

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي.  
المركز الجامعي بلعاج بوشعيب  
-عين تموشنت-.

مطبوعة بيداغوجية موجهة الى السنة الثالثة اقتصاد نقدي وبنكي

تحت عنوان

محاضرات في المالية الدولية

من إعداد الأستاذة:

ادريس أميرة

السنة الدراسية: 2018-2019

**تقديم:**

أهم ما ميز الاقتصاد العالمي في هذا العصرنا المعاملات الخارجية لاقتصاديات الدول المكونة له، فالتجارة الخارجية نمت بوتيرة متزايدة مقارنة بالنمو الاقتصادي خلال النصف الاخير من القرن الماضي. مما زاد حصة المعاملات الدولية المتعلقة بالتجارة الخارجية في الناتج المحلي لمعظم الدول وبالاخص الصناعية الكبرى منها.

مصاحبة بذلك النمو المطرد في التجارة الخارجية نتيجة تحرير المبادلات التجارية والغاء الحواجز التي كانت تعيق التدفق السلعي ورؤوس الاموال، مما انعكس ايجابا على العمليات المالية الدولية لتسوية المدفوعات التجارية وتمويل الاستثمارات المحلية والخارجية المتزايدة هي الاخرى. كل هذا كان دافعا لتزايد واهمية التعرف والتطرق الى المالية الدولية من طرف الاقتصاديين والباحثين، حيث انقسمت الآراء ما بين مؤيد ومعارض لما هو واقع في الحياة الاقتصادية نتيجة التغيرات والتحولات المتسارعة التي فرضتها العولمة على البيئة الاقتصادية.

وعليه يكمن الهدف أو الغاية من دراسة مقياس المالية الدولية إعطاء فكرة عامة عن النظام المالي العالمي والعوامل المؤثرة فيه وعلى تدفق الأموال بصفة خاصة، كما يتم أيضاً التركيز على الكيفية التي يؤثر فيها هذا النظام ( من خلال أسواقه ومؤسساته وأدواته) على المدراء الماليين للشركات المحلية والشركات الدولية وذلك من خلال التعرف على طرق التمويل وفرص الاستثمار الرئيسية المتاحة تحت هذا النظام المالي الدولي، كما تكمن الغاية من هذا المقياس في ان يربط الطالب بين القيام بالنشاط المالي دوليا وبين الاقتصاديات العالمية والسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية والحقيقية، بالإضافة الى المامه بأدوات التعامل في السوق المستقبلية مثل العقود الآجلة و المبادلات والاختيارات والمستقبليات، حتى تتشكل لديه ولو صورة شاملة عن الموضوع.

تتضمن المطبوعة البيداغوجية للمالية الدولية ثمانية محاور نستهلها بالتعريف بالمالية الدولية والتطرق الى سعر الصرف باعتباره الاداة الالهة في المعاملات الدولية موضحين أهم النظريات والنماذج المفسرة له، تليها التعرف والتطرق الى الانظمة النقدية الدولية وما مرت به من تحولات وتغيرات على مر الحقب الزمنية. أما المحور الثالث فسيخصص الى دراسة ميزان المدفوعات والاختلالات التي يتعرض لها، مبينين طرق معالجة هذه الاخيرة، والمحور الرابع تناول الاستثمار الاجنبي المباشر لما له من تأثير على مستويات الأداء الكلي باعتباره أحد مصادر التمويل الخارجية لتدوير عجلة الاقتصاد من خلال ما يقدمه من خدمات للتنمية الاقتصادية وتخفيف أعبائها ومساهمته في توليد الادخار. ومن غير الممكن ان نتجاهل كل من القروض الدولية (المديونية

الدولية) والاسواق المالية المشتقة ومؤسسات التمويل الدولية لما لهذه الاخيرة من دور فاعل في المالية الدولية، لنختتمها في الاخير باهم الازمات المالية التي تعرضت لها الدول.

## قائمة المحتويات:

العناصر	المحور	رقم المحاضرة
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ مفهوم الصرف، وسعر الصرف.</li> <li>✓ أنواع أسعار الصرف.</li> <li>✓ أنظمة وسياسات الصرف.</li> <li>✓ النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف.</li> </ul>	سعر الصرف	01
<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ تعريف سوق الصرف.</li> <li>❖ أهمية سوق الصرف.</li> <li>❖ أنواع سوق الصرف (سوق الصرف الآجل، والعاجل).</li> <li>❖ المتعاملين في سوق الصرف.</li> </ul>	سوق الصرف	02
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ مفهوم النظام النقدي الدولي</li> <li>✓ النظام النقدي قبل اتفاقية بريتن وودز.</li> <li>✓ النظام النقدي في ظل اتفاقية بريتن وودز.</li> <li>✓ النظام النقدي الدولي الجديد.</li> </ul>	النظام النقدي الدولي	03
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ماهيته.</li> <li>✓ أقسامه.</li> <li>✓ الاختلافات في ميزان المدفوعات.</li> <li>✓ طرق تصحيح الاختلالات.</li> </ul>	ميزان المدفوعات	04
<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ مفهوم الاستثمار الاجنبي المباشر</li> <li>❖ أهدافه</li> <li>❖ المدخلات والمخرجات</li> <li>✓ تعريف شركات متعددة الجنسيات.</li> <li>✓ العوامل التي أدت الى تأسيس الشركات متعددة الجنسيات.</li> <li>✓ الآثار الإيجابية والسلبية لتأسيسها.</li> </ul>	الاستثمار الاجنبي المباشر الشركات متعددة الجنسيات	05
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ المستقبليات.</li> <li>✓ الخيارات.</li> <li>✓ المبادلات.</li> </ul>	الأسواق المالية الدولية المشتقة	06
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ مفهوم التمويل الدولي، وأنواعه.</li> <li>✓ صندوق النقد الدولي.</li> <li>✓ البنك الدولي</li> </ul>	مؤسسات التمويل الدولية	07

### المحور الأول: أسعار الصرف

شهد عقد التسعينات من القرن الماضي مجموعة من التحولات والتطورات في مختلف المجالات وبالأخص الجانب الاقتصادي دافعا إلى زيادة التداخل والترابط بين دول العالم، ويتبلور ذلك من خلال المبادلات خارجية وما أفرزته من شبكة معقدة من العلاقات الاقتصادية التي تتضمن عمليات تبادل ضخمة تجارية ومالية يلزم الوفاء بها. تقتضي تسوية هذه المعاملات وجود أداة للدفع من أجل تغطية المبادلات الخارجية تعرف في الأدبيات الاقتصادية بسعر الصرف الذي يحظى بعناية فائقة من طرف دول العالم باعتباره جوهر التعاملات الدولية وحلقة الربط بين الاقتصاديات الدولية، وعليه تم التطرق في هذا المحور الى ماهية وأهمية وأنواع ومراحل تطور هذا الاخير.

#### مفهوم الصرف:

الصرف هو العملية التي تمكننا من الحصول على عملة بلد ما انطلاقا من عملة بلد آخر.<sup>1</sup> كما يمكن تعريفها على انها عبارة عن عملية تظهر عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها.<sup>2</sup>

#### مفهوم سعر الصرف:

تعددت التعاريف التي نسبت الى سعر الصرف والتي تصب في قالب واحد، فهو يعرف على انه " ثمن عملة دولة مقومة في شكل عملة دولة اخرى او هو نسبة مبادلة عملتين<sup>3</sup>."، أما الاقتصادي (حمدي عبد العظيم) فيعتبر أن "النقد الأجنبي هو بمثابة سلعة كغيرها من السلع يتم تبادلها مع الدول المصدرة لهذه العملات، ويعبر عن ثمنها بوحدات من العملة الوطنية".<sup>4</sup> يعرف سعر الصرف على أنه سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى، بحيث تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر العملة الأخرى السعر النقدي لها<sup>(5)</sup>. كما أن سعر الصرف طريق ذو اتجاهين حيث يعرف على أنه "عدد الوحدات الواجب دفعها من العملة المحلية للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية".<sup>(1)</sup>، أو ما يعبر عنه بالاتجاه الأوّل، بينما الاتجاه

<sup>1</sup> P.H.Lindert et T.Pugel, «Economie Internationale», 10<sup>eme</sup> Édition, Economica, Paris, 1997, p 456.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 95.

<sup>3</sup> زينب حسين عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 8002، ص 44.

<sup>4</sup> حمدي عبد العظيم، "سياسة سعر الصرف وعلاقته بالموازنة العامة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 4524، ص 59.

<sup>5</sup> مولاي بوعلام، «سياسات سعر الصرف في الجزائر (دراسة قياسية للفترة 1990-2003)»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص 3.



الثاني فيوصلنا إلى تعريفه على أنه "عدد الوحدات من العملة الأجنبية الواجب التخلي عنها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية." (2)

### وظائف سعر الصرف:

يمارس سعر الصرف عدة وظائف منها:

وظيفة قياسية: فهو يمثل حلقة ال وصل بين الأسعار العالمية والأسعار المحلية حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية مع أسعار السوق العالمية، وكذلك يمثل سعر الصرف بالنسبة لهؤلاء بمثابة حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية. (3)

وظيفة تطويرية: حيث يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب آخر، يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعاضة عنها بالاستيرادات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع استيرادات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للدول. (4)

وظيفة توزيعية: كونه يعمل على دعم الوظيفة التوزيعية التي تقوم بها التجارة الخارجية ويمكن أن تنعكس هذه الوظيفة في حالة رفع القيمة الخارجية لعملة بلد من البلدان. (5)

### أنواع سعر الصرف:

نميز عدة صيغ لسعر الصرف بحكم التعاملات الدولية من أهمها:

**1. سعر الصرف الإسمي (Nominal Exchange Rate)** فيعرف على أنه الثمن الجاري لعملة ما مقيم بعملة أخرى في تاريخ معين دون أخذ عامل التضخم بعين الاعتبار، حيث يميل هذا السعر إلى التقلب تبعاً لظروف العرض والطلب المتداول في سوق الصرف، فهو بمثابة معيار ميداني لدرجة التنافسية للدولة في الأسواق الخارجية بعيداً عن القيمة الحقيقية لها. وسعر الصرف الإسمي نوعان، الأول هو سعر الصرف الرسمي أو القانوني الذي تقوم بتحديد سلطات النقدية ليتم التعامل به في المبادلات الدولية، بينما النوع

<sup>1</sup> أسامة محمد الفولي ومجدي شهاب، «العلاقات الاقتصادية الدولية»، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 1997، ص292.

<sup>2</sup> Philippe Avoyo، «Finance Appliquée»، Dunor, Paris, 1993, P53.

<sup>3</sup> كونه أمين رشيد، "الاقتصاد الدولي"، مطبعة الجامعة بغداد، 4520، ص8.

<sup>4</sup> تقي الحسين، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 4555، ص 445.

<sup>5</sup> قدي عبد المجيد، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص4.

الثاني فهو سعر الصرف الموازي والذي يعبر عن سعر السوق السوداء والغير قانونية في نظام السوق السوداء.<sup>1</sup>

2. سعر الصرف الحقيقي (Real Exchange Rate): يمكن تعريفه على أنه المؤشر المرجح الذي يعمل على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، كما يعبر السعر الحقيقي للصرف عن مستوى القدرة التنافسية لأسعار سلع دولة ما مقابل دولة أخرى.<sup>2</sup>

يربط سعر الصرف الحقيقي بين الأرقام القياسية لأسعار والسعر الصرف الاسمي ويحسب وفق الصيغة الآتية<sup>3</sup>:

$$TCR = \frac{P}{E.P^*} \quad \text{أو بصيغة أخرى} \quad TCR = E \cdot \frac{P^*}{P}$$

حيث:

P : المستوى العام للأسعار في الاقتصاد المحلي.

P\* : المستوى العام للأسعار في الاقتصاد الأجنبي.

E : سعر الصرف الاسمي في الاقتصاد الأجنبي.

TCR : سعر الصرف الحقيقي.

3. سعر الصرف الفعلي (Effective Exchange Rate): يسمى سعر الصرف بين عملتين اثنتين بسعر الصرف الثنائي، حيث من أجل سعر صرف و الصيغة المستخدمة في إنشائه هو المتوسط الهندسي المرجح لأسعار الصرف الثنائية لكل الشركاء التجاريين الأساسيين. ويعبر الترجيح عموما عن الوزن النسبي لحصة كل دولة أجنبية في التجارة الخارجية الكلية للبلد المعني.<sup>4</sup>

إن الغرض من الترجيحات هو التعبير عن الأهمية النسبية لكل عملة أجنبية بالنسبة إلى البلد المحلي، ومع تواجد العديد من الأوزان يمكن أن تستخدم في حساب المتوسط فإن اختيارها الملائم متعلق بالغرض الذي يستخدم من أجله مؤشر سعر الصرف الفعلي، فإذا كان الهدف المقصود هو تقييم أثر تغير سعر الصرف على الميزان التجاري للبلد أصلي، ولا يمكن تقدير هذه الترجيحات إلا بواسطة الطرق الكمية. ومن الشائع

<sup>1</sup> شوقي طارق، «أثر تغير أسعار الصرف على القوائم المالية»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة الجزائر، 2009، ص20.

<sup>2</sup> Ben Youssef Fatma، «La Politique De Change en Algérie»، Mémoire présenté en vue de l'obtention du diplôme de Magistère non publiée، Université D'Alger، 2006، P34.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص104

<sup>4</sup> صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر"، مذكرة تخرج لنيل شهادة

الماجستير، جامعة تلمسان-الجزائر، 2010-2011، ص11.

أيضا حساب مؤشرات سعر الصرف الفعلي باستخدام حصص التجارة الخارجية الثنائية كترجيحات حصص الاستيراد أو حصص الصادرات أو متوسط الاثنين. ويمكن لعملة ما أن تتدهور أو تتحسن مقابل عملات أخرى، فتطور سعر الصرف الفعلي يزودنا بقياس للتطور الكلي لهذه العملة مقابل العملات أخرى.<sup>1</sup>

4. سعر الصرف الفعلي الحقيقي (Real Effective Exchange Rate): هو سعر اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، فهو القيمة الحقيقية للعملة الوطنية بالنسبة للعملة الأجنبية أي القدرة الشرائية للعملة الوطنية بالنسبة لدولة أجنبية ويحدد على أساس تعادل القدرة الشرائية النسبية في الدولتين.<sup>2</sup>

5. سعر الصرف التوازني: (Equilibrium Exchange Rate): يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، وهو بالتالي سعر الصرف الذي يسود في بيئة اقتصادية غير مختلفة. إن الصدمات الاسمية المؤقتة تؤثر على سعر الصرف الحقيقي وتبعده على مستواه التوازني ولهذا فانه من الضروري تحديد هذا المستوى التوازني ومن تم تفسير مجراه.<sup>3</sup>

### أهمية سعر الصرف:

تكمن أهمية سعر الصرف في كونه وسيلة لتسيير بعض الاجراءات الاقتصادية والتبادلات الدولية

وتتجلى تلك الاهمية في النقاط التالية:

- \* تسهيل المعاملات التجارية.
- \* تسهيل عمل الشركات الاجنبية في حالة رغبتها بالقيام باستثمارات اجنبية في دولة ما.
- \* تحويل الفوائد والارباح.
- \* المساعدات الاجنبية.
- \* نفقات السياحة والسفر.
- \* مقامة التضخم.
- \* تخصيص الموارد.

1 حميدات محمود، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 2.

2 عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 103-104.

3 العباس بلقاسم، "سياسات أسعار الصرف"، سلسلة دورية تهم بقضايا التنمية في الوطن العربي، المعهد العربي. للتخطيط، الكويت، العدد 23 نوفمبر 2003.

\* توزيع الدخل.

\* ائمة الصناعات المحلية.

### سياسات سعر الصرف:

يتم اعتماد مجموعة من سياسات سعر الصرف في الدول وذبك حسب الغرض او الهدف الرجو تحقيقه ويمكن توضيحها في النقاط التالية:

#### 1. سياسة الرقابة على الصرف:

وهي اجراء تتخذه الدولة من اجل رفع سعر عملتها والمحافظة على قيمتها في اسواق الصرف لتصبح اداة للحفاظ على سعر الصرف الرسمي للعملة من اجل تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وتلجا هذه الاخيرة الى فرض الرقابة للحد من العجز في ميزانها الخارجي. ويمكن ايجاز الغرض من عملية الرقابة على الصرف في النقاط التالية:

✍ المحافظة على العملة فوق مستوى السائد وفق ظروف العرض والطلب.

✍ التغلب على النقص الذي تعانيه الدولة في الارصدة الاجنبية من عملات وذهب محاولة الحد من الطلب عليها والحد من هروب رؤوس الاموال.

✍ رفع الاسعار الداخلية لانعاش الصناعات الهامة ومواجهة الكساد وتشجيع واستقرا اسعار الصرف باعتبار ان تقلبها يضر الصناعة والتجارة.

✍ حماية الصناعات المحلية

✍ زيادة دخل الدولة وتقوية مركزها التنافسي.

ووسائل الرقابة على الصرف نوعان مباشرة وغير مباشرة:<sup>1</sup>

الوسائل المباشرة: يستخدم البنك المركزي عدة وسائل لتقييم كمية واستخدامات الصرف الاجنبي منها:

- التدخل المباشر: اذ تقوم الحكومة بتثبيت سعر الصرف عند مستوى الاعلى وادني من سعر الصرف السائد في سوق الصرف من خلال شراء او بيع العملة المحلية مقابل العملة الاجنبية عند سعر محدد.
- تقييد الصرف الاجنبي: وذلك عن طريق اعتماد سعر صرف متعدد.

1 أحمد منذور، "مقدمة في الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، لبنان ، 1990، ص40..

● اتفاقيات المقاصة: يتم الاتفاق بين الدول على ان تقوم كل دولة بفتح حساب بنك يخاص لكل دولة بعملة المحلية بينكهما المركزي، يتم من خلاله تسوية المعاملات والمدفوعات من الصادرات والواردات التي تتم بينهما على ان يكون هناك اتفاق مسبق لسعر الصرف المعتمد وتعرف هذه العملية بالاتفاقيات الثنائية. اتفاقيات الدفع: تشتمل بالاضافة الى المعاملات التجارية باقى المعاملات الخدمانية منها ورسوم الشحن وخدمة الديون وخدمات السياحة....

#### الوسائل الغير مباشرة: وتتمثل في

▪ القيود الكمية للحد من الواردات بالرفع من الضرائب والرسوم الجمركية وذلك للحد من العجوزات في ميزان المدفوعات.

▪ تقديم اعانات التصدير لتنشيط الصادرات

▪ رفع أسعار الفائدة وذلك للحد من خروج رؤوس الاموال الرفع من التدفقات الداخلية لها وبالتالي التحسين من قيمة العملة المحلية.

#### 2، سياسة تخفيض قيمة العملة المحلية:

تعد من اهم سياسات سعر الصرف اذ يستخدم هذا الاجراء من اجل تحقيق اهداف اقتصادية مسطرة، ومن اسباب التخفيض العجز في الميزان التجاري لقلة الصادرات وتدهور العملة والذي يعد من اهم العوامل المسببة في هجرة رؤوس الاموال نحو الخارج.

#### 3، سياسة تعويم أسعار الصرف:

وتتضمن هذه السياسة سياسة التعويم الحر وسياسة التعويم المدار، فانصار التعويم الحر يرون ان التوازن يحدث بشكل تلقائي نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، اما انصار التعويم المدار فيرون ضرورة ووجوب تدخل الدولة لاعادة التوازن والتخلص من الخلل الذي يتعرض له ميزان المدفوعات من خلال التدخل في سوق الصرف بصورة غير مباشرة.

#### أدوات سياسات سعر الصرف:

لتحقيق سياسات الصرف لابد من اعتماد مجموعة من الادوات والوسائل أهمها: <sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الجليل هجيره، " أثر سعر الصرف على الميزان التجاري"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة تلمسان-الجزائر، 2010-2011، ص50.

1. تعديل سعر صرف العملة: لتعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم السلطات بتخفيض العملة أو إعادة تقويمها وهذا في ظل نظام سعر صرف ثابت، أما في ظل نظام سعر صرف عائمتعمل على التأثير على قيمة العملة من خلال سياسة التخفيض بهدف تشجيع الصادرات.
2. استخدام احتياطات الصرف: في ظل أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية للمحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار قيمة عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن قيمة العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة المحلية.
3. استخدام سعر الفائدة: عندما تكون قيمة العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفعة لتعويض خطر انهيار العملة، وهذا ما حدث عندما اعتبر الفرنك أضعف من المارك الألماني.
4. مراقبة الصرف: تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات للعملة الصعبة إلى رخصة خاصة. لكن حالياً معظم الدول بدأت تتخلى عن مراقبة الصرف بعد انتشار ظاهرة التعويم.
5. إقامة سعر صرف متعدد: يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق ومن أهم الوسائل المستخدمة هو اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صرف.

#### أهداف سياسة سعر الصرف:

- من خلال سياسة سعر الصرف تسعى السلطات لتحقيق مجموعة من الأهداف والمتمثلة في:
- مقاومة التضخم: يؤدي تحسن سعر الصرف إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد .
  - تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي إلى توسيع قاعدة السلع الدولية .
  - توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو القطاعات المحلية، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يولد أرباحاً تعود على أصحاب رؤوس الأموال، والعكس عند انخفاضه.
  - تنمية الصناعات المحلية: يمكن للبنك المركزي تخفيض سعر الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية.

**النظريات المفسرة لسعر الصرف:**

أدى تعدد الأنظمة النقدية الدولية إلى ظهور العديد من النظريات الاقتصادية المفسرة لاختلافات أسعار الصرف بين دول العالم، والعمل على تحديد سعر الصرف الذي يساعد على تحقيق التوازن الاقتصادي، وسنحاول في هذا المطلب توضيح أهمها.

**1. نظرية تعادل القوى الشرائية:**

يعود أصل نظرية تعادل القوى الشرائية إلى الاقتصادي دافيد ريكاردو (1772-1823) ليطورها بعد ذلك الاقتصادي السويدي Gustav Cassel عندما أصدر كتاب بعنوان "النقود وأسعار الصرف الأجنبية" سنة 1918 خلال فترة ما بين الحربين العالميتين والتي عرفت ارتفاعاً في معدلات التضخم في دول أوروبا، كما أثير التساؤل عن كيفية إعادة تحديد أسعار التعادل بين عملات الدول التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب بالإضافة إلى حدوث اضطرابات شديدة في أسعار الصرف<sup>(1)</sup>.

وقد حاول البروفيسور جوستاف كاسل أن يبحث عن أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى الأخرى من خلال نظرية تعادل القوة الشرائية القائمة على مبدأ السعر الواحد والتي توضح أن سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها الداخلية مع قوتها الشرائية في سوق دولة أخرى وذلك بعد تحويلها إلى عملة هذه الأخيرة وفقاً لسعر الصرف الذي يحقق هذا التعادل<sup>(2)</sup>. وللنظرية صورتان: المطلقة والنسبية.

**1. الصورة المطلقة للنظرية:**

قامت هذه النظرية على فرضيات غير واقعية تمثلت في حرية حركة السلع والخدمات بدون تكلفة نقل ولا رسوم جمركية، بالإضافة إلى عدم وجود احتكار في السوق<sup>(3)</sup>. الفكرة التي بنيت عليها النظرية في صورتها المطلقة بسيطة وهي أن كمية السلع أو الخدمات التي تحصل عليها من دفعة واحدة نقدية من العملة المحلية هو نفس المقدار أو الكمية من السلع والخدمات التي تحصل عليها في الخارج بنفس الوحدة النقدية

بعد تحويل العملة إلى العملة الأجنبية<sup>(4)</sup>، يمكن توضيحها من خلال العلاقة التالية: 
$$r = \frac{P}{p}$$

<sup>1</sup> - Mohamed Messai, «Taux de Change, Régime de Change et Effets Macroéconomiques – Le Cas de pays en Développement», \_Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magistère non Publiée, Université d'Alger, 2006, P61.

<sup>2</sup>- N. Gregory Mankiw, «Principles of Economics», Sixth Edition, USA, 2008, P686.

<sup>3</sup>- Marius Brülhart, «Analyse de la théorie de la Parité du Pouvoir d'Achat dans le cas de la Suisse», Statistique et Économie Économétrie Appliquées, Ana Cristina Molina, 2003, P3.

<sup>4</sup>- Bernard Guillochons, «Economie Internationale», Edition Dunod, Paris, 1998, P 182.

P: مستوى الأسعار في البلد المحلي. P\*: مستوى العام للأسعار في البلد الأجنبي.

r: معدل الصرف الإسمي.

ب. الصورة النسبية للنظرية:

على غرار النظرية الأولى تقوم هذه النظرية بأخذ تكاليف النقل بعين الاعتبار، وحرية تنقل المعلومات بالإضافة إلى إزالة العوائق التجارية التي تحد تكافؤ الأسعار. اهتمت نظرية تعادل القوة الشرائية في صيغتها النسبية بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج مؤشر التضخم حيث يعمل سعر الصرف الإسمي على إلغاء فوارق التضخم بين البلدين، وبمعنى آخر يتحقق سعر توازن أسعار الصرف عندما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار. ويمكن توضيح ذلك من خلال

$$\frac{d_r}{r} = \frac{d_p}{p} - \frac{d_{p^*}}{p^*}$$

أي وجود علاقة بين تغير معدلات سعر الصرف ومستوى الأسعار، ومنه فإن تغيرات سعر الصرف تستخرج من الفرق بين التضخم الداخلي والتضخم الخارجي.(1)

نسبة تغير سعر الصرف = نسبة التضخم المحلي - نسبة التضخم الأجنبي.

## 2. نظرية تعادل أسعار الفائدة:

يعتبر الاقتصادي الإنجليزي J.M.Keynes رائد نظرية تعادل أسعار الفائدة التي تتمحور حول الترابط الموجود بين السوق النقدي الوطني وأسواق الصرف (2). تعتمد هذه النظرية على أسعار الفائدة لتفسير التغيرات التي تحدث على مستوى القيم الخارجية والداخلية للعملة، وبعبارة أخرى فإن نظرية تعادل معدلات الفائدة تعد كعامل محدد لسعر الصرف، كما تشير إلى أن معدل تأخير الاستلام ومعدل تأجيل التسليم لعملة أجنبية يجب أن يعكس فروق معدلات الفائدة بين البلدين.(3) ولتوضيح هذه النظرية بشكل أفضل نفترض أن متعامل اقتصادي أراد أن يودع أصل نقدي قيمته M في السوق النقدي المحلي وفق معدل الفائدة  $i_d$  وعليه بعد سنة سيتحصل على  $S_d$ . حيث(4)

$$S_d = M * (1 + i_d) \dots \dots \dots (1)$$

1- Patrick Artus, «Economie des Taux de Change», Edition Economica, Paris 1997, P12.

2- Yves Simon, Samir Mannai, techniques financières international, Édition Economica, Paris 2002, p186.

3- Ben Patterson, Dagmara Sienkiewicz, Xavier Avila, «Taux De Change et Politique Monétaire, Parlement Européen Direction», Générale des Etudes, Série Affaires économiques, Econ 120 Fr 2001, P7.

4- Laurence S. Copeland, «Exchange Rates and International Finance», Second Edition, Addition-Wesley Publishing Company, 1994, PP 87-88.



ولكن قد يرغب المتعامل بالاستثمار في بلد أجنبي نتيجة معدل فائدة مغري  $i_E$  مما يدفعه إلى تحويل رأسماله النقدي  $M$  إلى العملة الأجنبية وفق سعر الصرف العاجل والذي يرمز له  $C_C$  فيكون

حيث:  $\bar{M} = \frac{M}{C_C}$  مقدار رأس المال معبرا عنه بالعملة الأجنبية. وبعد سنة فإنه ينتظر عائدا مقداره بالعملة الأجنبية وفق  $i_E$

$$\bar{S}_E = \bar{M} * (1 + i_{dE}) \dots \dots \dots (2)$$

وحسب نظرية تعادل معدلات الفائدة فإن الفوارق لا بد أن تنعكس على معدلات الصرف الآجل ويتم التعادل بينهما.

كما سيقوم بتحويل  $\bar{M}$  إلى  $M$  وفق سعر الصرف الآجل  $C_t$  لنحصل على:

$$S_{E_t} = \bar{M} * (1 + i_{dE}) * C_t \dots \dots \dots (3)$$

$$S_d = S_{E_t} \Rightarrow M(1 + i_d) = \bar{M}(1 + i_E)C_t$$

$$\Rightarrow M(1 + i_d) = \frac{M}{C_C}(1 + i_E)C_t$$

$$\Rightarrow C_C(1 + i_d) = C_t(1 + i_E) \dots \dots \dots (-1)$$

$$\Rightarrow \frac{C_C - C_t}{C_C} = \frac{i_d - i_E}{1 + i_E}$$

$$\Rightarrow \frac{C_C - C_t}{C_C} \approx i_d - i_E$$

وتمثل هذه المساوات التقريبية الصياغة الإحصائية لنظرية تعادل معدلات الفائدة حيث فوارق معدلات الفائدة تتعادل مع تقلبات معدلات الصرف.

### 3. نظرية الارصدة:

أدى تطور العلاقات الاقتصادية الدولية إلى تداخل المصالح واتساع المبادلات بين مختلف أنحاء العالم، والتي ينتج عنها حقوق والتزامات يتم تدوينها في ما يعرف بميزان المدفوعات. يمكن تعريفه على أنه تسجيل نظامي لكافة المعاملات التجارية والمالية والنقدية التي تتم في فترة زمنية محددة غالبا ما تكون سنة بين المقيمين في بلد ما والمقيمين في البلدان الأخرى، فهو بمثابة بيان محاسبي دقيق يساعد الدول على تحديد موقعها من حيث المديونية أو الفائض أو العجز<sup>(1)</sup>.

<sup>1</sup> العقريب كمال، «أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات - حالة الجزائر»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة سعد دحلب، البلدة، الجزائر، 2006، ص35.

يعتبر ميزان المدفوعات من أهم المؤشرات الاقتصادية، فهو يلعب دور كبير في تفسير العلاقة بين سعر الصرف وكيفية تأثره بالميزان التجاري من خلال الصادرات والواردات السلعية لارتباطه بمستوى الأسعار المحلية والأجنبية. وتتحدد نظرية الأرصدة وفق حالة ميزان المدفوعات لدولة ما وعلى أساس سعر صرفها المتبع ثابت كان أو معوم.<sup>(1)</sup>

ففي حالة سعر الصرف الثابت يعتبر رصيد ميزان المدفوعات العامل الرئيسي لتحديد وتفسير تغير سعر الصرف، وتكون السلطات النقدية هي المسؤول الوحيد لإعادة توازن ميزان المدفوعات. ففي حالة حدوث فائض في الحساب الجاري بمعنى أن قيمة الصادرات أكبر من الواردات، متسببا في دخول العملات الأجنبية وبالتالي زيادة الطلب على العملة المحلية متسببا في ارتفاع قيمتها، فيتدخل البنك المركزي كبائع لعملته المحلية في سوق الصرف لغاية إعادة التوازن. أما في حالة العجز فتكون الواردات أكبر من الصادرات متسببا في انخفاض قيمة العملة المحلية بسبب زيادة عرضها، مما يدفع بالبنك المركزي إلى التدخل كمشتري للعملة المحلية في سوق الصرف من خلال الاقتطاع من احتياطات الصرف ليعيد حالة التوازن.<sup>(2)</sup>

بينما في حالة سعر الصرف العائم فإن الدولة تكون عنصر محايد لا يمكنها التدخل وحسب نظرية الحرية الاقتصادية فإن حالة التوازن تتحقق من خلال قوى السوق (اليد الخفية). فالبلد الذي يحقق عجزا في ميزان المدفوعات دليل على زيادة الكميات المعروضة من العملة المحلية مما ينتج عنه انخفاض في قيمتها الخارجية، وهذا الانخفاض في قيمة العملة سيؤدي إلى تحفيز وتشجيع الصادرات السلعية مما يدفع ميزان المدفوعات إلى العودة إلى التوازن، أما في حالة حدوث فائض فهذا يعني ارتفاع الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، وبالمقابل سيتسبب في تحفيز الواردات السلعية مما يدفع بميزان المدفوعات إلى العودة إلى حالة التوازن.<sup>(3)</sup>

كما يعتبر بعض الكتاب أن فترة الحرب العالمية الأولى كانت مؤشرا على صحة هذه النظري وذلك لكون قيمة المارك الألماني آنذاك لم تتأثر رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دوراها وارتفاع مستوى الأسعار، والسبب في ذلك هو تعادل جانبي ميزان المدفوعات. إلا أن هذه النظرية لا تخلو من نقائص فهي

<sup>1</sup> - ليلي بدوي، «تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في دول عربية مختارة للفترة 1984-2006»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الكوفة، 2004، ص12.

<sup>2</sup> - Ben Youssef Fatma, «La Politique De Change en Algérie», Op.cit., P48.

<sup>3</sup> - Ibid., P49.

لا تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية للأسعار النسبية كمحدد هام لتفسير حركة التجارة في الأجل الطويل. (1)

#### 4. نظرية الكمية:

إن فكرة النظرية الكمية قديمة، فقد كانت البداية مع "جون بودان" أول من أعطى ملاحظة مفادها أن الزيادة في كمية النقود المتداولة هي سبب ارتفاع الأسعار، ومن ثم الانخفاض في قيمة النقود، إلا أن أهم من أخذ بالتحليل السابق واستخدامه في تفسير ظاهرة التضخم التي عرفتها بريطانيا في القرن التاسع عشر، الاقتصادي الإنجليزي دافيد ريكاردو رائد النظرية الكمية فقد كان أول من تنبه إلى أثر كمية النقود على تحديد سعر الصرف، حيث توصل في هذا الشأن إلى أن قيمة النقود تتناسب عكسياً مع كميتها، باعتبار أن أي زيادة في المعروض النقدي سيؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار، مما سيؤثر بدوره على سعر صرف العملة (2).

كما تقوم هذه النظرية على معادلة التبادل "لفيشر" من خلال الضيغة الرياضية التالية (3):

$$M * V = T * P$$

$M$ : كمية النقود.  $V$ : سرعة دوران النقود.  $T$ : حجم المعاملات.  $P$ : المستوى العام للأسعار.

إن زيادة عرض النقود وسرعة تداولها في اقتصاد دولة ما سيكون له تأثير كبير في تحديد سعر الصرف من خلال ارتفاع مستوى الأسعار المحلية، والتي تدفع بتكلفة الصادرات إلى الارتفاع الشيء الذي ينتج عنه تباين واضح في معدلات التبادل الدولي باعتبار أن الطلب عليها في الأسواق العالمية قد انخفض، وإقبال المقيمون على اقتناء هذه السلع من الخارج وهذا يعني زيادة الطلب على العملة الأجنبية، متسبباً في تدهور سعر صرف العملة الوطنية. كما يحدث العكس في حالة نقص كمية النقود وانخفاض سرعة تداولها إذ تقل تكلفة الصادرات فيزداد الطلب عليها فتزيد القيمة الخارجية للعملة المحلية، وعليه فإن تغيرات الكتلة النقدية ذات تأثير على معدلات الصرف (4).

#### 5. النظرية الإنتاجية

أثبتت هذه النظرية بعد الحرب الثانية في الأرجنتين عندما ارتفعت قيمة عملتها بسبب زيادة قوة إنتاجها. وتعني هذه النظرية أن القيمة الخارجية لعملة دولة ما تتحدد على أساس مقدرة جهازها الإنتاجي أي أن

<sup>1</sup>- شيباني سليمان، «سعر الصرف ومحدداته في الجزائر 1963-2006»، مرجع سابق، ص75.

<sup>2</sup>- Jude Blanchette, Anderson, «Hazlitt and Quantity Theory of Money», Journal of Libertarian Studies, Volume 19, No1, 2005, P29.

<sup>3</sup>- From Wikipedia, the free encyclopedia.

<sup>4</sup>-Susumu Takenag, «Theory of Money of David Ricardo: Quantity Theory and Theory of Value», Lecturas de Economía, Lect. Econ- No. 59 ,Medellin, 2003, pp113.

قيمة العملة تتماشى مع القوة الإنتاجية للدولة فزيادتها تمنح المنتج المحلي ميزة تنافسية تتمثل في انخفاض السعر في الأسواق العالمية مما ينشط الصادرات الوطنية، يعني ذلك زيادة دخول العملة الأجنبية هذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية. فتحقق فائض في ميزان المدفوعات خاصة الميزان التجاري، أما ارتفاع مستويات الأسعار والنقص في الإنتاج يزيد من الاستيراد مما يحقق عجزا في الميزان التجاري. فنجاح النظرية متوقف على مدى سير سعر الصرف في نفس اتجاه القوى الإنتاجية.

#### 6. نظرية سعر الخصم:

إن رفع سعر الخصم يؤدي إلى الزيادة في أسعار الفائدة، فيعمل على جذب رؤوس الأموال "wichesell" يرى الأجنبية، وبذلك يزداد طلب الأجانب على عملة ذلك البلد مما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرفها والعكس فانخفاض سعر الخصم يؤدي إلى نزوح رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية والمقومة بعملة الدولة إلى الدول ذات سعر فائدة مرتفع، فيؤدي إلى عرض العملة وبالتالي عجز في ميزان المدفوعات يليه انخفاض القيمة الخارجية للعملة. ويساهم سعر الخصم في تحسين المركز الخارجي للعملة، ومعالجة التضخم الداخلي في إعادة التوازن لميزان المدفوعات. لكن هذه النظرية غير كافية كأساس لتحديد القيمة الخارجية للعملة، ذلك لأن مستويات الأسعار ونسبتها إلى مستويات الأسعار في الخارج هي التي تؤثر على سعر الخصم. (1)

#### 7. نظرية كفاءة السوق

تفيد نظرية الأسواق الفعالة أن سعر الصرف الآجل يعكس كلياً جميع المعلومات حول توقعات سعر يكون السوق كفى أو فعالاً، إذا كانت تعكس فيه (Eugène Fama) "الصرف". ومن خلال المفهوم الذي قدمه الأسعار على وجه السرعة لكل المعلومات المتاحة وبدون تكلفة "تكاليف المعاملات ضعيفة وتغيرات أسعار الصرف عشوائية. (2)

#### 8. نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية

تلائم هذه النظرية ظروف الدول التي تعتمد كلية على قوى السوق في تحقيق توازن سعر الصرف وميزان المدفوعات، وتقوم على أساس دراسة محددات سعر الصرف في الأجل القصير، ثم ضبط المعدل الفعلي لأثار العوامل المؤقتة بغية الوصول إلى تقدير لسعر التوازن في الأجل الطويل، ويتم دراسة هذه النظرية من خلال أسس نظريات الاحتمالات النقدية في تحديد سعر الصرف التي تركز على الدور التوازني الذي يلعبه

<sup>1</sup> - لعويسات جمال الدين، "العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية"، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ص 9.

<sup>2</sup> - Siroen Jean Marc, « **Finances Internationales** », Armand Colin Éditeur, Paris, 1993, P107.

سعر الصرف في موازنة الطلب الأجنبي على الأصول المالية المحلية والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية. (1)

### 9. نظرية فقاعات المضاربة

يقصد بفقاعة المضاربة، الفجوة الدائمة بين سعر الصرف وسعر الأصول المالية وقيمها التوازنية المتعلقة بالمحددات الاقتصادية الأساسية بين تضخم معدل الفائدة وميزان المدفوعات... وتأثير ميكانيزمات البورصة على النمو الاقتصادي. إن معظم المتعاملين يتوقعون تقدير للعملة المعينة دون الأخذ في الحسبان متغيرات التضخم وسعر الفائدة ورصيد ميزان المدفوعات ويستنتجون المزيد من الطلب على هذه العملة في ظل سعر الصرف السائد، مما يغير اتجاه أسعار الصرف ويبعدها عن قيمها الأصلية من خلال تضخم الفجوة ما بين سعر صرف التوازني وسعر الصرف المتوقع. كما يمكن لهذه الفجوة أو الفقاعة أن تنفجر في حالة المضاربة الغير عقلانية.

### 10. نموذج (Mundell – Fleming): (2)

الشكل الأساسي للنموذج :

تم تطوير نموذج (مندل فلمنغ) في أوائل 1960 من قبل الاقتصاديين " روبرت مندل " و "ماركوس فلمنغ"، امتدادا لنموذج التوازن لكينز كما ناقش - مندل فلمنغ - التوازن في سوق السلع والخدمات، وسوق النقود والصرف. وبعبارة أخرى يجمع هذا النموذج التوازن الداخلي في سوق السلع وسوق النقد، والتوازن الخارجي المتمثل في ميزان المدفوعات.

كما يسمح بالتحليل في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة وأثر التدابير البديلة لسياسات الاقتصاد الكلي على إنتاج البلد ومعدل الفائدة ومعدل الصرف الأجنبي تلعب درجة مرونة حركة رؤوس الأموال في نموذج - مندل فلمنغ - دورا محوريا في تحديد أسعار الصرف مقارنة مع التغيير في السياسة النقدية والمالية في نظام سعر الصرف الثابت والمرن. ولفهم هذا النموذج يجب فحص

- الإطار التحليلي لهذا النموذج في نظام سعر الصرف الثابت.

- أثر السياسة النقدية والمالية على سعر الصرف. (3)

<sup>1</sup> - حللو موسى بوخاري، "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية." بيروت لبنان، 2010، ص 13.

<sup>2</sup> - سي محمد فايزة، «اختلال سعر الصرف الحقيقي - فعالية سعر الصرف الموازي - 2012 - دراسة قياسية لحالة الجزائر» 1974، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2014-2015، ص 57-61.

<sup>3</sup> - Adouka Lakhdar، «Modélisation du taux de change du dinar algérien à l'aide des modèles ECM»، Thèse pour l'obtention de doctorat Es-sciences en Sciences Economiques, 2010- 2011, P88.

## فرضيات الفئوج :

- يطبق النموذج على اقتصاد صغير الحجم ومنفتح على الخارج وهذا يعني أن حجم الاقتصاد لا يسمح بالتأثير على باقي الاقتصاديات الدولية ، كما أن الاقتصاد يعرف وضعية التشغيل الغير الكامل.  
- تكون الأسعار غير مرنة وبالتالي عدم وجود آثار تضخمية، أسعار الصرف وأسعار الفائدة تعادل قيمتها الحقيقية.

- تعتبر الأسعار، وسعر الفائدة، والإنفاق الحكومي، والمتغيرات الأجنبية وسعر الصرف الحقيقي في نظام سعر الصرف الثابت متغيرات خارجية.

- في نظام سعر الصرف المرن، يصبح سعر الصرف متغيرا داخليا واحتياطات الصرف متغيرا خارجيا.

## التوازن الكلي لفئوج لمندل فلمنغ :

يعرف التوازن في سوق السّلع من أجل مستوى معطى للإنفاق  $G$  والإنتاج الخارجي  $EP/P \cdot Y^*$  تغير سعر الصّرف الحقيقي بالنسبة للاسمي فارتفاع سعر الفائدة يخفض الطلب الكلي وبالتالي يخفض من مستوى الإنتاج الوطني .

التوازن في سوق النّقد : يعرف من أجل مستوى معطى  $Ms/P$

حيث:  $Ms$ : الكتلة النقدية،  $P$ : مستوى الاسعار، فارتفاع اسعار الفائدة تخفض من حجم العملات التي يراى التعامل بها ولتحقيق التوازن يجب ان يرتفع مستوى الانتاج الداخلي ليشجع المتعاملين للاحتفاظ اكثر بالعملات في نهاية التحويلات.

التوازن في ميزان المدفوعات : فهو يترجم التوازن في سوق الصّرف  $F$ ، تغيرات الإنتاج المحلي والخارجي وأسعار الصّرف تؤثر في صيدالتجاري كما أنه يعرف من أجل مستوى معطى  $L$ :

$Y^*$ : الإنتاج الخارجي،  $e$ : سعر الصّرف،  $A^*$ : سعر الفائدة الخارجي مرتفع، فارتفاع الدّخل المحلي  $Y$  يرفع من حجم الواردات مما يدهور الميزان التجاري فالزّيادة في النّشاط المحلي وأسعار الفائدة الأجنبية وانخفاض النّشاط الاقتصادي الخارجي تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة.

## التوازن الداخلي والخارجي :

يتم دراسة التوازن الكلي في إطار نظامي الصرف الثابت والمرن

## نظام سعر الصرف الثابت:

في حالة تبني نظام سعر الصّرف الثابت تكول السّلمطات النّقدية المحليّة ملزمة بزيادة ما تحتفظ به من احتياطي صرف أجنبي لامتناس الزّيادة في عرض العملات الأجنبية، ويمكن لهذا الزّيادة في الاحتياط

أن تؤدي إلى زيادة عرض النقود المحلية مما يؤدي إلى اضطراب عملية توازن سوق النقود ويحدث التوازن الكامل فقط عندما تتدخل سلطات لمقابلة زيادة عرض النقود واستخدام آليات لزيادة الطلب على النقود وتعمل في ذات الوقت على تخفيض معدلات الفائدة إلى الحد الذي يؤدي إلى تدهور الحساب الجاري وحساب رأس المال.

هذا يمكن أن يؤدي إلى زيادة الفائض المحقق في ميزان المدفوعات ويعيد التوازن لسوق السلع وسوق النقود عند مستوى أعلى من الناتج، كما أظهر (ماندل) أنه في حالة الحركة التامة لرأس المال تصبح السياسة النقدية غير ناجحة تماما في ظل نظام سعر الصرف الثابت وإن ميزان المدفوعات لا يتوقف إلا على أسعار الفائدة والتي تتوقف بدورها على حركة رؤوس الأموال.

اعتماد سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى زيادة النشاط الاقتصادي المحلي نتيجة انخفاض أسعار الفائدة وهو ما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج وفي ظل ثبات أسعار الصرف بافتراض أن السلطات النقدية تقوم بسياسة مالية توسعية من خلال زيادة الإنفاق الحكومي والذي يكون له أثرين متعاكسين، فمن جهة يعمل على إحداث عجز في المعاملات الجارية ومن جهة أخرى يعمل على تشجيع دخول رؤوس الأموال إلى الداخل ومع وجود الحركة التامة لرؤوس الأموال يصبح التأثير الثاني هو المسيطر وبالتالي فإن سعر الصرف يتجه إذن إلى الارتفاع مما يقود البنك المركزي إلى التدخل بعرض عملته المحلية في أسواق الصرف أمام العملات الأجنبية والذي يدفع بدوره إلى زيادة احتياطات الصرف ومنه إلى زيادة حجم الكتلة النقدية المتداولة وتكون النتيجة عبارة عن إنعاش اقتصادي عن طريق السياسة المالية على إثر تفعيل الطلب الداخلي والمدعم بزيادة عرض النقود المتدهور في الميزان التجاري تم يتبعه انخفاض في قيمة العملة المحلية وإذا كانت المرنة منعومة، أي حركة مقيدة لرؤوس الأموال فتغيرات سعر الفائدة لا تؤثر على ميزان المدفوعات وبالتالي لا تؤثر في التوازن الخارجي.

#### نظام سعر الصرف المرن:

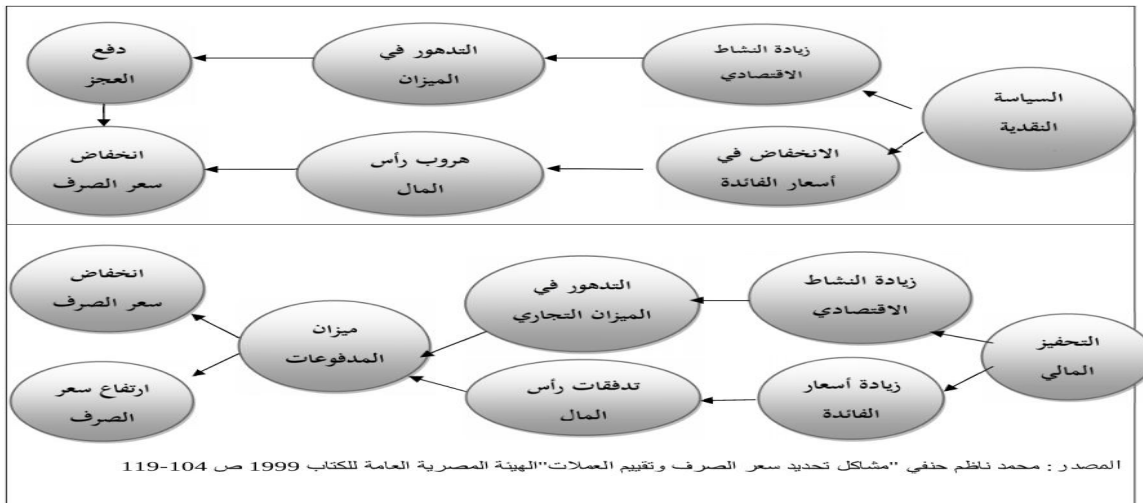
في ظل أسعار الصرف المرنة يكون مخزون النقود بما فيها احتياطات الصرف الأجنبي والائتمان المحلي محددًا تكون مثبتة بواسطة السياسة النقدية، فاعتماد سياسة نقدية توسعية تؤدي إلى (LM) ومنه فإن وضعية منحني إلى اليمين مما يسبب انخفاضًا في معدل الفائدة وارتفاعًا في الناتج القومي (LM). إزاحة المنحني ينخفض سعر الصرف بسبب تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج، إن هذا الانخفاض في سعر الصرف

يخفض إلى اليمين مؤديا إلى ارتفاع آخر في الناتج القومي (IS) السعر النسبي للسلع المحلية مما يسبب انتقالا للمنحنى مصحوبا بارتفاع في سعر الفائدة.

يستمر انخفاض قيمة العملة إلى أن يستعاد التوازن عند تعادل سعر الفائدة المحلي مع سعر الفائدة الأجنبي حيث أن السياسة النقدية حققت هدفها.

تعتبر السياسة الضريبية غير ناجحة تماما في نظام سعر الصرف المرن حيث تعتمد فعاليتها على كل من LM. لفروقات سعر الفائدة المحلي والخارجي بالمقارنة مع منحنى BP الناتج والعمالة على مدى تجاوب منحنى لسعر الفائدة تكون السياسة المالية أكثر فعالية والعكس صحيح حيث LM أقل تجاوبا من BP عندما يكون تصبح السياسة المالية التوسعية عديمة الفعالية في ظل الحركة التامة لرؤوس الأموال.

### الشكل رقم 01: تأثير السياسة النقدية والمالية على أسعار الصرف، نموذج مندل فلمن



معادلات النموذج: يعتمد التحليل في هذا النموذج على ثلاثة أسواق:

سوق السلع والخدمات:

$$y = C + I + G + Nx \dots \dots \dots 1$$

$$C = b(y - txy + TR - Tx_0) + C_0$$

$$I = I(i), TR = TR_0, TX = tXY + TX, G = G_0, NX = X - M$$

سوق النقود:

$$M_0 = M / P \dots \dots \dots 2$$

$$M_d = KY - hi; k > 0; h > 0 \dots \dots \dots 3$$

$$M / P = KY - hi \dots \dots \dots 4$$

الميزان الخارجي: (BP)

$$BP = NX + NK$$

$$BP = NX(Y^*, q, y) + NK(i - i^* + \hat{e}a) = \Delta R \dots \dots \dots 5$$

$$NK = \mu(i - i^* + \hat{e}a) \text{ و } Nx = X - M = X(q, y) - [M_0 + m(q, y)] \text{ حيث أن}$$



$Rq = e \cdot (p^*/p)$ : احتياطي الصرف،  $q$ : سعر الصرف الحقيقي،  $Nk$ : صافي رأس المال

$$X = x(y^*, q) \quad ax/qa < 0, \quad ax/qa > 0 \dots\dots 6$$

$$M = m(q, Y) \quad aM / aq > 0, \quad aM/aY > 0 \dots\dots 7$$

$$BP = Nx + NK = X(q, y) - [M_0 + m(q, y)] + \mu (i - i^* + \hat{e} a) \dots$$

ومنه إذا افترضنا أن الطلب المحلي على السلع المحلية، مثلما يعكسه هذا النموذج فإننا يمكن أن نكتب ذلك بالشكل:

$$Y = P[C + I + G + X(Y^*, q - p^*/e M(Y, q))] \dots\dots\dots 8$$

بتعويض متغيرات المعادلة وبالقسمة على مستوى الأسعار  $p$ ، نحصل على:

$$Y = [By - btxY - bTX + BTR + C_0 + I(i) + G + X(Y^*, q)] - [p^*/e M(Y, q)]$$

**11.** نموذج رد الفعل المفرط **Dornbusch**:<sup>(1)</sup>

عرفت أوائل العقد السابع من القرن العشرين انهيار كل من نظام بريتن وودز وأسعار الصرف، ومن أوائل النماذج النقدية التي حاولت تفسير تغيرات سعر الصرف بعد هذا الانهيار هو نموذج **Dornbusch** سنة 1976. والذي يسمى بنموذج رد الفعل المفرط، وجوهر الفكرة يكمن في مدى وما سرعة استجابة سعر الصرف بعد الصدمة للتعديل مقارنة بأسواق السلع والخدمات وتقترن سرعة هذا التعديل بسرعة تعرض أو تآثر أسعار الصرف وأسواق الاصول المالية للصدمة مقارنة بأسواق السلع والخدمات. وحسب **Dornbusch** فان حدوث صدمة نقدية تؤدي الى تضخم سعر الصرف الاسمي والذي ينتج عنه رد فعل مفرط ففي حالة ارتفاع الكتلة النقدية سيكون هناك انخفاض في سعر الفائدة كون ان القطاع المالي يسبق القطاع الحقيقي (سوق السلع والخدمات) من حيث التآثر ومن حيث المعالجة، وهذا الانخفاض لسعر الفائدة يؤدي الى التوازن في سوق النقد. وردة الفعل المفرطة تكون في مدى الفرق الذي نتج عن تآثر سعر الصرف ارتفاعا مقارنة بالصدمة النقدية، وهي زيادة عرض النقد في هذه الحالة وفي اقتصاد صغير مفتوح انخفاض سعر الفائدة كنتيجة حتمية لارتفاع النقد يؤدي بدوره الى ما يعرف بنظرية مقابل أسعار الفائدة الغير المغطاة حيث تنخفض عوائد الاصول في البلد مقارنة بالاصول الاجنبية أي انخفاض معدل العائد بين المحلي والاجنبي وهذا مرة اخرى ما يؤدي الى انخفاض سعر الصرف الاسمي.

**12.** نموذج سعر الصرف التوازني الأساسي **FEER**<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- سي محمد كمال، «محاضرات في المالية الدولية»، مطبوعة لطلبة السنة الثالثة نقود بنوك ومالية، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، 2015-2016، ص13.

<sup>2</sup> Antoine Bouveret, Henri Sterdyniak, " Les modèles de taux de change, Équilibre de long terme, dynamique et hystérèse », Revue de l'OFCE, 2005, P 248.

لقد قام Williamson بإعداد دراسة في إطار السياسة الاقتصادية على المدى المتوسط، ففي هذا المدى افترض Williamson أن الاقتصاد في حالة تشغيل كامل (توازن داخلي)، وأن الحساب الجاري مرتبط بتدفقات مالية مستهدفة (توازن خارجي)، أي أنه في الواقع هذه المقاربة تحتاج إلى تحديد (مستوى التشغيل الكامل) في الدولة محل الدراسة بالإضافة إلى بقية الدول المتعاملة معها وكذلك تحديد الحساب الجاري المستهدف وتقدير معادلة الميزان التجاري مستوى الإنتاج الكامن. حسب هذه المقاربة فإن الميزان التجاري يرتبط بمستوى الإنتاج الداخلي ومستوى الإنتاج الأجنبي وسعر الصرف الحقيقي ومتغيرات خارجية أخرى .

$$\bar{N}_x = f (Y \cdot Y^* \cdot TCR \cdot v)$$

$N_x$ : الجاري الميزان ،  $Y$  : الداخلي الإنتاج،  $Y^*$  : الأجنبي الإنتاج،  $V$ : الخارجية المتغيرات،  $F$ : دالة غير خطية. في التوازن على المدى المتوسط نجد:

$$\bar{N}_x = f (\bar{Y} \cdot \bar{Y}^* \cdot \bar{TCR} \cdot v)$$

$\bar{N}_x$  التوازني أو المستهدف الجاري الحساب،  $\bar{Y}$  : التوازني المحلي الإنتاج،  $\bar{Y}^*$  التوازني الاجنبي الإنتاج،  $\bar{TCR}$  التواز مفهومه أن كما أولا، التوازن في مركزها أساس على تنغياتر لا خارجية أنها بما الأساسي الحقيقي الصرف سعر المتغيرات إن  $V$  الداخلي  $\bar{Y}$  والخارجي  $\bar{N}_x$  يجب أن يتم خصها قبل المرور إلى تمثيل تحديد سعر الصرف الحقيقي التوازني الأساسي. عرض النموذج

في المرحلة الحالية أو في اللحظة (t) الميزان التجاري يكتب كما يلي :

$$N_x = m\bar{y} - m\bar{y} + m\delta(\bar{p} + E - p) \dots\dots\dots (1)$$

أما خلال التوازن على المدى المتوسط فيكتب ما يلي:

$$\bar{N}_x = m\bar{y} - m\bar{y} + m\delta(\bar{p} + \bar{B} - \bar{p}) \dots\dots\dots (2)$$

مع  $E$  سعر الصرف الاسمي (ارتفاع  $E$  يعني انخفاض قيمة عملة البلد محل الدراسة) .

$\delta$  تمثل مرونة كتلة التجارة الخارجية

$E-PP$  تمثل سعر الصرف الحقيقي

من المعادلتين (1) و (2) نجد أن الفرق بين سعر الصرف الحقيقي التوازني والجاري يكتب كما يلي:

$$\bar{TCR} - TCR = \frac{[(\bar{y} - y) - (y^* - y^*)]}{\sigma} \frac{(N_x - \bar{N}_x)}{n\delta}$$

من المعادلة أعلاه نجد أن على البلد محل الدراسة القيام بعملية تخفيض (dévaluer) لسعر الصرف الحقيقي إذا كان في حالة بطالة أو عنده عجز تجاري مستمر. في هذا الصدد افترض ويليامسون أن كل بلد يستعمل سياساته المالية (budgétaire Politique) لتحقيق هدف التشغيل الكامل، ويستعمل سياسة سعر الصرف (Politique échange'd) لبلوغ هدف التوازن في الميزان التجاري. إذن فهذه النظرية يمكن اعتبارها

وصفية (descriptive) حيث أنها تهدف إلى التنبؤ بالمستوى التوازني على المدى المتوسط، كما يمكن اعتبارها معيارية (normative) حيث أنها تحدد مستوى سعر الصرف التنافسي.

حدود نظرية : (FEER)

تشوب هذه النظرية عدة صعوبات سواء "من جانبها النظري أو القياسي، فباعتبارها نموذج تناسقي (coordination de modèle) فهي تقوم على تحديد أهداف اختيار مستوى الحساب الجاري المستهدف هو عبارة عن عملية تحكيمية، وهذا راجع لصعوبة التنبؤ بالمستقبل فيما يخص مستوى سعر الصرف الحقيقي التوازني، فليس هناك ما يضمن أن كل بلد يريد أن يحافظ على مستوى سعر صرف حقيقي توازني، فهناك بعض البلدان ترفع من قيمة سعر الصرف عملتها للتخفيف من حدة التضخم في حين أن بعض الدول تقوم بالتخفيض لدعم نموها الاقتصادي .

نموذج FEER يعتبر في الأساس نظرية لسعر الصرف الحقيقي مما يجعلنا نستنتج أنه يعتبر كذلك نظرية لسعر الصرف الاسمي حيث يمكننا أن نتعرف لهذه النظرية من خلال اتجاهين متضادين :  
- نفرض أن الأسعار جامدة أو ثابتة أي أن نظرية سعر الصرف الحقيقي هي نفسها نظرية سعر الصرف. إذا يركز النموذج على فرضية ثبات الأجور الاسمية والتي تسمح لتغيرات سعر الصرف الاسمي بالانعكاس على تغيرات سعر الصرف الحقيقي مع افتراض أن السياسة المالية للوصول إلى حالة التشغيل الكامل.

غير أن هذا الافتراض يصعب تطبيقه في الواقع حيث أنه على المدى المتوسط التغيرات في سعر الصرف الاسمي تنعكس على التغيرات في الأسعار، وبافتراضنا أن الأجور والأسعار مرنة على المدى المتوسط مما يجعل سعر الصرف الحقيقي مستقل على من التغيرات في سعر الصرف الاسمي. في هذه الحالة حساب سعر الصرف الحقيقي لا يعطينا أي معلومة عن سعر الصرف الاسمي ولا يقودنا لمعرفة توقعات السوق، زيادة على ذلك يفترض Feer أن التوازن الداخلي مستقل عن سعر الصرف الحقيقي، فإذا أدخلنا توازن سوق العمل من خلال WS. ps (setting Price / setting Wage) فإن سعر الصرف الحقيقي سوف يؤثر على التوازن الداخلي بتغيير أسعار الاستهلاك ومستوى الأجور .

لنفترض أن الأسعار دالة في الأجور كما يلي :  $P = W + D y$

كذلك فإن الأجور دالة في أسعار الاستهلاك كما يلي :  $W = I + n (p^* + s) + (1 - n)p + B y$

ومنه فإن سعر الصرف الحقيقي التوازني تقوم على ديناميكية الأسعار والأجور:

$$p - (p^* + s) = (l + (\alpha + \beta)y) / n$$

ومن خلال معادلة التوازن للميزان التجاري

$$\overline{Nx} = my^* - my + m\delta(p^* + \bar{E} - p)$$

نستطيع تحديد مستوى التوازن على المدى المتوسط لسعر الصرف الحقيقي وكذلك الناتج المحلي:

$$y = (my^* - \overline{Nx} - \delta l) / (m + \delta(\alpha + \beta))$$

ففي هذا النموذج يجب أن تحدد بعض الافتراضات مسبقاً حيث تكون قيم التوازن محسوبة بصفة دقيقة مثل تحديد الهدف للميزان التجاري، وتقييم درجة الإنتاجية الكامنة، اختيار نماذج التجارة وكذا معالجة المشاكل المتعلقة باختلال الفعلي لسعر الصرف.

Williamson يقترح من جهته الحفاظ على سيناريو استقرار نسبة الديون على الناتج الداخلي

الخام عند مستوى معطى، فحسب هذه المقاربة فإن القيود هي مدعومة وموضوعة لدولة عاجزة لتفعيل فائض من التجارة يكفي لإرجاع ديون موجودة أو على الأقل استقرار في زمن نسبة الديون على الناتج الداخلي الخام على درجة محكمة ومدعمة على المدى الطويل، هذه القيود لا ترغم على توازن ضروري للحساب الجاري لكل مرحلة، لأن هذا العجز يستطيع أن يكون مدعوم مالياً عن طريق داخلي لرؤوس الأموال.

### المحور الثاني: أسواق الصرف

لتحديد سعر الصرف المتعامل لكل عملة ولتبادل العملات فيما بينها لابد من وجود مكان يضمن سيرورة هذه المعاملات وهو ما يطلق عليه سوق الصرف. الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية، ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة اجهزة تداول الكترونية او معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال او اقمار صناعية.

إن سوق الصرف ظهر منذ القدم في الدول التي قام اقتصادها على التبادل بقصد تفادي تكلفة نقل المسكوكات والسبائك المعدنية وتجنب المخاطر المترتبة عن هذه العمليات وتبرز أهمية هذا السوق في حاجة الدول إلى مركز يتم فيه تبادل العملات الأجنبية، فوفرته تعطي بعدا هاما لكل مبادلة اقتصادية دولية وتنفيذ كل عمليات الصرف بسرعة وكفاءة بصفة مستمرة، والمحافظة على توازن العلاقات الاقتصادية والنقدية. (1)

#### ماهية سوق الصرف:

يعرف سوق الصرف الأجنبي على أنه "الإطار المؤسسي الذي يتم من خلاله بيع إحدى العملات مقابل شراء عملة أخرى" (2). كما يعرف على أنه "السوق الذي يتم فيه تبادل العملات الأجنبية مقابل عملات وطنية" (3)، وهذا التبادل إما أن يتم في نفس اليوم فيسمى "فوري"، أو يتم الاتفاق والدفع يكون في المستقبل ويعرف بالصرف الآجل بصفة عامة إن السوق يكون فعالا (كفؤا) إذا عكست الأسعار كل المعلومات المتاحة بالكامل وفي السياق الحالي فإن فعالية السوق تعني أن السعر العاجل هو أداة جيدة للتنبؤ بالسعر الآجل المستقبل وأن كلاهما يتكيف سريعا مع أي معلومات جديدة. من أهم اسواق سوق الصرف الكبرى نجد سوق لندن بنسبة % 36.7 باعتبار الدور التاريخي الذي لعبه لندن في المالية الدولية ولا زالت تلعبه في النظام النقدي الدول المعاصر ثم يليها سوق الو.م.أ بنسبة % 19 ثم أسواق اليابان فالاتحاد الأوروبي فسنغافورة فأستراليا، حيث ترتبط هذه الاسواق بشبكات تلفونية ووسائل الاتصال الحديثة من شأنها جعل هذه الاسواق تبدو كسوق واحد. (4)

1- مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، الطبعة 4، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 1997، ص 802.

2- وليد صافي، وانس البكري، «الاسواق المالية الدولية»، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الاردن، الطبعة الاولى، 2009، ص 182.

3- Jean Marc Siroen, «Finance Internationales», Arnaud Colin, 1993, P78.

4- محمود يونس، «اقتصاديات دولية»، الدارالجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 240.

ويضم سوق الصرف الأجنبي مختلف أسواق العملة، فهو يعد من أكبر الأسواق اتحادا وسعة في العالم حيث يتجاوز حجم عملاته أكثر من 100 مليار دولار وتمثل وظائفه في التغطية ضد المخاطر، ومنح الائتمان، والمقاومة بنقل القوة الشرائية من دولة لأخرى. (1)

### المتعاملون في سوق الصرف:

يتم التعامل في سوق الصرف الأجنبي من خلال خمسة أطراف رئيسية يتمثلون في:

1. البنك المركزي: (2) تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف رسميا لتنفيذ سياسة معينة فهي تراقب تطور الصرف في هذه الأسواق ويكون ذلك بانتظام. ويمكن للبنك المركزي ان يؤثر على سعر الصرف من خلال قناتين:

\* قناة تغيير الاسعار النسبية للاصول المحلية والاجنبية: حيث تقوم السلطات النقدية بتعقيم شراء المواطنين للعملات الاجنبية من خلال قيامها بشراء السندات المحلية، وباعتبارهم وسطاء يقومون بتجميع اوامر الشراء او البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك او متعاملين اخرين

\* قناة التوقعات: بما ان المتعاملين يعتقدون ان السلطات النقدية لديها المعلومات اكثر من تلك التي بحوزتهم حول اسواق الصرف فانهم مباشرة بعد شعورهم بتدخلها في السوق يقومون بتعديل توقعاتهم حول سعر الصرف وفقا لاتجاه الحكومة فاذا كان التدخل في شكل شراء للعملة فان سعر الصرف ينخفض والعكس.

2. السماسرة: (3) يتدخل السماسرة في سوق الصرف فقط كوسيط فهم لا يعملون لحسابهم الخاص، بل يمثلون مجموعة من الزبائن الذين يريدون استبدال العملة الوطنية بعملة اجنبية او العكس. وباعتبارهم وسطاء يقومون بتجميع اوامر الشراء او البيع للعملات لصالح عدة بنوك او متعاملين اخرين، ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك واعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن اسماء المؤسسات البائعة او المشتريه لهذه العملات.

3. المؤسسات المالية: تعتبر المؤسسات المالية من المتعاملين الاساسيين في سوق الصرف فهم يتدخلون ف هذا السوق اما لحسابهم الخاص او لحساب زبون مهين حيث يستخدمون سوق الصرف كمركز للربح عن طريق المضاربة او المراجعة.

1- بسام الحجار، «نظام النقد العالمي وأسعار الصرف»، الطبعة الاولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009، ص98.

2- عبد المجيد قدي، «المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية»، مرجع سبق ذكره، ص114.

3- «المرجع نفسه»، ص109.

4. العملاء الخواص:<sup>(1)</sup> حيث يقوم العملاء الخواص بشراء العملات باسم احد البنوك وهذا الاخير يجب ان يكون له نشاط واسع وكبير في السوق. ويتكون العملاء الخواص من ثلال مجموعات - الخواص والمؤسسات الصناعية والتجارية، والمؤسسات المالية والتي يكون حضورها غير دائم- ويكون تدخل العملاء داخل سوق الصرف من اجل بيع وشراء ومنح قروض بالعملات الصعبة كما يكون تدخلهم ايضا كمضاربين في سوق الصرف.

5. الشركات التجارية:<sup>(2)</sup> تتدخل الشركات التجارية الكبرى في سوق الصرف لان نشاطها يكون منتشرا في كثير من دول العالم وغالبا ما تتلقى مقبوضات او تؤدي مدفوعات بعملات غير عملة بلدها.

### عمليات سوق الصرف الاجنبي:<sup>(3)</sup>

#### 1. عمليات التغطية:

التغطية أو التحوط هو التغطية ضد المخاطر التي تنجم عن تقلبات سعر الصرف، فهو نوع من الحماية التي يمكن أن يقوم بها المتدخلين في سوق الصرف.

تستخدم عمليات التغطية عندما يقوم أحد المستوردين بشراء سلع أجنبية مقومة بعملة أجنبية، وقد يتعرض للضرر إذا حدث ارتفاع في سعر الصرف الحاضر فعادة ما تكون هناك فجوات زمنية بين تاريخ تسلم السلع وتاريخ السداد الفعلي لقيمتها، وفي ظل نظام سعر الصرف المعلوم قد يفضل المصدرون والمستوردون حماية أنفسهم من مخاطر تغير أسعار الصرف خلال الفترات المشار إليها، ويكون ذلك عن طريق استخدام عمليات التغطية في سوق الصرف الأجنبي، فعلي سبيل المثال قد يتسلم أحد المستوردين البضائع اليوم على أن يقوم بالدفع خلال ثلاثين يوم، ولكي يتجنب مخاطر الصرف التي تصاحب هذه العملية، في الغالب يلجأ المستورد إلى استخدام سوق الصرف الآجل لبيع العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية التي يحتاج إليها بعد ثلاثين يوما عند سعر صرف متفق عليه الآن. وحيث أن المستورد يمتلك أصلا بالعملة الأجنبية (أي العملة الأجنبية التي تستحق له بعد ثلاثين يوما) والتزام مكافئ

1- بن زاير مبارك، «نظرية الاسواق الفعالة دراسة قياسية لسعر الصرف باستعمال طريقة التكامل المتزامن» رسالة ماجستير، جامعة بشار، 2006-2007، ص3.

2- بن ياني مراد، «سعر الصرف ودوره في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر دراسة قياسية حالة الجزائر» رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010-2011، ص38.

3- سماعلي فوزي، «مطبوعة مقياس اقتصاد معدلات الصرف» السنة الأولى ماستر -مالية المؤسسة، جامعة 8 ماي 45 قلمة، الجزائر، ص15-17.

للقيمة بالعملة الأجنبية ( دفع ثمن الواردات ) فإن هذا الوضع يتم تصنيفه على أنه موقف مغلق أو مغط - Closed.

## 2. عمليات التحكم (المراجعة).

كما تستخدم الأسواق الآجلة أيضا في عمليات المراجعة عندما يقوم الشخص المراجع على سبيل المثال، بعمليات بيع وشراء للعملة الأجنبية بشكل متزامن بحيث يتم الشراء في السوق الحاضرة والبيع في السوق الآجلة، إن الهدف من المراجعة على سعر الفائدة هو توزيع الأموال بين المراكز المالية المختلفة من أجل تحقيق أعلى معدل عائد ممكن بينما يقوم في نفس الوقت بتجنب مخاطر سعر الصرف.

## 3. عمليات المضاربة.

وتعد عمليات المضاربة هي النشاط الثالث الرئيسي الذي يتم في الأسواق الآجلة ويكون الهدف من المضاربة هو تحقيق أرباح عن طريق تحمل مخاطر، لذلك فإذا كان المضارب يتوقع ارتفاع قيمة عملة معينة فهو يستطيع شراء هذه العملة من السوق الحاضرة (عند السعر الفوري والحاضر بالطبع)، والاحتفاظ بها (يمكن أن تكون كذلك في شكل سندات خزينة) على أن يقوم بإعادة بيعها بسعر أعلى إذا حدث ارتفاع في قيمة هذه العملة فعلا، ومن ناحية أخرى نجد أن هذه الطريقة من المضاربة تنطوي على ربط الأموال لفترة من الزمن، وهناك طريقة أخرى يمكن استخدامها وتحتاج فقط إلى متطلبات حدية وتتمثل في شراء العملة في السوق الآجلة للصرف وعندما يستحق أجل العقد المستقبلي (الآجل) وبافتراض تحقق ارتفاع قيمة العملة في تلك الأثناء يمكن بيع هذه العملة والحصول على ربح،

## أنواع سوق الصرف الأجنبي:

يمكن تقسيم سوق الصرف إلى قسمين، الأول يتمثل في سوق الصرف التقليدي والذي يضم العمليات العاجلة وكذلك العمليات الآجلة أما القسم الثاني فيشمل كل من عقود المبادلات وكذلك عقود الاختيارات وعقود المستقبلات. ولكن غالبا ما نجد مختلف المعاملات تحدث في سوق الصرف الآجل وسوق الصرف العاجل. ويتم التفرقة أساسا بين سوقين لسعر الصرف أحدهما للصرف العاجل الآخر للصرف الآجل وذلك حسب نوع المعاملات القائمة في هذين السوقين واللذان يشكلان معا سوق الصرف الأجنبي.

**سوق الصرف العاجل - Spot Exchange:** هي الأسواق التي يتم فيها التعامل على أساس الصرف السائد في اللحظة التي يجري فيها التعامل. فهو سوق يتم فيه بيه وشراء العملات الأجنبية مقابل التسليم في الحال



خلال يوم او يومين فقط، عند سعر عاجل . (1) ويعد في الاساس سوق ما بين البنوك حيث ان 90% من العمليات المعالجة من طرف الصيارفة، مخصصة لحساب البنوك و10% مخصصة لتغطية طلب الزبائن. (2) قد تخضع الأسعار العاجلة في هذه الأسواق لتغيرات سواء بالارتفاع أو الانخفاض، مما قد تعرض المتعاملين لأخطار الصرف عند بقائهم في مركز مكشوف لحقوق أو التزامات جارية صافية، ولا يمكن إزالته إلا بالبيع. ويتمثل الخطر في ارتفاع السعر العاجل ويتم إزالته بالشراء الآجل لمقابلة التزامات بالدفع المتوقع. ومن هنا يتضح أن سوق الصرف لا تكون منتظمة ومكتملة إلا بوجود سوق آخر إلى جانب سوق الصرف العاجل ألا وهو سوق التعامل الآجل.

**سوق الصرف الآجل - Forward Exchange :-** أسواق الصرف الآجلة أو المستقبلية، وهي الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على أساس أسعار صرف تستخدم لاحقاً عندما يتم الاستلام والتسليم بحلول الفترة الزمنية المتفق عليها فبالتالي تعتبر عملية الصرف الآجل إذا كان تسليم واستلام العملات يتمان بعد فترة معينة من تاريخ إبرام العقد عن طريق بيع أو شراء عملات عنه ملزمة بالتسليم والدفع المؤجل (3).

**سوق مقايضة العملات - Swap :-** يعتبر هذا السوق امتداداً للسوق الآجل . والمقصود بمقايضة العملات أنها عملية تؤمن للعون الاقتصادي إمكانية شراء وبيع عملة مقابل عملة أخرى في آن واحد مع مواقيت دفع مختلفة. (4) إن عملية مقايضة العملات تجمع ما بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلاً في نفس الوقت فهي تتضمن عقدين متراهنين أحدهما عقد بشراء والآخر عقد ببيع وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلفين ويفصل بينهما فترة زمنية .ومن خصائصها أنها لا تتعرض لمخاطر الصرف وتسمح للطرفين المتقابلين فيها الحصول على معدل يدعى بمعدل المقايضة. (5)

1- حسن خلف، "التمويل الدولي"، الوراق للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، عمان، 8004 ، ص 99 .

2- كامل بكري، "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، 1988 ، ص 480

3- بخراز يعدل فريدة، "تقنيات وسياسات التسيير المصرفي"، ديوان المطبوعات الجامعية، -الجزائر، 8000 ، ص 482 .

4- عبد المجيد قدي " المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية"، مرجع سابق، ص 444 .

5- مدحت صادق، " النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، مرجع سابق، 1997 ، ص 8 .

### المحور الثالث: النظام النقدي الدولي

يلعب النظام النقدي الدولي دورا هاما في العلاقات الاقتصادية الدولية التي تعيشها دول العالم، فتسوية المدفوعات الدولية الناشئة عن قيام التبادل الدولي تتم من خلال هذا الاطار النقدي، وعليه فان كفاءة هذا الاخير تأثر بشكل واضح على حجم العلاقات الاقتصادية الدولية. تاريخيا عرف العالم نظاما مختلفة في كل حقبة من الزمن. وعليه سيتم من خلال هذا المحور التطرق الى النظام النقدي الدولي ومراحل تطوره، وسيتم التركيز على هذا التطور بغية التعرف على مختلف انظمة الصرف التي تم اتباعها.

#### مفهوم النظام النقدي الدولي:

لا تستطيع اي دولة تحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي مالم تتوفر على نظام نقدي قادر على توفير السيولة اللازمة للاقتصاد ومراقبة مختلف المؤشرات التي تعكس الاداء الاقتصادي. وبالمثل على الصعيد الدولي فلا يمكن ان تتكون تجارة مزدهرة ولا علاقة تجارية متطورة بين الاقطار مالم تتوفر السيولة للمدفوعات الدولية والاشراف على تنظيم المعاملات الدولية.

ويعرف النظام النقدي الدولي بأنه " مجموعة القواعد والميكانيزمات التي تستهدف تسيير ومراقبة واصدار النقود الدولية." (1)

كما قد تم الاتفاق على تقديم نوعين من التصنيفات للنظام وهما:

1. يصنف طبقا للطريقة التي يتحدد بموجبها سعر الصرف: فيقال هناك نظام سعر صرف ثابت، او نظام سعر صرف عائم ، ...

2. يصنف تبعا للصيغة التي تتخذها الاحتياطات الدولية: فيقال هناك قاعدة الذهب، او قاعدة الصرف بالدولار ....

أما النظام النقدي الدولي الجيد فهو ذلك النظام الذي يعمل على زيادة تدفق التجارة الخارجية الدولية والاستثمارات ويعمل على توزيع منافع التجارة بين الدول بشكل عادل. و يقيم عادة بالاستناد الى ثلاث معايير هي: (2)

<sup>1</sup> - بربري محمد أمين، " مبررات ودوافع التوجه الحديث لانظمة الصرف الدولية -دراسة حالة سعر الصرف الجزائري-"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد السابع، جامعة شلف، الجزائر، ص 17.

<sup>2</sup> - المرزوك خالد، " النظام النقدي الدولي"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم المالية والنقدية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة نابل، 2012، ص 75.

أولاً: التصحيح: فهو يشير الى الطريقة التي يمكن بواسطتها معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات والنظام الجيد هو الذي يقلل الكلفة والوقت لتصحيح الاختلال الى اقل ما يمكن.

ثانياً: السيولة: اي الكمية المتوفرة من الموجودات من الاحتياطات الدولية اللازمة لتسوية الاختلال المؤقت في ميزان المدفوعات، فالنظام الجيد هو الذي يوفر الاحتياطات الدولية الكافية التي تمكن الدول من تصحيح العجز في ميزان مدفوعاتها من دون احداث انكماش في اقتصادها.

ثالثاً: الثقة: فتسير الى الادراك بان آلية التصحيح تعمل بكفاءة وان الاحتياطات الدولية سوف تحافظ على قيمتها المطلقة والنسبية.

#### مخاطر النظام النقدي الدولي:

يقوم النظام النقدي الدولي على اربعة عناصر اساسية هي: (1)

1. اعتماد وحدة نقدية تحظى بالقبول الدولي العام للوفاء بالالتزامات الدولية على اساس قاعدة نقدية محددة لقياس القيم.

2. وجود اجراءات تنظيمية اتسهيل وتنظيم عمليات التمويل الدولية ك انواع القروض التي يقدمها البنك العالمي مختلف التسهيلات التمويلية التي يتيحها الصندوق الدولي للدول الاعضاء وفق شروط معينة.

3. وجود آلية تسمح بمعالجة الاختلال في ميزان المدفوعات وتختلف هذه الالية باختلاف النظام النقدي المتبع.

4. وجود مؤسسات تنظيمية تتولى ادارة واستقرار توجه هذا النظام.

#### وظائف النظام النقدي الدولي:

يقوم النظام النقدي الدولي بوظائف فنية معينة أهمها: (2)

1. قابلية تحويل العملات لبعضها البعض.

2. استقرار أسعار الصرف.

3. توفير حد أدنى من التعاون.

4. توفير السيولة الدولية.

1- سعدي نعمان، "البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي"، دار بلقيس، الطبعة الاولى، الجزائر، 2011، ص25.

2- بن ساعد عبد الرحمن، "انعكاسات الاذمات المالية على استقرار النظام النقدي الدولي"، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بن خدة، الجزائر، 2009، ص6-7.

## مراحل تطور النظام النقدي الدولي:

ان لكل نظام نقدي ظهر على المسرح الدولي هيكل من القواعد والآليات والمؤسسات تمكن من خلالها القيام بتلك الاعباء، ويمكن القول ان العالم عرف ثلاث نظم نقدية مختلفة وفي ما يلي سيتم توضيح كل نظام على حدى:

النظام النقدي الدولي قبل مؤتمر بريتن وودز

## 1. النظام النقدي الدولي: "قاعدة المعدنيين"

لم يتوقف الفكر البشري في البحث عن نظام احسن وافضل بعد عجز النظام السلعي في تلبية مختلف الحاجات التبادلية بصفة عادية، وسرعان ما توصل الى نظام ارقى من سابقه والمتمثل في النظام النقدي المعدني. ويقصد به تحديد نسبة قانونية بين عيار الفضة والذهب، وفي هذا النظام توجد نقود من المسكوكات الذهبية والى جانبها نقود من المسكوكات الفضية، ومع فني القرن الثامن عشر أخذت السلطات الحاكمة في الدول الاوروبية في تحديد معدل يربط بين المعدنيين وقد صدرت عدة قوانين نقدية تحدد أسس نظام المعدنيين. ويمكن تلخيص شروط قيام هذا النظام في النقاط التالية: (1)

- \* تعريف الوحدة النقدية بوزن معين من المعدنيين بموجب قانون مما يحدد العلاقة بين قيمتي معدن الفضة والذهب حيث أن صفة القبول العام تعطى للمعدنيين على اساس هذه العلاقة.
  - \* اعطاء القوة الوقائية الغير محدودة للمعدنيين في تسوية المعاملات والالتزامات و ابرام الذمم.
  - \* حرية سك النقود بالنسبة للافراد الذين يمتلكون الذهب والفضة.
  - \* تساوي القيمة التجارية والتبادلية بناء على تفاعل قوى العرض والطلب، فان القيمة التجارية تكون مخالفة للنسبة القانونية للمعدن حسب تعرف الوحدة القانونية، وعليه يجب تعديل القيمة القانونية وفقا لمعطيات القيمة التجارية.
  - \* تحديد النسبة القانونية بين المعدنيين تبعا للنسب القانونية للمعدنيين من جهة والقيمة التجارية للمعدنيين من جهة أخرى.
- غير أن الصفة لنقدية للمعدن الاثنى او لذهب عرف انحيازا لصفته المعدنية، لتظهر فكرة النقود الجيدة والنقود الرديئة في السوق، وسميت بقانون قريشام حيث قال ان " النقود الرديئة تطرد النقود الجيدة من السوق " .

<sup>1</sup> - محمود سخون، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الدين، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص30-31.

2. النظام النقدي الدولي: منذ بداية القرن 19 حتى الحرب العالمية الثانية قاعدة الذهب-  
قاعدة المسكوكات الذهبية:

ظهر هذا النظام في مطلع القرن 19، وساد العالم في الربع الاخير منه، وكانت بريطانيا اول من تبنى هذا النظام، باعتبارها القوة الاقتصادية الاولى آن ذاك، مما جعل الاجنيه الاسترليني هو العملة القابلة للصرف الى ذهب ليمثل الوحدة النقدية الاساسية. وفي عام 1870 انتشر هذا النظام ليشمل دول اخرى كألمانيا، وفرنسا، والولايات المتحدة الامريكية، حتى جاء عام 1900 اين اصبحت جميع الدول تقريبا تعمل بقاعدة الذهب باستثناء الصين والمكسيك اللتان فضلنا الاستمرار في العمل بقاعدة الفضة. (1)

وفي ظل قاعدة الذهب قامت الدول بربط عملاتها بوزن معين من الذهب وعلى اساسه يتحدد سعر صرف العملات ازاء بعضها البعض وقد تحقق ذلك بشكل فعلي بعد ان اوصى مؤتمر النقدي الدولي الذي عقد في بارس 1876 بين عدد من دول اوروبا.

ولقيام نظام الذهب يجب توفر مجموعة من الشروط يمكن تلخيصها فيما يلي: (2)

تحديد وزن ومعيار معين من الذهب لكل عملة ويتم تحديد سعر الصرف على اسا هذا الوزن.  
حرية استرداد وتصدير الذهب اي حرية نقله بين مختلف الاقطار دون اي قويد وهذا للحفاظ على استقرار اسعار الصرف لعملة الدولة.

حرية تحويل المسكوكات الذهبية الى سبائك ذهبية حتى لا تصبح القيمة الاسمية اق من القيمة السلعية للوحدة النقدية.

حرية تحويل السبائك الى مسكوكات دون تحمل اي نفقات لهذا التحويل وذلك حتى لا تختلف القيمة الاسمية عن القيمة السلعية للوحدة النقدية.

ان هذه الشروط التي فرضت على نظام الذهب اكسبته ثقة الجمهور مما جعل الذهب يلعب دورا رئيسيا كوسيلة تسوية المبادلات الدولية حيث اصبحت هو العنصر الاساسي في التنظيم الذاتي للاوضاع الاقتصادية الدولية حيث كانت جميع الحسابات التجارية بين مختلف الاقطار تسوى من خلال مبادلات الذهب. (3)

1- عرفان تقي الحسيني، "مرجع سابق"، ص216.

2- ضياء مجيد الموسوي، "الاقتصاد النقدي"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000، ص53.

3- ضياء مجيد الموسوي، "النظام النقدي الدولي"، المؤسسة الجزائرية للطباعة، الجزائر، 1978، ص150.

مزايا قاعدة المسكوكات الذهبية:

- ثبات اسعار الصرف في ظل هذا النظام الامر الذي ساهم في نمو وتنشيط التجارة العالمية وزيادة الاستثمار الدولي خلال القرن 19.
- الذهب آلية لتصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات وهذا من خلال التوازن التلقائي بين الصادرات والواردات ولوتوضيح عمل الية التصحيح نفترض حدوث اختلال وعدو التوازن ويتمثل في الحالتين التاليتين:  
في حالة زيادة الصادرات عن الواردات اي فائض  
في حالة زيادة الواردات عن الصادرات عجز.
- لقد ساهمت قاعدة الذهب على الصعيد الدولي في استقرار ونمو التجارة الدولية وهذا النمو كان على حساب المستعمرات والدول المختلفة وزيادة الفائض لدى الدول الراسمالية اضافة الى سرعة وحرية تحركات رؤوس الاموال.

انهيار قاعدة الذهب:

كان نشوب الحرب العالمية الاولى اول صدمة لقاعدة الذهب والسياسات التي تدعمها حيث لوحظ ان دول العالم عموما اتجهت نحو التوقف عن العمل بهذا النظام حيث لم يكن بالامكان ان تعمل قاعدة الذهب في ظل تلك الاوضاع. حيث اضطرت الدول المتحاربة الى تعليقه لان الحرب لسعتها لتستهلك اموال طائلة فاقت موارد الدول المتحاربة، اذ كانت مواردها التقليدية غير كافية لسد جزء يسير منها واصبح لا بد من اللجوء الى البنوك المركزية من اجل اصدار نقدي اضافي غير مغطى أو ما يعرف بالاصدار التضخمي.

وعليه فقد اتفقت جيع الاطراف حول التخلي عن قاعدة الذهب على انها خطوة مؤقتة حيث كان من المتوقع العودة الى قاعدة الذهب بعد انتهاء الحرب.

ومن بين أهم الاسباب التي ادت الى التخلي المؤقت عن قاعدت الذهب هو التفاوت بين انتاج الذهب ونمو التجارة الدولية ففي الوقت الذي ينمو فيه انتاج الذهب سنويا بمعدل 2% تنمو التجارة الدولية بمعدل 11% وبالتالي عدم قدرة الذهب على تسوية المعاملات والمبادلات الدولية.

كما ان نشوب الحرب ادى الى تركز الذهب بيد الدول المتحاربة بغية تمويل احتياجاتها الحربية والعسكرية مما جعل الذهب كله يتمركز في الولايات المتحدة الامريكية.

قاعدة السبائك الذهبية: 1925-1931:

اضطرت دول العالم الى التخلي عن المسكوكات الذهبية وسحبها من التداول نتيجة نشوب الحرب العالمية الاولى سنة 1914 وما تتطلبه من نفقات حربية تستنزف حجم الذهب الذي مالبت ان ارتفعت محدوديته من الناحية الكمية. فبع انتهاء الحرب حاولت العديد من الدول الى قاعدة الذهب الا ان ذلك اصبح متعذرا نظرا للحجم الكبير من الاوراق النقدية الموجودة في التداول بالاضافة الى تعرض اقتصاديات العالم الى من التضخم النقدي، وبدلا من العودة الى نظام المسكوكات عاد العالم من جديد الى نظام السبائك الذهبية. فقد عادت المملكة المتحدة الى قاعدة الذهب خلال الفترة 1925 الى 1931، وفي ظل هذه القاعدة لم تعد العملة ذهبيا بل يتم تداول الاوراق النقدية والقطع النقدية المساعدة الالزامية وان العملة ترتبط بمقدار معين من الذهب الموجود في خزائن البنك المركزي. واعتبرت العملة الورقية والمعدنية المساعدة في ظل قاعدة السبائك غير قابلة للاستبدال بالذهب.

وفي ظل هذا النظام يكتفي البنك المركزي الاحتفاظ بكمية من السبائك الذهبية في خزائنه مقابل الكتلة النقدية الورقية والمعدنية المساعدة المطروحة في التداول سواء بما يعادله من ذهب او ان يكون الغطاء الذهبي بنسبة محددة منها. وهكذا اختفت المسكوكات وحلت محلها السبائك الذهبية في ظل نظام اوقف حرية السك الا في صورة سبائك ذات اوزان كبيرة لايسمح بتداولها الا في المعاملات الضخمة اذ يمكن للأفراد والمؤسسات تحويل نقودها الورقية لدى مؤسسة الاصدار الى ذهب على اساس سعر التعادل الرسمي، وتتداول ايضا على المستوى الخارجي عند تسوية المدفوعات الخارجية الناشئة عن العجز او الفائض في ميزان المدفوعات. (1)

انحيار قاعدة السبائك الذهبية:

بالرغم من ان قاعدة الذهب قد استطاعت التعايش مع ظروف الحرب العالمية الاولى والتغيرات الاقتصادية التي نتجت عنها، غير انها لم تستطع تحمل الكساد العظيم سنة 1929، فقد اثر هذا الاخير بشكل كبير في الاقتصاد الامريكي حيث تراجعت نسب الواردات الامريكية وبالتالي مستوى الدخل الامريكي، وبالتالي تقلصا كبيرا في صادرات الدول الاخرى متسببة في عجوزات في موازين مدفوعاتها.

وعندما وجدت الدول ان احتياطياتها على وشك الانتهاء سلكت طريقا مختلفا اذ قامت بهجر قاعدة الذهب وتركت عملاتها تنخفض في اسواق العملات الاجنبية مع قرض القليل من القيود على الصرف

1- ضياء مجيد الموسوي، " النظام النقدي الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص 151.

لتحد من مدفوعاتها. لتكون سنة 1931 هي الضربة القاضية بالنسبة لقاعدة الذهب حيث فوجيء الجميع بتهافت الافراد على البنوك لسحب حسابهم مما دفع بالدول وعلى راسهم بريطانيا الى تعويم عملاتهم. لتتخلى الولايات المتحدة الامريكية هي الاخرى عن قاعدة الذهب سنة 1933 رغبة منها الى اعادة اصلاح مشاكلها الداخلية.

### قاعدة الصرف بالذهب 1925-1931:

وهو الشكل الاخير لقاعدة الذهب، وفي هذه القاعدة لا تتحدد قيمة الوحدة النقدية لبلد معين على اساس الذهب مباشرة بل ترتبط بنسبة ثابتة مع عملة بلد آخر يتخذ نظام السبائك الذهبية كقاعدة نقدية له بحيث تكون هناك دول تابعة ودولة متبوعة ويتخذ غطاء العملة بصورة عملات اجنبية قابلة للتحويل الى ذهب او سندات صادرة عن الدولة الاخرى.

أقر هذا الشكل من اشكال قاعدة الذهب في مؤتمر جنوه سنة 1922، اذ يعتمد على ربط عملة بلد ما بالذهب من خلال عملة اخرى وكانت العملات المفتاحية تتمثل في (الدولار الامريكى، والجنيه الاستليني، والفرنك الفرنسي). كما يمكن القيام بالاصدار النقدي من خلال وضع احد هذه العملات المفتاحية كاحتياطي بدلا من الذهب.

أما الشروط التي وجب تحقيقها في هذه القاعدة هي: (1)

- ✓ تحديد سعر صف ثابت للعملة المحلية مقابل عملة اجنبية قابلة للتحويل الى ذهب.
- ✓ التزام السلطات النقدية بيع وشراء حوالات العملة الاجنبية بذلك السعر الثابت.
- ✓ منع فرض قيود على تحويل العملة من والى الخارج.

ومع اقتراب الحرب العالمية الثانية رات العديد من الدول الى ضرورة تصميم نظام نقدي دولي يضمن قابلية التحويل للعملات والاستقرار النقدي ليتشكل نظام بريتن وودس للنقد الدولي الذي تم تبنيه بعد الحرب العالمية الثانية.

أما الاسباب التي تسببت في ائحيار هذا النظام والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية:

**أولاً:** احجام بعض الدول الراسمالية عن رسم سياستها الاقتصادية والنقدية الداخلية على اساس التوافق بين مستويات الاسعار المحلية والاسعار العالمية ومن هنا قامت بعزل تأثير حركة دخول وخروج الذهب على كمية النقود المتداولة.

1- سعيدي نعمان، " البعد الدولي للنظام النقدي الدولي برعاية صندوق النقد الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص33.



**ثانياً:** الخلل الواضح الذي طرأ على هيكل اسعار الصرف بين العملات القوية بعد العودة لقاعدة الصرف بالذهب فالدول التي عادت الى قاعدة الصرف بالذهب على اساس تثبيت سعر صرفها عن مستواه السابق قبل الحرب عرفت عجزاً شديداً في ميزان مدفوعاتها وكابد اقتصادها مشاكل عديدة كالبطالة وتدهور معدلات نموها، بينما الدول التي عادت الى قاعدة الذهب بعد ان خفضت سعر صرفها فقد عرفت ارتفاعاً في مستواها التنافسي على التصدير وجذب الذهب.

**ثالثاً:** النظام الشاذ للمدفوعات الدولية الخارجية الذي نشأ نتيجة الديون وتعويضات دول أوروبا خجعت من الحرب دائنة لأمانيا ومينة للولايات المتحدة الأمريكية ومن هنا نشأت صعوبات واضحة لكل هذه الدول في كيفية ادارة وتمويل التحويلات التي تلزم لحساب العمليات الراسمالية.

**رابعاً:** خلقت الية عملية قاعدة الصرف بالذهب بعد العودة اليها مشكلة حادة في السيولة الدولية بسبب تكديس الذهب فيها وهو ما يخرج عما تقتضيه قواعد اللعبة وقد ادى ذلك الى تعثر واضح في الدول ذات العجز وسقط بذلك شرط هام وهو حرية تصدير واستيراد الذهب.

#### تقييم نظام قاعدة الذهب:

لا يمكن الحكم على فشل او نجاح اي نظام نقدي الا بعد التوغل في المزايل التي اتصف بها والعيوب التي اكتنفته.

#### المزايا:

من خلال ماتم عرضه أنفا يتضح ان نظام قاعدة الذهب قد مكن الدول الأوروبية وأمريكا الشمالية من تحقيق التوازن الاالي للمبادلات فحسب نظرية ريكاردو فان العجز او الفائض في ميزان المدفوعات يتم التخلص منهما بطريقة آلية من خلال ميكانيزمات السوق، فتسجيل حالة الفائض يعني نزوح الذهب الى الداخل ما يصاحبه نمو في التجارة وبالتالي زيادة في كمية النقود والذي يسبب ارتفاع الاسعار، فتتأثر الصادرات سلباً وترتفع وتيرة الاستراد ومنه يتم القضاء على الفائض.

أما في حالة العجز فان خروج الذهب يعمل على الضغط على القوى التضخمية من خلال خفض النقود المتداولة وبالتالي خفض مستوى الاسعار، الشيء الذي يمكن من رفع وتيرة الصادرات والضغط على الواردات ومنه التخلص من العجز كما يسعى النظام الى ضمان الاستقرار الداخلي للأسعار باعتبار ان الية تصحيح الاسعار تعتمد على الربط بين كمية الذهب والكتلة النقدية المتداولة وبين كمية النقود ومستوى الاسعار، ليضع حدوداً لعرض النقود ويفرض على البلدان التي تعمل بهذا النظام الاحتفاظ بمخزون

من الذهب لمواجهة طلبات تحويلات العملات من الذهب، بالإضافة الى انه يحقق قدرا كبيرا من الاستقرار في معدلات صرف البلدان التي تنتهج قاعدة الذهب.

#### العيوب:

لقد تخلل هذا النظام عدة عيوب انقضت من فعاليته وظهرت حدوده اذ ان النمو الاقتصادي ارتبط باكتشاف مناجم الذهب، ففي 1929 بلغ الانتاج العالمي للذهب 19.3 مليون اوقية وتضاعف هذا الحجم الى 40 مليون اوقية سنة 1967 وبالمقابل تضاعف حجم التجارة الدولية الى 6 مرات وبالتالي اصبح من الضروري ايجاد وسيلة اخرى قصد تمويل المبادلات الدولية. كما ان الكميات المستوردة من هذا المعدن تؤدي الى حدوث تضخم داخلي في البلد المستورد مع امكانية تصديره الى بلدان اخرى وبالتالي تصدير التضخم. بالإضافة الى ان قاعدة الذهب تعمل على حرمان الدولة من اتباع سياسة نقدية تتماشى والظروف الداخلية للبلد، باعتبار ان الاولوية معطاة للاستقرار الخارجي على حساب الاستقرار الداخلي، والواقع ان التوسع الاقتصادي المستمر والمدعم داخليا هو الهدف الاساسي الذي يجب ان تسعى الى تحقيقه جميع الدول.

وفي الاخير يمكن الحكم على ان السبب وراء عدم امكانية العودة الى هذا النظام نتيجة العيوب الذي ذكرت رغم اللمسات التي استحدثت على النظام الاصيلي من اجل التخلص من الفوضى التي سادت اسعار الصرف ما بين الحربين لتجبر الدول المنتهجة لهذا النظام عن التخلي عن قاعدة الذهب من بينها إنجلترا التي تخلت عنه سنة 1931، ثم فرنسا سنة 1936. (1)

1- حسن عوض الله زينب، "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 205-206

## النظام النقدي الدولي أثناء مؤتمر برلين وودز

خرجت كل من أوروبا واليابان من الحرب وقد دمرت بنيتها الأساسية تماما ووهدمت معظم صناعاتها لتواجهها مشكلة إعادة التعمير والبناء لكيانها الاقتصادي فقد كان حجم الخراب الذي مس كل من ألمانيا واليابان وروسيا كبيرا جدا مما تطل استثمارات هائلة لاستعادة نشاطها.

وفي ظل هذه الظروف كانت الولايات المتحدة الأمريكية هي الفائز الوحيد من الحرب غير أنها هي الأخرى كانت تواجه الركود الذي لم يستعد عافيته إلا بعد اندلاع الحرب العالمية الثانية بسبب ارتفاع التشغيل وازدهار الصناعة الحربية، غير أن شبح الانهيار لم يكن بعيدا بسبب سلسلة التخفيضات التي اتبعتها الدول الأوروبية بغية التقليل من العجزات في ميزان مدفوعاتها.

وقبل انتهاء الحرب العالمية الثانية بدأ التفكير في ارساء نظام نقدي يوفر الأطر النقدية والمالية والتجارية الملائمة، ليعقد سنة 1944 اجتماع في مدينة برلين وودز (نيوهامبرشير) بالولايات المتحدة الأمريكية بحضور 44 دولة لتتفق الدول على نظام نقدي دولي جديد.

## مبادئ نظام برلين وودز: (1)

1. مبدأ وحدة الصرف: إذ يعتمد هذا النظام على معدل صرف ثابت ووحيد يستعمل داخل نظام معدل الصرف الثنائي والمتعدد.

2. مبدأ استقرار الصرف: يركز هذا النظام على استقرار عمليات الصرف، والعمل على استقرارها ومحاربة مختلف أشكال القيود على المدفوعات الخارجية التي تحد من حرية التجارة الخارجية وحرية انتقال رؤوس الأموال.

3. مبدأ المقابلة بالذهب: معناه أن قيمة كل عملة يجب تثبيتها مقارنة بالذهب أو العملة مفضحة.

4. مبدأ عدم التدخل في السياسات الداخلية للدول: ويكون ذلك في حال ما كان له أثر هام على العلاقات الاقتصادية الدولية ويشترط أن يحقق النظام المصلحة العامة لكل الدول المشاركة.

## المشاريع المقترحة في مؤتمر برلين وودز:

خلال هذا المؤتمر تم اقتراح مشروعين في اتجاه الحفاظ على معدلات صرف ثابتة ووحيدة الأولى اقترحها العالم البريطاني -جون ماينز كينز-، والثاني وزير المالية الأمريكي -وايت-، حيث اتجهت الاقتراحات نحو

1- شوقي طارق، "اثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009، ص 6-7.

تقييم النظام النقدي الدولي وتشجيع التجارة الخارجية وتسهيل عمليات تنقلات رؤوس الاموال ويمكن حصر اوجه الشبه بين المشروعين فيما يلي: (1)

1. الدعوى الى تثبيت واستقرار اسعار الصرف.
2. ايجاد مؤسسة مركزية نقدية دولية.
3. خلق هيئة نقدية تسيير العلاقات النقدية الدولية.
4. السعي وراء تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.
5. توفير ائتمان دولي للاعضاء.

أما عن اوجه الاختلاف فيمكن تلخيصها في الجدول التالي:

#### الجدول -01- أوجه الاختلاف بين المشروعين الأمريكي والبريطاني

المشروع الأمريكي	المشروع البريطاني
خلق عملة دولية جديدة يتم اصدارها مقابل وزن معين من الذهب بالإضافة الى انشاء بنك مركزي خاص بها، ويطلق عليها اسم <b>UNITAS</b> ليتم فيما بعد ترشيح الدولار الأمريكي كونه جاهز ومثبت مقابل وزن من الذهب، كما تم اقتراح هذا الاخير ان يكون $1\$ = 35$ اوقية من الذهب.	خلق عملة دولية جديدة يتم اصدارها مقابل وزن معين من الذهب بالإضافة الى انشاء بنك مركزي خاص بها ويطلق عليها اسم <b>BANCOR</b>
تشكيل هيئة مالية تتمثل في صندوق النقد الدولي ويتم جمع الاحتياطات على حسب حجم نسبة السلطة الاقتصادية لكل بلد عضو.	تشكيل هيئة مالية تتمثل في صندوق النقد الدولي ويتم جمع الاحتياطات بشكل متساوي بين الدول الاعضاء
قام بالتطرق الى خلق هيئة مالية اخرى تتمثل في البنك الدولي للانشاء والتعمير اين وعد الدول الاوروبية بتقديم قروض طويلة الاجل لتعيد بناء نفسها.	
قام بالتحدث عن مستقبل التجارة الخارجية والدعوى الى تحريرها من خلال التكلم عن <b>GATT</b>	

#### المصدر: من اعداد الاستاذة

بعد تقديم كل من ممثلي المملكة المتحدة والولايات المتحدة، تم الاتفاق على المشروع الأمريكي بالرغم من ان غالبية الاعضاء هم اوروبيين، وكانت نتائج هذا اللقاء متمثلة في انشاء هيأتين: (2)

1. صندوق النقد الدولي هو عبارة عن هيئة دولية تلعب دور الدركي الذي يراقب الدول الاعضاء اذا كانت تحترم معدلات الصرف حسب تنظيماته او لا، فهو اذن يقوم بالادوار التالية:
- \* الحفاظ على استقرار سوق الصرف والية تعديلات في اسعار الصرف لابد ان تكون بعد ترخيصه.

1- مدحت صادق، " النقود الدولية وعمليات الصرف الاجنبي"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1997، ص28-32.

2- شوقي طارق، " أثر تغيرات اسعار الصرف على القوائم المالية"، مرجع سبق ذكره، ص5.

\* تمويل الدول الاعضاء التي تشهد عدم التوازن لميزان المدفوعات الخاص بها هذا التدخل يدخل في اطار اجراءات الانقاذ التي يتبناها هذا الصندوق الى جانب اجراءات اخرى كبرنامج التعديل الشرطي وبرامج اعادة الهيكلة الاقتصادية.

\* متابعة النظام النقدي لمختلف دول الاعضاء ومدى دعمه للتجارة الخارجية فالصندوق يهدف الى الغاء عمليات الرقابة على عمليات الصرف على الاقل العمليات الجارية.

\* يوفر الظروف المناسبة للسير الجيد لسوق الصرف وتخفيف الرقابة على العمليات الصرف باستمرار.

2. البنك الدولي للإنشاء والتعمير: هو هيئة مالية دولية اوكلت له في البداية مهام تمويل عملية اعادة اعمار اوروبا وبعدها بدا يهتم بالمشاريع طويلة المدى وتشجيع عمليات الاستثمار في الخارج، يحصل على موارده من مساهمات الدول الاعضاء.

وفي الاخير يمكن تم الاتفاق على العناصر التالية خلال نظام بريتن وودز: (1)

• أن يلعب الدولار الامريكي وبمساواة مع الذهب دور مقياس القيمة فتختار كل دولة بقيمة اسمية لعملتها مقومة بالدولار الامريكي اذ اصبح الدولار هو المركز والاساس الذي يتم بموجبه ربط وتحديد سعر صرف العملات الاخرى.

• التزام الولايات المتحدة الامريكية بقابلة تحويل الدولارات الورقية الى ذهب وبناء على سعر التعادل المعلن بين الدولار والذهب ( $1 = \$35$  اونصة من الذهب) وهذا يعني ان الذهب قد تساوى مع الذهب من حيث السيولة والقبول العام.

• ان لا تنحرف اسعار السوق للعملات اعلى او اقل من سعر صرفها الثابت بالنسبة للدولار بنسبة 1% وعلى هذا الاساس فان اسعار الصرف الثابتة تقع داخل هذا النطاق المحيط بالسعر الاسمي وان كان يسمح لها ان تتقلب في نطاقه.

• ان يقدم صندوق النقد الدولي للدول الاعضاء قروضا بالعملات الاجنبية لتمويل العجز في موازين مدفوعاتها.

<sup>1</sup> - بسام الحجار، " نظام النقد العالمي واسعار الصرف"، الطبعة الاولى، دار المنهل اللبناني للنشر، بيروت، لبنان ، 2009، ص28-29.

## مراحل سير نظام بريتن وودز:

ان اهم ما ميز مسيرة نظام برتن وودز هي المراحل الثلاثة التالية وهي: (1)

مرحلة الازدهار والقوة (1944-1950):

لقد تركت الحرب العالمية الثانية اوروبا واليابان في دمار اقتصادي لم تستطع اوروبا تزويد نفسها بالسلع الاستهلاكية، بالاضافة الى السلع الرأسمالية الضرورية لاعادة البناء. وفي ضوء هذه الظروف كان من الضروري استرداد العديد من السلع من طرف اوروبا وكانت المشكلة تكمن في الحاجة الى العملة الصعبة وخاصة الدولار الامريكي للدفع مقابل الواردات، اذ لم تكن لاروبا طاقة تصديرية تتمكن من خلالها الحصول على العملة الصعبة.

ويمكن القول ان المدة الممتدة بين 1944-1950 كانت بمثابة مرحلة الاختبار الاولى التي وضعت فيها اتفاقية بريتن وودز موضع التنفيذ وقد شهدت هذه المرحلة عدة احداث هامة بالنسبة للدول الرأسمالية، فبالنسبة لها كانت تلك المرحلة تمثل اكبر تحدي تواجهه بعد الحرب وهو تحدي عمليات اعادة الاعمار والبناء، وهنا تعاضم دور الولايات المتحدة في فرض هيمنتها وسيطرتها الاقتصادية والنقدية على تلك الدول في ظل ما عرف انذاك بندرة الدولار.

وقد واجهت دول اوروبا هذا المازق من خلال:

- تصفية استثماراتها الخارجية في الولايات المتحدة الامريكية واستخدامها في زيادة الواردات.
- زيادة التخلص مما تبقى لديها من ذهب واستخدام حصيلته في تمويل جانب من الرصيد المدين لميزان المدفوعات مع الولايات المتحدة.
- كما لجأت دول غرب اوروبا الى زيادة الاقتراض الخارجي وبالذات من الولايات المتحدة الامريكية وقد تمثل الاقتراض هنا في رؤوس الاموال الخاصة التي اقتترضتها المؤسسات المالية والمصرفية والقروض الحكومية التي قدمتها الحكومة الامريكية.

وبالرغم من تصفية الاستثمارات الاوروبية بالخارج وزيادة تصدير لذهب والحصول على المزيد من القروض الا ان مشكلة نظرة الدولار استمرت كاهم عقبة تواجه الدول الاوروبية بسبب استمرار اختلال ميزان مدفوعاتها. وبالمقابل كانت الولايات المتحدة قد تربعت بحق على عرش الاقتصاد الرأسمالي العالمي، وكانت المشكلة الرئيسية التي تواجهها هي كيف تحافظ على طبيعة الانظمة الحاكمة فيها وكسبها لخلقاء في

<sup>-1</sup> G.Bramouille et D.Augey, "Economie Monetaire", La Decouverte, France, 1998, P394.

الصراع ضد الاتحاد السوفياتي والمنظومة الاشتراكية ومن هنا جاء مشروع مارشال او مشروع الانعاش الاوروي.

وكانت بداية التفكير في هذا المشروع سنة 1947 من خلال الخطاب الذي القاه جورج مارشال بجامعة هارفرد، وقد تم تنفيذه في عام 1948 ليستمر الى غاية 1952، وقدرت المبالغ التي قدمتها الولايات المتحدة الامريكية بـ33 مليار دولار امريكي وللمساعدة في تخفيف نقص الدولارات، وفي المقابل طلبت من الدول المستفيدة الاولوية لاعادة اعمار بلدها والتقدم الاقتصادي وتطوير صادراتها الى الولايات المتحدة. وفعلا عام 1950 بدأت اوروبا تستعيد مركزها الاقتصادي وهذا ما ساعد كل من اوروبا واليابان في تكون ارصدة دولارية مما تسبب في نذرة الدولار، حيث ارتفعت حصيلتها من الذهب والعملات القابلة للتحويل الى ذهب الى 22 مليار دولار مقابل مجموع الاحتياطي العالمي المقدر بـ57 مليار دولار، كما تحول فائض ميزان المدفوعات الامريكي الى عجز منذ 1950 وكان هذا الوضع بمثابة مؤشر لبداية العجز الدائم في ميزان المدفوعات الامريكي.

#### مرحلة الضعف (1951-1967):

بدا النظام يعرف نوعا من عدم الاتزان رغم المحاولات المختلفة لتحسين ادائه، وقد تميزت هذه الفترة بعدة احداث هامة كان لها صدى قوي في احوال الصرف والمدفوعات الدولية وهي: (1) ✓ اعلان اربع عشر (14) دولة اوروبية عن حرية التحويل لعملاتها بالنسبة لغير المقيمين، وتحرير التحويلات الخارجية الجارية من القيود بعد التحسن المستمر الذي طرا على ميزان مدفوعاتها، وبذلك اصبح جزء كبير من التجارة الخارجية يتم في اطار متعدد الاطراف .

✓ اندفاع كثير من الدول الاوروبية لتحويل ما لديها من اوراق دولارية الى ظهيب بعد ان اكتشفت ان اتجاهها نحو تركين الدولار الامريكي كاحتياطي دولي كان مفرطا في ظل الاعتماد الذي كان سائدا عن نذرة الدولار وكان ذلك بداية الشعور بضعف الدولار كعملة احتياطي دولي. وقد نجم عن ذلك اندفاع هذه الدول الى تحويل ما لديها من دولارات الى ذهب، وبالتالي فقد خرجت كميات كبيرة من الذهب من الولايات المتحدة قدرت بـ18 مليار دولار في سنة 1967 ووصلت الى 23 مليار دولار سنة 1950.

✓ تحقيق الولايات المتحدة الامريكية عجز في ميزان مدفوعاتها بمتوسط 3 مليار دولار سنويا. وكان العجز ناتجا عن:

1- رمزي زكي، "التاريخ النقدي للتخلف"، مرجع سبق ذكره، ص 167.

- عودة أوروبا الى مجال المنافسة الاقتصادية.
  - خروج رؤوس الاموال من الولايات المتحدة باتجاه أوروبا بكميات معتبرة.
  - ارتفاع النفقات العسكرية بسبب حربي كوريا والفييتنام.
- ولمواجهة هذه الصعوبات فان الولايات المتحدة الامريكية بالتعاون مع حلفائها قامت باتخاذ سلسلة من الاجراءات والتي تتلخص فيما يلي: (1)

**1. مجمع الذهب:** في عام 1960 ظهرت اولى بوادر ازمة الذهب اذ ارتفع سعر الاوقية الى 40 دولار بعد اشتداد عمليات المضاربة وانفجار الطلب عليه. وعندئذ سارعت الولايات المتحدة باقتراح مجمع الذهب في سنة 1961 وهو عبارة عن صندوق مشترك بين البنوك المركزية لسبعة دول اوربية لتكون مهمته تثبيت سعر الذهب، كما اتفق البنك الفدرالي مع دول السبعة على ان تكون ارصدة الصندوق مقسمة بنسبة 50% للولايات المتحدة و50% للدول الراسمالية الاوروبية.

ورغم ان مجمع الذهب لاقى نجاحا خلال سنواته الاولى في تحقيق الاستقرار نسبيا الا ان فاعليته سرعان ما ضعفت مع اشتداد الطلب على الذهب واحتدام عمليات المضاربة وفي الاجتماع الذي عقد في 17 مارس 1968 تقرر الغاء مجمع الذهب واتفق على ترك سعر الذهب يتحدد على اساس العرض والطلب، على ان يستمر التزام الولايات المتحدة الامريكية في شراء وبيع الذهب من البنوك المركزية بسعر رسمي يقدر بـ35 دولار للاوقية.

**2. حدود فعل صندوق النقد الدولي:** ازاء هذه التطورات الهامت قام الصندوق بزيادة حصة دول الاعضاء سنة 1959 الا انها كانت ضئيلة ولم تغطي احتياجات التمويل الفعلية والمتوقعة للدول الاعضاء، لذا سعى الصندوق للبحث عن موارد اضافية، لتظهر ما يعرف بالترتيبات سنة 1962 وعلى ضوءها اصبح الصندوق امكانية الاقتراض في حدود 6 مليار دولار مما يسمى بمجموعة الدول العشرة، وهذه الموارد الاضافية ما هي الا نوع من الائتمان المتبادل وقد تم استخدامها للمرة الاولى لفائدة بريطانيا سنة 1964.

**3. رسم تعديل الفوائد والسداد (دورا):** حسب القاعدة المعمول بها فانه بإمكان البنوك المركزية التي بحوزتها ارصدة سائلة من الدولار تحويلها متى شاءت بالذهب، وحتى تتفادى ذلك فان الولايات المتحدة الامريكية اقترحت على البنوك المركزية الاجنبية والتي بحوزتها رصيد من الدولار الاكتتاب في سندات الخزينة غير قابلة

<sup>1</sup>- بن ساعد عبد الرحمان، "انعكاسات الازمات المالية على استقرار النظام النقدي الدولي"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2008، ص24-26.



للتفاض مدة تتراوح بين 12 الى 24 شهرا ، هذه السندات التي لجأت اليها البنوك المركزية للدول المختلفة لا يمكنها باي حال طرحها في السوق النقدية الامريكية ولقد تمت حيث بلغت تقريبا 2مليار دولار في مرحلة عملية الاكتتاب وفق سندات زورا الاولى ، كما قامت الولايات المتحدة بفرض رسم على عائدات رؤوس الاموال المقترضة لشركات غير امريكية سمي هذا الرسم برسم تعديل الفوائد، محاولة بذلك تقليص العجز في ميزان المدفوعات.

4. اتفاقيات التبدل: ضاعفت البنوك المركزية من اتفاقيات التبدل بداية من سنة 1962 وعلى سبيل المثال اذا ارادت فرنسا بنك فرنسا الحصول على الدولار من خلال اتفاقيات التبدل المبرمة مع بنك الاحتياط بنيويورك تشتري من هذا الاخير كمية من الدولارات التي تتعهد بيعها لعه بعد اشهر ومنه فاتفاقيات التبدل تسمح بتقليل حجم الدولار المتسرب الى خارج الولايات المتحدة الامريكية.

#### مرحلة ايقاف التحويل بين الذهب والدولار: (1968-1971)

ادى توفر الدولار لدى دول الفائض مع الولايات المتحدة الى فقدان الثقة في احتياطاتها الدولارية ومن ثم عمدت الى تحويل هذا الفائض الى ذهب مما ادى الى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في الولايات المتحدة واصبحت مستحقات الدول اتجاه امريكا تفوق ما لديها من رصيد الذهب الذي يطرح الكثير من التساؤلات فيما يخص قدرتها على تحويل الدولار الى ذهب، ومما زاد الطين بلة انخفاض اسعار الفائدة في الولايات المتحدة مع بقائها مرتفعة في اوروبا وهذا ما ادى الى هروب رؤوس الاموال، وسعي لمواجهة هذه التدايعيات في النظام النقدي الدولي، تم اتخاذ مجموعة من الاجراءات ابرزها الاتفاق على انشاء حوض الذهب سنة 1961، وقد اشتمل على البنوك المركزية للولايات المتحدة وبريطانيا وبلجيكا والمانيا وهولندا وسويسرا وايطاليا وكان الهدف منه تثبيت اسعار الذهب، اما عن مركز الذهب ففي النظام النقدي الدولي الجديد قد اعترب صندوق النقد الدولي بوجود سوقين للذهب. هما السوق الرسمية ويستخدم فيها الذهب لاغراض نقدية وبسعر 35دولار للاوقية، والسوق الحرة ويستخدم فيها لاغراض غير نقدية. وفي 9 ماي 1971 رفعت كل من سويسرا والنمسا من قيمتهما بنسبة 7.1 و 5.1 على التوالي بينما قررت المانيا وهولندا تعويم عملتهما، مما دفع الولايات المتحدة لانقاذ الوضع خوفا من حركة المضاربات بالدولار باقرار مجموعة من القرارات أهمها:

\* وقف تحويل الدولار الى ذهب اي ايقاف التزاماتها الدولية.

\* خفض الانفاق العمومي والمساعدات الاقتصادية الخارجية الى 10 بالمئة.

- \* فرض ضريبة على السلع التي تدخل الى امريكا سعيا الى رفع تنافسية السلع الامريكية.
  - \* تجميد الاسعار والاجور لمدة 10 ايام بقصد مواجهة التضخم الداخلي.
  - \* اعفاء الاستثمارات الخاصة بانتاج المعدات الوضنية من الضرائب بنسبة 10 بالمئة لمدة سنة لتشجيع الاستثمار الداخلي.
- الغاء ضريبة الانتاج المقدرة بـ 7 بالمئة على صناعة السيارات بهدف انعاش هذه الصناعة وجعلها اكثر تنافسية.

ومعنى ذلك هو ائحيار قاعدة الدولار التي قام عليها النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية مما اضطرت بعض الدول الى تعويم عملاتها. وبعد هذه القرارات الصارمة من طرف الولايات المتحدة الامريكية شهدت اسواق الصرف اضطرابات كبيرة في العلاقات السياسية والاقتصادية بين مختلف الدول ككما عرفت هذه الفترة العديد من الاجتماعات لمجموعة الدول 10 اهمها في 1971 اين اتفق على تخفيض قيمة الدولار وذلك برفع قيمة الذهب مع زيادة قيمة بعض العملات الاورزبية مع التزام الدول الاوروبية على عدم ممارسة اي ضغط لتحويل الدولار الى ذهب

#### النظام النقدي الدولي بعد مؤتمر بريتن وودز

لقد أجبرت التغيرات الحاصلة على المستوى الدولي الى سقوط نظام بريتن وودز وتعويم العملات، مما اوجب صندوق النقد الدولي على التكيف مع المجريات الحاصلة كونه الهيئة المسؤولة على العلاقات الاقتصادية الدولية ولحدوث هذا التأقلم او التكيف كان من الضروري تعديل ثاني في اتفاقية صندوق النقد الدولي والذي تم في اول افريل 1978 باسم اتفاقية جاماكا.<sup>(1)</sup> للتاكيد على ضرورة الاصلاح النقدي ولعل اهم اصلاح قامت به هو الغاء او تعديل المادة الرابعة من اتفاقية الصندوق التي كانت تلزم بتحديد سعر الصرف وفقا لنظام استقرار اسعار الصرف او اسعار التعادل بمادة اخرى تنص على حرية اسعار الصرف - نظام التعويم - اما الاجراءات التي جاءت بها الاصلاحات الخاصة بالنظام فهي: <sup>(2)</sup>

- \* الغاء سعر الصرف الثابت وترك الحرية الكاملة للبنوك في التعامل في الذهب وتحديد اسعاره.
- \* انهاء دور الذهب كوحدة مرجعية لتقييم حقوق السحب الخاصة وكذلك اساس لتقويم العملات الوطنية للدول الاعضاء.

1- ناصر السعيد، " خيارات نظم سعر الصرف من التطور التاريخي ودروس البلدان العربية"، ندوة من تنظيم صندوق النقد العربي بعنوان نظم وسياسات الصرف.

2- زينب حسين عوض الله، " الاقتصاد النقدي"، دار الجامعة الجديدة، الازرطة، مصر، 2004، ص167.

\* الغاء اي بند من البنود التي تنص على التعامل بالذهب الا انه لم يفقد اهميته حيث نجده قد استعمل من طرف الدول كضمان للقروض(فرنسا وايطاليا وجنوب افريقيا) ففي افريل 1977 اقترضت دولة جنوب افريقيا من بعض البنوك الدولية بضمان احتياطها من الذهب.

كما قصد التعديل الثاني تطوير حقوق السحب الخاضعة لكي تكون لها وزن في الاصول الاحتياطية الدولية ومازال الذهب يحتفظ بمكانته كاصل احتياطي لدى السلطات النقدية في العالم على الرغم من انتهاء دوره النقدي في اطار النظام النقدي الدولي.

### نظام التعويم - النظام النقدي الدولي الجديد-

سياسة التعويم الحر للعملة هو على النقيض تماما لسياسة التثبيت، يعرف نظام حرية الصرف في ظل النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب، وقد عرفت الدول هذا النظام عقب خروج إنجلترا على قاعدة الذهب 1931 وتلاها في ذلك كافة الدول وذلك حتى قيام الحرب العالمية الثانية. وتعتبر الدولة أنها على قاعدة الأوراق القانونية أو الإلزامية إذا خرجت عن قاعدة الذهب وهذا بإنهائها للعلاقة المباشرة أو غير المباشرة بين الذهب والعملة الورقية، أما عن سعر الصرف فيكون عرضة للتقلبات وفقا لقوى عرض وطلب الصرف الأجنبي، ولم بعد هنالك حدود عليا ودنيا تتحرك أسعار الصرف داخلها كما هي الحال بالنسبة لحدي تصدير واستيراد الذهب في ظل نظام الذهب. كما أن مستوى التوازن لسعر الصرف هو الذي تتعادل عنده الكمية المطلوبة من العملة الوطنية مع الكمية المعروضة منها. وهنا تؤدي التغيرات في أسعار الصرف إلى تحقيق التوازن بين طلب وعرض الصرف الأجنبي في المدة القصيرة، كما يتحقق التوازن في العلاقات النقدية الدولية في المدة الطويلة عن طريق التغير في أثمان السلع الداخلة في التجارة الدولية. تعرض هذا النظام إلى عدد من الانتقادات تتمثل في خطر الفوضى وعدم الاستقرار في المعاملات المالية والدولية، خطر الإفراط في الإصدار النقدي وما يترتب عليه من تضخم نقدي. وبعد ما ولدته الأزمة الاقتصادية في الثلاثينات من آثار أدت إلى عجز موازين مدفوعات الدول ونقص الأرصدة الذهبية لديها. وقد تعرض هذا النظام إلى عدد من الانتقادات منها خطر الفوضى وعدم الاستقرار في المعاملات المالية والدولية وخطر الإفراط في الإصدار النقدي وما يترتب عليه من تضخم نقدي. (1)

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي، «النظام النقدي الدولي»، مرجع سابق، ص58.

### أنظمة الصرف الراهنة:

منذ مارس 1792 اتسم نظام النقد الدولي بكونه خليطاً بين أسعار الصرف الثابتة والحرّة وبين هذين القطبين توجد الأنظمة الوسيطة. (1)

#### 1. نظام سعر الصرف الثابت:

هو نظام يقتضي تعريف نسبة تعادل مرجعية بين عملة بلد ما وعملة أجنبية واحدة أو سلة من عملات، واستناداً إليها يلتزم البنك المركزي بتبديل عملته. يتم تثبيت سعر صرف العملة إما عملة واحدة: تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة أما سلة عملات: وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاص. ولقد تم تسجيل 20 عملة مرتبطة بسلة من العملات سنة 1996. ومن بين أنظمة سعر الصرف الثابت الاتحاد النقدي وهو الشكل الأكثر صرامة حيث يتم تثبيت أسعار الصرف للمساهمين (في الاتحاد النقدي) (بطريقة لا يمكن إبطاها، ويمكن تعويض العملات المحلية بعملة موحدة. ومجالس العملة «Currency board» في هذه الأنظمة تعتمد عملية خلق النقود بصرامة على احتياطي الصرف من عملة الربط، ولا تملك السياسة النقدية أي استقلالية. تسمح هذه الأنظمة بوجود تداول نقدي مزدوج. ومن أهداف هذه الأنظمة هي: إقامة مصداقية اقتصادية، محاربة التضخم وتخفيض المستوى المتوسط

لمعدلات الفائدة المحلية.

#### 2. الأنظمة الوسيطة:

يوجد بين القطبين نظام سعر الصرف الثابت ونظام سعر الصرف المرن، أنظمة وسيطة تتميز حسب هوامش التذبذب حول نسبة التعادل المرجعية التي يخصصها البنك المركزي وحسب تردد التغيير في نسبة التعادل. ومن بين الأنظمة الوسيطة نظام الربط الزاحف" في ظل هذا النظام فإن قيم التعادل تتغير بمقدار صغير دون سابق إعلان في فترات متعددة محددة. فهذا النظام يسمح بالتعديل التدريجي لأسعار الصرف قبل وصول الدولة إلى نقطة الغليان، كما يزيل هذا النظام الحرج السياسي من تغيرات كبيرة في أسعار الصرف. إضافة إلى نظام الربط الزاحف نظام التعويم المدار ضمن هذا المنظور تعتبر أسعار الصرف عائمة لكن تتدخل السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات. فان الدولة تعدل أسعار صرف عملتها مقابل

<sup>1</sup>- علي توفيق الصادق وآخرون، "نظم وسياسات سعر الصرف"، صندوق النقد العربي، 8001، ص 41.

العملات الأخرى بتواتر بناءً على تقدير وضع الاحتياطات ووضع ميزان المدفوعات. ويتم تحديد سعر الصرف في أنظمة الصرف المعمومة وفق أسس ثابتة نسبياً موضوعة ومتفق عليها بشكل مسبق، إلا أنها لا تحمل قوى العرض والطلب. إلا أن هذا النظام كغيره لا يخلو من العيوب فنادرًا ما تعمل والذي قد تؤدي إلى أن يكون سعر الصرف، " Overshooting " قوى السوق بشكل كامل، فهناك مخاطر بمستوى لا تبرره الأساسيات الاقتصادية.

### 3. نظام سعر الصرف المرن:

وفي هذا النظام لا يوجد التزام فيما يخص سعر الصرف، الذي يعوم أو يتغير بحرية (تعويم نقبي) حسب قوى العرض والطلب في سوق الصرف. ويتفرع منه نظامان رئيسيان هما نظام الصرف الحرة وأنظمة الصرف المدارة، ففي النوع الأول فان الدولة تسمح لقوى السوق ان تحدد سعر صرف عملاتها مقابل العملات الأخرى على ضوء العرض والطلب لتلك العملات مقابل بعضها، إذ يمثل جانبا ميزان المدفوعات للدولة جانبي العرض والطلب على سعر صرف العملة مقابل العملات الأخرى. ومن مزايا هذا النظام انه فعال للتعامل مع الصدمات الخارجية، فيمكن ممارسة السياسة النقدية بشكل مستقل وبمعزل عن السياسات النقدية للدول الأخرى. كما يعتبر النظام الأنسب في التوزيع الأمثل للموارد.

إن مسار سعر الصرف المستقبلي يكتنفه الغموض وبالتالي يؤدي إلى خلق مصاعب لعملية التخطيط والنشاط الاقتصادي ويمكن تفادي ذلك من خلال التحوط باستخدام المشتقات إلا أن ذلك ينطوي عليه كلفة. يمكن إن يساء استخدام استقلالية السياسة النقدية، كما يمكن أن يساء استخدام استقلالية السياسة النقدية.

### الجدول -2-: السرد التاريخي لانظمة الصرف:

1917-1880	العملة المعدنية: قاعدة الذهب (ثنائية المعدن، الفضة)، اتحادات العملة، مجالس العملة، التعويم.
1971-1946	قاعدة الصرف بالذهب، التعويم، التعويم الموجه، اتحاد العملة، تعويم حر. الربط القابل للتعويم في اطار برين وودز، التعويم ككندا، اسعار صرف ثنائية متعددة.
2000-1971	تعويم حر موجه، ربط قابل للتعديل، ربط متحرك، ربط بسلة من العملات، المناطق المستهدفة، اسعار الصرف الثابتة، اتحادات العملة.

(1) المصدر: Hanen Gharbi

<sup>1</sup>- Hanen Gharbi, «La Gestion des Taux de Change Dans les Pays Émergents : La Leçon Des Expériences Récentes», Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Document de Travail, N°2005-06, Paris, 2005, P3.

### المحور الرابع: ميزان المدفوعات

يعد ميزان المدفوعات النافذة التي يطل منها الاقتصاد الوطني على الاقتصاد العالمي والعكس، وذلك لكونه بيان المعاملات الدولية الذي يمم بجميع العمميات الاقتصادية التي تربط الاقتصاد الوطني بالاقتصاد العالمي، بعلاقات تبادلية تزدوج فيها الدائنية والمديونية، وتتضمن حرية انتقال السلع والخدمات، ولميزان المدفوعات أهمية بالغة عمى مستوى التحميل الاقتصادي لأي دولة، لكونه يعكس درجة تداخل الاقتصاد المحلي بالعالمي.

يعتبر ميزان المدفوعات من أهم المؤشرات الاقتصادية لمعرفة الوضع الاقتصادي لدولة ما في الأجل القصير، وهو بمثابة الحساب الذي يسجل قيمة الحقوق والديون الناشئة بين بلد معين والعالم الخارجي وسنحاول من خلال هذا المحور وضع مفهوم مبسط لميزان المدفوعات مع ابراز الأهمية البالغة لهذا المؤشر الاقتصادي بالنسبة للاقتصاد الوطني ككل. بالإضافة الى ابراز اهم الاختلافات التي يتعرض لها هذا الاخير وطرق تصحيحها.

#### تعريف ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات على أنه سجل يشمل كل المعاملات الاقتصادية للدولة مع العالم الخارجي وذلك من خلال تسجيل كل المعاملات التي تتم بين المقيمين (سواء كانوا أشخاص بيعيين أو معنويين) في دولة معينة مع بقية دول العالم خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة. (1)

وميزان المدفوعات هو سجل يعتمد عمى القيد المزدوج يتناول احصائيات فترة زمنية معينة بالنسبة للمتغيرات في مكونات او اصول اقتصاديات دولة ما، بسبب تعاملها مع بقية الدول الاخرى، او بسبب هجرة الافراد، وكذا التغيرات في قيمة مكونات ما تحتفظ به من دين نقدي وحقوق سحب خاصة من الصندوق، وحقوقها والتزاماتها تجاه بقية دول العالم، مما يجعله من الناحية المحاسبية متوازنا حيث تؤدي الصادرات الى زيادة المدفوعات الاجنبية الى الدولة وتفيد في الجانب الدائن، اما الواردات فتفيد في الجانب المدين لانها تؤدي الى زيادة مدفوعات الدولة الى الخارج. (2)

1- إيمان عطية ناصف و هشام محمد عمارة، مبادئ الاقتصاد الدولي، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008، ص 289.

2- عبد النعيم محمد مبارك ومحمود يونس: اقتصاديات النقود والصرافة والتجارة الدولية، الدار الجامعية لمنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص 125.

ولميزان المدفوعات أهمية كبيرة في الاقتصاد فهو يعطي صورة عن نشاط الدولة الإقتصادي ويمكن توضيح أهميته فيما يلي: (1)

\* ميزان المدفوعات يعكس قوة الإقتصاد الوطني لأنه يعكس حجم كل من الصادرات والمنتجات وغير ذلك.

\* إن ميزان المدفوعات يظهر القوة المحددة لسعر الصرف من خلال ظروف العرض والطلب على العملات الأجنبية وكذا هيكل التجارة الخارجية من خلال حجم المعادلات ونوع سلع التبادل.

\* يعتبر مرجع المعلومات و تتخذ على أساسه القرارات النقدية والمالية .

\* يعتبر ميزان المدفوعات أداة هامة للتحليل الإقتصادي لأنه يبين المركز الذي تحتله دولة ما في الاقتصاد العالمي .

\* ميزان المدفوعات لا يكشف الصورة الآنية لمركز الإقتصاد الدولي لبلد ما بل أنه يتحدد هذا المركز في نهاية فترة معينة عادة ما تكون سنة.

\* إن المعاملات التي تسجل في ميزان المدفوعات هي الوليد الطبيعي لدرجة إندماج الإقتصاد الوطني سواء من وجهة نظر محلية أو دولية.

\* أما هيكل هذه المعاملات هي تعكس قوة الإقتصاد الوطني وقابليته المنافسة ودرجة استجابته للتغيرات الحاصلة في الإقتصاد الدولي، لأنه يعكس حجم وهيكل كل من الإنتاج بما فيه العوامل المؤثرة عليه مثل حجم الإستثمارات، درجة التوظيف ومستوى الأسعار والتكاليف والمستوى العلمي والتكنولوجي... إلخ. ودائما ما يطلب FMI من أعضائه تقديم موقف موازين مدفوعاتها سنويا لكون الميزان من أهم المؤثرات للحكم على المركز الخارجي للعضو.

### بنية ميزان المدفوعات:

ينقسم ميزان المدفوعات أفقيا إلى قسمين رئيسيين هما : (2)

1-2 الجانب الدائن : وتسجل فيه كل عملية يترتب عنه دخول للعملة الأجنبية (الصادرات) وكل ما من شأنه خلق حقوق للدولة من قبل المستوردين الأجانب.

2-2 الجانب المدين : وتسجل فيه كل عملية يترتب عليها خروج العملة الأجنبية من دولة إلى أخرى (الواردات) وكل ما من شأنه خلق التزام للدولة قبل دول أخرى.

<sup>1</sup> - عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة الثانية، 2002، ص 115.

<sup>2</sup> الغار إبراهيم محمد، سعر الصوف بين النظرية و التطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة ص 84.

أما عموديا فجرت العادة على تقسيم ميزان المدفوعات إلى أقسام مستقلة يضم كل منها قوى متميزة من المعاملات الاقتصادية ذات الطبيعة المتشابهة ومن بين التقسيمات الشائعة نورد هذا التقسيم لتمييزه بالوضوح والمنطقية. (1)

**أولاً: الحساب الجاري:** يمثل أهم الحسابات في ميزان المدفوعات لأنه يعكس أهم العلاقات الاقتصادية الدولية، ويتكون من ثلاث أجزاء هي: (2)

**1- الميزان التجاري:** يسمى الحساب التجاري السلعي (حساب التجارة المنظورة والمقصود هنا بالتجارة المنظورة هي المتعلقة بالسلع المادية الملموسة أي كل من الصادرات من السلع وتقع بنودها تحت مسمى الميزان التجاري السلعي. أما عن: رصيد الميزان التجاري: فيمثل الفرق بين الصادرات والواردات، ويشكل هذا الميزان فائض إذا كان رصيد الميزان التجاري موجبة أما إذا كان سالبا فهو يشكل عجزا في الميزان التجاري وتصدر الإشارة هنا إلى:

التي تمثل أسعار الصادرات والواردات من السلع مضاف إليها مصاريف التحميل (FOB franco à bord): .  
فتمثل التكاليف المتكبدة في نقل الصادرات والواردات من السلع من CAF (cout assurance fret): دولة إلى أخرى.

**2- ميزان الخدمات:** يمثل ميزان الخدمات التجارة غير المنظورة حيث يشمل كل من الصادرات والواردات غير المنظورة من الخدمات، وأهم ما تشمل عليه هذه المعاملات:

1- خدمات النقل: تتضمن المدفوعات المتعلقة بمختلف أنواع خدمات النقل (البري البحري، الجوي) التي تؤديها الدولة إلى غير المكثمين وتشمل أيضا على خدمات الشحن كاستخدام الدول الأجنبية لبواخر ومركبات الدولة في نقل البضائع وتذاكر السفر ورسوم الموانئ، وأجور صيانة السفن والطائرات وتمويلها بالوقود.  
ب - خدمات التأمين: استخدام الأجهزة ومؤسسات التأمين في الدولة للتأمين على البضائع والحوادث والحياة... إلخ.

ج - خدمات السياحة: تشمل الصادرات والواردات التي تنشأ عن التبادل السياحي كأجور السفر والنفقات الفندقية وأي سلعة أو خدمة تباع للسياح.

<sup>1</sup> - زينب حسين عوض الله ، الإقتصاد الدولي ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية 1999 ، ص 100.

<sup>2</sup> - عبد النعيم محمد مبارك ، محمود يونس ، الإقتصاديات النقود و المصرفية و التجارة الدولية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1996 ، ص 130.



**1-الدخول من الاستثمارات الخارجية:** تشمل العائد من الأصول المستمرة في الخارج سواء استثمارات مباشرة كالفوائد والأرباح منهم فروع شركات تابعة في الخارج (أو أرباح أسهم أو فوائد قروض وسندات، وتوجد خدمات أخرى تتمثل في هذا البند الدخول المكتبة من العمل في الخارج لغير المهاجرين ومدفوعات الإتصال بريد ، تلفون ، تلغراف (عمولات تجارية).

**ثانياً** حساب التحويلات من جانب واحد: تشمل الهبات والمساعدات والتعويضات التي تمنحها دولة إلى دولة أخرى، وتسمى من جانب واحد باعتبارها تتطلب انتقال رأسمال إتجاه واحد دون مقابل وكمثال عن التحويلات من جانب واحد، ما فرضه الحلفاء على ألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى من دفع تعويضات نظير ما ترتب عن الحرب من أضرار ومن ذلك أيضا : المعونات التي كانت تقدمها الولايات المتحدة الأمريكية إلى دول أوروبا في ضوء مشروع ما ينال.

**ثالثاً** حساب رأسمال: ويشمل حركة رؤوس الأموال و هي نوعين هما:(1)

**1-رؤوس الأموال طويلة الأجل:** هي التي تتجاوز السنة الواحدة كالقروض الطويلة الأجل والاستثمارات المباشرة أو شراء الأوراق المالية) أسهم سندات (أو بيعها من وإلى الخارج.

**2-رؤوس الأموال قصيرة الأجل:** هي التي لا تتجاوز السنة الواحدة مثل العملات الأجنبية والودائع المصرفية والأوراق المالية قصيرة الأجل والكمبيالات وتشمل هذه الاستثمارات عادة سيولتها الفائقة وسهولة انتقالها بين الدول ولا شك أن هذه الأشكال من التحويلات الرأسمالية تشكل في النتيجة حقا أو دينا للقطر على الخارج أو بالعكس بمعنى قد تضيق أو تنقص من تلك أو الديون للبلد بوحداته الاقتصادية المختلفة على العالم الخارجي وتجدر الإشارة والملاحظة هنا إلى أنه عادة ما يطلق على ميزان العمليات الجارية وميزان التحويلات من طرف واحد، وحركة رؤوس الأموال الطويلة الأجل مجتمعة بميزان المدفوعات الأساسي.

**رابعا** ميزان الذهب والنقد الأجنبي: هو الميزان الذي تنعكس فيه صافي العمليات المالية والنقدية التي تتم عبر الحسابات السابقة، لكنه يعكس حركة الذهب بوصفه نقدا و ليس سلعة والنقد الأجنبي بين القطر والعالم الخارجي. (2)

**خامسا** فقرة السهو والخطأ: قد يحدث ألا تكون القيمة التي نحصل عليها لمجموع البنوك في الجانب الدائن معادلة تماما للقيمة التي نحصل عليها لمجموع البنوك في الجانب المدين، وفي هذه الحالة تعادل قيمة حساب

1- عرفان تقي الحسيني ، التمويل الدولي ، دار مجدلاوي للنشر ، عمان 1999 ص 118 .

2- عبد النعيم محمد مبارك ، محمود يونس ، الإقتصاديات النقود و المصرفية و التجارة الدولية ، الدارالجامعية ، الإسكندرية ، 1996 ، ص 130 .

السهو والخطأ بين القيمة الكلية لكل من الجانبين الداين والمدين في ميزان المدفوعات، وبالطبع فإن مكان قيد قيمة هذا البند هو الجانب الأقل في الميزان سواء كان الدائن أو المدين وذلك حتى يتعادل الجانبان كما هو محتم. (1)

### اختلال ميزان المدفوعات:

تعتبر حالة الاختلال في ميزان المدفوعات الحالة الأكثر ملازمة له خاصة في الدول النامية، فالاختلال في ميزان المدفوعات هو حالة اللاتوازن بين مدفوعات الدولة ومقبوضاتها الخارجية، في حين يكون ميزان المدفوعات في حالة اختلال إذا حقق عجزاً أو فائضاً، وهذا الخلل لا بد من ازالته باتخاذ الاجراءات اللازمة لمعالجته. يمكن أن تمر الدولة بظروف معينة، من شأنها إحداث اختلال في ميزان مدفوعاتها سواء في شكل عجز أو فائض ويمكن حصر هذه الاسباب في النقاط التالية: (2)

✍️ التقييم الخاطئ لسعر صرف العممة الأجنبية

✍️ تغير مستوى الدخل

✍️ تغير مستوى الأسعار

✍️ الظروف الطارئة

✍️ إقدام الدول على برامج للتنمية الاقتصادية والاجتماعية.

### أنواع الاختلالات في ميزان المدفوعات:

لا بد من التفرقة بين أنواع الإختلال في ميزان المدفوعات حتى تتضح طبيعة كل نوع منها، ومن ثم محاولة التعرف على أفضل الأساليب اللازمة لعلاجها، ويمكن التمييز بين هذه الأنواع حسب الأسباب على النحو التالي: (3)

**1- الإختلال الموسمي:** يكون هذا الإختلال في الدول التي يقوم النشاط الإقتصادي فيها على الزراعة، ففي مواسم تصدير المحاصيل يكون لديها فائض في معاملاتها مع الخارج، أما في آخر العام فقد يختفي هذا الفائض و ربما يتحول إلى عجز. و هذا النوع من الإختلال لا يستلزم سياسة ما لمواجهة فيمكن أن تتعادل الإختلالات الموسمية على مدار السنة.

<sup>1</sup>- الكامل بكري، رمضان محمد مقلد، محمد سيد عابد، إيمان عطية ناصف، مبادئ الإقتصاد الكلي، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2000 ص 364، 366.

<sup>2</sup>- دوحى سلمى، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص 123.

<sup>3</sup>- حاجي سمية، دور السياسة النقدية في معالجة ميزان المدفوعات (دراسة حالة الجزائر 1990-2014)، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 143-145.

**2+الإختلال الدوري:** يرتبط بحالة الدورة الاقتصادية وهذا يعني أنه إختلال مؤقت، وهو الإختلال الذي يتحقق في الدول الرأسمالية المتقدمة أساسا والذي يرتبط بالتقلبات في النشاطات الاقتصادية، والتي يحدث لها بشكل دوري ومستمر، وحالة الحركية والإزدهار التي تتضمنها الدورات الاقتصادية يحصل فيها توسع إقتصادي وزيادة إنتاج الدولة، ومن ثم زيادة صادراتها. أي حيازتها على ميزان مدفوعات ملائم تتفوق فيه الصادرات على الواردات، في حين أن حالة الكساد والإنكماش في نشاطها الاقتصادية تضعف فيها قدرها على التصدير تماشيا وانخفاض الإنتاج بسبب حالة الكساد، وهذا ما يؤدي إلى عجز ميزانها التجاري ومن ثم ميزان المدفوعات.

**3+الإختلال العارض:** يحدث خلال ظروف وأوضاع معينة، ويحدث العجز في ميزان المدفوعات نتيجة ظروف مناخية خصوصا في الدول الزراعية وقد يصاب التصدير الرئيسي بكارثة زراعية كما حدث في روسيا لما احترقت 1961 أدى إلى التسبب في نقص العملات الأجنبية وهذا ما يؤدي إلى إختلال - المحاصيل و مصر عام 1960 سلب في الميزان التجاري، وقد يكون إختلال إيجابي في حالة الحرب حيث يزيد الطلب على المواد الأولية فهذا يؤدي إلى زيادة الصادرات للدول المنتجة لها، وقد يؤدي إلى إختلال إيجابي في ميزان المدفوعات وهذا النوع من الإختلال مؤقت و ينتهي بنهاية السبب الذي خلقه فمصيره الزوال و التلاشي عاجلا أم أجا.

**4+الإختلال الهيكلي -الدائم-** ينتج عن تغير أساسي في ظروف الطلب أو العرض مما يؤثر على هيكل الإقتصاد القومي وفي توزيع الموارد بين قطاعاته المختلفة ويرجع إلى العوامل التالية :

- \* توجيه الطلب الخارجي إلى بعض السلع على حساب البعض الآخر مثل: التحول من الفحم إلى البترول.

- \* تغير عرض عناصر الإنتاج فقد يتغير عرض العمل بسبب النمو أو عرض الموارد الطبيعية بسبب الإستكشاف والتنقيب.

- \* تغير فنون الإنتاج كإحلال عنصر إنتاجي متوفر نسبيا على عنصر آخر نادر نسبيا مما يؤدي إلى إنخفاض تكلفة الإنتاج ومن زيادة إمكانيات التصدير.

- \* التغير في الأصول المملوكة للدولة بالخارج بسبب الإستثمارات الخارجية مما يؤدي إلى تغير العائد الأتي من الإستثمارات.

\* تحسن مستوى المعيشة الداخلية دون زيادة قوتها الإنتاجية بنفس هذا النوع من الإختلال لا يصلح لعلاج تغير سعر الصرف ولا يتغير سياسة الإنفاق أو سياسة الأسعار، وإنما لابد من تطوير المنحنى الإنتاجي حتى تنقص تكاليف الإنتاج في الداخل والسعي الى فروع إنتاج جديدة وتحديد شامل للطاقت الإنتاجية تدعيما للقدرة التنافسية و بالتالي علاجه يتطلب معرفة الأسباب الحقيقية التي أوجدته.

**5. الإختلال النقدي:** التضخم من اهم مصادر إختلال ميزان المدفوعات فمن المعروف أن زيادة الدخل النقدية في دولة ما تولد طلبا متزايدا على الواردات كذلك زيادة مستوى الأسعار داخليا يحفز على التحول إلى الواردات البديلة لانخفاض أسعارها إذا ما قورنت بالمنتجات المحلية والطلب الأجنبي بسبب زيادة الأسعار ينخفض على صادراتها أو قد يتجه إلى المنافسة وكله يؤدي إلى عجز ميزان المدفوعات، هذا العجز لا حل لعلاجه إلا بتخفيض القيمة الخارجية للعملة أو إتباع سياسة إنكماشية .

### معالجة الإختلال في ميزان المدفوعات:

تعددت المناهج التي حاولت تحليل الاثار الناتجة عن تغير سعر الصرف وخاصة تخفيض العملة في علاج الإختلال في ميزان المدفوعات من اهمها منهج المرونات، ومنهج الاستعاب والمنهج النقدي وهذا ما سنحاول توضيحه فيما يلي: (1)

#### 1. منهج المرونات:

يعتمد منهج المرونات على كل من مرونتي الطلب المحلي على المستوردات والطلب الاجني على الصادرات في تحليل أثر تخفيض قيمة العملة الوطنية لعلاج العجز في ميزان المدفوعات.

تم تقديم هذا المنهج بواسطة الفريد مارشار وليزير، وقام بتطويره ماكلوب سنة 1973، ويبدأ هذا المنهج بالتركيز على رصيد الميزان التجاري باعتبار ان رصيد ميزان المدفوعات هو ناتج عن الفرق بين الصادرات والواردات، وبالتالي فان أي تغيرات في معدل الصرف سوف تمارس تأثيرا على الاسعار النسبية لكل من الصادرات والواردات بما يؤدي الى تحسن وضع الميزان التجاري في ظل الفرضيات التالية:

- يفرض توازنا ميدانيا للميزان التجاري أي ان رصيده يساوي الصفر.

- لانهائية مروونات عرض الصادرات والواردات وبالتالي تكون اسعار السلع القابلة للتجار دوليا وكذلك اسعار السلع المنافسة.

<sup>1</sup> - زيار سمية، «أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات في الجزائر 1970-2004»، رسالة ماجستير غير منشورة الجامعة الأردنية، 2004، ص16-25 .

- افتراض ثبات الدخل لاعتبارها معطاة وهذا مستمد من الافتراض الكلاسيكي بوجود حالة التوظيف الكامل وبالتالي يتم اهمال اثر الدخل.

- ثبات منحنيات الطلب على الصادرات والطلب على الواردات.

- افتراض عدم وجود ردود افعال للدول الاخرى تؤدي الى تحديد اثار احداث تغيرات معدل الصرف على ميزان التجارة.

- افتراض حالة استقرار سوق الصرف الاجنبي.

يعرف Charles سعر الصرف الحقيقي و كحاصل ضرب سعر الصرف الاسمي ، والسعر النسبي

لدولتين  $(P^*/p)$ ، حسب العلاقة التالية :

$$q = e \frac{P^*}{P} \quad (3-3)$$

حيث :

$P^*$ : يمثل مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية.

$P$ : يمثل مستوى الأسعار في الدولة المحلية.

$e$ : يمثل سعر الصرف الاسمي

حسب المعادلة فإن سعر الصرف الحقيقي هو سعر نسبي (Relative Price) يمثل سعر السلع الأجنبية بالنسبة إلى سعر السلع المحلية، ويرتفع هذا السعر في الحالات التالية:

أ- ارتفاع سعر الصرف الاسمي .

ب- ارتفاع مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية  $P^*$ .

ج- انخفاض مستوى الأسعار في الدولة المحلية  $P$ .

فعندما يتوقع المستهلك ارتفاع أسعار السلع الأجنبية مقارنة مع أسعار السلع المحلية فإنه يلجأ إلى إحلال السلع الأجنبية بالسلع المحلية، إذا كانت  $X$  تمثل الصادرات من السلع المحلية و  $M$  تمثل المستوردات من السلع الأجنبية، وأن الصادرات والمستوردات هي عبارة عن دوال في سعر الصرف الحقيقي، فارتفاع سعر الصرف الحقيقي قد يدل على ارتفاع أسعار السلع الأجنبية وهذا لن يؤدي فقط إلى تخفيض الطلب المحلي على السلع الأجنبية وإنما سيزيد من الطلب الأجنبي على السلع المحلية ، ويمكن تلخيص هذين التأثيرين على الميزان التجاري  $CA$  الذي يمثل صافي الصادرات بالمعادلة التالية:

$$CA(q) = X(q) - M(q)$$

$$\frac{\partial CA}{\partial q} > 0, \quad \frac{\partial X}{\partial q} > 0, \quad \frac{\partial M}{\partial q} < 0$$

حيث :

CA: يمثل الميزان التجاري وهو دالة في سعر الصرف الحقيقي.

X: تمثل قيمة الصادرات السلعية وهي دالة في سعر الصرف الحقيقي.

M: تمثل قيمة المستوردات السلعية وهي دالة في سعر الصرف الحقيقي.

تبين المعادلة أن الميزان التجاري - الفرق ما بين حجم الصادرات السلعية وحجم المستوردات السلعية- يعتمد على سعر الصرف الحقيقي مما قاد كلا من Marshall (1923) و Lerner (1944) لدراسة وتحليل أن الإرتفاع في سعر الصرف الحقيقي يؤدي إلى تحسين وضعية الميزان التجاري ومن أجل ذلك قاما بتحديد وتعريف مرونة الطلب على الصادرات و مرونة الطلب على المستوردات ، من أجل اشتقاق ما يعرف بشرط Lerner - Marshall وهو كالتالي:

$$\xi_x + \xi_m > 1$$

وبافتراض أن الحساب الجاري المحلي يعرف فائضا أي أن قيمة الصادرات المحلية من السلع والخدمات هي أكبر من قيمة المستوردات من السلع والخدمات الأجنبية، أي أن أسعار السلع المحلية هي أقل من أسعار السلع الأجنبية، وهنا يجب أن نتوقع أن السعر النسبي ( $P^*/P$ ) سوف يرتفع، وبالمثل في حالة وجود عجز في الحساب الجاري المحلي يجب أن نتوقع أن السعر النسبي سوف ينخفض

١- المرونات و (J Curve):

عادة ما يستجيب الميزان التجاري للتغيرات في سعر الصرف ضمن الإقتصاديات المفتوحة، ويختلف اثر تغير سعر الصرف في المدى القصير عنه في المدى الطويل وذلك راجع إلى أن الكميات المتاجر بها عادة ما يتم تكيفها ببطء نظرا لتحركات سعر الصرف، ويعتقد العديد من الإقتصاديين بأن الميزان التجاري سينخفض في البداية إستجابة لانخفاض قيمة العملة المحلية (أو تخفيضها) ولكن عبر الزمن سوف ترتفع الصادرات وتنخفض المستوردات نتيجة انخفاض العملة المحلية فيتحسن الميزان التجاري وهذا ما يعرف بـ J Curve.

يقوم الشرح التقليدي لـ Curve على أساس كمية الصادرات المؤلفة من سلع التصدير  $X$  وكمية المستوردات المؤلفة من سلع الاستيراد  $M$  المستجيبة للتغيرات في سعر الصرف، (نفترض ثبات أسعار تلك السلع بالعملة المحلية ويمكن كتابة معادلة الميزان التجاري كالتالي:

$$CA = PX_q - eP^*M_q$$

حيث أن  $P$  سعر وحدة الصادرات مقيمة بالعملة المحلية،  $P$  سعر الوحدة المستوردة مقيمة بالعملة الأجنبية، و  $e$  سعر صرف العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية، وعلى فرض أن  $q$  و  $P^*/P$  سعر الصرف الحقيقي، فزيادة سعر الصرف الحقيقي تعني زيادة سعر السلع الأجنبية بالنسبة للسلع المحلية، وتصبح منتجات الدول الأجنبية أقل رغبتها لشرائها بالنسبة للمواطني الدولة المحلية، لذا تزداد كمية الصادرات وتنخفض كمية المستوردات، وزيادة الدخل المحلي  $Y$  تؤدي إلى زيادة كمية الإستيراد، ويمكن التعبير عن هذه العلاقات بالدوال التالية:

$$X_q = X_q(q, Y^*), \quad \frac{\partial X_q}{\partial q} > 0, \quad \frac{\partial X_q}{\partial Y^*} > 0$$

$$M_q = M_q(q, Y), \quad \frac{\partial M_q}{\partial q} < 0, \quad \frac{\partial M_q}{\partial Y} > 0$$

يؤدي تخفيض العملة في المدى القصير إلى تدهور في الميزان التجاري بسبب أثر القيم، حيث يكون أثر الحجم بطيئا بسبب التخلف عن معرفة السوق وتغير شروط المنافسة والإعتماد على الأسعار القديمة و التخلف عن الإنتاج الملائم... وغير ذلك، أما في المدى الطويل فيميل الميزان التجاري نحو التحسن نتيجة لأثر الحجم، حيث تزداد كمية الصادرات وتنخفض كمية المستوردات فيتحسن الميزان التجاري ويرتفع إلى مستوى أعلى من المستوى الذي كان عليه قبل التخفيض.

وفي دراسة Scott and Abdunnasser 2009 تم التركيز على معدل التجارة (قيمة الصادرات بالنسبة لقيمة المستوردات  $X/M$ )، والسبب الرئيسي لاستخدام نسبة الصادرات للمستوردات هو استخدام اللوغاريتم (Log) في التحليل، ويتم تعديل النظرية حسب نسبة التجارة فتكتب المعادلة كما يلي:

$$\frac{X}{M} = \frac{PX_q}{eP^*M_q} = \frac{CA}{q}$$

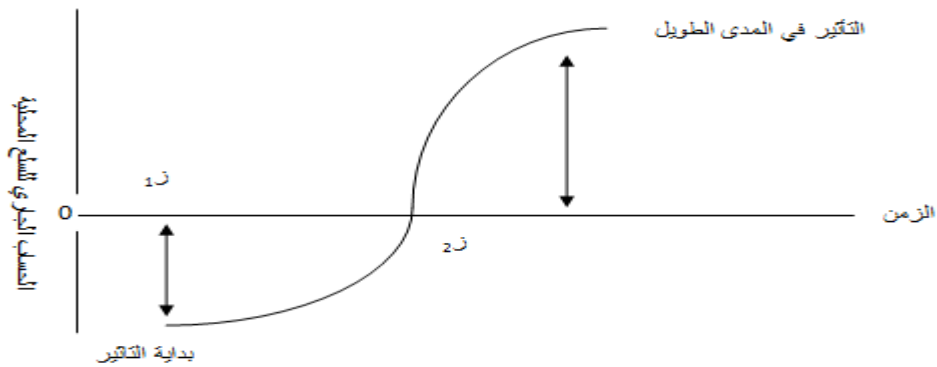
حيث أن  $CA$  معدل التجارة  $(Xq/Mq)$  و  $q$  هو سعر الصرف الحقيقي  $P^*/P$ ، وكما أشير إليه سابقا في المعادلة فإن قيمة الصادرات تزيد عندما تنخفض القيمة الحقيقية لسعر الصرف أو ارتفاع الدخل القومي

الأجنبي، وقيمة الصادرات تنخفض الانخفاض الحقيقي للعملة أو انخفاض الدخل القومي للدولة المحلية، وبالتالي فإن:

$$CA = CA(q, Y, Y^*), \quad \frac{\partial CA}{\partial q} > 0, \quad \frac{\partial CA}{\partial Y} < 0, \quad \frac{\partial CA}{\partial Y^*} > 0$$

وكنتيجة لزيادة ويزيد البسط في الجزء الأخير من المعادلة ، لكن أثر الحجم يكون بطيئا، وبالتالي يتوقع بعد تخفيض العملة في المدى أن نسبة التجارة XM تتماشى مع سلوك المنحنى.

### الشكل-2- منحنى J



المصدر: Charles, 2005

- في المدى القصير يؤدي تخفيض العملة إلى تدهور في الميزان التجاري فينخفض رصيد الميزان التجاري عند مستوى أقل من المستوى الذي كان عليه قبل التخفيض.
- يعود رصيد الميزان التجاري إلى الإرتفاع عبر الزمن إلى مستوى جديد في المدى طويل الأجل كأثر الحجم.

- يرتفع رصيد الميزان التجاري في الأجل الطويل عند مستوى أعلى من مستوى ما قبل التخفيض  
أما بالنسبة إلى تأثيرات الحجم التغيرات سعر الصرف الحقيقي فمن الواضح أن الإحلال بعيدا عن السلع الأجنبية ونحو السلع المحلية يتطلب فترة زمنية من أجل التعديل، فالمستهلك يحتاج إلى الوقت من أجل القيام بإحلال والإستبدال بين مختلف السلع حتى يعدل من نمط إستهلاكه، كذلك يحتاج المنتجون إلى الوقت من أجل جلب رؤوس أموال جديدة ووضع خطط جديدة وإنشاء قنوات توزيع جديدة وغير ذلك،



وبعد ذلك يجب التنبؤ بالإرتفاع التدريجي المرونات أسعار الطلب على الصادرات والمستوردات عبر الزمن مما يؤدي إلى تحسن تدريجي في الحساب الجاري مثل ما هو موضح في الشكل رقم (2) مؤديا بعد ذلك إلى تحسن في الحساب الجاري ومشيرا إلى تأثير المدي الطويل. ومنه شكل التدهور الأولي للحساب الجاري بين الفترة الزمنية يشبه حرف ، وهذا يسمى تأثير منحنى j (The J Curve effect)

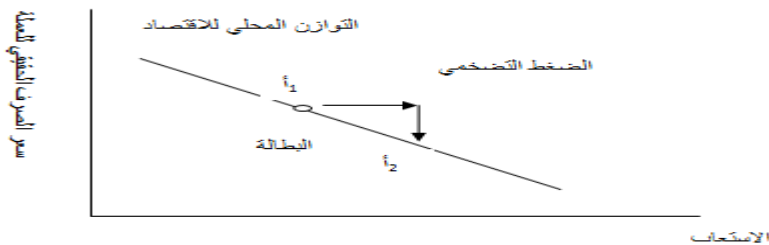
2. منهج الإستيعاب :

اهتم منهج المرونات فقط بالتغيرات الحاصلة في الأسعار النسبية للصادرات والمستوردات وتأثيرها على الميزان التجاري، وقد كان هذا التحليل يتجاهل تأثيرات الدخل، لذلك يرى كل من Alexander و Black أن منهج الإستيعاب يعالج هذا النقص أو الضعف في منهج المرونات ضمن إطار كينزي بسيط، حيث تشير كلمة الإستيعاب التي ترمز لها بـ A إلى مستوى الإنفاق الكلي في الإقتصاد وهي تساوي مجموع الإستهلاك الكلي C والإنفاق الإستثماري / والإنفاق الحكومي ، أما Y فتمثل الدخل حسب المعادلة التالية:

$$Y = \underbrace{C+I+G}_{\text{absorption=A}} + (X-M) \Leftrightarrow Y - A = X - M$$

حسب الطرف الأيسر للمعادلة إذا كان الدخل أكبر من الإستيعاب فهذا يدل على وجود فائض في الميزان التجاري، أما إذا كان الدخل أقل من الإستيعاب فهذا يشير إلى وجود عجز في الميزان التجاري، ويؤكد هذا المنهج على أن وجود الفائض في الطلب المحلي أعلى من الإنتاج المحلي يؤدي إلى زيادة في الإستيراد وبالتالي تدهور في الميزان التجاري، والشكل التالي يبين توازن الإقتصاد المحلي باستخدام كل من الدخل والاستيعاب .

### الشكل-03:- التوازن المحلي للاقتصاد



المصدر: Charles, 2005

حسب الشكل 3 يمثل DE التوازن المحلي للإقتصاد والذي يتحقق عند تطابق كل من مستوى الإنتاج والمعدل الطبيعي للبطالة، وفي هذا الإطار يرى Friedman أن الإنتاج هو تابع المستوى الاستيعاب A وسعر الصرف الحقيقي للعملة و كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$Y = Y(A, q)$$

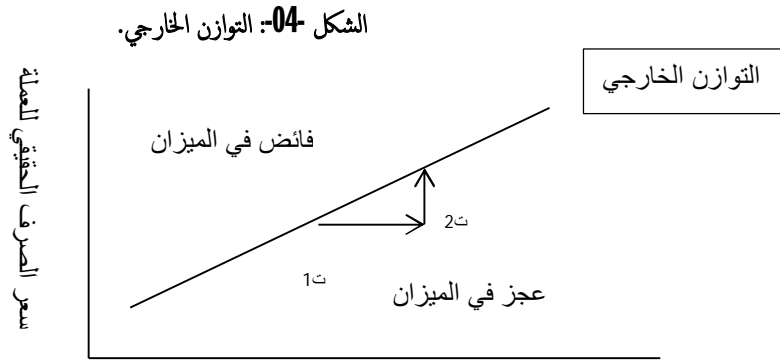
$$\frac{\partial Y}{\partial A} > 0, \quad \frac{\partial Y}{\partial q} > 0$$

تشير المعادلة إلى أن كل من المتغيرين مستوى الاستيعاب وسعر الصرف الحقيقي يرتبط بعلاقة طردية مع الدخل وهذا يجعل ميل المنحني الذي يمثل التوازن المحلي سالبا كما هو ممثل في الشكل رقم (3)؛ فعند النقطة E والتي تمثل نقطة التوازن الابتدائية المحلية يؤدي ارتفاع مستوى الاستيعاب عند مستوى سعر صرف حقيقي معطى و إلى زيادة الطلب على السلع المحلية مما يعمل على زيادة الإنتاج ومنه تخفيض البطالة، ويؤدي إلى ضغط تضخمي في الإقتصاد كما هو موضح في الشكل (3)، ومن أجل إعادة التوازن فإن السعر النسبي سوف ينخفض فينخفض سعر الصرف الحقيقي، ومنه يتقلص الطلب الأجنبي على الصادرات، ويرتفع الطلب المحلي على المستوردات وبالتالي ينخفض مستوى الإنتاج وتعود البطالة إلى معدلها الطبيعي عند النقطة التوازنية، فحسب الشكل رقم (3) المساحة أعلى المنحني تبين ابن الإقتصاد يعاني من ضغط تضخمي Inflationary pressure، أما المساحة تحت المنحني تعني أن الإقتصاد يعاني من البطالة Unemployment.

أما بالنسبة إلى التوازن الخارجي فهو ذلك الإتحاد والتوافق ما بين الاستيعاب A وسعر الصرف الحقيقي و من أجل أن يكون الميزان التجاري متوازنا. يرتبط الحساب الجاري سلبيا بمستوى الاستيعاب لأن الإرتفاع في الطلب المحلي يقود إلى ارتفاع الطلب على المستوردات، ويرتبط إيجابيا بسعر الصرف الحقيقي و شريطة تحقق شرط Marshall-Lerner ويمكن كتابة دالة الميزان التجاري CA كالتالي:

$$CA = CA(A, q) \quad \frac{\partial CA}{\partial A} < 0 \quad \frac{\partial CA}{\partial q} > 0 \quad (13-3)$$

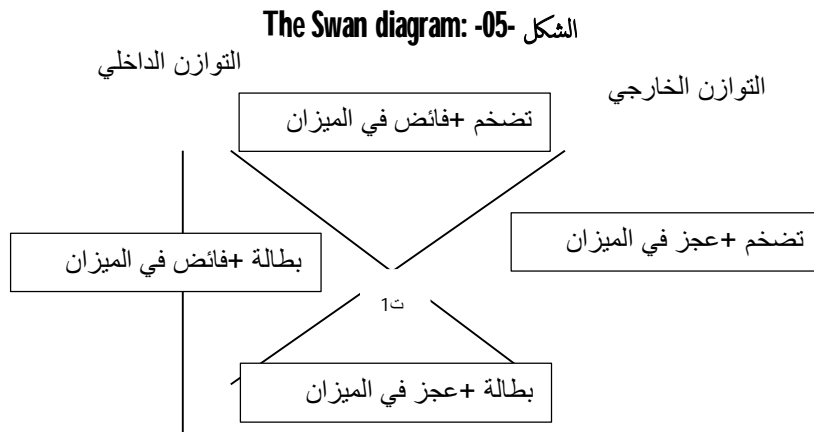
يمثل الشكل رقم (4) إتحاد الاستيعاب وسعر الصرف الحقيقي من أجل تحقيق التوازن الخارجي "



المصدر: Charles, 2005.

فحسب المعادلة يكون ميل المنحنى موجب، تمثل النقطة E نقطة التوازن الإبتدائية الخارجية - فإذا ارتفع مستوى الإستيعاب عند سعر صرف حقيقي معطي يؤدي إلى طلب إضافي على المستوردات ومنه عجز في الميزان الجاري، ومن أجل إعادة التوازن الخارجي فإن السعر النسبي سوف يرتفع فيرتفع سعر الصرف الحقيقي، ويؤدي هذا إلى ارتفاع الطلب الأجنبي على السلع المحلية، وانخفاض الطلب المحلي على السلع الأجنبية وبالتالي إلغاء العجز في الحساب الجاري المحلي. كما هو موضح في الشكل رقم (4) المساحة تحت منحنى التوازن الخارجي (Aq) تعني أن الحساب الجاري المحلي هو في حالة عجز في حين المساحة أعلى المنحنى تعني وجود فائض في الحساب الجاري. والشكل التالي يقدم دجما لكل من التوازن الداخلي والتوازن

الخارجي في رسم واحد وهو يأخذ اسم الإقتصادي الأسترالي Trevor Swan



المصدر: Charles, 2005.

حسب Swan يحقق الإقتصاد التوازن الداخلي والتوازن الخارجي عند النقطة E وهي النقطة التي يلتقي فيها الإستيعاب وسعر الصرف الحقيقي (A0, 40)، وحتى يصل الإقتصاد إلى نقطة التوازن لا بد وأن يكون الإقتصاد في واحدة من حالات عدم التوازن الأربعة التالية:

البطالة + العجز في الحساب الجاري، البطالة + الفائض في الحساب الجاري، التضخم + العجز في الحساب الجاري، التضخم + الفائض في الحساب الجاري.

### 3. المنهج النقدي لميزان المدفوعات:

يبين المنهج النقدي لميزان المدفوعات أن الاختلالات الخارجية هي في العادة ظاهرة نقدية في طبيعتها وأن معالجة عجز ميزان المدفوعات ممكنة من خلال تقليص عرض النقد والسيطرة على الإنفاق وعلى أسعار الفائدة وهذا بدوره يقلص المستوردات فيصح وضع ميزان المدفوعات.

ويتلخص هذا المنهج في المعادلة التالية :  $\Delta NR = \Delta M_2 - \Delta DC$

، تعكس هذه المتطابقة ميزانية السلطة النقدية حيث يمثل كل من NR و DC جانب الموجودات، بينما  $M_2$  هو جانب المقبوضات ويشمل NR الاحتياطات الأجنبية من الذهب والعملات وحقوق السحب الخاصة وهو يمثل وضعية ميزان المدفوعات، ويشمل DC المقدم إلى الحكومة وإلى القطاع الخاص، وعليه فإن أي تغير في عرض النقد والائتمان المحلي سوف يؤثر على مستوى الاحتياطات الأجنبية والتي تمثل وضع ميزان المدفوعات، بوضع هدف لميزان المدفوعات والمتمثل في الاحتياطات الأجنبية فإنه من الممكن تحديد مقدار التوسع أو الإنكماش في الائتمان المحلي وعرض النقد.

ففي الدول التي تعاني من العجز يقترح صندوق النقد الدولي وضع سقف للتوسع في الائتمان المحلي، هذا السقف يحدد حجم القروض المقدمة إلى الحكومة والقطاع الخاص وعليه فإن تبني سياسة نقدية متشددة يسبب إنخفاضا في عرض النقد وبالتالي الحد من التضخم وتقليل الطلب على المستوردات فيعالج الخلل في الميزان الجاري، كما يقود الحد من التوسع في عرض النقد إلى رفع أسعار الودائع ويخلق هامشا مجزيا للإستثمار بالعملة الوطنية وهذا سوف يؤدي إلى تدفق رأس المال إلى الداخل فيحسن حساب رأس المال ويزيد من الاحتياطات الأجنبية ويعزز الإستقرار النقدي وبالتالي سعر الصرف.

### المحور الخامس: الاستثمار الاجنبي المباشر والشركات متعددة الجنسيات

لقد تزايدت أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الأعوام الأخيرة، بعد أن كان موضع نقاش حول جدواه، حيث استطاع مع توالي الأزمات العالمية أن يفرض نفسه كمتغير فعال في دفع التنمية، حيث أصبحت تتنافس على جديده كل الدول والحكومات، من خلال توفير جملة من الأطر والتشريعات لتعبئه في ظل العولمة التي تسم بالانفتاح الاقتصادي والتجاري واندماج الاقتصاد العالمي، وكذا التحول من الانتزاع إلى الانفتاح والتحرير التجاري.

#### تعريف الاستثمار الاجنبي المباشر:

يقصد بالاستثمار الأجنبي أو الدولي تلك الاستثمارات التي تتم خارج موطنها سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة حسب الغرض، وعمامة أو خاصة حسب المصدر، أين يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على انه "المساهمة في راس مال مؤسسة أخرى، وذلك بإنشاء فرع في الخارج أو الرفع من راس مال هذا الأخير، بالإضافة إلى استرجاع مؤسسة أجنبية أو تكوينها رفقة شركاء أجنب، وذلك برفع مستوى ممكن" (1)، كما يعرف على أنه ينطوي على تملك المستثمر لجزء أو كل الاستثمارات في مشروع معين، هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة شراكة بينهما أو استثمار مشترك، أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة، (2) ويرى (فريد النجار): "انه كل استثمار يتم خارج موطنه بحثا عن دولة مضيفة سعيا وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء لهدف مؤقت أو لأجل محدد لأجيال طويلة الأجل." (3)

كما عرفه الحاسبون المكلفون ميزان المدفوعات الأمريكي على أنه "كل التدفقات المالية إلى مؤسسة أجنبية، أو كل حيازة جديدة جزء من الملكية في مؤسسة أجنبية، على شرط أن المقيمين في البلد المستثمر (عادة مؤسسات تكون لهم حصة هامة من ملكية هذه المؤسسة، قيمة هذه الملكية تختلف من

<sup>1</sup>- كمال مرداوي، مؤسسات الاستثمار والتدخل الحكومي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2002. 17، ص52.

<sup>2</sup>- عبدالسلام ابوتحف، مقدمة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، مصر، 1998 -10.

<sup>3</sup>- فريد النجار « الاستثمار الدولي والسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص23.

دولة إلى أخرى، ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد أن الحيازة على 10% في مؤسسة ما من طرف المستثمر الأجنبي تكفي للتعريف الرسمي للاستثمار الأجنبي المباشر".<sup>(1)</sup>

### أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر:

تتصف أشكال وسياسات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالتعدد والتباين من حيث الشكل والأهمية والخصائص المميزة لكل شكل، وفي الواقع لا يوجد اتفاق حول أشكال محددة للاستثمار الأجنبي المباشر وقد يرجع ذلك إلى تباين المرجعية الفكرية للكتاب من جهة، وإلى الطبيعة المتجددة للشركات متعددة الجنسية من جهة أخرى، وفيما يلي يمكن الإشارة إلى أهمها من خلال بعض التصنيفات لبعض الكتاب :

### 1-2 تصنيف بهرمان (BEHRMAN) :

لقد تبنى بهرمان تصنيفا يقضي بتقسيم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاثة أنواع وهي : (2)

#### 1-1-2 الاستثمار الأجنبي المباشر من النوع الاستعماري أو الكولونيالي :

حيث ينحصر هدفه في استخراج المواد الخام واستخدامها في بلد منشأ رأس المال، ويتميز هذا النوع بالتعبئة المطلقة للشركة الأم .

#### 2-1-2 الاستثمار الأجنبي المباشر القاضي بإقامة طاقات إنتاجية:

وذلك بغرض إنتاج سلع وخدمات مخصصة للبيع في سوق مغلقة، في نطاق البلد المضيف فقط، وقد تعود للشركة عدة فروع في بلدان مختلفة من العالم، وتشبه بنيتها بشكل عام بنية الشركة القابضة، وتتصف العلاقات المتبادلة بين الشركة الأم وفروعها بغياب التجارة و التدفقات السلعية ، ماعدا حالات توريد أجزاء كا وأنواع معينة من المعدات، كما أن قرارات المقر الرئيسي يتخذ أساسا على ضوء ظروف السوق في البلد الذي يقيم فيه الفرع .

### 3-1-2 استثمار الشركات متعددة الجنسيات:

وهي الشركات التي تخدم السوق العالمية من خلال توريد المنتجات التي تنتجها الفروع، حيث تتوطن هذه الأخيرة في الأقاليم ذات التكاليف المنخفضة، وتتوحد مع الشركة الأم ضمن مخطط هيكلي واحد.

<sup>1</sup>Peter H.Lindert et Thomas A.Pugel, «**Economie Internationale**, 10e édition Economica, Paris, 1996, P822.

<sup>2</sup>ميوتوف، «الأطروحات الخاصة بتطور الشركات المتعددة الجنسيات»، ترجمت علي محمد علي تقي عبد الحسين، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 1983، ص.94.

وهي شركة أم تسيطر على عدد كبير من المشروعات من مختلف الجنسيات وبذلك تكون مجموعة ضخمة تتجمع لديها الموارد المالية والبشرية وفي نفس الوقت تتبع إستراتيجية مشتركة، كما أن الحجم يحتل أهمية كبرى في تمييز المجموعات متعددة الجنسيات، بينما تستبعد الشركات التي تقل مبيعاتها السنوية عن مئة مليون دولار، كذلك يعتبر من العوامل الهامة في هذا تحديد طبيعة النشاطات الخارجية للمجموعة، حيث تستبعد من نطاق المجموعات متعددة الجنسية الشركات التي تقوم بالتصدير فقط، هذا حتى إذا كانت تمتلك فروعاً أجنبية للبيع . (1)

## 2-2 تصنيف أبو قحف عبد السلام

إن أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر في هذا التصنيف تتحدد حسب نسبة ملكية المشروع من طرف المستثمر الأجنبي، فقد تكون جزئية أو مطلقة حسب نسبة المشاركة في رأس مال الشركة، ومن هذا المنطق يتم تقسيم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاثة أنواع رئيسية المشترك والمملوك بالكامل للمستثمر وشركات متعددة الجنسيات .

## 2-2-1 استثمار المشترك :

برى كولدي (Kolde) أنه أحد مشروعات الأعمال الذي يمتلكه أو يشارك فيه طرفان أو شخصيتان معنويتان أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة، والمشاركة هنا لا تقتصر على الحصة في رأس المال بل تمتد أيضاً إلى الإدارة والخبرة وبراءات الاختراع، كما أنه ينطوي على اشتراك طرف أجنبي أو أكثر مع طرف محلي للقيام بأي نشاط إنتاجي أو خدماتي، إما بالمشاركة في تكوين رأس المال أو بنقل التكنولوجيا (2) كما يرى (تير بسترا) أن "الاستثمار المشترك ينطوي على عمليات إنتاجية أو تسويقية تتم في دولة أجنبية، ويكون أحد أطراف الاستثمار فيها شركة دولية يمارس حقا كافيًا في إدارة المشروع أو العملية الإنتاجية بدون السيطرة الكاملة عليه"، (3)

## 2-2-2 الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي

بدا بالظهور في أواخر القرن التاسع عشر نتيجة التقدم العلمي والتكنولوجي الذي ساد الدول الغربية بعد الحرب العالمية الثانية، ويكون المستثمر في هذا النوع من الاستثمارات هو المسير الوحيد للشركة بفضل حيازته الجزء الكامل أو الأعظم من أموالها وهو أكثر الإشكال تفضيلاً، كما أنه غالباً ما تكون هذه

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عبد الله، «الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي»، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 4.

<sup>2</sup> - عبد السلام أبو قحف، «اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي»، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص 48.

<sup>3</sup> V. Terpstra, International Marketing, Tokyo, Holt-Sounders, 1981, p 331.

الاستثمارات عن طريق إنشاء فروع أو عن طريق شركة تابعة وتتميز بـكبر حجمها وضخامة مشروعاتها وبذلك تتحمل درجة عالية من المخاطرة. (1)

## 2- أشكال أخرى للاستثمار الأجنبي المباشر

### 2-3-1 الاستثمار في المناطق الحرة :

يهدف هذا النوع إلى تشجيع إقامة الصناعات التصديرية، ولهذا تسعى الدول لجعل المناطق الحرة مناطق جاذبة للاستثمارات وذلك بمنح المشاريع الاستثمارية فيها العديد من الحوافز والمزايا والإعفاءات، ويكون الاستثمار الأجنبي هنا بعيدا عن الخضوع لقوانين الدولة المضيفة ويعمل من خلال قوانين خاصة منظمة له. (2)

### 2-3-2 عقود التصنيع أو التجميع :

هذه العقود هي اتفاق بين طرفين هما الشركة الدولية والمستثمر المحلي، ويتم بموجبه قيام الشركة الدولية بتقسيم مكونات منتج معين لتجميعها في البلد المضيف، ويشية هذا الأسلوب في صناعة السيارات سواء بين الدول المتقدمة مع بعضها، أو بين شركة دولية في دولة متقدمة وأخرى في دولة نامية، وعلى سبيل المثال يتم تجميع السيارات الإيطالية "Fiat" في مصنع بألمانيا، كما يتم أيضا تجميعها في مصر، وإذا ما كان العقد بين الطرفين يتضمن امتلاك الشركة الدولية مصنعا لتجميع كليا أو جزئيا، فإن هذا الأمر يدخل في نطاق الاستثمار المباشر، أما إن كان مجرد اتفاق يتضمن الموافقة وتقام الخبرة دون استثمارات مالية، فإنه يصبح استثمار أجنبيا غير مباشر.

### 2-3-3 الاستثمار في مشروعات البنية الأساسية المحولة:

يكون في شكل عقود امتياز تكون لمدة معينة تتراوح ما بين 20 إلى 50 عاما في مجال البنية الأساسية، مثل بناء المطارات أو الطرق، على أن يعود المشروع في نهاية عقد الامتياز إلى المجتمع أو الحكومة.

### النظريات المفسرة لدوافع الاستثمار الأجنبي المباشر:

هناك عدة نظريات تطرقت إلى موضوع الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال البحث عن أسبابه ، فالبعض فسره على أساس أهداف الشركة أو المراحل التي تمر بها بينما البعض الآخر ركز على مسألة عدم كمال السوق بالنسبة للدولة المضيفة ومن أهم هذه النظريات بحد :

### 1-2 نظرية عدم كمال السوق (Hyme,1960) :

أعدت هذه النظرية على يد الاقتصادي الكندي (Hymer) ، أين تقوم على افتراض عدم كمال السوق الذي يتجلى في غياب المنافسة الكاملة في أسواق الدول المضيفة، بالإضافة إلى نقص العرض من السلع فيها، وهو ما يدفع الشركات متعددة الجنسيات إلى الاستثمار في الدول المضيفة، أين يمثل الحافز

<sup>1</sup> - فارس فوضيل، «الاستثمار الأجنبي المباشر»، مجلة علوم الاقتصاد و تسيير والتجارة، العدد10، 2004، ص210.

<sup>2</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، «العولمة الاقتصادية منظماتها وشركائها وتداعياتها»، مصر، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006، ص 185.



الرئيسي لهذه الشركات هو تمتعها بمجموعة من المزايا الاحتكارية أو شبه الاحتكارية مثل التقدم التكنولوجي والقدرة على تنويع المنتجات، توافر رؤوس الأموال والمهارات التنظيمية والإدارية بالمقارنة مع منافسيها في الدول المضيفة.

وفي هذا الشأن يرى " Hood wing " أنه في حالة المنافسة الكاملة في أحد الأسواق الأجنبية، فهذا يعني انخفاض قدرة الشركة متعددة الجنسيات على التأثير أو التحكم بالسوق، حيث توجد الحرية الكاملة للدخول أي مستثمر للسوق، ويتفق كل من " Pary " و " caves " مع " Hood wing " في هذا الخصوص، فالاستثمارات الأجنبية المباشرة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى توافر بعض المزايا والموارد المتميزة أو المطلقة لدى الشركات متعددة الجنسيات بالمقارنة بنظيرتها الوطنية بالدول المضيفة، وهذا يعني أن الدافع وراء قيام الشركات متعددة الجنسيات الاستثمار في الخارج هو تمتعها بميزة احتكارية معينة.

## 2-2- نظرية دورة حياة المنتج "فرون" (Vernon,1960) :

تم تأسيسها من طرف الاقتصادي الأمريكي "Vermon" ، حيث يرجع الفضل له في تقلع وتنمية هذه النظرية لغرض تفسير مبررات التجارة الدولية، أين تقوم هذه النظرية على أساس افتراض أن دورة الحياة المنتج تتضمن المرور بسلسلة من التجارب . (1)

## 3-2 نظرية الموقع :

ترتكز هذه النظرية على الدوافع والعوامل التي تدعو الشركات المتعددة الجنسيات إلى الاستثمار في الخارج، وهي الدوافع المتعلقة بالمزايا المكانية للدول المضيفة للاستثمار، بصفة عامة ينطوي قرار الاستثمار الأجنبي المباشر الخاص بأي شركة متعددة الجنسية على العديد من العوامل، بعضها دولي أما الآخر فيمثل عوامل على الصعيد المحلي على مستوى الدولة الأم، وفي هذا الشأن نجد أن محور اهتمام نظرية الموقع يرتبط بقضية اختيار الدولة المضيفة التي ستكون مقر الاستثمار أو ممارسة الأنشطة الإنتاجية أو التسويقية .. الخاصة بالشركات متعددة الجنسية، أو بمعنى آخر أنها تركز على المحددات والعوامل الموقعية أو البيئية المؤثرة على قرارات استثمار هذه الشركات، في الدول المضيفة.

## 4-2 نظرية الموقع المعدلة

تشابه هذه النظرية مع نظرية الموقع السالف عرضها في الكثير من الجوانب، غير أنها تضيف بعض المحددات أو العوامل الأخرى التي قد تؤثر على الاستثمارات الأجنبية ويرجع الفضل في تقامت هذه النظرية

<sup>1</sup> Payel Agrawal, «**FDI in The Indian Economy : Determinants and Impact**, 2006, p14.

إلى "Ribock" و "Simonds" اين اقترحا أن الأعمال والاستثمارات الدولية والأنشطة المرتبطة انما تتأثر بثلاث مجموعات من العوامل منها الشرطية والدافعة وكذلك الحاكمة، التي يوضحها الجدول التالي : (1)

#### جدول -05:العوامل الشرطية والدافعة والحاكمة للاستثمارات الأجنبية

العوامل الشرطية	الامثلة
خصائص المنتج	نوع السلعة، استخداماتها، متطلبات الانتاج، خصائص العملية الانتاجية.
علاقات الدول المضيفة مع الدول الاخرى	النقل والاتصالات، بين الدولة المضيفة والاجنبية، الاتفاقات الاقتصادية السياسية التي تؤثر على حركة انتقال رؤوس الاموال والمعلومات والبضائع ...
العوامل الدافعة	الامثلة
خصائص الميزة للشركة	مدى توفر الموارد المائية والبشرية والتكنولوجية، وحجم الشركة...
العوامل الحاكمة	الامثلة
خصائص الميزة للدول المضيفة	القوانين واللوائح الادارية، نظم الادارة سياسات الاستثمار ...
خصائص الميزة للدولة الام	القوانين واللوائح الخاصة بتشجيع تدفق رؤوس الاموال والاستثمارات الاجنبية...
العوامل الدولية	الاتفاقيات المبرمة بين الدول المضيفة والدولة الام، المبادئ

المصدر : عبد السلام أبو حفف ، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدهني، مرجع سابق، ص 401

#### 2-5 نظرية الحماية :

نتيجة للانتقادات التي وجهت لافتراضات نظرية عدم كمال السوق، ظهرت نظرية الحماية والتي أقرت أن نجاح شركات متعددة الجنسيات لا يتوقف بمجرد عدم تكافؤ المنافسة بين هذه الشركات والشركات الوطنية، بل يتوقف كذلك على مدى ما تمارسه الدول المضيفة من رقابة، والقوانين التي تؤثر على حرية الاستثمار وممارسة الأنشطة المرتبطة بها.

تختص نظرية الحماية بالممارسات الوقائية من قبل الشركات متعددة الجنسيات لضمان عدم تسرب المعرفة أو الخبرة أو الابتكارات الحديثة في مجالات الإنتاج والتسويق أو الإدارة عموماً إلى أسواق الدول المضيفة من خلال قنوات أخرى غير الاستثمار الأجنبي المباشر أو عقود التراخيص، والإنتاج أو أي شكل من أشكال الاستثمار الأجنبي، وذلك لأطول فترة ممكنة. (2)

<sup>1</sup> - عبد السلام أبو حفف، «اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي»، مرجع سابق، ص 405 .

<sup>2</sup> - N. Hood and S. Young, «The economics of multinational enterprise», Opcit, p.56.

**3- العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري:**

يحكم الاستثمار الأجنبي المباشر مجموعة من الظروف والعوامل التي تؤثر على قراراته سواء في اتخاذ القرار الاستثماري أو اختبار الموقع والبيئة الاستثمارية المناسبة، وباستقراء الدراسات السابقة، فقد اهتمت معظمها بالمزايا الطبيعية والمواد الخام، ووفرة عوامل الإنتاج، ومجموعة من العوامل الأخرى والتي نذكر منها :

❖ حجم السوق واحتمالات النمو : يتمثل في كبر حجم السوق المالي المتوقع، ومن المقاييس المستخدمة القياس حجم السوق، هو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي، وعدد السكان فالمقياس الأول يعتبر كمؤشر للطلب الجاري، أما المقياس الثاني فيعد مؤشر للحجم المطلق للسوق واحتمالاته المستقبلية.

❖ السياسات الاقتصادية الكلية المستقرة : إن وجود بيئة اقتصادية مستقرة، وثابتة، تعتبر من العناصر المهمة التي تشجع الاستثمار بصفة عامة، والاستثمار الأجنبي بصفة خاصة، إضافة إلى درجة الانفتاح على العالم وتحرير الاقتصاد، كما يعتبر تطبيق برامج للخصخصة جزءاً متمماً لتطبيق عمليات الإصلاح الاقتصادي في الدول النامية، وإتاحة فرصة للمستثمر، وإزالة العقبات والمعوقات.

### المحور السادس: الاسواق المالية المشتقة

تقسم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى مجموعتين أساسيتين، أولهما أدوات مالية أساسية والمؤلفة من الأسهم والسندات بشكل أساسي، وهذه المجموعة تمثل عصب أسواق رأس المال الحاضرة ويتطلب تداولها تسليم الأوراق التي تتضمنها الصفقة وتسديد قيمتها خلال فترة قصيرة، أما المجموعة الثانية فهي أدوات مالية مشتقة أساسية، وهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، ويعرفها البعض بأنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية.

وفي السنوات الأخيرة ازداد التعامل بهذه الأدوات المعقدة لدرجة أن عدد كبير من الذين أبرموا الاتفاقيات والصفقات لم يعرفوا قيمة الأصول التي تم شراءها.

هذه الأدوات لا تخضع للرقابة ولا يوجد قوانين لتنظيمها ولا يوجد آلية لتسعيورها بدقة والنتيجة أنها أغرقت الأسواق المالية بمعاملات مالية ضبابية غير شفافة والأسوء من ذلك أنها استفحلت وترابطت ببعضها البعض في شبكة من شركات ومؤسسات مالية عديدة حيث أن التشابك وصل مرحلة خطيرة من التعقيد بحيث إذا عصفت أزمة بإحدى الشركات قد تؤدي إلى انهيارات للعديد من المؤسسات الأخرى. وعليه فاصبح لزاماً علينا التعرف على هذا النوع من الأسواق المالية وهذا ما سيتم تناوله في المحاضرة التالية.

#### ماهية المشتقات المالية:

تبدل فئة متخصصة يطلق عليها مصطلح المهندسون الماليون، جهوداً كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق ابتكار عقود وأدوات استثمار مالي جديدة تلي هذه الرغبات المتطورة واللامتناهية.

وقد أوصلتهم جهودهم إلى ابتكار ما يسمى بعقود المشتقات بأنواعها المختلفة. ولكون عقود المشتقات مفهوم معقد وصعب الفهم "Derivatives"، جعلت التعاريف التي أنسبت لها تتعدد نظراً لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها.

وقد عرفت المشتقات المالية بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة، فإنها تتوقى على سعر

الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار". (1)

كما تم تعريفها على أنها " أية عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر مع أنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها". (2)

بالإضافة إلى تعريفها "هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين، في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل . العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية. كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقدة". (3)

### الخصائص المميزة للمشتقات المالية وأهم المتعاملين فيها:

إن للمشتقات المالية العديد من الخصائص التي تزيد من أهميتها في الأسواق المالية، والتي يمكن حوصلتها في النقاط التالية: (4)

**1** طبيعة العمليات خارج الميزانية: حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كألسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

1- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص 58.

2- عادل رزق، "دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006، ص 74.

3- سمير محسن، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة البنك BNP PARIPAS". مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص 54.

4- بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟". الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -، أيام 20 و21 أكتوبر 2009، ص 05.

2. التعقيد: نظراً لأنه غالباً ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا؟ من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط و آثار مشتقات خاص مما يعرضها إلى نتائج وخيمة.

3. السيولة: بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ استحقاق محدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه د يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.

4. عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار و استخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية ماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

أما عن المتعاملين بالمشتقات المالية فيمكن تصنيفهم كما يلي:

#### المحولون:

يعتبر الهدف الرئيسي للأسواق الآجلة هو ضمان آلية كفاءة وفعالة لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار . ويهتم المتحوطنون بالإقلال من المخاطرة التي يواجهونها بالفعل . وتظهر الحاجة إلى التحوط في جميع أنواع التجارة والأعمال، فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من ارتفاع أسعار الفائدة ، والمستثمر أو المقرض بحاجة لحماية نفسه من انخفاض أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم، ومنتجو الحبوب واللحوم المعلبة والمجوهرات بحاجة إلى حماية أسعار منتجاتهم من تقلبات أسعار المعادن الثمينة والسلع وذلك بتثبيت التكلفة.

وباتخاذ قرار التحوط يتنازل المتحوطن مسبقاً عن إمكانية استفادته من حركة الأسعار المربحة له، فهو يستطيع أن يحمي كلفته وهامش ربحه فقط وهذه الحالة لا يتحمل أية مخاطر غير عادية. (1)

<sup>1</sup> - بن عيسى عبد القادر، أثر إستخدامات المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة المالية العالمية دراسة حالة سوق كويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى ديسمبر 2010. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- 2012، ص 100.

## المضاربون

هم أولئك الذين ينشدون الكسب السريع، يقامرون بأموالهم في بورصات البضائع والأوراق المالية ابتغاء الاستفادة من تقلبات الأسعار . ويمكن تعريف المضاربة على أنها عدم سعي المضارب الامتلاك أو تملك أو تسلم، فالمضارب هو التاجر الذي يأمل في التربح من حركة الأسعار للأداة محل تعامله وأنه لا مصلحة للمضارب في تسليم أو تسلم . وقد ذهب علماء الاقتصاد إلى القول بأن المضاربة محل خلاف وجدل كبير، وأن أسواق الخيارات والعقود قد لقيت نقدا عنيفا، واتهاما للأنشطة المضاربية بأنها لا تخرج عن كونها قمارا مقنا . فالمضارب يسعى إلى حمل المخاطر التي يرغب المتحوظون تجنبها، فلا يهتمهم استلام أو تسليم الأصول المتعاقد عليها وينصب جل اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها وبيع تلك المتوقع أن تنخفض أسعارها .

## المرجحون:

في هذا النوع من المضاربة، يتم تقييم أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق أو عدم توازن بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي.

## أهمية المشتقات المالية:

لقد تزايدت أهمية المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات . ويمكن توضيح ذلك من خلال النقاط التالية: (1)

1. التغطية ضد المخاطر؛ إذ تمثل وظيفة التغطية أهم وظائف عقود المشتقات .
2. أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز وظائف عقود المشتقات كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر Price EDiscovery أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.
3. إتاحة فرصة أفضل للتخطيط التدفقات النقدية.

<sup>1</sup> - عبد الحميد حفيظ ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها". مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة في العلوم التجارية تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي التبسي، نسبة الجزائر 2004 ، ص 84.

4. إتاحة فرصة إستثمارية للمضاربين: يدخل المضارب طرفا في العقد بغرض تحقيق الربح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل، على أساس أن تأمين التملك بهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سياخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار. كما لا يدخل المضارب طرفا في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حصيلة محددة، مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر، إذ أن هذه أيضا مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا، أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سياخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار.

5. تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد : يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه . ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة، بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل . كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه. المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السماسرة في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

6. سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: ميزة أخرى لعقود المشتقات وهي سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية نظرًا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة . فلو أن مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنويع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقت طويل، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات . يقابل ذلك بديل آخر يخلص المستثمر من تلك المشكلات، هو الاستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات.

7. تحقيق سمة الكمال للسوق: يتحقق الكمال للسوق، لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر، في ظلها تتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر.



**أهم استخدامات المشتقات المالية:**

من أهم استخدامات المشتقات المالية ما يلي:

- ❖ أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة: تقوم المشتقات المالية بتزويد المتعاملين بها بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم؛
- ❖ تخطيط التدفقات النقدية؛
- ❖ تأمين أفضل الفرص للمضاربة؛
- ❖ تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد؛
- ❖ السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: وهي تؤدي إلى تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال. أما أهم استخداماتها على الإطلاق فهو استخدامها كأداة للتحوط ضد المخاطر.

**أنواع المشتقات المالية:**

المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى رأسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع... وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري. وهي أربعة أنواع سيتم ذكرها بنوع من التفصيل في هذا المحور كما يلي:

**العقود الآجلة**

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد، والتي قد تكون أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية.

وتستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع وشراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك أرصدة لحظية منها كما تقوم البنوك لتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف (باستخدام العمليات الآجلة عن طريق تغطية مراكز نقدية مفتوحة تتطلبها أغراض العميل والتي تهدد المحتفظين بمراكز نقدية غير مغطاة بخسائر فادحة، إلى جانب ما تجنيه البنوك من أرباح) غير متوقعة (نتيجة استخدام إستراتيجية العمليات الآجلة، وأيضاً الاستفادة من ظاهرة تقلبات أسعار الفائدة التي تحدث في الأسواق المختلفة لتحقيق الأرباح فضلاً عن ذلك فإنه يمكن من الناحية التجارية عن طريق العمليات الآجلة - التحديد المسبق لتكلفة السلعة المستوردة والمصدرة عن طريق الشراء أو البيع الآجل للمبالغ المتوقع سدادها

خلال فترة مستقبلية (آجلة) وذلك مقابل اعتمادات الاستيراد المفتوحة أو المبالغ المزمع تحصيلها مقابل اعتمادات التصدير المفتوحة. (1)

فالعقد الآجل إذا هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية وتاريخ التسوية، من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين. وفي تاريخ التسوية، يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً، فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين وتعتبر العقود الآجلة مشتقة بسيطة.

أما عن خصائص العقود الآجلة فيمكن توضيحها من خلال ما يلي:

- لا تحمل العقود الآجلة صفة المعيارية، لأنها تتوقف على القدرة التفاوضية بين طرفي العقد؛
- تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من مخاطر الائتمان ومخاطر العجز عن عدم السداد؛
- صعوبة التسجيل؛

➤ السعر الآجل : يعرف بأنه سعر التسليم الذي يجعل قيمة ذلك العقد صفراً

ويمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي:

- ❖ يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه.
- ❖ ليس لها شكل نمطي بينما يتم الاتفاق على شروطها .
- ❖ يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد .
- ❖ التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.
- ❖ يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الاختيار الأمريكي .

### العقود المستقبلية

جرى التعامل على العقود المالية للمستقبلات لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1972 وكان محل العقد عملات أجنبية، ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطوراً مستمراً، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976، وعقود

1- منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 65.

مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980 ، ومع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطلات. وتتسم هذه العقود بأنها عقود نمطية تأخذ شكل نمطي يلتزم بمقتضاه الطرفين احدهما مشتري والآخر بائع باجراء تبادل السلعة أو ورقة مالية أو معدلات فائدة في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد أي أنها بهذا الشكل تعتبر عقود آجلة ولكنها لها حجم وشروط نمطية وتاريخ نمطي أي أن العقد المستقبلي يجب إلغائه عند تاريخ الانتهاء فقط ويتم التعامل في العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة والعقود المستقبلية لأسعار الصرف، والعقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم

وتعرف العقود المستقبلية بأنها "اتفاق بين طرفين لشراء أصول أو بيعها في وقت مستقبلي بسعر معين ويتم تداولها عادة في البورصة لجعل التداول ممكنا، تحدد البورصة ميزات موحدة معينة لهذه العقود وبما أن الطرفين المتعاملين بالعقد لا يعرفان بالضرورة بعضهما البعض، فإن البورصة توفر أيضا آليات تعطي الطرفين الضمان بأنه سيتم الوفاء بالعقد .

**وتتمتع العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيح أهمها فيما يلي:**

- يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد؛
- يتم التعامل بها من خلال المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات اليومية التي تتم بين طرفي العقد؛
- يجب أن تتوفر في السلع التي تحرر عليها العقود المستقبلية مجموعة من الشروط لكي تناسب مع الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية؛
- تعتبر خاصية الرفع المالي سمة أساسية في العقود المستقبلية؛
- تضمن العقود المستقبلية توفير السيولة والكفاءة والتنظيم للسوق، وتحد من فرص اختلافات في وجهات النظر من خلال تنميط شروط العقد.

لكل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية لهما خصائص مشتركة سيتم تلخيص أهمها:

## جدول-05- اوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

وجه الاختلاف	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
طبيعة العقد	عقود غير نمطية يحدد شروطها طرفي العقد. عقود شخصية، يتم التوصل اليها بالتفاوض بين الطرفين	عقود نمطية محددة من حيث الشروط وتحدد بالبورصة، وهي عقود غير شخصية.
اسواقها	يتم تداولها في اسواق غير نمطية، ليس لها سوق ثانوي	يتم تداولها في سوق منظمة ولديها سوق ثانوية مما يجعلها تتمتع بسيولة عالية.
تسوية العقد	لا يمكن تسوية العقد قبل تاريخ الاستحقاق الا بموافقة كلا الطرفين	يمكن تسوية العقد في أي أجل قبل تاريخ الاستحقاق من خلال خرفة المقاصة.
تسليم الاصل	يتم التسليم بعد اتمام العقد	غالبا ما لا يتم تسليم الاصل بعد اتمام العقد
السعر	يبقى السعر ثابتا ويسلم في نهاية العقد	يتم تغيير السعر بصفة مستمرة بحسب التغييرات سعر الاصل محل التعاقد
الضمانات	لا يوجد ضمانات للهامش المبدئي خاصة لعدم مراقبة التحركات السعرية بصورة يومية	الضمان هو وجود خرفة المقاصة التي تعتبر البائع لكل مشتري والمشتري لكل بائع مما يجعلها تنطوي على مخاطر ائتمانية اقل.
الهامش	لا يوجد منظمان للهامش المبدئي خاصة لعدم مراقبة التحركات السعرية بصورة يومية.	يتم فرض هامش مبدئي على كلا الطرفين وهو متحرك يعكس تحرك الاسعار
الارباح والخسائر	يتحقق الربح والخسارة عند تنفيذ العقد	يتحقق الربح يوميا عند ارتفاع وانخفاض الاسعار

المصدر: من اعداد الاستاذة بالاعتماد على عصام عبد الهادي ابو النصر<sup>1</sup>

## عقود الخيارات

تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيارات بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

ويمكن تعريف عقود الخيار بأنها "عقد يمثل حق يتمتع به المشتري والتزام يقدمه البائع، فيدفع الأول ثمنا مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبض الآخر هذا الثمن مقابل تعهده والتزامه، وينتج عنه أداة قابلة للبيع

<sup>1</sup> عصام عبد الهادي ابو النصر، اسواق الاوراق المالية (البورصة) غي ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات، 2006، ص81.

والتداول، ويعتبر حق الخيار من المشتقات المالية أي أن قيمته تكون مشتقة من قيمة أصول حقيقية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والسلع ... الخ. (1)

كما يعرف عقد الخيار أيضا بأنه "عقد يمثل حقا للمشتري (و ليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية." (2)

وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشتركون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين، وفي ما يخص انواع عقود الخيارات المتداولة فنجد عقود خيارات أسعار الفائدة، وعقود خيارات أسعار الصرف، وعقود خيارات المؤشرات. (3)

أما أركان عقود الخيار فتتمثل فيما يلي:

- مشتري العن: وهو الذي له حق الخيار من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو كتعويض للطرف الثاني ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ الاتفاقية أو عدم تنفيذها؛

- محرر من الخيار: يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق في ذلك

- سعر التنفيذ: يمثل السعر المحدد للورقة المالية أو الموجودة عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار وبين محرره، وهو

- السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الاتفاقية عليه؛ + السعر في السوق: وهو سعر الورقة المالية أو الموجود في السوق عند إبرام الاتفاق بين الطرفين؛

- تاريخ الأنتهاء : وهو التاريخ الذي ينفذ فيه العقد.

1- مسعودة بن لخصر، عقود الخيارات ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال"، مذكرة ماجستير في العلوم | الاقتصادية، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2215، ص12.

2- شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، 2001، ص 222

3- عبد الغفار حنفي، " البورصات - اسهم، سندات، صناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، 1995، ص357. \* بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 127.

أما خصائص عقود الخيار فهي تتعدد يمكن ذكرها كما يلي (1) :

- للعقد طرفان الأول هو البائع أو محرر الخيار والثاني هو المشتري أو حامل الخيار؛
- يجب أن يحدد العقد نوع الموجود محل العقد
- تمثل عقود الخيارات واحدة من الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للتغطية ضد مخاطر تغير الأسعار في غير صالحهم كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح
- يدفع ثمن الخيار للجهة التي حررت عقد الخيار و التزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسته لحقه، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل للمخاطر التي يتحملها المحرر عندما يمارس المشتري حقه مهما كانت الظروف السائدة في السوق والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل التعاقد
- إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار؛
- في حالة عدم ممارسة الحق فإن صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط؛
- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة؛ عادة ثلاثة أشهر وفي حالة ثبات سعر الأصل فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن وتصبح صفرا في نهاية مدة العقد؛
- عقد الخيار قابل للتداول فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب العقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد
- يدفع كل من طرفي عقد الاختيار عمولة للسمسار الذي يتعامل معه كل منهما، وتحدد هذه العمولة بنسبة معينة من ثمن الاختيار، وليس من ثمن الأسهم محل الاختيار.

### عقود المبادلات

تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي "التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في عقود الخيارات.

1- مسعودة بن لخضر، عقود الخيارات ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 27. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص86.

**المخاطر التي تواجه المشتقات المالية:**

يمكن حصر المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسياً: (1)

**1. مخاطر السوق**

تتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور

إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية. ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد.

ومما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة وسهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى.

**2. المخاطر الائتمانية**

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، وتقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير. ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشاراً في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها هذا ويطلب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها، بتقديم 51 تقرير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل امتداداً طبيعياً لدورها الرقابي كما تقوم بعض البنوك بتكوين محصنات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.

<sup>1</sup> - هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية". دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 90.

**3. مخاطر التشغيل (المناظر الرقابية)**

ويقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة .

**4. المخاطر القانونية**

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة. مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلا عن عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس . أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت، الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات.

**5. أثر الرفع المالي**

ومن بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضا، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات، فالمستثمر يودع ببساطة في بعض الأحيان %5 أو حتى %2 من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، ويمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.



## المحور السابع: مؤسسات التمويل الدولية

### 1. صندوق النقد الدولي

نتيجة للفوضى التي سادت نظام النقدي الدولي قبل وخلال الحرب العالمية الثانية فقد اندفعت الدول إلى البحث عن نظام نقدي جديد يحقق لها أهدافها والمتمثلة في خلق تجارة دولية متعددة الأطراف وثبات أسعار الصرف وإمكانية التحويل بين العملات... على أن يتمتع هذا النظام الجديد بمرونة كافية فيكون بمقدور هذه الدول بإتباع السياسة النقدية الملائمة لظروفها الاقتصادية في الداخل وبالتالي فقد أجمعت الدول على تسليم أمرها لمنظمة دولية تأخذ على عاتقها مهمة الإشراف على النظام النقدي الدولي ككل.

تبلورت فكرة الصندوق النقد الدولي في يوليو 1944 أثناء مؤتمر للأمم المتحدة عقد في بريتون وودز بولاية نيوهامبشير الأمريكية وذلك بهدف تجنب حدوث السياسات الفاشلة التي قد تؤدي إلى إخميار النظام النقدي مثل ما حدث في الثلاثينات.

فقد كان المجتمع الدولي بحاجة إلى مؤسسة نقدية قادرة على تنظيم العلاقات النقدية الدولية من هنا نشأ الصندوق النقد الدولي الذي أصبح من أهدافه كالاتي: التوسع المتوازن في التجارة العالمية، تحقيق استقرار أسعار الصرف، تجنب التخفيض التنافسي لقيم العملات، إجراء تصحيح منظم للاختلالات موازين المدفوعات.

ويشوب عمل صندوق النقد الدولي عدة مشاكل منها أن الهدف من إنشاء صندوق النقد الدولي كمؤسسة تعاونية هو التنمية الاقتصادية لكل البلدان إلا أن قراراته تشوِّها الإنحياز إلى الدول المتقدمة فهو لا ينظر إلى التنمية الاقتصادية في البلدان النامية بل يهتم بالدول المتقدمة كما أن قراراته مهيمنة حيث أن الولايات المتحدة الأمريكية والدول المتقدمة مهيمنة على رئاسته وتطوع قراته بما يتناسب وسياستهم.

#### نشأة صندوق النقد الدولي:

صندوق النقد الدولي هو هيئة يصل عدد أعضائها إلى 189 عضواً، ويدير شؤونها الدول المتقدمة على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وأنشئ عام 1945 ومن هذا الحين إتسعت عضوية الصندوق لتزداد أهمية أهداف التي يتوخاها وطرأت العديد من المتغيرات على الإقتصاد الدولي مما يتطلب من الصندوق تطوير سياسته لتكيف معها.

اعتبر إنشاء صندوق النقد الدولي حدثا بارزا في تاريخ الاقتصاد العالمي، نظرا لما يجسده من مظهر للتعاون المالي بين الدول المختلفة، نظرا لكونه يحظى بالعديد من التعاريف التي سوف نتطرق لها في هذا المطلب.

تبلورت فكرة صندوق النقد الدولي في يوليو 1944 أثناء مؤتمر للأمم المتحدة عقد في بريتون وودز بولاية نيوهامبشير الأمريكية عندما اتفق ممثلو خمس وأربعين حكومة على إطار التعاون الاقتصادي يستهدف تجنب تكرار كارثة السياسات الاقتصادية الفاشلة التي أسهمت في حدوث الكساد الكبير في الثلاثينات من القرن العشرين.<sup>(1)</sup>

فخلال هذا العقد، ومع ضعف النشاط الاقتصادي في البلدان الصناعية الكبرى، حاولت البلدان المختلفة الدفاع عن اقتصاداتها بزيادة القيود المفروضة على الواردات، ولكن هذا الإجراء لم يؤدي إلا إلى تفاقم دائرة الانخفاض التي يتعاقب فيها هبوط التجارة العالمية والناتج وتوظيف العمالة. ومن أجل المحافظة على الاحتياطات المتناقصة من الذهب والعملات الأجنبية لجأت بعض البلدان إلى تقييد حرية مواطنيها في الشراء من الخارج، وقامت بلدان أخرى بتخفيض أسعار عملاتها، بينما فرض البعض الآخر قيودا معقدة على حرية حيازة المواطنين للعملات الأجنبية، على أن هذه الحلول أدت إلى نتائج عكسية، ولم يتمكن أي بلد من المحافظة على ميزته التنافسية لفترة طويلة. وقد أدت سياسات "إفقار الجار" هذه إلى تدمير الاقتصاد الدولي، فتناقصت التجارة العالمية تناقضا حادا وكذلك توظيف العمالة ومستويات المعيشة في بلدان كثيرة.

ومع انتهاء الحرب العالمية الثانية، بدأت بلدان الحلفاء الرئيسية النظر في خطط مختلفة لإعادة النظام إلى العلاقات النقدية الدولية، وولد صندوق النقد الدولي في مؤتمر بريتون وودز حين وضع ممثلو البلدان المشاركة الميثاق أو اتفاقية التأسيس لمؤسسة دولية تشرف على النظام النقدي الدولي وتعمل على إلغاء قيود الصرف المرتبطة بالتجارة في السلع والخدمات وتحقيق استقرار أسعار الصرف.<sup>(2)</sup> وفي ديسمبر 1945، جاء صندوق النقد الدولي إلى حيز الوجود عند توقيع 29 بلدا على اتفاقية تأسيسه.

والجدير بالذكر أن الأهداف القانونية التي يتوخاها الصندوق اليوم هي نفس الأهداف التي تمت صياغتها في عام 1944. ومنذ ذلك الحين، شهد العالم نموا في الدخل الحقيقية لم يسبق له مثيل. ومع أن

1- أسامة محمد إبراهيم محمد، صندوق النقد الدولي كمصدر من مصادر التمويل. مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه (غير منشورة، تخصص حقوق، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2010-2011، ص 07.

2- أسامة محمد إبراهيم محمد، صندوق النقد الدولي كمصدر من مصادر التمويل. مرجع سبق ذكره، ص 08.

منافع النمو لم تتحقق للجميع على قدم المساواة - سواء داخل الأمة الواحدة أو بين الأمم - فإن معظم البلدان شهد تحسن في الأحوال السائدة يتناقض تناقضة صارخ مع عموم الأحوال في فترة ما بين الحربين العالميتين على وجه الخصوص. ومن أسباب ذلك ما أدخل من تحسينات على تسيير السياسة الاقتصادية، بما فيها السياسات التي استحدثت نمو التجارة الدولية وساعدت على تخفيف حدة تقلب الدورة الاقتصادية بين انتعاش وكساد، وإنه لمن دواعي فخر صندوق النقد الدولي أنه أسهم في إحداث هذه التطورات. (1)

وفي العقود التي انقضت منذ انتهاء الحرب العالمية الثانية، وفضلا عن تزايد التحسن في الأحوال السائدة، مر الاقتصاد العالمي والنظام النقدي بتغيرات أخرى كبيرة، وهي تغيرات أبرزت أهمية الأغراض التي يخدمها صندوق النقد الدولي وأثبتت ضرورتها، وإن كانت قد تطلبت من الصندوق أيضا أن يتكيف مع المستجدات ويشجع في جهود الإصلاح. كذلك فإن التقدم السريع في مجال التكنولوجيا والاتصالات قد أسهم بدوره في زيادة التكامل الدولي بين الأسواق وتوثيق الروابط بين الاقتصادات الوطنية، ومن ثم فإن الأزمات المالية التي تنفجر في عالم اليوم غالبا ما تنتشر بين البلدان بسرعة أكبر من ذي قبل وفي عالم اليوم الذي يزداد تكاملا وتكافؤا يوما بعد يوم، يعتمد تحسن الأحوال في أي بلد أكثر من أي وقت مضى على الأداء الاقتصادي في البلدان الأخرى ووجود بيئة اقتصادية عالمية مفتوحة ومستقرة. وبالمثل فإن السياسات المالية والاقتصادية التي تنتهجهافرادى البلدان تؤثر على مدى نجاح أو فشل سير النظام التجاري ونظام المدفوعات العالميين. ومن هنا تتطلب العولمة توثيق التعاون الدولي، وهو ما أدى بدوره إلى زيادة مسؤوليات المؤسسات الدولية القائمة على تنظيم هذا التعاون، بما فيها صندوق النقد الدولي.

وقد ازدادت أهمية الأهداف التي يتوخاها صندوق النقد الدولي لسبب بسيط آخر، ألا وهو اتساع نطاق عضويته. ذلك أن عدد البلدان الأعضاء قد تجاوز أربعة أمثال عدد البلدان التي شاركت في إنشائه، وعددها 45 بلدا، مما يرجع بشكل خاص إلى حصول كثير من البلدان النامية على استقلالها ثم انخيار الكتلة السوفيتية (2).

والحق أن اتساع عضوية صندوق النقد الدولي، إلى جانب التغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، قد تطلبت من الصندوق أن يتكيف مع المستجدات بسبل مختلفة حتى يتسنى له الاستمرار في خدمة أهدافه على نحو فعال-

1- زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 153.

2- ضياء مجيد، اقتصاديات أسواق المال". مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2005 ص 305..

وكانت البلدان التي انضمت إلى الصندوق فيما بين عامي 1945 و 1971، قد اتفقت على إبقاء أسعار صرفها (أي قيمة عملاتها بالدولار الأمريكي، وفي حالة الولايات المتحدة قيمة الدولار الأمريكي بالذهب) مربوطة بأسعار قابلة للتعديل في حالة واحدة هي تصحيح "اختلال جذري" في ميزان المدفوعات وبموافقة صندوق النقد الدولي. ويطلق على هذا النظام اسم نظام بريتون وودز الأسعار الصرف، وقد ظل سائدا حتى عام 1971 عندما أوقفت حكومة الولايات المتحدة الأمريكية إمكانية تحويل الدولار (واحتياجات الحكومات الأخرى بالدولار إلى ذهب. ومنذ ذلك الحين أصبح أعضاء الصندوق أحراراً في اختيار أي شكل يفضلونه من أشكال ترتيبات الصرف المختلفة (فيما عدا ربط عملاتهم بالذهب). فهناك بلدان تسمح الآن بالتعويم الحر لعملتها، وبلدان أخرى تربط عملتها بعملة دولة أخرى أو مجموعة عملات، بينما اعتمد بعض البلدان عملات بلدان أخرى لاستخدامها محلية، واشترك البعض الآخر في تكتلات نقدية<sup>(1)</sup>

### التعريف بصندوق النقد الدولي:

بعدما تطرقنا فيما سبق إلى فكرة إنشاء صندوق النقد الدولي، ومراحل تطوره سيتم التطرق إلى التعاريف التي أنسبت إلى صندوق النقد الدولي.

### التعرف الأول:

صندوق النقد الدولي هو وكالة متخصصة من وكالات منظمة الأمم المتحدة والذي نشأ بموجب معاهدة دولية في 1945 للعمل على تعزيز سلامة الاقتصاد العالمي ويقع مقر الصندوق في واشنطن العاصمة و يديره أعضاءه الذين يمثلون جميع بلدان العالم تقريبا بعددهم البالغ 185 دولة وقد بدأ نشاطه الفعلي في مارس 1947.<sup>(2)</sup>

ولا يشترط للعضوية فيه أن تكون الدولة عضواً في منظمة الأمم المتحدة ويضم الصندوق للأعضاء الأصليين وهي الدول التي حضرت مؤتمر بريتون وودز والتي أودعت الوثائق الخاصة بالانضمام حتى آخر ديسمبر من العام 1946، أما الدول التي انضمت بعد ديسمبر 1946، فلا يعتبرون أعضاء أصليين وقد صدر قبول عضويتها قرارات من قبل مجلس محافظي الصندوق ولا يوجد فرق في الحقوق والالتزامات بين كل من الأعضاء الأصليين والأعضاء الجدد ولكل دولة الحق في الانسحاب من الصندوق وذلك بعد

<sup>1</sup> - ياسر الحويش، العلاقة بين صندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية: تكامل أم تناقض؟، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، كلية الحقوق جامعة دمشق، المجلد 29، العدد الثالث، 2013، ص 78.

<sup>2</sup> - غازي عبد الرزاق النقاش "التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية" دار وائل للنشر دمشق، 2002. ص 83.

إبلاغه أو إذا ما عجز أحد الأعضاء عن الوفاء بالتزاماته المحددة في اتفاق فإنه يمكن أن يحرم من الحقوق في السحب من موارد الصندوق أما إذا استمر عجزه بعد فترة معينة فإنه يرجى منه الانسحاب من الصندوق. (1)

### التعرف الثاني:

يمثل صندوق النقد الدولي إحدى مؤسسات النظام الاقتصادي العالمي وهو يفوق بذلك البنك العالمي للإنشاء والتعمير في الأهمية ويرجع السبب في ذلك أن صندوق النقد الدولي قد عهد إليه بأخطر مهمة في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية وهي العمل على استقرار أسعار الصرف وحرية تمويل العملات فضلاً على أنه ظل لفترة غير قصيرة معنياً بأمور الدول المتقدمة، في حين كان البنك الدولي منشغلاً بأمور الدول النامية وهي أقل على المستوى الإستراتيجية. (2)

### التعرف الثالث:

صندوق النقد الدولي هو المؤسسة المركزية في النظام النقدي الدولي - أي نظام المدفوعات الدولية وأسعار صرف العملات الذي يسمح بإجراء المعاملات التجارية بين البلدان المختلفة . ويستهدف الصندوق منع وقوع الأزمات في النظام عن طريق تشجيع البلدان المختلفة على اعتماد سياسات اقتصادية سليمة، كما أنه - كما يتضح من اسمه - صندوق يمكن أن يستفيد من موارده الأعضاء الذين يحتاجون إلى التمويل المؤقت لمعالجة ما يتعرضون له من مشكلات في ميزان المدفوعات (3)

### الهيكل التنظيمي لصندوق النقد الدولي:

صندوق النقد الدولي مسؤول أمام بلدانه الأعضاء، وهي مسؤولية تمثل عنصراً لازماً لتحقيق فعاليته. ويتولى القيام بأعمال الصندوق اليومية مجلس تنفيذي يمثل البلدان الأعضاء البالغ عددهم 185 بلداً، وهيئة موظفين دوليين يقودهم المدير العام وثلاث نواب للمدير العام - علماً بأن كل عضو في فريق الإدارة يتم اختياره من منطقة مختلفة من العالم. وتأتي الصلاحيات المفوضة للمجلس التنفيذي في تسيير أعمال الصندوق من مجلس المحافظين، صاحب السلطة الإشرافية العليا .

<sup>1</sup> - شيونس أحمد البطريقة، "السياسات الدولية في المالية العامة". لدار الجامعية للنشر و التوزيع الإسكندرية، 2005، ص48.

<sup>2</sup> - عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005، ص 257-258.

<sup>3</sup> - زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد الدولي". مرجع سبق ذكره ، ص. ص 156-157..

**1 مجلس المحافظين**

يضم ممثلين لكل البلدان الأعضاء، هو صاحب السلطة العليا في إدارة صندوق النقد الدولي، وهو يجتمع في العادة مرة واحدة سنوية خلال الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي . ويقوم كل بلد عضو بتعيين محافظ - عادة ما يكون هو وزير المالية أو محافظ البنك المركزي في ذلك البلد - ومحافظ مناوب. ويبت مجلس المحافظين في قضايا السياسات الكبرى، ولكنه فوض المجلس التنفيذي في اتخاذ القرارات المتعلقة بأعمال الصندوق اليومية. ويجري النظر في قضايا السياسات الأساسية المتعلقة بالنظام النقدي الدولي مرتين سنوية في إطار لجنة من المحافظين يطلق عليها اسم اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية وهي التي كانت تعرف باسم اللجنة المؤقتة

حتى سبتمبر 1999. أما لجنة التنمية ، وهي لجنة مشتركة بين مجلس محافظي صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، فهي تقدم المشورة إلى المحافظين وترفع إليهم تقاريرها حول سياسات التنمية والمسائل الأخرى التي تهم البلدان النامية. (1)

**2 المجلس التنفيذي:**

ويتألف من 24 مديرا و يرأسه المدير العام للصندوق ويجتمع المجلس التنفيذي عادة ثلاث مرات في الأسبوع في جلسات تستغرق كل منها يوما كاملا، ويمكن عقد اجتماعات إضافية إذا لزم الأمر و ذلك في مقر الصندوق في واشنطن العاصمة و تخصص مقاعد مستقلة في المجلس التنفيذي للبلدان المساهمة الخمسة الكبرى و هي الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان و ألمانيا و فرنسا و المملكة المتحدة، إلى جانب كل من الصين و روسيا و المملكة العربية السعودية، أما المديرون الستة عشر الآخرون فيتولى انتخابهم مجموعات من البلدان تعرف بإسم الدوائر الانتخابية لفترات مدتها عامين.

ويختص هذا المجلس بتسيير أعمال الصندوق وإدارة شؤونه اليومية وله كل الصلاحيات في هذا الصدد ما عدا تلك التي تدخل صراحة في اختصاص مجلس المحافظين، كما يقوم كل مدير بتعيين كاتب له يمارس كافة سلطاته في حالة غيابه ويجب على المدير التنفيذي أو نائبه أن يكون متواجدا في المقر الرئيسي للصندوق وأن يخصص كل وقته واهتمامه لأعمال الصندوق.

<sup>1</sup> - بسلم حجار، العلاقات الاقتصادية الدولية ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003 ، ص 177.

**3- مدير الصندوق**

يتم انتخابه بمعرفة المديرين التنفيذيين، وهو بحكم منصبه يعتبر رئيس هيئة الموظفين بالصندوق و ذلك بنص اتفاق الصندوق وهو الذي يرأس المجلس التنفيذي و لكنه لا يملك صوتا فيه وذلك فيما عدا التصويت المرجح في حالة انقسام عدد الأصوات داخل المجلس و مدة عقده خمس سنوات قابلة للتجديد، وعادة ما يتم تعيين مديرا للصندوق رجل ذو خبرة واسعة في مجال النقد والائتمان والمال ويساعده في عمله نائب أو نائبان آخرا. (1)

**4- هيئة موظفي الصندوق**

بحيث يقوم مدير الصندوق بتعيين مجموعة منتقاة من الموظفين الفنيين يكونون الهيئة العاملة بالصندوق و يراعي في انتقاءهم أقصى درجات الكفاءة و التخصيص الفتي مع توسيع القاعدة التي يختار من بين مواطنيها هؤلاء الموظفين إلى أكبر حد ممكن و يتعين أن يقر عضو هيئة موظفي الصندوق عند تعيينه أنه لن يقبل أية تعليمات فيما يتعلق بممارسة واجباته في الصندوق من أية حكومة أو سلطة خارجية عن الصندوق.

**الموارد المالية و استخداماتها في الصندوق:**

تولد عن مؤتمر بريتون وودز رأس مال دولي وهو عبارة عن اشتراكات الأعضاء في صندوق النقد الدولي وهذه الاشتراكات تكون من مجمل الإحتياجات الدولية من الذهب والعملات الأجنبية بحيث تساهم كل دولة عضو بحصة معينة في رأس مال الصندوق.

وتعكس الحصة بشكل عام وزن البلد العضو في الاقتصاد العالمي و تتألف الحصة من 25% ذهبيا و 75% من عملة البلد العضو، و في حال عدم توافر كمية الذهب و الدولارات المطلوبة، فإنها لا تلتزم إلا بدفع 10% من قيمة الحصة ذهبيا و تدفع النسبة المتبقية بالعملة الوطنية، و نظام الحصص هو من أهم السمات الأساسية لصندوق النقد الدولي و تكمن هذه الأهمية فيما يلي:

- فهي تحدد مدى مساهمة البلد الراغب في العضوية في تمويل الصندوق
- تحدد حق البلد العضو في الاستفادة من موارد الصندوق
- بموجبها تحدد القوة التصويتية لكل بلد عضو؛

<sup>1</sup>- زينب حسن عوض الله، الإقتصاد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 163.

• على أساسها توزع حقوق السحب الخاصة التي ينظمها الصندوق على الأعضاء من خلال برامج التثبيت الاقتصادي والتعديل الهيكلي التي تبناها وذلك بإقتراح آليات وسياسات اقتصادية تهدف إلى تصحيح الاختلالات الاقتصادية للدول النامية.

فهاتين المؤسستين تعتبران أهم المؤسسات الفاعلة على المستوى العالمي باعتبار أن لهما تأثيراً على الدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء وتعتبر هذه الأخيرة الأكثر ارتباطاً بها نتيجة تعرضها لأزمات تكون سبباً في عدم استقرار اقتصادها.

فصندوق النقد الدولي والبنك الدولي مؤسستان شقيقتان يمكن اعتبارهما مكملين لبعضهما البعض ضمن منظومة الأمم المتحدة تشتركان في هدف واحد، هو رفع مستويات المعيشة في بلداًهما الأعضاء. وتتبع المؤسستان منهجين متكاملين لتحقيق هذا الهدف، حيث يركز الصندوق على قضايا الاقتصاد الكلي بينما يركز البنك على التنمية الاقتصادية طويلة الأجل والحد من الفقر.

أما إذا سلطنا الضوء أكثر على البنك الدولي فهو مؤسسة مالية دولية تسهر على تقديم التمويل للدول الأعضاء من خلال مجموعة من القروض تختلف باختلاف المشروع المراد تمويله.

نشأة البنك الدولي

تمخض عن اتفاقية "بريتن وودز" إنشاء صندوق النقد الدولي إلى جانبه البنك الدولي للإنشاء والتعمير والذي يعد مؤسسة من مؤسسات الأمم المتحدة المتخصصة والتي أوكلت إليها في السنوات الأولى من إنشائها مهمة إعادة البناء والتعمير لدول أوروبا التي خربتها الحرب العالمية الثانية إلا أن دوره تطور إلى أبعد من ذلك وذلك لاتساع نطاق عضويته إذ أصبح البنك الدولي يهتم بمحاربة الفقر عبر العالم

و يعتبر البنك الدولي إحدى الوكالات المتخصصة للأمم المتحدة يضم في عضويته 189 دولة عضو، انبثق عن "مؤتمر بريتن وودز" عام 1944، ويعتبر هذا الأخير أحد أكبر ممول للتنمية في العالم.<sup>(1)</sup>

بدأ البنك الدولي أعماله بالمساعدة في إعادة بناء أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية وهي الفكرة التي تبلورت خلال الحرب في بريتون وودز بولاية نيوها بشير الأمريكية. وكان فرض البنك الأول من نصيب فرنسا بقيمة تبلغ 250 مليون دولار في عام 1947 وقد خصص القرض لمجهودات إعادة إعمار فرنسا بعد الحرب العالمية الثانية. واستمرت جهود الإعمار موضع تركيز هام لعمل البنك وذلك في ظل الكوارث

1- -الدولي البنك <http://www.wikipedia.org/wiki>



الطبيعية والطوارئ الإنسانية واحتياجات إعادة التأهيل في ما بعد للنزاعات والتي دائما ما تؤثر على اقتصاديات البلدان النامية والتي تمر بمرحلة تحول".

لكن اليوم يتمركز عمل البنك حول تخفيف حدة الفقر كهدف عام يشمل جميع أعماله. وقد سبق للبنك أن كان له طاقم متجانس من المهندسين والمحللين الماليين يعمل من خلال مكتب البنك في واشنطن العاصمة. أما اليوم فلديه طواقم متنوعة ومتعددة التخصصات تشمل خبراء اقتصاديين وخبراء في السياسات العامة ومختلف القطاعات وعلماء اجتماع. ويعمل 40% من هذه الطواقم الآن في المكاتب القطرية التابعة للبنك في البلدان الأعضاء. وعرف تاريخ البنك مروره بمرحلتين هما :

### 1. المرحلة الانتقالية :

خلال فترة الثمانينات، إتخذ البنك مسالك عديدة للعمل، ففي بداية العقد، تعامل البنك مع قضايا الاقتصاد الكلي وإعادة جدولة الديون. وفي وقت لاحق من نفس العقد، احتلت القضايا الاجتماعية والبيئية مكان الصدارة. في الوقت الذي تزايدت اتهامات بعض الجمعيات البنك بأنه لا يتقيد بسياساته في بعض المشاريع البارزة.

ولمواجهة القلق حول نوعية عمليات البنك، تم إصدار تقرير وبنهانز الذي اتخذت بعده خطوات تجاه الإصلاح تضمنت إنشاء لجنة تفتيش مستقلة لتقصي الإدعاءات ضد البنك. إلا أن الانتقادات تزايدت وبلغت ذروتها عام 1994 في الاجتماعات السنوية التي عقدت في مدريد بأسبانيا.

### 2. الإصلاح والتجديد:

منذ ذلك الوقت، تقدمت مجموعة البنك تقدما كبيرة. وأصبحت المؤسسات الخمس تعمل - بصورة منفصلة وبالتعاون فيما بينها - لتحسين الكفاءة الداخلية والفعالية الخارجية. وعبرت البلدان التي تتعامل معه عن ارتياح كبير إزاء التغييرات التي يرونها في مستويات خدمات مجموعة البنك وفي التزامها وتقيدها وكذلك ارتفاع جودتها.

يقوم البنك أكثر من أي وقت مضى اليوم بدور هام على صعيد رسم السياسات العالمية. فقد اشترك البنك الدولي وبنفعالية مع الشركاء المعنيين والبلدان المتعامل معها في حالات الطوارئ المعقدة كالعامل في البوسنة في مرحلة ما بعد النزاع كذلك تقديم المساعدات في مرحلة ما بعد الأزمة البلدان شرق آسيا والمساعدة في أعمال التنظيف بعد الإعصار في أمريكا الوسطى ودعم تركيا في أعقاب الزلزال والعمل في كوسوفو و تيمور الشرقية.

أما عن طريقة الانضمام الى البنك الدولي فبموجب اتفاقية إنشاء البنك الدولي للإنشاء والتعمير، ينبغي لأي بلد يرغب في الانضمام إلى البنك أن يصبح أولاً عضواً في صندوق النقد الدولي.

كما أن الانضمام إلى المؤسسة الدولية للتنمية، ومؤسسة التمويل الدولية، والوكالة الدولية لضمان الاستثمار مشروط بالانضمام إلى البنك الدولي للإنشاء والتعمير. وبالتزامن مع صندوق النقد الدولي، وفي إطار التشاور مع جهاز موظفي مجموعة البنك الدولي، يقوم مكتب نائب الرئيس والسكرتير المؤسسي بتنسيق إجراءات العضوية الجديدة، ويحتفظ بالمعلومات ذات الصلة بحالة العضوية التي تشمل قوائم الأعضاء.

### التعريف بالبنك الدولي:

تعددت التعاريف التي أنسبت إلى البنك الدولي والتي يمكن اعتبارها أنها تصب في قالب واحد وفيما يلي سنتطرق لبعض هذه التعاريف:

#### التعريف الأول:

"يمكن تعريف البنك الدولي بأنه" المؤسسة الاقتصادية العالمية المسؤولة عن إدارة النظام المالي الدولي والاهتمام بتطبيق السياسات الاقتصادية الكفيلة بتحقيق التنمية الاقتصادية للدول الأعضاء.(1)

#### التعريف الثاني:

البنك الدولي هو المؤسسة المتعددة الأطراف والأهداف وأهم مصدر من مصادر التمويل الدولية في العالم، ويعتبر مؤسسة من مؤسسات اتفاقية" بريتن وودز" التي وقعت عام 1945.(2)

#### التعريف الثالث:

البنك الدولي هو وكالة متخصصة من وكالات الأمم المتحدة أنشئ بموجب اتفاقية بريشن وودز" عام 1945 وبدأ أعماله بتاريخ 25 جوان 1946، ويعتبر مكمل لأهداف صندوق النقد الدولي كما يعمل على تقديم قروض طويلة الأجل لتشجيع حركة الإستثمارات في الدول الأعضاء وعمليات التعمير والبناء الاقتصادي بالإضافة إلى تشجيع الإستثمارات الأجنبية الخاصة ويعمل على تحقيق النمو المتوازن طويل الأجل للتجارة الدولية".(3)

<sup>1</sup> - مدني بن شهرة، "الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل التجربة الجزائرية". دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 83.

<sup>2</sup> - محسن أحمد الحضري، العولمة الإجتماعية". مجموعة النيل العربية للنشر والطباعة والتوزيع، القاهرة، 2001، ص 40.

<sup>3</sup> - ادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي". منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003، ص 218..

أما عن الرؤساء الذين تزعموا هذه الهيئة المالية فيمكن ذكرهم حسب التسلسل التاريخي من خلال

القائمة التالية:

### أهداف البنك الدولي ووظائفه:

إن للبنك الدولي العديد من الوظائف التي تميزه عن باقي البنوك الأخرى على رأسها تمكين الدول الأعضاء التي خربتها الحرب من الحصول على رؤوس الأموال الضرورية لإعادة التعمير كما يسعى إلى النهوض باقتصاديات الدول المتخلفة، والتي تسعى بدورها إلى تحقيق العديد من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي: (1)

❖ المساعدة على ترميم أراضي الدول الأعضاء والعمل على تقدمها الاقتصادي بتوفير رؤوس الأموال لأغراض الإنشاء، بما في ذلك إعادة الحياة الاقتصادية التي حطمتها الحرب وتشجيع النشاط الاقتصادي بإنشاء المشروعات التي من شأنها تنمية المرافق الإنتاجية في مختلف البلدان؛

❖ تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي المباشر عن طريق ضمان هذه الاستثمارات المباشرة، خاصة إذا تقدر على الدولة الحصول على قروض بشروط مناسبة من مصادر أخرى؛

❖ تقديم التسهيلات المالية بشروط مناسبة بغية تحقيق أهداف إنتاجية حقيقية ولا بد من التأكد بأن الأموال الممنوحة تستخدم لأغراض إنتاجية طويلة الأمد.

❖ إجراء عملية تصنيف المشروعات الاقتصادية الأكثر نفعاً من أجل إعطائها الأولوية في الانتفاع من القروض والتسهيلات الاستثمارية؛

❖ ومع مرور السنوات واتساع عضويته أصبح البنك الدولي يسعى إلى تحقيق أهداف أخرى أهمها محاربة الفقر في العالم وذلك بالعمل على رفع إنتاجية الشعوب الفقيرة ومحاوله إعطاءها دوراً نشيطاً في سيرورة التنمية الاقتصادية.

هذا فيما يخص الأهداف الرئيسية التي يقوم عليها البنك الدولي إلا أن هناك هدف آخر للبنك الدولي وهو حماية مصالح وأموال الدول الأعضاء الرئيسيين أي الدول الصناعية الغنية، ومن أجل ذلك فإن القروض لا تمنح إلا للدول السائرة في ركابها وبغض النظر عن مدى نجاح الاستثمارات

<sup>1</sup> - موسى سعيد مطر وآخرون، "التمويل الدولي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 169.

وظائف البنك الدولي:

- بالإضافة إلى عمليات الإقراض و ضمان القروض فإن البنك الدولي يقوم بعدة وظائف أهمها : (1)
1. تقديم المعونة الفنية لاختيار المشروعات التنموية وكيفية إعدادها وتقديم الدراسة الكاملة لها مع تحديد الوسائل الكفيلة بتحقيقها ويتم ذلك عن طريق البعثات العامة التي ترسل إلى لدول الأعضاء ويستعين البنك الدولي في هذه الدراسات بصندوق النقد الدولي ومنظمات دولية واقليمية كمنظمة الأغذية والزراعة ومنظمة الصحة العالمية، ... الخ
  2. تكوين وتدريب موظفي الدول الأعضاء على أساليب الإدارة الاقتصادية الحديثة وذلك عن طريق دورات تكوينية متخصصة، وعليه تم إنشاء معهد التنمية الاقتصادية به مجموعة كبيرة من أهل الاختصاص
  3. الإهتمام بمجال البحث العلمي حيث يخصص 1% من ميزانيته الإدارية للبحوث الاقتصادية ويتم نشر نتائج البحوث في المجالات المتخصصة أو كتب مطبوعة أو نشرات؛
  4. تشجيع الاستثمار الخاص بما يضمن نمو وتوسيع القطاع الخاص، وبما يساعد على إيجاد قدرة على تشغيل المدخرات بطريقة انتاجية ، واجتذاب رؤوس أموال إضافية ورجال أعمال إلى محيط النشاط الاقتصادي لدعم نشاط التنمية
  5. كما يقوم البنك الدولي بإجراء بحوث اقتصادية بشأن قضايا عامة مثل البيئة والفقير والتجارة للدول الأعضاء حيث يقوم بتقييم الآفاق الاقتصادية لكل بلد من خلال دراسة أنظمتها المصرفية وأسواق المالية.
- الهيكل التنظيمي للبنك الدولي و مصادر تمويله:
- يتكون الهيكل التنظيمي للبنك الدولي من ثلاثة أجهزة تقوم بإدارته تتمثل في مجلس المحافظين ومجلس الإدارة والإدارة الاستشارية، وسيتم التطرق الى كل هيئة على حدى من خلال ما يلي: (2)
- أولاً: مجلس المحافظين:

تقوم كل دولة من الدول الأعضاء بتعيين محافظ ونائب له لمدة 5 سنوات وذلك لتمثيل الدولة العضو في اجتماعات مجلس المحافظين والذي يعقد اجتماعاً سنوياً خلال شهر سبتمبر من كل سنة في المقر الرئيسي للبنك بواشنطن، كما يقوم مجلس المحافظين برسم السياسة العامة للبنك ، وله كل سلطات البنك

<sup>1</sup> - إيمان حملاوي، "دور المؤسسات المالية الدولية في تحقيق الإستقرار الاقتصادي دراسة حالة الجزائر (1990-2012)". مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر (غير منشورة)، تخصص مالية وإقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة -، 2013-2014، ص 21، 22.

<sup>2</sup> - علي كنعان، "النقود والصرافة والسياسة النقدية". دار المنهل اللبناني، بيروت، 2012، ص 423.

الدولي المنصوص عليها في القانون التأسيسي للبنك، ومع ذلك بإمكان مجلس المديرين أن ينوب عنه في الشؤون التالية:

قبول الأعضاء الجدد وتحديد شروط العضوية؛

زيادة أو تخفيض رأس مال البنك؛

وقف الأعضاء؛

توزيع الدخل الصافي للبنك

إبرام الاتفاقيات مع المنظمات الدولية.

#### ثانياً: مجلس الإدارة:

ويضم 20 مديراً تنفيذياً، منهم خمسة يمثلون الدول التي تمتلك أكبر عدد من الأسهم ، والباقي ينتخبون بواسطة المحافظين على أساس جغرافي غالباً وقد فوض المحافظون الكثير من سلطاتهم إليه ويجتمع هذا المجلس مرة في كل شهر بواشنطن، وقد تضمن القانون التأسيسي للبنك الدولي القواعد المختلفة لكيفية اختيار المديرين التنفيذيين وتمثيل الدول الأعضاء في مجلس الإدارة ، وقد قسمت الدول الأعضاء بمقتضى هذه القواعد إلى مجموعتين

المجموعة الأولى: تشمل الدول الخمس (الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان، والمانيا، وبريطانيا، وفرنسا) المالكة لأكثر الحصص في رأس مال البنك وتقوم هذه المجموعة بتعيين خمسة مديري تنفيذيين ويكون المدير عادة من جنسية الدولة التي تعينه لكن ليس ما يمنع الدولة من تعيين مدير لا يحمل اسمها؛  
المجموعة الثانية : تشمل باقي الدول الأعضاء وتنقسم بدورها إلى خمسة عشر مجموعة فرعية تتحب كل مجموعة فرعية مديراً تنفيذياً يمثلها، ويتم انتخاب المدير التنفيذي داخل كل مجموعة فرعية عن طريق أصوات المحافظين المعيّنين.

#### ثالثاً: اللجنة الاستشارية

وهي تضم مجموعة خبراء يختارهم مجلس المحافظين وذلك بهدف دراسة الملفات وطلبات الفروض وأوضاع الدول صاحبة القرض وكافة القضايا الاقتصادية والسياسية والإدارية للبنك وعادة ما تكون هذه اللجنة الحكم في حال الخلاف بين المحافظين ومجلس الإدارة، ويبلغ عدد أعضاء اللجنة الاستشارية 7 أعضاء يتم اختيارهم من ذوي الخبرة والكفاءة في المجال المالي والنقدي نظراً لأنهم سيقدمون الإستشارات المالية والمصرفية والنقدية لمجلس المحافظين.

أما عن مصادر التمويل بالنسبة للبنك الدولي ولكونه يعد أكبر مؤسسة عالمية تسهر على توفير الأموال ومنح القروض للدول الأعضاء خاصة الدول النامية، بهدف تمويل المشاريع المختلفة والتي وتتميز بتنوع القروض الممنوحة إليها فإن مصادر أمواله متنوعة وتمثل أساسا في رأس مال البنك وموارده المالية المتعددة.

### أولا، رأس مال البنك الدولي

يتكون رأس مال البنك الدولي من المصادر التالية: (1)

#### 1. الإكتتاب:

حيث تشمل مجموع اكتتابات الدول الأعضاء برأسمال البنك، حيث تقدم كل دولة عضو في البنك من اشتراكها المحدد في رأس مال البنك ذهباً أو دولارات أميركية ما يعادل 18% من عملتها الخاصة، والباقي يظل في الدولة نفسها، ولكن البنك يستطيع الحصول عليه في أي وقت لمواجهة التزاماته . إلا أن هذه المساهمة لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من أموال البنك القابلة للاقراض حيث قدرت نسبة رأسمال البنك إلى أصوله لسنة 2016 ما يعادل % 10.34 فقط.

#### 2. التمويل المشترك:

وذلك من خلال التنسيق مع عدد من الهيئات الأخرى مثل المنظمات المالية الدولية وكمثال على ذلك البنك الأمريكي للتنمية وبنك التنمية الآسيوية من خلال اقتاعها بالإسهام ب رأسمالها في المشروعات التي يقوم البنك بتقييمها واعدادها للتمويل إذ تسعى هذه المؤسسات والمنظمات والوكالات إلى استثمار أموالها في مشروعات يتولى البنك الإشراف عليها وذلك لأسباب منها أهمها أن البنك يتشدد في دراسته للمشاريع لضمان نجاحها ؛

#### 3. البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأساسية؛

4. مساهمة الحكومات المقترضة في مشروعات البنك مثل إنشاء البنية الأساسية أو توفير نفقات التوظيف.

### ثانيا الموارد المالية للبنك الدولي

يتحصل البنك على موارد من حصة كل عضو التي تحدد وفقا لحصته في صندوق النقد الدولي ومن الاقتراض من الأسواق العالمية كما أن بيع السندات التي يصدرها أو يضمنها أو التي يستثمر فيها جزء من موارده تعتبر موردا هاما للبنك إضافة إلى الدخل الصافي الناتج من مختلف عمليات البنك من جراء تسديد

<sup>1</sup> - بشار محمود قبلان ، " أثر سياسات البنك الدولي على التنمية الاقتصادية والسياسية " . عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 9009، ص 23.

فوائد القروض التي يمنحها والعمولات المختلفة وبالنسبة لحصص الدول الأعضاء في رأسمال البنك الدولي نجد أن حصة الدولة العضو يتم تحديدها استناداً لحصة الدولة في صندوق النقد الدولي وتسدّد بالشكل التالي:

1. تدفع الدولة 2% من الحصة ذهباً أو بالدولار؛
2. تدفع الدولة 18% من الحصة بعملات الدول الأعضاء وعادة ما تكون بالعملات الأساسية وأغلب الدول تسدّد بالدولار؛
3. 80% من الحصة تبقى لدى البلد العضو وتدفع بالعملة المحلية، ويلجأ إليها البنك الدولي وقت الحاجة، كما أن أموال البنك لها حصانة ضد أي تخفيض في عملة أي بلد عضو ولا يتحمل البنك خسارة انخفاض سعر الصرف وإذا حدث ذلك فإن البنك الدولي يطالب بدفع تعويض يتساوى مع سبة الانخفاض وذلك لتغطية الخسارة.

إضافة إلى الفوائد التي يحصل عليها من جراء تسديد فوائد القروض التي يمنحها والعمولات المختلفة كما يلجأ البنك للاقتراض عند الحاجة من الأسواق المالية للدول الأعضاء بشرط أن يحصل على موافقة العضو الذي يقترض من أسواقه، وعلى العضو الذي يقدم القرض بعملته على أن تتضمن الموافقة قابلية القرض للتحويل إلى أي عملة أخرى من عملات الدول الأعضاء، وله السلطة للاقتراض بعملة كل بلد عضو مباشرة بعد موافقة البلد المعني.<sup>(1)</sup>

<sup>1</sup> - محمد عبد العزيز عجمية، الاقتصاد الدولي. دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 2008، ص 95.

قائمة المراجع:المراجع باللغة العربية:

1. أحمد منذور، " مقدمة في الاقتصاد الدولي "، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، لبنان ، 1990.
2. ادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي ". منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003.
3. أسامة محمد إبراهيم محمد، صندوق النقد الدولي كمصدر من مصادر التمويل ". مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه (غير منشورة)، تخصص حقوق، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2010-2011.
4. أسامة محمد الفولي ومجدي شهاب، «العلاقات الاقتصادية الدولية»، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 1997.
5. إيمان حملاوي، " دور المؤسسات المالية الدولية في تحقيق الإستقرار الاقتصادي دراسة حالة الجزائر (1990-2012) ". مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر (غير منشورة)، تخصص مالية وإقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة -، 2013-2014.
6. إيمان عطية ناصف و هشام محمد عمارة، مبادئ الاقتصاد الدولي، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2008.
7. بخراز يعدل فريدة، " تقنيات وسياسات التسيير المصرفي "، ديوان المطبوعات الجامعية، -الجزائر، 8000.
8. بربري محمد أمين، " مبررات ودوافع التوجه الحديث لانظمة الصرف الدولية -دراسة حالة سعر الصرف الجزائري- "، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد السابع، جامعة شلف، الجزائر، .
9. بسام الحجار، " نظام النقد العالمي وأسعار الصرف "، الطبعة الاولى، دار المنهل اللبناني للنشر، بيروت، لبنان ، 2009.
10. بسام الحجار، «نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الاولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009.
11. بسلم حجار، العلاقات الاقتصادية الدولية ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2003.



12. بشار محمود قبلان ، " أثر سياسات البنك الدولي على التنمية الاقتصادية والسياسية ".  
عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 9009.
13. بن رجم محمد خميسي، " المنتجات المالية المشتقة أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟ ".  
الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -، أيام 20 و21 أكتوبر 2009.
14. بن زاير مبارك، «نظرية الاسواق الفعالة دراسة قياسية لسعر الصرف باستعمال طريقة التكامل المتزامن، رسالة ماجستير، جامعة بشار، 2006-2007.
15. بن ساعد عبد الرحمن، " انعكاسات الازمات المالية على استقرار النظام النقدي الدولي "، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بن خدة، الجزائر، 2009.
16. بن عيسى عبد القادر، أثر إستخدامات المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية دراسة حالة سوق كويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى ديسمبر 2010. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة - 2012.
17. بن ياني مراد، «سعر الصرف ودوره في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر دراسة قياسية حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010-2011.
18. تقي الحسين، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
19. حاجي سمية، دور السياسة النقدية في معالجة ميزان المدفوعات (دراسة حالة الجزائر 1990-  
2014) ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
20. حسن خلف، "التمويل الدولي"، الوراق للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، عمان، 8004 .
21. حسن عوض الله زينب، " الاقتصاد الدولي "، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 1999.
22. حمدي عبد العظيم، " سياسة سعر الصرف وعلاقته بالموازنة العامة، "، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة.
23. حميدات محمود، " مدخل للتحليل النقدي "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005 .

24. دوحي سلمى، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها (دراسة حالة الجزائر) ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
25. زيرار سمية، «أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات في الجزائر 1970-2004» ، رسالة ماجستير غير منشورة الجامعة الأردنية، 2004.
26. زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد الدولي" ، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999.
27. زينب حسين عوض الله، "الاقتصاد النقدي" ، دار الجامعة الجديدة، الازارطة، مصر، 2004.
28. زينب حسين عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية" ، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2008.
29. سعيد نعمان، "البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي" ، دار بلقيس، الطبعة الاولى، الجزائر، 2011.
30. سماعلي فوزي، «مطبوعة مقياس اقتصاد معدلات الصرف، السنة الأولى ماستر -مالية المؤسسة، جامعة 8 ماي 45 قلمة، الجزائر.
31. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ، دار النشر للجامعات، مصر، 2001 .
32. سمير محسن، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة البنك BNP PARIPAS" . مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة)، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006.
33. سي محمد فايزة، «اختلال سعر الصرف الحقيقي - فعالية سعر الصرف الموازي - 2012» - دراسة قياسية لحالة الجزائر» ( 1974 ) ،رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2014-2015.
34. سي محمد كمال، «محاضرات في المالية الدولية، مطبوعة لطلبة السنة الثالثة نقود بنوك ومالية ، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، 2015-2016.
35. شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر ، دمشق، 2001.

36. شوقي طارق، " أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009.
37. شوقي طارق، «أثر تغير أسعار الصرف على القوائم المالية»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة الجزائر، 2009.
38. شيونس أحمد البطريقة، " السياسات الدولية في المالية العامة". لدار الجامعية للنشر و التوزيع الإسكندرية، 2005.
39. صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة تلمسان-الجزائر، 2010-2011.
40. ضياء مجيد الموسوي، " النظام النقدي الدولي"، المؤسسة الجزائرية للطباعة، الجزائر، 1978.
41. ضياء مجيد الموسوي، " الاقتصاد النقدي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
42. ضياء مجيد، اقتصاديات اسواق المال". مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2005.
43. الطاهر لطرش، " تقنيات البنوك"، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
44. عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية". دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005.
45. عادل رزق، " دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار"، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006.
46. العباس بلقاسم، " سياسات أسعار الصرف"، سلسلة دورية تهتم بقضايا التنمية في الوطن العربي، المعهد العربي. للتخطيط، الكويت، العدد 23 نوفمبر 2003.
47. عبد الجليل هجيره، " أثر سعر الصرف على الميزان التجاري"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة تلمسان-الجزائر، 2010-2011.
48. عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها". مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير غير منشورة في العلوم التجارية تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي التبسي، تبسة الجزائر 2004.
49. عبد السلام أبو قحف، «اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي»، دار الجامعة الجديدة، مصر ، 2003.

50. عبد الغفار حنفي، " البورصات - اسهم ، سندات ، صناديق الاستثمار "، المكتب العربي الحديث، 1995، ص357. \* بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية".
51. عبد المجيد قدي ، " المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية " ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 2003 ،
52. عبد المطلب عبد الحميد، «العولمة الاقتصادية منظماتها وشركاتها وتداعياتها»، مصر، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006.
53. عبد النعيم محمد مبارك ، محمود يونس ، الإقتصاديات النقود و المصرفية و التجارة الدولية ، الدارالجامعية ، الإسكندرية، 1996.
54. عبدالسلام ابوقحف، مقدمة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، مصر، 1998.
55. عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة الثانية ، 2002 ، ص 115.
56. العقريب كمال، «أثر تغير سعر الصرف على ميزان المدفوعات -حالة الجزائر-»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة سعد دحلب، البلدة، الجزائر، 2006.
57. علي توفيق الصادق وآخرون، " نظم وسياسات سعر الصرف "، صندوق النقد العربي، 8001 .
58. علي كنعان، " النقود والصيرفة والسياسة النقدية ". دار المنهل اللبناني، بيروت، 2012.
59. الغار إبراهيم محمد ، سعر الصوف بين النظرية و التطبيق ، دار النهضة العربية ، القاهرة.
60. غازي عبد الرزاق النقاش " التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية " دار وائل للنشر دمشق، 2002.
61. فارس فوزيل، «الاستثمار الأجنبي المباشر»، مجلة علوم الاقتصاد و تسيير والتجارة، العدد10، 2004.
62. فريد النجار « الاستثمار الدولي والسيق الضريبي »، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
63. قدي عبد المجيد، " المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
64. الكامل بكري ، رمضان محمد مقلد ، محمد سيد عابد ، إيمان عطية ناصف ، مبادئ الإقتصاد الكلي ، دار الجامعة للنشر ، الإسكندرية ، 2000.

65. كامل بكري، "الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، 1988 .
66. كمال مرداوي، مؤسسات الاستثمار والتدخل الحكوميه، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2002 .17
67. لخلو موسى بوخاري، "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية." بيروت لبنان، 2010.
68. لعويسات جمال الدين، "العلاقات الاقتصادية الدولية والتنمية"، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر .
69. ليلي بدوي، «تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في دول عربية مختارة للفترة 1984-2006»، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الكوفة، 2004.
70. محسن أحمد الخضيرى، العولمة الإحتياحية. مجموعة النيل العربية للنشر والطباعة والتوزيع، القاهرة، 2001.
71. محمد عبد العزيز عبد الله، «الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي»، دار الفنائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
72. محمد عبد العزيز عجمية، الاقتصاد الدولي. دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 2008.
73. محمود سحنون، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الدين، قسنطينة، الجزائر، 2003.
74. محمود يونس، «اقتصاديات دولية، الدارالجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
75. مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الاجنبي"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1997.
76. مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، الطبعة 4، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 1997 .
77. مدني بن شهرة، "الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل التجريبية الجزائرية". دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009 .،
78. المرزوك خالد، "النظام النقدي الدولي"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير قسم علوم المالية والنقدية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة نابل، 2012.

79. مسعودة بن لخضر، عقود الخيارات ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال"، مذكرة ماجستير في العلوم | الاقتصادية، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.
80. منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية". منشأة المعرف، الإسكندرية، مصر، 1999.
81. موسى سعيد مطر وآخرون، "التمويل الدولي". دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
82. مولاي بوعلام، «سياسات سعر الصرف في الجزائر (دراسة قياسية للفترة 1990-1-2003:4)» رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
83. ميوتوف، «الأطروحات الخاصة بتطور الشركات المتعددة الجنسيات»، ترجمت علي محمد علي تقي عبد الحسين، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 1983.
84. ناصر السعيد، "خيارات نظم سعر الصرف من التطور التاريخي ودروس البلدان العربية"، ندوة من تنظيم صندوق النقد العربي بعنوان نظم وسياسات الصرف.
85. هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية". دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
86. وليد صافي، وانس البكري، «الاسواق المالية الدولية»، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الاردن، الطبعة الاولى، 2009.
87. ياسر الحويش، العلاقة بين صندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية: تكامل أم تناقض؟". مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، كلية الحقوق جامعة دمشق، المجلد 29، العدد الثالث، 2013.

### المراجع باللغة الاجنبية:

1. Adouka Lakhdar ,« Modélisation du taux de change du dinar algérien à l'aide des modèles ECM », Thèse pour l'obtention de doctorat Es-sciences en Sciences Economiques, 2010- 2011.
2. Antoine Bouveret, Henri sterdyniak, " Les modèles de taux de change, Équilibre de long terme, dynamique et hystérèse », Revue de l'OFCE, 2005.
3. Ben Patterson, Dagmara Sienkiewicz, Xavier Avila, «Taux De Change et Politique Monétaire, Parlement Européen Direction», Générale des Etudes, Série Affaires économiques, Econ 120 Fr 2001.
4. Ben Youssef Fatma, «La Politique De Change en Algérie», Mémoire présenté en vue de l'obtention du diplôme de Magistère non publiée, Université D'Alger, 2006.
5. Bernard Guillochons, «Economie Internationale», Edition Dunod, Paris, 1998.

6. G.Bramouille et D.Augey, «Economie Monétaire», La Découverte, France, 1998.
7. Hanen Gharbi, «La Gestion des Taux de Change Dans les Pays Émergents : La Leçon Des Expériences Récentes», Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Document de Travail, N°2005-06, Paris, 2005.
8. Jean Marc Siroen, «Finance Internationales», Arnaud Colin, 1993.
9. Jude Blanchette, Anderson, «Hazlitt and Quantity Theory of Money», Journal of Libertarian Studies, Volume 19, No1, 2005.
10. Laurence S. Copeland, «Exchange Rates and International Finance», Second Edition, Addition-Wesley Publishing Company, 1994.
11. Marius Brülhart, «Analyse de la théorie de la Parité du Pouvoir d'Achat dans le cas de la Suisse», Statistique et Économie Econométrie Appliquées, Ana Cristina Molina, 2003.
12. Mohamed Messai, «Taux de Change, Régime de Change et Effets Macroéconomiques – Le Cas de pays en Développements-», Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magistère non Publiée, Université d'Alger, 2006.
13. N. Gregory Mankiw, «Principles of Economics», Sixth Edition, USA, 2008.
14. P.H.Lindert et T.Pugel, «Economie Internationale», 10<sup>ème</sup> Édition, Economica, Paris, 1997.
15. Patrick Artus, «Economie des Taux de Change», Edition Economica, Paris 1997.
16. Payel Agrawal, «FDI in The Indian Economy : Determinants and Impact, 2006.
17. Peter H.Lindert et Thomas A.Pugel,«Economie Internationale, 10e édition Economica, Paris, 1996.
18. Philippe Avoyo, «Finance Appliqué», Dunor, Paris, 1993.
19. Siroen Jean Marc, « Finances Internationales », Armand Colin Éditeur, Paris,1993.
20. Susumu Takenag, «Theory of Money of David Ricardo: Quantity Theory and Theory of Value», Lecturas de Economía, Lect. Econ– No. 59 ,Medellin, 2003.
21. V. Terpstra, International Marketing, Tokyo, Holt-Sounders, 1981.
22. Yves Simon, Samir Mannai, techniques financières international», Édition Economica, Paris 2002.