position
بمعنى أن ماسك هذا المركز يمتلك موجود الآن أو بعد مدة يكون الموجود بحوزته
ويريد التثبيت على سعر تحسباً من انخفاض الأسعار مستقبلاً.

أن التعامل بالعقود المستقبلية لا يتم فيها الدفع الفوري لقيمة العقد بين
الطرفين، وإنما يلتزم الطرفان بدفع نسبة من قيمة العقد لدى المقاصة تتراوح بين
(5- 10) % من قيمة العقد لهذا يسمى بالهامش الأولي⁽²⁴⁾.

لضمان حماية الطرفين من المشاكل التي تترتب على عدم قدرة أي من
الطرفين الوفاء بالتزاماته، لأن العقود المستقبلية تكتسب الصفة القانونية ولا يمكن
التخلي عنها ولتوضيح كيف يتم عقد العقود المستقبلية نأخذ المثال التالي:

لو أن مستثمر دخل في عقد مستقبلي مع طرف آخر لشراء (100 سهم) بسعر
مستقبلي قدره \$ 300 للصفقة وتوقع أن سعرها سوف يرتفع إلى \$ 500 خلال عقد
التسليم بعد 6 أشهر، وينبغي على الطرفين تنفيذ ذلك خلال نهاية العقد مهما كان
السعر السائد في السوق، فلو ارتفع السعر السوقي للأسهم إلى 500 دينار، فإن من
مصلحة المشتري القيام بشراء الأسهم بسعر \$ 300 وبيعها بالسعر المرتفع في السوق
\$ 500 ويحقق ربح:

ربح المشتري = سعر السوق - السعر المستقبلي (التنفيذ)

$$= 500 - 300 = 200 \$$$

أما بائع العقد المستقبلي فيكون موقعه ملزماً بالتنفيذ وبيع الأسهم بسعر
\$ 300 على الرغم من ارتفاع سعرها إلى \$ 500 ويحقق خسارة قدرها \$ 200.

خسارة المشتري = السعر المستقبلي (سعر التنفيذ - السعر السوقي)

$$= 300 - 500 = -200 \$$$

أما لو حصل العكس وانخفض السعر السوقي إلى \$ 200 فإن مشتري العقد
سيكون ملزماً بتنفيذ وشراء الأسهم بـ \$ 300 ويخسر مبلغ \$ 100 وهو ربح البائع.

عناصر السوق المستقبلي:- بالإضافة إلى طرفي العقد (المشتري، والبائع) يجب

أن يحتوي العقد على العناصر الآتية:

- 1- وحدة التعامل: وتعني الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد ، فمثلاً يتم التعاقد على اذونات الخزانة الأميركية بمبلغ مليون دولار وعلى سندات الخزينة بمبلغ مئة ألف دولار ولا يجوز التعامل بأجزاء هذه العقود ، وتمثل قيمة العقد فتكون 100,000 دولار (القيمة الاسمية) لسندات الخزينة الأميركية.
- 2- تاريخ العقد وتاريخ التسليم: وهو الوقت الذي يتم فيه تسليم الموجود من البائع إلى المشتري ويقوم الأخير بدفع قيمته.
- 3- نوع الأصل محل التعاقد وكميته.
- 4- سعر التنفيذ المحدد مسبقاً.
- 5- مكان وطريقة التسليم.
- 6- الهامش وهامش الصيانة.
- 7- حدود تقلبات الأسعار: تفرض اسواق العقود المستقبلية حدود دنيا وقصى للتغيرات السعرية ، ولا يمكن ان يتعدى السعر تلك الحدود ، عدا مؤشرات البورصات لا تخضع لتلك الحدود.

المتعاملون في السوق: - يتم التعامل في سوق المستقبلية من قبل الأعضاء فقط؟ ولا يحق لأي متعامل غير عضو في السوق الدخول والتعامل ويفسم الأعضاء إلى:-

- أ- الشركات الوسيطة (السماسرة) (Brokers) حيث لا يستطيع أي عضو أن يشتري أو يبيع أي عقد مستقبلي الا من خلال الشركة الوسيطة ولا بد للعميل ان يحتفظ بحساب لدى الوسيط يدفع من خلاله قيمة العقود. كما يجب فصل حساب الشركة عن حسابات العملاء ، ويتم ذلك من خلال فتح العميل لحساب في أحد البنوك ، ويفوض المستثمر الوسيط المعتمد وبموجب وكالة خاصة بتنفيذ عمليات البيع والشراء من خلال حسابه في البنك المعتمد.
- ب- المتداولين في البورصة (المحليون): - فهم في حالة عدم وجود بائع او مشتري للعقود في أوقات التداول ، يتولى هؤلاء المحليون صنع السوق من خلال شراء وبيع العقود لحسابهم الخاص ، ولهذا فهم يزودون السوق بالسيولة اللازمة ، الا انه لا

يوجد ما يجبرهم على صنع السوق، فهم يعملون باستقلال تام وفق مصالحهم الخاصة.

ج- مستشار وتجارة السلع Commodity Trading Advisors

أما ان يكون شخص طبيعي او شركة يتولى تقديم النصائح والتوصيات لعملائهم من المستثمرين في العقود المستقبلية، كما يجب ان يكون التجار مسجلاً لدى CFTC و NFA^(*).

د- المضاربين Scalps:- ويشبهون عمل التجار ألا انهم يتخذون مراكز قصيرة جداً ولربما لساعات أو لأيام، ويكتفون بأرباح قليلة وهذه الفئة تغلق مراكزها

(*) NFA:- وهي هيئة العقود المستقبلية الوطنية National Future Association وهي أشبه بالنقابة تعمل على تنظيم صناعة العقود من حيث أخلاقيات وأصول وأعراف التعامل الذين يضمنون ثقة جمهور المتعاملين بعدالة التعامل في السوق وتخضع هذه النقابة لأشراف CFTC.

CTFC:- وهي هيئة تجارة السلع المستقبلية Commodity Future Trading Commission

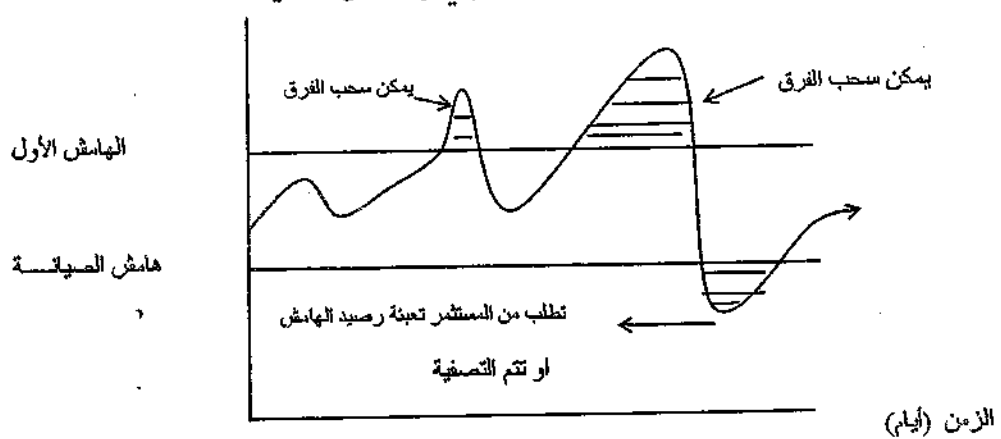
وهي هيئة تنظيمية تابعة للحكومة الفدرالية الأمريكية ومسؤولة عن تطبيق أحكام قانون بورصات السلع من خلال أنظمة وتعليمات تفصيلية تحكم التعامل والمتعاملين في سوق المستقبلية. عندما يتخذ المستثمرون مراكز معينة (قصيرة أو طويلة) في عقد مستقبلي يجب ان يودع حد أدنى من قيمة العقد المستقبلي (5-10%) من القيمة الإجمالية للعقد وحسب ما تحدده البورصة يسمى (الهامش الأول Initial Margin) ولكل نوع من العقود المستقبلية. وهو بمثابة ودعة نقدية كضمان للوفاء بالالتزامات التي تقع على المستثمر في حالة تحرك الأسعار بشكل معاكس لتوقعاته.

ويقدم الهامش إلى غرفة المقاصة وتجري تسوية يومية عليه نتيجة تحركات الأسعار اليومية للأصل محل التعاقد، وفي حالة التغير اليومي للسعر فلا بد ان يحقق أحد طرفي العقد ربحاً ويضاف هذا الربح إلى حساب هامشه وكما يجوز له سحبهها، في حين يحقق الطرف الآخر خسارة فسوف تقلل الخسارة هذه من حساب هامشه ويطلب منه إضافة نقدية لحساب هامشه ليضل عند مستواه، وهكذا تتكرر العملية يومياً حتى نهاية آخر يوم من العقد المستقبلي، وهناك قسم من البورصات تطالب بنوع آخر من الهامش يسمى هامش الصيانة Maintenance Margin ويساوي 75% من الهامش الأول. ويعرف الهامش الأول بأنه أموال يجري ايداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستيفاء الاطراف بالتزاماتهم ويحدد بصيغ مختلفة مثلاً ادوات دين، اذون خزانة، اعتمادات مصرفية ويمثل نسبة قليلة من قيمة العقد لا تتجاوز 5%.

يوميًا قبل انتهاء العمل اليومي، ويكون هؤلاء بأعداد كبيرة وهم المحرك الرئيسي للسوق:

هـ- المتحوطون:- وهم كبار المستثمرين الذين يلجئون إلى السوق لإجراء عمليات شراء أو بيع تحوطاً لمراكز مالية متخذة مسبقاً. مثلاً لو كان على أحد الشركات تسديد مبلغ (مليون يورو) تستحق الدفع بعد (6 أشهر) وتثبتت تكلفة اليورو من الآن خوفاً من ارتفاع سعره خلال الفترة، فالشركة تقوم بشراء عقود بقيمة (مليون يورو) تستلم بعد (6 شهر)، فإذا ارتفع سعر اليورو سوف ينطفي ربح العقود الكلفة الإضافية، أما إذا انخفض سعر اليورو فسوف تعادل خسارة العقود الانخفاض الناتج في الكلفة.

شكل (18) الهامش الأولي وهامش الصيانة



مثال: يتطلب العقد الذي تبلغ قيمته 25000 جنيه استرليني إيداع هامش أولي قدره 1500 دولار من كل من البائع والمشتري عند بداية الصفقة ثم يتابع الهامش كالاتي:-

- ❖ يطلب المشتري من (الوسيط) شراء عقد مستقبلي بالمبلغ 25000 استرليني تسليم بعد شهرين وبسعر 2 دولار للجنيه وتكون قيمة العقد 50000 دولار
- ❖ يقوم المشتري بإيداع هامش 1500 دولار (3%) عن طريق الوسيط.
- ❖ فلو انخفض سعر الإسترليني إلى 1,98 دولار مثلاً وهنا المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار ($2500 \times 0,02$) وهنا لا يطلب من المشتري زيادة الهامش لأنه يبقى $(1500 - 500) = 1000$ دولار وتصبح قيمة الصفقة.

50000 - 500 = 49500 دولار.

❖ ولو ان الجنيه انخفض إلى 1,95 دولار، فالمشتري يحقق خسارة بمقدار 1250 (25000 × 0,05)، وتصبح قيمة العقد 48750 ويتعين على المشتري إيداع مبلغ 250 دولار (1250 - 1000) = 250 دولار قبل بداية العمل في اليوم التالي من أجل بلوغ الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الصيانة ويبلغ 1000 دولار في مثالنا. كما إنه في حالة تحقق ربح للمشتري عندما يرتفع الجنيه امام الدولار فإنه يتم سداده للمشتري يشترط بقاء الحد الأدنى من الهامش (1000 دولار) على ما هو عليه.

إن ذلك يعني انه يجري يومياً إعادة تقييم العقود القائمة، ومعرفة مقدار الربح والخسارة، فإذا تحرك السعر لصالح الزبون فإن الزيادة على الهامش تعطى له، وإذا تحرك السعر لغير صالحه يطالب باستكمال الهامش على أساس يومي، وإذا فشل الزبون في تغطية هامش الصيانة فإن العقد (يصفى) بمعنى يغلق بعد قيام الوسيط بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل حث يشتري باسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري⁽²⁵⁾.

غرفة المقاصة: - Clearing House

يوجد لكل سوق من اسواق العقود المستقبلية بيت او غرفة مقاصة لتسوية الصفقات المالية بين اعضاء السوق لتسهيل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود، ولها دور هاماً لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنتج عن تلك العقود عن طريق تقديم الضمان لتنفيذ التزامات كل من البائع والمشتري، وتؤمن غرفة المقاصة نفسها ضد مخاطر تأخر أحد أطراف التعاقد عن الوفاء بالتزاماته باستخدام هامش الصيانة.

علماً أن البائع والمشتري لهما التزاماتهما اتجاه غرفة المقاصة وليس بينهما، كونها تلعب دور البائع بالنسبة للمشتري والعكس. فمثلاً لو قام مشتري العقد (الأول) ببيع العقد، فغرفة المقاصة تؤدي دور المشتري وتدفع له قيمة العقد وحسب السعر الجاري في ذلك اليوم وهكذا....

أشكال عقود المستقبلية:-

(1) عقود مستقبلية العملة:-

وتتمثل بالتسليم المستقبلي لعملة ما بكميات مقننه (نمطية) في تاريخ لاحق محدد سلفاً، وسوق النقد الدولي في بورصة التجارة في شيكاغو هو أكبر سوق في العالم، حيث يتعاقد التجار بمعاملات مستقبلية وبمقادير كبيرة من العملات (عملة استراليا، كندا، اليابان، المملكة المتحدة، سويسرا، ... الخ) وهي تتضمن تسويات نقدية حاضرة كل يوم.

(2) مستقبلية مؤشر البورصة:- Stock -Index Future

اتفاقات نمطية يتم بموجبها تسليم محفظة مالية تحتوي على أوراق مالية في تاريخ محدد، وطبقاً لمؤشر السعر في البورصة، فمثلاً في حالة مؤشر Standard & Poor's 500 وهي يحسب على اساس 500 شركة مقيدة في المؤشر وعامله في البورصة، وكذلك مؤشر Nikkei Index (نيكاي) مبني على محفظة أوراق تضم 255 شركة. ولحساب قيمة عقد مستقبلي وفق مؤشر ستاندرد اند بروز 500 فقيمه بالدولار تتطلب ضرب السعر الراهن السائد في السوق لعقد المستقبلية في المؤشر نفسه (500) وهو القيمة 400، وعليه تصبح قيمة العقد 200 ألف دولار، ولو رغب أحد المستثمرين اتخاذ (مركز صغير) ويوافق بموجبه على تسليم نقدية حاضرة بمقدار يعادل حاصل ضرب \$500 في أي سعر مستقبلي يتحقق في تاريخ انتهاء العقد، والطرف الآخر للعقد يأخذ موقف ممتد أو مركز طويل long position بحيث يوافق على دفع 400 مضروباً في \$500 كقيمه للعقد في تاريخ اليوم، وعليه إذا كان السعر السوقي عند أجله يعادل 500 ألف، عندئذ تكون القيمة الدولارية للعقد هي 250 ألف دولار، في حين يربح صاحب المركز الطويل نفس هذا المبلغ. لأنه قام بدفع 200 ألف دولار للحصول على مبلغ 250 ألف دولار، وهو المبلغ الذي يلتزم الطرف الأول (البائع) بدفعه.

(3) مستقبلات سعر الفائدة Interest - Rate Future

تفسير تغيرات اسعار الفائدة مهمة للمقرضين والمقترضين ولذلك فهم يتحفظون من الاثار السلبية لتلك التغيرات، فمثلاً قيام المقرض بشراء عقد مستقبلي يساوي مبلغ اقراضه وقيمة العقد تكون مساوية لقيمة القرض مضافاً إليها مقدار الفائدة على القرض اذا كانت الفائدة ثابتة، اما اذا كانت الفائدة متغيرة فيتم تغطية القرض بعقود مستقبلية قصيرة الاجل، مثلاً العقد الذي مدته سنة وفي اجل ثلاثي التغيرات في الفائدة يعطى بعقود مستقبلية فصلية قصيرة الاجل، وبموجب مستقبلات الفائدة وبموجبه تسلم مقادير من أداة مالية (سند مثلاً) عند سعر محدد سلفاً ومعدل عائد معين في تاريخ معين، والأدوات المستخدمة يمثل هذا النوع من العقود هي اذون الخزانة الأمريكية وكذلك السندات الحكومية.

مثال على استخدام الهامش:- طلب عميل (مستثمر) من الوسيط يوم 1/3 شراء عقدين من العقود المستقبلية بواقع 100 أونصة من الذهب للقعد الواحد وعندها تصبح القيمة الإجمالية للعقدين (\$80000)، وكان السعر الجاري هو \$400 للأونصة، وطلب الوسيط من المستثمر إيداع مبلغ 4000 دولار للعقدين كهامش أولي علماً ان العقد تنتهي مدته في 1/14 من نفس السنة، وهامش الصيانة هو 75٪ من الهامش الأولي. وعلى افتراض حصول التغيرات التالية في سعر الذهب في الأيام التالية. والمطلوب أعداد جدول لعمل الهامش وبيان نتيجة الاستثمار؟

جدول (14) الربح (الخسارة) للاستثمار في عقد المستقبلي

اليوم	سعر الذهب	الربح (الخسارة)	الربح التراكمي (الخسارة)	\$4000 رصيد الهامش	طلب صيانة الهامش	الملاحظات
1/3	397	(600)	(600)	3400		$(600)=200 \times (3)$
1/4	396.1	(180)	(780)	3220		$(180)=200 \times (0.9)$
1/5	398.2	420	(360)	3640		$420=200 \times 201$
1/6	397.1	(220)	(580)	3420		
1/7	396.7	(80)	(660)	3340		
1/10	395.4	(260)	(920)	3080		
1/11	393.3	(420)	(1340)	2660		هنا يطلب من العميل تغطية الرصيد كونه أقل من 3000 (75×4000) ويمقدار 1340 ليكون 100 بمستوى 4000
1/12	393.6	60	(1280)	4060		
1/13	391.8	(360)	(1640)	3700		
1/14	392.7	180	(1460)	3880		
والنتيجة النهائية للعقد المستقبلي هي خسارة المستثمر 1460 دولار						

- مثال على مستقبلات العملة: نفرض ان مستثمراً يرغب بشراء عقد

مستقبلي لعملة (YEEN) الياباني حيث ان العقد النمطي هو 140 مليون ين، وقيمة العقد تعرض بالسنت الأمريكي/ ين فلو ان المستثمر اشترى العقد في شهر () ولمدة () شهر وسعر العقد هو 0,010387 \$ / ين.

1. ان القيمة الاصلية للعقد 12,5 مليون $\diamond 0,010387 = 129837,50$ دولار

2. ان الهامش المحدد والمعتاد عليه لعقود الين هو 2300 دولار.

3. لو فرضنا ان الين ارتفع بالنسبة للدولار (بسبب انخفاض الفائدة في أمريكا لو حدوث تضخم في اليابان، ... الخ)، وتصبح قيمته $0,010485 = 131062,50$ \$

وتصبح:

القيمة الجارية = 131062,50

القيمة الأصلية = 129837,50

يمثل ربح 1225,00

$$\text{معدل الربح} = \frac{100 \times 1225,00}{2300} = 53,3\% \text{ وهو مدة الربح لفترة العقد}$$

ولو فرضنا ان الين انخفضت قيمته مقابل الدولار إلى \$0,010325/ين تصبح
كما يلي:

$$\text{القيمة الجارية} = 0,010325 \times 12,5 = 129062,50$$

$$\text{القيمة الأصلية} = 0,010387 \times 12,5 = 129837,5$$

$$\text{الخسارة} = 775,00 -$$

$$\text{معدل الخسارة} = \frac{775,00}{2300} \times 100\% = 33,7\%$$

أوجه التشابه والاختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:-

أوجه الاختلاف:

1. يسمح لمشتري عقود الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي ملزمة للتنفيذ بين الطرفين.
2. يخسر مشتري عقد الخيار قيمة العلاوة المدفوعة فقط، في حين يتحمل مشتري العقد المستقبلي، أو بائعه للهامش وكذلك تمتد لقيمة العقد.
3. لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع، في حين ان الهامش الاولي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل اذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

أوجه التشابه:-

1. تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبيتها بالنسبة للمضاربين خاصة على السلع او العملات او الأسهم واذونات الخزينة دون الحاجة الى تملك تلك الأصول.
2. يعطي العقدان فترة مستقبلية، إضافة إلى ان تكاليفهما بسيطة.

العقود الآجلة:- (Forwards Contracts)

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

وتعرف بأنها عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على اصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا ايضا، أحدهما هو سعر التسليم وهو السعر السائد وقت التعاقد والآخر السعر الاجل، ويكون الاول ثابت بينما الثاني قابل للتغيير.

مثال:- ان تعاقدنا بسعر خاص لسند ما ينفذ مستقبلا يتحدد بموجبه نوع السند وقيمه وتاريخه وموقع تنفيذه فاذا كان سعر التعاقد هو 10 الف دولار واصبح السعر نهاية الفترة 10200 دولار فان المشتري الاخير سيستلم السند بالمبلغ 10 الاف ويبيعه 10200 دولار ويربح 200 دولار ويخسر بائعه المبلغ الاخير.

أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والآجلة:

1- عقود المستقبلية نمطية او معيارية (قانونية) حيث يحدد وقت التسديد والكمية ونوعية الاصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفق معايير محددة لا

- مجال للتفاوض عليها ، في حين ان العقود الآجلة شخصية وهناك مجال للتفاوض لا عادة تقيّمها.
- 2- ترتب المستقبلات في اسواق منظمة ومفتوحة للمنافسة يشارك فيها مضاربون ومستثمرون من افراد البنوك ومؤسسات مالية ، اما العقود الآجلة تنظم في اسواق غير منظمة عن طريق اجهزة الاتصال.
- 3- المستقبلات مخاطرها عالية بينما تتسم العقود الآجلة بمخاطر اقل.
- 4- ان سعر التسليم في عقود المستقبلات يعدل يوميا حسب ملاحظة غرفة التصفية لتغيرات السعر ، في حين لا يتغير السعر في العقود الآجلة.

مصادر وهوامش الفصل السابع

1. احمد حسن صالح قادر، العملة الاقتصادية وتأثيرها على اسواق المال العربية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2013، ص 167.
2. د. محمد عوض و د. علي ابراهيم، الاستثمار في البورصة، ط 1، 2006، عمان، ص 187.
3. د. ادب قاسم شندي، الاسواق المالية، الفرص والمخاطر، ط 1، الميزان للطباعة، النجف الاشرف، 2013، ص 62.
4. انظر في ذلك -
 ▪ د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، ط 1، 2004، ص 28.
 ▪ د. عبد الحميد المهيلمي، التحليل الفني للاسواق المالية، ط 2، 2005، ص 41.
- 5- N.Thrift (on the Social &Cwtural Determinats of Internatonal Finacail Centres- The case of city of London) 1994, pp333-334.
- 6- F.K. Reilly and K.C. Brown: Invest Ment Analysis and Port Folio Management, Dryden, New York, 2000, p170.
- 7- هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، ط 1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 183-190.
- 8- د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، المعهد العربي للدراسات المصرفية، الأردن، 2006، ص 99-102.

- 9- المصدر السابق نفسه.
- 10- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 115-122.
- 11- المصدر السابق نفسه.
- 12- المصدر السابق نفسه.
- 13- المصدر السابق نفسه.
- 14- د. عبد الفقار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط 1، 2004، ص 38.
- 15- د. محمد عوض عبد جواد وعلي ابراهيم، الاستثمار في البورصة، ط 1، 2006، ص 106.
- 16- د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، مصدر سابق، ص 99-106.
- 17- بشير الموصللي، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، ط 1، 2003، ص 34.
- 18-Jeremy.d.siegel the future for investor how to break convention wisdom and build .your wealth .2005,p67.
- 19- د. عبد الغفار حنفي، مصدر سابق، ص 39.
- 20- د. محمد عوض وعلي ابراهيم، مصدر سابق ص 129.
- 21- د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، مصدر سابق، ص 333.
- 22- رياض اسعد، الخيارات في الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت 1996، ص 206.
- 23- رعد محمد نجم الجبوري و د. محمد علي ابراهيم العامري، دراسة الاسواق المستقبلية في التحوط بالمخاطر الاستثمار، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 2، العدد 6، ايلول 2004، ص 64-65.
- 24- د. حماد محمد علي عبد اللطيف العاني، الاسواق المستقبلية دراسة في نشأتها وخصائصها وتوسعها، مجلة الإدارة والاقتصاد العدد 27، تشرين الثاني 2001، ص 108-110.
- 25- خالد وهيب الراوي، ادارة المخاطر المالية، ط 1، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 204-205.

الفصل الثامن

سعر الصرف وأسواق العملات الأجنبية

المبحث الأول

سعر الصرف مفهومه ونظرياته والعوامل المؤثرة عليه

تعد وظيفة النقود الوسيط في التبادل من تسهيل المبادلات الدولية كما هو الحال في داخل الدولة الواحدة، إلا أنه يوجد فارق مهم بين المبادلات الداخلية والمبادلات الدولية. وهذا الفارق يتمثل بوحدة النظام النقدي داخل الدولة الواحدة (أي وجود عملة واحدة داخل الدولة)، وتعدد النظم النقدية ما بين الدول المختلفة (أي وجود العديد من العملات في التبادل الدولي). وتتلخص مشكلة المدفوعات الدولية في أمرين أساسيين:

- 1- عدم وجود وحدة نقدية مشتركة.
 - 2- لعدم وجود عملة مشتركة تنشأ مشكلة تحويل هذه العملات لبعضها البعض.
- ولهذا يختلف التبادل الدولي عن التبادل الداخلي بسبب تباين قيم العملات للدول المتعاملة في الاقتصاد الدولي. ولهذا ظهر موضوع الصرف الدولي الذي يهتم بمسألة تعدد العملات وكيفية قبولها وتحويلها إلى بعضها البعض من خلال أسعار الصرف المتبادلة المختلفة. ولهذا فإن سعر الصرف يؤثر على الاقتصاد الوطني من خلال تأثيره على نظام الأسعار في البلد في حالة تغيره وكذلك يؤثر على حجم الصادرات والاستيرادات.

أولاً: مفهوم سعر الصرف:

يمثل سعر الصرف نسبة المبادلة بين عملتين، أو هي النسبة التي تتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية المحلية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم. أو يمكن القول أن سعر الصرف: هو ثمن عملة دولة ما مقومه في شكل عملة أخرى وهناك طريقتين لحساب سعر الصرف.

الأولى: سعر الصرف يعبر ثمن الوحدة الواحدة من عملة معينة مقومة بوحدات العملة الوطنية.

الثانية: سعر الصرف يعبر عن ثمن الوحدة الواحدة من العملة الوطنية مقومة بوحدات من عملة أجنبية معينة.

ومن الطبيعي انه لا خلاف بين طريقتين. وأن سعر الصرف لا يختلف عن كثيرا عن غيره من الأسعار كونه عرضة للتغيرات والتقلب بالارتفاع والانخفاض. لكن هذا التقلب يختلف باختلاف نظام الصرف المتبع.

ثانياً: وظائف سعر الصرف:

1- وظيفة قياسية: أن سعر الصرف يمثل حلقة بين الأسعار العالمية والأسعار المحلية.

فمن خلاله يعبر عن الأسعار العالمية بالعملة الوطنية. فالمنتج المحلي يقيس ويقارن الأسعار الداخلية مع الأسعار العالمية من خلال سعر الصرف.

2- وظيفة تطويرية: فمن خلال سعر الصرف يشجع المنتج على زيادة صادراته وتطويرها في حالة حصوله على عوائد مجزية. في حين قد تتعطل فروع صناعية يتم توفير منتجاتها من الاستيرادات بسعر اقل مما تنتج في الداخل .. وهكذا.

3- وظيفة توزيعية: فكما يمارس السعر وظيفة توزيعية داخل الاقتصاد الوطني. فان سعر الصرف كذلك يمارس التوزيع على المستوى الدولي. فالتجارة الدولية تقدم بوظيفة توزيعه للثروات الوطنية من خلال عملية التبادل. أن وظيفة سعر الصرف التوزيعية تتمثل في حالة رفع قيمة عملة بلد ، مما يجعل الدول المستوردة تدفع اكثر مقابل استيراداتها بنسبة تعادل نسبة رفع قيمة عملة ذلك البلد ، وبالتالي زيادة ما يحصل عليه من العملات الأجنبية. اما في حالة قيام ذلك البلد بتخفيض عملته فانه يؤدي الى تقليل ما يحصل عليه من العملات الأجنبية مقابل صادراته للبلدان الاخرى.

ثالثاً: مخاطر تقلبات اسعار الصرف الأجنبية:

أن تقلبات سعر الصرف ترجع إلى عوامل ديناميكية متغيرة تنعكس بصورة تغيرات وتقلبات في سعر الصرف. فمثلاً: إذا ازدادت رغبات واذواق المواطنين الأمريكيين على السلع الانكليزية. فيزداد الطلب على (الباون)، أما إذا انخفض معدل التضخم في أمريكا فتصبح السلع الأمريكية أرخص بالنسبة للانكليز فيزداد الطلب على (الدولار) وترتفع قيمته.. وهكذا. ولهذا فإن عملية التجارة تتعرض إلى المخاطرة نتيجة تلك التغيرات التي تنعكس بصورة مباشرة على سعر الصرف، ولذلك يتطلب تجنب تلك المخاطر أو التقليل من أثارها لحماية قيمة الأصول الرأسمالية ضد تقلبات وتغيرات اسعار الصرف، ولهذا فإن رجال الاعمال يقومون بتجنب تقلبات سعر الصرف لتقليل مخاطره عن طريق (التحوط Hedging) أو الاستفادة من تقلبات وتغيرات سعر الصرف عن طريق (المضاربة Speculation)، وسوف نتطرق إلى تلك العمليات بشيء من الإيجاز.

1- التحوط Hedging: يمثل التحوط الوقاية من مخاطر الصرف الأجنبي ضد احتمال انخفاض سعر الصرف العملة الأجنبية عن طريق بيع العملة بالأجل. ويمثل ذلك المحافظة على قيمة العملة الأجنبية مقيمة بالعملية المحلية فيما لو حصل انخفاض في سعر العملة الأجنبية. ولتجنب مخاطر ارتفاع سعر الصرف العملة الأجنبية، يبيع المتعامل أو رجال الاعمال عملته المحلية ليشتري بها عملة أجنبية للحصول عليها مستقبلاً. وذلك لتجنب التغيرات المتوقعة حدوثها في سوق العملة الأجنبية مستقبلاً.

2- المضاربة Speculation: وهي حالة الاستفادة من التغيرات والتقلبات في سعر الصرف المتوقعة، فإذا توقع المضارب ارتفاع سعر العملة الأجنبية في السوق فسوف يقوم بشراء العملة الأجنبية، أما إذا توقع انخفاضها فيقوم ببيعها، ففي حالة ارتفاع سعر العملة الأجنبية فعلاً فإنه سيربح (بالعملية المحلية) الفرق سعر شراء العملة الأجنبية قبل الارتفاع وبين سعرها بعد الارتفاع، أما إذا كانت في حالة الانخفاض وان حالة الانخفاض حصلت فعلاً فإنه سيربح الفرق بين قيمة العملة

الأجنبية عند بيعها عن التوقع بالانخفاض وبين سعرها الجديد اجالا. اما في حالة توقعاته خاطئة فسيحقق خسائر بالتأكد.

رابعاً: نظريات تفسير تحديد سعر الصرف:

يتحدد سعر الصرف لأي عملة كانت (ضمن نظام سعر الصرف المرن) من خلال تقاطع منحنى العرض والطلب للعملة المراد تحديد سعر صرفها، أي أن سعر الصرف يتحدد كتحديد سعر أي سلعة أخرى، وكما هو معروف تاريخياً أنه خلال المدة 1870 - 1914 اتخذت معظم دول العالم قاعدة الذهب أساساً لتحديد سعر الصرف من خلال قسمة وزن ذهبي لعملة على الوزن الذهبي للعملة الأخرى مع وجود تذهب بسيط جداً يمثل نقطة دخول وخروج الذهب (كلفة نقل الذهب من بلد لآخر). ولكن بعد الحرب الأولى أخذت قاعدة الذهب تفقد مكانتها الدولية وذلك لظروف المستجدة والفوضى الاقتصادية وارتفاع تكلفة استخراج الذهب ولمعالجة شحة الذهب بدأت معظم دول العالم تتخلى عن قاعدة الذهب لتتخذ بدلاً منها قاعدة النقود الورقية الإلزامية لتوفير السيولة اللازمة لتمشية الأوضاع الاقتصادية، حيث لا يمكن في ظل هذه القاعدة تحويل النقود إلى ذهب، فانفصلت بذلك الصلة بين الذهب والنقود الورقية، وابتعد هذا المعدن عن ميدان التداول ولم تكون حرية تصديره واستيراده، كما لا يتمتع بقوة الإبراء المطلقة، وترتب على عدم توفر حرية تصدير واستيراد الذهب في ظل قاعدة النقود الورقية واختفاء نقطتا خروج ودخول الذهب اللتين تعتبران رابطاً كبيراً لتقلبات سعر الصرف وفي حالة بقاء السوق حرة يمكن طرح السؤال التالي:

كيف يمكن تحديد سعر الصرف في ظل قاعدة النقود الورقية؟ وكيف يرتفع وينخفض سعر الصرف؟ وللإجابة على هذه الأسئلة هناك مجموعة نظريات تنص على تلك الإجابة نستعرض أهمها.

1- نظرية تعادل القوة الشرائية: وضع هذه النظرية الاقتصادي السويدي (كوستاف

كاسيل Gustav Cassel) لبيان العوامل التي تحدد سعر الصرف بين العملات الورقية المختلفة. فيشير إلى أن النقود الأجنبية لا تطلب لذاتها وإنما لما تتمتع به

داخل حدود بلدها من قوة شرائية. فمثلا العراقي عندما يطلب الدولار الأمريكي فهو يطلبه لانه يمثل قوة شرائية للحصول على سلع وخدمات من أمريكا. كذلك عندما يطلب العراقي الليرة اللبنانية فانه يطلبها لانها تمثل قوة شرائية للحصول على سلع وخدمات من لبنان. وكذلك فان اللبناني لا يطلب الدينار العراقي الا بسبب ما يمثله الدينار من قوة شرائية للحصول على السلع والخدمات من العراق ويترتب على ذلك أن الصرف لا يعدو إلا أن يكون مبادلة قوة شرائية بقوة شرائية أخرى، فانه يترتب على ذلك أن سعر الصرف بين عملتي دولتين لابد أن يتحدد على اساس القوة الشرائية بينهما.

وبناء على ما تقدم يرى (كاسيل)، انه في حالة حصول تضخم (ارتفاع مستوى الأسعار) فان سعر الصرف الجديد يكون مساويا للسعر القديم مضروباً في نسبة ارتفاع الأسعار في كلا البلدين.

أن خلاصة نظرية تعادل القوة الشرائية ومضمونها هو: أن سعر الصرف لاي عملة خاضع لقوتها الشرائية في الداخل وأن أي تغير في قوتها الشرائية في داخل البلد ينعكس على قوتها الشرائية في الخارج وبنفس المقدار.

2- نظرية ميزان المدفوعات: حاول بعض الاقتصاديين من وضع نظرية أخرى لبيان

الطريق الذي يتحدد به سعر الصرف في ظل قاعدة النقود الورقية، ويمكن أن نسميها بنظرية العرض والطلب أو نظرية ميزان المدفوعات؛ وهي نظرية تقوم على فكرة نسبية أي أن تحديد سعر الصرف لا يعدو أن يكون بحثاً في تحديد نظرية الاتمان؛ وأن سعر الصرف يتحدد كما يتحدد أي ثمن آخر طبقاً لقانون العرض والطلب عليها. وأن العرض وذلك الطلب ما هو الا نتيجة لحقوق البلد وديونه في علاقاته الاقتصادية الخارجية مع البلدان الأخرى، أي من واقع ميزان المدفوعات. فإذا كانت حقوق البلد أكثر من ديونه فان عرض العملات الأجنبية سوف يزداد طلباً للعملة الوطنية، أي أن المطلوب من العملة الوطنية يكون أكثر من المعروض منها. فينخفض ثمن العملة الأجنبية مقوماً بالعملة الوطنية، ويكون سعر الصرف متوافقاً وفي صالح البلد الدائن. وعلى العكس ترتفع قيمة العملة الأجنبية مقوماً

بالعملة المحلية (انخفاض قيمة العملة المحلية) عندما تكون حقوق البلد اقل من ديونه، أي أن سعر الصرف يكون غير متوافقا وليس في صالح البلد المدين.

3- النظرية النقدية: ان هذه النظرية تفسر التغيرات التي تحصل في سعر الصرف من خلال اثر كل من كمية النقود وسعر الفائدة في تحديد سعر الصرف (اذ تركز هذه النظرية على ان سعر الصرف هو ظاهرة نقدية نظراً لتأثره بالمحددات الحقيقية للطلب على النقود، اذ ان عرض النقد في كل بلد يحدد بشكل مستقل من قبل السلطات النقدية الوطنية المتمثلة بالبنك المركزي، اما الطلب على النقود فيعتمد على مستوى الدخل الحقيقي ومعدل الفائدة حيث يمارس سعر الفائدة تأثيراً مهماً في تحديد سعر الصرف فزيادة سعر الفائدة في دولة ما بالنسبة لمثيلة بالخارج يؤدي الى زيادة سعر الصرف)⁽¹⁾.

اما في حالة خفض سعر الفائدة مقارنة بسعر الفائدة في الخارج يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف، الا ان سعر الفائدة لا يعمل بمعزل عن المعروض النقدي بل يمكن ان يعملان باتجاهين متضادين، ويلغي كل منهما اثر الآخر ويمنع حدوث تغير في سعر الصرف، فإذا لم يحدث توقع في المستقبل القريب ان يزداد المعروض النقدي فسعر الصرف لن يتأثر كثيراً وذلك لان سعر الفائدة الاسمي سوف ينخفض وذلك نتيجة للانخفاض المتوقع من المعروض النقدي.

4- تفسير افتاليون⁽²⁾: تفسير قدم من قبل الاقتصادي الفرنسي افتاليون والذي تطرق فيه إلى ان تزايد كمية النقود ليس السبب في ارتفاع الأسعار بل هو نتيجة ناجمة عن ارتفاع الأسعار وبذلك قلب القانون الكمي وجعل معدلات الصرف المتغير الأساس حيث يشير إلى ان انخفاض معدل الصرف يؤدي إلى اهتزاز ثقة الأفراد بالنقود مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وزيادة كمية النقود، سائداً ذلك إلى العامل النفسي في انخفاض سعر الصرف وارتفاع الأسعار وزيادة كمية النقود وهذا يسميه "افتاليون" بالعوامل النوعية وهي ملازمة للظواهر الاقتصادية، لان العوامل الكمية لا تغير سعر الصرف بشكل مباشر دائماً عن طريق الإنسان وعليه فان

العنصر الإنساني والنفسي تحصيل حاصل. وإن التعديلات في ميزان المدفوعات تتم يومياً في سوق العملات نتيجة لتغير الكتلة النقدية أو حركة النقود ودورها أو تغير سعر الصرف.

5- نموذج توازن المحفظة المالية⁽³⁾: وهذا النموذج يتضمن مساهمات كل من Kouri (1974)، Porter، Dooly (1979)، Isard، يوظف الفكرة التي تقوم عليها النماذج النقدية في تحديد أسعار الصرف بطلب وعرض العملة الوطنية مقارنة بطلب وعرض العملة الأجنبية. ولكن هذا النموذج يفترض أيضاً أن العملة الأجنبية والأصول المالية وخاصة السندات الأجنبية يمكن استبدالها بالعملية الوطنية والأصول المالية المحلية، أي أن هناك إحلال لكفة غير تام بين الأصول المالية المحلية والأصول الأجنبية.

في هذا النموذج الأفراد يملكون في محفظتهم المالية أصولاً محررة بعملات مختلفة، وإن دالة الطلب على العملات مركبة وأكثر تعقيداً من تلك التي اعتمدتها النظرية النقدية وتم إدخال محدد آخر لسعر الصرف والذي ينتج عن استبدال غير تام بين الأصول المالية وإن تغير سعر الصرف له أثر على ثروة مالكي الأصول المالية المحررة بعملات أجنبية.

وتشير النظرية على أن (الطلب على المال يعتمد على الطلب على الأصول المالية وليس على العملة نفسها، لذلك فإن ازدياد الطلب على نوع معين من الأصول في إحدى الدول سيؤدي إلى زيادة الطلب على عملة تلك الدول مما يرفع من قيمتها في سوق الصرف الأجنبي، وكثيراً ما يحصل ذلك عندما يصبح نوع معين من الأصول جاذباً للمستثمرين)⁽⁴⁾.

لذا فإن العائد على الأصول المالية المحلية يمارس دوراً أساسياً في تحديد مستوى سعر الصرف الذي يحدده عند الأفراد خزين الأصول الأجنبية الذي يحتفظ به، (وكما كان تدفق الأصول المالية الأجنبية إلى الخارج أكبر من تدفقها إلى الداخل فأنه يشكل ضغطاً على سعر صرف

العملة المحلية وذلك لأنه كلما قلت نسبة الأصول المالية الأجنبية إلى المحلية فإن سعر صرف العملة المحلية يتدهور، ومن هنا تأتي أهمية هذه النظرية لأن سعر الصرف يمكن أن يعد السعر النسبي لتوعين من خزين الأصول المالية الأجنبية والمحلية وهو أحد المتغيرات الرئيسية التي تتكيف لتوازن بين عرض المخزون من الأصول المالية مقيماً بعملة ما مع الطلب عليه، ولأن أسواق رأس المال قادرة على الاستجابة بسرعة أكبر من أسواق السلع للمتغيرات المتوقعة في الظروف الاقتصادية⁽⁵⁾، حيث أن الارتفاع في أسعار الفائدة في بلد ما يعمل على جذب تدفقات الأموال من العالم الخارجي إليه ويجعل التأثيرات في أسعار الصرف المترتبة على دخول الأموال الخارجية للبلد فوراً.

خامساً: العوامل المؤثرة على سعر العملة:-

غالباً ما نسمع في سوق العملات ونشرااته اليومية عن ارتفاع سعر عمله معينة في السوق وانخفاض سعر عملة أخرى، وارتفاع وانخفاض سعر عملة معينة في السوق تحكمه أسباب وظروف وعوامل، وهنا نؤكد ارتباط هذه الأسباب بمؤشرات العرض والطلب في السوق، وطبيعي أن السبب المباشر لتغيير سعر عملة ما هو عدم التوازن الذي قد ينتج بين عرض العملة والطلب عليها، ومما تجدر الإشارة إليه أن أسعار العملات كاسعار السلع في السوق تماماً تحكمها عوامل العرض والطلب. فعندما تتجاوز الكميات المطلوبة الكميات المعروضة فإن سعرها سيرتفع وعندما يحدث العكس فإن سعرها ينخفض، وعليه يمكن تصنيف العوامل المؤثرة على سعر العملة إلى مجموعتين من العوامل هما:-

1 - العوامل الأساسية:

وتعني أن أسعار العملات يحددها العرض والطلب، ويقاس العرض والطلب على عملة ما من خلال حسابات ميزان المدفوعات للدولة صاحبة

العملة، وكذلك تتأثر أسعار العملات بالسياسات المالية والنقدية والتجارية المتبعة في تلك الدولة وسيتم استعراضها كالآتي :-

أ- حسابات ميزان المدفوعات:- تتأثر قيمة العملة بجميع بنود هذا الحساب ومن خلال الكميات المطلوبة والمعرضة منها. ومن تلك الحسابات الفرعية هي:-

* الميزان التجاري:- عندما يتم تصدير السلع إلى الخارج فإن قيمتها تدفع للمصدر بعملة أجنبية عن طريق حواله أو شيك أو اعتماد مستندي ... الخ، وعندما يقوم المصدر ببيع تلك العملات المتحصل عليها مقابل عملته الوطنية فإن الطلب على عملته الوطنية سيزيد وزيادة الطلب يحسن سعر عملته، وبنفس الوقت فإن استيرادات الدولة من الخارج سينتج عنه دفع مبالغ بالعملة الأجنبية وحتى يتمكن المستورد من الحصول عليها فعليه ان يبيع عملة وطنيه وهذا بدوره سيزيد عرض عملته الوطنية وبالتالي انخفاض سعرها.

* ميزان الخدمات:- ما ورد من كلام عن تصدير واستيراد السلع واثره على العرض والطلب على العملة ينطبق على جميع بنود ميزان الخدمات، ومن الأمثلة على تصدير الخدمات، عمليات شركات التأمين الوطنية، النقل البري والجوي، الشحن، إيرادات المواني، إيرادات الاستثمارات وفوائد القروض، وإيراد السفر والسياحة، إيراد الاتصالات، الخدمات الصحية.... الخ، وكلها التي انتفع بها الاجانب وتؤثر على جانب الطلب ويزيد الطلب على العملة الوطنية ويحسن من سعرها، وعلى العكس اذا كانت تلك الخدمات مقدمة من الاجانب وانتفع بها المواطن المحلي الذي يبيع عملته المحلية وهذا بدوره يزيد من عرض عملته المحلية ويخفض من سعرها.

* التحويلات الرأسمالية والاستثمارات الخارجية: ونعني بها انتقالات رؤوس الأموال من بلد إلى اخر لتحول إلى موجودات في البلد الآخر لتعطي

مردودا وهي على نوعين اما على شكل (استثمارات مباشرة) كالمصانع او العقارات ...الخمن مشاريع البنسى الأساسية المنتجة، والنسوع الاخر(استثمارات غير مباشرة)، هو تحويل الأموال إلى موجودات مالية في البلد الاخر على شكل سندات أو اسهم او ودائع لأجل معين... الخ، ان تلك الحركات وخصوصا النسوع الثاني يتأثر بتقلبات اسعار الفائدة، وعادة عندما تنتقل هذه الاموال سعيا للربح سيزيد الطلب على عملة البلد التي تتجه اليه العملات لشراء الموجودات المالية وبالتالي هبوط سعر عملة البلد التي تخرج منه الاموال.

*** القروض الدولية:** ان منح القروض يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة الدولة التي تحول اليها قيمة القرض وزيادة عرض عملة الدولة التي منحت القرض وهذا يؤدي إلى رفع سعر العملة الوطنية للدولة المقترضة وانخفاض سعر عملة الدولة المانحة للقرض.

*** التحويلات والمساعدات:** وهي الأموال التي ترد كمساعدات او تحويلات العاملين إلى ذويهم، وتؤثر على قيمة عملة البلد وحسب ما تدون أما مدين أو دائن في حساب التحويلات أو المساعدات، فاذا كانت دائنة سترتفع قيمة العملة للبلد المعني او بالعكس اذا كانت مدينة.

ب- السياسات الاقتصادية:- تؤثر السياسات الاقتصادية ولا سيما النقدية والمالية على سعر العملة وندرج بعض اثار مكونات تلك السياستين:-

*** عرض النقد:** ان زيادة عرض النقد تؤدي الى خفض قيمة العملة (ارتفاع سعر صرفها) وهناك من الاقتصاديين الذي لا يؤيد ذلك الا ان معظم المتعاملون في سوق العملات يسلمون إلى ذلك ويعتبرون زيادة عرض النقد تشابه في اثرها على قيمة العملة اثار التضخم، إلا اذا كانت زيادة عرض النقد جاءت بعد الانكماش مباشرة. وهنا لا بد للمتعاملين بسوق العملات

معرفة اتجاهات عرض النقد في الدولة ومفاهيمه والدراسة الكاملة بالسوق النقدي لتلك الدولة ليتمكن من تحديد اثار عرض النقد على سعر العملة.

*** سعر الفائدة:** ان ارتفاع اسعار الفائدة سببا لقوة العملة وهو ما جاءت به

نظرية التدفقات النقدية Monetary Flows وانخفاض الفائدة سببا لضعفها على افتراض ثبات العوامل الاخرى، وهذا يخص العملات التي تعمل على اساس قوى العرض والطلب وليست اسعار العملات التي تتدخل سلطاتها في سوق الصرف الأجنبي للتأثير عليها، فمثلا لو فرضنا ان سعر الفائدة في الدولة (i) هو 3% وفي الدولة (ب) هو 1% وان سعر الصرف بين عمليتي الدولتين هو $1 = 3$ فكانه وبسبب تفاوت الفائدة فان مواطنوا الدولة (ب) يقومون بشراء عملة الدولة (i) ومن خلال مبادلة وحدة واحدة من عملتهم بثلاث وحدات من عملة الدولة (i) واستثمار عملة هذه الدولة للحصول على مردود 3% بدلا من الاحتفاظ بعملتهم التي لا تعطي اية مردود. ويستمر التدفق للاستفادة من فروضات الفائدة إلى اللحظة التي ترتفع فيها قيمة عملة الدولة الأولى حتى يضعف الطلب عليها.

*** التضخم والكساد:** ان ارتفاع المستوى العام للأسعار في بلد ما مقارنة بالبلدان الاخرى فإنه سيؤثر بتخفيض قيمة العملة والعكس. وكذلك فان الدولة التي تمر بمرحلة كساد فمن المفروض عليها ان تجعل اسعار سلعها اكثر منافسة وهذا لا يأتي الا من خلال تخفيض قيمة عملتها لكي تصبح سلعها رخيصة الثمن في نظر الاجنبي ويقدم على طلبها ومن ثم ستزداد صادراتها.

*** الضريبة:** ان السياسة الضريبية المتشددة قد تجعل الافراد يحتفظون بالأموال في جيوبهم وهذا يؤثر على قيمة العملة.

2- العوامل الفنية:

هناك عدد من العوامل تؤثر على سعر العملة في بلد ما ندرج

منها:-

أ- معلومات السوق:- وهي الطريقة التي يتجاوب بها السوق مع الاخبار والتقارير والمعلومات والتصريحات والاشاعات التي تؤثر على اسعار العملات بدرجات مختلفة وحسب درجة التجاوب الذي يكون احيانا قويا وحيانا اخرى ضعيفا. فنظرة المتعاملين في السوق مختلفة وقد تكون متضاده حول نفس الموضوع، فقد يتحدد رأيهم مثلا وفقا لاتجاه الاسعار طويلة الأجل والمبني على المؤشرات الاساسية ، في حين يتحدد رأي البعض الاخر وفقا لاتجاه الاسعار قصيرة الأجل المبني على ردود فعل السوق السريعة وظروفه الفنية.

ب - خبرة المتعاملين:- تؤثر خبرة المتعاملين ومهاراتهم ومعرفتهم بالسوق واحواله بتوقع اتجاه الاسعار، ويقومون على ضوء قوة هذا الاتجاه باتخاذ القرارات اللازمة بشأن الاسعار وتحديد فيما اذا كان من الضروري تعديلها او بقائها على ما هو عليه، كما ان اتجاه الاسعار يتاثر بقوة المتعاملين التفاوضية والاساليب المستخدمة من قبلهم لتنفيذ عملياتهم المختلفة، كما تتاثر اسعار العملات بتغطية اوضاعهم ومبالغها والوقت المسموح للاحتفاظ بها.

ج- الكميات المطلوبة ودرجة السيولة المطلوبة:- ان حجم الكميات المتعامل بها والسيولة المطلوبة والأوضاع المحاسبية، كلها عوامل تؤثر على سعر العملة ومن خلال تأثيرها على ظروف الطلب والعرض على هذه العملة.

د- التغيرات في الأسواق المالية غير سوق العملات:- ان التغيرات في السوق المالية كالتغيرات في سوق الاسهم او سوق السندات لها تأثيراتها الواضحة على سوق العملات، فلو ارتفعت اسعار الاسهم في سوقها او مردودات ادوات الاستثمار في السوق النقدي، كل ذلك سيزيد الطلب على عملات هذه الأسواق ومن ثم ارتفاع اسعارها والعكس يحدث لو انخفضت مردودات الاستثمار على ادوات سوق النقد، اذ ستكون النتيجة هو بيع هذه الأدوات وبالتالي زيادة العرض وانخفاض اسعارها.

المبحث الثاني

سوق العملات الأجنبية

أولاً:- أهمية التعامل بالعملات الأجنبية:-

العملات الأجنبية المتوفرة لدولة معينة ما هي الا موجوداتها من العملات الرئيسية للدول الاخرى والتي تضم اشكال متنوعة اضافة إلى اوراق النقد الأجنبي منها⁽⁶⁾:-

1. اوراق النقد الأجنبي وخاصة العملات الرئيسية القابلة للتحويل دون قيود تذكر.
 2. الودائع الجارية والودائع لأجل.
 3. الحوالات الخارجية وهي اوامر تصدرها البنوك الى بنوك مراسلة لها بناء على طلب العميل وهي نوعين -خارجية صادرة واخرى خارجية واردة.
 4. الذهب وحقوق السحب الخاصة الذي بحوزة السلطة النقدية.
 5. السندات ذات الآجال المختلفة (قصيرة - متوسطة - طويلة) والانواع المتنوعة منها (مضمونة - غير مضمونة - الخ).
 6. شهادات الايداع الصادرة من البنوك المركزية والمؤسسات المالية.
 7. الاعتمادات المستندية والشيكات السياحية وكذلك الشيكات المصرفية.
- اذن العملات الأجنبية تشمل اضافة إلى موجودات الدولة المعنية من عملات الدول الأخرى، اية التزامات مالية على الدول والهيئات الدولية والإقليمية يمكن تحويلها إلى نقود جاهزة.

ان أهمية التعامل بالعملات الأجنبية هو نتيجة حتمية لما يشهده العالم من الانفتاح المالي والتجاري الذي يستلزم على الدولة المصدرة لسلعة ما ان تستلم جزء من ايرادات تلك الصادرات بعملات رئيسية من غير عملتها المحلية، وتدفع جزء من التزاماتها المترتبة على استيراداتها بعملات اخرى ايضا. وكل ذلك ادى الى خلق اسواق تبادل العملات، وهنا الإشارة ايضا إلى ان معظم المدفوعات الناتجة عن المعاملات الدولية تتم بعدد محدود من العملات الأجنبية الرئيسية، فمستوردات

العراق من البرازيل قد لا تتم بالبيزو البرازيلي بل بالدولار او غيره من العملات الرئيسية، ويعتبر الدولار الأمريكي العملة الأكثر تداولاً في العالم لأسباب منها:-

1. انه عملة لتسوية تجارة النفط الدولية.
 2. عملة تسوية اغلب المبادلات التجارية.
 3. من اكثر العملات المستخدمة كأداة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي للمحافظة على استقرار اسعار صرف العملات.
 4. رغبة اكثر دول العالم بالاحتفاظ بالدولار كعملة احتياط رئيسية ضمن موجوداتها ونسبته عالية في تلك الموجودات.
- ان العملة كي تصبح عملة احتياط أساسية لابد ان تتصف بكونها عملة قيادية تتصف بالثقة والقبول العام من جميع دول العالم⁽⁷⁾.

العملة القيادية:- وهي العملة القابلة للتحويل، ولا تفرض دولتها اية قيود على مدفوعاتها الخارجية وتحويلها او انتقالها من مكان إلى اخر او على موجودات الدول الاخرى من تلك العملة كما تتميز دولتها بسمات عديدة كالسوق المالية المتقدمة وميزان مدفوعات قوي ومساهمتها المقبولة بالتجارة العالمية وقوتها الاقتصادية على الساحة العالمية.

سوق العملات:- وهو السوق الذي يقوم على تبادل صفقات مالية كبيرة بين المتعاملين في تبادل العملات الأجنبية الرئيسية، كما يوصف بسيولته العالية، والعدد الكبير للمتعاملين فيه، حتى يوصف مثل سوق المنافسة التامة.

يتميز سوق العملات عن غيره من الأسواق سواء التجارية او المالية بعدم وجود مكان محدد له لاتصال البائعين والمشتريين، فهناك اليوم سوق ومكان محدد يختص بسوق سلعة معينة كسوق السكر والقطن وسوق النفط وغيره وكذلك هناك مكان محدد لسوق الأسهم.

في حين لا يوجد مكان محدد لسوق العملات الأجنبية، وجغرافيا العالم اليوم هي سوق لتبادل العملات الذي يعتمد بشكل أساس على نتاج ثورة المعلومات

ولا سيما في مجال الاتصال، فالمتعاملين في السوق يتصلون مع بعضهم عن طريق أجهزة الاتصال الإلكتروني. وهناك اليوم العديد من الأسواق للعملات وكأنها توصف بكونها سوق دولية واحدة، لكن ذلك لا يلغي وجود أسواق كبيرة وأخرى متوسطة وصغيرة ومن بين الأسواق الكبيرة هناك سوق لندن للعملات الأجنبية والذي يعد سوقا رئيسا للعملات ومركز لسوق اليورو دولار والذي يتألف من عدد كبير من البنوك التجارية الأجنبية العاملة داخل لندن إضافة للعدد الكبير من البنوك البريطانية التي تتعامل بتبادل العملات علاوة على الوسطاء الماليين الذين يتوسطون لصالح البنوك.

إضافة لذلك هناك أسواق للعملات في أوروبا كسوق باريس وفرانكفورت ولكسمبورغ، فضلا عن أهمية أسواق طوكيو وهونك كونج وسنغافورة فضلا عن السوق الأمريكية لتبادل العملات والذي يعد ثاني أكبر سوق بعد لندن في العالم.

يتم التعامل في أسواق العملات خلال أيام العمل في الأسبوع، وتغلق معظمها يومي السبت والاحد، كما يوجد اختلافات في وقت بداية الدوام والاعلاق بسبب الفروقات الزمنية بين الدول كما يغلق المتعاملون دفاترهم في الساعة الرابعة بعد الظهر من يوم العمل لكي يستطيعوا اعداد الكشوفات والتقارير عن مراكزهم المالية واللغة المستعملة في سوق العملات هي اللغة الانكليزية وفي احيان اخرى بلغات اخرى كالفرنسية وغيرها لكنه تبقى المصطلحات الأساسية بالإنكليزية مثل Hedging, Outright, Swap, Forward, Spot وغيرها هي المستعملة دوليا كما ان طرق تسميات الاسعار هي واحدة في جميع الأسواق.

المتعاملون في سوق العملات الأجنبية:-

1. البنوك والمؤسسات المالية خارج السوق:- وهنا تعمل البنوك والمؤسسات المالية كوسيط لعملائها للتعامل في السوق او نيابة عنهم بشراء وبيع العملات.
2. البنوك والمؤسسات المالية داخل السوق:- التعامل لحسابها الخاص ومن خلال وسطائها المرخصين من قبلها.

3. المؤسسات المالية غير الوسيطة.

4. البنوك المركزية.

5. الافراد.

التعامل بالعملات الأجنبية:-

تسمية اسعار العملات:- هناك اسلوبان لتسمية الأسعار:

1. التسمية السعرية:- ويتم على أساس تسمية عدة وحدات من العملة المحلية بوحدة واحدة من العملة الأجنبية، وهذه التسمية هي المستعملة في نشرات الأسعار الرسمية التي يصدرها البنك المركزي وتتعامل به المصارف التجارية والمؤسسات المالية العاملة في ذلك وهو السائد في الدول العربية (تسمية وحدة واحدة من العملة الأجنبية مقابل عدد وحدات من العملة المحلية) مثل /

$$\text{USD} = 1120 \text{ دينار عراقي}$$

$$\text{IGBP} = 1.140 \text{ فلس أردني}$$

$$\text{ID.Jo} = 70 \text{ ليرة سورية}$$

2. التسمية الكمية:- وهي تسمية عدد وحدات من العملة الأجنبية مقابل وحدة واحدة من العملة المحلية، مثل /

$$\text{I.DJ} = 0.877 \text{ GBP}$$

$$\text{Id.Ir} = 0.1120 \text{ USD}$$

وبشكل عام نقول ان:-

$$\frac{1}{\text{تسمية الكمية}} = \text{التسمية الكمية} ، \frac{1}{\text{تسمية السعرية}} = \text{التسمية السعرية}$$

اما فيما يتعلق بتسمية الأسعار في اسواق العملات الأجنبية الدولية فذلك

يتم بطريقتين هما:

1. **الأوروبية:** حيث ان العملة التي تسمى هي (USD) والسعر الذي يعطى هو سعر الدولار مثل:

$$1 \text{ USD} = 0.8772 \text{ EURO}$$

$$1 \text{ USD} = 119.00 \text{ YEN}$$

$$1 \text{ USD} = 1.3400 \text{ CHF}$$

حيث الدولار يساوي 0.8772 يورو لكل دولار و 119.00 ين ياباني لكل دولار، بمعنى تبين لنا الطريقة كم يساوي الدولار الواحد من وحدات العملة الأجنبية، وتظهر لنا على الشاشة.

$$\text{USD/EURO} = 0.8772$$

$$\text{USD/YEN} = 119.00$$

2. الأمريكية: وهنا العملة التي تسمى هي العملة الأجنبية والسعر الذي يعطى هو الوحدة الواحدة من هذه العملة بالدولار مثل /

$$\text{EURO /USD} = 1.1400$$

$$\text{GBP /USD} = 1.6200$$

وهذه الأسعار هي أسعار اليورو والاسترليني، حيث يساوي الأول 1,1400 دولار لكل يورو واحد والثاني يساوي 1,6200 دولار لكل استرليني واحد بمعنى هذه الطريقة تبين كم تساوي الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية من وحدات الدولار الأمريكي.

وهنا لابد من معرفة هاتين الطريقتين لغرض تحليل اتجاه التعامل في السوق، لان اتجاهي البيع والشراء مختلف بين الطريقتين.

خصائص تسمية أسعار السوق⁽⁸⁾:-

1. السرعة وعدم التباطؤ في اعطاء الاسعار:- حيث يجب على البنك مسمي الاسعار اعطاء سعري الشراء والبيع بسرعة وبدون تردد عند طلبها حتى في حالة تذبذب الاسعار في السوق، ومعطي الاسعار عند طلب (البنك) يستطيع تغييرها طالما لم يتم الاتفاق عليها بشكل نهائي.
2. الهامش الضيق بين سعري البيع والشراء:- يقصد بالهامش هو الفرق بين سعري البيع والشراء (الربح) بالنسبة لمسمي الاسعار. واصبحت هذه الخاصية ميزة من ميزات تسمية الاسعار الجيدة، فعندما يعطي (بنك) سعري الشراء والبيع لعملة وبهامش ضيق وهو لا يعرف رغبة الطرف الاخر، اذا كانت شراء العملة ام يبيعها فان هذا يعني سعره جيد ومنافس لأنه لا يستطيع تخفيض السعريين معا او رفعهما معا لتحقيق مكاسب طالما ان الطرف الاخر قد يبيعه او يشتريها منه.

3. الرغبة في التعامل حسب الاسعار المسماة:- ان الجهة المسمية للأسعار يجب ان تلتزم بهذه الاسعار طالما ان العرض والطلب ضمن المبالغ المتعارف عليها، الا ان تسوية سعر معين والاتفاق عليه لا يلزم البنك مسمى السعر اذا تبين له ان المبلغ المعروض او المطلوب اكبر من الحدود المتعارف عليها. ومن الجدير بالذكر ان المبلغ المتعارف عليه يتراوح بين نصف مليون وخمسة ملايين دولار امريكي.

سوق العملات (سوق الاتجاهين): -يكون التعامل في اسواق العملات باتجاهين، ويعطي غالبا سعران للعملة، احدهما سعر الشراء Bid Rate وهو السعر الذي على أساسه تشتري الجهة المعلنه للسعر العملة المعينة، والاخر سعر البيع Offer Rate وهو السعر الذي تباع به الجهة المعلنه العملة المعينة. ولتوضيح ذلك:-

فترض ان الجهة المعلنه للسعر عرضت الأسعار التالية:-

USD 1.3410 1.3420 CHF

توضح ان الطريقة المتبعة للتسمية هي الأوروبية وتعني:-

1. ان معلن السعر يشتري الدولار الأمريكي الواحد بـ 1.3410 فرنك سويسري.
 2. ان معلن السعر يبيع الدولار الأمريكي الواحد بـ 1.3420 فرنك سويسري
 3. ان هامش الربح للجهة المعلنه هو 0.0010 لكل دولار يباع وهو الفرق بين السعريين.
- اما اذا كانت التسمية أمريكية

Baid Rate	Offer Rate
EURO 1.328	1.338 USD

هذا يعني:-

1. الجهة المعلنه للسعر تشتري اليورو بـ 1.328 دولار لكل يورو.
2. الجهة المعلنه للسعر تباع اليورو بـ 1.338 دولار لكل يورو.
3. ان ربح الجهة المعلنه هو 0.010.

الأسعار المتقاطعة Gross Rates: - يعرف سعر التقاطع بأنه سعر عملة مقابل أخرى من خلال معرفة علاقة العملتين بعملة ثالثة مشتركة، فمثلا اذا عرفنا سعر الدينار العراقي مقابل الدولار، وسعر الاسترليني امام الدولار، فيمكن معرفة

سعر الدينار العراقي مقابل الاسترليني وكذلك يمكن معرفة سعر تقاطع الجنيه الاسترليني مقابل الدينار العراقي.

مثال / اذا كانت الاسعار المعروضة لكل من الجنيه الاسترليني واليورو كما يلي:-

- (A) GBP 1.6250 (B) 1.6260 USD
(C) EURO 1.1410 (D) 1.1420 USD

المطلوب / سعر تقاطع الجنيه مع اليورو ثم اليورو مع الجنيه

الحل/

1. ان تسمية الأسعار هو أمريكية للإسترليني واليورو مقابل الدولار
 2. سعر الجنيه مقابل الدولار معلوم بمعنى ان الجهة المعلنه للأسعار تشتري الاسترليني الواحد بـ 1.6250 دولار وتبيع الاسترليني الواحد بـ 1.6260 دولار
 3. كما ان سعر اليورو معلوم حيث ان الجهة المعلنه تشتري اليورو الواحد بـ 1.1410 دولار وتبيع اليورو بـ 1.1420 دولار
- ان سعر تقاطع الجنيه واليورو

سعر البيع	سعر الشراء
B	A
C	D
سعر البيع	سعر الشراء
1.6260	1.6250
1.1410	1.1420
1.4250 EURO	GBP= 1.4229

اما سعر تقاطع اليورو بالجنيه:

سعر البيع	سعر الشراء
C	D
B	A
1.1410	1.1420
1.6260	1.6250
0.7027 GBP	EURO = 0.7017

اما اذا كانت التسمية اوروبية وحسب المثال الاتي:-

سعر الصرف واسواق العملات الأجنبية

USD 1.1628 1.1494 GBP
USD 0.8658 0.8695 EURO

المطلوب / ايجاد سعر تقاطع الاسترليني مع اليورو وكذلك سعر تقاطع اليورو مع الجنيه الاسترليني

ملاحظة / لبداية الحل لابد من تحويل التسمية من الطريقة الأوربية إلى الأمريكية ومن خلال المقلوب مع تبديل الشراء - بيع، والبيع - شراء

سعر البيع	سعر الشراء
<u>1</u>	<u>1</u>
1.1628	1.1495
<u>1</u>	<u>1</u>
0.8658	0.8695
(B) 0.8700	(A) 0.8599
(D) 1.1550	(C) 1.1500

الان نجد اسعار التقاطع حسب القاعدة

سعر البيع	سعر الشراء
<u>B</u>	<u>A</u>
<u>C</u>	<u>D</u>
0.8700	0.8599
1.1500	1.1550

GBP= 0.7445 0.7565 EURO

اما تقاطع اليورو مع الجنيه:

سعر البيع	سعر الشراء
<u>C</u>	<u>D</u>
<u>B</u>	<u>A</u>
1.1500	1.550
0.8700	0.8599

EURO = 1.3218 1.32432 GBP

مثال إذا كانت لديك الأسعار الآتية

USD 1.1620 1.1640 GBP

USD 0.8690 0.8710 EURO

أوجد سعر التقاطع الاسترليني مع اليورو والعكس أيضاً ، (يترك الحل للطالب).
مثال / لنفرض أنه وردت حوالة لأحد عملاء البنوك الأردنية بمبلغ مليون جنيه استرليني وكان العميل له حساب لدى البنك نفسه بالدولار الأمريكي ، كيف يتم اتمام العملتين لدى البنك علماً أن

CBP/DJ=1.150

USD/DJ=0.750

(يترك الحل للطالب).

اسعار التقاطع (قاعدة السلسلة): - يمكن حساب اسعار التقاطع من خلال

هذه القاعدة وكالاتي:-

مثال /

USD = 120.00 120.10 YEN

USD = 1.3650 1.3660 CHF

المطلوب:- إيجاد سعر تقاطع الين الياباني مقابل الفرنك

الحل / لحساب سعر التقاطع نتبع الخطوات الآتية:-

(1) تكوين سؤال نريد الإجابة عليه وكما هو مطلوب بالتمرين كم ينأ يابانياً

يساوي الفرنك الواحد؟

(2) نبدأ بالعملية التي انتهت الخطوة الأولى عندها ونعطي المعلومات عنها وهي

كل 1.3660 فرنك = 1 دولار (سعر البيع)

(3) نبدأ بالعملية التي انتهت عندها خطوة (2) ونعطي المعلومات منها 1 دولار =

120.00 ين ياباني (سعر الشراء)

(4) نأخذ المجموعة على يسار الخطوات الثلاث كبسط والمجموعة على اليمين

كمقام ويكون الناتج (القسمة) هو السعر التقاطع الين مقابل الفرنك

كم ين = 1 فرنك

1.3660 فرنك = 1 دولار

1 دولار = 120.00 ين ياباني

$$\text{سعر التقاطع} = \frac{1 \times 1.3660}{1 \times 120.00} = 87.85 \text{ ين لكل فرنك (هذا هو سعر الشراء)}$$

مثال 2/

CBP 0.8319 0.8333 USD

Euro 1.1010 1.1040 USD

المطلوب:- ايجاد سعر تقاطع الاسترليني مقابل اليورو

الحل / لحساب سعر التقاطع نتبع الخطوات الاتية:-

(1) تكوين سؤال نريد الإجابة عليه وكما هو مطلوب بالتمرين

كم استرلينياً يساوي اليورو الواحد؟

(2) نبدأ بالعملة التي انتهت الخطوة الأولى عندها ونعطي المعلومات عنها

وهي كل 1.1010 يورو = 1 دولار

(3) نبدأ بالعملة التي انتهت عندها خطوة (2) ونعطي المعلومات منها

1 دولار = 0.8333 استرليني

(4) نأخذ المجموعة على يسار الخطوات الثلاث كبسط والمجموعة على

اليمين كمقام ويكون الناتج (القسمة) هو السعر التقاطع الين مقابل الفرنك

$$\text{سعر التقاطع} = \frac{1 \times 0.8333}{1 \times 1.1010} = 0.7568$$

بمعنى أن اليورو الواحد يعادل 0.7568 استرلينياً وبالطبع هو سعر البيع

$$\text{اما سعر الشراء} = \frac{0.8319}{1.1040} = 0.7535$$

ملاحظة:- أن هذه القاعدة تنطبق ايضاً حتى وان كانت تسمية الاسعار مختلفة

USD = 1.3660 CHF

GBP = 1.6210 USD

مثال / اوجد سعر شراء وبيع الجنيه الإسترليني باليورو وبالعكس اذا علمت:

CBP=1.6210 1.6220 USD

Euro = 1.1380 1.390 USD

مثال / اوجد سعري التقاطع الشراء والبيع للجنيه الاسترليني مقابل الفرنك السويسري اذا علمت

$$\begin{aligned} \text{CBp} &= 1.6210 & 1.6220 \text{ USD} \\ \text{USD} &= 1.3650 & 1.3660 \text{ CHF} \end{aligned}$$

تاريخ الحق (التسليم) في عمليات التعامل:- يسمى تاريخ الاستلام والتسليم للعمليات المشتراة او المباعة بتاريخ الحق Value Date وهناك نوعان رئيسان لذلك هما⁽⁹⁾:-

1. الحق (السعر) الانني Value Spot :- بسبب توقع التغيرات في اسعار الصرف يتم تنفيذ الصفقات بتاريخ استحقاق وبزمن قريب لا يتعدى يومي عمل لاحقين من تاريخ اتمام الصفقة فمثلا لو عقدت عملية شراء او بيع صفقة معينة يوم الثلاثاء فيكون التسليم يوم الخميس، واطمام صفقة يوم الخميس يكون التسليم يوم الاثنين بسبب عطلة السبت والاحد لكن يمكن ان يكون التسليم بنفس اليوم او اليوم التالي لما توفره عمليات التحويل الالكتروني من فرصة لذلك والهدف من ان يكون الحق ليومي عمل لاحقين يعود الى امور تنظيمية وادارية لتمكين الاطراف المعنية من التأكد من كل جوانب التعاقد وتدقيقها كما انه وبسبب فارق الوقت بين الاسواق قد يجعل هذا الحق ليومي عمل لاحق او يومين.

2. الحق (السعر) الاجل Value Forward :- وهو عقد او اتفاق بين طرفين على بيع او شراء عملة معينة يتم تسويتها في تاريخ اكثر من حق يومي عمل لاحقين وفي وقت معين في المستقبل بمعنى ان يتم الاتفاق بسعر يتفق عليه الان على ان يكون التسليم في المستقبل مع تحديد اليوم والتاريخ والمفهوم العام للحق الاجل هو لأجل شهر او شهرين او ثلاثة بمعنى مضاعفات الشهر وقد تمتد لأكثر من ذلك فمثلا لو تمت العملية يوم 5/10 فان الحق الاتي لها هو 5/12 ويكون الحق الاجل لها لمدة شهر هو 6/12 وليس 6/10 بمعنى ان الحق الاجل يبدأ بعد الحق الاتي ليومي عمل.

شكل (19) مخطط يوضح نموذج تعزيز شراء وبيع عملة اجنبية

Conrroboration of Foreign Exchange Deat													
To:			Ret No _____ Date _____										
«Dear sirs We confirm anangements made by telex today where by <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; padding: 2px;">We sell to you</td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> <tr> <td style="padding: 2px;">We Buy from you</td> <td></td> </tr> </table> AL EXCHANGE <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <th style="width: 40%; text-align: center;">Currenc</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Value</th> <th style="width: 40%; text-align: center;">counhr value</th> </tr> <tr> <td style="height: 20px;"></td> <td></td> <td></td> </tr> </table> Payment To Our account with Yours faithfully XYZ Bank Your Account with				We sell to you		We Buy from you		Currenc	Value	counhr value			
We sell to you													
We Buy from you													
Currenc	Value	counhr value											

التعامل الاجل بالعملات الأجنبية:- ان التعامل الاجل بالعملات الأجنبية يتضمن تحديد سعر صرف يتفق عليه الان على ان يتم التسليم في وقت محدد في المستقبل.

ان تحديد اسعار الصرف الآجلة في سوق العملات لا بد وان يأخذ بنظر الاعتبار فروقات اسعار الفائدة بين اية عملتين المشتريات والمباعة في السوق النقدي ومردود ذلك لتلك الفترة ويسمى ذلك بنظرية فروقات اسعار الفوائد والتي تنص على ان الفرق بين السعر الانني والسعر الاجل هو مردود الاستثمار بين العملتين وسعر الصرف الاجل هو سعر الصرف الانني السائد وقت ابرام العقد مضافا اليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل بمعنى الفرق بين السعر الانني والاجل هو الفرق بين سعري الفائدة على العملتين، وعليه يمكن حساب سعر الصرف الاجل من خلال:-

1. معرفة السعر الانني السائد في السوق في تاريخ يوم توقيع العقد.
2. سعر الفائدة الذي يدفعه العميل اذا ما اقترض قيمة العملة المباعة التي سيتم السداد فيها عند الاستحقاق للعقد الاجل.
3. سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل اذا ما اودع العملة المشتريات في وديعة ثابتة لفترة العقد الاجل وليبيان ذلك نفترض ان عميل لديه مبلغ 100000 دولار اودعها في احد البنوك لمدة سنة كاملة وبفائدة 4% وعميل اخر لديه ما يعادل ذلك بالين الياباني وايضا اودعها لدى البنك لمدة سنة كاملة وبفائدة 3% علما ان السعر الانني للين مقابل الدولار = 118 ين لكل دولار.

فما هو السعر الاجل للين مقابل الدولار استحقاق سنة كاملة؟

الحل / الطريقة الأولى

1. جملة المبلغ = المبلغ الاصلي (1+ع)

$$100000 = (0,04+1) 104000$$
 المبلغ عند الاستحقاق
2. $118 \times 100000 = 11800000$ قيمن الين المعادلة لـ 100000 دولار
 م = المبلغ الأصلي (1+ع)

$$= 11800000 (1 + 0,03) = 12154000 \text{ ين المبلغ عند الاستحقاق}$$

$$\text{اذن السعر الاجل} = \frac{\text{جملة المبلغ المستحق بالدين}}{\text{جملة المبلغ المستثمر بالدولار}} = \frac{12154000}{104000} = 116.87 \text{ ين لكل دولار}$$

ملاحظة: لتحديد عملة البسط او المقام نذهب إلى المطلوب بالسؤال فنأخذ العملة الأولى بسط والثانية مقام

الطريقة الثانية

$$\text{السعر الاجل} = \frac{\text{السعر الانبي (1 + الفائدة العملة الاسمي) × المبلغ الأصلي}}{\text{1 + الفائدة الدولار × المبلغ الأصلي}}$$

$$116.87 \text{ ين لكل دولار} = \frac{1.2154}{0.0104} = \frac{(\frac{360}{360 \times 100} \times 0.03 + 1) 118}{\frac{360}{360 \times 100} \times 0.04 + 1}$$

الطريقة الثالثة: نعمل جدول كالآتي:-

البيان	الدولار	الدين
المبلغ الاصلي	100000	$= 118 \times 100000$ 11800000
مبلغ الفائدة	$= 0,04 \times 100000$ 4000	$= 0,03 \times 11800000$ 354000
اجمالي المبلغ	104000	12154000

$$\text{اذن السعر الاجل} = \frac{12154000}{104000} = 116.87 \text{ ين لكل دولار}$$

مثال / لديك مبلغ 10000000 دولار وترغب باستثمارها لمدة سنة وبفائدة 4% سنويا، وكان سعر الفائدة على الفرنك السويسري 3% سنويا والسعر الانبي للفرنك مقابل الدولار هو 1,3600 فرنك لكل دولار.

المطلوب / اوجد السعر الاجل وبأي العملة يكون الاستثمار افضل ؟ اذا كان السعر الاجل هو 1,3469.

الحل /

البيان	الدولار	الفرنك
المبلغ الأصلي	10000000	$1,3600 \times 10000000 = 13600000$
مبلغ الفائدة	$400000 = 0,04 \times 10000000$	$408000 = 0,03 \times 13600000$
اجمالي المبلغ	10400000	14008000

اذن السعر الاجل $= \frac{14008000}{10400000} = 1.3469$ فرنك لكل دولار

وبما ان السعر الاجل هو 1.3469 هو سعر التوازن وعليه فان الاستثمار بالفرنك او الدولار هو نفسه عند سعري الفائدة.

ان الفرق بين السعر الاجل والسعر الانني يسمى هامش السعر الاجل او سعر التبدل او المقايضة Swap rate

$$= 1,3600 - 1,3469 = 0,0131 \text{ سعر التبادل او المقايضة}$$

مثال / شخص يمتلك مليون دولار ويرغب باستثماره لمدة سنة وبفائدة 5% وشخص اخر لديه ما يعادل ذلك ولكن بالين الياباني ويرغب استثماره لمدة سنة وبفائدة 3% وكان السعر الانني للين مقابل الدولار هو 113 ين لكل دولار. اوجد

1. السعر الاجل الكامل

2. سعر القايضة

مثال / عميل لديه وديعة بالايسترليني لمدة سنة مبلغها 100000 ايسترليني وبفائدة 9,5% سنويا، وعميل اخر لديه ما يعادل مبلغ الوديعة الأولى ولكن بالدولار وبفائدة 5,2% علما ان سعر الصرف الانني للدولار مقابل الايسترليني هو 1,5 دولار لكل جنيه ايسترليني، اوجد السعر الاجل عند الاستحقاق (يترك الحل للطالب).

العلاوة والخصم:- لاحظنا سابقا بان السعر الاجل لا يتساوى مع السعر الانني والسبب هو فروقات اسعار الفائدة على العملات، وعندما يكون السعر الاجل اكثر من السعر الانني فهنا يعتبر السعر الاجل (علاوة Discount) مع ملاحظة ان السعر الاجل يتساوى مع السعر الانني في حالة واحدة فقط عندما يتساوى سعري الفائدة على العملتين:

مثال / اذا كان

السعر الانى Spot USD 0.8820 = 1 Euro

السعر الاجل Forward 6 month USD 0.8950 = 1 Euro

ان السعر الاجل لليورو هو بعلاوة في حين السعر الاجل للدولار بخصم

والفرق بين السعيرين $0.0130 = 0.8820 - 0.8950$ سعر التبدیل

ولعرفة نسبة الخصم نستخدم المعادلة الآتية = $\frac{\text{السعر الاجل} - \text{السعر الانى}}{\text{السعر الانى}} \times \frac{12}{n}$

$$0.0294784 = \frac{12}{6} \times \frac{0.8820 - 0.8950}{0.8820}$$

والفرق بين السعيرين spread = 130 نقطة وهو ما يسمى بهامش السعر الاجل

forward margin او السعر التبدیل او المقايضة swap rate

مثال 2/ يبين هذا المثال سعر الفرنك السويسري الانى والاجل اتجاه الدولار

Spot USD 1.3600 CHF

6 month foruand USD 1.3470 CHF

هنا ان السعر الاجل للفرنك هو بخصم (انخفاض عن السعر الانى والسعر الاجل

للدولار {علاوة})

مثال 3/ هذا المثال يبين سعر الاسترليني الانى والاجل اتجاه الدولار

Spot CBP 1.5140 USD

6 month foruand CBP 1.4580 USD

هنا السعر الاجل للاسترليني هو انخفاض بخصم عن السعر الانى في حين ان

السعر الاجل للدولار هو بعلاوة كونه في حالة ارتفاع والفرق بين السعر الاجل والانى

هو 0.0130 في المثال الأول و 0.056 في الثاني والذي يسمى بهامش السعر الاجل او

سعر التبدیل او المقايضة.

تسمية الأسعار الآجلة:- ان الحصول على السعر الاجل يتم من خلال معرفة (سعر

التبدیل) والذي اسميناه بسعر الخصم او سعر العلاوة والذي يتم اضافته إلى السعر

الانى او طرحه من السعر الانى بمعنى ان سعر التبدیل $\pm$ السعر الانى = السعر الاجل.

ولان سعر التبدیل لا يحمل اشارة (موجبة او سالبة) للاستدلال بها للإضافة او

الطرح من السعر الانى وعليه فلا بد من معرفة متى نضيف سعر التبدیل إلى الانى او

نطرحه منه للحصول على السعر الاجل وعليه كقاعدة عامة:-

الفصل الثامن

إذا كان سعر التبديل للشراء للعملة المسماة اكبر من البيع فهنا لابد من طرحه من السعر الانتي للحصول على السعر الاجل والعكس اذا كان سعر تبديل الشراء اقل من تبديل البيع يجب الاضافة

EURO 1.0405 1.0460 USD
Swap rate ~ 3 month 0.0120 0.0150 USD

سعر

التبديل

1. نلاحظ هنا ان الجهة المعلنة للسعر تشتري اليورو الواحد مقابل 1,0405 دولارا وتبيع اليورو بـ 1,0460 دولار
2. مادام ان سعر تبديل الشراء للعملة المسماة اقل من البيع فهنا نضيفه الى السعر الانتي ويصبح كالاتي:

EURO 1.0405 1.0460 USD
Swap rate +0.0120 +0.015 USD
EURO 1.0525 1.0610 USD

السعر الاجل

بمعنى ان السعر الاجل بعلاوة على الدولار ويخصم على اليورو ويعني ايضا ان سعر الفائدة على الدولار اقل وسعر الفائدة على اليورو اعلى

CBP 0.6930 0.6995 USD مثال 2/

Swap rat 5 month 0.0220 0.0180 USD

هنا الملاحظ ان سعر تبديل الشراء اقل من سعر تبديل البيع وعليه نطرحه من السعر

الانتي للحصول على السعر الاجل

CBP 0.6930 0.6995 USD
Swap rate - 0.0220 - 0.0180 USD
CBP 0.6710 0.6815 USD

السعر الاجل

اي ان السعر الاجل بعلاوة على الجنيه ويخصم على الدولار كما ان سعر الفائدة على الدولار اعلى وان سعر الفائدة على الاسترليني اقل

Spot Euro 1.1350 1.1360 USD مثال 3/

Swap rate 210 220 USD

المطلوب / ايجاد السعر الاجل لليورو مقابل الدولار

Spot USD 118.30 ____ 118.40 YEN

مثال 4 /

Swap rate 2.37 2.47

المطلوب / إيجاد السعر الاجل للدولار مقابل اليورو

نشرة الاسعار العالمية

تظهر الاسعار العالمية فب النشرة الإعلامية كالاتي

USD 1.0410 ____ 20 EURO

هذا يعني لنا ان الجهة المعلقة للسعر تشتري الدولار الواحد عند سعر 1.0410 يورو وتبيع

عند سعر 1.0420 يورو

USD 1.0199 ____ 28 EURO

مثال /

هذا يعني ان الجهة المعلقة تشتري الدولار بـ 1.0199 وتبيع عند سعر 1.0228

نلاحظ هنا اننا استبدلنا الخانات الثلاثة عن سعر البيع لماذا ؟

مصادر وهوامش الفصل الثامن

- (1) د. سمير فخري نعمة ، مصدر سابق ، ص 27 .
- (2) منى يونس حسين، علاقة سعر الصرف بالتضخم ودوره في تحقيق التوازن النقدي ، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد . جامعة بغداد، 2007 ، ص 15 .
- (3) د. السيد متولي عبد القادر ، الاقتصاد الدولي النظرية والسياسات ، مصدر سابق ، ص 182 .
- (4) دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 42.
- (5) سمير فخري نعمة ، مصدر سابق ، ص 30 .
- (6) د. ميثم عجم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص 65.
- (7) د. شقيري نوري موسى و د. طالح طاهر، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، ط 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 165.
- (8) د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، (العملات الأجنبية والمشتقات المالية) بين النظرية والتطبيق، دار صفاء للطباعة، عمان، 2004، ص 236-250.
- (9) مفتاح صالح، المالية الدولية، مصدر سابق، ص 187-203.

الفصل التاسع

الأزمات المالية العالمية

(الأسباب والآثار والدروس المستفادة)

مقدمة:

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية خلال التسعينات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن أثارها السلبية كانت حادة وخطيرة، هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ولاندماجها في المنظمة العالمية للتجارة، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال 1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية - الفترة 1980 حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية، وزادت حدة الأضرار الناجمة عنها حيث قدرت خسائر اليابان مثلاً في الأزمة الآسيوية الأخيرة بحوالي 10% من ناتجها المحلي الإجمالي، في حين قدرت خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 3%، وأكدت تقارير مختلفة لصندوق النقد الدولي أن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية وفي الدول ذات الأسواق الناشئة على الخصوص، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المصرفية في تلك الدول. ويواجه الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن أزمة مالية حقيقية عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث بدأت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008، ومن المتوقع أن تمتد لثلاث سنوات أو أكثر، وقد كشفت عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية تمثلت مظاهرها في أزمة سيولة نقدية أدت إلى انهيار العديد من المصارف وإعلان إفلاسها، وإنهاءا بتدني أسعار الأسهم وانخفاض مؤشرات

البورصة وانهيار العديد منها، وتأثيرها ليشمل المنظومة العالمية ككل وأثرها متفاوت على حسب حالة التشابك والاندماج في الاقتصاد العالمي، وعليه سنحاول في هذا الفصل أن نستعرض مفهوم الأزمة المالية العالمية، وأسبابها، والدروس المستفادة منها.

أولاً: مفهوم الأزمة المالية:-

يرتبط مفهوم الأزمة المالية بحالة الذعر المالي ويقصد به حالة الهلع التي يثيرها المستثمرون بعد أن يلاحظوا حالة ما في الوضع المالي، والملاحظة هذه قد تكون فترة قصيرة تمتد إلى ساعات أو أيام قليلة ومن ثم ينتج نمط سلوك جماعي اتجاهاته عشوائية ومساراته غير محددة (الذعر المالي)، وإذا كان ذلك يحدث في السوق المصرفية قد تحدث أزمة مصرفية، أما إذا حدث ذلك في السوق المالية تحدث الأزمة في ذلك السوق وتمتد إلى الأسواق الأخرى.

لقد عرف التاريخ الكثير من الآزمات وظاهرة الأزمة المالية ليست بالجديدة على الاقتصاد العالمي ولكنها أصبحت أكثر حدوثاً اليوم عن الماضي وتكراراً وكذلك أسرع انتشاراً وأقل حجماً كما أن مسبباتها أيضاً تختلف، وقد عرفت الأزمة المالية بأنها التدهور الحاد في النظام المالي لدولة ما أو مجموعة دول ومن أبرز سماتها فشل ذلك النظام في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلباً في تدهور واضح في قيمة العملة وأسعار الأسهم ثم ينجم عنها آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عن ذلك من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية⁽¹⁾ لذا فالأزمة تعبر عن تلك التذبذبات التي تؤثر جزئياً أو كلياً على مجمل المتغيرات المالية، (حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، اعتمادات الودائع، قيمة العملة..... الخ).

كما عرفت الأزمة بأنها انهيار في سوق الأسهم أو في عملة بلد ما، أو انهيار في سوق العقارات، أو في مجموعة من المؤسسات المالية وتمتد إلى باقي الاقتصاد ثم يحدث الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار (فقاعة سعرية) أو الفقاعة المالية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً. في بيع وشراء

كميات فخمة من نوع أو أكثر من الأصول الحقيقية أو المالية تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية⁽²⁾.

أن الازمة المالية عادة ما تبدأ بأزمة نقدية ومن ثم تتطور إلى أزمة مالية وبعدها تنتقل إلى مفاصل الاقتصاد الأخرى، وهناك شيء آخر يجب ادراكه وهو أن كل أزمة تختلف عن الأخرى في مسبباتها فكل الازمات التي حدثت قبل الثمانينات من القرن العشرين الماضي كان سببها الحساب الجاري، ولكن بعد عمليات التحرير المالي والانفتاح اكتسبت ازمات التسعينات من القرن نفسه مظهرا جديدا وصفات جديدة لأزماتها تتعلق بحساب رأس المال وبالأخص هي مشاكل تتعلق بحركات رأس المال عبر الحدود والتي تقع من ضمن الحساب نفسه.

ومن التعاريف السابقة يمكن القول أن الازمة المالية هي انهيار قيمة أصول مالية أو مادية أو الاثنين معا فجاء مما يؤدي إلى انهيار بعض المؤسسات التي تمتلك تلك الأصول افلاسها، وقد تأخذ الازمة اشكالا متعددة في انهيارها المفاجئ، كان تكون انهيار مفاجئ في سوق العقارات أو سوق الاسهم أو انهيار مصارف معينة أو مؤسسات مالية أو حتى انهيار في قيمة عملة بلدها. وتتميز الازمة المالية بعدة خصائص تنفرد بها عن بقية الأزمات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ندرج منها:-

1. المفاجأة: أن عنصر المفاجئة يعد من الخصائص المشتركة بين جميع انواع

الازمات، ولكن الاختلاف هنا بأن الازمة المالية لها جذور وبدايات قد تكون لأكثر من 7 سنه ولكن زمن وقوع الازمة قد يصعب التنبؤ به.

2. الوقت: وقد يكون مهما وذلك بسبب حجم الخسائر الكبيرة في القطاع المالي

التي قد تصل الى مئات الملايين من الدولارات خلال اليوم الواحد.

3. التهديد: أنها تشكل خطرا وتهديدا كبيرا على مجمل الاقتصاد في أي بلد

لكونها تصيب اغلب القطاعات ولاسيما الأكثر تشابكا ولاسيما القطاع المالي.

4. **دورة حياة الأزمة:** لكل أزمة دورة حياة ولكن ما يميز دورة حياة الأزمة المالية انها تكون طويلة نوعما مقارنة بباقي الازمات الاخرى.

ثانياً: انواع الازمات المالية

بالرجوع إلى الازمات المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي نجدها لا تخرج عن الانواع الاتية:

أ- أزمة النقد الاجنبي

تحدث في العملة لدولة ما ، عندما تؤدي هجمات المضاربة على عملة بلد ما الى تخفيض قيمتها والى هبوط حاد فيها ، او ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير كبيره من احتياطياته او رفع سعر الفائدة بنسب كثيرة⁽³⁾. ويميز المختصون بين ازمات العملة ذات الطابع القديم او (الحركة البطيئة) بين الازمات ذات (الطابع الجديد) اذ ان الاولى تبلغ ذروتها بعد فترة الافراط في الانفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى اضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة اما في الثانية فان القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات لجزء مهم من الاقتصاد (سواء كان خاصاً ام عاماً) يمكن ان يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحرراً او تكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف.

ب- الأزمة المصرفية

تحدث الازمات المصرفية عندما يكون اندفاع فعلي او محتمل على سحب الودائع من احدى البنوك او اخفاق البنوك او إلى ارغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك وتميل الازمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً اطول من ازمات العملة ولها اثار اقوى على النشاط الاقتصادي⁽⁴⁾.

لقد كانت الازمات نادرة نسبياً في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً في السبعينات وتحدث بالترادف مع أزمة العملة.

ج - أزمة الديون

تحدث أزمة الديون اما عندما يتوقف المقرض عن السداد او عندما يعتقد المقرضون ان التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) او دين سيادي (عام) كما ان المخاطر المتوقعة بان يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد يؤدي الى هبوط عام في تدفقات راس المال الخاص الى الداخل والى أزمة في الصرف الأجنبي، ومن اشهر ازمات المديونية كانت في عام 1982 عندما توقفت اكبر الدول المدينة في العالم (البرازيل، المكسيك، الأرجنتين) عن دفع اعباء ديونها الخارجية للبنوك الدائنة الذي تعرضت إلى زعر مالي خطير في اسواق النقد، مما دفع مؤسسات التمويل الدولية إلى التدخل لتسوية الأزمة.

د - أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات)

وتحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة (الفقاعة) عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادلة نتيجة شدة المضاربة عليه ويكون الهدف من الشراء هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس قدرته (الأصل) على توليد الدخل ولكن بمجرد عودة سعره إلى قيمته الحقيقية يحدث الانهيار.

ان هذه الأزمات وان اختلفت طبيعتها وانواعها فهي تشترك في نفس الخصائص التالية:

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها واسبابها وقوى المصالح المؤيدة لها او المعارضة لها.
- المفاجئة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والافراد.
- ان مصدر الخطر او الازمة او الكارثة يمثل نقطة تحول اساسية في احداث متشابكة او متصارعة.
- انها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الاحداث المتسارعة.
- بما ان الازمة تمثل تهديد لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فان مجابهتها تعد واجبا مصيريا.

المبحث الأول

أزمات النظام الرأسمالي

في القرن التاسع عشر والقرن العشرين

تمهيد

تعد مشكلة التقلبات في النشاط الاقتصادي، أو ما يطلق عليها بالدورات الاقتصادية (Business cycles) من المشكلات التي تواجهها نظم الاقتصاد الحر منذ الثورة الصناعية ولحد الآن وتحدث هذه التقلبات عادة في مستوى الإنتاج، والتوظيف، ومستوى الأسعار.

وتتفاوت هذه التقلبات في حدتها بين التقلبات المعتدلة وبين التقلبات العنيفة المدمرة الشبيهة بالكساد العظيم الذي أصاب الدول الرأسمالية خلال المدة (1929-1933)، وعادة ما تمر الدورات الاقتصادية بأربعة مراحل هي:-

1. الكساد (Depression).

2. والانتعاش (Recovery).

3. والرواج (Boom).

4. والانكماش (Recession).

ونظرية الدورة الاقتصادية هي دراسة لتكرار العودة الدورية للآزمات،

وجدير بالذكر أن شومبيتر يميز بين ثلاث أنواع من الدورات الاقتصادية هي:-

1. دورة (kitchen) التي تستمر لفترة قصيرة تصل إلى أربعين شهرا.
2. دورة (guglar) ذات المدى المتوسط ، ومدتها تصل إلى (9) سنوات.
3. دورة (Kondratieff) والتي تتراوح مدتها ما بين (15 - 20) سنة.
4. دورة (Kondratieff) (*) ذات المدى الطويل، ومدتها تصل إلى ما يزيد عن 50 سنة.

(*) ومطبقا لـ (Kondratieff) بدأت الدورة الأولى في المدة (1789-1849) وفيها تم اكتشاف المحركات البخارية. أما الدورة الثانية فكانت للمدة (1849-1896) وتمثلت في اكتشاف سلك الحديد وتطوير إنتاج الصلب. والدورة الثالثة كانت خلال المدة (1816-1950) وهي ثورة النفط وتطوير إنتاج الكهرباء والمواصلات والكيمياء. ونحن الآن في الدورة الرابعة التي تشهد تطور علم الذرة والأتوماتية والالكترونيات.

ومن الطبيعي أن تتداخل الدورات الاقتصادية لاختلاف مدتها الزمنية مما يعكس عدم الانتظام والتماثل لاسيما الدورات قصيرة الأجل⁽⁵⁾.

أما أهم الأسباب التي تقف وراء الأزمات الدورية فيمكن تلخيصها : -

- 1 . التوسع أو الانكماش في عرض النقد.
- 2 . التجديد والابتكار.
- 3 . العوامل النفسية من تفاؤل أو تشاؤم.
- 4 . الإفراط بالاستثمار.
- 5 . انخفاض الاستهلاك نتيجة تركيز الدخل عند الطبقات الغنية.
- 6 . انهيار الأسواق المالية.

أما الأسباب الأخرى التي تدعو لتقلبات دورات الأعمال فهي الخلل الجوهرية المرتبطة بسرعة دوران رأس المال، وذلك لان سرعة زيادة رأس المال الثابت اكبر من سرعة زيادة رأس المال الجاري (المتغير)، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض متوسط الإنتاج، و بلوغ مستوى أعلى من الإنتاج يحتاج إلى تراكم رأسمالي بمعدلات كبيرة من خلال الاستفادة من التقدم التكنولوجي وإدخال فنون جديدة للإنتاج يكون من شأنها تخفيض تكاليف الإنتاج لاسيما الأجور، وهذا الأمر يؤدي إلى زيادة في الإنتاج تتجاوز حدود السوق فيواجه الاقتصاد أزمة فائض أو إفراط في الإنتاج، يتم التعبير عنها بانخفاض مطلق لأحد المؤشرين الدوريين (الناتج القومي والإنتاج الصناعي) أو كلاهما، وهكذا تتشكل دورة أعمال محكومة بحركة استثمار رأس المال، وتتحدد هذه الدورة بالأزمة أساسا.

فكل أزمة تتفجر هي نقطة النهاية لدورة مضت ونقطة البداية لدورة مقبلة، وتصبح الأزمة أداة تصحيح تلقائية لمسار الدورة، ولأن التصحيح لا يحدث في البداية وإنما يقع في النهاية فإنه يؤدي إلى هزة عنيفة مفاجئة في الاقتصاد ككل تنعكس في شكل ركود، ولاستعادة الاقتصاد عافيته يندفع الرأسماليون بحكم المنافسة لتجديد وتوسيع رأسمالهم من خلال شراء المعدات والمصانع والخامات، وعند وصول عملية التجديد والتوسع نهايتها يتوقف الرأسماليون عن التشييد والبناء وتقوم الطاقات الإنتاجية الجديدة بزيادة المنتجات في السوق فتبدأ مرحلة الانتعاش

إلى أقصى مدى، وعندئذ تتفجر الأزمة بصورة تلقائية، فتكون بمثابة التصحيح الدوري لظروف تكرار الإنتاج الرأسمالي⁽⁶⁾.

أولاً: أزمات النظام الرأسمالي في القرن التاسع عشر

انفجرت الأزمة الدورية الأولى في بريطانيا عام (1825) في أعقاب حروب نابليون، ولكنها كانت أزمة بريطانية فقط ووقعت أول أزمة ذات طابع عالمي في عام (1847 - 1848) حيث أصابت هذه الأزمة الولايات المتحدة الأمريكية وعددا من بلدان أوروبا، وكانت اعنف أزمة عرفها القرن التاسع عشر هي تلك التي حدثت في عام 1873 وهذه تمثل بداية الانتقال من الرأسمالية الحرة إلى الاحتكار. إن الأزمات التي سبقت عام (1825) هي أزمات كان أصلها زراعيا، لحدوث الفيضانات أو الأمراض وبذلك ينخفض إنتاج الغذاء، أما بعد ذلك التاريخ فكانت هناك أزمات مختلفة زراعية وصناعية في نفس الوقت.

وإغلب الباحثين يؤكدون على أن الأسباب العميقة للأزمات التقليدية هي (الإفراط في الإنتاج أو الإفراط في الترسيل أو عدم كفاية الطلب)⁽⁷⁾.

ثانياً: أزمات النظام الرأسمالي في القرن العشرين

فيما بين الحربين العالميتين كانت هناك ثلاثة أزمات عالمية هي أزمات إفراط في الإنتاج وهي أزمة (1929 - 1933)، أو أزمة (1937 - 1938). وباعتبار أن أزمة (1929 - 1933) من اعنف الأزمات وأكثرها حدة فسيتم تناولها بشيء من التفصيل.

1 - الكساد الكبير (1929 - 1933). Great Depression

بدأت هذه الأزمة في ألمانيا ومن ثم في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم حدثت أضرار كبيرة في عموم الدول الرأسمالية، ففي الولايات المتحدة انخفض الإنتاج الصناعي بنسبة (50%) ووصل معدل البطالة إلى مستوى (25%) من قوة العمل، وانخفضت واردات السلع والخدمات وكذلك عرض النقد بمعدل (33%) تقريبا، ووصل تدهور تكاليف المعيشة إلى (25%) خلال فترة الأزمة.

أما في ألمانيا فبلغ معدل البطالة في عام 1932 إلى (33%) تقريبا، أما في بريطانيا فبلغت البطالة نسبة مقدارها (20%) من قوة العمل، أما سويسرا فلقد انهارت صادراتها بنسبة (50%) وانهارت الأسعار بنسبة (20%) وانخفض الدخل القومي الحقيقي بنسبة (8%)⁽⁸⁾.

أسباب الأزمة:

أ. أزمة المواد الخام والمنتجات الزراعية، وهذه الأزمة جاءت نتيجة للطاقت الفائضة في القطاع الزراعي مما أدى إلى فائض في عرض منتجات الحقل وانخفاض أسعارها للنصف لعدة سنوات مما ولد انهيارا في القطاع الزراعي المستخدم لبيع قوة العمل، وهذا بدوره أدى إلى انهيار حاد في الطلب على المنتجات الصناعية ومن ثم انخفاض الدخل والأسعار في القطاعات الاقتصادية الأخرى، مسببا أزمة في التجارة الدولية سببها القطاع الزراعي الذي تمثل منتجاته (60%) من التجارة الدولية آنذاك.

ب. تراكم الديون على عدد من الدول الصناعية في أوروبا والتعويضات المفروضة على ألمانيا، وكانت أغلب هذه الديون تعود للولايات المتحدة. ولعدم منح فترات سماح وتأجيل للديون أدت إلى آثار مدمرة تمثلت في الكساد الكبير، بعد انهيار بورصة نيويورك في أكتوبر (1929)، وانهيار بورصات الدول الصناعية وأسواقها المالية.

ففي أزمة الثلاثينات هذه، ساد ركود من نوع خاص مما دل على طور جديد لازمة اقتصادية مدمرة استمرت وقتا طويلا، وأدت إلى انتعاش جديد في النشاط الاقتصادي.

أما بعد الحرب العالمية الثانية فحدثت أزمة عامي (1948 - 1949) في الولايات المتحدة وانتقلت إلى أوروبا في عامي (1951 - 1952) واتخذت شكلين، شكل إفراط الإنتاج في رأس المال الاستثماري (إنتاج السلع) وشكل الإفراط في رأس المال النقدي، ويفضلهما استغرقت عملية انتعاش اقتصاد ما بعد الحرب فترة قصيرة جدا، وكانت هذه الأزمة أقل حدة وبعدها بدا ازدهار صناعي جديد.

وهنا يتضح اختلاف الدورة الاقتصادية المعاصرة عن الدورة التقليدية للأعمال فأطوار الدورة تتقارب، ومدتها تقل وتقتصر، والأزمة تصبح أكثر توترا، فيتم الانتقال من الأزمة إلى الانتعاش دون المرور بالركود، بينما يقود الانتعاش إلى الأزمة التي تستمر إلى ما لا يقل عن ستة أشهر، وتقتصر فترة الركود حتى تكاد تختفي وتقتصر فترة الرواج حتى يميل منحنى شكل الدورة إلى التسطح ليكون أفقيا، وإن الأزمة لم تكن في صورة انفجار، وإنما تأخذ مداها ببطء تدريجي وتصبح أكثر تكرارا لكنها تزداد عمقا.

2 - الأزمة الهيكلية (1969 - 1974)

تتشابك الأزمة الدورية مع الأزمة الهيكلية، نتيجة التغيرات الهيكلية الجارية في الاقتصاد الرأسمالي العالمي، فالأزمات الهيكلية تتمثل بـ (أزمة الطاقة والخامات وأزمة نظام النقد الدولي، وأزمة التضخم الركودي) ونعتقد بأن أزمة الطاقة والخامات هي سبب انفجار الأزمات الهيكلية على المستوى العالمي.

أ- أزمة الطاقة والخامات:

ترجع أزمة الطاقة والخامات إلى النصف الأول من السبعينات وزيادة الاستهلاك من النفط والخامات، فلقد كانت السوق الأوروبية تستورد نسبة (96%) من احتياجاتها من الوقود، أما اليابان فتستورد نسبة (99%) من احتياجاتها، هذا فضلا عن زيادة درجة تحكم الدول النامية بالإنتاج والأسعار من خلال منظمة أوبك وعمليات التأميم للثروات بعد انتهاء الحقبة الاستعمارية.

إن المحرك الأساسي لظهور أزمة الطاقة في الأفق يرتبط أيضا بانتهاء النظام النقدي الدولي عام (1970) إذ تم تخفيض الدولار مرتين، وبذلك توقف انخفاض أسعار النفط وتم تعويضه بزيادة مقبولة نصت عليها اتفاقيتا طهران وطرابلس في عام (1971) ولكن فيما بعد ارتفعت أسعار النفط إلى أربعة أمثالها من قبل دول أوبك بعد عام (1973)، ومن هذا نستنتج أن الأزمة النقدية سبقت الأزمة النفطية وكانت إلى حد ما مسؤولة عنها⁽⁹⁾.

لقد استطاعت الدول الصناعية في الماضي وفي مقدماتها أمريكا أن تحصل على النفط ولفترة طويلة بأسعار بخسه نتيجة بقاء سعر تعادل الدولار مع الذهب ثابتا حتى عام (1971)، ولكن الأزمة النقدية الدولية وانهيار نظام بريتون وودز وإيقاف تحويل الدولار إلى ذهب في العام المذكور، وتخفيض الدولار مرتين ومن قبله تخفيض الإسترليني والفرنك وهي العملات الرئيسية في السوق العالمية، كل هذا أدى إلى انخفاض قيمة مدخرات الدول النفطية إضافة إلى تخفيض فعلي لأسعار النفط، وهذا الأمر كان مدعاة للتدخل لتصحيح أسعار النفط وفق ما تفرضه اعتبارات العرض والطلب.

إن تكيف النظام الرأسمالي مع أزمة الطاقة والخامات، نتيجة ارتفاع سعر النفط تحديداً، يتجلى بتمتع الدولار بميزة نسبية بين العملات الأخرى نتيجة الوضع الأمريكي المتميز في سوق النفط العالمي إنتاجا واستهلاكاً وسوق الصرف العالمي للدولار، أما فرنسا واليابان فعومت عملتيهما لامتنعاص سلبيات ارتفاع أسعار النفط، ومن ثم انطلقت في الدول الصناعية موجه من التعويم كما شهدت الثلاثينات من القرن الماضي بهدف كسب ميزة نسبية من التخفيض الفعلي لقيمة عملاتها، مما أدى إلى مزيد من التقلب في أسعار الصرف للعملات الرئيسية.

إن تفاعل العوامل النقدية المتمثل بالتعويم للعملات مع أزمة الطاقة أدى إلى:
- ظهور التضخم الركودي العالمي، فبحكم الركود انخفض الطلب على النفط، وبحكم التضخم تغيرت الأسعار لصالح الدول الصناعية المستوردة للنفط.

- السعي لاكتشاف مصادر بديلة للطاقة وتقنين استخدامها.
وإضافة إلى ما سبق يمكن القول أن الدول الصناعية طورت شبكة من الشركات متعددة الجنسيات سيطرت على التجارة الدولية وعلى المالية الدولية، وانتقال التكنولوجيا⁽¹⁰⁾.

وما يؤكد ما سبق أن ارتفاع أسعار النفط للمرة الثانية عام (1979) انعكس برد فعل تمثل في ركود عالمي في بداية الثمانينات كان أعمق وأطول من ركود عام (1974)، مما أدى إلى انخفاض الطلب العالمي على النفط وانهيار

أسعاره، وبذلك استطاعت الدول الصناعية السيطرة على سوق النفط العالمية مرة أخرى، وواقع الحال يشير إلى أن الأزمة في الدول الصناعية يمكن تصديرها بسهولة إلى الدول النامية مما يعمق تبعيتها إلى الدول المتقدمة.

ب - أزمة النظام النقدي الدولي:

وضعت اتفاقيات بريتون وودز النظام النقدي الدولي بإطار عمل منتظم انطلاقاً من الثقة المطلقة في الدولار الأمريكي باعتباره العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب، مما جعله عمله احتياطية دولية، وظل الدولار بهذا الوضع المتميز على الرغم من بؤار عجز ميزان المدفوعات الأمريكي منذ نهاية الخمسينات، ولكنه (الدولار) ظل يتمتع بثقة كبيرة مقارنة بالعملات الأخرى.

إن أزمة النظام النقدي الدولي هي تعبير عن اختلال التوازن بين قوى الاقتصاد الرأسمالي العالمي، كما يتضح من التنافس بين الولايات المتحدة والدول الأوروبية واليابان.

وكانت بؤار تلك الأزمة تدهور الأهمية النسبية للولايات المتحدة في الاقتصاد الرأسمالي، ففي عام (1971) انخفضت حصتها في الإنتاج الصناعي الرأسمالي إلى (40%) مقابل (55%) في بداية الخمسينات، وانخفضت حصتها من صادرات العالم الرأسمالي إلى (14%) في مطلع السبعينات مقابل (33%) في بداية الخمسينات، في حين هبطت احتياطياتها من الذهب من (74%) من إجمالي احتياطيات الدول الصناعية الكبرى إلى (25%)، وبالرغم من كون ذلك هو في صالح الدول الأوروبية واليابان، إلا أن حالة عدم الاستقرار تشمل جميع الدول الصناعية الكبرى⁽¹¹⁾.

إن النظام النقدي الدولي ما هو إلا نظام نقدي للاقتصاد الرأسمالي، وهو نظام بات معتلاً إلى حد بعيد، فالدولار ليس العملة المريضة الوحيدة بل إن جميع عملات الدول الصناعية الكبرى تعاني من عدم الاستقرار، والسبب هو التراجع النسبي لدور الولايات المتحدة في الاقتصاد الرأسمالي والذي انعكس على كل دول المنظومة الرأسمالية. هذا من جانب ومن جانب آخر، فإن سيطرة الاحتكارات

الدولية والشركات متعددة الجنسية التي تمتلك إمكانات مالية هائلة تتحول أحيانا إلى رؤوس أموال هامشية تستخدم في المضاربة تؤدي إلى إشعال نيران التضخم وفقدان التوازن بين العملات قبل أن يعاد توظيفها بالإنتاج والوفاء بالالتزامات المالية.

وللخروج من الأزمة النقدية العالمية اجتمع قادة الدول الصناعية الكبرى في جامايكا عام 1976 وتم إلغاء الصلة بين العملات الرئيسية والذهب وإعادة تقييم احتياطي الذهب على ضوء أسعاره في بورصات لندن ونيويورك وزيورخ إضافة إلى تعويم العملات، وعلى عكس التوقعات أدى هذا الإجراء إلى رفع مستويات التضخم العالمي وانعكاس آثاره على مختلف دول العالم المتقدمة والنامية على حد سواء.

وفي واقع الحال نجحت الدول الرأسمالية بمضاعفة سيولتها وقوتها الشرائية بينما انخفضت قيمة صادرات الدول النامية لاسيما النفطية منها، وبهذا الإجراء استوعبت الدول الصناعية فورة النفط، هذا فضلا عن إعادة تدوير الفوائض المالية للدول النفطية في بنوكها، إلا أن ذلك أفرز أزمة الديونية للدول النامية في بداية الثمانينات التي أثقلت كاهل الأسواق النقدية والمالية العالمية.

وبالرغم من ازدياد التزامات أمريكا الدولارية اتجاه الخارج وازدياد الدين الخارجي وعجز الميزان التجاري لها، إلا أن النظام النقدي الدولي يعطي أمريكا درجة أكبر من المرونة، ويجعل دول الاقتصاد الأوربي والاقتصاد الياباني يدفعان ثمن العجز في أمريكا بسبب أن (80%) من احتياطات الدول الصناعية في صورة دولارات أمريكية وهذا الأمر يجعل الدول الصناعية أمام خيارات صعبة، فهي في الوقت الذي تسعى فيه إلى زيادة قدرتها التنافسية فإنها تخشى من تراكم الدولار وانهيار قيمته وفي الوقت نفسه ترغب في أن تظل قيمة الدولار مرتفعة. وهذا تعبير عن التناقض فيما بين الدول الصناعية الكبرى ذاتها وكذلك التناقض مع الدول النامية. وإذا ما تميزت الثمانينات بركود خطير يمكن أن يقارن بالركود في الثلاثينات، إلا أن مصادرها مختلفة، فأزمة الثلاثينات كانت أزمة انخفاض الاستثمار كان علاجها خلق سيولة إضافية، لكن النظام النقدي الدولي في

السبعينات وبداية الثمانينات أفرز مشكلة التضخم الركودي والمديونية الخارجية وتغيرات نظام الائتمان الدولي، بسبب انتقال الأولوية من الودائع المصرفية إلى الأصول القابلة للتحويل وكذلك تدويل أسواق النقد والمال، وانتقال قيادة النظام النقدي الدولي إلى المشروعات والمصارف المتعددة الجنسية وصندوق النقد والبنك الدوليين، مما قلص سيطرة الدول عليها وبالتالي زيادة درجة المخاطر ومضاعفة التقلبات والاضطرابات في الأسواق العالمية⁽¹²⁾.

ج - أزمة التضخم الركودي.

أظهر فليبس العلاقة العكسية بين مستوى البطالة وارتفاع الأسعار، ولكن في أواخر الستينات وأوائل السبعينات أفرزت تطورات النظام الرأسمالي تسارع التضخم في أوضاع الركود وانتشار البطالة. ولذلك فسر فريدمان زعيم مدرسة شيكاغو النقودية أن التضخم والركود ليسا من سمات الرأسمالية نفسها، بل إنهما ناجمان عن السياسات النقدية الخاطئة من قبل الحكومات. وإذا كان التضخم يفسر سابقا بزيادة عرض النقد أو زيادة الإنفاق الكلي نتيجة زيادة الطلب الفعال، فإن أسباب التضخم في الستينات والسبعينات من القرن الماضي تعود إلى الأزمات المالية نتيجة التوسع المفرط في منح الائتمان في الدول الرأسمالية، وأصبح التضخم خطرا عالميا مظهره الارتفاع في مستويات سعر الفائدة.

إن ارتفاع مستوى الاحتياطيات الدولية والودائع من الدولار هو سبب انتشار التضخم العالمي الذي بات يعرف بالتضخم المستورد، وذلك بسبب ارتفاع معدل العجز في الميزانية العامة لأمريكا نتيجة الاقتراض من المصارف، إضافة إلى زيادة عجز ميزان المدفوعات الأمريكي في تلك الفترة، فكان ذلك مصدر اضطراب نقدي شديد أدى إلى ارتفاع الأسعار ليس في أمريكا فحسب بل في كل العالم.

إن زيادة الائتمان المصحوب بارتفاع سعر الفائدة الذي تمارسه المصارف الكبرى في العالم لإقراض الدول والمشروعات الكبرى كان وراء التضخم الذي يعد سياسة فعلية لزيادة الأرباح والتوسع الاقتصادي، باعتبار أن ارتفاع الأسعار

يشجع الإنتاج ويحافظ على مستوى مرتفع من العمالة، ولذلك أصبح التضخم ظاهره عاديه بعد الحرب العالمية الثانية، ولكن عندما حل الركود وانتشرت البطالة أصبحت المنظومة الرأسمالية في ظل المنافسة الاحتكارية ملزمة بالمحافظة على استقرار الأسعار وتجنب تخفيضها لان التخفيض في الأسعار يؤدي إلى زيادة الخسائر في ظل عدم التوسع في الإنتاج نتيجة الركود، ولذلك يفضل الجميع المحافظة على استقرار الأسعار في ظل الركود حتى لا يحدث (التضخم الركودي)⁽¹³⁾. إلا أن التجارب أثبتت عقم منحنى (فليبس) القائل أن أفضل مضاد للتضخم هو البطالة، حيث بين الواقع تعايش التضخم مع البطالة، مما يشير إلى خلل هيكلي نتيجة التطورات العميقة في داخل الرأسمالية المعاصرة.

إن مراحل الأزمة الاقتصادية كشفت عن تشابك عوامل الركود المتمثلة بأزمة الطاقة والأزمة النقدية وأزمة المديونية وأزمة العجز في الموازنات العامة وموازن المدفوعات، وكل ذلك مصحوبا بالبطالة والميل نحو التضخم مع الركود. إذ أن نجاح الرأسمالية المعاصرة في تحقيق فائض متزايد من الإنتاج لم يرافقه نجاح في تدبير منافذ الاستهلاك والاستثمار ومن ثم عدم القدرة على إعادة الإنتاج مما يفرز حالة الركود مع انخفاض التشغيل، والسبب في ذلك هو السعي نحو تحقيق أرباح متزايدة، ولهذا فإن استخدام الأساليب التقليدية لمعالجة الأزمة الراهنة لن يفلح، إذ عند مواجهة الركود على انفراد فإن ذلك من شأنه تغذية التضخم، وعند مواجهة التضخم على انفراد فإن ذلك من شأنه تغذية الركود وبالتالي البطالة بمعنى أن هناك تغذية متبادلة بين التضخم والركود.

وإذا كانت السياسات الاقتصادية الماضية للنظام الرأسمالي في معالجة الأزمات تسعى لتحقيق نمو في الإنتاج مع تخفيض البطالة، فإن سعي المؤسسات الرأسمالية الآن هو لتحقيق أقصى الأرباح حتى ولو كان مصحوبا بالبطالة وانخفاض نمو الإنتاج، وهذا الأمر وضع حد للأوهام الكينزية وفتح المجال أمام الليبرالية الجديدة التي تصف السوق بأنه الدواء لكل داء.

3 - أزمة عام (1981 - 1983)

تعد أزمة بداية الثمانينات من أطول أزمات الاقتصاد الرأسمالي بعد الحرب العالمية الثانية، وكانت تأكيداً للطبيعة الممتدة في تراكم الأصول الثابتة، وسمتها الأساسية هي التشابك بين أزمات إفراط الإنتاج الهيكلية، والأزمة الدورية. وخلقت أزمة مطلع الثمانينات الظروف التي تسمح للدول الصناعية بإعادة هيكلة اقتصادياتها على أساس المعلوماتية وتقنية الحاسبات، كما سمحت لها بنقل الأعباء الخاصة بإعادة الهيكلة إلى البلدان النامية. فأسعار خاماتها بالدولار قد انخفضت بمستوى غير مسبوق في مدى (50) عام، إذ أن الأسعار التي تضاعفت في السبعينات انخفضت في منتصف الثمانينات إلى مستوياتها قبل الارتفاع، وأصبحت أسعار الوقود والخامات وسيلة في تخفيف حدة التضخم. إن الاندماج بين الأزمة الدورية والأزمة الهيكلية هو تعبير عن الشكل المعاصر للازمات المتمثل بالأزمة الكونية لتراكم رأس المال⁽¹⁴⁾.

المبحث الثاني

التطورات الاقتصادية الراهنة في ظل العولمة

تعتبر العولمة عن تبادل شامل بين مختلف أطراف الكون ، يتحول العالم بموجبه إلى محطة تفاعليه للإنسانية بأكملها ، وبمعنى آخر هي تعبير عن نموذج القرية الكونية (Global village) التي تربط بين الناس والأماكن لاجية المسافات وموفرة المعلومات بشكل شامل وبلا قيود في ظل الثورة العلمية و التكنولوجية.

ومن المعروف إن العالم يشهد كل قرنين أو ثلاثة مرحلة تحول تاريخية تختلف عن سابقتها تتطلب تأقلم المجتمعات معها ، فعند انتقال العالم من مرحلة القرون الوسطى إلى مرحلة النهضة ، تغيرت مفاهيم العالم وقيمته كما تغيرت ركائزه الاجتماعية والثقافية والسياسية والمؤسسية ، والعالم الآن يشهد مرحلة تحول كما حدث من قبل ولكنها مختلفة كونها تشمل العالم بأسره وبصوره متسارعة على الأصعدة الاقتصادية والاجتماعية والجيوبوليتكية. فأصبح العالم متجاوزا عصر الرأسمالية التقليدية التي تتسم في الماضي بسيادة طبقتين اجتماعيتين هما طبقة الملاك وطبقة العمال ، أي طبقة من يملكون وطبقة من يصنعون ، أما اليوم فقد تقلص عدد من يصنعون ويحركون الأشياء ، نتيجة تراجع أهمية عوامل الإنتاج التقليدية مثل رأس المال والأرض والعمل ، بعد أن حل محلها عامل أساسي هو المعرفة الذي ضاعف الإنتاج مرات عديدة ، ولهذا برزت إلى جانب الشركات متعددة الجنسيات شركات المعلوماتية مثل شركة مايكروسوفت وغيرها ، ويبدو أن العالم سيعتمد قريبا على أربعة صناعات ضخمة تتحكم بحياتنا اليومية ، هي صناعات الكمبيوتر والألكترونيات والاتصالات والمعلوماتية.

أما على الصعيد (الجيوبوليتكي) أو الجغرافيا السياسية فإننا نشهد في ظل تعمق الديمقراطية المزيد من الاستقلالية السياسية لمجتمعات تسعى للدفاع عن هويتها العرقية أو القبلية أو الطائفية أمام الغزو الثقافي المعولم.

وتجدر الإشارة إلى أن عدد الدول المنتمية إلى الأمم المتحدة الآن تضاعف أربع مرات منذ تأسيسها وبالتالي فقدت الدول القومية أهميتها، وأخذت هذه الدول شأنها شأن الشركات العملاقة تتعامل اقتصاديا مع مجموعات أخرى في النظام العالمي الجديد، وأصبحت العولمة العامل الرئيسي الذي يوحد التناقض بين الاستقلال السياسي حفاظا على الهوية الثقافية من جهة، وبين التكامل الاقتصادي في نظام رأسمالي عالمي شامل من جهة أخرى.

وتأسيسا على ما تقدم يمكن اعتبار العولمة سمة هذا العصر من خلال الفضائيات والانترنت والموبايل والتسوق الإلكتروني، وبفضل تكنولوجيا المعلومات تتضاعف التدفقات المالية العالمية سنويا.

ونتيجة لهذه التطورات فلا مجال للترقب، فالجميع يسعى لركوب قطار العولمة ولكن عليه أن يستعد لهذه الرحلة ويهيئ مستلزماتها، لأن المتردد لا يستطيع مواصلة المسير وقد لا يصل إلى المحطة الأخيرة، بينما من يستعد ويتفاعل ويساهم بشكل متواصل يصل إلى نهاية المشوار.

أولا: ظهور الاقتصاد الرمزي

بعد تطور الرأسمالية في القرن التاسع عشر فكانت معه بدايات معالم الاقتصاد الرمزي، وهو تعبير عن الرأسمالية غير المرتبطة بالإنتاج والمتمثلة في تكوين رأس المال الاسمي بصورة أوراق مالية وليس في الإنتاج.

وفي ضوء استكمال النظام الرأسمالي لمقوماته وأدواته المناسبة، ظهرت النقود بصورة عفوية في سياق التطور السلعي، ومن ثم تحولت إلى تعبير مجرد عن الثروة بصورة رأس مال ربوي، ثم تحول رأس المال النقدي بواسطة المصارف إلى رأس مال منتج، ولكن تراكم المدخرات لدى المصارف بصورة ودائع حقيقية منح أصحابها فوائد اقرب إلى الربح، وفي المصارف والبورصات تم تداول رأس المال في صورته النقدية وصورته الاسمية في خدمة الشركات المساهمة وصارت المضاربة برأس المال نشاطا أساسيا.

ويتطور النظام الرأسمالي ازداد ظهور الطابع الرمزي كامتداد لظهور رأس المال المالي لاسيما منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، وأصبح منذ منتصف ستينيات القرن العشرين يهيمن على الاقتصاد الحقيقي. وبالتالي فإن مفهوم الاقتصاد الرمزي هو (حركة رؤوس الأموال بما في ذلك الأسهم والسندات وتدفقات الائتمان نتيجة تقلبات أسعار الفائدة)، أما الاقتصاد الحقيقي فيعبر عن حركة السلع والخدمات.

ملامح ظهور الاقتصاد الرمزي⁽¹⁶⁾:

1. عدم ارتباط حركة رأس المال في الأسواق المالية بحجم التجارة الدولية وتمويلها وصار لكل منهما دورته الخاصة، وبذلك لم يعد الاقتصاد الرمزي تعبيراً عن الاقتصاد الحقيقي.
2. إن عجز الموازنة العامة نتيجة نقص المدخرات المحلية يعكس العجز التجاري في أمريكا ولتجنب مشكلات البطالة والتضخم ترفع أسعار الفائدة لجذب رؤوس الأموال العالمية لتمويل زيادة الاستيرادات على الصادرات، وأصبحت أكبر دولة مدينه في العالم هي نفسها صاحبة أقوى عمله عالميه.
3. ظهور سوق الدولار الأوربي نتيجة اعتماد الدولار الأمريكي كعملة تجارية دولية مما ولد تراكمات كبيره من الدولار كاحتياطات. و استخدمت أمريكا هذا الأمر ببراعة لمعالجة عجزها التجاري فهي تسدد ديونها بعملتها المحلية وكلما تحتاجه هو تخفيض قيمة عملتها، وهكذا نجد إن أكثر الدول الدائنة لأمريكا هي (اليابان) قد تجرد من ثروتها وتعرض إلى خسارة نتيجة أي تخفيض للدولار. ولكن في المقابل تفضل هذه الخسارة على حدوث البطالة في صناعاتها.
4. إن نظام الودائع المصرفية بالدولار الأوربي يسمح بإعادة إقراض هذه الودائع أكثر من مرة مما يضاعف الحقوق التي تنشأ بالدولار على نفس الوديعة.
5. نشوء المصارف الدولية الخاصة كجزء من عملية التدويل المضطرد على أيدي الشركات متعددة الجنسيات وأصبح هدفها تعظيم الربح على المستوى العالمي.

6. تنامي التمويل الخاص مقارنة بالتمويل الرسمي وزيادة نسبة القروض المصرفية في هيكل المديونية الخارجية للدول النامية.
7. التوسع السريع في أسواق المال الدولية من خلال الشركات متعددة الجنسية وتفعيل التعاون بين المصارف الدولية والشركات العملاقة.
8. انتشار الوساطة المالية وزيادة التعامل بأدوات سوق النقود كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية إضافة إلى زيادة التعامل بأدوات سوق المال كالأسهم والسندات والرهن العقاري والسندات الحكومية، وهكذا أخذت المصارف الدولية على عاتقها القيام بالتمويل، تمويل التجارة الدولية وتمويل الإنتاج الدولي، وتطورت أسواق الائتمان الدولية، وحدث انفصال بين الإنتاج العيني والعمليات المالية، وأصبح الجانبان يحصلان على دخول من نفس حجم النقود الذي أقرضت مرات عدة، ونشأ عالم وهمي من المضاربة الضخمة وتحولت الصناعة المصرفية إلى صناعة خدمات مالية دولية متقدمة. وبالتالي نشأ نظام مصرفي خاص يتخطى القوميات لكن بدون مصرف مركزي، يقوم بخلق النقود الدولية التي صورتها الأساسية الدولار الأوربي، واخذ التمويل الدولي على عاتقه تحويل السيولة الدولية إلى عملية خاصة غير حكومية.

ثانياً: إحلال النظام المصرفي العالمي محل النظام النقدي الدولي :-

كما هو معروف إن اتفاقية بريتون وودز هدفها خلق نظام نقدي دولي بعيد عن الفوضى لتهيئة حالة الاستقرار في السوق الدولية فيما يتعلق بمعالجة الاختلالات التي تعاني منها بعض الدول فضلاً عن تحقيق استقرار في عمليات التبادل وأسعار الصرف، ولذلك انشأ البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، وكانت مهمة الأخير حل مشاكل العالم النقدية واختلال موازين المدفوعات وتحقيق الثبات في سعر الصرف وتغطية المعاملات بين الأعضاء من خلال نظام متعدد الأطراف فضلاً عن تنمية التجارة الدولية. ونظراً لقوة أمريكا السياسية والاقتصادية وضع نظام (الدولار - الذهب) كوحدة قياس تعهد أمريكا بموجبه باستبدال الدولار بالذهب، واعتمد نظام صرف ثابت قابل للتعديل وفق ضوابط خاصة.

ولكن بعد أن تجمعت عناصر أزمة النظام النقدي وانفجارها عام (1968)، وبالتأكيد كان مرتبطا بتنامي العجز في الاقتصاد الأمريكي، انهيار نظام بريتون وودز عام (1971) عندما أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون وقف تحويل الدولار إلى ذهب، ونشأت هنا ترتيبات جديدة للنظام النقدي الدولي منها إيقاف نشاط نادي الذهب والسماح بتعويم العملات واختيار سعر الصرف المناسب من قبل الدول الأعضاء.

كل ما سبق يعد مقدمات لتنامي الاقتصاد الرمزي بأدواته وتعاملاته وأشكاله التنظيمية وعلى اثر ذلك خلق نظام مصرفي عالمي تلقائي حل محل نظام النقد الدولي تدريجيا، ومنذ بداية السبعينات ظهرت المصارف الدولية الخاصة للقيام باستثمار الفوائض المالية النفطية وإعادة تدويرها، وتعد تلك المصارف مكملة لعملية التدويل المضطرب للأسواق والإنتاج وهدفها تعظيم الربح على مستوى العالم.

وحدثت ثورة في عمل المصارف الدولية الخارجي بحيث تضاعف نشاطها مقارنة بالعمليات الداخلية، مما يعد تحول هائل في مصادر التمويل الدولي تماشيا مع التوسع السريع لأسواق المال الدولية، واخذ نمو الإقراض الخاص يزداد مقارنة بالإقراض الرسمي، بحيث كانت حصة البنك الدولي التمويلية (10%) في حين كانت حصة البنوك الخاصة الدولية تشكل (90%) من التمويل الدولي حسب إحصائيات مصرف التسويات الدولية في بازل.

وعند قيام المصارف الخاصة الدولية بعملية التمويل الدولي المضطرب ومنح القروض بسخاء إلى الدول النامية مقابل أسعار فائدة مغرية، أدى إلى تراكم القروض وفوائدها إلى عجز الدول المدينة عن السداد مما أدى إلى انفجار أزمة المديونية عام (1982) كما حصل في المكسيك وتشيلي والأرجنتين والبرازيل..... الخ.

وهنا تدخلت الدول الصناعية الكبرى لإنقاذ تلك البنوك من خلال تقديم قروض للدول العاجزة عن السداد مقابل تطبيق برامج التكييف الاقتصادي⁽¹⁷⁾.

إن النظام المصرفي العابر للقوميات يقوم بتلبية احتياجات التمويل الائتمانية والاستثمارية وتمويل الإنتاج والتجارة، وفق نظام وساطة مالية عالمي يكفل سرعة حركة رؤوس الأموال من خلال تلك المصارف، فتدويل الأنشطة الاقتصادية لا يكتمل دون التدويل النقدي.

بعد انهيار نظام بريتون وودز اخذ النظام المصرفي العالمي يتجه إلى القيام بالوظائف التقليدية بدون مصرف مركزي ويستطيع خلق نقود دولية في صورة الدولار الأوربي، ومع تراجع دور مؤسسات التمويل الدولية (الصندوق والبنك الدوليين) بعد بريتون وودز، أصبح النظام المصرفي الدولي الجديد نظاما خاصا ببناء رأس المال الخاص العابر للقوميات.

ثالثا: مظاهر الأزمات الاقتصادية في ظل العولمة:

تعد العولمة والانفتاح وما يرافقها من الاعتماد المتبادل مرحله جديدة وغير مسبوقة في التحولات الاقتصادية منذ بداية عقد السبعينات، إذ أن الأسواق العالمية تمر بثورة حقيقية كمحصلة للتقدم التكنولوجي السريع في مجال الاتصالات والمعلومات إلى جانب التوجه نحو تحرير الأسواق، مما أدى إلى جعل العالم قرية صغيرة نتيجة تلاشي معظم القيود والحواجز بين مختلف دول العالم.

إن الثورة العلمية والتكنولوجية ساعدت على بناء نظام مالي عالمي مترابط من خلال انتقال المعلومات والمعاملات بسرعة الضوء، ولهذا نشأت سوق الكترونية واحدة في عالم لا يسمح بالاختفاء⁽¹⁸⁾.

وبالرغم من مساهمة تلك التطورات في إطلاق قوى المنافسة والإبداع بشكل منقطع النظير وأحداث تغيرات جذرية في عملية توظيف الأموال وانتقالها من سوق إلى أخرى ناهيك عن ازدياد الإنتاج وكما ونوعا. أصبح الانفتاح والاعتماد المتبادل في ظل العولمة أداة سريعة لانتقال وانتشار الأزمات المالية بين مختلف الأسواق المالية.

ففي عقد التسعينات من القرن الماضي ظهرت أزمات مالية عديدة كانت بدايتها أزمة المكسيك عام (1994) أعقبها أزمة دول شرق آسيا عام (1997) ثم

الأزمة الروسية عام (1998) وأزمة البرازيل عام (1999)، وبمتابعة طبيعية وظروف تلك الأزمات لاحظنا إن القاسم المشترك لسمات ومظاهر تلك الأزمات كان أزمة الثقة التي منشأها (حساب رأس المال وليس الحساب الجاري) كما كان مألوفاً في الأزمات السابقة، بسبب سياسات التحرير المالي غير المحدود والذي أفرز مشاكل تتعلق بتدفقات رأس المال يكون حساب رأس المال مسؤولاً عنها، وليست مشاكل ميزان المدفوعات كما كان سائداً في الدول النامية.

ويبدو أن هناك علاقة سببية بين ازدياد تدفقات رأس المال الدولية وحالة عدم الاستقرار، إذ تشهد الأسواق المالية نشاطات كبيرة تمتد أثارها إلى مختلف طبقات المجتمع في بقاع عديدة من دول العالم، نتيجة الزيادة غير الطبيعية في تلك التدفقات سواء أكانت قروض مصرفية أجنبية أو استثمار أجنبي مباشر أو استثمار محفطي يؤدي بالنهاية إلى أزمة مالية في أغلب الأحيان.

إن الدول النامية تتسم عادة بعدم الاستقرار فضلاً عن نقص وتشوه المعلومات مما ينعكس سلباً على قرار المستثمر وخصوصاً المحفطي، ويخلق حالة عدم ثقة بين المستثمر وبيئته الاستثمارية تؤدي إلى عدم الاستقرار نتيجة لسلوك القطيع كما يقال في اتخاذ القرار، مما يؤدي إلى انهيار سريع نتيجة الذعر وصعوبة التنبؤ بالمستقبل، وهذه ظواهر الأزمة المالية. أما بالنسبة لأسواق المال والنقد فيحدث انخفاض في قيمة عملة البلد الذي يشهد الأزمة فضلاً عن انخفاض قيمة الأسهم والسندات والأوراق المالية.

أما البنوك فعادة ما تعاني في ظروف الأزمة من اختلال توازن حساباتها في مجال الأصول والالتزامات فالأصول والموجودات تمثل الاستحقاقات على القطاع العام والخاص والاحتياطيات والأصول الأجنبية، أما الالتزامات أو المطلوبات فتتمثل خصوم مثل الودائع ورأس المال والقروض من البنك المركزي والقروض الأجنبية. فعندما تحدث الأزمة تنشأ حالة من الهلع وعدم الثقة، فأصحاب الأسهم يسرعون لبيع أسهمهم في البورصات حتى في الأسعار المنخفضة فيحدث انهيار في السوق المالي، وأصحاب الودائع يسعون لسحب ودائعهم لإنقاذ ممتلكاتهم مما يجعل ميزانية البنوك في حالة عجز أي أن قيمة موجوداتها من الأصول (قروض

، استثمارات) اقل من قيمة التزاماتها (الودائع) بكثير وهذا يؤدي إلى إعلان البنوك إفلاسها.

وبالرغم من المشتركات الكثيرة بين الأزمات المالية، إلا أن هناك اختلافات كبيرة بين أزمة وأخرى من حيث ظروفها ومتغيراتها وعمق أسبابها وتأثيراتها وأساليب علاجها، ففي دول شرق آسيا وروسيا، فإن عدم وجود غطاء مقابل المطلوبات من العملات الأجنبية كان سببا في الانهيار المالي والمصرفي إضافة إلى إفلاس العديد من المشاريع الخاصة، في حين وضع الأزمة في البرازيل يختلف وكان بسبب غياب القدرة الائتمانية لبعض المصارف والتي سرعان ما عولجت من خطر الانهيار والإفلاس ووضع نظام جديد للإشراف المصرفي وفق مقررات لجنة بازل.

إن أسباب ومظاهر وآثار ومعالجات الأزمات قد تكون مختلفة، ولكن جوهرها واحد لاسيما بعد عقد التسعينات، وفي كل الأحوال تقسم فئات المجتمع إلى رابحة وخاسرة، سلبيات وإيجابيات، منافع وكلف، ومحورها الرئيس هو انخفاض قيمة العملة الوطنية لدولة الأزمة فضلا عن أن انخفاض مؤشرات التداول في الأسواق المالية يؤدي إلى اختلال حساب رأس المال مما ينعكس في النهاية بشكل انخفاض في إنتاج القطاع الحقيقي من السلع والخدمات وبالتالي حدوث الأزمة الاقتصادية، والتي يمكن إجمال مظاهرها بالآتي⁽¹⁹⁾.

أ. الانخفاض المفاجئ والكبير في قيمة العملة.

ب. انهيار النظام المالي والمصرفي.

ج. تعطل عمل آليات سوق الأوراق المالية كأداة للتسعير والتقييم.

د. عزوف جماعي للمستثمرين عن الاستثمار.

هـ. انعدام القدرة على سداد الالتزامات وعلى مختلف المستويات.

ز. إحجام عن الإنفاق إلا في الضرورة القصوى.

ح. تشوه المعلومات السوقية وضعفية التنبؤ.

ط. اضطراب السلوك المالي للفرد والمنظمة والمجتمع أو ما يسمى الذعر المالي والذي

يمثل نمط لسلوك عشوائي جماعي.

ومما سبق يتضح مفهوم الأزمة المالية بأنها تغيرات مفاجئة ناشئة عن أزمة ثقة، لعدم القدرة على التنبؤ بالمستقبل نتيجة اختلال القطاع المصرفي والمالي، ولضعف فعالية الأدوات الاقتصادية الأساسية كسعر الفائدة وسعر الصرف في تحقيق الاستقرار، تنعكس أثارها (التغيرات) في مختلف جوانب الحياة الاقتصادية وفي الأمدين القصير والبعيد.

ومن الجدير بالذكر إن هناك تباين واضح بين الدول المتقدمة والنامية فيما يتعلق بمستوى تطور النظام المالي من حيث أدواته وعملياته وهياكله أو المستوى الاقتصادي ككل، ولذلك تسعى الدول المتقدمة للتنبؤ بالأزمات ومحاولة الوقاية منها أو تقليل أثارها، في حين أن الدول النامية لا تملك نفس القدرة لضعف اقتصادياتها ولم تستطيع التوقي من الأزمات ولهذا تتدخل المؤسسات المالية الدولية (الصندوق والبنك الدولي) لمعالجة الأزمات في هذه الدول وفق حزمة من الشروط والالتزامات.

رابعاً: نظريات الأزمة المالية:

من الأهمية بمكان استعراض المنطلقات النظرية والنماذج والفرضيات العلمية المفسرة للآزمات حسب وجهة نظر المتخصصين في الحقل المالي والاقتصادي، وسنتناول تلك النظريات بشيء من الإيجاز والتبسيط وكما يأتي⁽²⁰⁾.

1 - النظرية الحاسبية.

بالاعتماد على أساسيات حسابات الاقتصاد الكلي يمكن تقسيم القطاعات الاقتصادية إلى خمسة قطاعات هي (قطاع الأفراد، قطاع الأعمال، قطاع الحكومة، قطاع المال، القطاع الخارجي):-

أ. قطاع الأفراد: يعد هذا القطاع من القطاعات البسيطة من حيث التعامل والتغيرات ومقدار ما يمتلكه من أسهم، ناهيك عن ندرة تعاملاته مع القطاع الخارجي. ولهذا يمكن تحديد ادخار الأفراد باعتباره (الفرق بين مجموع الدخل ومجموع الإنفاق):

ادخار الأفراد = (الأجور + الدخل من عوائد الأعمال + الدخل من الحكومة + الدخل من الفوائد) - (الاستهلاك + الضرائب + الفوائد المدفوعة)

ب. قطاع الأعمال: يعبر ادخار قطاع الأعمال عن (الفرق بين الربح وبين إجمالي النفقات والكلف والضرائب والفوائد المدفوعة للداخل والخارج) مقومه بسعر الصرف للعملة الوطنية، ونظرا لأهمية الفوائد وأثرها في معادلة الادخار، فإن سعر الصرف يكون له اثر بالغ في مدخرات قطاع الأعمال، ولهذا فإن أي انخفاض في قيمة العملة المحلية يعني تحويل كميات كبيرة منها إلى عملات أجنبية لسد مبالغ الفوائد المدفوعة للخارج مما يعني انخفاض مدخرات قطاع الأعمال، وهذا جوهر أزمة دول شرق آسيا إذ أن ارتفاع حجم القروض الخارجية رافقه انخفاض في قيمة العملة أدى إلى خسائر وحدات الأعمال وإفلاسها.

ادخار قطاع الأعمال = الربح - (النفقات + الضرائب + الفوائد للداخل والخارج).
ج. قطاع الحكومة: يمكن احتساب الادخار الحكومي من خلال (الفرق بين إيرادات الحكومة ونفقاتها) وكالاتي:-

ادخار الحكومة = الضرائب - (الاستهلاك الحكومي + مدفوعات عوائد للغير + مدفوعات فوائد محلية وأجنبية).

د. القطاع المالي: بما أن القطاع المالي يأخذ دور الوسيط فمن المفترض أن تكون مدخرات القطاع المالي مساوية للصفر، وبالتالي فإن ما يتحقق من فوائد في قطاعات الأفراد والأعمال والحكومة سوف تغطي مدفوعات الفوائد ونفقات العمليات الوسيطة.

هـ. القطاع الخارجي: تمثل مدخرات هذا القطاع المدخرات الأجنبية، وتحسب بالعملة المحلية بعد أن تقوم بسعر الصرف.

المدخرات الأجنبية = سعر الصرف (الاستيرادات + مدفوعات الفوائد المحلية والأجنبية) - الصادرات.

ومن خلال استعراضنا للقطاعات الاقتصادية الخمسة أعلاه فإن العجز أو الفائض لكل قطاع يتحدد بمقدار الادخار والاستثمار في كل قطاع من القطاعات

المذكورة، فإذا كان الادخار اقل من الاستثمار يحدث عجز، يمول من القروض والإصدار النقدي والقروض المحلية أو الأجنبية بالنسبة للقطاعات الأخرى وإن أكثر الأزمات المالية حدوثاً هي نتائج طبيعیه للعجز المالي الذي يحدث في أي من القطاعات الخمسة، والخلاصة أنه إذا زادت المطلوبات بسبب زيادة القروض الأجنبية والمحلية لتمويل عجز ما مع انخفاض قيمة العملة تحدث الأزمة المالية، أي أن: -

❖ الاستثمار - الادخار = القروض المحلية والأجنبية + الإصدار النقدي فتكون حالة من الاستقرار إذا كان (الاستثمار - الادخار) = صفر.
أما إذا كان:

❖ الاستثمار < الادخار، فيحدث عجز يمول من القروض الأجنبية والمحلية، وفي ظل انخفاض قيمة العملة المحلية تحدث الأزمة.

2 - نظرية الأزمات (نماذج وأنماط)

وفق هذه النظرية إن أغلب الأزمات التي شهدتها العالم بعد الحرب العالمية الثانية كانت بسبب القطاع العام، وتوضح هذه النظرية كيفية نشوء الأزمة تدريجياً وفق سيناريوهات تفسر أزمة معينة بافتراض ثبات سعر الصرف. (وهذه السيناريوهات) هي:-

أ - السيناريو الأول:

كما هو معروف إن حالة التوازن المستقر تعني أن (الاستثمار = الادخار)، وفي حالة زيادة الاستثمار على الادخار أو بتعبير آخر قصور الادخار عن الاستثمار، تتشكل هنا حالة عجز، ولتغطية هذا العجز تلجأ الحكومة للاقتراض من الخارج، ولتحقيق التوازن في النظام المالي أي توازن (المطلوبات مع الموجودات)، يلجأ النظام المالي إلى زيادة الإصدار النقدي الذي بدوره يخفض قيمة العملة، وإذا كان الاقتصاد لا يتسم بالمرونة ولا يحقق شرط (مارشال - ليرنر) فإن ذلك ينعكس سلباً على الميزان التجاري والاحتياطيات من العملات الأجنبية، وهذا بدوره يؤثر على المستثمرين الممولة استثماراتهم بالعملة المحلية مما يؤدي إلى أزمة مالية.

ب - السيناريو الثاني:

في حالة قصور الادخار عن الاستثمار، ولغرض تحقيق التوازن بين الموجودات والمطلوبات تلجأ السلطات النقدية إلى رفع سعر الفائدة لغرض اجتذاب المدخرات وتحقيق التوازن في النظام المالي، لكن المشكلة التي تنشأ هي أن زيادة سعر الفائدة ينعكس سلباً على المستثمرين الأجانب، وبالمقابل فإن زيادة سعر الفائدة للإيداع تعني أيضاً زيادة تكلفة القروض. وهنا تنشأ حلقة مفرغة بين زيادة الاحتياطات من العملة الأجنبية من جهة وزيادة نمو عرض النقد من جهة أخرى، فيحدث عجز في الحساب الجاري وتنشأ الأزمة.

3 - نظرية الخطر:

يلعب الخطر المالي دوراً كبيراً في تفسير الأزمات المالية وتساهم نظريات الخطر في تحديد أبعاد المشكلة المالية سواء على المستوى الكلي أو الجزئي (السوق أو الشركة)، والمستوى الخاص والعام (في قطر أو إقليم معين أو على المستوى العالمي). لقد ورد الخطر في نظرية مالية المنشأة في ظل ثنائية (العائد: الخطر) ضمن علاقة تبادلية، إذ أن الشركة تسعى لتعظيم العائد وتقليل الخطر، وكلما كان المشروع يدر عائداً أعلى تكون درجة المخاطرة فيه أعلى.

وعلى هذا الأساس فإن المؤسسات المالية الممولة للمشاريع تكون عرضة للمخاطر، مما دفع إداراتها لوضع آليات وقائية لمواجهة الأخطار التي قد تتعرض لها من قبل المقترضين والمتعاملين معها. ولهذا سعت المصارف المقرضة إلى استخدام وسائل مثل (المشتقات والمستقبلات وعملية التوريق) وغيرها من الأدوات المالية لتخفيف حدة المخاطر وآثارها فضلاً عن عمليات التأمين ضد المخاطر، وبالرغم من تلك التطورات الوقائية إلا أنها لا تخلو من السلبيات، ولهذا سعت الدول المتقدمة وعلى رأسها أمريكا لوضع معايير لجنة بازل لتحديد كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر بالنسبة للمصارف.

وتباينت المصارف من حيث كفاية رأس المال، فالمصارف التي تتمتع بكفاية مناسبة لا تواجه مشاكل بينما المصارف التي لا تحقق كفاية مناسبة وإن رأس مالها

مرجح بالمخاطر ولا سيما في الدول النامية، قد تكون سببا كافيا لحدوث الأزمات المالية.

4 - نظرية القبول العقلانية.

إن التوقع الأكثر عقلانية يؤدي إلى كسب الثقة لاسيما عندما يكون سعر الصرف الاسمي ثابت وسعر الفائدة مرتفع، مما يؤدي إلى تدفقات لرؤوس الأموال إلى البلد تدعم نمو الإنتاج الوطني وتزيد من مستوى الدخل مما يؤدي إلى زيادة الاستيرادات على حساب الصادرات وبالتالي ظهور عجز في الحساب الجاري يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات ومن ثم انخفاض التدفقات الداخلة لرأس المال الأجنبي، وفضلا عن هذا ينخفض ادخار قطاع الأعمال وتنخفض السيولة وتنخفض القدرة على الدفع وسداد الالتزامات فتعلن المصارف إفلاسها تعقبها الشركات المتعثرة فتظهر بوادر الأزمة المالية نتيجة انخفاض مستوى الثقة وسوء التوقعات.

خامسا: عناصر الأزمة المالية:

تشير الدراسات التحليلية للآزمات المالية إلى أن هناك عوامل مشتركة مسببة في حدوث الآزمات المالية وتعد من العناصر الأساسية للآزمة المالية. ويمكن إجمالها بالآتي⁽²¹⁾:

أ- حركة رأس المال:

نظراً لصعوبة إيقاف حركة رأس المال من الدخول إلى دولة معينة أو مجموعة دول، تلجأ بعض الدول إلى وضع القيود أو الضرائب وكذلك الرقابة على حجم رأس المال الداخل والقروض الداخلة. وذلك لتفادي الفجوة في الميزانية القومية بين الموجودات الوطنية والالتزامات الوطنية وخاصة في الأجل القصير، إذ أن الفجوة ستؤدي بلا شك إلى أزمة مالية.

ب- سعر الصرف:

يعد سعر الصرف أحد العناصر المؤثرة والمتأثرة في الآزمات المالية. ففي حالة ثبات سعر الصرف) وتقييم العملة بأكثر من قيمتها الحقيقية فإن التأثير يكون سلبياً على الحساب الجاري لانخفاض القدرة التنافسية للسلع المحلية مما يقلل الصادرات، وينعكس سلباً على القطاع المالي.

أما في حالة (تعويم سعر الصرف)، فإن الأزمة المالية مهما كانت أسبابها ستؤثر في قيمة العملة وتؤدي إلى انخفاض قيمتها وسعر صرفها، الأمر الذي يؤدي إلى خسائر يتكبدها المدخرون والمستثمرون بالعملة المحلية، وتحدث الأزمة.

ج- الفجوات:

في ظل سعر الصرف الثابت تتسع الفجوات والتباينات بين أسعار الفائدة ومؤشرات الأسعار ومعدلات النمو، وكذلك الفجوة بين الادخار والاستثمار ستتسع، وهذه الاختلافات والتباينات تعد من مظاهر الأزمة.

د- السياسات:

إن تبني سياسات الانفتاح والتحرر المالي من قبل الدول النامية دون وضع تسلسل وتوقيت لإجراءات تلك السياسات بشكل مناسب، عادة ما يؤدي إلى اختلالات في النظام المالي تقود في محصلتها إلى الأزمة.

هـ - الحركة غير المستقرة:

ويقصد بها تلك المشكلة التي يكون مصدرها المؤشرات المستمدة من المعلومات المالية والاقتصادية، ومضمون المشكلة هو التباين بين المفهوم الحركي المتدفق (flow) أو ما يطلق عليه بالتيار، والمفهوم الساكن (stock) والذي يطلق عليه بالرصيد. ويمكن تصنيف هذه المؤشرات كما يأتي:-
المؤشر الأول: (المتدفق - المتدفق).

وكمثال على هذا المؤشر (نسبة الادخار إلى الاستثمار) و(نسبة رأس المال كتدفق داخل إلى عجز الحساب الجاري).
المؤشر الثاني: (الساكن - المتدفق).

وكمثال على هذا المؤشر (نسبة القروض كمتغير ساكن إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغير متدفق).
المؤشر الثالث: (الساكن - الساكن).

ويقصد به تلك المؤشرات التي تعتمد على بيانات ميزانية النظام المالي، مثل (نسبة القروض كمتغير ساكن إلى الموجودات كمتغير ساكن).

المبحث الثالث

الأزمات المالية الإقليمية المعاصرة

أولاً: الأزمة المالية في المكسيك عام (1994).

تعد الأزمة المالية في المكسيك عام (1994) من أخطر الأزمات التي مر بها الاقتصاد المكسيكي بعد أزمة الديون عام (1982)، نتيجة لاستخدام أسلوب الصدمة في التكيف الاقتصادي (Shock Method) ولقد كانت هذه الأزمة نتاجاً لبرامج التكيف المتمثلة بالانفتاح والتحرير والخصخصة وإزالة القيود على تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة. ومن أبرز سمات الأزمة في المكسيك (22) :-

أ. ارتفاع نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي، حتى بلغت نسبة تجاوزت (10٪).

ب. ارتفاع حجم الائتمان الاستهلاكي لقطاع الأفراد وتفاقم مشكلة عدم القدرة على السداد، حيث بلغت نسبة الديون المدومة إلى (GDP) حوالي (15٪)، مما انعكس سلباً على الأداء الاقتصادي للمكسيك بعد منتصف عام (1994)

ج. انخفاض قيمة العملة المكسيكية (البيزو) منذ منتصف الثمانينات وحتى عام (1994)، ثم أخذت بالانخفاض بشكل متسارع وقت الأزمة.

د. ارتفاع سعر الفائدة والانخفاض المستمر في هامش الربح لوحدات الأعمال أدى إلى انخفاض حجم الاستثمارات العامة والخاصة.

هـ. الحركة السريعة لرؤوس الأموال الهائلة (قصيرة الأجل) شكلت أزمة ضربت الأسواق المالية بسبب سياسات التحرير الكبيرة، مما أدى إلى عدم الاستقرار وتذبذب الأداء الاقتصادي وتفاقم العجز في الميزان التجاري مما شكل أزمة مالية بالغة التأثير.

ثانياً:- الأزمة الاقتصادية في جنوب شرق آسيا (1997).

إن الأزمة الاقتصادية التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا وتحديداً (كوريا الجنوبية، تايوان، سنغافورة، هونج كونج وتايلاند) كانت بالغة التأثير على مسيرة النمو الاقتصادي في هذه الدول التي خطت خطوات واسعة في طريق النمو الاقتصادي.

وبالرغم من ندرة الموارد الطبيعية فإن هذه البلدان التي اعتمدت على العالم الخارجي في توفير كثير من احتياجاتها فإن تجارب النمو في هذه الدول أثارت إعجاب العالم حتى أطلق عليها اسم المعجزة الآسيوية (The Asian Miracle). وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه المعجزة قامت على مجموعة أسس أهمها⁽²³⁾:

- أ. دور الدولة الفاعل في خلق بيئة اقتصادية مؤاتية للاستثمار والنمو.
- ب. توفر العمالة المحلية الرخيصة.
- ج. اعتماد الليبرالية الموجهة لتنشيط آليات السوق والتجارة الحرة مع دور فاعل للدولة في ضبط إيقاع الحركة الاقتصادية.

إن التحدي الكبير أمام هذه البلدان هو كيفية جعل معدل نمو الصادرات أعلى من معدل نمو الواردات، واعتماد التوجه التنموي نحو الخارج بحيث يلعب قطاع الصادرات فيها دور مضخة للنمو. ومن أجل مواجهة هذا التحدي اعتمدت مجموعة من السياسات أبرزها:-

- أ. توفير حوافز كثيرة للمصدرين، مثل الاهتمام بالموانئ والمطارات وشبكة الاتصالات الداخلية والخارجية والنقل وتوفير التمويل اللازم.
- ب. تطبيق سياسات سعر صرف مرنة وواقعية.
- ج. إنشاء شبكة من المؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين).
- د. إعفاء الاستيرادات من السلع الوسيطة والإنتاجية من الضرائب والرسوم الكمر كية.

هـ. خلق بيئة كلية محفزة للاستثمار والتقدم التكنولوجي في قطاع الإنتاج التصديري.

وقد ساعدت في ذلك بيئة دولية ملائمة من استقرار نظام النقد الدولي في الستينيات من القرن الماضي إضافة إلى المعونات الغربية وسهولة دخول صادراتها إلى البلدان الصناعية الرأسمالية بدون قيود أو معاملة بالمثل، وكل تلك المساعدات قد تكون من جانب الغرب لإنجاح نموذج نمو رأسمالي بديل للنموذج الاشتراكي لا سيما وأن تلك الدول متاخمة للصين وقريبة من الاتحاد السوفيتي السابق.

وفي ظل البيئة الاقتصادية الكلية الملائمة وفي ظل المناخ الدولي الملائم انطلقت تجربة النمرور الآسيوية بالتنمية السريعة وحققت الانجازات الآتية⁽²⁴⁾:-

- أ. تعديل هيكل الناتج القومي وزيادة نصيب الصناعة التصديرية فيه.
- ب. تحقيق تقدم تكنولوجي ومعدلات نمو اقتصادي مرتفعة تتراوح ما بين (5%-8%).
- ج. زيادة في معدلات الادخار والاستثمار والنمو وارتفاع كبير في معدل نمو الصادرات.
- د. ارتفاع مستوى المعيشة ومتوسط دخل الفرد ووصوله إلى مستوى نظيره في البلدان الصناعية، إذ وصل إلى أكثر من (9000) دولار سنوياً عام (1985)، دون حدوث ضغوط تضخمية أو الوقوع في فخ المديونية الخارجية.

1- بداية مشاكل دول النمرور الآسيوية:

منذ منتصف الثمانينات تقريباً بدأت معدلات الاستثمار والنمو والتصدير في التراجع، وظهر العجز في الموازنات العامة وبدأ التضخم يلوح في الأفق، وكان مصدر تلك المشاكل مجموعة عوامل منها:-

- أ. ظهور مشاكل ما بعد التوظيف الكامل من ارتفاع الأجور وظهور الضغوط التضخمية.
- ب. ظهور الحمائية الجديدة في الثمانينات في الدول الصناعية ضد صادرات الدول النامية.

ج. مشاكل الأزمات النقدية العالمية (تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة واضطراب السيولة الدولية). ولمواجهة تلك المتاعب فرضت بعض دول النمرور جملة من الضرائب على الاستهلاك وعلى دخول الشركات الأجنبية، الأمر الذي خفض معدلات الربح المتوقعة وبالتالي حدث انخفاض في وتيرة جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

2- بؤابر الأزمة في دول جنوب شرق أسفا:

إن بداية نشوء الأزمة فكانت بسبب الانهيار في أسعار صرف عملات هذه الدول وفي أسعار الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس يجب أن نبين العلاقة بين سوق الصرف الأجنبي وسوق الأوراق المالية.

في البداية عندما يفتح بلد ما أسواقه أمام رؤوس الأموال الأجنبية فلا بد من وجود آلية لتحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية حتى وان لم يتم تحرير حساب رأس المال بالكامل لضمان التحويل للمستثمر الأجنبي وقتما يشاء. فإذا حدث عجز كبير في ميزان المدفوعات فسيؤدي ذلك إلى انخفاض في قيمة العملة الوطنية مما يدفع الأفراد إلى بيع أوراقهم المالية تجنباً للخسارة المتوقعة، وإذا زاد الإقبال على بيع الأوراق المالية في السوق المالية وتحويل قيمتها من العملة المحلية إلى العملة الأجنبية (كالدولار مثلاً)، فستحدث زيادة في عرض العملة المحلية وينخفض سعر صرفها، كما أن كثرة بيع الأوراق المالية سيسهم في تدهور أسعارها. وقد يتدخل البنك المركزي من خلال الاحتياطات لدعم العملة المحلية، لكن لأمد محدود وقد يستنزف احتياطياته، مما يضعف الثقة الدولية في اقتصاد البلد وبالتالي تضعف قدرته في الحصول على الائتمانات من السوق الدولية فيزداد الأمر تدهوراً.

شكل (20) كيفية حدوث الأزمة المالية في دول جنوب شرق أسفا



المصدر من إعداد الباحثان بالاستناد إلى ما تقدم.

وما تطرقنا إليه سابقا حدث أيضا في تايلاند حيث اندلعت الأزمة فيها، ثم سرعان ما انتقلت إلى بلدان النمر الأخرى لتشابه اقتصادياتها، فلقد ازداد العجز التجاري وارتفع حجم المديونية عام (1996-1997) في تايلاند وتوقع المتعاملون انخفاض سعر الصرف (البات التايلندي)، فقاموا ببيع كميات كبيرة من الأوراق المالية وشراء الدولار، مما دفع بسوق الأوراق المالية وسوق الصرف إلى التدهور والوقوع في الأزمة رغم أن السلطات النقدية فككت ارتباط البات بالدولار وقامت بتعويمه.

والأزمة ذاتها انتقلت إلى ماليزيا وحاولت الحكومة هناك التدخل من خلال البنك المركزي ففقدت (20) مليار دولار من احتياطياتها خلال أسبوع بدون جدوى ثم انتقلت الأزمة إلى البيزو الفلبيني وإلى الروبية الإندونيسية وكان الانهيار حادا، وبالطبع صاحب ذلك هبوط حاد في أسواق الأوراق المالية والبورصات في تلك الدول.

3- الأسباب الحقيقية للأزمة:

أ. تجاوز الديون الخارجية قصيرة الأجل حدود الأمان. مما زاد من مدفوعات الفوائد والأقساط الأمر الذي انعكس سلبا على صادرات البلد مقارنة باستيراداته مما ولد عجزاً في ميزان المدفوعات مساوياً للفرق بين الاستثمار الفعلي والإدخار المتحقق.

ب. ارتفاع عجز ميزان المدفوعات. بسبب تراجع الصادرات الناجم عن الركود الاقتصادي وازدياد حدة التنافس في السوق الدولية فضلا عن زيادة الطلب على الاستيرادات.

ج. الزيادة المفرطة في الاستثمار وقصور الإدخار عن اللحاق به. حيث وصلت نسبة الاستثمار إلى (30%) من الناتج المحلي الإجمالي في حين أن الإدخار أقل من ذلك بكثير.

د. ازدياد تدفقات رؤوس الأموال الخاصة. مثل صناديق الاستثمار التي لعبت دور كبير في انهيار العملات والأسواق المالية في كثير من البلدان.

4- الدروس المستفادة من الأزمة:

يمكن تلخيص الدروس المستفادة من الأزمة المالية بالنقاط الآتية:

- أ. لا يمكن الجزم بشكل مطلق بأن التصدير يقود إلى النمو لأنه قد يزيد من تفاعل اقتصاد البلد مع الآزمات الخارجية.
- ب. إن تحرير حساب رأس المال دون الوصول إلى درجة من التقدم يقود البلد للآزمات والفوضى النقدية.
- ج. وجود علاقة قوية بين زيادة الاعتماد على الموارد المالية الأجنبية قصيرة الأجل وبين الضغوط على سعر صرف العملة الوطنية.
- د. إن تفاقم الديون الخارجية هو سبب مهم لظهور الآزمات الاقتصادية لانصياح البلد لمصالح الدائنين والمستثمرين.

ثالثاً: الأزمة الاقتصادية في روسيا:

بعد انهيار الاتحاد السوفيتي مرت روسيا الاتحادية بمخاض من التحولات الكبيرة في المجالات السياسية والاقتصادية وواجهت الكثير من المشاكل والآزمات، وبالتحديد في الجانب الاقتصادي الذي نحن بصددده الآن. إذ أن الشيوعيين يعتبرون الإصلاح سبباً رئيسياً في أزمة روسيا عام (1998) في حين أن الإصلاحيين يعتقدون أن جزء من الأزمة يعود إلى تأثيرات أزمة دول شرق آسيا، بينما يستند القوميون على نظرية المؤامرة في تفسير الأزمة، وبالتالي فإن الموضوع أوسع من أن ينظر إليه من المنظور السياسي لهذا الفريق أو ذاك.

وتظل الأزمة في روسيا جديدة بالتأمل لأسباب عدة منها:

1. التداخل بين البعدين الاقتصادي والسياسي.
 2. التداخل بين البعدين المحلي والدولي.
 3. التحول والانتقال إلى اقتصاد السوق.
- إن فكرة الإصلاح الاقتصادي موجودة في روسيا وتعود جذورها إلى الستينات على يد الاقتصادي (ليبرمن) ولكنها لم تجد أذنأ صاغية آنذاك، وفي

بداية الثمانينات أصبحت إعادة البناء (البيروسترويك) واقعاً يحتل الإصلاح الاقتصادي جانب الصدارة فيه، الأمر الذي لا يجعل الإصلاح سبباً في الأزمة، أما الإصلاحيين فلهم بعض العذر في الاعتقاد بأن أسباب الأزمة أسيوية بالدرجة الأساس، أما بالنسبة للقوميين فلا داعي لمناقشة نظرية المؤامرة لأنها قد تكون رجباً بالغيب لسنا بصدد.

وإذا نظرنا للاقتصاد الروسي للمدة (1988 - 1995) نلاحظ أن الإنتاج الصناعي انخفض فيه بنسبة (50%)، كما إن الناتج المحلي الإجمالي انخفض بنسبة (40-50%)، وبسبب من الزيادة في السكان والانفتاح الخارجي، فإن حاجات السكان ازدادت، ووسائل إشباعها تقلصت بسبب تراجع الناتج المحلي الإجمالي، مما ولد ردود أفعال على الصعيدين الاجتماعي والسياسي.

ومن هنا يمكن القول أن الخطأ ليس في فكرة الإصلاح لأنها كانت ضرورية، بل كان الخطأ في الاندفاع للأخذ بآلية السوق قبل توفير المقومات الأساسية لنظام السوق المتمثلة بالحرية الاقتصادية والتفاعل التلقائي بين جانبي العرض والطلب فضلاً عن الملكية الخاصة، وهذه المقومات لن تتوفر بين ليلة وضحاها لبلد عاش عقود من الزمن في نظام مركزي وتخطيط شامل، وبما أن من أسباب الأزمة هو التداخل بين البعدين الاقتصادي والسياسي، فإن الفوضى من قبل الحكومة الروسية في اتخاذ القرارات الاقتصادية سبقتها فوضى سياسية أثرت سلباً في الاقتصاد، أما بخصوص البعدين المحلي والدولي، نرى أن البعد المحلي تعثره حالة من انتشار الفساد وتبديد الموارد، أما البعد الدولي فيتجلى في أثر أزمة دول جنوب شرق آسيا.

وجدير بالذكر إن الأزمة المالية في هذه الدول انعكست على الاقتصاد الروسي بالشكل الآتي:-

أ. تراجع النمو في دول جنوب شرق آسيا امتد ليشمل روسيا كدولة منخرطة في الاقتصاد العالمي.

ب. انهيار الأسواق المالية في آسيا أدى إلى توجه رؤوس الأموال إلى روسيا كملاد آمن.

ج. تباطؤ النمو الاقتصادي أدى إلى انخفاض الطلب على النفط مما أضر بالاقتصاد الروسي.

وبعد انتقال الأزمة إلى روسيا حدث انخفاض في قيمة الروبل، ولأجل المحافظة على قيمة عملتها استنزفت الحكومة جميع احتياطياتها كمحاولة لإنقاذ الروبل من التدهور ولكن بدون جدوى، وبعد ذلك حاولت رفع أسعار الفائدة إلى مستويات غير مسبقة فدخلت مرحلة الاستدانة فوصلت ديونها إلى 160 مليار دولار. أما الدروس المستخلصة من الأزمة الروسية فهي كما يأتي:

أ. ضرورة القيام بالإصلاح الاقتصادي بعد تهيئة كافة متطلباته من سياسات وبرامج.

ب. خطورة انتقال رؤوس الأموال الهائلة قصيرة الأجل الباحثة عن اقتناص فرص الربح والملاذ الآمن باعتباره رأس مال مضارب يتحرك بسرعة شديدة ويخلق أزمات مفاجئة.

ج. ضرورة مراقبة الدين الداخلي والعجز التجاري ومحاولة تخفيضيهما، لأن هذين المؤشرين من وجهة نظر المضاربين بداية لانهيال العملة.

د. ضرورة رصد واستطلاع الواقع الاقتصادي والتنبؤ بالأزمة قبل وقوعها من أجل معالجتها ودرء أخطارها.

المبحث الرابع

الأزمة المالية العالمية عام 2008

مر العالم بأزمة اقتصادية ربما تعصف باقتصاديات الكثير من الدول وفي مقدمتها العالم الغربي وتحديدًا الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها أكبر الاقتصاديات الرأسمالية، والتي تمر حاليًا بمشاكل اقتصادية عديدة لم تشهدها منذ الكساد العظيم (1929 - 1933).

إن آليات تجاوز الكساد الكبير كانت من خلال إعادة النظر بسياسات آدم سميث الداعية إلى عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي (مبدأ اليد الخفية)، ولذلك فإذا ما كنا متفائلين في إمكانية تجاوز الأزمة فإن هذا التفاؤل لابد أن يستند في النهاية إلى ضرورة إعادة النظر في النظام المالي والنقدي العالمي ككل.

وصف البعض سيناريو هذه الأزمة بصورة مشابهة (بعض الشيء) لما جرى في دول جنوب شرق آسيا عام (1997) من حيث الانهيار والتراجع الرهيب للمؤشرات الرئيسية في البورصات وما ترتب عليه من انخفاض في مؤشرات أسواق المال.

والاقتصاد الأمريكي يتميز في تشجيعه الإنفاق الاستهلاكي بكل ثمن، لأن ارتفاع مستويات الاستهلاك هو حصيلة ومدعاة لنمو اقتصادي مضطرد، ولأجل تشجيع الاستهلاك تم رفع مستوى الدخل عن طريق التسهيلات والقروض المصرفية بفوائد مغرية، وكان للنمو الاقتصادي والتوسع أن يستمر لولا أن برزت الأزمة عندما عجز المواطن الأمريكي عن تسديد القروض المصرفية الأمر الذي أدى إلى انهيار المؤسسات المالية.

ومنشأ هذه الأزمة يعود إلى إقدام البنوك الأمريكية على منح قروض عالية المخاطر (بضمانات ضعيفة أو بدون ضمانات) لبناء المساكن مما ولد ازدهاراً في سوق العقارات خلال المدة (2001 - 2006)، الأمر الذي شجع البنوك على منح المزيد من القروض بدون ضمانات كافية وبمقابل سعر فائدة أعلى لتعظيم

الربحية، وجددير بالذكر إن إجمالي القروض الممنوحة في هذه المدة بلغ (700) مليار دولار، ذهب جلها لإقراض شركات العقارات والمقاولات.

ومما زاد من حدة الأزمة انه عند عدم السداد لمرة واحدة تأخذ فائدة تعادل ثلاثة أضعاف فوائد القسط الشهري، فضلا عن أن بنود العقود الاقراضية تتضمن رفع الفائدة عن رفعها من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي. إن نجاح شركات العقار في تسويق المنازل لمحدودي الدخل ونجاحها في الالتفاف على قوانين السقف الائتماني نتج عنه ارتفاع أسعار العقار بشكل كبير، وأصبحت المنازل بأسعار أعلى بكثير من سعر الشراء، الأمر الذي دفع أصحاب المنازل لأخذ قروض إضافية من البنوك بضمان منازلهم التي لم تسدد قيمتها بالأساس، بالاعتماد على منح القروض على فرق السعر بين مبلغ الدين والقيمة في السوق.

وفي بداية عام (2007) تزايدت حالات عدم السداد وظهرت الأزمة بوضوح، فأحست معظم البنوك وشركات العقار بالخطر، فقامت ببيع ديون المواطنين على شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان المنازل، ومع تفاقم المشكلة لجأ المستثمرين العالميين لشركات التأمين للتأمين على السندات، وهذه الشركات وجدت من الأزمة فرصة فالمواطن محدود الدخل يعتقد أن المنزل له، وشركات العقار التي لم تستلم قيمة المنزل تعتقد أن المنزل لها، والبنوك أيضا لديها نفس الاعتقاد بحكم منح القرض بضمان المنزل، كما أن شركات التأمين بدورها تظن أن المنزل لها بحكم التزامها بدفع مبالغ السندات للمستثمرين الدوليين في حال عدم السداد⁽²⁶⁾.

إن ارتفاع فوائد الأقساط الشهرية وارتفاع تكاليف المعيشة دفع محدودي الدخل للتوقف عن سداد القروض، مما اضطر الشركات والبنوك لمحاولة بيع المنازل محل النزاع والتي رفض أهلها الخروج منها، فتدهورت أسعار العقارات، فأصبحت لا تغطي مبالغ شركات العقار ولا البنوك ولا حتى شركات التأمين. وفي أيلول (2007) انفجرت الأزمة عندما ارتفعت قيمة الأصول الهالكة نتيجة القروض المتعثرة المرتبطة بالرهون العقارية إلى (700) مليار دولار، فانخفضت قيمة

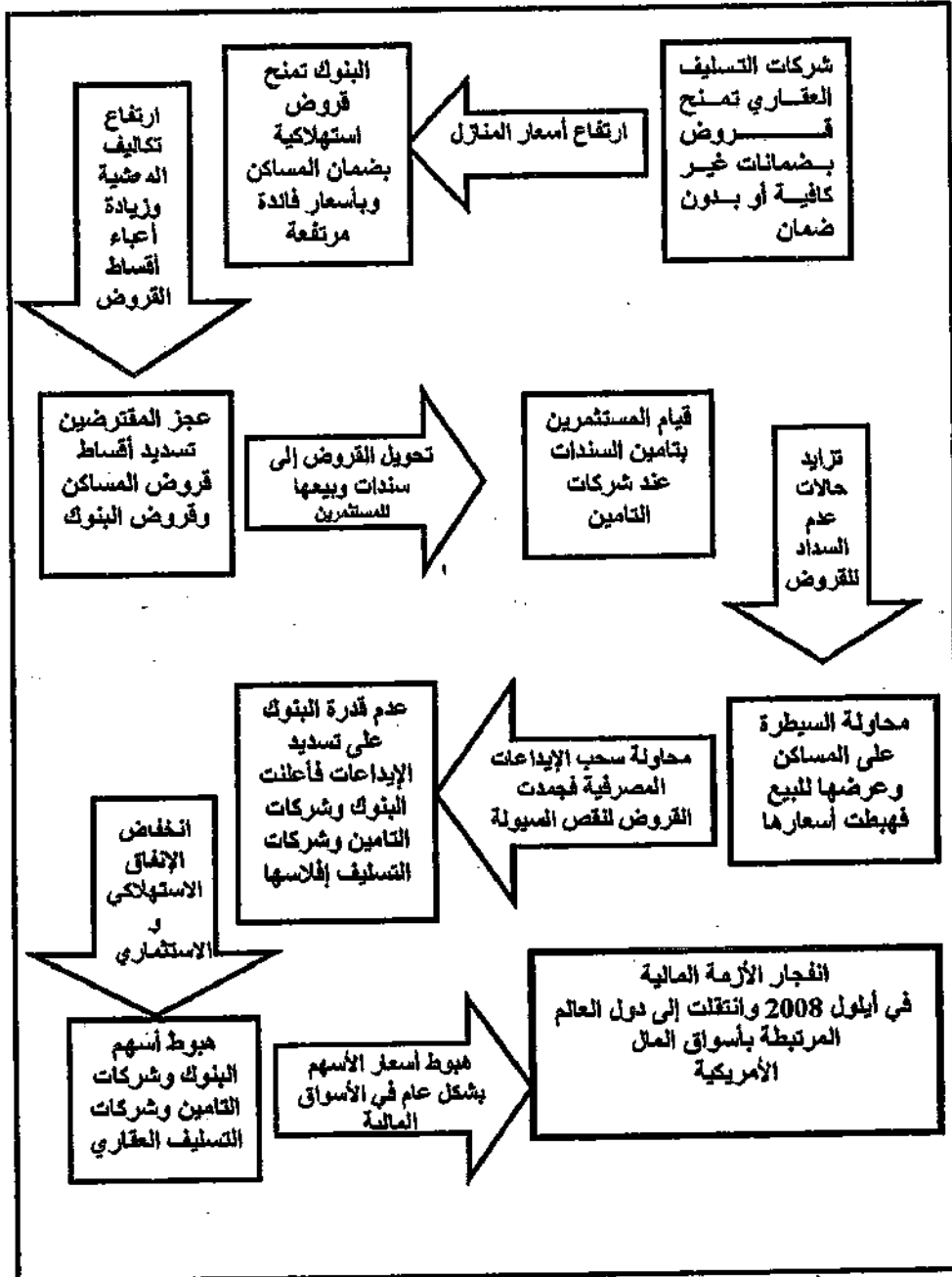
العقارات لزيادة العرض على الطلب، فانخفض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي، لضعف قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، مما مهد لانتهيار الاقتصاد الأمريكي فانهارت المؤسسات والبنوك والأسواق المالية، وكما هو واضح في الشكلين (02، 21).

ولتدارك الأمور وضعت وزارة الخزانة الأمريكية الشركات العملاقة للتسليف العقاري تحت الوصاية، وتوالت تداعيات الأزمة لتطال مؤسسات أخرى مثل بنك (Bear Stearns) وبنوك أخرى مثل (City group)، (Merrill Lunch)، (Lehman Brothers). هذا فضلا عن تأميم المجموعة الأمريكية للتأمين (A.I) لتفادي إفلاسها.

وهكذا أخذت تداعياتها الأزمة تتوالى على البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية في الولايات المتحدة. ولقد أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية خاصة الأوروبية والآسيوية بالسوق المالية الأمريكية إلى أن تطال الأزمة شركات الإقراض العقارية والمصارف وصناديق التحوط وشركات الاستثمار والأسواق المالية في جميع أنحاء العالم⁽²⁷⁾.

شكل (21)

كيفية حدوث الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في أيلول (2008)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى ما تقدم.

أولاً: مظاهر الأزمة الاقتصادية المالية في الولايات المتحدة الأمريكية⁽²⁸⁾

- أ. نقص السيولة في البنوك نتيجة لعدم تسديد القروض مما خلق حالة من الهلع في سحب الإيداعات من البنوك.
- ب. قيام المؤسسات المالية والبنوك بتجميد منح القروض للأفراد والشركات خشية من عدم استردادها.
- ج. انكماش حاد في النشاط الاقتصادي بسبب نقص السيولة والذي دفع المقترضين إلى التوقف عن سداد قروضهم.
- د. انخفاض قيمة أسهم شركات التسليف العقاري والبنوك ومؤسسات التأمين، مما أدى إلى انخفاض مستوى التداولات وانخفاض مؤشرات الأسواق المالية.
- هـ. انخفاض مستوى الطاقة الإنتاجية المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية وبضمانات كبيرة.
- و. ضعف السيولة ولد انكماشاً اقتصادياً بسبب انخفاض المبيعات، لاسيما في قطاع العقارات والسيارات.
- ز. زيادة معدلات البطالة بسبب التوقف عن الإنتاج والإفلاس والتصفية.
- ح. زيادة طلبات الإعانة الاجتماعية من الحكومة.
- ط. انخفاض معدلات الاستهلاك والادخار والاستثمار، مما أدى إلى الكساد والبطالة.

ثانياً- الأسباب الاقتصادية التكنيكية لازمة المالية.

1- البنوك التجارية.

من المعروف إن ميزانية أي بنك تجاري (Balance Sheet) تتكون من طرفين أو جانبين هما (الأصول) و(الخصوم) ويعبارة أخرى استخدامات أموال البنك و مصادر هذه الأموال، وإذا علمنا إن مصادر الأموال تتكون من مصدرين رئيسيين هما، مصدر داخلي متمثل برأس المال (حصة المساهمين) ومصدر خارجي ممثل بالودائع بمختلف أنواعها، حيث تعمل البنوك على استقطاب الودائع من

العملاء مقابل فوائد منخفضة عادة، وتقوم بتوظيفها من خلال الاستثمار أو إقراضها للباحثين عن التمويل⁽²⁹⁾.

ونتيجة للآزمة أعلنت البنوك إفلاسها، والإفلاس هو الموقف الذي تعجز فيه المؤسسة المصرفية عن مواجهة التزاماتها حيث تكون قيمة (الأصول) أقل من قيمة (الخصوم). ولذلك فإن جميع المؤسسات التي أعلنت إفلاسها كانت قيمة موجوداتها (القروض والاستثمارات) أقل من قيمة التزاماتها (الودائع) بكثير، كما يظهر في الشكل (21).

2- شركات التسليف العقاري.

تتكون الميزانية في شركات التسليف العقاري من مصادر الأموال (الأسهم) ومن استخدامات هذه الأموال التي تكون عادة في مجال التسليف العقاري. وعندما يتوقف المقترضون عن سداد أقساط القروض تنخفض الموجودات المالية لشركات التسليف العقاري فضلا عن الأرباح، الأمر الذي ينتج عنه تراجع في إمكانيات هذه الشركات في أداء عملها مما ينعكس سلبا على قيمة أسهمها في الأسواق المالية، إذ تنهار هذه الأسهم وتحدث الأزمة، كما يظهر في الشكل (22).

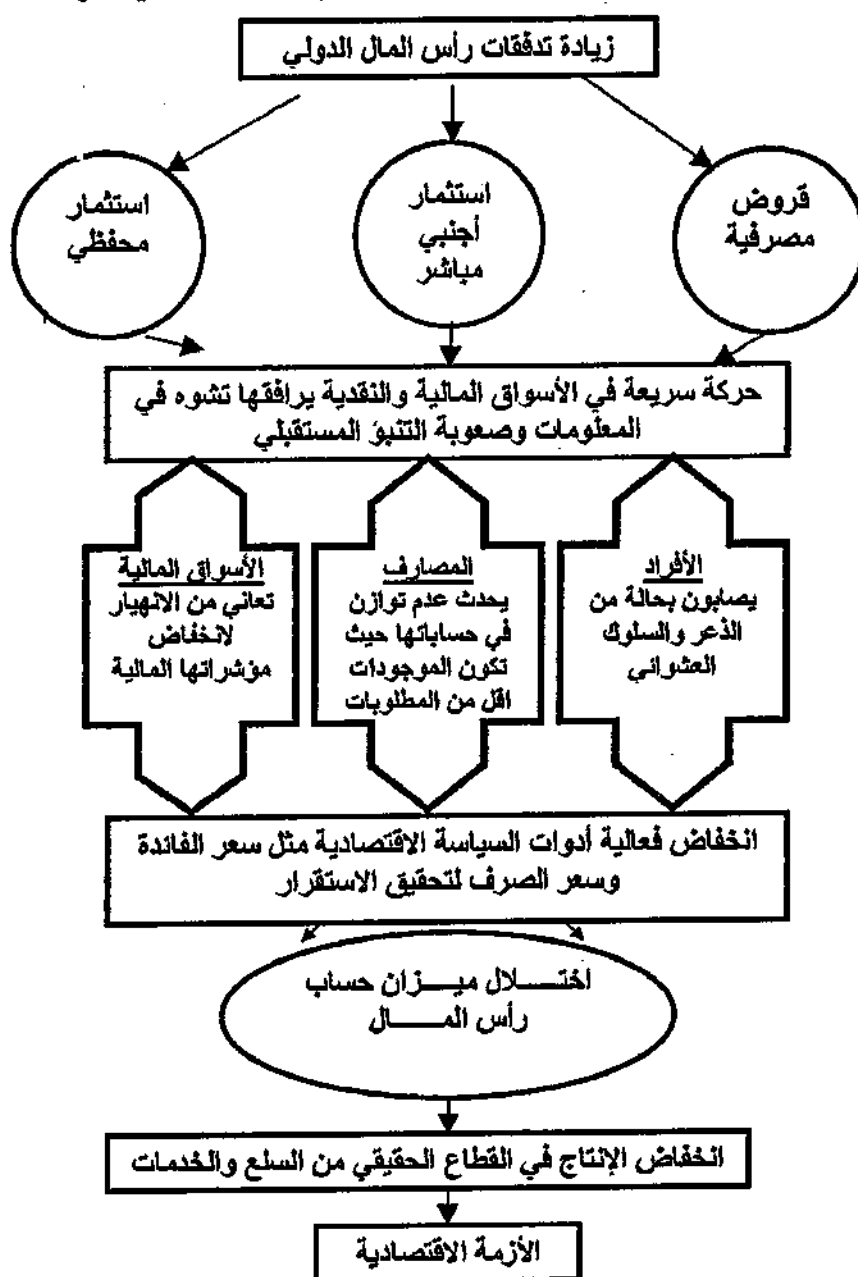
3- شركات التأمين.

إن ميزانية شركات التأمين تتكون من مصادر الأموال وتشتمل على (أسهم الشركة وعوائد ورسوم التأمين) أما الاستخدامات لهذه الأموال فترتكز بالدرجة الأساس على تعويض السندات الخاسرة المؤمن عليها، هذا فضلا عن كل ما يمكن أن يؤمن عليه من أشخاص وممتلكات منقولة وغير منقولة. ففي حالة تعرض السندات لعدم سداد فوائدها وقيمتها الأصلية في نهاية المدة يلجأ أصحاب السندات هذه إلى شركات التأمين لتعويضهم عن خسائرهم، وعند تفاقم حالات عدم السداد تنخفض عوائد التأمين مما يؤدي إلى حدوث الأزمة في شركات التأمين، كما هو واضح في الشكل (23).

وخلاصة القول إن أسباب الأزمة المالية هي في واقعها أسباب مركبة حسب عناصرها، فآزمة شركات التسليف العقاري وآزمة البنوك وآزمة شركات التأمين جميعها أسهمت في انهيار مؤشرات الأسواق المالية في (الوول ستريت)، كما أن آثارها

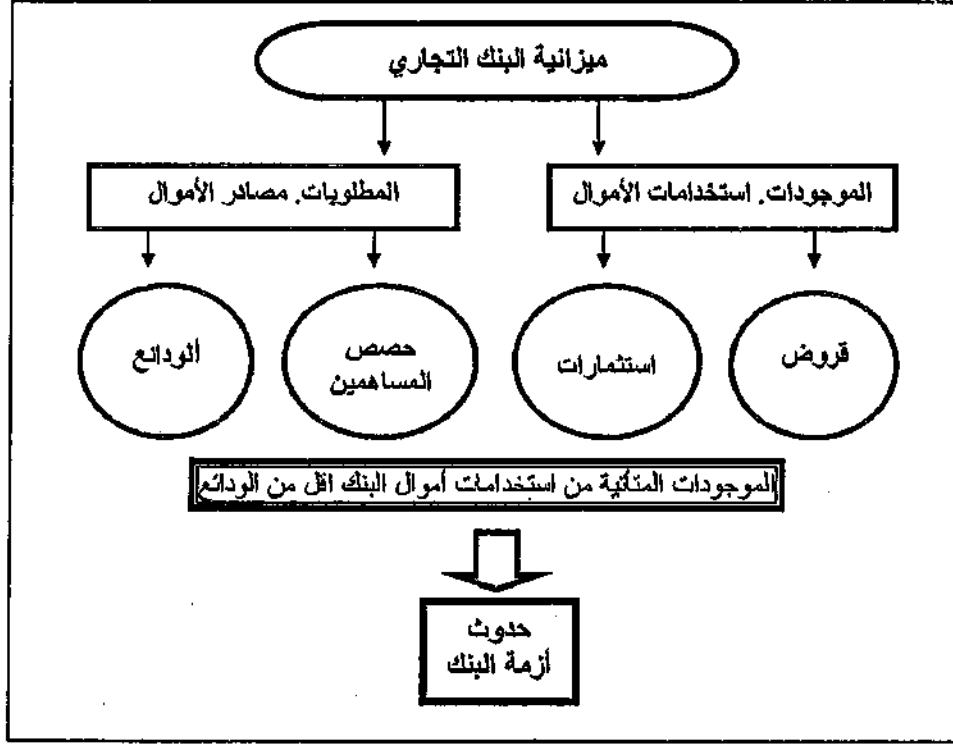
انعكست على مختلف الأسواق المالية في الدول الصناعية والنامية على حد سواء، وتضاعفت آثارها مع انخفاض أسعار المواد الأولية والنفط مما أدى إلى انخفاض الناتج في القطاع الحقيقي وانتشار البطالة، وساد العالم ركود مثل أزمة خطيرة في عالم اليوم.

شكل (22) مخطط يوضح مراحل حدوث الأزمات الاقتصادية الراهنة



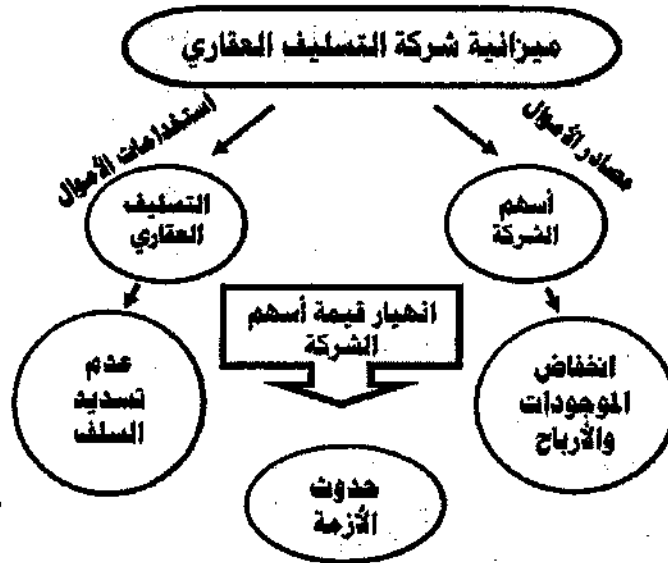
المصدر: من إعداد الباحثان.

شكل (23) كيفية حدوث الأزمة المالية في البنوك



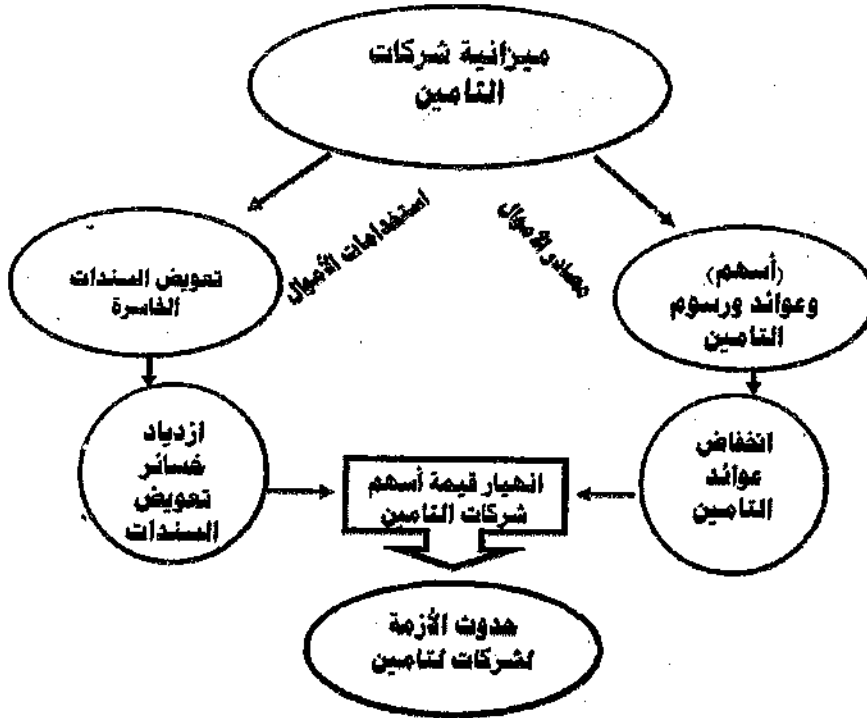
المصدر: من إعداد الباحثان.

شكل (24) كيفية حدوث الأزمة لشركات التسليف العقاري



المصدر: من إعداد الباحثان.

شكل (25) كيفية حدوث الأزمة لشركات التأمين



المصدر: من إعداد الباحثان.

الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية- أيلول (2008):

هناك جملة من الدروس يمكننا الخروج بها من خلال دراستنا للأزمة

المالية، وهي:-

1. بما أن النظام الرأسمالي يرتكز على الليبرالية الاقتصادية فإن هذا النظام يحتوي على الكثير من المتناقضات والتي سرعان ما تبرز في ظهور احتكارات، وفي تطور غير متكافئ لمختلف عناصره، يظهر في شكل أزمات دورية.
2. إن تعاظم دور الاقتصاد الرمزي يؤدي إلى التفاوت بين العمليات المالية والعمليات الحقيقية في الجانب الاقتصادي، الأمر الذي يجعل النظام المالي عرضة إلى هزات عنيفة وسريعة، بسبب عدم الارتكاز على الأنشطة الاقتصادية الواقعية، وعادة ما يؤدي ذلك إلى حدوث الأزمات، مما يتطلب عدم المبالغة بدور الاقتصاد الرمزي بعيدا عن الاقتصاد الحقيقي.

3. إن الثقة المفرطة في الاقتصاد الأمريكي والاعتماد على الدولار كاحتياطي أساسي مسألة مبالغ بها ، لان أمريكا عادة ما تصدر أزماتها إلى الدول الأخرى التي تعاني من جراء ذلك من التضخم المستورد ونقل أعباء عجز الاقتصاد الأمريكي إليها ، من خلال تحكم الأخير بمستوى السيولة الدولية.
4. إن تحول رأس المال المالي إلى رأس مال متخطي للقوميات سعياً وراء أقصى الأرباح من خلال الأصول القابلة للتحويل والعمليات الائتمانية غير المنضبطة أسفر عن ازدياد المخاطر في الأسواق المالية وضاعف من حالة الاضطرابات والأزمات المالية.
5. إن ترك النشاط المالي و الافتراضي في الأسواق المالية والبنوك بدون ضوابط ومحددات عادة ما يؤدي إلى تفاقم الأزمات بسبب البحث عن تحقيق الأرباح العالية بمختلف الطرق التي تخرج عادة عن إطار العرف الإنساني، مما يتطلب وضع ضوابط محددة للنشاط المالي والمصرفي تحد من الانحرافات عن الأسس السليمة للربح المشروع لذا يجب الالتزام بمعايير لجنة بازل لتحديد حجم رأس المال المرجح بالمخاطر وعدم تجاوز الضوابط الائتمانية من حيث الكم وسعر الفائدة.

مصادر وهوامش الفصل التاسع

- 1- نبيل حشاد، الأزمة المالية وتأثيرها على الاقتصاد العربي - WWW.ISEG.COM
- 2- نبيل حاجي نايف، الأزمة الاقتصادية أسبابها ونتائجها، الحوار المتمدن، العدد 2474 ف 2008 / 11 / 23.
- 3- نشرة متابعة أسواق المال العالمية والعربية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مصر، شباط 2010
- 1- المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأزمة المالية العالمية، التداعيات والآثار على اقتصادات الدول العربية، مؤتمر شرم الشيخ، ابريل 2009.
- 2- فؤاد مرسي، "الرأسمالية تجدد نفسها"، عالم المعرفة، الكويت، 1990، ص 264.
- 3- دانييل ارنولد، "تجديد الأزمات الاقتصادية للامس واليوم"، ترجمة: د. عبد الأمير شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 1992، ص 16.
- 4- د. محمد عبد العزيز عجمية، د. محمد محروس إسماعيل، "التطور الاقتصادي"، دار النهضة العربية، بيروت، 1974، ص 227.
- 5- فؤاد مرسي، مصدر سابق، ص 434.
- 6- المصدر السابق، ص 435.
- 7- انظر: د. عبد المنعم سيد علي، د. عبد الرحمن الحبيب، "نظام النقد الدولي للتجارة الخارجية للبلاد العربية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 1986، ص 17.
- 8- فؤاد مرسي، "التحدي العربي للازمة العالمية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 1986، ص 21.
- 9- انظر- د. علي الراوي "التضخم الركوندي في النظام الرأسمالي"، مجلة النفط والتنمية، العدد 2، آذار - نيسان 1990، ص 83-103.
- 10- فؤاد مرسي، "التحد العربي للازمة الاقتصادية العالمية"، مصدر سابق، ص 24.
- 11- د. عمر صقر، "العولة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، القاهرة، ص 2001، ص 6.
- 12- فؤاد مرسي، "الرأسمالية تجدد نفسها"، مصدر سابق، ص 242.

13- انظر: د. عماد محمد علي، "اندماج الأسواق المالية الدولية"، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص 187.

14- د. عثمان حرب، "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 77.

15- د. سمر كوكب الجميل، "التمويل الدولي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، جامعة الموصل، 2002، ص 416.

16- المصدر السابق، ص 420.

17- نفس المصدر، ص 437.

18- د. جودة عبد الخالق، "الدروس المستفادة من أزمة المكسيك"، مجلة مصر المعاصرة، 1996.

19- إبراهيم دبدوب وآخرون، "ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم" مؤسسة شومان، عمان، 1998، ص 35.

20- المصدر السابق، ص 38.

21- نفس المصدر، ص 59.

22- د. اشرف محمد دوابه، "الأزمة الاقتصادية العالمية: الطريق الأول للحل" namaa@ialt.com.

23- فلند شتاين مارتين، "الاقتصاد الأمريكي يدور في حلقة مفرغة"

[http: International center standers of America.com](http://InternationalcenterstandersofAmerica.com).

24- حسين شحاتة "الأزمة الاقتصادية.. الأسباب والبدائل"

www.Darelmashora.com

25- خليل أبو سليم، "أسباب الأزمة المالية"

Kalilabosaleem@yahoo.com

الفصل العاشر

المخاطر المالية والمصرفية

مقدمة

شهدت المؤسسات المالية والمصرفية والأسواق المالية على مستوى العالم العديد من التطورات ولاسيما في العقدين الأخيرين من القرن العشرين الماضي تمثلت بالاتجاهات الحديثة للتمويل الدولي في الأسواق المالية والمصرفية خاصة في ظل التطور الهائل لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، فضلا عن برامج التحرير المالي والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال عبر الحدود، ولما كانت المؤسسات المالية والأسواق تمارس عمليات الوساطة المالية المتنوعة وتدوير الأموال بين الوحدات، إضافة إلى وظائف أخرى غير الوساطة.

لقد صاحب الأعمال المتنوعة للمؤسسة المالية والتطورات الحديثة في النظم المالية، تفاقم المخاطر وتنوعها التي تعترض عمل النظم المالية من جهة وعجز سبل التغطية التقليدية في التخلص منها من جهة أخرى، وكل ذلك دفع القائمين على الهندسة المالية إلى تأسيس حقل مصرفي جديد تحت عنوان المخاطر المالية وإدارتها لتشكل ركيزة للثقافة المالية الجديدة التي تستلزم وضع استراتيجيات بالاعتماد على الأساليب العلمية في التنبؤ بحدوث الخطر ووسائل قياسه ومواجهته.

وطبيعي أن المؤسسة المالية التي تمنح الائتمانات فهي عرضة لخطر الائتمان، وعندما نتعامل بمنح القروض فهي معرضة لخطر عدم سداد المقترض، وهكذا فعندما نتعامل المؤسسة المالية مع سعر الفائدة فهناك خطر تقلبات الفائدة، والأهم من كل ذلك تتعرض المؤسسة المالية لخطر السيولة وهي تؤدي وظيفة قبول الودائع من وحدات الفائض المالي، وهكذا فالمؤسسة المالية اليوم عرضة للعديد من الأخطار سوف يتناولها هذا الفصل.

أولاً:- مفهوم الخطر The Concept of Risk

لما كانت المؤسسات المالية الوسيطة وغير الوسيطة هي بمثابة شركات أعمال تمارس الأعمال المالية ومن خلال تدوير النقد وتوجيهه ما بين وحدات الفائض والعجز، فضلاً عن التوجيهات الحديثة للعمل المصرفي ولاسيما العمل وفق أسس ومبادئ الصيرفة الشاملة وعدم الاقتصار على القيام بتنوع محدد من الأعمال المالية، وعملها هذا يستلزم التعامل ومواجهة العديد من الاخطار والمتمثلة باحتمالية حدوث خسائر، وان وقع الخطر فهذا يعني تحقيق خسارة فعلية تظهر في كشوفات تلك المؤسسة او السوق المالي، وقد لا يقع الخطر ويتم تجنبه من قبل ادارة المؤسسة وهذا ما يسمى في حقل الادارة المالية (ادارة الخطر)، ولا توجد ختمية لوقوع الخطر عند المؤسسة او السوق المالية وانما هي توقعات مستقبلية، وما دامت المؤسسات والأسواق المالية تمارس نشاطات عديدة فان مصادر وقوع الخطر هي الاخرى كثيرة، متمثلة بالتغيرات التي تحدث في مناخ البيئة او المحيط التي تتعامل معها تلك المؤسسات والأسواق، وتلك البيئة ليست ثابتة ولو كان كذلك لكان هنالك حالة تأكد تام من المستقبل وكل شيء معلوم وموثق ويجري وفق ما مخطط له، ولكن البيئة المالية تتصف بالحركية والتغيير الدائم تماشياً مع التطورات وثورة المعلومات، ولا بد للمراكز المالية ان تواكب ذلك بكل اعمالها، وقد تتعرض تلك المراكز المالية للمخاطر المتنوعة نتيجة هذه الحركة في البيئة المالية. ومن كل ذلك يعرف الخطر بانه (احتمال الخسارة او احتمال الحصول على عائد اقل من المتوقع، بمعنى انها التغير في العائد على الاستثمار بالنسبة للعائد المتوقع منه بمعنى ان العائد غير مضمون)⁽¹⁾.

وقد عرف الخطر ايضا (امكانية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع، وبمعنى ذلك ان هناك تقلباً في عوائد الاستثمارات)⁽²⁾.
كما عرف ايضا (فرصة لتحقيق خسارة مالية او هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع)⁽³⁾.

ان مصطلح المخاطرة وكما يراه الاقتصاديون يمثل كل من احتمالية الحصول على مكسب وكذلك التعرض لخسارته، بمعنى البعد او الانحراف عن اليقين في أي من الاتجاهين، فمثلا الورقة المالية ذات العائد الثابت (السند) قد يتصف بان يكون هناك احتمال الخسارة له يساوي صفر، واحتمالية 10% ان يحقق عائد مقداره 2% واحتمالية 90% تحقيق عائد 5%، وهذا السند تكون مخاطرة اعلى من سند اخر فيه احتمالية 2% تحقيق خسارة مقدارها 2% واحتمالية 98% تحقيق عائد 2%.

ثانياً: انواع المخاطرة Types of Risk

تبنى المختصون تصنيفات عدة للمخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية وقد صنفّت إلى مخاطر منتظمة (Systematic Risk) وهي تصيب كافة المؤسسات وادواتها المالية وتؤثر على عوائد وارباح الجميع، وبالتالي فهي تؤثر على نشاط كل المؤسسات المالية العاملة في النظام المالي بصورة عامه، كما ان هذا النوع لا يمكن تجنبه من خلال تنويع المحفظة المالية ومن امثلة هذا النوع من المخاطر (مخاطر سعر الفائدة ومخاطر القوة الشرائية اضافة إلى مخاطر الدورة الاقتصادية من كساد او رواج، علاوة على مخاطر السياسة)، اما النوع الاخر من المخاطر فيدعى المخاطر غير المنتظمة (UNSystematic Risk) وهذا النوع له علاقة بالمؤسسة المالية نفسها ويصيب هذا النوع ورقة مالية دون غيرها او تصيب صناعة دون غيرها، ويمكن للمستثمرين التخلص منه او تخفيضه بواسطة التنويع مثل مخاطر الصناعة التي تنجم عن ظروف خاصة بها، مخاطر ادارة الاعمال، المنافسة، اسعار المواد الاولية.

وبشكل عام يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية

بالشكل التالي:

شكل (26) أنواع المخاطر للمؤسسات المالية

ت	نوع الخطر	سبب تعرض المؤسسة المالية له	اعراضه المتوقعة
1	خطر سعر الفائدة	تغيرات سعر الفائدة	خسارة متوقعة
2	خطر السوق	تغيرات الاسعار بشكل عام	خسارة متوقعة
3	خطر الائتمان	عدم السداد أو تاخره	مشكلة سيولة وربحية
4	خطر البنود التي لا تظهر في الميزانية	الموجودات والمطلوبات التي لا تظهر في الميزانية	= = =
5	خطر العمليات والتكنولوجيا	التطورات التكنولوجية والعملياتية	مشكلة في العائد المتوقع
6	خطر تبادل العملات	تغيرات اسعار الصرف	خسارة متوقعة
7	خطر الدولة	تغيرات في النظم والقوانين والتشريعات	خسارة متوقعة
8	خطر السيولة	عدم القدرة على السداد	نقص في الموجودات السائلة
9	خطر العسر المالي	عدم القدرة على التسييل والسداد	خسائر وتصفية متوقعة
10	خطر كفاية راس المال	عدم القدرة النهائية على السداد	تصفية مع عدم قدرة على السداد النهائي للمالكين والمقرضين والمودعين
11	الخطر السياسي	تغيرات في البيئة التي تحيط بالمؤسسة المالية	خسارة متوقعة
12	خطر الاستثمار	تدني عائد الاستثمار لحد يقل عن كلفة الاموال	خسارة متوقعة
13	اخطار اخرى	متعددة	متعددة

المصدر: د. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى ادارة المؤسسات المالية، ط1، دار ابن الاثير، 2012، ص210

1- المخاطر الائتمانية :- (Credit Risk)

يعني هذا الخطر هو احتمالات عدم التسديد أو دفع الالتزامات أو تأخير دفعها من قبل المقترض، أي الخسائر المحتملة والناجمة عن عدم قيام العميل بالوفاء بالتزاماته اتجاه المؤسسة المالية بالوقت المحدد والتي تتأثر بها إيرادات المؤسسة ورأسمالها، وتعتبر القروض أهم مصادر خطر الائتمان، إضافة إلى مصادره الأخرى

المتمثلة بالأوراق المالية القابلة للتسويق والبيع باستثناء الأوراق المصدرة من قبل الحكومة وهناك خطر ناجم عن المشاركات في حق الملكية. وخطر الائتمان قد يكون سببه العميل الفرد وعدم قدرته على إعادة القرض أو فائدته للجهة المانحة للقرض، أو أن يكون سببه مؤسسة الأعمال وعدم امكانياتها في تسديد ما استلفته من المؤسسة المالية، أو قد يكون ناجم عن الدولة المقترضة وعدم وفائها للمؤسسة المالية مانحة القرض بتسديد مستحقاتها.

العوامل المؤثرة على القرار الائتماني:-

- أ. التركيز في منح الائتمان:- أن هذا العامل يقع في الأهمية من حيث كونه يؤدي الى الوقوع في مشكلة الخطر، فعندما يتركز الائتمان في قطاع معين أو يتركز عند عملاء معينين سواء كانوا أفراداً أو شركات أعمال، فسوف تكون احتمالية وقوع الخطر عالية لتلك المؤسسة المالية.
- ب. ضعف عمليات الإدارة:- أغلب الدراسات التي تناولت هذا النوع من الأخطار اوضحت أن السبب وراء الوقوع بخطر الائتمان هو ضعف عمليات إدارة وضمان الائتمان وتنظيم الائتمان وكان ذلك واضحاً عند مراجعة أسباب الكثير من الازمات المصرفية التي حصلت لمؤسسات مالية مصرفية في جنوب شرق آسيا عام 1997 وكذلك روسيا وتركيا والولايات المتحدة الأمريكية والتي تجمعت لديها مبالغ كبيرة من القروض المتعثرة وغير المغطاة برأس المال والاحتياطيات.
- ج. ظروف الاقتصاد والسيولة:- غالباً ما تظهر مشاكل عدم السداد والوفاء بالالتزامات بحالة و ظروف الاقتصاد فعند فترة الانتعاش الاقتصادي فتقل مشاكل النكول وعدم الوفاء من قبل العملاء، أما إذا كان الاقتصاد يمر بدورة الركود الاقتصادي ونقص السيولة فإن خطر الائتمان يظهر الى الوجود.

وسائل التخفيف من مخاطر الائتمان:-

- أ- أهمية مكاتب وشركات الاستعلام:⁽⁶⁾ تكمن أهمية نظام الاستعلامات في توفير المعلومات المتكاملة عن طالبي الاقتراض سواء كانوا أفراداً أو شركات أو دول لتوخي الحيلة والحذر في منحها الائتمان وبما يساهم في تخفيض المخاطر الائتمانية، ويمثل نظام الاستعلامات أهمية

عالية للمؤسسة المالية فهو يساعد مجلس إدارتها في صناعة القرار والحفاظ على اتساقها مع المتغيرات المحلية والدولية والقدرة على مواجهة ظاهرة الديون المتعثرة قبل حدوثها، أن تلك الشركات وظيفتها الأساسية هو امداد صانعي القرار الائتماني بكم متدفق من المعلومات والبيانات بالحجم والشكل والكلفة والوقت المناسب عن طالبي الاقتراض لتكون تلك البيانات التي تساعد المؤسسات المالية في تكوين القرار الائتماني، وتدار تلك الشركات اما من قبل القطاع الخاص وهو حال اغلب الدول المتقدمة، في حين قد ترتبط بالبنوك المركزية في غالبية البلدان النامية ومنها العربية وبموجب اسس ومعايير يحددها البنك في حالة ارتباطها بالقطاع الخاص. فهناك شركة (شمسه) في السعودية، وشركة (شبكة معلومات الائتمان) في الكويت تدار من قبل القطاع الخاص، كما انشا العراق حديثا شركة للاستعلامات بإشراف البنك المركزي العراقي.

ب- الابتعاد عن الائتمان الموجه:

بالتزامن مع تحرير اسعار الفائدة لابد من ازالة الضوابط على تخصيص الائتمان المقدم من قبل المصارف والابتعاد عن الائتمان الموجه لقطاعات معينة، كما لابد من ازالة كافة المعايير والمبادي المتشعبة التي كانت تحدد هيكل اصول المصارف، كما لابد من ازالة الاعانات الائتمانية، وايضا عدم العمل بمبدأ اسعار الفائدة التفضيلية (Preferential rate)، ولابد من ترك فرض القيود على الشراء الالزامي لأدوات الدين العام والتي تفرض على المؤسسات المصرفية، كل ذلك يمكن ان يحد من الوقوع في مشكلة القروض المتعثرة⁽⁷⁾.

ج- وكالات التصنيف الائتماني^(*): تسترشد اغلب المؤسسات المالية اليوم بما تنشره مؤسسات تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين سواء كانوا شركات او

(*) التصنيف الائتماني (GCR) Global Credit Rating : مقياس لتقدير امكانية الجهة المقترضة على الوفاء بالتزاماتها في مواجهة المقترضين، ويتعبير آخر معرفة مخاطر عدم سداد المقترض (مصدر السند) في الوفاء (قيمة القرض والفوائد) للمقرض (حامل السند). ويتم تصنيف دول العالم ائتمانياً بسلم تصنيف يتكون من اربع درجات (D, C, B, A) إلى جانب المتغيرات التي تمثل اشارة (+) أو (-) وبتكرارات مختلفة.

دول، والعلاقات التي تحصل عليها لتكون دليلا واضحا للمؤسسة المالية في صنع واتخاذ القرار الائتماني اتجاه المستثمرين، وهذه الوكالات متخصصة في تجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالمستثمرين وتحليلها وتزويدها للمؤسسات المالية لتبين فيها مقدرتها على الوفاء بالتزاماتها فضلا عن درجة المخاطر التي تحيط بشركات الاعمال والدول، والدولة والشركة التي تحتاج الى الاقتراض لابد لها من جلب شهادة التصنيف الائتماني لها والصادرة من احدى مؤسسات التقييم الدولية مثل شركة باعتبارهم اكبر ثلاثة مؤسسات للتقييم الائتماني، فمثلا شركة Fitch Ratings, Standard & poors, Modys تأخذ بالحسبان عند اصدارها للتقييم لأية مستثمر كلا من خطر الاعمال Business Risk الذي يضم تقسيم السمات وخصائص الصناعة والوضع التنافسي لكل شركة اعمال وجمعها وقدراتها، في حين يضم الخطر المالي Financial Risk نوعية الاجراءات والمحاسبية والرسمية وهيكل راس المال والتدفقات النقدية والمقدرة على التغيير والسياسة المالية. وطيا.

د- السياسة الاقتراضية:- يعني القائمون على المؤسسة المالية بأهمية تخطيط وتنفيذ السياسة الاقتراضية وكيفية ادارتها لتكون اكثر فاعلية فيما يتعلق بوظيفة الاقتراض والتي تستطيع المؤسسة المالية على اساس ذلك بناء نظام سليم للإقراض وادارة مخاطره، كما ان تلك السياسة يجب ان تحتوي على خطوط عريضة تخص التسهيلات الائتمانية وكيفية ادارة محفظتها وتتضمن الامور التالية:-

- مدى تركيز الائتمان - انواع القروض - الحدود الجغرافية للقروض - المعلومات المالية
- تسعير القروض - سلطة الاقتراض - عملية التقييم - كيفية تحصيل القروض

قياس خطر الائتمان:-

يتوجب على القائمين على ادارة المؤسسة المالية قياس هذا الخطر، ولا بد عند اتخاذ قرار الائتمان الممنوح لأي مقترض معرفة وقياس احتمالية عدم السداد من قبل المقترض، وطبيعي ان قياس ذلك يعتمد على ما لدى المؤسسة المالية من

المعلومات والبيانات حول المقترض. وهناك عدة طرق أو نماذج لقياس هذا الخطر منها :-

أ- النماذج النوعية :- وتعتمد هذه النماذج في حالة عدم توفر المعلومات الكافية عن المقترض، وبالتالي لا بد لمدير المؤسسة العمل جاهدا على تجميع المعلومات من مصادرها المتنوعة أو الحصول عليها من الشركات المتخصصة ومكاتب الاستعلام عن المقترضين وبالتالي يمكن لتلك المعلومات مساعدة ادارة المؤسسة المالية من صنع القرار الائتماني من عدمه، وعلى الرغم من تاثر تلك المعلومات وتغيرها بعد فترة زمنية معينة سواء ما يتعلق بالمقترض أو السوق. فالعوامل التي تخص المقترض تتعلق بسمعته وسيرته التاريخية ونسبة القروض المدين بها لمؤسسات مالية اخرى والضمانات التي يمكن ان يقدمها، اما العوامل المتعلقة بالسوق فهي الظروف الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد ومستوى سعر الفائدة وسعر الصرف.

ب- النماذج الكمية :- وبموجب هذه النماذج تستخدم البيانات الكمية والتحليل الكمي لمعرفة أو التنبؤ بحالات عدم السداد ومن هذه النماذج :-

■ نموذج الاحتمال الخطي :- ويعتمد على البيانات التاريخية ومنها النسب المالية والمحاسبية لمدخلات النموذج لتوضيح حالات عدم التسديد التي تواجهها المؤسسة المالية، وبموجبه تقسم القروض إلى مجموعتين الأولى تضم القروض التي سددت والثانية التي لم تسدد، وخضوع المجموعتين للانحدار الخطي لتحديد المتغير السببي والذي يعبر عن المعلومة الكمية الخاصة بالمقترض مثل درجة اعتماده على القرض أو ربحيته، وتقدر معلمات النموذج وفق معادلة الانحدار الخطي البسيط.

■ نماذج التراكم الاحتمالي :- يفترض النموذج ان احتمالية عدم السداد تقع بين الصفر والواحد الصحيح وهي موزعة وفقا للدالة :-

$$f(z) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

حيث ان $f(z)$ = التراكم الاحتمالي لعدم السداد للقرض.

z = معلمة تقدر بواسطة الانحدار وبواسطة نموذج الاحتمال الخطي.

■ نماذج التمييز الخطية:- وهذه النماذج تقسم المقترضين إلى صنفين الأول مقترض بخطر عدم السداد العالي، أما الثاني مقترضون بخطر عدم السداد المنخفض، ويتم تطبيق النموذج التمييزي على أساس المتغير (Z) كمؤشر لتصنيف المقترضين، ويعتمد التصنيف على عدد من المتغيرات تمثل نسبا مالية للمقترض.

2- المخاطر الأخلاقية: Moral Hazard

بمجرد ان تنتهي عملية توقيع عقود الصفقات المالية وتصبح سارية المفعول سواء في مجال الاقتراض او أي مجال مالي اخر تتباين مصالح اطرافه فمثلا لو ان مصرفا اقترض احد العملاء فانه أي المصرف يواجه خطر اخلاقي يتمثل بان المقترض بدلا من ان يسدد القرض هرب الى الخارج رغم مقدرته على السداد. وحتى المقترض ذو السمعة والسيرة الكبيرة يمكن ان يصنع خطرا اخلاقيا بقيامه بتوظيف القرض بمجالات غير منتجة او في مجالات مخاطرها عالية وكل ذلك يزيد من مشكلة عدم السداد. وافترض ايضا انك حصلت على وثيقة تأمين على سيارتك، فهذا قد يجعلك تنام ببساطة، وقد تصبح اقل حرصا عليها، مثل عدم اغلاقها او الوقوف بها في الشوارع المزدحمة وغيرها، وكل ذلك ناتج من تفكيرك بان تكلفة سيارتك اصبحت اقل بسبب التأمين وبالتالي اصبحت اقل حرصا عليها وقد تحمل شركة التأمين عبئ اكثر بتصرفاتك هذه، وهذا ايضا يقع ضمن المخاطر الاخلاقية.

3- المخاطر السياسية:-

تتصف بيئة اعمال الادارة المالية الدولية بتعرضها إلى الاخطار السياسية مثلما تتعرض لأخطار تبادل العملات، والخطر السياسي له اثاره الكبيرة على بيئة الاعمال، ومن الصعب ايضا التنبؤ به اسوة بباقي انواع المخاطر، وقد كان الربع الاخير من القرن العشرين الماضي كفيلا ان يوضح لنا الكثير من الاخطار السياسية، فعمليات التأمين لكثير من الشركات الأجنبية العاملة في الدول النامية في عقدي الستينيات والسبعينيات، وكذلك انهيار الاتحاد السوفيتي السابق وتحوله إلى دول عديدة، وكذلك اتحاد الألمانيتين وهدم جدار برلين، والشئ

الأكثر تكرارا هو العقوبات والمقاطعات والحروب تحت مظلة الأمم المتحدة بفعل القوى السياسية والاقتصادية لبعض الدول ولاسيما الولايات المتحدة الأمريكية وما تستطيع فرضه من عقوبات حصار جماعي على بعض الدول، ان كل تلك الاحداث هي من مثال الخطر السياسي الذي تتعرض له شركات الاعمال ولاسيما المؤسسات المالية ذات النشاط الدولي.

مفهوم الخطر السياسي:-

يعرف بأنه مجمل الظروف والعوامل السياسية التي تؤثر على ارباح الشركات متعددة الجنسية وتحييدها عن تحقيق اهدافها.

ان مصادر الخطر السياسي قد يصعب توقع حدوثها ، وقد تكون كثيرة الحدوث في بلدان العالم النامي التي تمتاز بتغير الحكومات وتغير استراتيجياتها في ادارة البلاد ، حيث لم تكن استراتيجياتها سلسلة مترابطة الحلقات وانما هي تتصل وتتفصل وحسب الظروف السياسية التي يمر بها البلاد ذات القاسم المشترك بين السلسلة ضعيف جدا ، على الرغم من ان ذلك اصبح حالة طبيعية لدى كل الاقتصادات المتقدمة ، فالاستراتيجيات للحكومة المنتخبة الجديدة قد تكون بغير صالح الشركات وتفرض قيودا وشروط على أنشطة الشركات الأجنبية وتحديد ملكيتها للمشاريع وتقليص نشاطاتها ، ان ما تفرضه الدول والحكومات من قيود على الاستثمارات الأجنبية وفي مجال الطاقة والاتصالات وبعض الصناعات كل ذلك يقع ضمن في اطار مفهوم الخطر السياسي ، كما ان سياسة فرض العقوبات الاقتصادية على بعض الدول قد يؤثر بشكل سلبي على عمل المؤسسات المالية والشركات وهو يقع ضمن الخطر السياسي ، ولا يقتصر الخطر السياسي على الدول النامية فقط بل يمتد إلى البلاد المتقدمة ومن سياسات في بعض الدول المتقدمة ضد بعض المنتجات اليابانية وعدم دخولها ، وقد يكون العكس فقد تجد بعض المؤسسات المالية والشركات صعوبة في اختراق السوق اليابانية بسبب النظم القومية للمجتمع الياباني التي لا تشجع دخول الشركات الأجنبية والمستثمرين.

والخطر السياسي موجود حتى في عصر الانفتاح والعولمة في البلاد النامية والمتقدمة

على الرغم مما تفرضه منظمة التجارة العالمية ضمن اتفاقياتها المرفقة من قبل الدول الاعضاء من ضوابط تقلل من حدوث الاخطار السياسية إلى حد ما ، ولكن تبقى الاخطار السياسية التي يحسب لها المستثمر الأجنبي حسابات كثيرة في تعامله معها.

أنواع الخطر السياسي :-

يوجد نوعين للخطر السياسي تتحكم بهما مجموعة من العوامل نوضحها

كالآتي :-

أ- الخطر السياسي الكلي :- وهو يشبه إلى حد ما المخاطر المنتظمة حيث يتأثر من خلاله كل المؤسسات المالية والمصرفية اضافة إلى شركات الاعمال وفي كل القطاعات العاملة فيها ، فمثلا ان اقرار قانون معين في دولة معينة يسري على جميع المؤسسات المالية الأجنبية كأن يكون مثلا تحديد الملكية لتلك المؤسسات او الشركات فهو يعد بمثابة خطر سياسي يشمل كل المؤسسات الصغيرة والكبيرة الأجنبية ، كما ان التحول في نظام الحكم من النظام الديمقراطي الى النظام المركزي او نظام السلطة العسكرية هو الآخر يعد خطرا سياسيا كليا. كما قد يكون الخطر السياسي الكلي على شكل مقاطعة لدولة معينة كالذي حدث في العراق ابان الحصار الاقتصادي وبموجب قرارات المنظمة الدولية لمجلس الامن والذي انعكس باثاره السلبية على جميع الشركات والمؤسسات الأجنبية الداخلة في العراق ، فذلك يعد خطرا سياسيا كليا ، كما ان مقاطعة الدول العربية في عقد الخمسينات من القرن العشرين الماضي لجميع الشركات الأجنبية التي تتعامل مع الدولة الاسرائيلية فهو ايضا خطر سياسي ، كما ان نشوب الحرب هو الآخر يعد ضمن الاخطار السياسية الكلية.

ب- الخطر السياسي الجزئي :- ان هذا النوع يصيب جزء من المؤسسات والشركات او يصيب قطاع معين من القطاعات ، كصدور بعض القوانين والضرائب العالية على بعض النشاطات في بعض قطاعات الاعمال تعد اخطار سياسية جزئية تؤثر على عمل الشركات متعددة الجنسية فمثلا تغير استراتيجيات حكومة معينة حول

اولويات الاستثمار في قطاع معين نحو قطاع اخر وصناعة اخرى يعد خطر جزئي يلحق الضرر بالشركة الأجنبية التي باشرت اعمالها بتلك الصناعة وأصبحت ضمن اولويات متأخرة ضمن نهج الحكومة.

مصادر الخطر السياسي:-

يمكن اجمال مصادر الخطر السياسي بالآتي:-

1. التاخير والتعقيد في تطبيق الإجراءات المتفق عليها مع الشركات الأجنبية والبطئ في تنفيذها وعرقلة عمل الشركات وينعكس كل ذلك بشكل اخطار سياسية على الشركة.
2. التغيرات السياسية في الفكر والمضامين الفلسفية للطبقات الحاكمة وخاصة في حالة الانقلابات والتغيرات الفجائية.
3. تغير نهج ادارة الحكم من قبل الاحزاب والمنظمات السياسية المدعومة من فئات المجتمع.
4. تبني الحكومات فلسفة تشجيع الشركات متعددة الجنسية والترحيب بالقدوم اليها والاستثمار بشكل منفرد دون معرفة ردود افعال الشعب ومنظماته وبالتالي قد تغير منهجها بسبب كسب رضا الشعب.

التنبؤ بالأخطار السياسية:-

غالبا ما تركز الشركات الأجنبية ومؤسسات المال العالمية على جانبين أساسيين للاعتماد عليها في التنبؤ بالأخطار السياسية هما :-

- 1- النظام السياسي:- تستند الشركات في دراستها للنظام السياسي على عدة مؤشرات توصلها إلى فهم واضح وشامل للنظام السياسي في البلد المضيف لنا له من دور مهم مؤثر في اقتصاد الدولة ومجتمعها ، ولهذا تجد ان اغلب الشركات او مؤسسات المال العالمية غالبا ما توجه اعمالها إلى دول تتصف بالبيئة التي تحمل جملة من المؤشرات المؤاتية التي تحمل مواصفات جديدة في نظمها السياسية وطريقة ادارة الاقتصاد ونظام الحكم ومدى رضا المواطن عن حكومته ، علاوة على مدى التزام الدولة بالعهود والمواثيق الدولية وكذلك الخاصة بحقوق الإنسان ،

لان اية تغيير في النظام السياسي او البيئة السياسية في الدولة تعني تحقيق خسائر مالية لمؤسسات المال العالمية والشركات، وعلى الرغم من ما تحققة المنظمة العالمية للتجارة من التأكيد على بيئة الاعمال حيث تحدد وبوضوح النظم السياسية التي يمكن التعامل معها بعيدا عن الاخطار السياسية، ولكن تبقى هناك الكثير من الدول في العالم تعاني من حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي وكل ذلك يشكل اعباءا على بيئة اعمال الادارة المالية لما يحمله من مخاطر جمه، كما في الشركات العالمية ومراكز المال العالمية قد وصلت اليوم إلى مرحلة تستخدم قوتها الاقتصادية للتأثير على القرار السياسي لصالحها، وهي أصبحت تشكل منظومات يمكن ان تخترق اية نظام سياسي لغرض تقليل الإخطار التي قد تعترضها.

2- تقييم المنتجات والعمليات: - ان القيود التي تفرضها بعض الدول المضيفة لنشاط الشركات متعددة الجنسية على منتجاتها وكذلك طلب المشاركة في العمليات المتمثلة بشروط التدريب للأيدي العاملة واكسابهم فنون المعرفة، كل ذلك بمثابة خطر سياسي تواجه منتجات وعمليات الشركة الأجنبية، فالخطر الناشئ عن المشاركة تعدد الشركات المتعدية بمثابة سرقة لفنون الادارة والمعرفة والثقافة التي تحوزها الشركة والتي جاءت ثمار بحوثها المستمرة في حقل المعرفة. ان ما تمتاز به الشركات اليوم هو محاولتها الحفاظ على اسرارها التكنولوجية والبحثية، وعليه فان ما تعرضه حكومات البلدان المضيفة يعد خطرا سياسيا يواجه تلك الشركات، ان ما انجزته منظمة التجارة العالمية WTO في مجال اتفاقاتها على الدول الاعضاء يقع ضمن حدود الحقوق الفكرية في مجال براءات الاختراع والابتكارات والمعرفة الحديثة على الدول الاعضاء الالتزام به وعدم استخدامه الا بموافقة الشركة الأجنبية نفسها. وقد يحدث هذا النوع من الخطر خارج منظومة الحكومة وبالتالي تعتمد اليات الاحتكار وخلق المنافسين، ولتجنب ذلك تسعى الحكومات إلى خلق شراكات اقتصادية بهدف دعم المنافسة اولا وتدعيم لشرعية حماية الشركات الأجنبية، وتنامي دعوات تحرير الاسعار ودعم اليات المنافسة مما

حدى بحكومات الدول إلى وضع وسائل لحماية الأسواق من الشركات الأجنبية تمثلك بمنعها من تسعير اسعار المفرد ككما منعت الاندماج بهدف احتكار سوق منتج معين.

مؤشرات قياس الخطر السياسي:-

تستند الشركات متعددة الجنسية من مؤسسات المال العالمية على عدة مؤشرات خاصة بالوضع السياسي والاقتصادي والدقة المتناهية والوضوح لغرض تحقيق معالم الاخطار السياسية التي قد تواجهها من خلال تعاملاتها الدولية استنادا الى تلك المؤشرات وبموجبها تستطيع الشركة المقارنة بين الدول الراغبة في الاستثمار واختيار افضلها بعد دراسة درجات التقييم لكل مؤشر يهتم بالأخطار السياسية علما انه توجد اليوم الكثير من المؤشرات التي تصدرها مؤسسات متخصصة بهذا الشأن وتضع درجات تقييم لكل دولة على ضوء مجمل الظروف السياسية والاقتصادية والقانونية المحيطة بالعملية الاستثمارية ويمكن درج هذه المعايير الخاصة بالخطر السياسي بما يأتي :-

أولاً:- المعايير السياسية وتضم المؤشرات التالية:-

- مدى الاستقرار السياسي والأمني فالمؤسسة المالية الدولية الخاصة لا تجازف برأس مالها في بيئة غير مستقرة سياسيا امنيا وما دامت تلك الاستثمارات هي طويلة الاجل.
- الصراعات الداخلية والطائفية.
- مدى التزام الدولة بالعهود والاتفاقات.
- مدى قدرة المؤسسات على الرقابة على النظام الاقتصادي.
- كيفية ادارة الدولة وفاعليتها.
- العلاقات العمالية والضمان الاجتماعي.
- التهديدات الخارجية للاستقرار السياسي.
- الحكم الرشيد وعلاقة الدولة بالمواطن ومدى رضاه عنها.
- طريقة ادارة الحكم.

ثانياً:- المعايير الاقتصادية:-

- وتتضمن اغلب مؤشرات السياسة الاقتصادية الكلية المالية والنقدية والتجارية وتضم المؤشرات التالية
- عدد السكان ومعدل نموه.
 - حجم الدخل القومي ونصيب الفرد منه.
 - معدل النمو الاقتصادي خلال خمس سنوات الاخيرة.
 - معدل النظم خلال السنتين الاخيرتين.
 - نوع الايدي العاملة ومدى توفر العمالة الماهرة.
 - مدى سهولة التعامل مع السوق المالية.
 - المحفزات المالية والتمويلية.
 - مدى تطور البنى التحتية كالطرق والمطارات والنقل والاتصالات والخدمات العامة وغيرها.
 - حجم المتاح من موارد الطاقة.
 - المستلزمات القانونية للتعاون مع التلوث البيئي.

ثالثاً:- معايير العلاقة الاقتصادية الخارجية وتضم المؤشرات التالية:-

- مدى الالتزام بحرية التجارة في الصادرات والاستيرادات وما هي القيود على ذلك.
- مدى الانفتاح المالي وحرية التحويلات المالية.
- القيود على الاستثمارات.
- حالة ميزان المدفوعات.
- المركز المالي العالمي للدول المعينة.
- حرية انشاء الشركات.
- حالة سعر صرف العملة خلال الخمسة سنوات الاخيرة.
- حرية الصرف الاجنبي.
- اوجه الحماية القانونية للمنتج وعلامته.
- حرية الدخول في التحالفات والاتحاد بين الشركات والدخول فيها.

وبعد دراسة تلك المعايير ووضع درجات تقييم لها ومعرفة النتيجة النهائية، تستطيع الشركة أو المصرف الدولي اتخاذ قرارها بشأن القدوم على العمل في تلك الدولة أم لا.

مصادر وهوامش الفصل العاشر

- 1- عبد الحميد المهلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، ط1، 2004 ص25.
- 2- Weston P.C.D Prngle Mr. kroll and A.Parnel "Strategic Management" text and cases 2nded ,Boston ,1994 , P:183.
- 3- سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤثرات اسعار الاسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، ابو ضبي، 2007، ص18.
- 4- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2005، ص284.
- 5- د.سرمد كوكب الجميل، التمويل الدولي - مدخل في الهياكل والعمليات والادوات، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، 2011، ص230.
- 6- المصدر السابق نفسه، ص233-239.
- 7- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات المالية والنقدية، سنوات مختلفة.
- 8- ابراهيم كراسنه، اطر اساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وادارة المخاطر، صندوق النقد العربي، 2006، ص38-45.
- 9- نبيل حشاد، دليلك الى ادارة المخاطر المصرفية، مركز البحوث الاقتصادية، ط2، القاهرة، 2005، ص21-30.

الفصل الحادي عشر

الاحتياطيات الدولية

International Reserves

مقدمة

تحتفظ غالبية دول العالم المتقدم والنامي بمقادير معينة من الاحتياطيات (العملات الأجنبية الرئيسية إضافة إلى الذهب) والتي تكون جاهزة عند الضرورة، بحيث يمكن اللجوء إليها بسهولة وبسرعة وبأقل تكلفة ممكنة، مثل حدوث عجز طارئ في ميزان مدفوعات البلد، وبالتالي السحب منها لمواجهة هذا العجز لتجنب السياسات الاقتصادية غير المرغوبة اقتصادياً واجتماعياً، وفي حالة عدم امتلاك الدولة لمستوى آمن من تلك الاحتياطيات فقد يرغمها ذلك إلى اللجوء للسياسات المفروضة عليها كالاقتراض الخارجي أو اللجوء إلى المؤسسات المالية الدولية التي تفرض برامجها المشروطة من أجل الحصول على المساندة المالية المطلوبة. كما أن هناك الكثير من التساؤلات حول إدارة وتسبير الاحتياطيات وما هو الحجم الأمثل للاحتفاظ به وكيفية المحافظة على قيمتها الحقيقية، وهل يمكن استخدامها لمعالجة المشاكل الاقتصادية، وغيرها الكثير من الأسئلة.

المبحث الأول

طبيعة الاحتياطيات الدولية وعناصرها

فما هو مفهوم الاحتياطيات الدولية؟ وما هي مصادرها؟ وما هي الشروط اللازمة لتستوفي صفة الاحتياطيات؟

أولاً: مفهوم الاحتياطيات الدولية:-

تشير الدراسات إلا أن هناك تشابه بين مصطلح الاحتياطيات الدولية مع اصطلاح السيولة الدولية International Liquidity والذي يعني ذلك الجزء الخزين من الاحتياطيات الدولية الذي تحتفظ به البنوك المركزية فعلاً وتستطيع استخدامه دون قيد أو شرط⁽¹⁾.

والسيولة كمفهوم عام هي سرعة تحويل الأصول الى نقود حاضرة بأقل جهد ووقت وكلفة، وعالية فالسيولة الدولية تعني جميع وسائل الدفع الدولية المقبولة بصورة عامة وبدون قيود مسبقة لتسوية المدفوعات الدولية الناتجة عن العلاقات الدولية ولاسيما تسوية مدفوعات التجارة الدولية لبلدان انعام كافة، كما ان لتباين وجهات النظر حول تقرير نوعية الموجودات التي تقوم بوظيفة الاحتياطيات، وكذلك الاختلاف في الراى حول مكونات تلك الاحتياطيات ودرجة سيولة كل عنصر منها، كلها وجدت لنا عدة تعاريف للسيولة أو الاحتياطيات الدولية نعرض منها:-

❖ تلك الأصول الخارجية المتاحة في أي وقت للسلطة النقدية والخاضعة لسيطرتها لإغراض التمويل المباشر لاختلال المدفوعات، أو لضبط حجمها بصورة غير مباشرة عن طريق التدخل في سوق الصرف الأجنبي للتأثير على سعر صرف العملة، أو لإغراض أخرى⁽²⁾.

❖ مجموع وسائل الدفع الدولية المقبولة بصورة عامة وغير المشروطة (النقد الذهبي، حقوق السحب الخاصة، مركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي" الشريحة الذهبية"، استخدام ائتمان الصندوق، المستحقات ألقائمه على غير

المقيمين^(*)(3). والمتاحة للسلطة النقدية لتسوية المدفوعات الدولية وخصوصاً التجارة الدولية.

❖ إنها الموارد الموجودة بتصرف السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي. وانطلاقاً من التعاريف السابقة يمكننا التعرف على خصائص وصفات

عناصر أو فئات رأس المال الذي يقوم بوظيفة الاحتياطي الدولي بالاتي:-

1. لقد وردت في التعاريف عبارة (متاحة في أي وقت) وكذلك (خاضعة لسيطرة السلطة النقدية) هذه تدل على معايير محدده في تعريف الاحتياطات، حيث يمكن اللجوء إليها بأي فترة زمنية وبسرعة لمعالجة عجز طارئ في ميزان المدفوعات، وعليه فإن ما يمتلكه القطاع الخاص من أفراد أو مؤسسات لبعض من عناصر الاحتياطات مثل الذهب أو العملات الأجنبية لا تدخل ولا تحسب في عداد الاحتياطات طالما لا تخضع لسيطرة السلطة النقدية⁽⁴⁾.
2. كما تستبعد أيضاً من أرصدة الاحتياطات العملات الأجنبية التي تتعامل بها البنوك التجارية داخل البلد، وكذلك القروض المصرفية والتجارية التي تقدم يومياً لتمويل عمليات التجارة الخارجية، وتستبعد أيضاً القروض المتوسطة والطويلة الأجل المقيدة التي تحصل عليها الدولة لتمويل مشروعات معينة مثل القروض المقدمة من مجموعة البنك الدولي⁽⁵⁾.
3. إن مكونات السيولة تتمتع بحرية الاستعمال والانتقال دون أية عوائق مادية أو قانونية.

4. إن كل عنصر من عناصر الاحتياطات الأجنبية يجب أن يتمتع وعمل الصعيد الدولي بصفة القبول العام دون أية شروط للقيام بتسوية المدفوعات بين الدول والشركاء التجاريين والماليين وعندها يسمى الشركاء للاحتفاظ بها.
5. إن درجة سيولة أي عنصر من عناصر الاحتياطات تستمد من خلال مصدره الذي أتى منه، فمثلاً لو كان العنصر متحقق من فائض الحساب الجاري أو

(*) يعبر عن غير المقيمين الوحدات الاقتصادية الموجودة خارج الحدود الجغرافية للاقتصاد المعني.

حساب رأس المال فهنا تكون درجة سيولته عالية، على عكس العنصر المتحقق من الاقتراض الخارجي وهنا تكون سيولته منخفضة.

وعليه لابد من التمييز بين نوعين من السيولة الدولية:-

أ. السيولة المملوكة **owned Liquidity** وهي الأصول والاحتياطات الأخرى التي بحوزة السلطة النقدية، وهنا يمكن للسلطة التحكم بها واستخدامها دون أي قيد داخلي أو خارجي وحسب ظرفها الاقتصادي، مثل الرصيد الذهبي لدى البنك المركزي، وكذلك الشريحة الذهبية للبلد لدى صندوق النقد الدولي، والعملات القيادية المحتفظ بها لدى السلطة النقدية، كل تلك الاحتياطات يمكن قياسها وتعكس القدرة الذاتية للسلطة النقدية لمواجهة التزاماتها الخارجية.

ب. السيولة المقرضة **Borrowed Liquidity** وهي تضم عناصر السيولة التي يحصل عليها بلد ما من خلال اقتراضها من الخارج للحاجة لها لمعالجة عجز طارئ بالمدفوعات وهذه العناصر من السيولة الدولية ما هي إلا التزامات واجبة السداد من الدول المقرضة في أجل محدد وبطرق معينة.

ثانياً: مفهوم العملات القيادية:-

بعد انهيار قاعدة الذهب، استوجب الأمر وجود ما يعوضها بامور تتعلق بحاجة الاقتصاد الدولي فيما يتعلق بتسوية المدفوعات وإيجاد أسعار التعادل لقيام السلع والخدمات، وفعلاً وجدت العملات القيادية تباعاً واكتسبت قبولاً عاماً من قبل جميع الدول فما هو مفهوم العملة القيادية؟

العملات القيادية **Leading Currencies**:- هي العملات التي لا تفرض

دولتها أية قيود على تحويلها من دوله إلى أخرى، كما إنها عملات وطنيه تعود لدولة معينة برزت على الساحة الدولية لتوفر خصائص امتازت بها دولها منها⁽⁶⁾.

1. امتلاك سوق ماليه ونقدية واسعة تستطيع توجيه رؤوس الأموال الدولية من خلالها.

2. القوة السياسية والاقتصادية والعسكرية

3. ميزان مدفوعات متوازن وتوافر غطاء اقتصادي واسع.
4. الإنتاج الواسع ومكانة الدولة في التجارة العالمية.
5. الاستقرار النقدي والمتمثل باستقرار المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، إضافة إلى توافر الاحتياطي الذهبي للدولة صاحبه العملة القيادية.

ثالثاً: أهمية الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية:-

تؤدي الاحتياطيات الدولية وظائف عدة للاقتصاد القومي منها:-

1. تستخدم كجزء من الغطاء النقدي للعملة المحلية سواء كانت على شكل عملات قيادية أو ذهب.
2. الاحتياطيات هي المرتكز الأساس في بناء واستقرار القيمة الخارجية للعملة الوطنية والدفاع عنها بأسعار صرف عالية الاستقرار والموازنة بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي.
3. زيادة قدرة الدول على مواجهة وتحمل الصدمات التي قد تنشأ في الأسواق المالية الدولية، أو داخل النظام المالي المحلي.
4. تعزيز الاستقرار المالي حيث تسعى الدول إلى زيادة تلك الاحتياطيات خلال السنوات التي تتسم بالعوائد التصديرية العالية بغية استخدامها في سنوات لاحقة غير مؤاتية تختل فيها شروط التبادل التجاري.
5. تعزيز الثقة لدى الأسواق في قدرة البلد على الإيفاء بالالتزامات الخارجية.
6. دعم الثقة في سياسة إدارة النقد وسعر الصرف، مما يعزز قدرة البنك المركزي على التدخل لإدارة العملة الوطنية.

رابعاً: قياس السيولة الدولية:-

يجري النقاش بين المختصين بشأن الاحتياطيات الدولية، حول المعايير الأساسية لتحديد الحجم الأمثل منها أو المؤشرات التي يستند عليها في قياسها، وتباينت وجهات النظر حول ذلك، إضافة إلى عدم وجود هيئة دولية واحدة فقط مختصة في إصدار السيولة الدولية، وكما لا توجد هيئة مستقلة أيضاً مختصة

بمراقبه وتطور السيولة الدولية، وعلى ضوء ذلك أصبح موضوع قياس السيولة الدولية من المواضيع المعقدة للأسباب أعلاه.

وقد ركز قسم من المختصين على صيغة نسبة الاحتياطات إلى الواردات،

على أساس إن الاستيرادات أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات لصلته الوثيقة بمستوى الاستهلاك المحلي والنمو الاقتصادي، وقد اتفق أصحاب هذا الرأي على قياس المستوى الآمن للاحتياطات وهو مدى إمكانياتها على تغطية الالتزامات الخارجية الواجبة الأداء خلال فترة محددة، وبالأخص على نسبه تدور حول 30% من قيمة الاستيرادات سنوياً (أو 3 - 4 أشهر لتغطية الستيرادات)، ويرى هؤلاء إن اللجوء إلى استخدام الاحتياطات في حالة الطوارئ يضمن للدولة وارداتها الأساسية، إذا كانت تلك النسبة تفوق حدود المؤشر أعلاه، وتعكس مقدرة الدولة على تسوية التزاماتها الخارجية نظراً لكبر حجم احتياطاتها، في حين عندما تكون النسبة دون حدود المؤشر إلى الحد الذي لا يمكنها من تغطية استيراداتها الضرورية ويطلق على ذلك حالة ((الاختناق الاقتصادي))^(*) ويعد هذا مؤشر سلبي على مقدرة الدولة بالإيفاء بالتزاماتها الخارجية⁽⁷⁾.

في حين يشير آخرون إلى استخدام نسبة من الاحتياطات لتغطية عجز ميزان

المدفوعات، على أساس إن سبب تكوين الاحتياطات لا يمكن في ضمان تدفق الواردات فقط وإنما لمواجهة اختلال طارئ لميزان المدفوعات بسبب تدهور حصيلة الصادرات من النقد الأجنبي، أو اختلال شروط التبادل التجاري أو زيادة أسعار الاستيرادات أو أية أسباب أخرى ذات الشأن بميزان المدفوعات. وقد ركز آخرون أيضاً على مسألة الموازنة بين التكاليف والمكاسب للاحتفاظ بالاحتياطات، لأن الاحتفاظ بها لا يخلو من تكلفه وهي تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost)

(*) يقصد بنقطة الاختناق الاقتصادي (مجاعة الاستيراد Import Starvation) وهي الحالة التي يصعب فيها استيراد المواد الغذائية الضرورية والسلع الوسيطة وقطع الغيار لتسيير عجلة الحياة الاقتصادية.

ومؤديهما هي العوائد التي يضحي بها البلد فيما لو قام باستثمار هذا الخزين من الموارد السائلة، وأن النسبة المثلثى من الاحتياطات المحتفظ به هو الذي يوازن ويساوي بين العائد والكلفة⁽⁸⁾.

خامساً: مكونات أو عناصر الاحتياطيات الدولية:-

1. الذهب:- وهو من العناصر الأساسية للاحتياطيات الدولية، واستعمل آلية للتبادل النقدي وتسوية المدفوعات الدولية للمدة 1870 - 1914، وعلى الرغم من كل المتغيرات الدولية التي لحقت بالذهب وخاصة بعد 15 - آب - 1971 وإزالة السعر الرسمي له وما يتعلق باستخداماته النقدية، وتنحيته من النظام النقدي الدولي، إلا أنه يبقى بخواصه وأهميته بأنه أحد مكونات الاحتياطيات الدولية.
2. الجنيه الإسترليني:- اعتبرت بريطانيا طوال القرن التاسع عشر المركز المالي الرئيسي في العالم والمجهزة الوحيدة للسيولة الدولية وكان ذلك نتيجة استيراداتها الضخمة من العالم وتوسع تجارتها الدولية، إضافة إلى إنها المجهزة الأولى للاستثمارات الخارجية، كما كان لقوتها السياسية والعسكرية والاقتصادية دوراً في إعطاء عملتها دور العملة القيادية، ولكن بسبب الحربين العالميتين الأولى والثانية بدأت المكانة الاقتصادية لها بالانخفاض وتراجعت الأهمية النسبية للجنيه الإسترليني في مجمل الاحتياطيات الدولية من 38 % عام 1960 إلى 13 % عام 1970 وأصبحت في بداية الألفية الثالثة الجديدة تتراوح بين 2% - 3% (9).
3. الدولار الأميركي:- بعد حركة التصنيع التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية بعد عام 1920، حيث أصبح إنتاجها الصناعي يعادل 46 % من إجمالي الناتج العالمي وبدأت تحقق صادراتها فوائض مالية سنوية، كما لجأت أغلب دول أوروبا إلى الاستيراد من الولايات المتحدة، وأصبحت دول أوروبا مدينه اتجاه أميركا، علاوة على تجمع ما يقارب 75% من رصيد الذهب العالمي لديها، كل ذلك أكسب الدولار الأمريكي القوة في الهيمنة على التعاملات الدولية،

وأصبح رسمياً عملة الارتكاز الأساسية للعالم بعد التوقيع على معاهدة (بريتون وودز).

4. حقوق السحب الخاصة (SDR) Special Drawing Rights

إنها تخصيصات سحب خاصة بهيئة وحدات نقدية حسابه تعطي الدول الأعضاء في الصندوق الحق في الحصول على عملات قابله للتحويل لا من الصندوق فحسب بل من الدول الأعضاء الأخرى (أي لا تستخدم هي في المبادلات التجارية). وتولى إصدارها صندوق النقد الدولي بعد منتصف الستينيات من القرن العشرين الماضي وذلك للنقص الحاصل في السيولة الدولية وعدم استطاعة الدولار الأمريكي مواكبة الطلب العالمي عالية ولحاجة النشاط الاقتصادي العالمي. تم تقييمها بما يعادل 0,888 غم ذهب وهو نفسه وزن الدولار الأمريكي ولكن بعد نهاية نظام بريتون وودز تم معادلتها بسلة من العملات ل 16 دولة لأتقل أهميه كل دولة عن 1% في مساهمتها بالصادرات العالمية^(*) وفي عام 1982 جرى تعديل آخر على قيمتها حيث أصبحت تركيبة السلة من خمسة عملات رئيسيه (الدولار الأمريكي 42%، المارك ألماني 19%، الفرنك الفرنسي 13%، الجنيه الإسترليني 13%، الين الياباني 13%) وتم إعطاء أوزان ترجيحية لكل عمله حسب استخدامها في المدفوعات الدولية والاحتياطي الموجود من العملة المعنية لدى الصندوق الدولي IMF، وطبيعي إن الدولار يحتل نسبة عالية في تسعير وحدة السحب الخاصة أعلاه 42%، ويجري تقويم (SDR) كل خمسة سنوات وآخر تقويم لغاية 2010 تم معادلتها بسلة عملات تكون بالأهمية النسبية للدولار 44%، واليورو 34%، والين 11%، والجنيه الإسترليني 11%.

(*) تم اختيار عملات البلدان التي تزيد نسبة صادراتها إلى مجموع الصادرات العالمية للفترة (1968- 1972) عن 1% وهي (أمريكا، ألمانيا، بريطانيا، فرنسا، اليابان، كندا، إيطاليا، بلجيكا، هولندا، أستراليا، السويد، إسبانيا، النرويج، النمسا، الدنمارك، جنوب إفريقيا) ولكن عام 1978 تم سحب عملة الدنمارك وجنوب إفريقيا وإحلال عملة السعودية وإيران محلها.

5. اليورو EURO :- بدء التعامل به فعلياً بداية عام 2002 ليصبح احد أركان السيولة الدولية التي تحتفظ بها البنوك المركزية لما يتمتع به الاتحاد الأوروبي من ثقل واضح في الاقتصاد العالمي، فدول اليورو تساهم بحوالي 20% من الصادرات العالمية مقابل 12% للولايات المتحدة الأمريكية و7% لليابان وذلك عام 2001، أضافه إلى إن دول الاتحاد الأوروبي تساهم بحصة تتجاوز 20% من الناتج الإجمالي العالمي، وكل ذلك يجعل من اليورو عمله قياديته ترغب دول العالم بطلبها ولاحتفاظ بها.

6. الين الياباني YEN :- إنها العملة المدعومة من اقتصاد يعتمد بشكل كبير على الصادرات، فاليابان لاعب كبير جداً في قطاع الأغذية المصنعة في السوق أضافه إلى صناعات متطور في مجال السيارات والالكترونيات.

7. التسهيلات الائتمانية:- الممنوحة من قبل صندوق الدولي ولاسيما تسهيل الشريحة الاحتياطية.

8. التسهيلات المؤقتة التي تمنحها البنوك المركزية لبعضها البعض.

سادساً: إدارة الاحتياطيات الدولية:- إدارة الاحتياطيات عبارة عن عملية تكفل أمانة قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للسلطات المختصة بصفد دائمة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها وتحقق طائفة من الأهداف للبلد⁽¹⁰⁾.

وعلى الرغم من وجهات النظر المختلفة بشأن إدارة الاحتياطيات والمستوى الأمثل منها الذي يتوجب على البنك المركزي الاحتفاظ به، وكذلك اختلاف البيئة العامة للسياسات والبيئة المؤسسية من دوله إلى أخرى، إلا إن الدراسات في هذا المجال بينت وجود تقارب بشأن ما يعتبر ممارسات سليمة لإدارة الاحتياطيات، وتضم تلك الممارسات الآتي⁽¹¹⁾:-

1. يجب إن توضع بشكل كامل الأهداف الواضحة لإدارة الاحتياطيات.
2. وجود اطار للشفافية يكفل المساءلة ووضوح أنشطة إدارة الاحتياطيات ونتائجها.
3. هياكل سليمة على المستوى المؤسسي ومستوى التنظيم والإداري.

4. الإدارة الحكيمة للمخاطر.

5. الرقابة الجيدة على الاحتياطات.

جدول (15) أكبر دول العالم من حيث الاحتياطات

الدولية لعام 2008 (مليار دولار)

الدولة	المبلغ	الترتيب
الصين	1244	1
اليابان	740	2
روسيا	433	3
تايوان	254	4
كوريا الجنوبية	207	5
الكويت	175	6
الهند	152	7
البرازيل	123	8
الجزائر	108	9
ليبيا	90	10
النرويج	82	11
ماليزيا	80	12
انكلترا	76	13
أميركا	72	14
فرنسا	71	15

المصدر: - د. زائيري بالقاسم - كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري - مجلة اقتصاديات

شمال افريقيا - العدد السابع - 2008 - ص 59.

المبحث الثاني

البنك المركزي العراقي وإدارة الاحتياطيات الدولية

يمارس البنك المركزي العراقي وظيفته (كبنك احتياطي) من خلال الاحتفاظ باحتياطيات البلد من الذهب والعملات الأجنبية وإدارتها، وعززت استقلاليته بموجب قانون 56 عام 2004 ذلك من خلال بناء احتياطيات أجنبية من خلال تراكم العملة الأجنبية للبنك عن طريق مقايضة وزارة المالية بما لديها من إيرادات بالدولار وبفضل مبيعات النفط مقابل حصولها على الدينار العراقي المصدر من البنك المركزي لتمويل الإنفاق العام في الموازنة، وتتمثل الوظيفة الأساسية للاحتياطي الأجنبي بأنه يمثل حاجزاً يمتص الصدمات الرئيسية، على نحو يؤدي إلى استدامة الاستقرار في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، فضلاً عن إن إدارة الاحتياطيات بمثابة إثبات على وجود أصول خارجية مساندة للعملة الوطنية إضافة إلى إن الإدارة السليمة تعزز الثقة لدى الأسواق على قدرة البلد على الإيفاء بالالتزامات الخارجية⁽¹²⁾.

تعد الاحتياطيات الدولية ملك السلطة النقدية والحيازة الرسمية للعملات الأجنبية مع ملكيتها للرصيد الذهبي، ووحدات حقوق السحب الخاصة، وكذلك الموقف الاحتياطي للمركزي لدى صندوق النقد الدولي، بمعنى إنها الأصول المتاحة للسلطة النقدية في أي وقت والخاضعة لسيطرتها لإغراض التمويل المباشر لاختلال ميزان المدفوعات، ولضبط حجمها بصورة غير مباشرة يكون عن طريق التدخل في سوق الصرف الأجنبي للتأثير على سعر العملة المحلية، وهي التي تقرر إن تكون هذه الأصول المذكورة سائله أو محرره بعملات أجنبية قابله للتحويل، وتكون تحت السيطرة الفعلية لجهاز إدارة الاحتياطيات⁽¹³⁾.

يعد البنك المركزي العراقي المؤسسة الوحيدة المسؤولة عن إدارة الاحتياطيات والتي تدخل ضمن موجودات موازنته ودعم مطلوبا ته المتمثلة بالعمله المصدرة مقابل ذلك، واحتياطيات المصارف بالعمله المحليه المودعة لدى البنك المركزي بما في ذلك ودائع الحكومة، وودائع المؤسسات المالية الأخرى لدى

السلطة النقدية. ولكي نبين إدارة البنك المركزي للاحتياطيات الدولية لابد من الإشارة إلى إن العراق كان يمتلك احتياطاً دولياً بما يقارب 31 مليار دولار عام 1980 وهو مبلغ كبير جداً في تلك الحقبة الزمنية عند مقارنته مع دول العالم الأخرى، وكان مقرر للعراق الخروج من قائمة الدول النامية إلى المتقدمة ولاسيما من ناحية متوسط دخل الفرد، ولكن مع دخول العراق الحرب مع إيران بدأت الاحتياطيات بالانخفاض تدريجياً لمتطلبات الإنفاق الحربي ثم انتهت وخرج العراق بعد نهاية الحرب العراقية الإيرانية بمديونية كبيرة للعالم الخارجي بما يقارب 40 مليار دولار، ثم ازداد الأمر سوءاً بعد اجتياح الكويت ليصبح بمدونه لم يحسم أمرها لتصل إلى 125 مليار دولار تقريباً قبل عمليات المفاوضة مع الدول الدائنة لإعادة جدولة الديون في نادي باريس برعاية صندوق النقد الدولي.

أولاً: إدارة الاحتياطيات الدولية قبل عام 2003⁽¹⁴⁾:-

لم يكن البنك المركزي العراقي وسياسته النقدية وفي ظل قانونه الملغى رقم 64 لسنة 1976 عنصراً فاعلاً في إدارة الاحتياطيات الأجنبية للعراق وبما يخدم الاستقرار الاقتصادي المطلوب والدفاع عن سعر العملة الخارجي، كما إن سياسته تفتقر للقدرة الكافية لإدارة ومواجهة ضغوطات السيولة المحلية، ولاسيما ضغوط الطلب على العملة الأجنبية لتمويل التجارة الخارجية. فإدارة موارد العراق من النقد الأجنبي والتي يأتي أغلبها من عوائد النفط كانت آلية تسجيلها تتصل على تسجيل تلك العوائد في حساب الاحتياطي الأجنبي للبنك المركزي على شرط إن يسجل مقابل ذلك ما يعادله بالدينار العراقي في حساب وزارة المالية المفتوح لدى البنك المركزي وهذه إليه تمثل عنصر الإيراد الرئيسي لموازنة الدولة. ولحد هذه العملية فإن الخطوات سليمة ولا تؤثر على اختلال ما بين موجودات ومطلوبات المركزي. ولكن الذي يحصل بعد ذلك إن السياسة المالية تستطيع استعمال (العملة الأجنبية) كوسائل دفع للالتزامات الخارجية للحكومة والتي استخدمت كغطاء للعملة المصدرة وهذا يعني استخدام موجودات البنك مرتين، وهذا يخل بمعادلة الموازنة بين موجودات ومطلوبات البنك واستفاد الاحتياطيات

شيء فُشِيئاً. والشئ الأكثر خطورة هو أن السياسة المالية هي التي تسيّر السياسة النقدية وخاصة من خلال إحلال سريع لأدوات الدين المحلية (حوالات الخزينة) محل العملة الأجنبية (كموجودات) وإصدار ما يعادلها عملة عراقية عندما يستنفذ الدينار العراقي. ولقد كان الإفراط بإحلال (حوالات الخزينة) محل العملة الأجنبية جعل من سياسة البنك المركزي سياسة شكليه ولا ترتبط بأية سياسة نقدية تذكر. وبهذا ازداد الأمر سوءاً كلما حلت (حوالات الخزينة) محل (العملة الأجنبية) لتمويل عجز الموازنة العامة عن طريق الإصدار النقدي الجديد والذي لا يتوفر له غطاء حقيقي من الاحتياط الأجنبي والإنتاج الفعلي، وهذه الآلية استمرت لأكثر من عقدين من الزمن، كل ذلك انعكس على تدهور قيمة الدينار العراقي وتدني سعر صرفه حيث وصل إلى 2500 دينار لكل دولار واحد بعد أن كان في سبعينات القرن العشرين الماضي ما يعادل 0,331 من الدينار لكل دولار بمعنى واحد دينار عراقي يعادل ثلاثة دولارات، كما ازداد التضخم الجامح إلى مستويات غير مسبوقة وتدهور مستوى المعيشة، وبالنسبة أصبح السيطرة على السيولة المحلية وإمكانية إحصاءها ومواجهة التضخم والدفاع عن سعر صرف العملة المحلية واستقرارها من الأمور الصعبة وخارج سيطرة السياسة النقدية التي كانت تابعة بكل شيء للسياسة المالية والقرار السياسي الحكومي.

ثانياً: إدارة الاحتياطيات بعد عام 2003:

إن قانون البنك المركزي العراقي 56 لسنة 2004 ركز على استقلاليته البنك في رسم وتنفيذ السياسة النقدية بعيداً عن تدخلات الحكومة، كما ورد في المادة 26 أيضاً حظر إقراض الحكومة أو منحها أية اعتمادات مباشرة أو غير مباشرة، وقد وضع البنك نصب عينيه أهدافاً لا بد من تحقيقها، مثل إعادة الثقة والاستقرار للعملة العراقية بعد أن فقدت ذلك في المرحلة السابقة لعام 2004، والتي فقد الدينار العراقي وظيفته (كمخزن للقيمة) وبدأ الجمهور يفضل العملة الأجنبية والموجودات غير النقدية والتخلص من العملة المحلية بأسرع الأمر الذي أدى اتساع وقت ظاهرة (الدولره) في الاقتصاد العراقي، كما كان للبنك المركزي

أهدافاً أخرى ولاسيما معالجة التضخم الجامح الذي وصل إلى مستويات فلكية وغير معقولة. لقد وضع البنك المركزي إستراتيجية لذلك مستخدماً الأدوات غير المباشرة علاوة على الأدوات المبتكرة منها:-

1. استبدال العملة المحلية والتي بدأت بتاريخ 15 \ 10 \ 2003 وانتهى العمل بها لمدة سنة وتم الحد من عمليات التزوير، وهدفت العملية إلى استرجاع ثقة الجمهور بالعملة العراقية.

2. مزادات العملة الأجنبية: بدء تطبيقها بتاريخ 4 \ 10 \ 2003 ومستمرة لحد الآن يهدف البنك من خلالها تحقيق الاستقرار في قيمة الدينار العراقي، علاوة على ضبط مناسيب السيولة المحلية وإمكانية السيطرة عليها.

3. التسهيلات القائمة: آلية استخدمها البنك لإدارة صمام أمان السيولة المحلية، والتي ضمت تسهيلات الودائع القائمة لإيداع المبالغ الفائضة لدى البنك المركزي من قبل البنوك التجارية الحكومية والأهلية، إضافة إلى تسهيلات الإقراض القائمة.

4. مزادات حوالات الخزينة: والتي تمثل النوع القصير الأجل من الدين العام المحلي والتي تصدرها وزارة المالية ويقوم البنك المركزي بتسويقها وإحلال العملة محلها لحاجة موازنة الدولة، وكان الغرض من هذه المزادات تهيئة حالة الاستقرار في السيولة المصرفية وتنشيط حركة السوق النقدية فضلاً عن امتصاص العرض الفائض من السيولة⁽¹⁵⁾.

وفعلاً استطاعت السياسة النقدية في العراق تحقيق نجاحات تذكر سواء للسيطرة على المستوى العام للأسعار وكذلك إعادة الثقة إلى العملة العراقية، ولو كان ذلك على حساب القطاع الخاص وإمكانية تفعيله ليكون رائد عملية التحول الاقتصادي المنشود في العراق. وبالنظر لكون البنك المركزي العراقي يقوم بوظيفة بنك البنوك ومستشار الحكومة المالي والمؤتمن على المال العام بحسب قانون رقم 56 لسنة 2004، فلقد سعى جاهداً لإدارة العوائد المالية النفطية للبلد عن طريق إدارته لصندوق تنمية العراق DFI الذي أسس في مايس 2003 بموجب قرار

مجلس الأمن المرقم 1483، وارتبطت إدارته ارتباطاً وثيقاً بالموازنة الاتحادية للعراق، نتيجة لما تشكله إيرادات النفط من تمويل أساسي للموازنة وبنسبة تزيد على 90 %، ثم أخذت إدارة الصندوق اتجاه آخر خاصة بعد إصدار قرار مجلس الأمن رقم 1956 لسنة 2010 وإنهاء الحماية الدولية على أموال صندوق DFI في 30 \ 6 \ 2011 وبالتالي أصبحت موارد الصندوق مرتبطة بالميزانية العامة للبنك المركزي وبالسياسة النقدية ومن خلال اتجاهين:-

❖ وظيفة البنك المركزي استبدال العملة الأجنبية المستلمة من صندوق DFI وبواسطة وزارة المالية بما يقابلها من العملة المحلية وبما تحتاجه موازنة الدولة العراقية، وبالتالي تراكم عمله أجنبية لدى البنك المركزي وعدها احتياطاً دولياً أو غطاء للعملة المحلية، كما قد يستخدمها البنك المركزي وسيلة للتقييم في السوق النقدية وتحقيق هدف استقرار سعر صرف العملة المحلية، وكل ذلك يهدف بنوداً داخل ميزانية البنك المركزي.

❖ إما البنود التي تقع خارجة الميزانية العمومية للبنك المركزي تتمثل في إدارته للمال العام ولاسيما بالعملة الأجنبية لكونه الوصي على أموال الحكومة والمسؤول عن الإدارة الخارجية للمال العام.

ولهذا نجد إن إدارة الاحتياطات ووفق النظرة التي ترى في الاحتياطي الدولي الذي تحتفظ به البنوك المركزية إنها بمثابة (خط دفاعي) أو أنه الخزين الذي يتولى امتصاص الصدمات (Shocks Absorber) التي عادة ما تولدها موازين مدفوعات الدول، سواء كانت الصدمات ناجمة عن أسباب خارجية أم داخلية، كما إن سياسة إدارة الاحتياطي لا بد إن تؤدي في كافة الأحوال غرضين هما⁽¹⁶⁾.

أ. اختبار معيار NORM للخزين من الاحتياطي الأجنبي والذي يقصد به التحسب لتقلب المدفوعات كافه، وكذلك كلفة استنزاف الاحتياطي نفسه، فضلاً عن أقل تكلفة بديله ناجمة عن الاحتفاظ به.

ب. اختبار معيار لسرعة التبديل أو التعديل Speed Of Adjustment ويقصد بها هنا تآكل الاحتياطي الأجنبي مع تعاظم مستويات الاستيرادات من السلع

الاساسيه ومن دون توافر قدرة على الإنتاج المحلي المعوض، وكذلك ضعف مرونة العرض والطلب على الصادرات، وضعف مرونة نظام الصرف المعتمد عليه في العراق، فضلاً عن ضعف الجدارة الائتمانية والقدرة على الاقتراض من الأسواق الدولية.

وبموجب المعيارين أعلاه، ينبغي إن تحدد الحجم الأمثل للاحتياطي الأجنبي للبنك المركزي الواجب الاحتفاظ به، ولاعتماد أيضاً على المؤشرات الدولية التي تدل على الحجم الأمثل والتي منها:-

❖ الاحتفاظ باحتياطي أجنبي يغطي نسبة لأقل من 9 % - 20 % من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

❖ إن يتوافر احتياطي أجنبي يغطي استيرادات البلاد من السلع والخدمات لمدة لأقل من 6 أشهر.

وقدر تعلق الأمر في العراق فإن البنك المركزي العراقي يحتفظ بمبلغ يتجاوز 72 مليار دولار في نهاية عام 2013 وان هذا المقدار يغطي ما يعادل 40% من الناتج الحقيقي وكذلك يغطي ما يعادل استيرادات لمدة أكثر من 15 شهراً، لقد كثير الحديث في العراق في السنوات التي تلت عام 2010 عن كيفية إدارة الاحتياطيات، بعد الارتفاع الواضح في مستوياتها، سواء من قبل أصحاب الاختصاص، أو حتى على المستوى المواطن العادي وهو يقرأ ويسمع عنها، والنقاش والجدل يدور حول جدوى وفعالية هذا المستوى المرتفع من تلك الاحتياطيات، وان هذا المبلغ يتجاوز المؤشرات المعتمدة من قبل البنوك المركزية لتحديد المقدار الأمثل من تلك الاحتياطيات، وكذلك إن تلك الاحتياطيات العالية لم تتحقق في ضوء انتعاش اقتصادي حقيقي (زيادة معدلات النمو، الاستثمار، التصدير،... الخ) وإنما تتحقق من إيرادات النفط الريعية في ظل ظروف تدهور بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي (البطالة، تعطيل عجلة الإنتاج الزراعي والصناعي، ومستويات عالية من الفقر،... الخ).

كما أن الزيادة في الاحتياطات تطرح العديد من القضايا المرتبطة بها، مثل كيفية المحافظة على قيمتها بسبب تقلبات الصرف ولاسيما الدولار الأمريكي عملة التثبيت للدينار العراقي، ما هي أفضل الطرق والبدائل المتاحة لاستخدام الاحتياطات والمفاضلة بينها، وهل تستطيع الحكومة المطالبة بجزء منها لاستثمارها في الاقتصاد العراقي أو في الخارج، هل يمكن استخدامها لتسديد الديون على العراق، وغيرها الكثير من الاسئلة المطروحة للنقاش.

وللإجابة على كل ذلك سنطرح عدد من الاسئلة ونجيب عليها منها.
هل المستوى المتحقق من تلك الاحتياطات يمثل المستوى الأمثل وفي ظل ظروف الاقتصاد العراقي؟

و للإجابة سوف نبدأ بمستوى الاحتياطات المتحقق والذي واصل الارتفاع وباتجاه تصاعدي منذ عام 2004 - 2012، والذي رافقه تطورات ايجابية في ميزان المدفوعات حيث حقق فائض للسنوات 2009 - 2012، وقد ارتفع إجمالي الاحتياطات إلى نحو 70 مليار دولار نهاية عام 2012 وتجاوز حاجز 72 مليار دولار في نهاية شهر تموز عام 2013 هذا إذا ما أضفنا رصيد صندوق DFI والذي يمثل واردات النفط التي تعود إلى وزارة المالية والتي تقدر ب 18 مليار دولار نهاية عام 2011، علماً أن تلك الاحتياطات كانت بنحو 7.392 مليار دولار عام 2004، والجدول (16) يوضح الاحتياطات الدولية للعراق للمدة (2004 - 2012).

الجدول (16) الاحتياطات الدولية للعراق 2004-2013 (مليار دولار)

السنة	مقدار الاحتياطات
2004	7392
2005	11825
2006	17704
2007	30451
2008	49218
2009	42557
2010	51876
2011	62300
2012	70122

المصدر:- البنك المركزي العراقي - النشرات السنوية - اعداد مختلفة.

إن هذا الاتجاه التصاعدي لتراكم الاحتياطات الأجنبية جاء بسبب الارتفاع المستمر في أسعار النفط خلال الألفية الجديدة وليس للعراق فقط وإنما لأغلب الدول النفطية، كلما إن كل الزيادة التي تحققت في احتياطات العراق كانت من خلال الحيازة الرسمية للعملة الأجنبية (الدولار الأمريكي) ولم يطرأ أية تغير على مكونات الاحتياطي الأخرى (رصيد الذهب، حقوق السحب الخاصة، مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي). وفيما يتعلق بتغطية تلك الاحتياطات للاستيرادات(*) فقد استمر العراق في تحقيق نسب تغطيه تعتبر عالية، إذ ارتفعت من 6 شهر عام 2005 إلى 16.6 شهر عام 2007، مع ملاحظة تراجع نسب التغطية قليلاً للفترة من 2008 - 2011 ثم تعاود الارتفاع إلى 16.5 شهر عام 2012، مع ملاحظة إن استيرادات العراق في ارتفاع مستمر طوال الفترة 2004 - 2012، إن كل ذلك يؤكد إن مستوى الاحتياطات بلغ رقماً عالياً وقد يكون فيه مستوى إفراط معين، حيث تجاوزت نسب التغطية أعلى بكثير من مؤشر تغطية الاستيرادات كما في الجدول (17).

جدول (17)

نسب تغطية الاحتياطات للاستيرادات (مليار دولار)

السنوات	الاحتياطات	الاستيرادات	مدة التغطية
2004	7329	18302	4 أشهر
2005	11821	2002	6 أشهر
2006	17704	22100	8 أشهر
2007	30415	18288	16.6 شهر
2008	49218	30171	16.3 شهر
2009	42557	35281	12 شهر
2010	51876	37328	13.8 شهر
2011	62300	40612	15.3 شهر
2012	70000	42500	16.5 شهر

(*) تحسب من خلال قسمة إجمالي الاحتياطات في نهاية السنة على قيمة الواردات السلعية نفس السنة.

إما إذا أردنا اعتماد مؤشر الناتج الحقيقي فسوف نجد إن احتياطات العراق تصل إلى نحو 40 % من الناتج الحقيقي وهو الآخر يدل على تجاوز احتياطات العراق النسب والمؤشرات التي تدلل على الحجم الأمثل منها.

ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هنا هل أن المؤشرات الدولية حول الحجم الأمثل لمستوى الاحتياطات تصلح لحالة الاقتصاد العراقي؟ نقول أن حالة الاقتصاد العراقي اليوم هي حالة خاصة، فهو اقتصاد ريعي أولاً ويعاني من اختلالات هيكلية حادة تقتضي تعميق معدلات الاحتياطي الأجنبي، فقد يتعرض الاقتصاد إلى صدمات خارجية سببها قطاع الصادرات النفطية وهبوط أسعار النفط (كما حدث في الأزمة المالية نهاية عام 2008) وانخفضت أسعار النفط إلى أقل من 40 دولار للبرميل بعد أن كانت حوالي 135 دولار للبرميل فضلاً على التغيرات في أسعار الاستيرادات، والعراق يستورد كل شيء من العالم، والشيء الأهم من الصدمة الخارجية والأكثر خطورة منها هي الصدمة الداخلية ونقصد بها التكاليف الثابتة التي تقررها النفقات الجارية في الموازنة العامة للدولة (الرواتب، الأجور، المدفوعات التحويلية، رواتب المتقاعدين، الخ) وهي تشكل نسب عالية تمثل أكثر من 60 % من إجمالي النفقات العامة، وكلها تكاليف ثابتة واجبة الدفع تحت مختلف الظروف ولا تستطيع الحكومة التخلي عن دفعها وعليه لا بد أن تؤخذ بنظر الاعتبار الصدمات الخارجية متمثلة بتقلبات أسعار النفط الاستيرادات والصدمات الداخلية متمثلة بارتفاع النفقات الجارية واجبة التسديد، عند تحديد مستوى الاحتياطي في العراق بعيداً عن المؤشرات الدولية.

ولكن ومع مضاعفة مؤشرات النسب المثلى للاحتفاظ بالاحتياطات لا يزال حجم الاحتياطات المتراكمة للبنك المركزي العراقي أعلى من تلك النسب، وقد يقول البعض أن سبب المغالاة في حجم الاحتياطات هو من أجل المحافظة على سعر صرف الدينار العراقي، وحتى لو كان هذا الرأي مقبولاً فإن المحافظة على سعر الصرف لا يتطلب تخزين هذا المقدار من الاحتياطي (*).

(*) لا بد من الإشارة إلى أن تقلبات سعر صرف الدولار قد تعرض العراق إلى خسائر ناتجة من تراجع قيمة الدولار بسبب استمرار عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، وكل ذلك يؤثر سلباً على قيمة الاحتياطي العراقي من العملة الأجنبية.

أما السؤال الآخر فهو كيف يستفاد العراق من الاحتياطات الفائضة عن الحجم الأمثل لها؟

إن نقطة البداية للإجابة على السؤال أعلاه هو ضمان وتوفير القدر الأمن والكافي من الاحتياطات التي تمكن السلطة النقدية من مواجهة الصدمات والعجز الطارئ في ميزان المدفوعات، فضلاً عن تحقيق الاستقرار لسعر صرف الدينار العراقي، وعند الاستناد إلى عدد شهور تغطيه الاستيرادات، فإذا كانت استيرادات العراق تدور حول 35 - 40 مليار دولار سنوياً وهو مستوى عالي جداً ولا بد للدولة من تنشيط بدائل من الإنتاج المحلي، ومع قبولنا بذلك، فإن العراق محتاج إلى الاحتفاظ بمبلغ يعادل 40 مليار دولار وهو يغطي 12 شهر من الواردات وفي نفس الوقت أن هذا المبلغ من السيولة الدولية للعراق يكون احتياطي أمن ومعقول. وعليه فهناك احتياطات فائضة، وحتى لو أضفنا مبلغ 10 مليار دولار إلى ما يحتاج إليه العراق من الاحتياطات لتصبح 50 مليار دولار فهناك احتياطي فائض يمكن الاستفادة منه لتمويل الاقتصاد ودفع عجلة الإنتاج والنمو والاستثمار ولتقليل معدلات البطالة وتخفيض مستويات الفقر أيضاً، وعليه ما هي المجالات المهمة التي يمكن أن توظف فيها الاحتياطات الفائضة حتى نجني نفعاً منها والاقتصاد محتاج لها كثيراً؟.

1. المجال الأول: إيداع الاحتياطات الفائضة في حساب استثمار متوسط وطويل الأجل يعبر عن صيغة من صيغ صناديق الثروة السيادية، وبإشراف من قبل البنك المركزي العراقي وتعيين مجلس إدارة الصندوق ومن أصحاب الكفاءة والمقدرة في مجال الاستثمار للاحتياطي الفائض أولاً لتمويل الاستثمار المحلي ولاسيما القطاع الخاص الذي يتواجد قسم كبير من رجال أعماله خارج العراق ومحاولة اقناعهم للاستثمار داخل العراق ومن خلال تقديم الحوافز والضمانات الكافية والتي تحفزهم للقدوم للعراق، ولاسيما وأن المجالات الاستثمارية لهم موجودة وبكثرة في كافة مناطق العراق ولاسيما المناطق الأكثر استقراراً في الوسط والجنوب من العراق، وفي مختلف القطاعات الاقتصادية الزراعية والصناعية

والسياحية وقطاع الخدمات، ان زيادة الاستثمار المحلي سيحل لنا جزئياً مشكلة المكون الأجنبي للاستثمار الذي شكل في السنوات العشر الماضية بسبب قيد ندرة النقد الأجنبي عائقاً إمام تنفيذ العديد من المشروعات الاستثمارية، كما ان إنعاش الاستثمار المحلي يعمل على تخفيض البطالة والفقر عن معدلاتها المرتفعة، كما أن برنامج الصندوق السيادي في العراق يعتمد نجاحه بالدرجة الأولى على الإدارة الرشيدة والوطنية الصادقة وكذلك الفاعلة والحازمة اتجاه السلوكيات غير الاقتصادية.

2. المجال الثاني: الدخول في برنامج لتسديد الديون نتيجة استمرار الزيادة في اسعار النفط، وحتى لو استقرت عند هذه المستويات، فان ذلك سينعكس ايجابيا على تعظيم حجم الاحتياطات للعراق، وبدلاً من الاستمرار في تخزينها يتم الاتفاق على برنامج يضعه اصحاب الخبرة لوضع تسلسل زمني مسبق لتسديد دين العراق وجدولته، ابتداء من الديون عالية الابعاء والتكلفة والتي تقع ضمن الديون السيادية والغير قابلة للتفاوض واعادة الجدولة، وهذا البرنامج يتضمن اسم الدولة او البنك والشركة الدائنة وتاريخ الموافقة على توقيع اتفاق معها حول مبلغ التسديد الممكن الايفاء به، وان يشمل البرنامج اغلب الدول والشركات والبنوك، ان الهدف من البرنامج هو تخفيض حجم المديونية اولا والتخلص من فوائد الديون واقساط سداها، هذا واننا نلاحظ سنوياً عند النظر الى موازنة العراق ان هناك ما يقارب 500 مليون دولار تدفع سنوياً كفوائد على ديون العراق.

مصادر وهوامش الفصل الحادي عشر

- 1- د. عبد الكريم جابر شنجار، التمويل الدولي، مدخل حديث، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر، النجف الاشرف، 2005، ص 295.
- 2- صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات، ط5، واشنطن، 1993، الفقرة 424.
- 1- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، ط2، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 2004، ص 230.

4- International Monetary Fund (IMF) Data and Statistics "Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity – operational Guidelines" October.1999.

5- د. رمزي زكي، الاحتياطيات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع اشارة خاصة للاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة، ص 26-30.

6- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الاجنبي، ايلول 2001، ص 4.

7- د. رمزي زكي، مصدر سابق، ص 55.

8- د. عبد الكريم جابر شنجار، مكونات السيولة الدولية واحتمالات التضخم في ضوء ولادة اليورو، عجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد 24، السنة الرابعة عشر، حزيران، القاهرة، 2002، ص 80.

9- زايري بلقاسم، إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مركز دراسات الوحدة العربية مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008، ص 14.

10- صندوق النقد الدولي، ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسة النقدية والمالية (اعلان مباديء) 26 ايلول / سبتمبر 1999.

11- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام، 21 مارس، 2001 - ص 5.

12- د. مظهر محمد صالح، السياسة النقدية والمالية والسيطرة على متغيرات التضخم واسعار الصرف، مركز حورابي للبحوث الاستراتيجية، بغداد، 2011، ص 6-8.

13- د. مظهر محمد صالح، استراتيجية السياسة النقدية في العراق، مركز حورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، بغداد، 2009، ص 4.

14- د. افتخار محمد الرفيعي، السيولة العامة وفعالية السياسة النقدية في السيطرة عليها مع اشارة تطبيقية للعراق، اطروحة دكتورا غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2007، ص 176.

15- د. مظهر محمد صالح قاسم، السياسة النقدية للعراق (بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم)، بغداد، نيسان 2012، متاح على الموقع.

economist-net-work www.iraqi

16- البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي للبنك، سنوات مختلفة.

المصادر والمراجع

أولاً: المصادر العربية والمترجمة:

1. ابراهيم دبدوب وآخرون، "ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم" مؤسسة شومان، عمان، 1998.
2. ابراهيم كراسنه، اظر اساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وادارة المخاطر، صندوق النقد العربي، 2006.
3. ابراهيم مختار، التمويل الدولي، مكتبة الأنجلو المصرية، القاهرة، ط4، 2005.
4. احمد حسن صالح قادر، العولة الاقتصادية وتأثيرها على اسواق المال العربية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2013.
5. اديب حداد، المديونية الخارجية للدول العربية وآثارها على موازين المدفوعات، ندوة الأرصد والمديونية العربية للخارج منتدى الفكر العربي، عمان 1987.
6. اديب قاسم شندي، الاسواق المالية، الفرص والمخاطر، ط1، الميزان للطباعة، النجف الاشرف، 2013.
7. اديب قاسم شندي، النقود والبنوك، دار الضياء للطباعة والتصميم، النجف الاشرف، 2010.
8. اسكندر مصطفى النجار، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، وكالة المطبوعات، الكويت، 1973.
9. امين رشيد كنونة، الاقتصاد الدولي، مطبعة الجامعة، بغداد، ط1.
10. باسل البستاني، المديونية الخارجية لدول منطقة الأسكوا، آذار/ مارس 1993.
11. بشير الموصللي، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، دار المعرفة، ط1، عمان، 2003.
12. جوزيف دانيالز و ديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، تعريب د. محمود حسن حسني، دار المريخ، الرياض، 2010.
13. حسين عمر، التنمية والتخطيط الاقتصادي، دار الشروق، السعودية، 1993.
14. خالد وهيب الراوي، ادارة المخاطر المالية، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
15. دانييل ارنولد، "تحديد الأزمات الاقتصادية للامس واليوم"، ترجمة: د. عبد الأمير شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات للنشر والتوزيع، بيروت، الطبعة الأولى، 1992.

16. دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
17. رائد عبد الخالق العبيدي وآخرون، التمويل الدولي، دار الايام للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
18. رسمية أحمد أبو موسى، الاسواق المالية والنقدية، ط1، دار المعزز للنشر - عمان، 2005.
19. رمزي زكي، الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع اشارة خاصة للاقتصاد المصري، دار المستقبل العربي، القاهرة.
20. رمزي زكي، العولة المالية، الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
21. رمزي زكي، ظاهرة التدويل في الاقتصاد العالمي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1993.
22. رياض اسعد، الخيارات في الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996.
23. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والتحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2005.
24. سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤثرات اسعار الاسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، ابو ظبي، 2007.
25. سرمد كوكب الجميل، "التمويل الدولي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، جامعة الموصل، 2002.
26. سرمد كوكب الجميل، الاتجاهات الحديثة في مالية الاعمال الدولية، دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة الموصل، بدون تاريخ.
27. سنخ كفالجيت، عولة المال، ترجمة: رياض حسن، الطبعة الاولى، دار الفسارابي، بيروت، لبنان، 2001.
28. سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، ترجمة د. محمود حسن حسين ود. ونيس فرج، دار المريخ، الرياض، 2007.
29. شقيري نوري موسى و د. صالح طاهر، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، ط1، دار الميسره للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
30. عادل احمد حشيش، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1993.

31. عادل احمد حشيش، مبادئ الاقتصاد الدولي، مؤسسة الثقافة الجامعية، اسكندرية الكراس للطباعة، القاهرة، 1981.
32. عامر عبد الرحمن الشيخ، الاستخدامات الالكترونية في القطاع المصرفي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 2 يونيو، 2002.
33. عبد الحميد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط2، دار المعرفة، عمان 2005.
34. عبد الحميد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، ط1، 2004.
35. عبد السلام أبوقحف، السياسات والاشكال المختلفة للاستثمارات الاجنبية: مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
36. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، ط1، دار الجامعة، القاهرة، 2004.
37. عبد الكريم جابر العيساوي، الاندماج والتملك الاقتصاديان المصارف انموذجا مركز الازمات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، الامارات، ابو ظبي، 2006.
38. عبد الكريم جابر شنجار، التمويل الدولي، مدخل حديث، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر، النجف الاشرف، 2005.
39. عبد المطلب عبد الحميد، العملة واقتصاديات البنوك، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
40. عبد المنعم السيد علي ود. هيل عجمي، العلاقات النقدية الدولية، دار الكتاب للطباعة، جامعة الموصل، 1992.
41. عبد المنعم السيد علي، د. نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
42. عبد المنعم سيد علي، د. عبد الرحمن الحبيب، "نظام النقد الدولي للتجارة الخارجية للبلاد العربية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 1986.
43. عثمان حرب، "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
44. عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، ط2، دار مجد لاوي للنشر، عمان، 2002.

45. عهاد محمد علي العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي)، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
46. عهاد محمد علي، "اندماج الأسواق المالية الدولية"، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
47. عمر صقر، "العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، القاهرة، 2001.
48. عوض فاضل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، بغداد، 1990.
49. غازي صالح الطائي، الاقتصاد الدولي، دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 1999.
50. فتوح ابو رجب هيكل، مجلس التعاون الخليجي، التأسيس ومراحل التطور، مجلة شؤون خليجية، مركز الخليج للدراسات، المجلد الثاني، العدد 46، 2007.
51. فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة/ 147، الكويت، 1990.
52. فؤاد مرسي، "التحدي العربي للامزة العالمية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، الطبعة الأولى، 1986.
53. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، المعهد العربي للدراسات المصرفية، الأردن، 2006.
54. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية، ط 1، اتحاد المصارف العربية عمان، 2004.
55. محفوظ جبار، العولمة وانعكاساتها على الدول المتخلفة، جامعة قسطنطينية، الجزائر، 2001، ص 94-97.
56. محمد بشير عليه، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت 1985.
57. محمد صفوت صادق، خصائص المعاملات الاقتصادية الدولية، أخبار البترول والصناعة، السنة 19 العدد 219، ابو ظبي، 1995.
58. محمد عبد العزيز عبد الله، الاستثمار الأجنبي المباشر، دار النقاش للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، 2005.
59. محمد عوض عبد جواد وعلي ابراهيم، الاستثمار في البورصة، ط 1، دار وائل للنشر عمان، 2006.
60. محمد عوض و د. علي ابراهيم، الاستثمار في البورصة، ط 1، دار وائل للنشر عمان، 2006.
61. محمد ناظم، الإصلاح الاقتصادي وتحديات التنمية، مؤسسة النشر الجديدة، مصر، 1995.
62. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005 ص 48.
63. مركز الأمم المتحدة لشؤون الشركات عبر وطنية، الشركات عبر الوطنية والتنمية العالمية.

64. مظهر محمد صالح، استراتيجية السياسة النقدية في العراق، مركز حوراي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، بغداد، 2009.
65. مظهر محمد صالح، السياسة النقدية والمالية والسيطرة على متغيرات التضخم واسعار الصرف، مركز حوراي للبحوث الاستراتيجية، بغداد، 2011.
66. مهدي كريم الحسناوي، المدخل الى الاقتصاد الدولي، مطبعة التعليم العالي، بغداد، 1988.
67. ميثم عجام، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
68. ميشيل توادور، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسين، دار المريخ، السعودية، 2006.
69. نادر الفرد قاحوش، العمل المصرفي عبر الانترنت، ط1، الدار العربية للعلوم، عمان، 2001.
70. نبيل حشاد، دليلك الى ادارة المخاطر المصرفية، مركز البحوث الاقتصادية، ط2، القاهرة، 2005.
71. نيلسون آرو وجودينسوزا، انهيار الليبرالية الجديدة، ترجمة جعفر سوداني، اصدارات بيت الحكمة، بغداد، 1999.
72. هشام بساط، صيرفة التأمين الجديد في أعمال المصارف من الوجهتين القانونية والاقتصادية، أعمال المؤتمر السنوي لكلية الحقوق، جامعة بيروت العربية، ج2، 2002.
73. هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
74. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الاولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- ثانيا: الدوريات والرسائل الجامعية:**
75. افتخار محمد الرفيعي، السيولة العامة وفعالية السياسة النقدية في السيطرة عليها مع اشارة تطبيقية للعراق، اطروحة دكتورا غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2007.
76. جودة عبد الخالق، "الدروس المستفادة من أزمة المكسيك"، مجلة مصر المعاصرة، 1996.
77. حسن عبد المطلب الأسرج، سياسات تنمية الاستثمار في الدول النامية، بنك الكويت الصناعي، العدد 83، 2005.
78. خزعل مهدي الجاسم، الأزمة النقدية المعاصرة، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 15، 1985.
79. د. عبد الكريم جابر شنجار، مكونات السيولة الدولية واحتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد 24، السنة الرابعة عشر، حزيران، القاهرة، 2002.

80. رسمية محمود وآخرون، "تنمية القطاع المصرفي في مواجهة تحديات العولمة" مؤتمر الاستحقاق والتنمية وتحديات القرن 21، مجلد 1، جامعة الإسكندرية، 11-13 تشرين الثاني، 2003.
81. رغد محمد نجم الجبوري ود. محمد علي إبراهيم العامري، دراسة الاسواق المستقبلية في التحولات لمخاطر الاستثمار، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 2، العدد 6، ايلول 2004.
82. رمزي زكي، العولمة المالية، الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
83. زايري بلقاسم، إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مركز دراسات الوحدة العربية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008.
84. عبد الكريم جابر شنجار، قراءة اقتصادية في ميزان التحويلات العربي دون مقابل، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، الجامعة المستنصرية، المجلد الاول، العدد 3، 2002.
85. علي الراوي "التضخم الركوندي في النظام الرأسمالي" مجلة النفط والتنمية، العدد 2، آذار - نيسان 1990.
86. عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، الاسواق المستقبلية دراسة في نشاطها وخصائصها وتوسعها، مجلة الإدارة والاقتصاد العدد 27، تشرين الثاني 2001.
87. فائق عبد الرسول، النظام الاقتصادي الدولي الجديد، دار الثورة للصحافة والنشر، مجلة النفط والتنمية، عدد 4، 1979، بغداد.
88. محمد صفوت صادق، خصائص المعاملات الاقتصادية الدولية، أخبار البترول والصناعة، السنة 19 العدد 219، ابو ظبي، 1995.
89. منى يونس حسين، علاقة سعر الصرف بالتضخم ودوره في تحقيق التوازن النقدي، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة بغداد، 2007.
90. نادر الفرد قاحوش، العمل المصرفي عبر الانترنت، ط 1، الدار العربية للعلوم، عمان، 2001.
91. نبيل حاجي نايف، الأزمة الاقتصادية أسبابها ونتائجها، الحوار المتمدن، العدد 2474 ف 2008 / 11 / 23.
92. وصاب عتيقة، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات وآثارها على القطاع المالي في البلدان العربية، رسالة ماجستير، جامعة بيسكره، 2003.

93. وليم لاي، مؤسسة التمويل الدولية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 25 العدد 14، 1988.
94. بوري داودوشي، دور الديون قصيرة الأجل في أزمة المديونية، مجلة التمويل والتنمية العدد 4، المجلد 37، 2000.
- ثالث: التقارير والمختصرات الرسمية:
95. الاسكوا، تقييم المنطقة الحرة جواتب، الصناعة والنقل، دراسة حالة مختارة في الاسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك 2003.
96. الاسكوا، تقييم المناطق الحرة - جواتب الصناعة والنقل - دراسة حالة مختارة في منطقة الاسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2001.
97. برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، المكتب الإقليمي للدول العربية، تقرير التنمية الإنسانية العربية - 2000.
98. البنك الدولي، تقرير عن التنمية الاقتصادية، النظم المالية والتنمية، مؤشرات التنمية الدولية، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1989.
99. البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي للبنك، سنوات مختلفة.
100. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات المالية والنقدية، سنوات مختلفة.
101. تقرير التنافسية العربية لعام 2008، الخطة الاستراتيجية للمؤسسة (2007-2014)، العدد الفصلي الأول، مارس، 2007.
102. صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الاجنبي، ايلول 2001.
103. صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام، 21 مارس، 2001.
104. صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات، ط5، واشنطن، 1993.
105. صندوق النقد الدولي، ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية السياسة النقدية والمالية (اعلان مباديء) 26 ايلول / سبتمبر 1999.
106. صندوق النقد الدولي، نشرة الصندوق، عدد خاص، 1999.
107. صندوق النقد العربي وآخرون، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ابو ظبي، 2010، 2011.
108. مركز الأمم المتحدة لشؤون الشركات عبر وطنية، الشركات عبر الوطنية والتنمية العالمية.

109. المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأزمة المالية العالمية، التداعيات والآثار على اقتصادات الدول العربية، مؤتمر شرم الشيخ، إبريل 2009.
110. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وأتتبان الصادرات، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2012.
111. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005.
112. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، تقرير السنوي، الكويت، 2007.
113. نشرة متابعة أسواق المال العالمية والعربية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مصر، شباط 2010.
114. اليونكتاد، لجنة الاستثمار والقضايا المتصلة بذلك، اجتماع الخبراء المعني بتدفقات الـ FDI، والـ FPI، منشورات الأمم المتحدة - جنيف-1999.
115. اليونكتاد، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار لعام 2007.

رابعاً: المصادر الأجنبية:

116. D. Hume, of the Balance of Trade Essays Moral Political and literary, Vol. 1, Longmans Green, London, 1995, P330-335.
117. David D, Vanhoose & Joseph P, Daniel, Op.Cit.p.63.
118. Dominick Salvatore, "International Economic", Fifth Edition Prentice- Hall International Edition, New Jersey, 1995. P353.
119. Economist Intelligence (2004), world Investment Prospects, the Revival of Globalization, the Economist, 2004, Education.
120. Ellsworth, The International Economics, 4ed, Macmillan, New York, 1969 - P91- 92
121. F.K. Reilly and K.C. Brown: Invest Ment Analysis and Port Folio Management, Dryden, New York, 2000, p170.
122. George H. Hemple&Donald G. Simonson & Alan B.coleman, Bank Management. Tex and cases, Fourth Edition ,1999p.p 488-512
123. International Monetary Fund (IMF) Data and Statistics "Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity - operational Guidelines" October.1999.
124. Jeremy.d.siegel the future for investor how to break convention wisdom and build .your wealth .2005,p67.
125. Levine. Ross.1997, "Financial Development and Economics Growth views and Agenda", Journal of Economics Literature, vol, xxv, p. 688.

126. Life insurance association of America: Life Insurance Companies as Financial Institution, Prentice -hak, 1962, p.82.
127. N.Thrift (on the Social &Cwtural Determinats of Internatonal Finacail Centres- The case of city of London) 1994, pp333-334.
128. OECP, Organization, "Detailed Bench Mark Definition of Foreign Direct Investment",2 Edition, Paris, 1993, P.3.
129. Robert Bow Thorn and Richard Kozw ; "Globalization and Economic Convergence An assessment;" Unctad ; Discussion Paper, No. 13, Geneva ; 1998, Pl.
130. Robert J. Carbauph, International Economics, USA,2000,P326.
131. R-Root, Franklin, Intcmational Trade and Investment of Penncy, Vania,H60-south - western Publishing, Co, Fourth Edition,1982,P112
132. UNCTAD, World Investment Report, 2008, Annex table B.1.
133. UNCTAD, World Investment Report, 2008, Annex table B.1.
134. UNCTAD, World Investment Report,2004,Newyork and Geneva
135. UNCTAD, World Investment Report,2005, P298.
136. United Nations, UNCTAD,Trade and Development Report, Newyork, 1998. Ch. 4.
137. Weston P.C.D Prngle Mr. kroll and A.Parnel "Strategic Management" text and eases 2nded ,Boston ,1994 , P:183.
138. World Bank, world Debt Tables, External Debt of Developing countries, country Tables, Vol. 2 , 1981-1990, Washington P-viii
139. World Economic Forum, The Global in Formation Technology, Report,2008 - 2009, Geneva, 2009, P.10

خامساً: المواقع الالكترونية:

140. البنك الدولي، التقرير السنوي للبنك -

<http://web/worldbank.org>, 2000

141. البنك الدولي، تقرير سهولة أداء الأعمال لعام 2009، متاح على الموقع

www.doingbusiness.org

142. حسان خضر، الاستثمار الاجنبي المباشر، تعاريف وقضايا، سلسلة جسر التنمية، عدد 22، السنة

الثالثة، 2004، ص 3. متاح على الموقع

[http:// arab-api-org](http://arab-api-org)

143. حسين شحاتة "الأزمة الاقتصادية.. الأسباب والبدائل"

www.Darelmashora.com

144. خليل أبو سليم، "أسباب الأزمة المالية"،

Kalilabosaleem@yahoo.com

145. د. اشرف محمد دوابه، "الأزمة الاقتصادية العالمية: الطريق الأول للحل"

namaa@ialt.com.

146. د. مظهر محمد صالح قاسم، السياسة النقدية للعراق (بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على

نظام مالي سليم)، بغداد، نيسان 2012، متاح على الموقع.

www.iraqi-economist-net-work

147. فلند شتاين مارتين، "الاقتصاد الأمريكي يدور في حلقة مفرغة"

[http: International center standers of America.com](http://International-center-standers-of-America.com).

148. مفتاح صالح، المالية الدولية، الجزائر، متاح على الموقع الإلكتروني:

www.alikil.com/vb/showthread

149. نبيل حشاد، الأزمة المالية وتأثيرها على الاقتصاد العربي -

WWW.ISEG.COM

