



جامعة جيلالي ليابس - سيدي بلعباس -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مطبوعة في مقياس:

محاضرات في مقياس ندوة في المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم التسيير

تخصص: ادارة مالية

مقدمة من طرف الاستاذ: فيلاي طارق

السنة الجامعية 2020-2021

الصفحة	المحتوى
ح-خ	مقدمة عامة
01	الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية
01	1. ماهية الأسواق المالية
02	2. تقسيمات الأسواق المالية
02	1.2 السوق النقدية
02	1.1.2 تعريف السوق النقدية
04	2.1.2 الأدوات المستخدمة في سوق النقد
04	أ. سوق الخصم
05	ب. سوق القروض قصيرة الأجل
06	3.1.2 المشاركون في سوق النقد
08	2.2 سوق رأس المال
09	1.2.2 تعريف سوق رأس المال
12	2.2.2 المتدخلون في سوق رأس المال
13	3.2.2 الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال
13	1.3.2.2 الأدوات المالية التقليدية
14	أولاً: الأسهم العادية
18	ثانياً: السندات
21	ثالثاً: الأسهم الممتازة
23	2.3.2.2 الأدوات المالية المستحدثة (المشتقات المالية)
24	أولاً: العقود الآجلة
25	ثانياً: العقود المستقبلية
27	ثالثاً: عقود الخيارات: (Options)
29	رابعاً: عقود المبادلات

31	الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية
32	1. ماهية البنوك الإسلامية
34	2. أهداف البنوك الإسلامية
36	3. مميزات البنوك الإسلامية
41	4. صيغ التمويل والاستثمار المعتمدة في البنوك الإسلامية
41	1.4 صيغة المشاركة
45	2.4 صيغة المضاربة
48	3.4 صيغة المرابحة
51	4.4 بيع السلم
53	5.4 صيغة الاجارة
56	الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي
56	1. تعريف العولمة الاقتصادية
58	2. مظاهر العولمة الاقتصادية
60	3. آثار العولمة المالية
64	4. التمويل الدولي
64	1.4 ماهية التمويل الدولي
65	2.4 أنواع التمويل الدولي
67	3.4 أهمية التمويل الدولي
69	الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات
69	1. مفهوم ميزان المدفوعات
71	2. هيكل ميزان المدفوعات (أقسامه)
72	أ. حساب العمليات الجارية
74	ب. حساب رأس المال

74	ت. حساب العمليات المالية
76	3. تحليل أرصدة ميزان المدفوعات
76	1.3 رصيد العمليات الجارية
76	2.3 رصيد الميزان الأساسي
77	3.3 الرصيد الكلي (رصيد الكتلة النقدية)
77	4.3 رصيد التسويات الرسمية
78	4. قيد الحسابات الخاصة بميزان المدفوعات
78	1.4 العمليات ذات التسوية الفورية
80	2.4 العمليات ذات التسوية المسبقة أو المؤجلة
81	3.4 التحويلات الجارية
81	4.4 عمليات التسوية (السهو والخطأ)
82	5. اختلال ميزان المدفوعات
82	1.5 أنواع اختلال ميزان المدفوعات
84	2.5 آليات علاج اختلال ميزان المدفوعات
84	1.2.5 آليات التعديل التلقائي
86	2.2.5 آليات التعديل المرتكزة على تدخل السلطات العمومية
90	الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي
91	1. تعريف النظام النقدي الدولي
91	2. تطور النظام النقدي الدولي
92	1.2 المرحلة الأولى من 1870-1914
96	2.2 المرحلة الثانية: من 1914 إلى غاية قيام اتفاقية بريتون وودز
97	3.2 المرحلة الثالثة: النظام النقدي الدولي الحالي

105	3. مشاكل النظام النقدي الدولي الحالي
107	الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية
107	أولاً: ماهية سعر الصرف وأنواعه
107	1.1 تعريف سعر الصرف
108	2.1 أنواع سعر الصرف
111	ثانياً: محددات سعر الصرف والعوامل المؤثرة في تحديد قيمته
111	أ. العوامل الأساسية
113	ب. العوامل الفنية
115	ثالثاً: أنظمة الصرف
115	1.3 أنظمة الصرف الثابتة
118	2.3 أنظمة الصرف المرنة
121	3.3 أنظمة الصرف الوسيطة
121	رابعاً: سوق الصرف الأجنبي وأهم الاستراتيجيات الاستثمارية التي يتضمنها
122	1.4 مفهوم سوق الصرف الأجنبي
122	2.4 أنواع سوق الصرف الأجنبي
124	3.4 الأطراف المتدخلة في سوق الصرف الأجنبي
125	4.4 الاستراتيجيات الاستثمارية على مستوى سوق الصرف الأجنبي
130	الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية
130	1. ماهية الخطر
132	2.1 تعريف المخاطر المصرفية
133	3.1 تصنيفات المخاطر المصرفية
137	4.1 المخاطر المالية

141	2. المخاطر الائتمانية
141	1.2 تعريف المخاطر الائتمانية
142	2.2 طرق قياس المخاطر الائتمانية
142	1.2.2 الطرق التقليدية لقياس المخاطر الائتمانية
151	2.2.2 الطرق الحديثة لقياس المخاطر الائتمانية
155	3.2 ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية
155	أولاً: مفهوم ادارة المخاطر المصرفية
156	ثانياً: أساليب ادارة المخاطر الائتمانية
161-169	قائمة المراجع

تزايد الاهتمام بعلم الادارة المالية في الآونة الأخيرة وذلك بعد انفصالها عن علم الاقتصاد وانفرادها بدراسة مختلف الصيغ التمويلية التي تتيح للمؤسسات الاقتصادية الحصول على مصادر أموال تمكنها من ممارسة نشاطاتها المختلفة ضف الى ذلك انفراد هذا العلم بدراسة المظاهر الاجرائية لسوق رأس المال وهذا بعد التطور الذي مس هذا العلم نتيجة للتغيرات التي مرت بها المؤسسات الصناعية والتجارية في ظل ما يعرف بسياسات الاندماج المالي أو اقتناء بعض الشركات العملاقة لمؤسسات صغيرة تنشط في نفس القطاع، اضافة الى التركيز على الإصدارات الرأسمالية (أسهم و سندات) اللازمة لتمويل هذه العمليات.

كما يمكن أن يمس علم الادارة المالية مختلف الجوانب الادارية والتنظيمية الداخلية على مستوى المؤسسات، حيث حصلت جانب الموجودات في الميزانية على اهتمام أكبر، اذ عرف هذا التخصص تطورا كبيرا في أساليب ادارة المخزونات والنقد والحسابات الدائنة والمدينة على حد سواء، هذا وقد عرفت فترة السبعينات والثمانينات من القرن الماضي اهتمام الادارة المالية بدراسة كلفة رأس المال والمزيج الأفضل لهيكل رأس المال.

بناء على ما تقدم تهدف هذه المطبوعة الى تعريف طلبة الليسانس في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية بالمحاور الرئيسية التي يتضمنها برنامج مقياس ندوة في المالية في نسخته المحينة بمقتضى البرنامج الوزاري الجديد، وهذا حتى تكون لهم سندا في استيعاب وفهم فحوى المادة، حيث جاء هذا البرنامج ليتكيف مع طبيعة المقياس متعدد الأبعاد حيث يمكن ان يمس هذا الأخير عديد فروع علم المالية بصفة عامة وعلم الادارة المالية على وجه الخصوص، لذلك ارتأى الأستاذ تقسيم برنامج المقرر الى سبعة فصول رئيسية وفق الترتيب التالي:

• الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية.

• الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الاسلامية.

- الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.
 - الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.
 - الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.
 - الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.
 - الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.
- وفي الأخير لا يسعنا الا أن نسأل المولى عز وجل التوفيق والسداد، في عرض محتوى المقياس.

المحاضرة الأولى

تمهيد:

أصبحت الأسواق المالية في العصر الحالي تمثل أداة فعالة لتمويل استثمارات ومشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة للاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد. وتشير الأسواق المالية إلى العلاقة التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق، وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال - وهو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات- أما السوق الآخر فهو سوق النقد - وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالاعتماد على الأوراق المالية قصيرة الأجل.

بناء على ما سبق سيتم في هذا المحور باذن الله تعالى تناول النقاط التالية:

- ماهية الأسواق المالية وأهم تقسيماتها.
- المتدخلون في كل من أسواق النقد وأسواق رأس المال.
- الأدوات المستخدمة في كل من أسواق النقد وأسواق رأس المال.

1. ماهية الأسواق المالية:

تعرف السوق المالية والتي تعتبر جزءا أساسيا من الأسواق الرئيسية المكونة للاقتصاد الحديث على أنها: "سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفي واللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملاءمة تشريعات الاستثمار"¹.

¹ حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 25.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

وتشير الأسواق المالية إلى العلاقة التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق، وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال - وهو السوق الذي يتم التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات- أما السوق الآخر فهو سوق النقد - وهو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل.

ت. تقسيمات الأسواق المالية:

يمكن تصنيف أسواق المال وفق عدة معايير، ولكن رغم ذلك تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد تفرقة موضوعية بين مختلف أقسامها ومن أهم هذه التصنيفات يمكن أن نعتد على الغرض التميلي لهذه الأخير حيث تقسم الى:

1.2 السوق النقدية :

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية السوق النقدية اضافة الى تبيان أهم الأدوات المستخدمة على مستوى هذه الأخيرة ومن ثم ابراز أهم الأطراف المتدخلة على مستوى هذه السوق.

1.1.2 تعريف السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية على أنها: "سوق القروض القصيرة جدا... والسوق النقدي هو سوق التعامل بين البنوك...والذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي".¹

كما تعرف أيضا: "هي ذلك السوق الذي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي تغطي فترة لا تزيد عن سنة، وقد يتم فيها تداول العملة وحدة النقد بكافة أشكالها المحلية والعالمية، وتتصف بأنه يلزم سدادها فوراً".²

¹ مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة 2005، ص16

² عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، 2004، ص08.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

وفي تعريف آخر: "سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة)، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها البعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، ومدّها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، أدوات الخزنة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع، وإن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية"¹.

وترجع أهمية سوق النقد إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع. فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقرض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة. ومن وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات المصارف التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة، سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية². ويتولد عرض الأموال في هذه السوق من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما. ويمكن أن نميز في السوق النقدية بين سوقين هما³:

- **الأسواق الأولية** : التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومنانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.
- **الأسواق الثانوية** : التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب مجموعة من المعطيات المالية.

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى 2002، ص 15.

² عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004، ص 152.

³ نفس المرجع السابق، ص ص 149-152.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

أي أن السوق الأولى قائم على إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محله إصدارات سبق إصدارها، غير أن تداولها يتم بين صاحبها (حاملها) ومستثمرين آخرين، ويفوق السوق الثانوي في أهميته السوق الأولى لدرجة أنه عندما تذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد.

2.1.2 الأدوات المستخدمة في سوق النقد:

يتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما : سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل وفيما يلي سنتناول كلا من هذين السوقين :

أ. سوق الخصم :

في هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصير الأجل والتي من أهمها:

• الأوراق التجارية:

هي إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة، وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية وحيث أن أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيرا ففي العادة يفضل معظم حائزيها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى حلول ميعاد استحقاقها هذا ما يجعل حجم التداول في هذه السوق ضعيفا نسبيا، الأمر الذي ينعكس على التطايرية (درجة التقلب) الكبيرة لأسعار هذه الأدوات.

• شهادات الإيداع:

هي عبارة عن شهادة تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، تفيذ بإيداع مبلغ معين لديها، لمدة محددة وبفائدة معينة، ويمكن لهذه الأخيرة أن تمثل دينا لفائدة صاحبها يمكنه من نقلها الى طرف آخر عن طريق التداول، أي إمكانية تحويلها الى سيولة قبل حلول تاريخ استحقاقها مقابل تنازل المودع عن جزء من العائد على الوديعة الثابتة¹.

• القبولات المصرفية :

¹ حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 63.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

تتمثل هذه الأخيرة في مجمل السندات المسحوبة على المصرف من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل وفي موعد محدد سلفًا، وتظهر الحاجة إليها بصفة خاصة في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية .

• أدونات الخزينة :

هي سندات دين تصدرها الحكومة (الخزينة العمومية) لآجال تتراوح عادة بين ثلاثة وستة أشهر، لتقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي، وعادة ما يتم إصدار هذه الأدونات كل شهر بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الإصدارات التي حل ميعاد استحقاقها .

ب. سوق القروض قصيرة الأجل :

وتشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى، يمكن أن نذكر منها:

• اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase agreements) :

تمثل هذه الاتفاقيات وسيلة اقتراض واقراض قصيرة الأجل جدا، حيث تمتد في العديد من الحالات ليوم واحد فقط، كما يمكن ان تصل مدتها الى ما يفوق الشهر، ويتم استخدامها من قبل الجهات المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، المتمثلة أساسا في البنوك التجارية والتجار والسماسة والشركات المالية...، حيث يتم بموجبها القيام بعملية اقتراض من خلال اللجوء الى مدخر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في اقراضها، مقابل مجموعة من الأوراق المالية تعادل قيمة الدين على ان يتم عقد صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق المالية مع ذات المستثمر بسعر يفوق قليلا السعر الذي تم به بيع الأوراق المالية.

• قروض سوق الأرصدة المركزية:

تسمى أيضا بقروض فائض الاحتياطي الإلزامي (القانوني) وهي قروض يتم التعاقد عليها بين البنوك التجارية لمدة قصيرة جدا (في الغالب يوم واحد)، حيث يفرض البنك المركزي على البنوك التجارية الاحتفاظ باحتياطات نقدية وفق معدلات يحددها هذا الأخير، مع إمكانية توظيف ما يزيد عن

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

تلك الاحتياطات الالزامية في شكل قروض قصيرة الأجل لفائدة بنوك تجارية أخرى تقل احتياطاتها عن الحد المسموح به قانونا. ومن الجديد بالذكر أنه توجد علاقة عكسية بين أحجام التداول في الأسواق سالفة الذكر حيث كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم، كلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الاقتراض قصير الأجل هذا من شأنه جعل سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة.

3.1.2 المشاركون في سوق النقد:

تتمثل أطراف التعامل في سوق النقد في كل من أصحاب الفوائض المالية (مقرضين) وأصحاب العجز المالي (مقترضين)، وفيما يلي عرض موجز لأهم المشاركين في سوق النقد:

• الخزينة العامة :

تمثل المقترض الرئيسي في سوق النقد، وتعتبر أدوات الخزنة أكثر الأدوات استخداما من طرف هذه الأخيرة.

• البنك المركزي :

يعتبر البنك المركزي قمة هرم سوق النقد، حيث يهيمن هذا الأخير على مختلف العمليات التي تتم على مستوى سوق النقد، اما كمتدخل رئيسي، أو كمنظم أو مراقب لهذه السوق لما له من سلطات على باقي المؤسسات المالية المشاركة في سوق النقد، ويعتبر البنك المركزي مصدر رئيسي للأموال في سوق النقد سواء عن طريق إصداره لأوراق النقد أو لقيامه بشراء كميات كبيرة من أدوات سوق النقد (الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد).

• البنوك التجارية :

تعتبر البنوك التجارية من ضمن الأطراف التي تلعب دورا المقترض والمقرض في سوق النقد، فهي تقوم بتجميع المدخرات في صورة ودائع بوسائل متباينة وعلى الجانب الآخر تقوم بتوظيف تلك الأموال عن طريق إقراض جزء منها للمؤسسات والهيئات وتقوم باستثمار الجزء الآخر في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، فتحفظ البنوك التجارية بكميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد لاستيفاء متطلبات السيولة، ومن جهة أخرى تقوم تلك البنوك بتوظيف جزء من أموالها

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

في الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وإصدار أنواع أخرى مثل شهادات الإيداع، وذلك لتحقيق أهداف الربحية.

وبمعنى آخر فإن دور البنوك التجارية في سوق النقد لها مجموعة من الوظائف نوجزها كالتالي:

❖ العمل على تجميع المدخرات من المؤسسات والأفراد في صورة ودائع ذات أنواع وآجال مختلفة نذكر منها مثل شهادات الإيداع.

❖ استثمار الأموال المجمعة سواء في شكل قروض ممنوحة أو في شكل من أشكال الاستثمار في الأوراق المالية .

❖ العمل على خلق الائتمان، حيث تتفرد المصارف التجارية دون غيرها من المؤسسات المالية بهذه الوظيفة، اعتمادا على حجم الودائع الجارية المتجمع لديها، واعتمادا على الثقة الموضوعة في هذه الأخيرة (الوعي المصرفي)، واستنادا الى ان المودعين لا يقومون بسحب كافة ايداعاتهم في نفس الوقت، تتمكن البنوك التجارية من تحريك الودائع الائتمانية في شكل قروض اضافية، حيث تصبح هذه الأخيرة قادرة على منح قروض تفوق ما لديها من ودائع وهذا نتيجة لما يعرف بمضاعف الائتمان المصرفي، والذي يمثل عدد المرات التي يتضاعف فيها الائتمان المصرفي بالمقارنة مع حجم الودائع الجارية (تحت الطلب)، أي ان البنوك التجارية في المحصلة قادرة على خلق ودائع جديدة (مشتقة) نتيجة لتوسعها في منح القروض، اذ يمكن ان يفوق حجم هذه الودائع المشتقة بعدة اضعاف حجم الودائع الأولية الناجمة عن عملية الايداع.

● المؤسسات المالية المتخصصة:

تتخصص هذه المؤسسات في تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل وفق ما يعرف بتقنية القرض التأجيري حيث تعرف هذه التقنية على أنها كل عملية إيجار لمدة طويلة، تنتهي بحق الاختيار بالشراء من عدمه مع مراعاة الأقساط المدفوعة. أي تعتبر بمثابة التزام تعاقدية من جانب المستأجر

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

بدفع أقساط دورية للمؤجر مقابل حق استخدام الأصول مع إمكانية شرائها في نهاية الفترة المتعاقد عليها¹.

• المؤسسات المالية غير النقدية:

تتمثل وظيفتها الرئيسية في تجميع المدخرات واستثمارها بدون القيام بنشاط ائتماني مباشر يتمثل في منح القروض، وهذا ما يميزها عن غيرها من المؤسسات المصرفية، حيث نجد ضمن هذه المجموعة ما يعرف بشركات التأمين وصناديق التوفير ومؤسسات الادخار...

• شركات التمويل:

تقوم هذه الأخيرة بتمويل عمليات بيع السلع الاستهلاكية المعمرة، ويتم ذلك عن طريق خصم كمبيالات البيع بالتقسيط يسحبها موزعو هذه السلع على عملائهم، وتتكون موارد شركات التمويل عادة من أموالها الخاصة وما تستطيع الحصول عليه من قروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية.

• المتعاملون في سوق العملات الأجنبية:

يتم التعامل في السوق النقدية بالعملات الأجنبية بغية الاستفادة من فروقات الأسعار، حيث يدخل المستثمرون اما كبايعين أو كمشتريين للعملات الأجنبية عند حاجتها لذلك (تغطية عجز ظرفي أو تسوية مبادلة تجارية)، أو من أجل الحصول على عوائد نتيجة لفروقات أسعار البيع والشراء عبر الزمن، أو باختلاف أسواق العملات حيث يمتد التعامل ليشمل الأسواق الدولية المختلفة.

2.2 سوق رأس المال:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية سوق رأس المال اضافة الى تبيان أهم الأدوات المستخدمة على مستوى هذه الأخيرة ومن ثم ابراز أهم الأطراف المتدخلة على مستوى هذه السوق.

¹ بومدين فيلالي، الجوانب القانونية والاقتصادية للاعتماد الإيجاري-دراسة مقارنة-، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، السنة الجامعية 2001-2002، ص ص 10-11.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

1.2.2 تعريف سوق رأس المال:

تعرف سوق رأس المال على أنها: " ذلك السوق الذي يجمع ويركز عرض وطلب الأموال لأجل طويل"¹.

تتم مختلف العمليات داخل هذا السوق اما في شكل قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعاً من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيماً. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة.

كما تعرف على أنها: " تلك السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة، والهدف من هذا السوق أن يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما²:

- يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

- تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق".

ففي سوق رأس المال يأتي العرض من فئات عديدة من المدخرين، باحثاً على فرص استثمارية مجزية، بينما يأتي الطلب من فئات أخرى من طلاب الأموال ترغب في سد حاجاتها التمويلية في الفترة طويلة الأجل. فالعرض في سوق رأس المال يأتي من فئات تبغي توظيف أموالها لأمد طويل، بحثاً عن أفضل توليفة ممكنة للعائد والمخاطرة، بينما ينجم الطلب في هذا السوق من فئات من المستثمرين غرضهم الأول هو استخدام هذه الأموال في استثمارات طويلة الأجل. كما يمكن تقسيم سوق رأس المال الى قسمين رئيسيين:

أ. أسواق فورية (حاضرة):

¹ عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 155.

² عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

تتضمن هذه الأسواق التعامل بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل، والتي من أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بمختلف أنواعها، أي أنها الأسواق التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية تتيح لحاملها جزء أو حصة من ملكية المشروع، أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحه كعائد لها، أو الحصول على الاثنيين معاً. كما تتضمن هذه الأسواق ما يلي:

• الأسواق الأولية (غير المنظمة):

وهي الأسواق التي يتم فيها بيع اصدارات الشركات والجهات الأخرى من الأسهم والسندات الجديدة أي التي تطرح للبيع لأول مرة، حيث تقوم الشركات المساهمة بطرح أسهم في السوق الأولية للحصول على الموارد التمويلية اللازمة لتكوين أصولها وموجوداتها (خصومها) الراسمالية الثابتة، كما تقوم باصدار سندات في حالة حاجتها للتمويل والذي لا تستطيع توفيره بالاعتماد على اسهمها ولا اعتبارات مختلفة، وقد يتم التعامل في هذه الأسواق غير المنظمة بشكل مباشر أي وجود علاقة بسيطة ومباشرة بين المدخرين والمستثمرين، من خلال الشراء المباشر للأوراق المالية من قبل المدخرين من الجهات الاستثمارية التي تصدر هذه الأوراق المالية، أو أن يتم هذا بصورة غير مباشرة من خلال الجهات الوسيطة التي تجمع ما بين اصحاب العرض من جهة وأصحاب الطلب من جهة أخرى.

• الأسواق الثانوية (المنظمة):

وهي الأسواق التي فيها إعادة بيع وشراء الأوراق المالية التي سبق اصدارها، وتم التعامل بها في الأسواق الأولية، أي ان التعامل في هذه الأسواق يتم باصدارات سابقة. ويقصد عادة بهذه الأخيرة البورصات المالية، التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والتعامل بها بيعة وشراء، والتي ينبغي ان تتوفر فيها الشروط المطلوبة في اطار اللوائح والأنظمة التي تنظم التعامل في هذه الأسواق، وكذلك التي تنظم عمل الجهات التي تشرف على هذا التعامل، اضافة الى الكيفية التي يتم بها هذا الأخير وشروطه...، كما يطلق عليها أيضا تسمية الثانوية لأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق تباع للمرة الثانية وأكثر، حيث يتم التداول ما بين حامل أو صاحب الورقة التجارية التي سبق اقتناؤها من الأسواق الأولية وبين مستثمر أو وسيط في السوق الثانوي.

• السوق الثالثة:

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

هي جزء من السوق غير المنظمة، حيث تتكون في الغالب من الوسطاء والسماصرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية المتداولة على مستوى السوق المنظمة، وتبرر الحاجة للتعامل في السوق الثالثة هذه نظرا لحاجة العديد من المؤسسات الى مزيد من الاستثمارات المالية غير المتوفرة على مستوى السوق المنظمة من جهة والى الامتيازات المقدمة على مستوى السوق الثالثة كالخصم مثلا، ذلك راجع الى ان قوانين البورصات تمنع تقديم أي ميزات تفضيلية من شأنها التمييز ما بين مختلف المتعاملين، اضافة الى أن قدرة المتخصصين الذين ينشطون على مستوى البورصة قد تكون محدودة على القيام بمعاملات بأحجام كبيرة، وفي أوقات قصيرة للغاية¹.

• السوق الرابعة:

شأنها في ذلك شأن السوق الثالثة، حيث تعتبر كذلك شكلا من اشكال السوق غير المنظمة، غير ان التعاملات التي تتم في هذه الأخيرة غالبا ما تكون بين المؤسسات كبيرة الحجم، والمشاريع أو شركات الأعمال ذات الارتباطات العائلية، حيث يوفر ذلك امكانية التعامل في هذه السوق بشكل مباشر عادة، أو من خلال الوسطاء دون الحاجة للاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية، لذا فان العمولة في هذه الحالة تكون أقل من تلك التي يتقاضاها الوسيط في الحالات العادية، وهذا راجع الى انخفاض درجة المخاطرة من ناحية وكبير حجم التعاملات من جهة أخرى².

ب. أسواق العقود المستقبلية:

هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق والأصول المالية الأخرى من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، ويحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه.

¹ فليح حسين خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، 2006، ص 47.

² نفس المرجع السابق، ص 49.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

ت. أسواق الخيارات:

يتم في هذه الأسواق تداول أوراق مالية تتضمن حق الخيار للمتعامل، حيث يتضمن هذا الأخير الحق في خيار شراء أو بيع أصل مالي (ورقة مالية) خلال فترة محددة، أو في تاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقاً، على أن يلتزم الطرف الثاني (بائع الخيار) بالتنفيذ مهما كان قرار حامل حق الخيار، مقابل حصوله على علاوة غير قابلة للرد، ولا يوفر حق الخيار لحامله حقاً مباشراً في ملكية المشروع أو أرباحه ما لم يتم تنفيذ عقد الخيار.

المحاضرة الثانية

2.2.2 المتدخلون في سوق رأس المال:

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في سوق رأس المال، أي التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل من أجل الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل، إضافة إلى توفير الموارد التمويلية لجهات العجز في الاقتصاد من خلال هذه الأسواق، ومن أهم المتعاملين في أسواق رأس المال مايلي:

• السماسرة:

تمارس هذه الفئة دور الوسيط ما بين بائع الأوراق المالية وبين مشتريها حيث يتولى هذا الأخير توفير المشتري لمن يريد بيع أوراقه المالية والعكس في حالة الشراء، وهذا مقابل عمولة معينة، وهذا يعني عدم تحمل هؤلاء لأي مخاطرة نظراً لعد احتفاظهم بمخزونات من الأوراق المالية، إذ يعتبر كمنفذ فقط لأوامر كل من المشتري والبائع وفقاً لسعر محدد أو وقت محدد أو كلاهما معاً.

• المتعاملون:

يمثل كل من المستثمرين (جهات العجز) والمدخرين (جهات الفائض) الأساس المهم للمتعاملين في الأسواق المالية إلا أن واقع التعامل في هذه الأسواق يفرز معه التجار أو المضاربين كمتعاملين أساسيين في أسواق رأس المال، والذين تستند تعاملاتهم على شراء الأوراق المالية من أجل بيعها بهدف الحصول على عائد ناجم عن فروقات أسعار البيع وأسعار الشراء. ويمكن تقسيم المتعاملين وفق الشكل التالي:

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

أ. مضاربون على الارتفاع(الصعود): تتوقع هذه الفئة ارتفاع أسعار الأوراق المالية في الفترة المقبلة، ولذلك فانهم يقومون بشراء الأوراق المالية عندما يكون سعرها منخفضا، ليتم بيعها عند ارتفاع أسعارها وهذا في حال صدقت توقعاتهم ليتحقق لهم عائد في حالة صحة ودقة توقعاتهم في، كما يسجلون خسائر في حالة العكس.

ب. مضاربون على الانخفاض (النزول): تتوقع هذه الفئة انخفاض أسعار الأوراق المالية في الفترة المقبلة، ولذلك فانهم يقومون ببيع الأوراق المالية بالسعر المرتفع (السعر الحالي) على أن يتم شراء نفس الأوراق المالية عند انخفاض أسعارها لاحقا وبذلك يتحقق لهم عائد ناجم عن فروقات الأسعار في حالة صحة التوقعات وخسارة طبعاً اذا ما كانت توقعاتهم غير دقيقة.

ت. المتخصصون: تعمل هذه الفئة عادة ومن خلال تخصصها بالتعامل بأوراق مالية معينة (مسجلة) في السوق المنظمة على القيام بما يلي:

- تنفيذ الأوامر التي يتم فيه تحديد سعر الورقة المالية في حالات عدم توازن السوق (القيمة السوقية للورقة المالية مغايرة لقيمتها العادلة).
- العمل على ايجاد أسواق عادلة ومنتظمة في اتجاهاتها سواءا نحو الارتفاع أو الانخفاض، وبعيدا عن حالات التقلب الشديد في الأسعار التي يمكن ان تقود الى خسائر مرتفعة للمتعاملين.

3.2.2 الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال:

تعتبر الأدوات المستخدمة في سوق رأس المال بمثابة أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

مدة معينة أو الحق في الحصول جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت¹.

يمكن تقسيم الأدوات المستخدمة على مستوى اسواق رأس المال الى قسمين رئيسيين:

1.3.2.2 الأدوات المالية التقليدية:

نفرق في هذا الصدد ما بين الأسهم العادية والاسهم الممتازة والسندات:

أولاً: الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية من بين أكثر أدوات الملكية استخداماً فيما يتعلق بتكوين رأس المال التأسيسي للشركات المساهمة أو حتى في حالة رغبة هذه الأخيرة في فتح رأسمالها.

أ. ماهية الأسهم العادية:

يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصص المساهمين بشركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهماً، ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك:

- اسم الشركة المصدرة للسهم.
- نوع السهم ورقمه.
- عدد الأسهم بالصك.

ويعرف السهم على أنه شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية. وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها².

وتتمثل الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل من وجهة نظر الشركة حيث تعتمد عليها الشركات بشكل كبير وخاصة في بداية حياتها حيث تكون قدرتها على تحمل الأعباء

¹ شاكراً القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص 123.

² عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2004، ص

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

ضعيفة. كما يعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر الاستثمارات المالية شيوعاً نظراً لما يوفره من حق في ملكية الشركة بالإضافة إلى العوائد الاستثمارية.

ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفاتهم ملاك شركة المساهمة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة، وتحدد طبيعة هذه المزايا والحقوق بدقة وبتفصيل في نصوص عقد تأسيس وإنشاء الشركة والذي توافق عليه الجهة الحكومية المختصة، وبموجب قوانين الدولة المانحة لترخيص التأسيس والتي تنظم هذا النوع من الشركات، ويمكن أن نلخص مجموعة من الحقوق المرتبطة بكل مساهم في النقاط التالية¹:

- الحق في المشاركة في التصويت في الجمعية العمومية للشركة.
- الحق الإطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة (القوائم المالية، قائمة الدخل...).
- الحق في الحصول على جزء من الأرباح.
- الحق في جزء من رأس مال الشركة في حالة تصفيتها.
- الحق في نقل ملكية الأسهم التي يحملها إلى أطراف أخرى.

ب. خصائص الأسهم :

تتميز هذه الأدوات بمجموعة من الخصائص نوجزها كالتالي:

- أن حامل السهم العادي يعتبر مساهماً في رأس مال الشركة بقدر حصته من الأسهم.
- أن نصيب السهم من الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر.
- أن المساهم يعتبر عضواً في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت والرقابة على نشاطات الشركة.
- أن السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق مثل السندات ولكن المساهم يمكنه نقل ملكية السهم.
- لا يمكن للمساهم المطالبة بأي عائد إلا بعد استيفاء كامل التزامات المنشأة.

¹ فليح حسين خلف، مرجع سبق ذكره، ص 201.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

- الأسهم معرضة للتقلبات في السوق بفعل عوامل عديدة سواء كانت خارجية أو متعلقة بالمنشأة ذاتها.

ويمكن التفرقة في هذا الصدد ما بين مجموعة من الأسهم العادية يمكن أن نذكر منها:

- الأسهم المرخص بها (المصرح بها):

يحدد القانون الأساسي لكل شركة مقدارا من رأس المال الذي يمكنها إصداره، يسمى رأس المال المصرح به ويقسم رأس المال في هذه الحالة إلى حصص متساوية يطلق على كل منها إسم السهم المرخص به أو المرخص به.

- الأسهم المصدرة :

قد تقتضي التعليمات ان لا تقوم الشركة بإصدار أسهم رأس المال المرخص بالكامل مرة واحدة، وفي هذه الحالة يسمى الجزء من أسهم رأس المال الذي تصدره الشركة فعلا باسم رأس المال المصدر أو الأسهم المصدرة.

- أسهم الخزينة :

قد تقوم الشركة في بعض الحالات بتخصيص جزء من أسهمها الجديدة لحملة الأسهم القائمين وهذا لعدة أسباب، أو قد يتبرع بعض مساهمي الشركة بجزء من أسهمهم للشركة.

- الأسهم المتداولة :

يطلق على الأسهم المتبقية من رأس المال المصدر (الأسهم المصدرة) بعد طرح قيمة الأسهم المستردة باسم رأس المال المتداول أو الأسهم المتداولة.

- الأسهم المدفوعة :

عندما تقوم الشركة بإصدار أسهم وتشتري الشركة في نشرة الإصدار ضرورة سداد المكتتبين لقيمة الأسهم كاملة يطلق على الأسهم في هذه الحالة الأسهم المدفوعة (أسهم مدفوعة القيمة بالكامل).

- الأسهم غير المدفوعة أو المدفوعة جزئيا :

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

في بعض الحالات تلجأ الشركة إلى إصدار أسهم وتوزيعها على المساهمين مجاناً، كتعويض لهؤلاء المساهمين عن عدم إجراء توزيعات نقدية في فترة معينة، أو قد يلجأ المؤسسون لشركة ما عند التأسيس إلى إصدار حصص عينية. ويطلق على الأسهم في هذه الحالة أسهم غير مدفوعة. أما في حالة قيام الشركة بإصدار أسهم، ولا تشترط سداد قيمة السهم بالكامل عند الاكتتاب فإن الأسهم في هذه الحالة يطلق عليها اسم أسهم مدفوعة جزئياً.

• الأسهم الاسمية أو الأسهم لحاملها :

المقصود بالأسهم الاسمية، تلك الشهادات التي يسجل اسم صاحبها على صك السهم، وعندما تنتقل ملكية هذا السهم إلى شخص آخر يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة، كما يمكن أن تخضع هذه العملية الى اجراءات قانونية محددة يمكن أن تختلف من تشريع قانوني لآخر.

أما المقصود بالأسهم لحاملها، فهي الأسهم التي لا يكتب اسم صاحبها على صك السهم، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد، أو ما يعرف بالمناولة اليدوية، ولا يجوز أن تصدر الشركة أسهما لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب.

كما يمكن أيضا التفرقة ما بين مجموعة من القيم المتعارف عليها للأسهم:

• القيمة الاسمية للسهم :

وهي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مبينة في عقد تأسيس الشركة، فإذا ما تم مثلا إصدار رأس مال قدره مليون دج مقسم إلى 1000 حصة متساوية فتكون بذلك القيمة الاسمية لكل سهم معادلة ل 1000 دج.

• القيمة الدفترية للسهم :

القيمة الدفترية أو المحاسبية للسهم هي ما تمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية الاجمالية للشركة والتي تشمل بالاضافة الى رأس المال الاجتماعي للشركة مجموع الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.

• القيمة السوقية :

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

هذه القيمة تمثل سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية، إذ تعبر هذه الأخيرة عن تطور القيمة الدفترية لكل سهم حسب معطيات السوق المالي. كما تعبر أيضا عن قيمة المساهمة الحقيقية لكل مساهم في رأس مال الشركة.

ثانيا: السندات:

عكس الأداة سابقة الذكر تعتبر السندات من بين أشهر أدوات الدين التي تمكن الحكومات والشركات من تمويل مشاريعها من جهة ضف الى ذلك اعتبارها من بين أحسن الأوعية الاستثمارية من جهة اخرى ذلك أنها تتيح لحاملها (مشتريها) عائدا جيدا مقابل مخاطرة مقبولة.

أ. ماهية السندات:

يمثل السند اعترافا بدين طويل الأجل، يكون صادر اما عن جهات حكومية أو خاصة، يمنح لصاحبه حق الحصول على عوائد، تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته (عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك حسب مخطط إهلاكه).¹

ب. خصائص السندات :

تتميز هذه الأدوات بمجموعة من الخصائص نوجزها كالتالي²:

- القيمة الاسمية :

ان السند يتضمن التزام بدفع مبلغ معين لفائدة جهة معينة أو لأمره أو لحامله في تاريخ محدد مسبقا، وهذا المبلغ ممثل بالقيمة الاسمية المثبتة في السند لذلك فان قيمة السند وفترة محددة في متنته.

- معدل الكوبون :

وهو ما يعبر عن سعر الفائدة على السند المصدر ويطلق عليه معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق :

¹ Lawrence J. Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmuliers, Frédéric Herbin, Octave Jokung-Nguéna, Georges Langlois, *Investissement et marchés financiers*, Pearson éducation France, 9^e édition 2005, p12.

² سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ نشر، ص 50.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

وهو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، وهو عادة ما يكون لآجال طويلة.

ومن أهم أنواع السندات المتداولة نجد:¹

• السندات الاسمية :

هي السندات التي يكتب فيها عند اصدارها اسم صاحبها على وجه السند، وفي حالة السند المسجل يتسلم المالك الفوائد المستحقة في تواريخها تلقائياً كذلك تحتفظ الشركة بسجل خاص لحاملي السندات، ويتم فيه تسجيل أي تغييرات تطرأ على الملكية نتيجة لتداول السندات.

• السندات لحاملها :

هي تلك السندات التي لا تتضمن مالكا معروفاً، على ان يتم تملكها وفق التداول اما بيعا وشراء وتنازلاً مثل بقية الأوراق المالية، وتكون فائدة هذا النوع من السندات بسندات الكوبون، حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند يتقدم به المستثمر إلى البنك الذي يتوسط عن الجهة المصدرة للسند بدفع الفائدة نقداً.

• سندات ذات فائدة دورية ثابتة :

يتم في هذا النوع تحديد سعر الفائدة طوال مدة القرض، وتعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هي فترات ثبات واستقرار الأسواق النقدية والمالية، كما يمكن اصدار هذه السندات وفق سعر فائدة ثابت على أن يتم تسديدها على أقساط أو بأكملها في نهاية المدة أو تكون قابلة للتجديد.

- سندات ذات إيراد متغير (سعر فائدة عائم):

يتم في هذا النوع وضع معدل فائد متغير أو عائم لتجنب مخاطر أسعار الفائدة، كأن تصبح الفوائد المتحصل عليها من السند غير كافية لتعويض المستثمر عن انخفاض القدرة الشرائية وقد يترتب عن ذلك انخفاض القيمة السوقية للسندات من جراء ارتفاع أسعار الفائدة السائدة في السوق لمواجهة

¹ فليح حسين خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 255-257.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

الآثار التضخمية، ويتم تعديل معدات الفائدة بصفة دورية لاستدراك التغير الحاصل في معدلات التضخم.

• سندات غير مضمونة:

هذا النوع يستفيد حامله من فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل في ميعاد الاستحقاق ولكن نظرا لأن هذه السندات غير مضمونة فإن حملة هذا النوع من السندات يمكنهم المطالبة بإعلان إفلاس الشركة وتصفية أصولها المادية ليتمكنوا من استيفاء بعض من حقوقهم من قبل الشركة المصدرة. وتستخدم هذه السندات الشركات ذات المركز المالي القوي، فالمركز المالي لهذه الشركات يجعل وجود الضمان أمرا غير ضروري لجذب المستثمرين.

• سندات مضمونة :

وفي هذا النوع من السندات يمكن لحملة هذه السندات في حال توقف المدين عن السداد طلب تعويض عن طريق تفعيل حق الضمان المبين سلفا في شروط السند.

• السندات القابلة للتحويل لأسهم:

تتميز بجميع خصائص السندات العادية إلا أنها تتميز بميزة إضافية وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات قد يفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية.

• السندات القابلة للسداد قبل موعد الاستحقاق :

ويحدث في كثير من الحالات أن تقوم الشركات بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة قبل حلول ميعاد الاستحقاق المحدد وذلك إذا كانت أحوالها المالية تسمح بذلك.

• سندات الدخل :

يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد في حال حققت الشركة المدينة (المصدرة) عندما دخولا تكفي لسداد اقساط الفوائد أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة ما يغطي ذلك،

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

كما أن هذه السندات تختلف عن الأنواع السابقة في أن حاملها ليس لهم الحق في المطالبة بإفلاس الشركة ومن ثم تصنيفها في حالة عدم القدرة على الدفع والساداد.

• السندات الحكومية :

يتم إصدارها من قبل هيئة حكومية (الدولة، الهيئات المحلية...) تتراوح آجالها في الغالب من سنتين إلى 30 سنة وما يميز هذه السندات باقي أنواع السندات أنها خالية من الخطر لأنها مضمونة من الحكومة، صف إلى ذلك تمتعها بدرجة عالية من السيولة.

المحاضرة الثالثة

ثالثا: الأسهم الممتازة:

تعتبر هذه الأداة من بين أشهر أنواع الأدوات المالية الهجينة التي تجمع ما بين خصائص كل من أدوات الملكية وأدوات الدين، إذ تختلف هذه الأخيرة عن الأسهم العادية بتميزها بعائد ثابت يحصل عليه صاحبها قبل إجراء أي توزيعات يحصل عليها ملاك الأسهم العادية.

أ. ماهية الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، كما أنها تشبه الأسهم العادية في اشتراكهما مثلا في الحق في الحصول على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة، صف إلى ذلك عدم حصولها على عوائد في حال لم تحقق الشركة المصدرة عوائد، إلا أنها تمتاز عنها في كونها تحدد مسبقا حجم (نسبة) الأرباح التي يحصل عليها صاحبها وهو ما يجعلها مشابهة للسندات في هذه الخاصية.

ب. خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص نوجزها في النقاط التالية¹:

1- منح حامله حق الأولوية في الأرباح، فيختص بربح ثابت وقبل توزيع أي ربح على حملة الأسهم العادية.

¹ فليح حسين خلف، مرجع سبق ذكره، ص 224.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

2- منح حامله الأولوية عند تصفية الشركة فتستوفي قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية على حملة الأسهم العادية.

3- منح حامله حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الشركة عند تقرير زيادة رأس المال.

4- إعطاء حامله أصواتا إضافية في الجمعية العمومية (بالنسبة لبعض أنواع الأسهم الممتازة فقط).

ت. أنواع الأسهم الممتازة:

يمكن في هذا الصدد التمييز ما بين الأنواع التالية!

• أسهم ممتازة من ناحية الدخل :

هي أكثر أنواع الأسهم الممتازة شيوعا، حيث يكون لحملة هذه الأسهم أسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، وذلك قبل حملة الأسهم العادية. وليس المقصود بذلك أن أرباح الأسهم الممتازة مضمونة، ولكن المقصود بذلك أنه إذا حققت الشركة أرباح وتقرر توزيع جزء منها على المساهمين فيجب أن يوزع على حملة الأسهم الممتازة نصيبهم من الأرباح المقررة لهم قبل أن توزع أي أرباح على حملة الأسهم العادية، كما يمكن أن تكون الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح، ويقصد بذلك أنه إذا لم تكفي أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة فإنها تدفع في أحد السنوات التالية عندما تتوفر الأرباح، وذلك على عكس الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح والتي لا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية عند توفر الأرباح.

• أسهم ممتازة قابلة للتحويل:

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 41-44.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

يطلق على هذا النوع الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، حيث يكون من حق حملة هذه الأسهم تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر في المستقبل، كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية.

• الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة :

هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول عائد قابل للتعديل كل ثلاثة أشهر حيث يتغير هذا العائد وفقاً للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة.

• الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت :

يعطي هذا النوع لحامله الحق في التصويت في مجلس الإدارة وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية عن حد معين.

2.3.2.2 الأدوات المالية المستحدثة (المشتقات المالية):

تعتبر المشتقات من المحاور الأساسية التي تقوم عليها الهندسة المالية إذ تعتبر هذه الأخيرة وسيلة لدرء المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال. وتعرف المشتقات على أنها عقود تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر، أو بتعبير أدق يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر، وتضم المشتقات مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها. كما تتنوع هذه الأدوات المشتقة تبعاً لدرجة تعقيدها، وتشتمل عقود المشتقات على العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات إضافة إلى عقود المبادلات كما يمكن أن نجد في بعض الحالات عقود مشتقة مهجنة تضم نوعين أو أكثر من العقود سالفة الذكر وهو ما يعرف بالمشتقات الصناعية (Synthetic derivatives) مثل عقود المبادلات الاختيارية (Swaption) وعقود الخيارات المستقبلية (Futures option) ...الخ¹.

¹ منير ابراهيم هندي، ادارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، المتب العربي الحديث للتوزيع، الطبعة الثالثة، الاسكندرية، مصر، 2011، ص ص 21-22.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

أولاً: العقود الآجلة:

يقصد بالعقود الآجلة تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه اسم سعر التنفيذ.

وقد تكون الأصول موضع التعاقد سلعة كالبن والنفط والذهب والماشية أو مالية كالسندات والودائع والعملات الأجنبية، ولا يتضمن الالتزام المشار إليه الدفع الفوري لقيمة الصفقة، وإنما دفع مبلغ أولي لاثبات جدية التعاقد على أنها عملية شراء أو بيع حقيقية ونهائية وقانونية ولكنها تبقى مؤجلة التنفيذ إلى غاية حلول تاريخ منقعد عليه مبدئياً. وكما تم تبيان سابقاً يلزم لتنفيذ هذا النوع من العقود طرفان أساسيان، طرف يوافق على شراء الأصل المحدد بسعر متفق عليه وفي تاريخ محدد، ليتخذ هذا الطرف مركزاً طويلاً، أما الطرف الذي يوافق على بيع الأصل محل التعاقد فيتخذ مركزاً قصيراً، ويقصد بالمركز الطويل امتلاك الشخص لحقوق على طرف آخر أو لحقوق والتزامات في نفس الوقت على أن تفوق حقوقه التزاماته، كما يسمى السعر الذي يتم الاتفاق عليه في العقد بسعر التنفيذ أو سعر الممارسة، وعند الدخول في العقد يتم اختيار سعر التعاقد، بحيث تكون قيمة العقد الآجل معدومة بالنسبة لكلا الطرفين، وهذا نظراً لتساوي السعر الأصلي للعقد مع سعر التنفيذ في لحظة التعاقد، وبمرور الوقت فإن سعر العقد الآجل سيشهد تغيراً بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتاً، ويكون هذا التغير استجابة لتغير سعر الأصل محل التعاقد والذي يعد العامل الأكثر تأثيراً في سعر العقد الآجل.¹

ويتم احتساب مقدار الربح أو الخسارة المترتبة على عملية تنفيذ العقد الآجل وفق العلاقة التالية:²

$$P = St - E$$

حيث أن:

P: مقدار الربح أو الخسارة.

¹ هاشم فوزي العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 81-84.

² Frank Fabozzi, **Handbook of finance-financial markets and instruments**-, volume 1, jonh wiley and sons Inc, New Jersey, 2008, p 07.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

St: القيمة السوقية للأصل محل التعاقد.

E: سعر التنفيذ.

حيث تمثل خسارة أحد الأطراف ربحاً للطرف المقابل بنفس المبلغ والعكس صحيح.

ثانياً: العقود المستقبلية:

تعتبر هذه العقود الى حد كبير مشابهة للنوع الأول سابق الذكر باستثناء كون هذه الأخيرة نمطية ومتداولة في اسواق منظمة عكس العقود الآجلة والتي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط، وعرف استخدام العقود المستقبلية ذروته سنوات السبعينات حيث تم تداولها بصفة أولية على مستوى بورصة شيكاغو من قبل شركة (CME group) والتي كانت الرائدة في تطوير العقود المستقبلية، ليتوسع التعامل بهذه العقود لاحقاً الى أسواق أخرى في أوروبا وآسيا.

ويمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها عقود قانونية تتضمن نوع السلعة، تاريخ التسليم، الأسعار، الخصائص النوعية، والتفاعلات الأخرى ذات العلاقة¹. أو هي التزام تعاقدي نمطي إما لبيع أو لشراء أصل أو سلعة معينة بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي متفق عليه مسبقاً.

وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في أنها عقود متاحة للتداول في الأسواق المنظمة، كما أنها تختلف أيضاً عن عقود الخيارات وذلك من حيث التزام طرفي العقد بتنفيذه الى النهاية، بينما تعطي الخيارات الحق بتنفيذ ذلك العقد مع ترك احتمالية عدم تنفيذه قائمة. وتتضمن عقود المستقبلات مجموعة من الخصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية²:

أ- وحدة التعامل:

ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات عقود المستقبلات، حيث يقوم التعامل في هذه الأسواق على اساس تعاقدي، اذ لا تتيح هذه الأسواق المجال من أجل التعامل بالأوامر الكسرية شائعة الاستعمال في الأسواق الحاضرة.

¹ هاشم فوزي العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 69.

² نفس المرجع السابق، ص ص 71-76.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

ب- شروط التسليم:

تتضمن هذه الشروط محل التتميط، أي الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية خلا الشهر المزمع فيه اجراء التسليم، ودرجة جودة الأصل محل التعاقد، والوسيلة الفعلية التي يمكن من خلالها للبائع تسليم الأصل.

ت- حدود تقلب الأسعار:

تفرض هذه الأسواق حدودا قصوى ودنيا لتقلبات الأسعار اليومية بحيث يتفاوت الحد الأدنى حسب طبيعة الأصل محل التعاقد. غير أنه على عكس أسعار الأسهم في الأسواق الحاضرة والتي تشهد تقلبات غير محدودة، لا يمكن لهذه لأسعار أن تتجاوز حدودا معينة بالنسبة لتداول هذه الأسهم في الأسواق المستقبلية، ويعود السبب في وضع حدود قصوى للتغيرات السعرية لغايات تحوطية في الساس هدفها تجنب المغالاة في الاستجابة للمعلومات الواردة الى السوق.

ث- حدود المتاجرة والمراكز:

ويقصد بها الحد الأقصى لعقود المضاربة، والتي يمكن أن تكون في حوزة مستثمر واحد ويكمن الهدف من ذلك في الحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعمد اليها بعض المتعاملين، هذا ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصول محل التعاقد.

ج- الهامش المبدئي:

يتم فرض هامش مبدئي في هذا النوع من التعاملات يدفعه كل طرف من اطراف التعاقد لبيوت السمسرة، يتحدد وفق طبيعة الأصول وحجم التعاقد ودرجة تقلب القيمة السوقية لهذا الأصل، وبقي الغرض من وراء تحميل أطراف التعاقد لهذا الهامش متمثلا في تسهيل اجراء المقاصة أو التسوية اليومية لهذه العقود، اذ يتم الاضافة أو الخصم من قيمة الهامش لكل طرف حسب موقعه في العقد (بائع) أو (مشتري)، وحسب طبيعة تحرك سعر الأصل الموجود في السوق.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

ثالثا: عقود الخيارات: (Options)

تعد الخيارات أحد أهم أنواع المشتقات التي تتيح للمستثمر فرصة مهمة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها والخيار لغة اسم مشتق من الاختيار والختيار هو الصطفاء وخير بين الشئيين أي فوض اليه الخيار، هذا من الناحية اللغوية فهل يظل المفهوم الاصطلاحي والعملي للخيارات يدور في نفس الفلك يا ترى؟ من أجل ذلك سيتم تقسيم هذا العنصر الى جزئين يتم في الأول تعريف الخيارات بينما يقوم الجزء الثاني على تناول أهم أنواع الخيارات.

أ. مفهوم الخيارات:

ويمكن تعريف الخيارات على أنها "عقود تعطي لحاملها (Holder) حق لشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ وفي تاريخ معين أو حتى قبل حلوله بالنسبة لبعض الأنواع من الخيارات¹.

وتعرف أيضا على أنها عقود تجمع بين طرفين (بائع ومشتري)، حيث تعطي هذه الأخيرة لمشتريها حق شراء أو بيع أصل معين في تاريخ لاحق ووفق سعر محدد عند الاتفاق، وتجدر الإشارة بأن مشتري هذا العقد لا يعتبر ملزما بتنفيذ التزاماته التعاقدية عند حلول تاريخ الاستحقاق وهذا ما يميز هذه العقود عن سائر المشتقات الأخرى، في مقابل ذلك يلتزم بائع الخيار بتنفيذ العقد في حال رغب المشتري في ذلك، ويتكون عقد الخيار من عدة اركان نذكر من بينها²:

• مشتري الحق:

يتمثل هذا الطرف في الجهة حاملة الخيار (Holder)، اذ يحوز هذا الطرف على حق تنفيذ العقد من محرر التفاقية ويدفع هذا الأخير مقابل ذلك مبلغا يتفق عليه بينهما كمكافأة أو علاوة من مشتري الحق.

¹ هاشم فوزي العبادي، مرجع سبق ذكره ، ص 92.

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات،الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية ، مصر، 2000، ص ص 332-333.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

• محرر حق الخيار:

هو الطرف الذي يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على علاوة من مشتري الحق، ولكنه يبقى مجبرا على تنفيذ الحق في حال رغب المشتري في ذلك.

• سعر التنفيذ:

يمثل السعر المحدد للورقة المالية أو الأصل محل التعاقد وهو السعر الذي سيتم على أساسه تنفيذ العقد.

• سعر الخيار:

وهو سعر الورقة المالية أو الأصل محل التعاقد وقت إبرام الاتفاق بين طرفي التعاقد.

• تاريخ الانتهاء:

وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري حق الخيار بتنفيذ الاتفاق، بحيث يكون هذا التاريخ آخر يوم للاتفاق في حالة الخيارات الأوروبية بينما يمكن أن يكون في أي يوم من الفترة الممتدة بين تاريخ إبرام الاتفاق إلى غاية تاريخ انتهائه وهذا بالنسبة للخيارات الأمريكية.

• المكافأة أو العلاوة:

تتمثل هذه الأخيرة في المبلغ المنفق على دفعه من مشتري حق الخيار الى محرره كتعويض عن الحق المكتسب في تنفيذ هذا الأخير من عدمه.

ب. أنواع الخيارات:

تعد الخيارات من اكثر أنواع العقود المستقبلية انتشارا، اذ يستحيل التطرق الى كل أنواعها لذلك سيقترن هذا العنصر على ذكر أهم الأنواع، ويمكن تقسيم هذه العقود وفقا لموعد التنفيذ فنجد نوعين اساسيين هما:

• عقد الخيار الأمريكي:

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

يعطي هذا النوع لحامله الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأصول المالية بسعر متفق عليه مقدما، كما يتيح هذا الخيار لحامله امكانية تنفيذه في أي لحظة تلي عملية شرائه.

• عقد الخيار الأوروبي:

عكس النوع الأول المذكور سابقا يكون حامل الخيار مجبرا على انتظار تاريخ انتهاء التعاقد وهذا من اجل تنفيذ حقه.

كما يمكن أيضا تقسيم عقود الخيار وفقا لطبيعة وشروط العقد الى قسمين رئيسيين هما¹:

• خيار الشراء:

هو عقد يتيح لحامله شراء عدد من الأوراق المالية أو الأصول المختلفة بسعر محدد يتفق عليه مسبقا، كما تبقى امكانية عدم تنفيذ الحق قائمة لصالح المشتري وهذا مقابل فقدانه لمبلغ العلاوة المدفوعة مسبقا لصالح بائع الخيار، ويبقى الطرف الثاني من العقد مجبرا على التنفيذ في حال رغب المشتري في ذلك.

• خيار البيع:

هو عقد يتيح لحامله بيع عدد من الأوراق المالية أو الموجودات المختلفة بسعر محدد يتفق عليه مسبقا، كما تبقى امكانية عدم تنفيذ الحق قائمة لصالح المشتري وهذا مقابل فقدانه لمبلغ العلاوة المدفوعة مسبقا لصالح بائع الخيار، ويبقى الطرف الثاني من العقد مجبرا على التنفيذ في حال رغب المشتري في ذلك.

رابعاً: عقود المبادلات:

تستعمل المبادلات أساسا للتحوط من المخاطر المالية لا سيما مخاطر تقلب اسعار الفائدة ومعدلات أسعار الصرف، وتعرف هذه العقود على انها اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية، بطريقة يستفيد منها جميع أطراف

¹ خالد وهيب الروي، العمليات المصرفية الخارجية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005، ص 48-49.

الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية والنقدية

العقد، ونجد من بين الأنواع السائدة لهذه العقود مبادلات أسعار الفائدة والتي تقوم على أساس تبادل التدفقات النقدية المتأتية من فوائد ثابتة مقابل تدفقات نقدية ناتجة عن فائدة متغيرة أو معمومة وهذا على أساس جدول زمني محدد وقت إبرام العقد¹، وتقيد هذه العمليات غالباً في حسابات نظامية خارج الميزانية، إضافة إلى هذا النوع المذكور يمكن أن نجد أيضاً عقود مبادلات للعملات والتي يمكن تعريفها على أنها عملية مبادلة بين عملتين معينتين، حيث تقوم هذه العملية على شراء احدهما وبيع الأخرى على أساس سعر الصرف التبادلي الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة الدائنة والمدينة لكل من العملتين على أن تحدد فترتها وقت إبرام التعاقد كأن يتم مثلاً تحديد سعر الفائدة Libor لثلاثة أشهر أو ستة أشهر... الخ. وتتصف عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص يمكن أن نلخص أهمها في النقاط التالية²:

- الزامية العقد بالنسبة للأطراف التعاقد.
- لا تبني على أساس نمطي.
- تركز عادة على تبادل التدفقات النقدية الناجمة عن الأصول لا الأصول في حد ذاتها.
- توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة.
- في أغلب الحالات لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات.

¹ Sergey Chernenko, Michael Faulkender, **the Two Sides of Derivatives Usage: Hedging and Speculating with Interest Rate Swaps**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 46, issue 06, June 2011, p 1728.

² هاشم فوزي العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

المحاضرة الرابعة

تمهيد:

عرف النشاط المالي والمصرفي الإسلامي تطوراً كبيراً في الآونة الأخيرة فالمتابع لتاريخ البنوك الإسلامية، ونشاطاتها المختلفة يستطيع أن يرصد بسهولة النمو والتطور والنجاح الذي حققته تلك المؤسسات رغم عمرها القصير، وتجربتها المحدودة، والمنافسة الشرسة من قبل البنوك الربوية والمؤسسات المماثلة، وانعدام المناخ الملائم، والتشويش المستمر عليها، وتأليب الأنظمة والحكومات عليها بتأثيرها السلبي على البنوك التابعة للدولة وغير ذلك، وهذا ما أدى إلى التزايد المطرد في عدد البنوك الإسلامية وفروعها المنتشرة في معظم الدول الإسلامية وغير الإسلامية، حيث وصل عددها الآن إلى حوالي خمسمائة مصرف ومؤسسة في حين بلغ إجمالي موجودات البنوك الإسلامية العاملة في الدول العربية في نهاية العام 2017 نحو 600 مليار دولار، أي ما يمثل حوالي 18% من إجمالي الأصول المصرفية العربية، علماً أن الموجودات المجمعّة لأكبر 10 مصارف إسلامية عربية، قد ارتفعت من نحو 373 مليار دولار عام 2016 إلى حوالي 400 مليار دولار في نهاية العام 2017 (أي بنسبة 7.4%)، وهي تشكل حوالي 12% من إجمالي الأصول المصرفية العربية، ضف إلى ذلك ارتفاع عدد البنوك الربوية التي تحولت إلى النظام المصرفي الإسلامي، واضطرار كثير من البنوك الربوية العتيقة إلى فتح منافذ للعمل المصرفي الإسلامي من خلالها. ولولا أثر هذه البنوك وقناعة الكثيرين بجدوى ما تقدمه ما انتشرت هذا الانتشار، وعلى صعيد الأدوات المالية المستخدمة في تلك البنوك والمؤسسات نجد أنها تقدم الخدمات المالية، والتمويل، والاستثمار فهي مصارف متنوعة الوظائف وبذلك تتفوق على البنوك الربوية بتنوع أنشطتها وخدماتها مع الالتزام بالأحكام الشرعية وفق قرارات هيئات الرقابة الشرعية لديها، ومن خلال تلك الأدوات المالية كان لها أثر كبير في المجتمع سواء في جانب توظيف الأيدي العاملة أو إقامة مشروعات في شتى المجالات المختلفة تعود بالنفع على المجتمع، وعلى المودعين والمستثمرين يعرفها كل من له أدنى صلة بالمصرفية الإسلامية، أما على الصعيد التنظيمي شكلت البنوك الإسلامية اتحاداً فيما بينها له صفة الإشراف والرقابة عليها، وهيئة للمحاسبة

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

والمراجعة خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية، بل وأسست عديدا من الشركات والمؤسسات المالية المساندة والمتعاونة مع تلك البنوك، كما شهدت الصيرفة الإسلامية ميلاد مؤسسة مالية إسلامية دولية مسئولة عن تطوير وتنظيم السوق المالية الإسلامية الدولية، وكذا إيجاد جهة تكون مسئولة عن المصادقة على شرعية ونظامية الأدوات المالية الإسلامية حتى تكون مقبولة للتداول بين المؤسسات والأفراد في السوق العالمية، كما لا ننسى الجانب النظري والايديولوجي أين برهنت البنوك الإسلامية وبصورة عملية على خطأ كثير من المعتقدات السائدة في العمل المصرفي والاقتصادي، وقدمت البرهان العملي على جدوى تطبيق الشريعة الإسلامية وملائمتها لكافة العصور، كما أوجدت الطرق الشرعية لتمويل النشاط الاقتصادي بعيدا عن المؤسسات الربوية.

بناء على ما سبق سيتضمن هذا المحور باذن الله تعالى ماهية البنوك الإسلامية وأهم أهدافها إضافة الى تبيان أهم ما يميزها عن غيرها من البنوك والمؤسسات المالية ثم التطرق الى أهم صيغ التمويل والاستثمار المعتمدة من طرف هذه الأخيرة.

1. ماهية البنوك الإسلامية:

يمكن تعريف البنك الإسلامي على أنه أداة تحقيق وتعميق للأدوات المرتبطة بالقيم الروحية، ومركز للإشعاع ومدرسة للتربية وسبيل عملي إلى حياة كريمة لأفراد الأمة الإسلامية وسند لاقتصاديات الدول الإسلامية.

كما عرفت اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية البنك الإسلامي على أنه المؤسسة المالية التي ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية وعلى عدم التعامل بالفائدة أخذا وعطاء¹.

وفي موضع آخر من الاتفاقية يعرف البنك الإسلامي بأنه مؤسسة مصرفية لتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة بما يخدم المجتمع الإسلامي ويحقق عدالة التوزيع، ووضع المال في المسار الإسلامي.

¹ الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الجزء الأول، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1977.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

وتعرف البنوك الإسلامية أيضا بأنها أجهزة مالية تستهدف التنمية وتعمل في إطار الشريعة الإسلامية، وتلتزم بكل القيم الأخلاقية التي جاءت بها الشرائع السماوية، وتسعى إلى تصحيح وظيفة رأس المال في المجتمع، وهي أجهزة مالية ذات أهداف تنموية واجتماعية من حيث أنها تضع نفسها في خدمة المجتمع وتهدف تحقيق التنمية فيه، كما أنها تقوم بتوظيف أموالها بأرشد السبل بما يحقق النفع للمجتمع أولا وقبل كل شيء، واجتماعية من حيث أنها تقصد في عملها وممارستها إلى تدريب الأفراد على ترشيد الإنفاق، وتدريبهم على الادخار ومعاونتهم في تنمية أموالهم بما يعود عليهم وعلى المجتمع بالنفع والمصلحة، هذا فضلا عن إسهامها في تحقيق التكافل بين أفراد المجتمع بالدعوة إلى أداء الزكاة وجمعها وإنفاقها في مصارفها الشرعية.

ويعرف أيضا البنك الإسلامي بأنه كيان ووعاء يمتزج فيه فكر استثماري اقتصادي سليم، ومال يبحث عن ربح حلال، لتخرج منه قنوات تجسد الأسس الجوهرية للاقتصاد الإسلامي، وتنقل مبادئه من النظرية إلى التطبيق، ومن التصور إلى الواقع الملموس فهو يجذب رأس المال الذي يمكن أن يكون عاطلا ليقوم بتوظيفه في مجالات استثمارية لاغبار عليها من الناحية الشرعية.

وبين الدكتور محمود الأنصاري أهم مميزات البنوك الإسلامية في النقاط التالية¹:

- إن البنك الإسلامي يقوم أساسا بتطبيق نظام مصرفي جديد يلتزم بالأحكام التي وردت في الشريعة الإسلامية في مجال المال والمعاملات المالية.
- إن البنك الإسلامي يضع في اعتباره وهو يقوم بهذه الوظيفة أنه يعمل على تجسيد المبادئ الإسلامية في الواقع العملي لحياة الأفراد.
- إن البنك الإسلامي يعمل على إقامة مجتمع إسلامي عملي، وبذلك فإن تعميق الروح الدينية لدى الأفراد يعتبر جزءاً من وظيفته.

¹ محمود الأنصاري، إسماعيل حسن، سمير مصطفى متولي، البنوك الإسلامية، كتاب الأهرام الاقتصادي، الكتاب الثامن، القاهرة، أكتوبر 1988، ص ص 12-14.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- إن البنك الإسلامي يباشر وظيفته على مستوى المجتمع الذي يعمل فيه، وقد يبدأ العمل في وحدات جغرافية محدودة ولكن يتعامل مع كل أفراد هذه الوحدات ويسعى في نفس الوقت إلى الامتداد إلى وحدات جغرافية أكثر اتساعاً.
 - إن البنوك الإسلامية ليست أجهزة بديلة عن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وإنما هي أجهزة تمارس عملها مستقلة عن الأجهزة المصرفية الأخرى، وحيث أنها تلتزم بالشريعة فإنها لا تنتقيد بأحكام ولوائح هذه البنوك إن هي تعارضت مع الأسس التي قامت عليها.
- ونلاحظ في هذا الصدد أن اغلب التعاريف الواردة على البنوك الإسلامية تميزت بالعموم والاتساع، حيث سادها في الغالب عدم الدقة، كما طغى عليها الجانب الديني مقارنة بالجانب الاقتصادي، وهذا راجع ربما لنقص أو انعدام التخصص إذ أن أغلب التعاريف السابقة واردة من أشخاص ممارسين غلبوا في معظمهم الجانب التطبيقي على الجانب النظري. كما نلاحظ أيضاً وجود ثلاث سمات مشتركة في تعريفات البنوك الإسلامية وهي:

1- وجود العنصر الديني.

2- الطابع المؤسسي (مؤسسات مالية في الأساس).

3- المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2. أهداف البنوك الإسلامية:

للبنك الإسلامي أهداف يسعى لتحقيقها استلزامتها الطبيعة الديناميكية وجدوى وجود المشروع تجسيدا للقيم الإسلامية وتطبيقاً لأهداف الشريعة الإسلامية في مجال المال والمعاملات المالية وفيما يسهم بفعالية في القضاء على الازدواجية التي قد يجدها الإنسان المسلم بين تعاليم العقيدة السليمة، وبين واقع الممارسات الفعلية التي تتم في المجتمع، ويمكن لنا أن نعرض أهم هذه الأهداف كالتالي:

أ. الهدف التنموي:

تساهم البنوك الإسلامية بفعالية في تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية في إطار المعايير الشرعية والمرتكزة على توفير الاحتياجات الأساسية للمجتمعات (الضروريات، الحاجيات، التحسينات)، وتحقيق النمو المتوازن والعدل لكافة المناطق وبالشكل الذي يسمح بالاهتمام بالمناطق والقطاعات الأقل نمواً

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

ليتحقق لتلك المجتمعات أمنها الاقتصادي، فالنظام المصرفي قادر على حل مشكلات التنمية الاقتصادية بما ينسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي من شأنه اعطاء حافز قوي لإخراج الطاقات الكامنة في الدول الإسلامية، وتفجير روح الابتكار والإبداع، من خلال نمط تنموي متميز يحقق التقدم والعدالة والاستقرار.

ب. الهدف الاستثماري:

تعمل البنوك الإسلامية على نشر وتنمية وتطوير الوعي الادخاري بين الأفراد وترشيد سلوكيات الإنفاق للقاعدة العريضة من المواطنين بهدف تعبئة الموارد الفائضة ورؤوس الأموال العاطلة واستقطابها وتوظيفها في المجالات الاقتصادية التي تعظم من عائدها وترفع من إنتاجيتها بالشكل الذي يسهم في بناء قاعدة اقتصادية سليمة لصالح المجتمع بأسره وفقا للصيغ الإسلامية المحددة للتوظيف، وابتكار صيغ جديدة تتوافق مع الشريعة الإسلامية وتتناسب مع المتغيرات التي تحدث في السوق المصرفية وتضمن التوظيف الأمثل لموارد البنك.

ت. الهدف الاجتماعي:

تعمل البنوك الإسلامية عند توظيفها لمواردها إلى الموازنة بين تحقيق الربح الاقتصادي وبين تحقيق التكافل الاجتماعي من خلال جانبين أساسيين يتم مراعاتهما في سياسة البنك التوظيفية هما¹:

- التدقيق في مجالات التوظيف التي يقوم البنك بتمويلها والتأكد من سلامتها وقدرتها على سداد التمويل وتحقيق عائد مناسب ومن ثم ضمان عدم ضياع أموال المودعين بالبنك.
- أن يحقق التوظيف مجالا خصبا لرفع مستوى العمالة ومشاركتها في المشروعات الممولة، الأمر الذي من شأنه تحقيق عوائد أعلى تخصص بدورها لتقديم خدمات اجتماعية إلى كل من يحتاجها من أفراد المجتمع تحقيقا لرسالة البنك في التكافل الاجتماعي.

¹ رد الدكتور صالح بن عبد الرحمان الحصين على الدكتور ابراهيم الناصر حول بحثه موقف الشريعة الإسلامية من المصارف، مجلة البحوث الإسلامية، العدد 23، ص ص 121-136.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

من ناحية أخرى فإن البنك الإسلامي عن طريق صناديق الزكاة التي لديه يقوم برعاية أبناء المسلمين والعجزة والمعوقين منهم وتوفير وتهيئة الظروف الملائمة لرعايتهم واقامة ودعم المرافق الإسلامية العامة اضافة الى توفير مختلف الخدمات التعليمية والصحية والترفيهية ...

ث. تحقيق التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية:

لا تزال معظم الدول الإسلامية قابعة في مرحلة من مراحل التخلف الاقتصادي وهذا راجع في الأساس لعوامل مختلفة (مادية، بشرية، تقنية...)، لذلك يمكن للبنوك الإسلامية لعب دور هام في تفعيل عجلة التنمية الاقتصادية وتحقيق تكامل اقتصادي فعال بين الدول الإسلامية. فعلى سبيل المثال تعاني الدول الإسلامية من عدم توافر شبكات البنى التحتية التي تربط بين دولها بعضها البعض مثل الطرق السريعة ذات الكفاءة التي تستخدم في تنقل الأفراد أو نقل البضائع بين هذه الدول، فضلا عن شبكات السكك الحديدية ونقل الطاقة الكهربائية، ويمكن للبنوك الإسلامية خدمة هذه المرافق من خلال الدخول في مشاركات مع الدول لإنشاء مثل هذه المشروعات وتقديمها مقابل رسم معين يطبق على المواطنين الذين يستخدمونها وبذلك تعم الفائدة المتعددة حيث يحصل البنك الممول على عائد مجز من تمويله، وتحصل الحكومات على شبكة بنى تحتية ضرورية لبعث اقتصادياتها. ومن ثم فإن عملية التمويل لا يجب أن تقتصر فقط على المشروعات الإنتاجية التي تقوم على استخدام عوامل الإنتاج المتوفرة في كل دولة إسلامية على حده، بل وبالضرورة يجب أن تتسع النظرة لتعبر الحدود الجغرافية بين هذه الدول لتقوم على التشغيل الفعال لمختلف عناصر الانتاج المشتركة.

3. مميزات البنوك الإسلامية:

سيتم الاعتماد على مجموعة من المعايير بغية التفرقة بين البنوك الإسلامية وغيرها من البنوك التجارية التقليدية، نوجزها كالتالي:

أ. من حيث الموارد:

تتميز البنوك التجارية بالاعتماد على الموارد الخارجية أكثر من نظيراتها الذاتية وهذا راجع في الأساس لطبيعة نشاط هذه الأخيرة والقائم على تنمية المذخرات وتحويلها الى ائتمان مباشر وغير مباشر على حد سواء. وتتمثل أهم موارد البنك التجاري في: رأس المال والودائع والديون الناتجة عن

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

الإقتراض. أما فيما يخص رأس المال فهو يتكون من قيمة الأسهم العادية للبنك (رأس المال الاجتماعي) مضافا إليه الإحتياطيات والأرباح المحتجزة من السنوات الماضية.

وتتمثل أهمية رأس المال بالنسبة للبنك التجاري في وظائفه التي يمكن حصر أهمها في النقاط

التالية:

- حماية أموال المودعين ضد مخاطر انخفاض قيمة الأصول.
 - ضمان استمرارية نشاطات البنك.
 - إتاحة الفرصة للبنك للدخول في عمليات استثمارية أكثر خطورة كالاستثمار في الأسواق المالية.
 - تمويل شراء الأصول الثابتة، مثل: العقارات، الآلات والمعدات اللازمة لتشغيل البنك أو تلك المتعلقة بنشاطاته العملية.
- وبالرغم من هذه الأهمية، فإن رأسمال البنوك التجارية يمثل نسبة صغيرة من إجمالي الأصول، حيث يصل في بعض الحالات الى غاية نسبة 1 الى 15 لذلك عمدت المعايير الحديثة لكفاية رأس المال الى زيادة هذه النسبة بما يضمن حماية حقوق المودعين.

أما فيما يخص موارد البنك الإسلامي فتتميز في الغالب بما يلي¹:

- **صغر حجم رأس المال مقارنة مع إجمالي الموارد:** تتميز البنوك الإسلامية بصغر رأسمالها مقارنة بإجمالي مواردها وهذا راجع في الأساس الى اعتماد مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والذي تقوم عليه حسابات الاستثمار وهذا ما يجعل من أهمية كفاية رأس المال في البنوك الإسلامية تنخفض مقارنة بالبنوك التقليدية. ففي ظل الظروف التجارية والتنافسية والزامية التقيد بشروط البنوك المركزية فإن جزء من المخاطر يتحملها رأس المال مما يجعل من كفاية رأس المال في البنوك الإسلامية ذات أهمية ولكن بدرجة أقل من البنوك التقليدية، وهذا ما يجعل البنوك الإسلامية تتميز عن غيرها في احتساب نسبة كفاية رأس المال مما يجعل هذه

¹ سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، رسالة مقدمة لاستكمال درجة الدكتوراه، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2004-2005، ص ص 104-106.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

النسبة مرتفعة نوعا ما في البنوك الإسلامية.

- **صغر حجم الودائع الجارية:** تعتبر قدرة البنوك الإسلامية محدودة على اجتذاب الودائع الجارية أو ما يسمى بالحسابات الجارية وهذا راجع لعدم تعامل هذه المؤسسات بالفوائد أخذا وعتاء أي عدم امكانية منح فوائد على الحسابات الجارية كما ان احتفاظ المودع بأرصدة نقدية مملوكة له على شكل حسابات جارية دائنة، يكلفه زكاة مال بنسبة 2,5 % عن تلك الأرصدة متى بلغت النصاب وحال عليها الحول، وهذا ما يفسر ضعف الأهمية النسبية للودائع تحت الطلب في البنوك الإسلامية مقارنة بنظيراتها التقليدية.
- **طريقة تكوين المخصصات:** تختلف البنوك الإسلامية عن نظيراتها التقليدية في طريقة تكوين المخصصات من ناحية الأوعية التي يتم اقتطاع المخصصات منها حيث يتم اقتطاع هذه المخصصات من الإيرادات الإجمالية في البنوك التقليدية وذلك راجع لضمان هذه المؤسسات لأموال المودعين في كل الحالات، في حين يتم اقتطاعها في البنوك الإسلامية من الوعاء المعني بالنشاط الذي يقتطع المخصص من أجله.

ب. من حيث الاستخدامات:

تتلخص استخدامات البنوك التجارية في تقديم مجموعة من الخدمات المصرفية والهادفة أساسا الى تفعيل عملية الوساطة المالية بمفهومها الضيق وذلك عن طريق تجميع وتوجيه المدخرات الوطنية بما يتلائم ومتطلبات النمو الاقتصادي، اذ تتأتى أهمية هذا الدور من خلال عملها كوسيط مالي بين وحدات الفائض المالي (Surplus units)، ووحدات العجز المالي (Deficit units)، اضافة الى انفرادها بوظيفة خلق نقود الودائع (الكتابية) نتيجة لتلقيها لحجم كبير من الودائع الجارية (تحت الطلب). أما فيما يخص استخدامات البنوك الإسلامية فيمكن ايجاز أهم ما يميز هذه الأخيرة عن نظيراتها في البنوك التقليدية في النقاط التالية:

- **تركز استخدامات البنوك الإسلامية في مجموعة من صيغ التمويل والاستثمار والمتمثلة أساسا في حزمة البيوع وحزمة المشاركات والتي سيتم التوسع في شرحها لاحقا، اضافة الى مجموعة من الخدمات المصرفية الأخرى التي تتشابه فيها مع البنوك التجارية لعدم تعارضها مع مبادئ**

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

الشرعية الإسلامية¹.

- **عدم التعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً:** حيث تنص معظم القوانين الأساسية أو حتى اتفاقيات التأسيس للبنوك الإسلامية على ضرورة التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي تحريم التعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً، إذ من المعلوم أن عنصر الفائدة يعتبر ربا محرماً في الإسلام مهما قل أو كثر وهو ما يسمى شرعاً بربا الفضل، كما يعتبر بعض المختصين في هذا المجال أن عدم تعامل البنوك الإسلامية بالفائدة يعطيها الدافع القوي للدخول في مجال المعاملات المالية دون التقيد بحدود مضبوطة للفائدة، الأمر الذي من شأنه أن يخلص من مخاطر أسعار الفائدة، خاصة في ظل التغيرات الاقتصادية التي تحكم المعاملات المالية محلياً وحتى دولياً.
- **التعامل بمبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر:** وهو ما يعرف أيضاً بقاعدة الغنم بالغرم ومعنى ذلك أن استحقاق الربح يعتمد على المشاركة في تحمل المخاطرة، فإذا دخل عنصر من عناصر الإنتاج (الأرض، العمل، رأس المال، التنظيم، التكنولوجيا) إلى العملية الإنتاجية على أساس المشاركة في الربح، فعليه أن يقبل المخاطرة، أي ما يمكن أن يترتب عن الاستثمار من نتائج سلبية، وذلك طبعاً في مقابل استحقاقه لنصيب من الربح.
- **ارتباط عمليات التمويل بعمليات اقتصادية حقيقية:** عكس البنوك التجارية والتي يمكن أن تقوم في العديد من الحالات بعمليات وهمية، بحثاً عن فرص ربحية وفق ما يعرف بالمضاربة في الأسواق المالية، بينما يقوم التمويل الإسلامي على أساس مشروع استثماري معين تمت دراسته ودراسة جدواه ونتائجه المتوقعة، أي أن التمويل يشمل معرفة الغرض منه وكيفية استخدامه، ومدته لتفادي خطر عدم السداد، وتحديد المبلغ المطلوب، وإنشاء العلاقة التمويلية بين المتعاقدين، ويترتب على ما سبق ارتباط الربح في أغلب الصيغ التمويلية المعتمدة في البنوك الإسلامية بالنتيجة الناجمة عن المشروع المراد تمويله في الأساس وليس بمقدار

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 108-110.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

التمويل¹.

- **العمل بقاعدة الخراج بالضمان:** إن قاعدة الخراج بالضمان من القواعد المهمة في الفقه الإسلامي، إذ أنها تتعلق بكثير من أبواب المعاملات المالية من بيع وإجارة وكفالة ووكالة ورهن ومشاركة وغير ذلك، ومفاد هذه القاعدة كما شرحها الزركشي "ما خرج من الشيء من عين ومنفعة وغلة، فهي للمشتري عوض ما كان عليه من ضمان الملك، فإنه لو تلف المبيع كان من ضمانه، فالغلة له، ليكون الغنم في مقابلة الغرم"، أي بمعنى أن استحقاق الخراج والغلة والنتائج والربح الناجم عن الملك الحقيقي، إنما يكون مقابل الضمان لهذا المال. كما لا يجوز نقل هذا الضمان لطرف آخر لا يكون له الحق بالخراج والغلة.
- **ضرورة تملك بعض الأصول الانتاجية المرتبطة بالعملية التمويلية:** الملاحظ عمليا أن البنوك الإسلامية مقارنة بغيرها من البنوك قد تملك بعض الأصول الثابتة بصورة تقتضيها طبيعة عملها، سواء بشكل مؤقت أو لأجل أطول نسبيا، ففي صيغة المرابحة التي تطبقها البنوك الإسلامية بشكل واسع لا بد أن يملك البنك الإسلامي البضاعة المشتراة في هذا الإطار قبل بيعها إلى العميل، وذلك حتى لا يقع في محذور شرعي، هو بيع ما لا يملك. كما أن دخول البنك الإسلامي شريكا في بعض المشاريع مع أطراف أخرى قد يتطلب منه تملك عقارات أو منقولات، كذلك الأمر بالنسبة لصيغة الاجارة والتي يكون فيها البنك الإسلامي مجبرا على تملك الأصول المراد تأجيرها قبل الشروع في إبرام عقد الايجار².

¹ أحمد جميل، الدور التنموي للبنوك الإسلامية- دراسة نظرية تطبيقية (1980-2000)، رسالة مقدمة لاستكمال درجة الدكتوراه، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005-2006، ص 143.

² محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية- أحكامها - مبادئها- تطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة، الأردن، 2008، ص

المحاضرة الخامسة

4. صيغ التمويل والاستثمار المعتمدة في البنوك الإسلامية:

لقد ابرز الاسلام أهمية العقود المالية، اذ بين طرق ابرامها وشروطها ومشروعيتها وأثارها المختلفة، وهذا حتى لا تكون العقود وسيلة استغلال أو تقييد طرفا على حساب الآخر أو تضر بمصلحة أي طرف، وبما يضمن أيضا تحقيق العائد المشروع لكل طرف حسب احقيته في العقد. وقد أوجد الفقه الإسلامي أنواعا عديدة من عقود المعاملات المالية، والتي يمكن تصنيفها وفق ثلاثة أوجه نوجزها كالتالي¹: عقود المعاوضات (السلم، الاستصناع، البيوع....)، عقود المشاركات (المشاركة، المضاربة، المزارعة، المساقاة...) وأخيرا عقود التبرع (الهبة، الصدقة، القرض الحسن...)، وخدمة لمتطلبات هذه المحاضرى سيتم التطرق الى بعض من أهم صيغ التمويل سابقة الذكر.

1.4 صيغة المشاركة:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية المشاركة وأنواعها المختلفة اضافة الى تبيان مشروعيتها وأهم شروط انعقادها.

أ. تعريف المشاركة:

الشركة لغة هي المخالطة وفي المفهوم الاصطلاحي الشركة هي استقرار ملك له قيمة مالية بين اثنين أو أكثر لكل منهم حق تصرف المالك، ومن أركان الشركة العقد بينهم ليدل على انعقاد الشركة ودفع المال وممارسة العمل².

ب. مشروعية المشاركة:

¹ محمد الطاهر الهاشمي، استخدامات الأموال في المصرف الإسلامي، سلسلة محاضرات حول المصارف الإسلامية وطبيعة أعمالها، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة مصراتة، ليبيا، 2018، ص ص 03-04.

² محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص ص 223-224.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

تستمد المشاركة مشروعيتها من مشروعية شركة العنان، وهي مشروعية بالكتاب لقوله تعالى: " فَإِنْ كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ مِنْ بَعْدِ وَصِيَّةٍ يُوصَىٰ بِهَا أَوْ دَيْنٍ غَيْرِ مُضَارٍّ وَصِيَّةً مِنَ اللَّهِ وَاللَّهُ عَلِيمٌ حَلِيمٌ" (سورة النساء، الآية 12).

وقوله تعالى " قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعَجَتِكَ إِلَىٰ نِعَاجِهِ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لِيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ وَظَنَّ دَاوُودُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ" (سورة ص، الآية 24).

وهي مشروعية بالسنة استدلالا بالحديث الذي رواه أبو داود عن أبي هريرة رضي الله عنهما أن رسول الله ﷺ قال: " يقول الله تعالى أنا ثالث الشريكين لم يخن أحدهما صاحبه فإذا خانه خرجت من بينهما. وقد أجمع الفقهاء على مشروعيتها.

ت. أنواع المشاركة:

سيتم في هذا العنصر الاقتصار على تبيان تقسيمات المشاركة المرتكز على الهدف من المشاركة¹:

• المشاركة الدائمة:

وهي تعني قيام المصرف الإسلامي بالاشتراك مع شخص أو أكثر في مشروع تجاري معين، كأن يكون مصنعا، أو مبنى، أو مزرعة أو غيرها من مجالات الاستثمار المختلفة وذلك عن طريق التمويل في المشروع المشترك فيستحق كل واحد من الشركاء نصيبه من أرباح ذلك المشروع، وتكون المحاسبة للخسائر والأرباح بعد نهاية كل سنة مالية.

وهذا النوع من الشركة تنطبق عليه شركة العنان التي ذكرها الفقهاء، والتي تعني: (اشتراك في مال ليتجر في نوع من أنواع التجارة، أو في عموم التجارات).

¹ عائشة الشراوي المالقي، البنوك الإسلامية: التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2000، صص 350-358.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

والأسلوب المتبع لدى بعض المصارف الإسلامية هو: القيام بتمويل جهة ما، بجزء من رأس المال، للاتجار في صنف محدد من البضائع، على أن يكون العمل مشتركاً بينهما، ولكل منهما نسبة محددة من الربح.

• المشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتمليك:

وهي المشاركة التي يساهم فيها المصرف الإسلامي في رأس مال شركة، أو مؤسسة تجارية أو عقار أو أي مشروع تجاري آخر مع شريك أو أكثر وعندئذ يستحق كل طرف من أطراف هذه الشركة نصيبه من الربح بموجب الاتفاق الوارد في العقد، مع وعد المصرف الإسلامي بالتنازل عن حقوقه عن طريق بيع أسهمه إلى شركاؤه على أن يلتزم هؤلاء الشركاء أيضاً بشراء تلك الأسهم، والحلول محله في الملكية، سواء تم ذلك بدفعة واحدة، أم بدفعات متعددة وحسبما تقتضيه الشروط المنصوص عليه في عقد الشركة.

وهذا النوع من المشاركات غالبا ما يكون في الأشياء المنتجة للدخول بطريق العمل فيها مشاركة بين المصرف وبين من يقوم بالعمل في تلك الآلة المنتجة، كعربات النقل و المحاربيث والحاصدات الزراعية وغيرها. حيث ينتهي غالبا بتمليك الآلة المنتجة لأحد أطراف العقد، وذلك باتفاق يقسم على أساسه عائد نتاج العمل عليها إلى ثلاثة أقسام: قسم للمصرف، وقسم للعامل كأجرة لعمله على تلك الآلة، وقسم يحفظ مقابلا لقيمة الآلة، وذلك بعد خصم مختلف الأعباء والنفقات طبعاً، حتى إذا بلغ ذلك الجزء المحفوظ مقدار الآلة المنتجة قام المصرف من جانبه بالتنازل عن ملكيتها للعامل عليها.

ث. شروط عقد المشاركة:

عقد الشركة عقد غير لازم في حق الأطراف، فلكل شريك الحق في فسخ العقد متى شاء بشرط حضور باقي الشركاء وأن لا يترتب على ذلك ضرر، فان تترتب ضرر منع الفسخ حتى يزول المانع عملاً بالقاعدة الفقهية "لا ضرر ولا ضرار"، وأما الشروط الخاصة برأس المال والأرباح فيمكن ايجازها كالتالي¹:

¹ رضا سعد الله، أدوات التمويل الإسلامية، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، وقائع ندوة، رقم 34، جدة، ص 284. (ص ص 273-292)

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

أولاً: شروط الصيغة: تتعد المشاركة بكل لفظ يعبر عن المقصود. ويصح عقدها باللفظ أو بالكتابة أو بغير ذلك، ويندب توثيق عقد المشاركة بالكتابة والشهود.

ثانياً: الشروط الخاصة برأس المال:

- أن يكون رأس المال نقدا لا عرضاً، وإن أجاز المالكية العروض.
- أن يكون رأس المال حاضراً لا ديناً ولا مالا غائباً.
- أن يكون رأس المال معلوم القدر والجنس والصفة.
- يحظر على الشريكين إنفاق رأسمال المشاركة أو تشغيله في أغراضه الشخصية أو إقراضه لشخص آخر.
- لا يجوز للشريك أن يضمن للشريك الآخر ما قدمه من مال لأن المشاركة تقوم على قاعدة الغنم بالغرم.
- يجوز أن يطلب الشريك من الشريك الآخر ضمانات ضد التعدي أو التقصير أو الإهمال أو الخيانة.
- لا يجوز أن يتفق في عقد المشاركة على بيع حصة المصرف إلى الشريك بالقيمة التاريخية أو العكس.
- يجوز الإتفاق على بيع حصة الشريك للمصرف بالقيمة العادلة «السوقية» التي يتفق عليها في حينها.

ثالثاً: الشروط الخاصة بتوزيع الأرباح والخسائر:

- أن يكون الربح معلوم القدر بنسبة شائعة في الجملة، تجنباً للخلاف مستقبلاً.
- أن يكون نصيب كل شريك في الربح بنسبة شائعة منه، وأن لا يكون مبلغاً محدداً.
- لا يجوز الإتفاق على إقتطاع قدر معين من الربح قبل تقسيم الربح لأي سهم من أسهم المشاركة لإحتمال عدم تحقيق الأرباح إلا في حدود القدر المتفق على إقتطاعه.
- يجوز أن يشترط من يتولى الجهد الأكبر من الإدارة إذا زادت الأرباح عن قدر معين أن تكون له تلك الزيادة أو نسبة منها.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- أن تكون الخسارة (الوضيعة) بقدر حصة كل شريك في رأس المال.

a. صيغة المضاربة:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية المضاربة وأنواعها المختلفة اضافة الى تبيان مشروعيتها وأهم شروط انعقادها.

أ. تعريف المضاربة:

المضاربة لغة هي أن يدفع شخص مالا لآخر ليتجر فيه على أن يكون الربح بينهما على ما اتفقا عليه والخسارة على صاحب المال¹.

والمضاربة وهي تسمية أهل العراق مأخوذة من الضرب في الأرض بمعنى السير فيها للسفر، لقوله تعالى: " وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَقْصُرُوا مِنَ الصَّلَاةِ إِنْ خِفْتُمْ أَنْ يَفْتِنَكُمُ الَّذِينَ كَفَرُوا إِنَّ الْكَافِرِينَ كَانُوا لَكُمْ عَدُوًّا مُّبِينًا " (سورة النساء، الآية 100)

أو بغرض التجارة وابتغاء الرزق لقوله تعالى: " إِنَّ رَبَّكَ يَعْلَمُ أَنَّكَ تَقُومُ أَدْنَىٰ مِنْ ثُلُثِي اللَّيْلِ وَنِصْفَهُ وَثُلُثَهُ وَطَائِفَةٌ مِّنَ الَّذِينَ مَعَكَ وَاللَّهُ يُقَدِّرُ اللَّيْلَ وَالنَّهَارَ عَلِمَ أَنْ لَنْ تُحْصُوهُ فَتَابَ عَلَيْكُمْ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنَ الْقُرْآنِ عَلِمَ أَنْ سَيَكُونُ مِنْكُمْ مَّرْضَىٰ وَآخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ اللَّهِ وَآخَرُونَ يُقَاتِلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَاقْرَءُوا مَا تَيَسَّرَ مِنْهُ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَقَرِّضُوا لِلَّهِ قَرْضًا حَسَنًا وَمَا تَقَدَّمُوا لَأَنْفُسِكُمْ مِنْ خَيْرٍ تَجِدُوهُ عِنْدَ اللَّهِ هُوَ خَيْرًا وَأَعْظَمَ أَجْرًا وَاسْتَغْفِرُوا لِلَّهِ إِنَّ اللَّهَ غَفُورٌ رَّحِيمٌ. (سورة المزمل، الآية 20).

ومن حيث الاصطلاح فقد عرف الشافعية والحنابلة، عقد المضاربة بأن عقد بين اثنين يتضمن أن يدفع أحدهما للآخر مالا ليملكه ليتجر فيه بجزء شائع معلوم من الربح كالنصف أو الثلث أو نحوها بشرائط مخصوصة، وكذلك عرفها الحنفية بأنها عقد على الشركة بمال من أحد الجانبين وعمل من الآخر، كما عرفها المالكية بأنها عقد توكيل صادر من رب المال لغيره على تجارة بنقد مضروب مسلم بجزء من ربحه.

ب. مشروعية المضاربة:

¹ عائشة الشرقاوي المالقي، مرجع سبق ذكره، ص 280.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

على الرغم من عدم وجود نص صريح في الكتاب أو في السنة النبوية حول مشروعية المضاربة إلا أن مشروعيتها مقررة بالسنة التقريرية، أي أن النبي صلى الله عليه وسلم أقرها ولم ينكرها، كما أنه عليه الصلاة والسلام اشتغل بمال خديجة رضي الله عنها قبل البعثة، ثم أن ابن عباس رضي الله عنهما قال: "كان العباس بن عبد المطلب إذا دفع مالا مضاربة اشترط على صاحبه أن لا يسلك به بحرا ولا ينزل به واديا ولا يشتري به ذات كبد رطبة فإن فعل فهو ضامن. فرفع شرطه إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم فأجازه".

وأما الإجماع: فما روي عن جماعة من الصحابة أنهم دفعوا مال اليتيم مضاربة ولم ينكر عليهم أحد، كما عرف عن الصحابة رضي الله عنهم تعاملهم بالمضاربة، ولم يكن فيهم مخالف، ولا تمت منكر، فيكون عملهم هذا دالاً على المشروعية، وبه يحصل الإجماع، قال الشوكاني بعد سياقه الآثار الواردة عن الصحابة رضي الله عنهم في المضاربة: "فهذه الآثار تدل على أن المضاربة كان الصحابة يتعاملون بها من غير تكبر، فكان ذلك اجماعاً منهم على الجواز".

ت. أنواع المضاربة:

تقسم المضاربة حسب عدد المشاركين فيها إلى نوعين¹:

- **المضاربة الثنائية (الخاصة):** وهي عقد بين شخصين اثنين فقط هما رب المال والمضارب، وقد يكون رب المال شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً كأن يكون مصرفاً أو شركة...
- **المضاربة المتعددة (الجماعية):** وهي عقد بين مجموعة من أصحاب المال من جهة ومجموعة من أصحاب العمل (المضاربين) من جهة أخرى، ولعل أفضل مثال على ذلك هو الودائع الاستثمارية على مستوى البنوك الإسلامية.

كما تقسم حرية المضارب في التصرف إلى نوعين:

- **المضاربة العامة (المطلقة):** وهي مضاربة مطلقة لا يرد في عقدها أي شرط من شأنه تقييد حرية المضارب في التصرف في المال.

¹ محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحرية، القاهرة، 1990، ص157.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- المضاربة الخاصة (المقيدة): وهي مضاربة مغلقة تتضمن شروطا وقيودا تحد من حرية المضارب في التصرف في نوع النشاط أو السلعة أو المكان أو الزمان أو جهة التعامل.

ث. شروط عقد المضاربة:

أولا: شروط الصيغة:

عقد المضاربة كسائر العقود يحتاج إلى صيغة، تفصح عما في نية العاقد؛ فكل عاقد لا بد له من نية وإرادة، تُفصح عنها الألفاظ التي تصدر عنه، فذهب جمهور الفقهاء إلى أنه لا بد في المضاربة من الصيغة. والصيغة تتكون من الإيجاب والقبول: اللذين يترتب على وجودهما الأثر الشرعي للعقد، ويشترط لهما مجموعة من الشروط نوجزها كالتالي¹:

- اتحاد موضوعهما.
- جعل ثانيهما إقرارا لأولهما.
- مطابقة القبول للإيجاب، واتصاله به.
- كونهما واضحي الدلالة على وجود إرادة كل من العاقدين.

ثانيا: شروط على رأس المال:

- أن يكون نقدا.
- أن يكون معلوم القدر والصفة.
- أن يكون عينا حاضرا وأن لا يكون دينا في ذمة المضارب.
- أن يكون مسلما الى المضارب.
- منع اشتراط الضمان على المضارب اذا هلك رأس المال من غير تعد أو تقصير منه.

ثالثا: شروط على الربح والخسارة²:

- أن يكون الربح معلوما (محددا بنسبة معينة).

¹ حسن عبد الله الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 11، جدة، 1993، ص ص 27-28.

² عائشة الشراوي المالقي، مرجع سبق ذكره، ص ص 285-315.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- أن يكون الربح بنسبة مشاعة بين أطراف التعاقد في الأرباح (الناتج) لا في رأس المال.
- لا يجوز لرب المال اشتراط ضمان الأرباح على المضارب.
- لا يجوز ربط حصة أي طرف من الأرباح بنسبة من رأس المال.

رابعاً: شروط على العمل:

- أن يكون العمل مقصوراً على التجارة.
- أن لا يضيق رب المال على المضارب في عمله.
- أن لا يخالف المضارب مقتضى العقد.

3.4 صيغة المربحة:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية المربحة وأنواعها المختلفة اضافة الى تبيان مشروعيتها وأهم شروط انعقادها.

أ. تعريف المربحة:

تأتي المربحة في اللغة مصدراً لربح، ويقال بعت السلعة مربحة على كل عشرة دراهم درهم، وكذلك اشتريته مربحة¹.

والمربحة في الاصطلاح هي: بيع بالثمن بزيادة أي بيع برأس المال وربح معلوم، أو بيع السلعة بثمنها الذي قامت به مع ربح معلوم.

كما يعرفها الحنفية على أنها " نقل ما ملكه بالعقد الأول مع زيادة ربح، أي بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة الربح، ويعرفها فقهاء المذهب المالكي بأنها "بيع السلعة بالثمن الذي تم الشراء به وزيادة ربح معلوم يتفق عليه، واشترط الشافعية لصحتها تبيان رأس المال وقدر الربح بأن يقول ثمن السلعة مائة وقد بعته برأس مالها وربح درهم في كل عشرة، وهو ما ذهب إليه أيضاً فقهاء المذهب الحنبلي. ونلاحظ اشتراك التعاريف السابقة في ثلاثة عناصر أساسية وهي:

- ضرورة تملك الاصل المراد بيعه، حتى لا نقع في محذور شرعي وهو بيع ما لا يملك.
- ذكر الثمن الأصلي للسلعة لدخولها ضمن بيوع الأمانة.

¹ محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص 122.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- زيادة ربح معلوم متفق عليه.

ومن ثم يمكن إجمال عناصر التعريفات السابقة في تعريف واحد وهو بيع ما ملكه بالعقد الأول بالثمن الذي قامت به السلعة وزيادة ربح معلوم متفق عليه مسبقاً.

ب. مشروعية المربحة:

يستدل على مشروعية المربحة في القرآن بما جاء من كتاب الله تعالى من آيات مثل:

" الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ" (سورة البقرة، الآية 275).

كما لم يثبت عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قد نهى عن المربحة بل الثابت عنه أنه أباح البيع لطالب الفضل، وجاء في حديث لرسول الله صلى الله عليه وسلم، عن عبادة بن الصامت، قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يداً بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف، فبيعوا كيف شئتم، إذا كان يداً بيد. وقد قال النووي: إلا ما اختلفت ألوانه يعني أجناسه وهو ما يستدل منه على جواز المربحة حيث أن المربحة بيع عين بثمن يكون الجنسان فيها مختلفين فيجوز بيع إحدهما بالآخر.

وفي هذا يذهب الفقهاء أيضاً حيث أجازوا المربحة على أنها من المعاملات التي يحتاجها الناس والتي لا تتضمن ما نهى عنه الشارع من الربا أو الغش أو التدليس أو الغرر، وبذلك فهي بمقتضى الأصل العام تكون مباحة والحرام مذكور ومنصوص عليه صراحة أو دلالة مما يندرج تحت وصف التحريم، وما سواه يبقى على الحل والإباحة.

ت. أنواع المربحة:

تقسم المربحة حسب عدد أطراف العقد الى:

- المربحة البسيطة: والتي تقوم بوجود طرفين فقط هما البائع والمشتري.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- **المرابحة المركبة:** وفيها يكون عدد أطراف التعاقد كبيراً (في الغالب ثلاثة أو أكثر)، وهو ما يعرف على مستوى البنوك الإسلامية بالمرابحة للأمر بالشراء والتي تقوم بوجود كل من البائع والبنك والأمر بالشراء، فهي اذن عقد مركب من وعد بالشراء وبيع بالمرابحة¹. ويمكن أن تقسم حسب كيفية تسليم الثمن الى:

- **المرابحة العاجلة (بالثمن الحال):** وفيها يتم تسديد ثمن البضاعة وتسليمها عند ابرام عقد البيع.

- **المرابحة الآجلة:** وفيها يتم نقل ملكية البضاعة عند ابرام عقد البيع، أما الثمن فيتم تأجيل سداده الى تاريخ متفق عليه مسبقاً، ويكون ذلك اما دفعة واحدة أو على عدة دفعات.

ث. شروط عقد المرابحة:

ينبغي توفر الشروط التالية حتى يصح عقد المرابحة²:

- أن يكون العقد الأول صحيحاً، إذ أنه وبمقتضى هذا العقد تنتقل ملكية المبيع إلى المشتري ثم يقوم بدوره ببيع هذه البضاعة إلى المشتري مرابحة فإذا كان العقد الأول فاسداً فسد العقد الثاني.
- أن يكون الثمن الأول معلوماً للمشتري أو العلم بما قامت به السلعة من الثمن والمصاريف التي تكلفتها السلعة، فإذا تم البيع ولم يعلم المشتري بثمن المبيع فسد العقد.
- أن يكون الربح معلوماً لأنه جزء من الثمن، ويكون الربح مجهولاً إذا لم يذكر قدره أو نسبته من الثمن فإذا كان الثمن الأول غير معلوم لم يصح بيع المرابحة بالعلم بالربح فيه.
- ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا كأن يشتري المكيل أو الموزون بجنسه مثلاً بمثل حيث أنه يكون ربا، فلا يصح بيعه مرابحة، حيث أن البيع مرابحة يتضمن زيادة على الثمن الأول، والزيادة على أموال الربا ما هي الا ربا.

¹ سامي حسن حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، الطبعة الثانية، عمان، 1982، ص ص 432-433.

² محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص ص 243-244.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- أن تكون البضاعة من ذوات الأمثال كالعملات أو المكيلات أو الموزونات أو المعدودات المتقاربة فإن كان له مثلاً يجوز بيعه على الثمن الأول مطلقاً، وإن كان مما لا مثل له من العروض فلا يجوز بيعه مرابحة.

a. بيع السلم:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية بيع السلم اضافة الى تبيان مشروعيته وأهم شروط انعقاده.

أ. تعريف السلم:

السلم في اللغة السلف وزنا ومعنى، أما في الاصطلاح الفقهي فهو "بيع آجل بعاجل" أو "دين بعين" أو هو "بيع يتقدم فيه رأس المال (الثمن) ويتأخر فيه تسليم المثلن (المبيع) لأجل" أو "بيع موصوف في الذمة" أو "أن يسلف عوضاً حاضراً في عوض موصوف في الذمة إلى أجل".¹

ب. مشروعية السلم:

السلم مشروع بالكتاب والسنة وإجماع الأمة:

أما الكتاب: فقد فسرت به آية الدين، وهي قوله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَيْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ .." (سورة البقرة، الآية 282). حيث قال ابن عباس: أشهد أن السلف المضمون إلى أجل مسمى قد أحله الله في كتابه وأذن فيه، ثم قرأ هذه الآية.

أما السنة: فما روى ابن عباس أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قدم المدينة وهم يستلفون في الثمار السنة والسنتين، فقال: (من أسلف في شيء فليسلف في كيل معلوم، ووزن معلوم، إلى أجل معلوم) وفي رواية مسلم: (من أسلف في تمر فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم).

أما الإجماع: فقال ابن المنذر: أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السلم جائز، ولأن بالناس حاجة إليه، لأن أرباب الزروع والثمار والتجارات يحتاجون إلى النفقة على أنفسهم أو على الزروع ونحوها حتى تنضج، فجوز لهم السلم دفعا للحاجة.

ت. شروط السلم:

¹ نزيه حماد، عقد السلم في الشريعة الإسلامية، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق، 1993، ص7.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

يشترط لصحة السلم ما يشترط لصحة البيوع عامة، كما ينبغي زيادة شروط خاصة به لا يصح بدون توافرها جميعاً. وهذه الشروط على أنواع: فمنها ما يكون متعلقاً برأس المال، ومنها ما يكون متعلقاً بالمسلم فيه (المبيع)¹.

واتفق أئمة المذاهب على أن السلم يصح بستة شروط: وهي أن يكون في جنس معلوم، بصفة معلومة، ومقدار معلوم، وأجل معلوم، ومعرفة مقدار رأس المال، وتسمية مكان التسليم إذا كان لحمله تكلفة ونفقة.

أولاً: شروط رأس المال:

ينبغي توفر ما يلي:

- أن يكون معلوم الجنس والقدر والنوع.
- بيان الصفة: أي جودة المبيع.
- أن يسلم في المجلس (يدا بيد).

ثانياً: شروط المسلم فيه:

المسلم فيه هو المال الذي يتعهد البائع بتأديته إلى رب السلم بعد أجل معين، وشروطه متعددة

هي:

- بيان جنسه، ونوعه وصفته.
- بيان قدره، ببيان كيله، أو وزنه، أو عدده إن كان متقارباً.
- ألا يكون في السلم أحد وصفي علة ربا الفضل، وهو إما الكيل أو الوزن، وإما الجنس.
- أن يكون المسلم فيه مما يتعين بالتعيين: فإن كان مما لا يتعين بالتعيين كالدرهم والدنانير فلا يجوز السلم فيه.
- أن يكون المسلم فيه مؤجلاً.
- أن يكون جنس المسلم فيه أي (المبيع) موجوداً في الأسواق بنوعه وصفته من وقت العقد إلى وقت حلول أجل التسليم.

¹ محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص 259.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- أن يكون معلوم الأجل، حيث اتفق الفقهاء على وجوب تعيين الأجل بمدة محددة، فإذا أطلق الأجل لم يصح لما فيه من الجهالة المفضية للمنازعة.

5.4 عقد الإجارة:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى ماهية الإجارة وأنواعها المختلفة اضافة الى تبيان مشروعيتها وأهم شروط انعقادها.

أ. تعريف الإجارة:

الإجارة لغة كلمة مشتقة من أجر وهو العوض. أما اصطلاحاً فقد عرفها الفقهاء على أنها بيع منفعة معلومة بأجر معلوم عند الشافعية، وقيل هي تملك المنافع بعوض وعرفها المالكية بأنها: تملك منافع شيء مباحة مدة معلومة بعوض معلوم.

حيث تعرف المنافع على أنها ما تصير المنفعة فيه معلومة كاستئجار الدور للسكن والأرض للزراعة، ومنه ما تصير المنفعة فيه بالإشارة أي لا تكون معينة كاستئجار عامل لينقل بضاعة لمكان معلوم¹.

وبصفة عامة فالإجارة هي تقديم شخص يسمى مؤجر منفعة معينة لفائدة شخص آخر يسمى المستأجر مقابل تعويض على هذه المنفعة ويسمى الأجر.

ب. مشروعية الإجارة:

اتفق جمهور الفقهاء على جواز عقد الإجارة ولم يخالف في جوازها، والدليل في ذلك من الكتاب قوله تعالى: " قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ " (سورة القصص، الآية 26). ووجه الاستدلال بالآية الكريمة هو أن الله سبحانه وتعالى قص علينا خبر تأجير موسى عليه السلام نفسه لرعي الغنم بأجرة معلومة، فدل ذلك على جواز الإجارة.

أما الدليل من السنة الشريفة قوله صلى الله عليه وسلم : أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه وهذا حديث رواه أبو يعلى في مسنده من حديث أبي هريرة وروي عن آخرين. وقوله صلى الله عليه وسلم : من استأجر أجيراً فليعلمه أجره.

¹ نزيه حماد، مرجع سبق ذكره، ص 26.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

وهذان الحديثان يدلان على جواز الإجارة، لأن فيهما الأمر بإعطاء الأجير أجرته وإعلامه بقدرها.

أما الدليل من الاجماع فقد أجمع السلف الصالح من الصحابة والتابعين على جواز الإجارة، حيث يقول الإمام الكاساني " وأما الإجماع فإن الأمة أجمعت على ذلك قبل وجود الأصم حيث يعتقدون عقد الإجارة من زمن الصحابة إلى يومنا هذا من غير تكبير فلا يعبأ بخلافه، إذ هو خالف الإجماع وبه تبين أن القياس متروك لأن الله تعالى إنما شرع العقود لحوائج العباد وحاجتهم إلى الإجارة ماسة. ت. أنواع الإجارة:

يمكن تقسيم الاجارة حسب المعقود عليه وطبيعة العقد كالتالي:

- **منافع الأعيان:** وتنقسم بدورها الى عدة اقسام نذكر منها : ايجار العقارات، ايجار المنقولات، ايجار الحيوانات لأغراض النقل والحراثة...
- **منافع العمل:** ويسمى المأجور فيها أجيرا وتضم ما يلي: استئجار الخدمة، ايجارة العمال، ايجارة أرباب الحرف والصنائع.

كما يمكن أيضا ان تقسم الاجارة الى تشغيلية واخرى منتهية بالتمليك:

- **الاجارة التشغيلية:** تعرف بانها بيع نفع معلوم بعوض معلوم الى أجل معلوم ولكنها تنتهي في الغالب برد العين المؤجرة للمؤجر¹.
- **الاجارة المنتهية بالتمليك:** من ناحية التعريف يبقى هذا النوع مشابها لنظيره التشغيلي غير ان هذا الأخير يكون غالبا مقرونا بخيار تملك الأصل محل الايجار وبالتالي فهي تستهدف تملك المستأجر للعين المؤجرة.

ث. شروط الإجارة:

يشترط لصحة الإجارة ما يلي²:

- أن يكون كل من العاقدين جائزا التصرف.

¹ يوسف حسين عاشور، ادارة المصارف الإسلامية، الطبعة الثانية، فلسطين، 2003، ص ص 195-200.

² محمد محمود العجلوني، مرجع سبق ذكره، ص 262.

الفصل الثاني: أدوات التمويل والاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية.

- أن تكون المنفعة معلومة أو قابلة للتعين.
- أن تكون الأجرة معلومة.
- أن تكون المنفعة مباحة.
- أن تكون العين المؤجرة معلومة بدقة، وأن يعقد على نفعها دون أجزائها، وأن تكون مقدورا على تسليمها، وأن تشتمل على المنفعة المباحة، وأن تكون مملوكة للمؤجر أو مأذونا له فيها.
- حصول الإيجاب والقبول بين الطرفين.
- أن تكون مدة الايجار معلومة كشهر أو سنة ونحوهم.

المحاضرة السادسة

تمهيد:

تسببت المتغيرات الاقتصادية الدولية والتطورات العلمية والتكنولوجية التي مر بها العالم في العقدين الأخيرين من القرن العشرين في انقلاب موازين القوى بين الدول، واحداث تغييرات في المفاهيم الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، ضف الى ذلك التحول الجذري لأساليب الإنتاج والعمل دون تمكين أي مجتمع من التعايش في عزلة عن الكيان العالمي أو بما يسمى بالعولمة ومظاهرها المختلفة المتمثلة في المنظمة العالمية للتجارة والتحالفات الإستراتيجية للشركات المتعددة الجنسيات، هذا ويضاف الى ذلك تنامي ظاهرة التكتلات الاقتصادية التي جاءت كرد فعل لما يحدث في البيئة الاقتصادية الدولية. كما أصبح لزاما على دول العالم اضافة الى التكتلات الاقليمية اتخاذ مجموعة من القرارات الصعبة وغير المسبوقة أحيانا من أجل مواجهة متطلبات العمل الخاصة بهذه الحقبة المعقدة والمتداخلة. وتستدعي عملية الولوج في القرن الحادي والعشرين مواجهة أنماط جديدة ومستحدثة من التحديات والمستجدات، انطلاقا من أفكار مغايرة ومناهج أكثر شفافية عن تلك التي هيمنت على أنماط التفاعل الدولي وهيكله التنظيمي في الفترات السابقة.

1. تعريف العولمة الاقتصادية:

جاءت العولمة الاقتصادية في اطار السعي لتوفير حرية أكبر ومجال أوسع للنشاط الاقتصادي، سواء تعلق الأمر بالجانب الحقيقي لهذا النشاط (سلع وخدمات)، أو في جانبه المالي (رؤوس الأموال)، وذلك من خلال ازالة أي قيود من شأنها التأثير سلبا على تطور هذا الأخير، لذا جاءت العولمة المالية مصاحبة للعولمة التجارية بحكم الترابط بين المعاملات المالية ونظيرتها التجارية، غير أنها سلكت منحى تصاعدي منفصل في نسقه عن العولمة التجارية الأمر الذي أدى في نهاية المطاف الى اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي. وتجدر الاشارة في هذا الصدد الى العدد الكبير للمفاهيم المقترحة لمصطلح العولمة الاقتصادية وهذا راجع في الحقيقة الى اختلاف الجهات الأكاديمية والسياسية والاقتصادية والاجتماعية وغيرها التي تناولت هذه الظاهرة، لذلك توجد صعوبة

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

كبيرة للتوافق حول إيجاد مفهوم دقيق لهذه الظاهرة يتمتع بالقبول العام. فالعولمة كلمة مترجمة من مصطلح (Globalization) بالإنجليزية والمشتقة بدورها من كلمة (Glob) بمعنى الكرة، والتي يقصد بها الكرة الأرضية. ليصبح الاصطلاح الأكثر قبولا في وصف الظاهرة هو الكوكبة، ومهما اختلفت المسميات فإن الظاهر من هذه الأخيرة يعبر عن حجم الاختزال والتقارب الكبير الذي أصبح يربط كل ما على الكرة الأرضية دولا كانت أم تنظيمات إقليمية وعالمية أو شركات مختلفة... ويمكن أن يشار إلى العولمة بأنها النظام الذي يتراجع في ظلّه دور الدولة القومية وتنكمش فيها سلطة السيادة والغلبة في مواجهة قدرات الأفراد في مقابل تنامي دور القطاعات والشبكات الفردية الخاصة والمسجلة بقوة المعلومات وتقنية الاتصالات والعاملة في إطار منظمات غير حكومية عابرة للقطاعات¹.

كما يمكن اعتبار العولمة الاقتصادية بمثابة ملتقى لسلسلة من الظواهر الاقتصادية المتصلة في جوهرها، حيث تشمل هذه الظواهر تحرير الأسواق ورفع القيود عنها، وخصوصة الأصول، والتراجع الكبير لوظائف الدولة، وانتشار التكنولوجيا، وتوزيع الإنتاج التصنيعي عبر الحدود إضافة الى تكامل أسواق رأس المال².

وتعرف العولمة الاقتصادية أيضا على أنها كل المستجدات والتطورات الاقتصادية التي يشهدها العالم الاقتصادي، والمتمثلة في تزايد حجم ونطاق التجارة العالمية والاتجاه نحو تحريرها بالكامل وكذلك بروز الشركات العابرة للحدود الوطنية التي لا تأخذ بعين الاعتبار الحدود الجغرافية القائمة بين دول العالم، والزيادة المطردة للتكتلات الاقتصادية الإقليمية، وكذلك التطورات المرتبطة بتكنولوجيا الإعلام والاتصال وبالتالي ظهور ما يسمى باقتصاد المعرفة، لذا يمكن حصر أهم العناصر المميزة للعولمة من الناحية الاقتصادية كما يلي:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، النظام الاقتصادي العالمي الجديد، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 25.

² عبد الله إسماعيل صبري، الكوكبة: الرأسمالية العالمية ما بعد الامبريالية، مجلة المستقبل العربي، عدد 222، أغسطس 1997، ص 12.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

- تحرير التجارة الدولية وظهور ما يعرف بالمنظمة العالمية للتجارة.
- التحالفات الإستراتيجية للشركات العالمية وزيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- الزيادة الكبيرة في عدد التكتلات الاقتصادية الإقليمية.
- التطور المذهل والسريع في تكنولوجيا الاعلام والاتصال.

2. مظاهر العولمة الاقتصادية:

أدى ظهور العولمة الاقتصادية الى بروز العديد من المستجدات والمتغيرات والتي يمكن ايجازها في النقاط التالية:

أ. تحرير التجارة الدولية:

يعتبر شرط تحرير التجارة من العناصر الأساسية التي قامت عليها فكرة العولمة الاقتصادية، غير أن ذلك لا يعتبر وليد الحقبة الحالية، فقد شهد العالم فترات طويلة من تحرير التجارة. فكانت المبادلات التجارية تتم في العصور القديمة ولكن بشكل محدود من حيث الحجم والنطاق والزمن، ومع تزايد الاكتشافات الجغرافية وبروز النظام الرأسمالي بدأ العالم في القرن العشرين يشهد نوعا من الترابط وتحرير التجارة خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، حيث لوحظت تطورات كبيرة في تركيبة وحجم التجارة العالمية. وهو ما تزامن مع قيام اتفاقية (GATT) سنة 1947 ضف الى ذلك ابرام عديد الدول والتكتلات الإقليمية لاتفاقيات أخرى متعددة الأطراف فيما بينها والهادفة في مجملها الى تحرير التجارة. وقد شهدت الفترة التي اعقبت نهاية الحرب العالمية الثانية تناميا مهولا في معدلات التجارة الخارجية بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي في كل الاقتصاديات تقريبا.

ب. ظهور هيئات اقتصادية دولية جديدة تتولى ادارة النظام الاقتصادي الدولي:

تلعب المؤسسات الاقتصادية العالمية دورا كبيرا في تجسيد مبادئ العولمة الاقتصادية وتتمثل أهم هذه المؤسسات في الآتي: صندوق النقد الدولي المسؤول عن إدارة النظام النقدي العالمي، مجموعة البنك الدولي التي تتولى ادارة النظام المالي الدولي، اضافة الى منظمة التجارة العالمية، المسؤولة عن إدارة النظام التجاري الدولي. ويمثل صندوق النقد الدولي أحد المؤسسات الناجمة عن اتفاقية بريتون

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

وودز 1944، والذي يمثل قمة هرم النظام النقدي الدولي. كما تعتبر مجموعة البنك العالمي ثاني مؤسسة ذات طابع دولي بعد صندوق النقد الدولي، وتتولى هذه المجموعة عملية منح القروض طويلة الأجل بهدف ضمان قواعد الاستقرار المالي الدولي وتنمية العلاقات متعددة الأطراف. في حين تتولى منظمة التجارة العالمية عملية ادارة العلاقات التجارية الدولية، اذ ظهرت هذه المنظمة سنة 1995 على أنقاض اتفاقية الجات لتدير التجارة الحرة في عصر العولمة، وكان الهدف الأساسي من هذه الاتفاقية هو تحقيق مزيد من تحرير التجارة الدولية الخاصة بالسلع والخدمات عموماً، وهذا بخفض الرسوم الجمركية على الواردات، وإنهاء نظام الحصص الذي تطبقه بعض الدول على وارداتها، وعدم فرض قيود على الصادرات والتوقف عن تقديم الدعم للسلع التي يجري تصديرها إلى الأسواق الخارجية.

ت. تزايد عدد الشركات متعددة الجنسيات وتنامي دورها:

تعتبر الشركات متعددة الجنسيات من أهم أدوات تجسيد العولمة الاقتصادية، ويرجع تزايد عدد هذه الأخيرة الى انضمام العديد من الدول النامية إلى منظمة التجارة العالمية، وفتح أسواقها أمام الشركات المتعددة الجنسيات للاستثمار والانتاج في أسواق هذه الدول، وقد ساعدها في ذلك إمكانياتها المالية الضخمة وقدراتها التكنولوجية والادارية العالية، ويمكن تعريف الشركات متعددة الجنسيات على أنها شركات تتألف من فروع تعمل في بلدين أو أكثر وفق نظام معين لاتخاذ القرار في المركز أو عدة مراكز بحيث يسمح مثل هذا النظام بوضع سياسات منسقة وإستراتيجيات مشتركة. وترتبط هذه الفروع داخل هذا النظام بروابط الملكية أو غيرها، بحيث يتسنى لفرع واحد أو أكثر التأثير بشكل عام على أنشطة الفروع الأخرى من خلال تبادل المعلومات والموارد والمسؤوليات مع الفروع الأخرى.

ث. ظهور التخصص والتقسيم الدولي للعمل:

يشير مصطلح التقسيم الدولي الجديد للعمل الى تبلور انماط جديدة للتخصص وتقسيم العمل بين الدول والوحدات الانتاجية وذلك في اطار التوجه نحو العولمة الاقتصادية وسعي كل دولة أو وحدة انتاجية الى تعظيم ميزات التنافسية، الأمر الذي أدى الى اعادة تحديد للأولويات الصناعية، واعادة النظر في تخصيص الموارد، وهيكله عديد من الصناعات والخدمات بما يستجيب لاحتياجات هذا

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

التطور العالمي الجديد. ومفهوم تقسيم العمل هو من المفاهيم العلمية في دراسة الاقتصاد الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية، فمنذ تبلور النظام الرأسمالي وحرية التجارة، برزت فكرة التخصص الدولي والتي بمقتضاها أصبح من المتوقع ان تخصص كل دولة في انتاج السلع والخدمات التي تتمتع فيها بميزة نسبية. وفي هذا السياق، فان مفهوم نظام التقسيم الدولي للعمل يشير الى نمط التراكم الرأسمالي، ونمط المعرفة السائدة المستخدم في العملية الانتاجية، والذي يحقق لكل اقتصاد أكبر قدر من العوائد والمنافع. وفي هذا الاطار، فان القوة الدافعة للتقسيم الدولي الجديد للعمل هي الثورة العلمية والتكنولوجية التي يتم اعادة تشكيل العالم وفقا لتداعياتها وآثارها.

ج. التوجه التدريجي نحو اقتصاد السوق:

قامت العديد من الدول بعد زوال الفكر الاقتصادي الاشتراكي في التحول تدريجيا الى ما يعرف باقتصاد السوق، الأمر الذي أدى الى تحرير الأسواق سواء في الداخل أو في الخارج، ولعل ابرز مثال لهذا التحول ظهور ما يعرف بفكرة الخصخصة وذلك من خلال ارتفاع مشاركة القطاع الخاص في ادارة وملكية الأنشطة والأصول التي تسيطر عليها الحكومة، ومنحه دورا متزايدا داخل الاقتصاد، من خلال التخفيض التدريجي لدور القطاع العام في النشاط الاقتصادي.

خدمة لمتطلبات المحاضرة سيتم التركيز على العولمة المالية باعتبارها أحد أهم جوانب العولمة الاقتصادية، والتي يمكن تعريفها على أنها "تدويل عملية التمويل بشقيها المباشر حيث يكون ذلك عبر القطاع المصرفي ضف الى ذلك الجزء غير المباشر للتمويل والمترجم عبر الأسواق المالية، ويعتبر تحرير القطاع المالي من أهم متطلبات قيام العولمة المالية الأمر الذي يسمح باندماج الأنظمة المالية المحلية والأسواق المالية الدولية"¹.

3. آثار العولمة المالية:

سيتم التركيز على آثار العولمة المالية على القطاع المالي والمصرفي:

¹ Eduardo Levy Yeyati, Tomas Williams, **Financial globalization in emerging economies: Much ado about nothing**, policy research working paper, World Bank Group, Jun 2013.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

أ. زيادة حدة المنافسة في السوق المصرفية:

كنتيجة حتمية للعولمة المالية تحررت اتفاقية الخدمات من القيود التي جاءت بها اتفاقية الجات فيما يخص الجزء المتعلق بالخدمات وهذا في جولتها الختامية بالأوروغواي سنة 1994، وقد اتخذت المنافسة في اطار اتفاقية الخدمات المصرفية ثلاث مظاهر واتجاهات رئيسية¹:

الاتجاه الاول: المنافسة بين البنوك التجارية فيما بينهما سواء في السوق المصرفية المحلية أو السوق العالمية.

الاتجاه الثاني: المنافسة فيما بين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

الاتجاه الثالث: المنافسة فيما بين البنوك والمؤسسات غير المالية على تقديم مختلف الخدمات المصرفية.

هذه الاتجاهات أدت إلى احتدام المنافسة في السوق المصرفية في ظل إزالة الحواجز الجغرافية لتلبية احتياجات العلاء لقوة دخول المؤسسات المالية بخلاف البنوك إلى السوق المصرفية و خصوصا إلى أسواق الخدمات المالية الحديثة، ومن المتوقع أن تستمر المنافسة مع دخول شركات التأمين وشركات الأوراق المالية ومؤسسات الوساطة المالية و ذلك في ظل تزايد الرغبة لتقديم الخدمات المالية التي ترتبط بالنشاط المصرفي.

ب. تغير ملامح الصناعة المالية والمصرفية:

نظرا للتغيرات الكبيرة التي شهدتها الساحة المالية عموما والساحة المصرفية على وجه الخصوص ، توسعت نشاطات البنوك وازداد تدخلها في مختلف الأسواق المالية سواء كان ذلك على المستوى المحلي أو على المستوى العالمي والدولي .إذا أخذت كل البنوك تتجه إلى أداء خدمات مصرفية و مالية لم تكن تقم بها من قبل الأمر الذي انعكس بشكل واضح على هيكل ميزانيتها ، فزادت نتيجة لذلك حجم أصولها موجوداتها خارج الميزانية من جهة فيما انخفض النصيب النسبي للودائع إلى

¹ عبد المنعم محمد الطيب النيل، العولمة وآثارها الاقتصادية على المصارف، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولت الاقتصادية جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ديسمبر 2004، ص 17.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

إجمالي الخصوم من جهة أخرى . ضف إلى ذلك كبر حجم محفظة البنوك التجارية وهذا راجع لتزايد نشاطات البنوك غير الإقراضية، مما أدى إلى انخفاض نصيب القروض و ارتفاع نصيب الأصول الأخرى خاصة إصدار السندات.

ت. الإبداع المالي:

يعد هذا العنصر من القوى المهمة والحيوية في بيئة الصناعة المصرفية الحديثة التي تميزت بزيادة جوانب الإبداع و الابتكار في الأدوات المالية و المصرفية، وكان من أبرزها ما يعرف بالمشتقات المالية، حيث تعرف هذه الأخيرة على أنها مجموعة من الأدوات المالية ذات طابع مخاطرة عال، كما تضم هذه العقود أربعة أشكال الأدوات المالية وهي المستقبلات والخيارات والعقود الآجلة إضافة إلى عقود المبادلات، وتسمى هذه الأخيرة بالبنود خارج الميزانية والتي أصبحت تفوق قيمة البنود داخل الميزانية في كثير من المصارف.

ث. التوريق (تسديد الحقوق):

يعد التوريق من أهم المتغيرات والقوى الحديثة التي غيرت من فلسفة إدارة الأموال في المصارف إذ من خلالها يمكن تحويل الموجودات عديمة أو قليلة السيولة، إلى موجودات ذات سيولة تامة من خلال تحويل حقوق البنك المختلفة إلى سندات يكتب بها الجمهور ، وقد حققت البنوك التجارية مجموعة من المزايا من جزاء استعمال التوريق يمكن تلخيصها في النقاط التالية¹:

- إيجاد حلول مؤقتة لمشاكل السيولة.
- توظيف أكبر لاستثمارات المؤسسات المالية غير النقدية كشرركات التأمين.
- المساهمة في علاج قصور القدرة التمويلية للمؤسسات ذات القاعدة الرأسمالية المنخفضة.
- تأمين مصادر تمويل جديدة للدين العام و بتكلفة أقل.

¹ Andra Ghent, Rossen Vokanov, **Advantages and disadvantages of securitization : evidance from commercial mortgages**, working paper, social science Research Network, March 2013, pp 01-04.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

- تحويل جزئي أو كلي للمخاطر الائتمانية المرتبطة بأصل معين لطرف ثالث.

ج. تنويع النشاط المصرفي:

يشمل تنويع الخدمات المصرفية على مستوى مصادر التمويل، إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول إضافة إلى اللجوء إلى الاقتراض طويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي. أما على مستوى الاستخدامات فيقصد بالتنويع عدم تركيز النشاط الاقراضي على قطاع معين وعدم اقتصر التعامل على فئة محددة من المقترضين، كما يمكن أيضا في هذا الصدد اقتحام مجالات استثمارية جديدة كأداء أعمال الصيرفة الاستثمارية و تمويل عمليات الخصصة...الخ.

ح. التقدم التكنولوجي:

تعد هذه الخاصية من أهم قوى التغيير التي مست الصناعة المصرفية في الآونة الأخيرة، إذ تعتبر هذه الخاصية نتاجا للعولمة المالية، فبعد أن كان النشاط المصرفي في معظمه يتم وجها لوجه مع الزبون، أصبح من خلال التقدم التكنولوجي يتم عن بعد وفق ما يسمى بالمصارف الافتراضية أو الالكترونية، أي المصرف الذي ليس له موقع محدد و ثابت و إنما يكون موقعه على شبكة الانترنت، وقد أدى تعاظم استخدام الصيرفة الالكترونية إلى عدة مزايا إيجابية مكنت البنوك من اختزال الوقت والتكلفة، ولكن دون نسيان الجانب السلبي من هذه التكنولوجيا الحديثة والذي يتمثل عموما في تنامي وتزايد المخاطر المالية المحيطة بهذه الأنشطة الحديثة¹.

خ. الاندماج المصرفي :

يمكن تعريف الاندماج المصرفي على أنه اتفاق يؤدي إلى اتحاد مصرفين أو أكثر و ذوبانهما إراديا في كيان مصرفي واحد، حتى يكون الكيان الجديد ذو قدرة أعلى وفاعلية أكبر على تحقيق أهداف

¹ صادق راشد الشمري، استراتيجية إدارة المخاطر المصرفية و انها في الأداء المالي للمصارف التجارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 38.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

كان من الصعب تحقيقها قبل تكوين الكيان الموحد، فينمو المصرف من الداخل من خلال العمليات المصرفية في إطار التوظيف الكفاء لموارده المتاحة، وينمو من الخارج من خلال الاندماج المصرفي¹.

د. تنامي خصوصية البنوك :

إن تحول القطاع العام إلى خاص، هو أحد أبرز التغييرات التي أدخلت على اقتصاديات العالم المتقدم و المتنامي خلال العقدین الأخيرین، إذ تعتبر هذه العملية ذات أهمية سياسية واقتصادية ومالية وتقنية إلخ . ويمكن تعريف الخصوصية على انها عملية الانتقال الكلي أو الجزئي للملكية العامة لصالح الخواص، أو تمكينهم بموجب عقد من إدارة المؤسسات مع بقائها مملوكة للدولة، وتعتبر الخصوصية أحد أهم الدعائم المستعملة للانتقال إلى اقتصاد السوق سعياً لتقليص حجم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وعملاً على ترشيد الاتفاق العام و رفع كفاءة المؤسسات الاقتصادية.

ذ. إزالة القيود وإعادة التنظيم :

تعتبر عملية إزالة القيود مطلباً أساسياً لبعض المدارس الاقتصادية والتي تنادي بإلغاء القيود وتقليل دور الوساطة المالية وإلغاء الحدود الجغرافية (la théorie des 3 D)*، وتعد عملية إزالة القيود المشار إليها سابقاً من القوى المهمة والأساسية التي تميزت في رفع الكثير من الحواجز والقيود التي تحد من السير الحسن للنشاطات المصرفية، الأمر الذي من شأنه تسهيل دخول البنوك إلى مجالات مصرفية ومالية عديدة لم تكن ضمن أنشطتها السابقة.

4. التمويل الدولي:

سيتم في هذا العنصر التطرق إلى ماهية التمويل الدولي إضافة إلى تبيان أهم أنواعه (أشكاله) ثم أهميته بالنسبة لمختلف أطراف العلاقة التمويلية.

1.4 ماهية التمويل الدولي:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2001، ص ص 153-155.

* La théorie de Henri Bourguinat sur les 3 D: déréglementation ,désintermédiation ,décloisonnement.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

يمكن تعريف التمويل الدولي على أنه مزيج من العلاقات الاقتصادية التي تتطور في إطار اتفاقيات اقتصادية وتجارية واستثمارية وتبادلية بين المقيمين داخل اقليم الدولة وبين الأجانب، أي أنه مجموعة من العمليات التي تهدف الى ادارة استخدام الأموال اللازمة لتفعيل النشاط الاقتصادي الدولي¹.

كما يمكن تعريفه ايضا بأنه ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبط بتوفير رؤوس الأموال دوليا، اذ تشمل هذه العلاقات الاقتصادية الدولية على جانبيين رئيسيين: جانب تجاري متمثل في حركة السلع المنظورة وغير المنظورة بين اقتصاديات دول العالم، في حين يتمثل الجانب الآخر في حركة رؤوس الأموال سواء كان ذلك لسد حاجيات تمويلية مرتبطة بالتجارة الدولية أو بهدف تمويل الاستثمارات الدولية أو اتغطية متطلبات التداول في الأسواق المالية².

2.4 أنواع التمويل الدولي:

يمكن أن يتم التمويل الدولي وفق ثلاثة اشكال رئيسية:

أ. الاعانات والمنح:

تعتبر الاعانات والمنح من بين اكثر مصادر التمويل الدولي خاصة بالنسبة للدول التي غالبا ما تعاني من اختلالات هيكلية في ميزان مدفوعاتها، ويمكن تعريف المنح على أنها مجموع التحويلات النقدية والعينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء لاعتبارات اقتصادية، سياسية، اجتماعية، انسانية...، كما تتميز هذه التحويلات على أنها تتم من جانب واحد فقط اي ليس لها مقابل مادي أو نقدي، كما ان منحها يمكن ان يكون بطريقة آلية اي دون أي شروط مسبقة أو أن يكون بطريقة مشروطة بغية تحقيق مجموعة من الأهداف السياسية او الاقتصادية... كما يمكن ان تمنح بطريقة انتقائية اي وفق ما يعرف بمبدأ الكفاءة أو الجدارة.

ب. القروض الدولية:

¹ Michael B. Connolly, **International Business Finance**, Routledge Taylor & Francis Group, New York, 2007, p 09.

² سعود جايد العامري، المالية الدولية-نظرية وتطبيق، الطبعة الثانية، دار زهران، عمان، 2008، ص10.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

تعتبر القروض الدولية عن التزام تعاقدى بين طرفين أجنبيين تلتزم فيه الدولة المقرضة بتحويل قيمة مالية الى جهة مقرضة لفترة متفق عليها مسبقا وبسعر فائدة محدد (ثابت أو متغير) على أن تتعهد الجهة المقرضة بسداد اصل الدين وخدمة الدين عند حلول ميعاد الدفع.

ويمكن أن تقسم القروض وفق مصادرها الى قروض رسمية تقدم من طرف الحكومات بصفة ثنائية أو بصفة متعددة الأطراف وقروض غير رسمية مقدمة من طرف جهات خاصة كالبنوك الأجنبية أو المصدرين.

كما يمكن ان تقسم حسب شروطها الى قروض ميسرة حيث تتميز بانخفاض أسعارها (معدل الفائدة) وطول مدة سدادها، وقروض مشددة تتميز بالارتفاع اسعارها وقصر فترة سدادها.

ت. الاستثمارات الأجنبية:

يمكن تعريف الاستثمارات الأجنبية على أنها عملية انتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى بحثا عن زيادة الأرباح، فاذا زاد حجم التراكم الرأسمالي في اقتصاد ما يؤدي ذلك بالضرورة الى زيادة تدفق رؤوس الأموال الى هذا الأخير بحثا عن فرص استثمارية مجدية. ويمكن ان نميز بين نوعين رئيسيين من الاستثمارات الأجنبية نوجزها كالتالي:

• الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

هي تلك الاستثمارات التي يمتلكها ويديرها المستثمر الأجنبي إما بسبب ملكيته الكاملة لها، أو ملكيته لجزء منها بما يضمن له حق الادارة (أكثر من 10% من الأسهم)¹، ويتميز الاستثمار الأجنبي بطابع مزدوج من حيث وجود نشاط اقتصادي يزاوله المستثمر الأجنبي في البلد المضيف، ومن حيث ملكيته الكلية أو الجزئية للاستثمار.

الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة:

¹ صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، 2009، ص ص 100-102.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

يتمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مجموع المعاملات الاستثمارية المرتبطة بالأصول المالية (أسهم، سندات، أدوات مختلطة...) والتي تتم على مستوى الأسواق المالية الدولية، أي ما يعرف أيضا بالاستثمار في المحفظة المالية.

3.4 أهمية التمويل الدولي:

سيتم في هذا العنصر تناول أهمية التمويل الدولي بناء على الجهة المستفيدة منه:

أ. بالنسبة للدول المانحة:

تتلخص أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المانحة في النقاط التالية:

- محاولة تصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية سواء في شتى المجالات (النقل، الوساطة، التأمين، مكاتب الخبرة، شركات البناء...).
- تحسين صورة الدولة المانحة على المستوى الدولي وهذا في حالة المنح والاعانات المقدمة للدول محدودة الدخل.
- حماية مصالح بعض القطاعات الانتاجية .

ب. بالنسبة للدول المتلقية:

تتلخص أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المتلقية في النقاط التالية:

- اقامة مشروعات انتاجية جديدة اضافة الى تحديث الأصول الانتاجية الأمر الذي من شأنه رفع معدلات النمو المحلية.
- ضمان تشغيل المشروعات الانتاجية نتيجة لاستيراد مستلزمات الانتاج.
- الحاجة إلى التوسع في الخدمات بأشكالها المختلفة والتي قد يعجز الاقتصاد المحلي عن تأمينها نتيجة لعوائق مرتبطة بالجانب التمويلي أو البشري (نقص الكفاءة) أو التكنولوجي...
- مواجهة العجز في ميزان المدفوعات وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المجمع.

الفصل الثالث: العولمة المالية والتمويل الدولي.

ت. بالنسبة للاقتصاد العالمي:

تتلخص أهمية التمويل الدولي بالنسبة للاقتصاد العالمي في النقاط التالية:

- توفير السيولة المالية الدولية اللازمة لتغطية المتطلبات التمويلية على المستوى الدولي لتفادي حدوث انكماش في العلاقات الاقتصادية الدولية.
- ضمان استقرار النظام الاقتصادي الدولي¹.

¹ Y. Simon, D. Lautier, C. Morel, **Finance Internationale**, édition Economica, 10eme édition, 2009, p 134.

المحاضرة السابعة

تمهيد:

تتناول النظرية الاقتصادية، ميزان المدفوعات من عدة زوايا مختلفة، إذ يمكن اعتباره بمثابة حساب من الحسابات الوطنية يسجل كافة المعاملات الاقتصادية والمالية التي تمت خلال فترة زمنية محددة بين المقيمين في بلد معين والمقيمين في بقية العالم، كما يعتبر أيضا من أحد أهم القيود المفروضة على النشاط الاقتصادي، وذلك لكونه أحد أهم أهداف السياسة الاقتصادية التي تهدف السلطات النقدية والمالية الى تحقيقها، إذ غالبا ما تهدف هذه الأخيرة الى جعل ميزان مدفوعاتها في حالة توازن او تعادل، وهذا ما يكون على حساب أهداف اقتصادية أخرى. كما يرتبط تحليل مشكلة ميزان المدفوعات بشكل جوهري بتحليل آليات المدفوعات الدولية، أي بالنظام النقدي السائد. فتختلف الآليات المستخدمة لعلاج الاختلالات التي يواجهها ميزان المدفوعات في ظل تطبيق نظام بريتون وودز، والذي يفترض ثبات أسعار الصرف، عن تلك المستخدمة لنفس الغاية في ظل تطبيق نظام نقدي آخر يسمح بمرونة أكبر في تحديد أسعار الصرف.

بناء على ما تقدم وبغية بلوغ أهداف المحاضرة سيتم التطرق الى تبيان ماهية ميزان المدفوعات وأقسامه المختلفة، اضافة الى تحليل مختلف العمليات والحسابات المتضمنة في هذا الأخير ثم التطرق الى ظاهرة اختلال ميزان المدفوعات وذلك بابرار أهم أسبابها وطرق تصحيح هذه الاختلالات.

1. مفهوم ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات لدولة ما على أنه بيان احصائي لمجمل المعاملات المالية والاقتصادية بين المقيمين في تلك الدولة وغير المقيمين فيها وذلك خلال فترة زمنية معينة عادة ما تعادل سنة واحدة، ويتألف هذا الحساب: من حساب السلع والخدمات، حساب رأس المال والحساب المالي، كما يخضع هذا الأخير الى اجراءات القيد المزدوج المتعارف عليها محاسبيا إذ تسجل مختلف العمليات التي

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

يتضمنها في جانبين: دائن ومدين، بحيث يفترض ان يكون مجموع القيود الدائنة مساويا لنظيره الخاص بالقيود المدينة¹.

كما يعرف ميزان المدفوعات أيضا على أنه "السجل الأساسي المنظم والموجز الذي تدون فيه جميع المعاملات الاقتصادية التي تتم بين حكومات ومواطنين ومؤسسات محلية لبلاد ما مع مثيلاتها لبلاد أجنبي خلال فترة معينة عادة سنة واحدة. اذ يعبر عن التقديرات المالية لجميع المعاملات التجارية والمالية التي تتم بين الدولة والعالم الخارجي خلال فترة زمنية معينة غالبا ما تكون سنة"².

يتضح لنا من التعاريف السابقة ما يلي³:

- أن ميزان المدفوعات يهتم بالمعاملات الاقتصادية الخارجية فقط، سواء تولد عنها حقوقا للمقيمين لدى غير المقيمين أو العكس.
 - يأخذ معيار الإقامة الدائمة في عين الاعتبار عند التفرقة بين المعاملات الاقتصادية الدولية والمحلية، كما يستثنى من ذلك كل شخص يقيم في اقليم دولة اجنبية بشكل عارض (لا يتجاوز السنة).
 - يعتبر موظفي السفارات والقنصليات والبعثات الأجنبية وعائلاتهم، مقيمين في البلد الذي يعملون به.
 - يشمل مفهوم المقيمين جميع الاشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين.
 - تشمل الرقعة الجغرافية للمقيمين الأرض الطبيعية والمياه الاقليمية وكذا المجال الجوي.
- ويعتبر ميزان المدفوعات من أهم أدوات التحليل الاقتصادي اذ يعكس قوة الاقتصاد الوطني ودرجة تكيفه مع المتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي (تغير حجم الاستثمار الخارجي، تغير مستويات الأسعار الدولية...)، كما يمكن أيضا من اظهار أثر السياسات الاقتصادية على هيكل

¹ **La balance des paiements: établissement et présentation**, Banque de France, direction générale des études et des relations internationales, p 04.

² Alan C. Shapiro, **Multinational Financial management**, 10 edition, Wiley edition, USA, 2013, p 134.

³ خالد حسين المرزوك، **محاضرات في الاقتصاد الدولي**، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة بابل، 2013، ص 53.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

التجارة الخارجية من حيث حجم المبادلات ونوع سلع التبادل، وهذا ما يؤدي إلى متابعة مدى تطور الهيكل الاقتصادي للدولة ونتائج سياساتها الاقتصادية.

2. هيكل ميزان المدفوعات (أقسامه):

يقسم ميزان المدفوعات عمودياً إلى جانبين، جانب أيمن يضم كافة المعاملات الاقتصادية التي تجلب إلى البلد مداخل وتزيد من القوة الشرائية الخارجية لعملة البلد ويسمى الجانب الدائن، ويقابله جانب أيسر يضم كل المعاملات الاقتصادية التي تلزم البلد على القيام بمدفوعات إلى بقية العالم وتبين الكيفية التي يستفيد بها المقيمون من هذه القوة الشرائية ويسمى الجانب المدين.

كما يمكن أيضاً تقسيم ميزان المدفوعات أفقياً إلى عدة حسابات مستقلة يتضمن كل حساب منها نوعاً مميزاً من المعاملات ذات الطبيعة المتشابهة. وخدمة لمتطلبات المحاضرة سيتم تبني هذا التقسيم والذي يضم الحسابات التالية:

- حساب العمليات الجارية.
- حساب رأس المال
- حساب العمليات المالية.
- فقرة السهو والخطأ.

وتؤدي هذه التفرقة إلى رسم خط فاصل ضمن ميزان المدفوعات يترك بعض العناصر مسجلة فوق الخط أو ما يسمى بالعمليات المستقلة (التلقائية) والبعض الآخر تحت الخط أو ما يعرف بالعمليات التابعة (التعويضية). ويتم الحصول على فائض عندما يكون رصيد العمليات المستقلة الدائنة أكبر من رصيد العمليات المستقلة المدينة، كما يحصل العجز في حالة كان رصيد العمليات المستقلة الدائنة أقل من رصيد العمليات المستقلة المدينة¹. أما فقرة السهو والخطأ الذي يظهر دائماً في مستند ميزان

¹ دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، صندوق النقد الدولي، الطبعة السادسة، 2009، ص 10.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

المدفوعات، فيمثل طريقة لخلق التوازن المحاسبي لميزان المدفوعات في حالة وجود خلل بين جانبي الميزان، اذ يمكن أن يعزى هذا الخلل للأسباب التالية¹:

- الخطأ في تقييم قيمة السلع والخدمات محل التبادل نتيجة اختلاف أسعار صرف العملات.
- قد تتطلب مقتضيات الأمن الداخلي للبلاد إلى عدم الإفصاح عن مشترياته العسكرية من أسلحة وعتاد عسكري لذلك يتم إدراجها بفقرة السهو و الخطأ.
- الخلل الناتج عن تغير أو تغيير القيمة التبادلية لعملة اقتصاد ما مقارنة بعملة شريكه التجاري.

أ. حساب العمليات الجارية:

ويدعى كذلك ميزان المدفوعات الجارية أو المعاملات الجارية. وهو يتفرع بدوره إلى أربعة حسابات ثانوية:

- حساب السلع (العمليات المنظورة).
- حساب الخدمات (العمليات غير المنظورة).
- حساب انتقال عوائد عناصر الانتاج.
- حساب التحويلات أحادية الجانب.

أولاً: حساب السلع:

يضم هذا الحساب مجموع الصادرات والواردات من السلع المنظورة في اطار عمليات التجارة الدولية وكذا في اطار عمليات السمسرة الدولية (شراء وبيع السلع التي لا تجتاز الحدود الوطنية، كأن يقوم متعامل جزائري بشراء سلع من فرنسا بغية إعادة بيعها في دول افريقية مثلا).

ثانياً: حساب الخدمات:

¹ خالد حسن المرزوك، مرجع سبق ذكره، ص 56.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

يضم هذا الأخير مجموع الأداءات والخدمات على اختلاف أنواعها، والتي يتم تداولها بين المقيمين وغير المقيمين، ويتضمن هذا الحساب ما يلي¹:

- خدمات النقل.
 - خدمات الأسفار (السياحة، الأعمال، العلاج...).
 - خدمات الاتصال.
 - خدمات الإعلام الآلي والإعلام.
 - التزامات وحقوق شهادات الاختراع.
 - خدمات البناء والأشغال العمومية.
 - خدمات التأمين والخدمات المالية الأخرى.
 - خدمات الهيئات العمومية (الصحة، التعليم...).
 - خدمات أخرى مقدمة لقطاع الشركات (خدمات الاعتماد الإيجاري، الخدمات التجارية...).
- ويمكن تسمية كل من الحساب الأول والحساب الثاني معا بالميزان التجاري.

ثالثا: حساب انتقال عوائد عناصر الانتاج:

يضم هذا الحساب التدفقات النقدية التالية²:

- **عوائد عنصر رأس المال:** وهو ما يتمثل في مجموع الدخول الناجمة عن حقوق الملكية وسندات الدين، توزيعات الأرباح، فوائد القروض المصرفية...، على أن يتم خصم نفقات التوظيفات التي قام بها غير المقيمين داخل البلد.
- **عوائد عنصر العمل:** وهو ما يتمثل في مجموع الرواتب والأجور والمكافآت التي يتقاضاها العمال، إضافة الى التحويلات الاجتماعية (المنح العائلية، أداءات الضمان الاجتماعي، منح التقاعد...) المقدمة لصالح المقيمين.

¹ دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مرجع سبق ذكره، ص ص 160-170.

² La balance des paiements: établissement et présentation, *op.cit.*, p 14.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

رابعاً: حساب التحويلات أحادية الجانب:

يتعلق هذا الحساب بالمبادلات أحادية الجانب التي تتم بين الدولة والخارج بدون مقابل، حيث تشمل الهبات والمنح والهيايا والمساعدات الدولية وأي تحويلات أخرى سواء كانت حكومية أو خاصة. وتجدر الإشارة الى أن هذه التحويلات قد تجري في صورة نقدية أو في صورة عينية (سلع وخدمات).

ب. حساب رأس المال:

يضم حساب رأس المال، ما يلي:

أولاً: التحويلات الرأسمالية:

يضم هذا الحساب مجموع المساعدات الاستثمارية المتأتية من الخارج، إضافة الى السحوبات على القروض الخارجية وتحويلات مدخرات العاملين في الخارج.

ثانياً: عمليات الاقتناء والتنازل عن الأصول غير المالية:

يضم هذا الحساب اجمالي التعاملات الخاصة بالأصول المادية التي لا يمكن الاستغناء عنها في الإنتاج (الأرض، الموارد الباطنية) إضافة الى الأصول المعنوية (براءات الاختراع، حقوق المؤلفين، العلامات التجارية، الايجارات...)

ت. حساب العمليات المالية :

يتكون حساب العمليات المالية من:

- التدفقات المالية المتمثلة في الاستثمارات الأجنبية المباشرة، عمليات الاتجار في المحفظة المالية، استثمارات مالية أخرى وتداول منتجات المشتقات المالية.
- الاحتياطات الرسمية (ذهب، عملات صعبة، حقوق سحب خاصة...).

أولاً: التدفقات المالية:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

يتم تصنيف الاستثمارات المباشرة الى استثمارات مباشرة في الخارج واستثمارات مباشرة في الداخل. ثم يتم تصنيفها الى بنود ثانوية وفق الترتيب التالي: بند رأس المال الاجتماعي، بند الأرباح المعاد استثمارها اضافة الى بند العمليات الأخرى.

كما يتم تقسيم استثمارات المحفظة المالية وفقا لطبيعة الالتزامات المترتبة عن تملك هذه الأصول فيتم تقسيمها بموجب ذلك الى الحقوق والتي تتمثل في مجموع عمليات اقتناء الأوراق المالية الأجنبية لصالح المقيمين والى الالتزامات التي تتمثل في اجمالي عمليات التخلي عن الأوراق المالية المحلية لصالح غير المقيمين، ثم وفقا لطبيعة الأدوات المالية محل التداول فنقسم الى أسهم وسندات وأدوات يتم تداولها في سوق النقد¹.

يتضمن بند الاستثمارات المالية الأخرى اجمالي عمليات الائتمان التجاري المتعلق بالمعاملات في السلع والخدمات والقروض والاستثمارات، مع التمييز بين قطاع الهيئات العمومية وقطاع البنوك والمؤسسات المالية والقطاعات الأخرى، كما يتم تقسيم العمليات الواردة على اجمالي منتجات المشتقات المالية الى (الفوائد على عقود المبادلات، العلاوات على عقود الخيارات، مطالبات الهامش الخاصة بالعقود المستقبلية).

ثانيا: الاحتياطات الرسمية:

تسجل وضعية الاحتياطات الرسمية بقيمتها الخام، كما تتضمن هذه الأخيرة ما يلي²:

- الذهب.
- أرصدة حقوق السحب الخاصة.
- صافي وضعية الاحتياطات على مستوى صندوق النقد الدولي.
- العملات الصعبة.

¹ عبد الله منصورى، السياسات النقدية والجبانية لمواجهة انخفاض كبير في الصادرات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 79.

² دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 141.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

3. تحليل أرصدة ميزان المدفوعات:

انطلاقاً من الحسابات سابقة الذكر يمكن احتساب أربعة أنواع مختلفة من أرصدة ميزان المدفوعات، والتي يمكن ايجازها وفق الترتيب التالي:

1.3 رصيد العمليات الجارية:

يتمثل رصيد العمليات الجارية في الفجوة الموجودة بين الإنتاج الوطني والإنفاق المحلي، ويمكن التعبير عن هذا الرصيد وفق العلاقة التالية¹:

رصيد العمليات الجارية = صادرات الدولة من السلع والخدمات - وارداتها + صافي التحويلات أحادية الجانب.

يسمح هذا الرصيد بقياس تأثير الظواهر الاقتصادية أو تغيرات السياسة الاقتصادية، على هيكل ميزان المدفوعات، أي على صافي وضعية الميزان تجاه العالم الخارجي، كما أنه يساعد كذلك على تقييم القدرة التنافسية للبلد وحاجته أو قدرته على التمويل.

2.3 رصيد الميزان الأساسي:

يتمثل رصيد الميزان الأساسي في الفرق بين تدفقات الأصول المالية طويلة الأجل وتدفقات الأصول المالية قصيرة الأجل، حيث يمكن التعبير عن هذا الرصيد وفق العلاقة التالية²:

رصيد الميزان الأساسي = رصيد العمليات الجارية + تدفقات الأصول المالية طويلة الأجل.

يقيس الرصيد الأساسي مدى كفاية حركة رؤوس الأموال في ظل نظام الصرف المطبق لسد المتطلبات التجارية والمالية للاقتصاد. فإذا كان الرصيد ايجابياً فهذا يعني استفادة الاقتصاد من دخول تدفقات رأسمالية طويلة الأجل. أما إذا كان الرصيد سالباً فإن الاقتصاد سيسجل على العكس خروجاً لرؤوس الأموال طويلة الأجل.

¹ عبد الله منصور، مرجع سبق ذكره، ص 81.

² Les soldes utilisés dans l'analyse de la balance des paiements et de la position extérieure d'un pays, Bulletin de la banque de France n° 17, MAI 1995, p 90.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

3.3 الرصيد الكلي (رصيد الكتلة النقدية):

يضم الرصيد الكلي اجمالي رصيد العمليات الجارية اضافة الى رصيد حساب رأس المال ورصيد الحساب المالي الخاص بالتدفقات طويلة الأجل وكذا قصيرة الأجل غير المتأتية من البنوك التجارية والبنك المركزي، بالتالي فهو يمثل حجم الكتلة النقدية المتأتية من الخارج خلال فترة معينة، أي التمويل النقدي لميزان المدفوعات عن طريق مصادر خارجية (غير البنوك التجارية، والبنك المركزي)، ويمكن التعبير عن هذا الرصيد وفق العلاقة التالية¹:

الرصيد الكلي = رصيد العمليات الجارية + رصيد حساب رأس المال + رصيد الحساب المالي - التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل المتأتية من القطاع البنكي.

يسمح هذا الرصيد بتحديد تغيرات المركز النقدي للبلد تجاه الخارج، والذي يتكون من الحقوق والالتزامات المالية للقطاع المصرفي والبنك المركزي تجاه الخارج. فاذا كان هذا الرصيد موجبا أصبح المركز النقدي الخارجي مدينا، الأمر الذي من شأنه خفض مستويات السيولة في الاقتصاد. أما اذا كان سالبا فإن المركز النقدي الخارجى يكون دائنا، وهو ما يعني ارتفاع رصيد الكتلة النقدية للاقتصاد.

4.3 رصيد التسويات الرسمية:

يضم هذا الأخير رصيد الميزان الجاري اضافة الى رصيد رأس المال باستثناء الاحتياطات. اذ يحسب هذا الأخير انطلاقا من الفرق بين التغير في ممتلكات القطاع الأجنبي الرسمي من الأصول المالية المحلية، والتغير في ممتلكات القطاع المحلي الرسمي من الأصول المالية الأجنبية، فاذا كان رصيد هذا الحساب سالبا فان ذلك يدل على وجود اختلالات في ميزان المدفوعات وجب تغطيتها انطلاقا من الاحتياطات الرسمية للدولة، فالسلطات النقدية في هذه الحالة مخيرة بين سحب جزء من احتياطاتها الرسمية المتركمة لتمويل العجز أو اللجوء الى الاستدانة من المنظمات المالية الدولية الرسمية أو الخاصة (البنوك المركزية، المؤسسات المالية الدولية، هيئات اقرض خاصة ...)، اما اذا كان رصيد الحساب موجبا فان ذلك يؤدي الى زيادة الاحتياطات الرسمية أو رفع حقوق البلد لدى المؤسسات النقدية والمالية الدولية.

¹ Idem, p 91.

المحاضرة الثامنة

4. قيد الحسابات الخاصة بميزان المدفوعات:

يتطلب اعداد ميزان المدفوعات من الناحية المحاسبية ضرورة احترام مبدأ القيد المزدوج. بحيث أن كل عملية دائنة تقابل في الحساب بعملية مدينة ماثلة لها. وإذا كان هذا الأخير خاليا من الأخطاء والاختلالات فإن رصيده يكون مساويا للصفر، ويمكن توضيح عمليات قيد الحسابات الخاصة بميزان المدفوعات من خلال الحالات التالية¹:

- العمليات ذات التسوية الفورية.
- العمليات ذات التسوية المسبقة أو المؤجلة.
- التحويلات الجارية.
- عمليات التسوية.

1.4 العمليات ذات التسوية الفورية:

تضم هذه العمليات مختلف التدفقات التي يترتب عليها تحصيل حقوق أو تسديد التزامات.

أولاً: العمليات التي يترتب عليها تحصيل حقوق:

تسجل العمليات التي يترتب عليها تحصيل حقوق في الجانب الدائن، وتضم ما يلي²:

- كل عمليات تصدير السلع والخدمات.
- تحصيل الدخول الناتجة عن عوامل الإنتاج التي يملكها المقيمون ويستخدمها غير المقيمين.
- تحصيل الدخول الناتجة عن الأدوات المالية المملوكة للمقيمين والتي تم اصدارها من طرف غير المقيمين.
- الاستثمارات المباشرة المتأتية من الخارج.

¹ La balance des paiements: établissement et présentation, **op.cit.** p 07.

² **Idem.** p 08.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

- عمليات التنازل على الاستثمارات المحلية المقامة في الخارج.
 - القروض الممنوحة من قبل غير المقيمين لفائدة المقيمين.
 - عمليات خدمة الدين (سداد القروض) المقدمة من طرف المقيمين لفائدة غير المقيمين.
 - عمليات التنازل على الأدوات المالية المملوكة من طرف المقيمين لفائدة غير المقيمين.
- كما يجب تسجيل كافة المبالغ المستلمة في مقابل العمليات المبينة أعلاه في الجانب المدين،
وعليه فإن أي زيادة في الحقوق أو انخفاض في الالتزامات اتجاه غير المقيمين يسجل في جانب
المدين¹.

ثانياً: العمليات التي يترتب عليها تسديد التزامات:

- تسجل العمليات التي يترتب عليها تسديد التزامات في الجانب المدين، وتضم ما يلي:
- كل عمليات استيراد السلع والخدمات.
 - دفع الحقوق المرتبطة باستخدام عوامل الإنتاج التي يملكها غير المقيمين ويستخدمها المقيمون.
 - دفع الأرباح أو الفوائد المرتبطة باصدار الأدوات المالية التي يحتفظ بها غير المقيمين.
 - الاستثمارات الوطنية المسجلة في الخارج.
 - عمليات التنازل المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية المسجلة داخل الوطن.
 - القروض الممنوحة من قبل المقيمين لفائدة غير المقيمين.
 - عمليات خدمة الدين (سداد القروض) المقدمة من طرف غير المقيمين لفائدة المقيمين.
 - عمليات شراء المقيمين لأدوات مالية تم اصدارها من طرف غير المقيمين.
- كما يجب تسجيل كافة المبالغ المدفوعة في مقابل العمليات المبينة أعلاه في الجانب الدائن،
وعليه فإن أي زيادة في الالتزامات أو تدني في الحقوق اتجاه غير المقيمين يسجل في جانب الدائن.

¹ صالح مفتاح، مطبوعة في مقياس المالية الدولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية 2005-2006، ص 46.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

2.4 العمليات ذات التسوية المسبقة أو المؤجلة:

بغية شرح الطريقة المتبعة لقيّد الحسابات المختلفة لميزان المدفوعات في حالة التسوية المسبقة أو المؤجلة، سيتم اعتماد مثال عن تسجيل حالة (تصدير/ استيراد) سلعة من طرف متعامل جزائري.

أولاً: التسوية المؤجلة:

- **في حالة الصادرات:** يتم إدخال قيمة البضائع المصدرة في جانب الدائن تحت قيد "الصادرات والواردات"، بينما يتم تسجيل "قروض تجارية مرتبطة بالصادرات" في الجانب المدين لنفس الحساب وبنفس القيمة. وهذا ما يؤدي الى زيادة حقوق الجانب المصدر أو انخفاض التزاماته، وهذا في انتظار تسوية قيمة الائتمان التجاري.
- **في حالة الواردات:** تسجل قيمة البضاعة المستوردة في جانب المدين للحساب التجاري، وهذا تحت قيد "الصادرات والواردات"، بينما يتم تسجيل "قروض تجارية مرتبطة بالواردات" في الجانب الدائن لنفس الحساب وبنفس القيمة، وهذا ما يؤدي الى زيادة التزامات الجانب المستورد أو انخفاض حقوقه، وهذا في انتظار تسوية قيمة الائتمان التجاري.

ثانياً: التسوية المسبقة:

- **في حالة الصادرات: (تلقي تسبيقات على البضائع قبل خروج البضاعة من المجال الجمركي للجزائر):**

يتم تسجيل قيد "قروض تجارية مرتبطة بالصادرات" في جانب الدائن للحساب التجاري، بينما يشهد الجانب المدين لنفس الحساب ارتفاعاً لحقوق أو انخفاضاً في التزامات القطاع البنكي. وبعد اجتياز البضاعة للمجال الجمركي المحلي أو بعد تسليمها يتم تسجيل العملية وفق الحالة الأولى المبينة أعلاه.

- **في حالة الواردات: (تسبيقات مدفوعة مقابل بضائع قبل خروجها من المجال الجمركي الأجنبي):**

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

يتم تسجيل قيد "قروض تجارية مرتبطة بالواردات" في جانب المدين للحساب التجاري، بينما يشهد الجانب الدائن لنفس الحساب ارتفاعا لالتزامات أو انخفاضاً في حقوق القطاع البنكي. وبعد اجتياز البضاعة للمجال الجمركي الأجنبي (مصدر البضاعة) أو بعد استلامها يتم تسجيل العملية وفق الحالة الثانية المبينة أعلاه.

3.4 التحويلات الجارية:

على عكس العمليات الموضحة أعلاه، والتي تضمنت جميعاً التزامات متبادلة، فإن التحويلات الجارية تمثل نظيراً للسلع والخدمات المتلقاة أو المقدمة دون مقابل، إضافة إلى الهبات والتبرعات النقدية وكذا المساهمات النقدية المقدمة إلى مختلف المنظمات الدولية، وبغية إيضاح طريقة التسجيل الخاصة بهذه العمليات سيتم تناول مجموعة من الحالات¹:

- يتم تسجيل الهبات العينية المقدمة للعالم الخارجي في جانب الدائن تحت قيد "الصادرات والواردات"، بينما يتم تسجيل "تحويلات جارية" في الجانب المدين لنفس الحساب وبنفس القيمة، على أن يتم تبيان مصدرها (قطاع حكومي، قطاع الأفراد، قطاع البنوك والمؤسسات المالية...).
- في حالة استفادة أحد المقيمين من تحويل مبالغ نقدية ناتجة عن تقسيم شركة متأتية من الخارج، يتم تسجيل مبلغ التحويل في جانب الدائن تحت قيد "تحويلات جارية" في حين يتم ترصيد العملية بتسجيل نفس القيمة في الجانب المدين تحت قيد "ارتفاع الحقوق أو انخفاض الالتزامات الخاصة بالمقيم أو بينكه".

4.4 عمليات التسوية (السهو والخطأ):

يعد وجود حساب لتعديل اختلالات ميزان المدفوعات أمراً ضرورياً، إذ أن عمليات التسجيل المحاسبي لكل من جانبي الدائن والمدين لا تتم في وقت واحد أثناء كل معاملة، إضافة إلى إمكانية

¹ La balance des paiements: établissement et présentation, *op.cit.* p 08.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

اختلاف مستندات الاثبات، ناهيك عن تأخيرات أخرى ناتجة عن التداخلات بين فترة وأخرى أو عن تقلبات أسعار الصرف.

5. اختلال ميزان المدفوعات:

يعتبر التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات من الأهداف الاقتصادية التي يبتغي كل اقتصاد تحقيقها، غير أن الواقع العملي غالباً ما أثبت كثرة اختلالات هذا الأخير، إذ يعتبر الاختلال في الحساب الجاري من أكثر الأنواع التي تستهدف السلطات العمومية علاجها وذلك لكونه من أهم مكونات ميزان المدفوعات والذي يؤدي عجزه إلى تعطيل الاقتصاد الوطني، الأمر الذي من شأنه التأثير سلباً على قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي.

1.5 أنواع اختلال ميزان المدفوعات:

عموماً تختلف أنواع الاختلالات التي تصيب ميزان المدفوعات باختلاف مسبباتها حيث يمكن أن نذكر منها على سبيل المثال ما يلي:

• الاختلال المرتبط باختلاف الأسعار:

ينجم هذا الاختلال عن الفروقات المسجلة بين الأسعار الداخلية ونظيراتها الخارجية، ومدى علاقة ذلك بقيمة العملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية، فقد أثبتت الدراسات وجود علاقة وثيقة الصلة بين اختلال ميزان المدفوعات لدولة ما وسعر صرف هذه الأخيرة، فإذا كان سعر صرف عملة بلد ما أكبر من قيمته الحقيقية، سيؤدي ذلك بالضرورة إلى ارتفاع أسعار سلع البلد ذاته من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي عليها، الأمر الذي من شأنه إضعاف القدرة التنافسية لصادرات الدولة، والتأثير سلباً على حجم صادراتها وبالتالي حدوث اختلال في الميزان التجاري. أما

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

إذا تم تحديد سعر صرف العملة بأقل من قيمته الحقيقية، سيؤدي ذلك إلى توسع الصادرات بشكل كبير في مقابل تقلص الواردات مما يؤدي أيضا إلى حدوث اختلال في هذا الميزان¹.

• الاختلال الهيكلي:

تعاني الدول النامية خاصة من هذا النوع من الاختلالات وذلك راجع الى عوامل متعلقة بمؤشرات هيكلية للاقتصاد الوطني، بحيث يتسم هيكل صادراتها بالتركز السلعي أي اعتمادها في غالب الأحيان على سلعة واحدة، وهو ما يمكن أن يؤدي الى تأثر صادراتها بالعوامل الخارجية، كتغير أذواق المستهلكين وانصرافهم عن هذه السلع أو عند حدوث تقدم فني في الخارج يؤدي إلى خفض أثمان السلع المماثلة لصادرات هذه الدول في الخارج، أو عند التقييم الخاطئ لتكاليف عناصر الإنتاج.

• الاختلال الدوري:

هو اختلال ناشئ عن انتقال الاقتصاد من فترة الرواج الى فترة الكساد، فغالبا ما تتميز مرحلة الكساد بانكماش حاد في حجم النشاط الاقتصادي وما يرافق ذلك من انخفاض في الإنتاج والأجور والأسعار اضافة الى تزايد معدلات البطالة، فتتكمش الواردات مما قد يؤدي إلى حدوث فائض في الميزان التجاري. بينما تتميز حالة الرواج الاقتصادي بارتفاع كبير في حجم الإنتاج، فترتفع معه الدخول والأجور، كما تؤدي الموجات التضخمية الى ارتفاع الأسعار، فنقل قدرة البلد على التصدير وتزيد وارداته مما قد يؤدي إلى حدوث عجز في ذات الميزان، كما أن حالة الاختلال في دولة ما قد تنتقل الى شركائها التجاريين بفعل مضاعف التجارة الخارجية.

الاختلال الظرفي (العارض):

هو الاختلال الناتج عن أسباب غير متوقعة في فترة ما، كحدوث كوارث طبيعية تؤدي إلى إتلاف محاصيل زراعية موجهة للتصدير، مما يؤدي إلى عجز في الميزان التجاري، أو حدوث عجز نتيجة زيادة الواردات من المعدات العسكرية والمواد الغذائية نتيجة اندلاع حروب مفاجئة إضافة الى

¹ حنان لعروق، سياسة سعر الصرف والتوازن لاجري - دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005، ص 49.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

التعويضات التي قد تنشأ عنها، ويحدث الاختلال المؤقت، في الميزان التجاري نتيجة للتغيرات التي تصيب حجم الصادرات والواردات، أما الاختلال المؤقت الذي قد يصيب حساب رأس المال، فيكون نتيجة دخول أو خروج رؤوس الأموال قصيرة الأجل بشكل مكثف في محاولة للبحث عن فرص استثمارية أكثر جاذبية وهو ما يعرف بظاهرة الأموال الساخنة¹.

2.5 آليات علاج اختلال ميزان المدفوعات:

يمكن علاج الاختلال في ميزان المدفوعات، اما من خلال آليات تلقائية أو عن طريق تدخل السلطات العمومية وذلك بتطبيق أحد جوانب السياسة الاقتصادية، ويمكن تبيان هذه الآليات وفق الترتيب التالي:

1.2.5 آليات التعديل التلقائي:

يتم وفق هذه الآليات تعديل الاختلال في ميزان المدفوعات بصورة تلقائية، دون أي تدخل من السلطات النقدية أو المالية، ويكون ذلك اما بالاعتماد على الأسعار أو الدخل، حيث يمكننا ايجاز هذه الآليات كالتالي:

أ. آليات التعديل المرتكزة على الأسعار:

تبنى الفكر الاقتصادي الكلاسيكي هذا الطرح، حيث تركز آليات التعديل المقدمة من طرف رواد هذه المدرسة على التغيرات في الأسعار، ذلك أن الأسعار الداخلية ترتفع في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات، وتنخفض في حالة العجز، ويمكن في هذا الصدد التفرقة ما بين آليات التعديل السعرية في ظل نظام قاعدة الذهب، وتلك المستخدمة في ظل نظام تعويم أسعار الصرف.

أولاً: في ظل تطبيق نظام قاعدة الذهب:

¹ نفس المرجع السابق، ص 46.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

عرف النظام النقدي الدولي في الفترة التي سبقت الحرب العالمية الأولى تطبيقا صارما لنظام قاعدة الذهب والذي يفترض ما يلي:

- يخضع تدفق العملة المحلية الى عوامل مرتبطة أساسا بعرض النقود، وبما أن عرض النقود يرتبط بحجم الاحتياطات الذهبية، فإن أي دخول أو خروج للذهب سيؤدي دون شك الى التأثير على وضعية ميزان المدفوعات، فاذا افترضنا مثلا وجود عجز في ذات الميزان، فإن الذهب سيتدفق إلى خارج البلد وبالتالي فإن عرض النقود سينكمش. ولذلك فإن التدفقات النقدية من البلد إلى الخارج والناجمة عن عجز في ميزان المدفوعات تؤدي إلى إنكماش في الطلب الكلي¹.
- يساهم حساب رأس المال أيضا في الحفاظ على أثر التعديل الحاصل سابقا، فالانخفاض في عرض النقود سيؤدي الى ارتفاع أسعار الفائدة (نتيجة لانخفاض سيولة القطاع المصرفي)، ومنه الى تحسن في وضعية حساب رأس المال، الأمر الذي من شأنه التقليل من تدفق النقود خارج البلد وبالتالي الحد من شدة تقلص عرض النقود.
- يؤدي الانخفاض في الطلب الكلي الناتج عن تقلص عرض النقود إلى انخفاض في الأسعار الداخلية، وهكذا فإن الحساب الجاري يتعدل لإلغاء العجز كنتيجة لانخفاض الطلب على السلع المحلية.

ثانيا: في ظل تطبيق نظام الصرف المعموم (المرن):

في ظل نظام تعويم أسعار الصرف والمطبق تدريجيا بداية من سنة 1971، يؤدي العجز في ميزان المدفوعات الى تدهور أسعار صرف العملة المحلية، وهذا ما يزيد من القدرة التنافسية لسلعها نتيجة لانخفاض أسعارها دوليا، الأمر الذي من شأنه رفع الطلب على هذه الأخيرة اضافة الى انخفاض مستوى الطلب على الواردات، مما يسمح بتعديل العجز والعودة تدريجيا لحالة توازن ميزان المدفوعات. أما في حالة الفائض، فسيؤدي ذلك الى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، مما يؤدي إلى رفع أسعار

¹ عبد الله منصور، مرجع سبق ذكره، ص 87.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

الصادرات بالعملة المحلية وانخفاض الطلب عليها، إضافة الى زيادة الطلب المحلي على السلع الأجنبية، الأمر الذي من شأنه احداث عجز تدريجي في ميزان المدفوعات¹.

ب. آليات التعديل المرتكزة على الدخول:

تبنى الفكر الاقتصادي الكينزي هذا الطرح، والذي يقوم على التفاعل بين المتغيرات الحاصلة في الدخل الوطني، حيث أن أي تغير في مستوى الدخل الوطني سيؤدي إلى زيادة أو نقصان الإنفاق الوطني، والذي يتكون بدوره من انفاق محلي (استهلاكي، استثماري) وانفاق خارجي (على الواردات)، وعلى ضوء ذلك يمكن توضيح هذه الآلية، ففي حالة عجز ميزان المدفوعات، فإن مضاعف التجارة الخارجية (عدد مرات تضاعف الدخل الوطني نتيجة التغير الحاصل في التجارة الخارجية) سيؤدي إلى انخفاض مضاعف الدخل الوطني، ومنه الى انخفاض الإنفاق المحلي على الواردات، أي التقليل من خروج الدخول نحو الخارج، وهذا من شأنه تقليص العجز في ميزان المدفوعات².

أما في حال تسجيل ميزان المدفوعات لفائض، فإن ذلك سيؤدي لزيادة حجم الصادرات مقارنة بالواردات، الأمر الذي سيؤدي الى مضاعفة مستوى الدخل المحلي نتيجة لأثر مضاعف التجارة الخارجية، وهذا ما ينعكس على زيادة حجم الواردات بفعل زيادة الميل الحدي للاستيراد، وبالتالي العودة تدريجياً نحو حالة التوازن.

2.2.5 آليات التعديل المرتكزة على تدخل السلطات العمومية:

نظراً للقيود الكثيرة المفروضة على الآليات التلقائية لتعديل اختلال ميزان المدفوعات، تفضل العديد من الدول استخدام مزيج من أدوات السياسة الاقتصادية لبلوغ حالة التوازن، وعموماً يمكن تنفيذ هذه الآليات وفق الشكل التالي:

¹ حنان لعروق، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 21.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

أ. السياسة النقدية:

يتولى البنك المركزي في غالب الأحيان مهام صياغة وإدارة السياسة النقدية، حيث يعتمد هذا الأخير الى اتباع سياسة نقدية انكماشية (أدوات كمية، نوعية) في حال عانى ميزان المدفوعات من حالة عجز، ويكون ذلك بالتأثير على مقدرة البنوك التجارية والمؤسسات المالية على التوسع في منح الائتمان، وذلك برفع تكلفة اقتراضها، نظرا لاعتبار البنك المركزي كملجأ أخير للاقراض، مما يدفع البنوك التجارية بدورها إلى رفع تكلفة تشكيلة القروض المقدمة للأفراد والمؤسسات على حد سواء، وبالتالي انخفاض الطلب على القروض وانخفاض الإنفاق المتاح، الأمر الذي يؤدي الى تخفيض الطلب على الواردات وبالتالي العودة تدريجيا الى حالة التوازن.

ب. السياسة المالية:

يكون تدخل الدولة من خلال هذه السياسة بالعمل على التأثير على مستويات كل من الإنفاق العام والإنفاق الخاص في الاتجاه الذي يخدم حالة ميزان المدفوعات. فتطبق في صورتها الانكماشية في حالة عجز ميزان المدفوعات، اذ تعتمد الدولة في هذه الحالة الى الحد من حجم الإنفاق العام، وذلك بالتركيز على المجالات الضرورية فقط (نفقات انشاء البنى التحتية الضرورية، الخدمات الضرورية...)، كما تعتمد هذه الأخير أيضا الى زيادة معدلات الضرائب (زيادة الضغط الضريبي) وذلك برفع الضرائب المباشرة على الأرباح، الأمر الذي يسمح باعادة حالة التوازن لميزان المدفوعات. أما إذا كانت الدولة تعاني من فائض في ميزان مدفوعاتها فيمكنها اتباع سياسة مالية توسعية من خلال التوسع في حجم الإنفاق العام وكذا زيادة الدخل ورفع القدرة الشرائية للمستهلكين عن طريق تخفيض وطئة الضرائب أو إلغاء بعضها، الأمر الذي يسمح بزيادة الإنفاق على الواردات وبالتالي العودة تدريجيا الى حالة التوازن.

ت. فرض قيود على التجارة الخارجية:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

يمكن لصناع السياسة الاقتصادية (البنك المركزي، الدولة) استخدام مجموعة من الآليات لفرض قيود على التجارة الخارجية وهذا بغية علاج الاختلال الدائم في ميزان المدفوعات، ويمكن ايجاز هذه الآليات في الصور التالية:

- فرض قيود على دخول وخروج السلع عبر الحدود من أجل تحسين حالة الميزان التجاري، كأن يتم اللجوء الى فرض رسوم جمركية على اجمالي السلع المستوردة أو على سلعة بحد ذاتها، إضافة الى استخدام نظام الحصص لحماية السلع المحلية وبالتالي فرض قيود على حجم الواردات¹.

- فرض نظم فعالة للرقابة على الصرف، ويكون ذلك اما بفرض سعر صرف ثابت وموحد على كافة المؤسسات والأفراد الناشطة داخل البلد، إضافة الى امتلاك الحصرية في ادارة سوق الصرف دون أي جهة أخرى، أو فرض سعر صرف متعدد قائم على تحديد أكثر من سعر صرف للعملة الوطنية حيث يستند هذا النظام إلى سعر التعادل الرسمي مع خصم أو إضافة علاوة معينة بالعملة الوطنية، وفقا لنوع السلعة والهدف المراد من وراء ذلك.

- التعديل في قيمة العملة الوطنية، اذ تعتمد البنوك المركزية في العديد من الدول الى تخفيض سعر صرف عملتها لخلق تنافسية سلعية لصادراتها وبالتالي جعل صادراتها أقل تكلفة من صادرات الدول المنافسة وهذا ما يشجع طبعا على زيادة الطلب على السلع المحلية وتخفيض الطلب على الواردات.

كما يمكن أن تلجأ السلطات العمومية الى تمويل العجز الظرفي الحاصل في ميزان مدفوعاتها دون محاولة علاج الأسباب المؤدية الى ذلك، ويمكن لهذه السلطات استخدام موارد مختلفة المصادر بغية تمويل هذا العجز، كأن تقوم بما يلي:

- بيع الأسهم والسندات المحلية (الدومين المالي) للأجانب بغية الحصول على العملات الأجنبية.

¹ Alan C. Shapiro, *op.cit.* p 223.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية لميزان المدفوعات.

- بيع العقارات المحلية (العمومية) للأجانب.
- اللجوء الى القروض الخارجية سواء كانت رسمية أو خاصة (البنوك المركزية، هيئات الاقراض الخاصة، صندوق النقد الدولي...).
- بيع الأسهم والسندات التي تملكها الدولة في المؤسسات الأجنبية لمواطني تلك الأقطار بغية الحصول على العملات الأجنبية.

المحاضرة التاسعة

تمهيد:

يعتبر النظام النقدي الدولي أحد المحاور الأساسية للنظام الاقتصادي الدولي، حيث يعنى هذا الأخير بضبط مختلف القواعد والإجراءات المعمول بها على المستوى الدولي، والمتعلقة بضبط السيولة الدولية وتعديل الاختلالات الخارجية اضافة الى تحديد أنظمة الصرف وترتيبات الرقابة والإشراف وآليات تجنب الأزمات ومعالجتها. ولقد عرف تطبيق الأنظمة النقدية على المستوى الدولي عدة مراحل حيث مر أولاً بنظام المقاصة القائم على تبادل السلع والخدمات أو حتى العملات بين دولتين أو أكثر ثم انتقل هذا النظام بداية من سنة 1870 الى استخدام الذهب كمرجع اساسي في تقييم المبادلات التجارية والنقدية على حد سواء، ليتم الاستغناء نهائياً عن الذهب كمرجع للتبادل بسقوط نظام بريتون وودز سنة 1971 وقيام ما يعرف بنظم الصرف المرنة (المعومة) بدءاً من سنة 1976.

بناء على ما تقدم وخدمة لمتطلبات هذا المحاضرة، سيتم تقسيم هذا المحور الى ثلاثة اقسام

رئيسية، وذلك وفق الشكل التالي:

- ماهية النظام النقدي الدولي.
- تطور النظام النقدي الدولي.
- مشاكل النظام النقدي الدولي الحالي.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

1. تعريف النظام النقدي الدولي:

يعرف النظام النقدي الدولي على أنه " مزيج من السياسات والقواعد والإتفاقيات، وكذا البيئة الإقتصادية والسياسية والتنظيمية الرامية الى تحديد مرجع واضح يتم على أساسه تقييم الاحتياطات الدولية من جهة، اضافة الى ضمان إستقرار انظمة الصرف وتجنب اختلالها.¹

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه " مجموعة القواعد والأعراف والوسائل والتسهيلات والتنظيمات التي تؤثر في المدفوعات الدولية. ويمكن تصنيف الأنظمة النقدية الدولية بناء على كيفية تحديد سعر الصرف، كما يمكن تصنيفه أيضا تبعا للصيغة التي تتخذها الاحتياطات الدولية"².

كما يمكن قياس فعالية النظام النقدي الدولي وباعتباره جزءا من النظام الإقتصادي الدولي انطلاقا من مجموعة من الخصائص والتي يمكن ايجازها في النقاط التالية³:

- قدرته على تصحيح الاختلالات في موازين مدفوعات الدول الأعضاء. فالنظام الجيد هو الذي يقلل التكلفة والوقت اللازمين لتصحيح الاختلالات الهيكلية التي تعاني منها اقتصاديات الدول الأعضاء.
- قدرته على كسب ثقة مختلف الأطراف الفاعلة في الإقتصاد العالمي، من خلال فعالية آليات التصحيح فيه وحفاظه على قيم الاحتياطات الدولية اضافة الى توفيره للسيولة الكافية.
- قدرته على توفير السيولة اللازمة لتسوية المعاملات الإقتصادية بين مختلف الدول وذلك في شقيها التجاري والمالي.

2. تطور النظام النقدي الدولي:

¹ بوعبد الله ودان، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابو بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص 02.

² Ivo Maes, **La genèse du système monétaire international actuel**, De Boeck Supérieur, reflets et perspectives de la vie économique, 04/2010, p 18.

³ خالد حسين المرزوك، مرجع سبق ذكره، ص 75.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

مر النظام النقدي الدولي بثلاثة أنماط رئيسية من نظم الصرف، فظهر أولاً نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بقاعدة الذهب والذي ساد بداية من الثلث الأول للقرن التاسع عشر والى غاية انهيار اتفاقية بريتون وودز سنة 1971، ليتم بعد ذلك تطبيق نظام صرف قائم على مبدأ التعويم، بناء على ما تقدم سيشمل هذا العنصر على تقسيم مختلف مراحل تطور النظام النقدي الدولي الى ثلاث فترات مختلفة، نوجزها كالتالي:

- المرحلة الأولى: من 1870-1914.
- المرحلة الثانية: من 1914 الى غاية قيام اتفاقية بريتون وودز.
- المرحلة الثالثة: النظام النقدي الدولي الحالي.

1.2 المرحلة الأولى من 1870-1914:

عرفت هذه المرحلة اعتماد قاعدة الذهب كمعيار مطلق في المبادلات التجارية والمالية على المستوى الدولي، ويعود اختيار الذهب لهذه المهمة لتمتعته بمجموعة من الخصائص غير المتوفرة في المعادن الأخرى نذكر منها قيمته المرتفعة، امكانية تخزينه، صعوبة تصنيعه ونقله، الأمر الذي أدى الى اعتباره من اهم العوامل الداخلة في تحقيق التوازن الاقتصادي لميزان المدفوعات. وقد بدأت قاعدة الذهب في الانتشار محليا بداية من سنة 1821 حيث اتخذت بريطانيا بصفة رسمية هذا المعدن كمرجع نقدي يتم على اساسه تحديد قيمة عملتها، حيث قدرت قيمة الأوقية من الذهب آنذاك ب 4,25 جنيه استرليني. لتليها عدة دول في ذلك، حيث شهدت سنة 1873 قيام كل من المانيا والولايات المتحدة الأمريكية باعتماد قاعدة الذهب في تحديد قيم عملاتها¹.

1.1.2 خصائص النظام النقدي الدولي خلال الفترة 1870-1914:

¹ مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997، ص 14.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

عرف النظام النقدي الدولي المطبق خلال هذه الفترة، بنظام الذهب المطلق (Gold Standard)

أو ما يعرف أيضا بنظام المسكوكات الذهبية، وتميز هذا بالخصائص التالية¹:

- وجود علاقة ثابتة بين قيمة أي عملة وبين كمية وعتار محددين من الذهب (أنظر الجدول رقم 01).
- امتلاك الأفراد حرية سك وصهر الذهب بالكمية المرغوبة ودون تحمل أي كالتف إضافية، إذ يستطيع أي فرد تحويل الذهب الى مسكوكات ذهبية أو العكس.
- إمكانية تحويل مختلف أشكال النقود الأخرى (نقود ورقية، نقود مساعدة) الى ذهب وفق نسب محددة من طرف البنوك المركزية.
- عدم فرض أي قيود على تصدير واستيراد الذهب.
- الحفاظ على قيمة التعادل الخاصة بكل عملة ما بين الداخل والخارج.

الجدول رقم (01): قيم التعادل الخاصة بأهم العملات المتداولة في الفترة 1870-1914.

الدولة	وزن الوحدة من العملة بالذهب (غ)	قيمة الأوقية من الذهب *
الولايات المتحدة الأمريكية	1,055 غ	20,67 دولار أمريكي.
بريطانيا	7,3 غ	4,25 جنيه استرليني.
فرنسا	0,322 غ	107,1 فرنك فرنسي.
روسيا	0,774 غ	40,17 روبل روسي.
ألمانيا	0,371 غ	86,8 مارك ألماني.

Source: M. Burda et C. Wyplosz, Macroéconomie : une perspective européenne, 2eme édition, De Boeck, 2002, p. 561.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 16-17.

* يقدر وزن الأوقية من الذهب ب 31,1 غ.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

2.1.2 مزايا نظام الذهب:

يتميز نظام الذهب المطلق بمجموعة من المزايا، نوجزها كالتالي:

- **ثبات أسعار الصرف:** يقوم هذا النظام على خاصية الربط ما بين قيمة العملة ووزنها من الذهب، وهو ما من شأنه الحد من تقلبات أسعار صرف العملات الأساسية (المقومة بالذهب)، بحيث تبقى تقلبات أسعار الصرف محصورة فقط في تكاليف النقل والتأمين الخاصة بتصدير واستيراد الذهب¹.
- **تحقيق التوازن الداخلي:** يحصل التوازن الداخلي في أي اقتصاد اذا تم تحقيق شرط ثبات الأسعار الداخلية، وهذا طبعا في ظل عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي (الفكر الاقتصادي الكلاسيكي) وبالتالي اهمال الجانب المتعلق بتحقيق التشغيل الكامل لعناصر الانتاج.
- **امتلاك آليات فعالة لعلاج اختلالات ميزان المدفوعات:** يتم وفق هذا النظام استخدام آليات الأسعار في علاج الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، وهذا ماتم شرحه في المحور السابق (راجع المحور الرابع).

3.1.2 عيوب نظام الذهب:

رغم عديد المزايا التي يتمتع بها هذا النظام الا انه يعاب عليه ما يلي:

- اهمال الجوانب المتعلقة بتحقيق التشغيل الكامل لعناصر الانتاج، والتركيز على هدف التوازن الخارجي فقط، وهو ما يعني التضحية باعتبارات الاستقرار الداخلي في سبيل تحقيق الاستقرار الخارجي².
- انكماش وتراجع النشاط الاقتصادي داخل الدولة بسبب عدم قدرة الدولة على زيادة العرض النقدي في حال عدم امتلاك الرصيد الذهبي الكافي لذلك.

¹ صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص 133.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

- أدى الطلب المتزايد على الذهب الى ندرة في هذا المورد، مما أدى الى عدم استقرار أسعاره على المستوى العالمي، وبالتالي اختلال معدلات صرف العملات الأساسية.
- تركز احتياطات الذهب على مستوى خزائن بعض الدول، وهو ما أدى الى ارتفاع اسعار الذهب بصفة لا متناهية، نتيجة لاكتنازه من قبل عديد البنوك المركزية¹.

4.1.2 انهيار النظام النقدي الدولي المرتكز على معيار الذهب:

أدى تفاعل مجموعة من الأسباب الى ايقاف العمل بنظام المسكوكات الذهبية (قاعدة الذهب المطلقة)، حيث تخلت الدول الكبرى تباعا عن تطبيق هذا النظام بدءا بألمانيا والنمسا في بداية سنة 1931 ثم بريطانيا التي أعلنت عن تعويم عملتها، وبالتالي تخليها عن نظام الذهب في سبتمبر 1931، لتليها الولايات المتحدة الأمريكية في ذلك، والتي تخلت عن نظام الذهب سنة 1933، ويمكن ايجاز أهم الأسباب الداخلة في انهيار هذا النظام، وفق الشكل التالي:

- الخروج عن قاعدة الاصدار النقدي المقيد بحجم الاحتياطات الذهبية المحفوظ بها، أي اللجوء الى اصدار نقدي غير مشروط وبدون أي مقابل، وهذا بغية تمويل نفقات التسلح الباهظة الناتجة عن الحرب العالمية الأولى.
- إتباع عديد الدول لسياسات نقدية مستقلة تهدف أساسا الى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي، دون الاهتمام بهدف التوازن الخارجي، وهو ما ادى الى حدوث اختلالات كبيرة في ميزان مدفوعاتها².
- تدهور احتياطات الذهب لدى العديد من البنوك المركزية، اضافة الى اختلال ميزان مدفوعاتها أدى بهذه الأخيرة الى اعتماد أسعار صرف بعيدة عن الدقة، حيث أصبحت القيمة الاسمية للعديد من العملات اما أكبر أو أقل من قيمتها الحقيقية (حجم احتياطاتها الذهبية).

¹ P. Krugman, M. Obstfeld, **international economics: theory and policy**, 6th edition, Pearson education, USA, 2003, p 543.

² عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص 434.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

- عدم مواكبة عملية انتاج الذهب على المستوى العالمي لاحتياجات التجارة الدولية من النقد، وهذا كنتيجة للزيادة المطردة في حجم المعاملات الاقتصادية الدولية¹.
- أدى التسابق الى تكديس الاحتياطات الذهبية، بين الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا الى التخلي عن قاعدة حرية تصدير واستيراد الذهب. الأمر الذي أدى الى خلق مشكلة حادة في السيولة الدولية.
- أدى ظهور أزمة الكساد العظيم، الى تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وهذا ما حد من حرية النشاط الاقتصادي في اتخاذ القرارات.

2.2 المرحلة الثانية: من 1914 الى غاية قيام اتفاقية بريتون وودز:

شهدت الفترة التي أعقبت نهاية الحرب العالمية الأولى، انكماشاً كبيراً في حجم المبادلات التجارية الدولية، نتيجة لمنع عمليات استيراد وتصدير الذهب، كما أوقفت العديد من البنوك المركزية عملية تحويل النقود الورقية الى ذهب، نتيجة الى انخفاض احتياطاتها الذهبية، ضف الى ذلك ظهور قوى اقتصادية جديدة تمثلت في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا كنتيجة لبعدها عن رقعة الحرب وامتلاكها لأكثر من ثلثي الاحتياطات الذهبية على المستوى الدولي، مما ساعدها على البروز كدولة دائنة، وظهر ألمانيا على الطرف الآخر كدولة مدينة نتيجة لالزامها بدفع تعويضات الحرب.

كما شهدت هذه الفترة أيضاً جملة من الاضطرابات المالية والنقدية على صعيد العلاقات الاقتصادية الدولية تجسدت في اتباع عدة دول لجملة من الاجراءات النقدية والمالية والتجارية لدعم اقتصادياتها التي تأثرت سلباً من تداعيات أزمة الكساد العظيم، اذ عمدت العديد من البنوك المركزية الى سياسة تخفيض العملة بحثاً عن خلق تنافسية سلعية لصادراتها، مما أدى الى خلق حالة من الفوضى في السوق النقدية والمالية الدولية ساهمت في زعزعة الثقة في العملات الدولية الرئيسية، نذكر منها على سبيل المثال، اعلان وينستون تشرشل رئيس الوزراء في بريطانيا في تلك الفترة عن عملية تخفيض قيمة الجنيه الاسترليني، اضافة الى تبني قاعدة الذهب مرة أخرى ولكن وفق صورة مغايرة

¹ بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003، ص 115.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

سميت أُنذاك بنظام السبائك الذهبية، والتي تختلف عن نظام المسكوكات الذهبية في حصر امكانية تداول النقد من يد إلى يد في صورة أوراق نقدية يقوم البنك المركزي باصدارها بناء على وزن محدد من الذهب، مع تقييد امكانية تحويل هذه النقود الى ذهب نتيجة لفرض قيم تبادل جد مرتفعة يعجز أغلب الفراد على توفيرها، أي أن وزن السبيكة الذهبية يكون أكبر من قدرة أغلب الأفراد على استبدالها¹. وبالرغم من محاولات عديد الدول الى الرجوع الى تطبيق نظام الذهب، عجز هذا الاخير عن توفير السيولة اللازمة لتسوية مختلف المبادلات التجارية والمالية الدولية، اضافة الى عدم قدرته على مواجهة مخلفات الحرب أزمة الكساد العظيم، انتهى المطاف باغلب الدول الى التخلي عن قاعدة الذهب بشتى اشكالها واعتماد نظام نقدي دولي جديد قادر على تحقيق الاستقرار النقدي وتطوير المبادلات التجارية والمالية الدولية.

المحاضرة العاشرة

3.2 المرحلة الثالثة: النظام النقدي الدولي الحالي:

تزامنت بداية هذه المرحلة مع نهاية الحرب العالمية الثانية، والتي تميزت بانكماش كبير في حجم المعاملات الاقتصادية في شقيها المالي والتجاري اضافة الى تدهور قيمة العديد من العملات الأوروبية نتيجة سياسة التخفيضات المتتالية التي انتهجتها البنوك المركزية في هذه الدول، وفي ظل استحالة العودة الى تطبيق نظام الذهب، بدأت الدول الرأسمالية الصناعية في التفكير في اعادة بناء نظام نقدي دولي جديد، حيث اجتمع ممثلو هذه الدول في ولاية **New Hampshire** بالولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1944، لعقد المؤتمر النقدي والمالي التابع للأمم المتحدة، والذي عرف بتقديم مجموعة من المقترحات الهادفة لإرساء قواعد نظام اقتصادي دولي يتسم بالمرونة والفعالية بما يضمن تحقيق الاستقرار النقدي وتطور المبادلات التجارية والمالية الدولية. وقد انبثق عن هذا المؤتمر ثلاث مؤسسات رئيسية عرفت بمؤسسات بريتون وودز والمتمثلة في كل من: **صندوق النقد الدولي** يتولى

¹ ضياء مجيد، النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص ص 54-55.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

مهام ادارة النظام النقدي الدولي الجديد، البنك الدولي للانشاء والتعمير يتولى مهام تقديم الائتمان والمساعدات الاقتصادية للدول المتضررة من الحرب العالمية الثانية، اضافة الى الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة والتي تولت مهام تعزيز وترقية التجارة الدولية عن طريق تقليل أو إزالة الحواجز التجارية التي من شأنها أن تعيق هذه الأخيرة.

وقبل التوسع في تبيان خصائص النظام النقدي الدولي المنبثق عن اتفاقية بريتون وودز، وجب التذكير بالمقترحات الأساسية التي سبقت ميلاد هذا النظام، حيث شهد المؤتمر النقدي والمالي التابع للأمم المتحدة والمنعقد في سنة 1944 تقديم مشروعين أساسيين لسير هذا النظام الجديد، يمكن ايجازهما كالتالي:

• المشروع الأمريكي:

قدم هذا المشروع من طرف الاقتصادي الأمريكي **Harry Dexter White** والذي شغل في نفس الوقت منصب نائب وزير الخزانة الأمريكية، حيث ارتكز مشروع الولايات المتحدة الأمريكية في هذا الصدد على انشاء مجموعة من المؤسسات الهامة والتي من شأنها ادارة وتنظيم الجوانب النقدية والمالية الدولية، بحيث يكون الدولار الأمريكي بمثابة العملة المهيمنة على جل المبادلات الاقتصادية الدولية، وذلك بربط هذه العملة مباشرة بالذهب ومنع قابلية تحويل باقي العملات الى ذهب، على أن تتحدد قيم العملات الدولية الأخرى وفق نسب ثابتة مع الدولار الأمريكي¹.

تولى صندوق النقد الدولي في اطار المشروع الأمريكي عدة مهام لعل أهمها سعيه لتثبيت أسعار الصرف، حيث تقوم الدول الأعضاء في هذا الصندوق بإيداع حصص متكونة من ذهب بنسبة تعادل 25% من اجمالي الاحتياطات اضافة الى المتبقى من عملاتها المحلية وبعض أدوات الدين الحكومية، كما يمكن لأي دولة تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها السحب من هذا الصندوق بغية تغطية

¹ أوكيل نسيم، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها - دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص19.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

عجزها. مع امكانية اتخاذ الصندوق لبعض الاجراءات المناسبة في حال استمرار العجز لفترات طويلة دون امكانية فرض أي عقوبات تصاحب ذلك.

• المشروع البريطاني:

قدم هذا المشروع من طرف الاقتصادي الانجليزي **John Maynard Keynes**، حيث ارتكز هذا المشروع على تأسيس اتحاد دولي للمقاصة يعنى باصدار عملة دولية تسمى **بالبانكور (Bancor)¹**، حسب حاجة الاقتصاد الدولي لهذه العملة، كما يتولى هذا النظام ايضا توفير آليات مناسبة ودقيقة لتحديد القيم النسبية لعملات الدول المختلفة لضمان عدم لجوء هذه الدول إلى سياسة تخفيض العملة، والتي طالما استخدمت كوسيلة لاضعاف المنافسين. ويتشابه هذا المشروع مع نظيره الأمريكي في امكانية إنشاء مؤسسة دولية تتولى عملية إدارة النظام النقدي الدولي بطريقة سليمة، وذلك عن طريق منح اعتمادات مالية لأي دول يعاني ميزان مدفوعاتها من عجز ظرفي. وهذا ما يعنى امكانية فتح اعتمادات للأعضاء بالسحب من البنك في حدود معينة، دون اشتراط أي ايداع حقيقي على هذه الدول، اذ تتكون أصول هذا الصندوق من مجموعة من القيود الحسابية، يتم تسويتها وفق مبدأ المقاصة، فاذا أسفر حساب دولة ما مثلا عن رصيد موجب، يمكن لهذه الأخيرة منحه في شكل ائتمان للدول المدينة لنفس النظام. وهو ما من شأنه حسب كينز طبعا المساهمة في حل مشكلة نقص السيولة الدولية المترتبة عن انهيار النظام النقدي الدولي السابق.

وقد لاقى المشروع الأمريكي قبولا واسعا من قبل ممثلي الدول الرأسمالية الصناعية، وذلك نظرا لقوة المركز السياسي والاقتصادي الذي تمتعت بها الولايات المتحدة الأمريكية في أعقاب الحرب العالمية الثانية، الأمر الذي مكن الدولار الأمريكي من احتلال مركز الصدارة في النظام النقدي العالمي. ويمكن ابراز أهم أوجه التشابه والاختلاف بين كل من المشروع الأمريكي ونظيره البريطاني في الجول التالي:

¹ مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006، ص154.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

الجدول رقم (02): أهم أوجه المقارنة بين المشروعين البريطاني والأمريكي

المشروع الأمريكي	المشروع البريطاني
أوجه التشابه	
تكوين هيئة مركزية تتولى الشؤون المالية والنقدية الدولية	
استهداف تحقيق التوازن الخارجي	
العمل على استقرار اسعار الصرف	
أوجه الاختلاف	
تلقي الايداعات.	خلق الائتمان
اتخاذ اجراءات اقتصادية دون فرض أي عقوبات.	فرض عقوبات على حالات العجز الدائم والمتكرر في ميزان المدفوعات
تبني نظام الايداع.	تبني مبدأ فتح الاعتماد

المصدر: مأمون علي الناصر، مصطفى كافي، يوسف كافي، التمويل الدولي، دار الحامد للنشر والتوزيع،

الأردن، 2014، ص 61.

1.3.2 الركائز الأساسية لنظام بريتون وودز:

ارتكز هذا النظام على جملة من الخصائص، والتي يمكن ايجازها كالتالي:

• تحقيق الاستقرار النقدي الخارجي:

عمد صندوق النقد الدولي الى اعتماد بعض الخصائص الخاصة بالنظام النقدي الدولي السابق، وذلك في الجانب المتعلق بتحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء بالنسبة للدولار والذي يكون بدوره مرتبطاً بالذهب عند مستوى ثابت قدر بـ 35 دولار للأوقية من الذهب، كما كانت الدول الأعضاء ملزمة بإبلاغ الصندوق بسعر صرف عملاتها بالنسبة للدولار الذي اعتبر بمثابة سعر للتبادل يتم على أساسه تحديد مختلف قيم العملات الأخرى، كما نص هذا النظام أيضاً على عدم إمكانية تقلب قيمة أي عملة بما يزيد عن حدود قصوى قدرت آنذاك بـ 1% عن سعر التبادل. وفي حال ما

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

إذا تطلب الأمر تعديلا في قيمة العملة بنسبة تتجاوز 10% صعودا أو نزولا، فإن ذلك يتطلب موافقة مسبقة من صندوق النقد الدولي¹.

• حرية تحويل العملات:

نصت اتفاقية صندوق النقد الدولي على انشاء نظام للمدفوعات التجارية متعدد الأطراف أي جعل عملات الدول الأعضاء قابلة للتحويل فيما بينها، وهذا يعني الابتعاد عن أي شكل من أشكال الرقابة على الصرف. كما تجدر الإشارة الى أن قابلية التحويل مست فقط العمليات التجارية، دون اخضاع العمليات المالية وحساب رأس المال لمثل هذه القيود².

• مساعدة الدول على علاج اختلال ميزان مدفوعاتها:

أتاح صندوق النقد الدولي للدول للدول التي يعاني ميزان مدفوعاتها من اختلالات هيكلية امكانية الحصول على قروض ومساعدات في شكل حقوق سحب عادية، حيث تستطيع هذه الأخيرة الحصول على عملات أجنبية من الصندوق مقابل تقديم عملتها الوطنية، وتكتسب الدولة العضو حق التصويت والحق في الاقتراض من الصندوق بناء على حجم حصتها في رأس مال الصندوق، والتي تتكون من 25% ذهب وعملات صعبة و75% عملات وطنية وأدوات دين حكومية محلية، على أن تتم مراجعة هذه الحصة من طرف صندوق النقد الدولي كل خمس سنوات³.

• تحرير التجارة العالمية:

هدفت اتفاقية بريتون وودز في الجانب المتعلق بترقية التجارة الدولية الى تحرير المبادلات التجارية الثنائية من مختلف القيود والعراقيل (سعرية، غير سعرية)، وبالتالي جعلها أكثر انفتاحا على المستوى الدولي، الأمر الذي من شأنه تعزيز فرص نمو التجارة متعددة الأطراف.

¹ بوعبد الله ودان، مرجع سبق نكره، ص 20.

² مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية- الإشكالات والآثار المحتملة على الوحدة الأوربية، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 2002، ص 45.

³ عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي - مدخل حديث، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 23.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

2.3.2 انهيار نظام بريتون وودز:

عرف تطبيق نظام بريتون وودز مرحلتين رئيسيتين، امتدت المرحلة الأولى من سنة 1946 الى غاية بداية الستينات وتميزت هذه الأخيرة بهيمنة الدولار الأمريكي على جل المبادلات المالية والنقدية الدولية، حيث تميزت السنوات الأولى من تطبيق هذا النظام بنقص شديد في عرض الدولار الأمريكي نتيجة الطلب المتزايد من الدول المتضررة من الحرب العالمية الثانية على الدولار بغية تمويل نفقات إعادة إعمارها. في حين امتدت المرحلة الثانية لهذا النظام من بداية الستينات الى غاية التخلي رسميا عن هذا النظام سنة 1971، حيث عرفت هذه الأخيرة عجزا كبيرا في ميزان المدفوعات الأمريكي نتيجة لزيادة نفقاتها الحكومية، ومخلفات حرب الفيتنام من جهة وتعاضم القوة الاقتصادية والسياسية لدول أوروبا الغربية واليابان على الساحة الدولية من جهة اخرى، الأمر الذي أدى الى بروز معطيات جديدة في الساحة النقدية الدولية تتعارض مع ثبات أسعار صرف العملات الذي يقوم عليه نظام بريتون وودز، كما تتعارض مع الهيمنة الأمريكية على الاقتصاد العالمي المتمثلة في سيطرة عملتها المحلية على النظام النقدي الدولي.

ويمكن ابراز الأسباب التي أدت الى انهيار نظام بريتون وودز في النقاط التالية:

- غياب آليات واضحة ودقيقة لعلاج الاختلالات المسجلة في ميزان المدفوعات، حيث اعتمد هذا النظام على تمويل العجز في ميزان المدفوعات دون تقديم طرق واضحة لعلاج أسباب حدوث هذه الاختلالات.
- ارتكاز النظام على عملة محورية أدى الى انتقال المشاكل الاقتصادية التي عانت منها الولايات المتحدة الأمريكية الى النظام ككل، وبالتالي ارتباط فعالية واستقرار هذا النظام على استقرار قيمة الدولار الأمريكي¹.
- تعنت الولايات المتحدة الأمريكية واصرارها على اتباع سياسة مالية قائمة على عجز الموازنة وهذا نتيجة لتوسع نفقاتها العسكرية بفعل حرب الفيتنام.

¹ J. P. Allegret, R. Sandretto, *La nouvelle architecture du système monétaire international Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods*, l'Actualité économique, Vol 76, n 3, Sep 2000, p 438.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

- المضاربة على انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي تجاه الذهب، أدى الى زيادة الضغط على الاحتياطي الفيدرالي وهو ما استلزم ضخ كميات اضافية من الدولار الأمريكي¹.
 - بروز قوى اقتصادية جديدة كاليابان وألمانيا، أدى الى الانقاص من هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية على الساحة الاقتصادية الدولية.
 - انخفاض معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، مقابل ارتفاعها في الساعات النقدية الأوروبية أدى الى انتقال رؤوس الأموال اتجاه هذه الأخيرة².
- ورغم عديد المحاولات الهادفة الى اصلاح نظام بريتون وودز، أصبح نظام الصرف الثابت غير قادر على ضمان استقرار النظام النقدي الدولي، ووصل النظام الاقتصادي الدولي إلى حتمية مفادها التخلي نهائيا وبصفة رسمية عن تطبيق نظام الصرف الثابت بحلول سنة 1973، ويمكن تلخيص أهم محاولات اصلاح هذا النظام كالتالي:

- اجبار الولايات المتحدة الأمريكية للعديد من الدول المنتجة للذهب، على بيع انتاجها من الذهب بالسعر الرسمي، والمقدر ب 35 دولار للأوقية.
- اتفاق الاحتياطي الفدرالي مع سبع دول أوروبية* سنة 1961 على تكوين احتياطات مجمعة من الذهب، والتعهد على بيع الذهب في سوق لندن بالسعر الرسمي المقدر ب 35 دولار للأوقية، الأمر الذي من شأنه الحفاظ على تطبيق نظام الصرف الثابت.
- اعتماد سوق رسمي للذهب يتم فيها تداول الذهب بسعر التعادل، وسوق حرة يستعمل فيها الذهب لأغراض المتاجرة وبالتالي فهو لا يخضع لأحكام اتفاقية بريتون وودز، حيث يتحدد سعره وفقا لقانون العرض والطلب.
- انشاء عملة خاصة بصندوق النقد الدولي، لانقاص الضغط على الدولار الأمريكي، حيث يتم استعمالها كوحدة حساب لحصص الدول الأعضاء في الصندوق، ولكن دون اعتبارها كعملة

¹ A. Bénassy-Quéré, J. Pisani-Ferry, **Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide**, centre d'études prospectives et d'informations internationales, Mars 2011, p 13.

² J. C. Ingram, **International Economics**, John Wiley and Sons, 2nd édition, 1996, pp 10-11.

* فرنسا، بريطانيا، ألمانيا، هولندا، بلجيكا، سويسرا، إيطاليا.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

- احتياط ومبادلات دولية، وقد قيمت قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة سنة 1969 ما مقداره 0,888671 غ من الذهب، أي ما يعادل قيمة 01 دولار أمريكي في تلك الفترة¹.
- انعقاد اتفاقية سميث سونيان سنة 1971، والتي نتج عنها تغير سعر التعادل وتخفيض قيمة الدولار الأمريكي الى حدود 38 دولار للأوقية من الذهب، مع السماح بتقلب قيمة العملات الملائمة بالدولار في حدود لا تتجاوز 2,25% عن سعر التعادل صعودا ونزولا.
 - فرض ضريبة على الواردات الأمريكية قدرها 10%، مع امكانية التخلي عنها في حال وافقت الدول الأوروبية على رفع أسعار عملاتها.

3.3.2 التطورات النقدية على المستوى الدولي في ظل انهيار نظام الصرف الثابت:

أثبتت نظام الصرف الثابت محدوديته في ارساء نظام نقدي دولي يتسم بالفعالية، اذ فشل هذا النظام في ايجاد آليات فعالة لتعديل اختلالات ميزان المدفوعات، وهو ما أدى الى زعزعة ثقة مختلف الأطراف الفاعلة في الإقتصاد العالمي في هذا النظام، وبالتالي عجزه عن توفير مصادر للسيولة الدولية بما يتماشى وحجم المعاملات المالية والتجارية، وقد أجبرت هذه التغيرات صندوق النقد الدولي على التكيف مع مجرياتها، نظرا لاعتباره بمثابة الهيئة المسؤولة عن العلاقات الاقتصادية الدولية. وفي هذا الصدد قام صندوق النقد الدولي بتبني تعديل ثاني في آليات سير هذا النظام، وفق ما يعرف بنظام تعويم أسعار الصرف، وعليه سيتم ابراز أهم جوانب هذا النظام النقدي الدولي، عن طريق تناول مفهوم سياسة التعويم، والتي يمكن اعتبارها من ناحية المبدأ مناقضة تماما لنظام تثبيت العملة، اذ يتم وفق هذه السياسة تحديد قيم عملة ما دون أي تدخل (أو بقدر بسيط من التدخل) من السلطات النقدية في هذه العملية، اذ لا تعتبر البنوك المركزية في ظل تكبيق هذا النظام مجبرة على الاحتفاظ باحتياطيات كبيرة من من الذهب أو العملات الأجنبية لدعم قيمتها المحلية. حيث يتم الحصول على التوازن الخارجي في ظل تطبيق هذا النظام بصفة تلقائية وبفعل قوى الغرض والطلب الفاعلة في سوق الصرف، فاذا عانت دولة ما من عجز في ميزان مدفوعاتها، بسبب زيادة حجم صادراتها، سيؤدي ذلك

¹ Ivo Maes, *op.cit.* p 20.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

الى انخفاض قيمة عملتها، وهذا سيؤدي بدوره الى زيادة الطلب على سلعها بحكم انخفاض قيمتها ومنه الى زيادة حجم صادراتها بما يسمح بعودة حالة التوازن لميزان مدفوعاتها.

غير أن المعارضين لهذا النظام يرون أن تطبيق هذا الأخير غالبا ما يقترن بمجموعة من المشاكل والتي يمكن تبيانها في النقاط التالية:

- ظهور مخاطر أسعار الصرف كنتيجة عن التغيرات الكبيرة في اسعار صرف العملات.
- ظهور مشاكل السيولة الدولية المتأتية عن التنافس بين الاقتصاديات الصناعية الكبرى واتباع سياسات تجارية حمائية.
- ظهور تفاوت كبير في معدلات التضخم ما بين الاقتصاديات الرائدة، الأمر الذي أدى الى تفاقم ظاهرة انتقال رؤوس الأموال الى الخارج.
- ظهور اختلافات كبيرة في أسعار الفائدة بين الدول، وهو ما يؤدي الى اضطرابات في أسواق النقد والمال، نتيجة لانتقال رؤوس الأموال بهدف المضاربة.
- تفاقم أزمة الديون المترتبة على الدول التي تعاني من اختلالات في ميزان مدفوعاتها، نتيجة لجوء هذه الدول الى مصادر اقراض خاصة لتمويل هذا العجز.
- تدخل العديد من السلطات النقدية لدعم عملاتها عن طريق ما يعرف بتخفيض العملة، أي اتباع نظام التعويم المدار (غير النقي).
- سطوة بعض العملات الصعبة، كالدولار الأمريكي على تركيبة الاحتياطات النقدية الخاصة ببعض الدول غير المتقدمة وهذا في ظل اتباع هذه الدول لسياسة التعويم المدار.

3. مشاكل النظام النقدي الدولي الحالي :

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

سيتم في هذا العنصر التركيز على مجموعة من الصعوبات التي اعترضت تطبيق النظام النقدي الدولي الحالي بشكل فعال بما يضمن استقرار النظام الاقتصادي العالمي، وفي هذا الصدد سيتم التركيز على النقاط التالية¹:

أ. مشكلة السيولة الدولية:

بين الواقع العملي عدم قدرة صندوق النقد الدولي على توفير مصادر جديدة للسيولة الدولية، إذ غالبا ما تؤدي الأزمات المالية والنقدية الى حدوث نقص فادح في مستوى السيولة الدولية والذي يعرف أيضا بظاهرة التوقف المفاجئ (Sudden Stop)، والراجع أساسا الى اضطرابات في حركة رؤوس الأموال، أي انتقالها بشكل مفاجئ نحو الساحات المالية والنقدية التي تحوز على فرص استثمارية أحسن.

ب. مشكلة تزايد حجم المديونية الدولية:

عرف عقد السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، ظهور ما يعرف بأزمة الديون السيادية، إذ أحجمت عدة دول نامية (المكسيك ودول أمريكا الجنوبية) عن دفع ديونها والفوائد المترتبة عنها، أو ما يعرف اصطلاحا بخدمة الدين، وذلك عائد أساسا الى لجوء هذه الدول الى مصادر اقراض خاصة (بنوك تجارية، هيئات الاقراض الخاصة...) نظرا لعدم قدرة هذه الدول على استيفاء شرط الحصول على قروض ومساعدات من صندوق النقد الدولي وهذا بسبب وضعية هيكلها الاقتصادي المتردية.

ت. تزايد حالة عدم الاستقرار في عديد الاقتصاديات العالمية:

ان غياب آلية دولية واضحة المعالم لتصحيح اختلال ميزان المدفوعات والاكتفاء بعملية تمويل هذه الاختلالات أدى الى تزايد حالة عدم الاستقرار الاقتصادي التي تعاني منها عدة دول نتيجة لاستمرار عجز ميزان مدفوعاتها لفترات طويلة.

ث. ظهور مشكلة الأموال الساخنة:

¹ Pierre-Olivier Gourinchas, *Vers un nouveau système monétaire international*, Regards croisés sur l'économie, n 10, 02 /2011, pp 85.

الفصل الخامس: النظام النقدي الدولي.

تعتبر مشكلة الأموال الساخنة من بين الآثار السلبية لظاهرة العولمة المالية، إذ تعرف هذه الظاهرة بانتقال رؤوس الأموال بشكل مفاجئ ومفرط في العديد من الحالات الى أسواق مالية ونقدية خارجية بحثا عن فرص أفضل لتحقيق الأرباح، وهذا راجع الى غياب قاعدة دولية تركز عليها عملية تحديد معدلات الفائدة.

ج. اللجوء المتزايد لسياسة تخفيض العملة:

تتبع العديد من الاقتصاديات سياسة تخفيض العملة أو ما يعرف أيضا بسياسة افقار الجار، والتي كثر استخدامها في سنوات الستينات، غير أن تطبيق هذه السياسة أصبح ممنوعا من طرف المنظمة العالمية للتجارة، نظرا لقيامه على مجموعة من الآليات المخلة بمبدأ حرية المنافسة، كأن تلجأ بعض الدول كالصين مثلا الى تقديم مساعدات لدعم صادراتها، اضافة الى فرض مجموعة من القيود الجمركية على واردات الدول المنافسة بغية رفع تكلفتها.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

المحاضرة الحادية عشر

تمهيد:

عرف حجم المبادلات التجارية في النصف الأخير للقرن المنصرم تحولا جذريا، حيث ارتفع عدد المعاملات الاقتصادية بشكل مطرد، كما زاد حجم المؤسسات المالية والبنوك الاستثمارية، ضف الى ذلك تعاظم أثر العولمة الاقتصادية وعمليات تحرير التجارة والمدفوعات الدولية، ناهيك عن التحول الجذري الذي مس النظام النقدي الدولي، حيث انتقلت معظم دول العالم الى تطبيق أنظمة صرف معومة وهذا كنتيجة لانهايار نظام بريتون وودز، الأمر الذي أدى الى زيادة نسبة التقلبات في أسعار صرف العملات الدولية، ومنه الى ظهور نوع جديد من المخاطر المالية والمتمثل في مخاطر أسعار الصرف.

بناء على ما سبق وبغية التعمق أكثر في هذا المحور، سيتم تقسيم هذا الأخير الى العناصر

التالية:

- ماهية سعر الصرف وأهم أنواعه.
- محددات سعر الصرف والعوامل المؤثرة في تحديده قيمته.
- أنظمة الصرف المختلفة.
- سوق الصرف، وأهم الاستراتيجيات الاستثمارية التي يتضمنها.

1. ماهية سعر الصرف وأنواعه:

سيتم في هذا العنصر التطرق الى تحديد مفهوم سعر الصرف اضافة الى تبيان أهم أنواعه.

1.1 تعريف سعر الصرف:

يمكن تعريف سعر الصرف على أنه السعر النسبي لعملة نقدية مقارنة بعملة أخرى، فهو عدد الوحدات من عملة نقدية أجنبية التي يمكن الحصول عليها مقابل وحدة من العملة الوطنية. وهذا ما

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

يعرف بالتسعير المؤكد (cotation au certain)¹. كما يمكن الإشارة الى هذه العلاقة بطريقة عكسية أي يعرف على أنه عدد الوحدات اللازمة من العملة المحلية لاقتناء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ويسمى هذا الأخير بالتسعير غير المؤكد (cotation a l'incertain).

ويمكن أن يتم الحصول على العملات الأجنبية وفق طريقتين أساسيتين تعرف الأولى بالصرف اليدوي والتي تتمثل في عملية المبادلة المباشرة لعملة نقدية لدولة ما مقابل عملة نقدية لدولة أخرى، حيث يكون ذلك غالبا بين طرفين يقيمان في مكان واحد وعن طريق المناولة اليدوية والتسليم الفوري، في حين تعرف الطريقة الثانية بالصرف المسحوب والتي يتم بمقتضاها إعطاء النقود البديلة في بلد آخر، إذ تمثل هذه الأخيرة عملية سحب لمجموعة من الأوراق التجارية مقومة بالعملة الأجنبية تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى نقد أجنبي، كما تجدر الإشارة في هذا الصدد الى تعاضد عمليات الصرف المسحوب في الآونة الأخيرة مقارنة بالصرف اليدوي².

2.1 أنواع سعر الصرف:

تحتم طبيعة العلاقات المالية والاقتصادية الدولية استخدام مجموعة مختلفة من أنواع سعر الصرف، والتي يمكن ايجازها كالتالي:

أ. سعر الصرف الاسمي:

لا يعطي هذا السعر مقياسا حقيقيا لقيمة العملة، حيث يقيس هذا الأخير قيمة العملة المحلية مقارنة بقيمة عملة أخرى، ويمكن التعبير عن هذا السعر وفق العلاقة النسبية لأسعار كل عملة على حدى دون ادخال القدرة الشرائية لكل عملة في المعادلة، مما يجعله غير قادر على ابراز القوة التنافسية لكل عملة في أسواق الصرف الدولية. ويتم تحديد قيمته إما عبر آلية العرض والطلب في أسواق

¹ L. Abadie, C. Mercier-suisse, **finance Internationale: marchés des changes et gestion des risques financiers**, Armand Colin, 2011, p32.

² Kodjovi assoé, **cours de gestion des investissements internationaux**, HEC Montréal, 2005, p08.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

العملات بالنسبة للدول الخاضعة لنظام تعويم أسعار الصرف، أو من خلال تدخل السلطات النقدية بالنسبة للدول التي لا تزال خاضعة لنظم صرف ثابتة.

ب. سعر الصرف الحقيقي:

عكس النوع السابق الذي لا يأخذ معدلات التضخم في الحساب، يقوم سعر الصرف الحقيقي بقياس القوة الشرائية الخارجية للعملة الوطنية، أي قوتها الشرائية في مواجهة السلع والخدمات الأجنبية، ويمكن تحديد قيمة هذا الأخير عن طريق العلاقة بين سعر الصرف الاسمي، وسعر الصرف الذي يسمح بتعادل القوة الشرائية. حيث يعرف هذا الأخير بأنه ناتج قسمة القيمة النقدية لسلة من السلع والخدمات في البلد صاحب العملة الأجنبية على القيمة النقدية للسلة ذاتها في السوق المحلية. وعليه يمكن صياغة قيمة هذا الأخير وفق العلاقة التالية¹:

سعر الصرف الحقيقي = سعر الصرف الاسمي x (مؤشر الأسعار الأجنبية / مؤشر الأسعار الأجنبية).

ت. سعر الصرف الفعلي الاسمي:

عكس الأنواع السابقة التي تحدد طبيعة العلاقة بين سعر صرف عملتين لا أكثر، يعبر سعر الصرف الفعلي الاسمي لعملة ما عن متوسط التغير في قيمة عملة محلية مقارنة بمجموعة من العملات الأساسية خلال فترة زمنية محددة، كما تجدر الإشارة الى الأهمية المختلفة التي تحوزها كل عملة أجنبية في العلاقة وذلك حسب أهمية كل منها في ميزان التجارة الخارجية (الصادرات والواردات) للدولة المعنية. ويمكن تحديد قيمة هذا الأخير وفق العلاقة التالية²:

$$\text{سعر الصرف الفعلي الاسمي} = \frac{\text{سعر الصرف الاسمي خلال الفترة } t}{\sum_{i=1}^n w_i \text{ سعر الصرف الاسمي خلال فترة الأساس}}$$

حيث:

¹ Amina lahreche-revil, **les régimes de change**, éditions la découverte, collection Repères, paris, 1999, p 96.

² عبد الحسين جليل الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء، عمان، 2011، ص 29.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

i: يعبر عن عدد العملات الأجنبية.

Wi: يعبر عن الوزن الترجيحي لكل عملة أجنبية في الميزان التجاري للدولة المحلية.

ث. سعر الصرف الفعلي الحقيقي:

يعبر هذا السعر عن نسبة التطور الحاصل في سعر الصرف الحقيقي الثنائي، أي بعبارة أخرى هو ذلك السعر الذي يأخذ بعين الاعتبار تغير القدرة الشرائية للعملة المحلية في مواجهة السلع والخدمات المقومة بالعملة الأجنبية، غير أن هذا المؤشر لا يخص فقط عملتين بل يقيس متوسط التغير في القيمة الحقيقية لعملة محلية مقارنة بمجموعة من العملات الأساسية خلال فترة زمنية محددة. ويمكن التعبير عن هذا المؤشر وفق العلاقة التالية¹:

$$\text{سعر الصرف الفعلي الحقيقي} = \frac{\text{سعر الصرف الحقيقي خلال الفترة } t}{\sum_{i=1}^n w_i \text{ سعر الصرف الحقيقي خلال فترة الأساس}}$$

حيث:

i: يعبر عن عدد العملات الأجنبية.

Wi: يعبر عن الوزن الترجيحي لكل عملة أجنبية في الميزان التجاري للدولة المحلية.

ج. سعر الصرف الحقيقي التوازني:

هو السعر الذي من شأنه احداث توازن دائم في ميزان المدفوعات، اذ يسود هذا الأخير في بيئة اقتصادية خالية من الاختلالات، كما يعرف سعر الصرف التوازني بأنه السعر الذي يضمن حدوث توازن داخلي وخارجي للاقتصاد، أي ضمان وجود قيم توازنية مثلى في المدى الطويل لبعض المتغيرات الاقتصادية كالضرائب، الأسعار الدولية، السياسة التجارية، تدفقات رؤوس الأموال...، غير أن تحديد القيمة المثلى لهذا الأخير تعتمد على مدى امكانية احداث توازن في كل من سوق العمل والسلع (توازن

¹ سليمة طراييفية، محاضرات في اقتصاد أسعار الصرف، جامعة 08 ماي 1945، قالمه، السنة الجامعية 2016-2017، ص

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

داخلي) اضافة الى توازن كل من حساب العمليات الجارية والحساب المالي على مستوى ميزان المدفوعات (توازن خارجي).

2. محددات سعر الصرف والعوامل المؤثرة في تحديد قيمته:

تخضع قيمة العملة في أي دولة الى تأثير مجموعة من العوامل، الداخلية والخارجية والتي ترتبط بدورها اجمالاً بمجموعة من المحددات، نوجزها كالتالي:

- قيمة العملة ودرجة قوتها على المستوى الداخلي.
- مستوى العرض والطلب على العملات الأجنبية.
- درجة انفتاح الاقتصاد المحلي على الخارج.
- نسبة أسعار الصادرات الى أسعار الواردات (شروط التجارة الخارجية) .
- طبيعة السياسة الاقتصادية المتبعة.

وعلى العموم يمكن تقسيم العوامل المؤثرة في قيمة سعر عملة دولة ما، الى قسمين رئيسيين

نوجزها كالتالي:

1.2 العوامل الأساسية:

بدورها تنقسم هذه الأخيرة الى عوامل مرتبطة بمستوى كل من العرض والطلب على العملات الأجنبية، وأخرى مرتبطة بنوع السياسة الاقتصادية المتبعة من طرف الدول للتأثير على قيمة أسعار صرفها المحلية.

أ. العوامل المرتبطة بالعرض والطلب على العملات المحلية:

يمكن ايجاز هذه العوامل في النقاط التالية:

✓ **الصادرات والواردات:** يترتب عن شراء السلع والخدمات من الخارج زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل عرض العملة المحلية، وبالتالي سيؤدي هذا في حالة بقاء العوامل الأخرى ثابتة

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

طبعاً الى ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية. ويحدث العكس في حالة زيادة الطلب على السلع المحلية، وهذا ما يعني زيادة الطلب على العملة المحلية الأمر الذي سيؤدي الى ارتفاع سعر صرفها مقارنة مع العملة الأجنبية.

✓ **النفقات السياحية:** يترتب عن انتقال المقيمين الى الخارج بهدف السياحة، زيادة الطلب على العملات الأجنبية مقابل عرض العملة المحلية، الأمر الذي سيؤدي الى انخفاض قيمة هذه الأخيرة.

✓ **أرباح الاستثمارات:** يترتب عن انتقال عوائد رؤوس الأموال الى الخارج، زيادة عرض العملة المحلية مقابل زيادة الطلب على العملة الأجنبية وهذا ما يؤدي الى تدهور قيمة العملة المحلية، ويحدث العكس في حالة انتقال عوائد رؤوس الأموال من الخارج الى داخل الوطن، اذ يؤدي ذلك الى زيادة الطلب على العملة المحلية مقابل عرض العملة الأجنبية وبالتالي تحسن قيمة العملة الوطنية¹.

✓ **التحويلات دون مقابل:** تؤدي زيادة تحويلات الأموال من طرف غير المقيمين الى زيادة الطلب على العملة المحلية مقابل عرض العملة الأجنبية وبالتالي ارتفاع قيمة العملة الوطنية.

✓ **القروض والمساعدات الدولية:** تشمل هذه الأخيرة مجمل القروض والمنح والمساعدات الدولية سواء كانت بمقابل او دون ذلك. ويؤدي تلقى هذه القروض الى زيادة الطلب على العملة المحلية مقابل عرض العملة الأجنبية وبمنه الى زيادة قيمة العملة الوطنية.

✓ **التحويلات الرأسمالية والاستثمارات الأجنبية:** ينجم عن انتقال التحويلات الرأسمالية والاستثمارات الأجنبية الى الخارج، زيادة عرض العملة المحلية مقابل زيادة الطلب على العملة الأجنبية وهذا ما يؤدي الى تدهور قيمة العملة المحلية، ويحدث العكس في حالة انتقال هذه العناصر الى داخل الوطن، اذ يؤدي ذلك الى زيادة الطلب على العملة المحلية مقابل عرض العملة الأجنبية وبالتالي تحسن قيمة العملة الوطنية.

¹ علاء الدين قادري، العملات الأجنبية وإدارة مخاطر أسعار الصرف، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الجليلي ليايس، العدد 09، ديسمبر 2014، ص 150.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

✓ **تحويل الأموال بهدف المضاربة:** يعبر عن ذلك بانتقال رؤوس الأموال من مكان الى آخر بغية الاستفادة من فروقات أسعار الصرف، ويترتب عن انتقال هذه العناصر الى الداخل زيادة عرض العملة الأجنبية مقابل زيادة الطلب على عملتها المحلية، الأمر الذي من شأنه رفع قيمة هذه الأخيرة.

ب. طبيعة السياسات الاقتصادية:

تتمثل هذه العناصر اجمالاً في النقاط التالية:

- ✓ **سعر الفائدة:** ان ارتفاع سعر الفائدة في اقتصاد ما سيؤدي الى زيادة الطلب على عملته المحلية مقابل زيادة عرض العملات الأجنبية، الأمر الذي من شأنه رفع قيمة العملة المحلية.
- ✓ **عرض النقد:** ان زيادة حجم الكتلة النقدية في اقتصاد ما مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، سيؤدي الى زيادة عرض العملة المحلية ومنه الى انخفاض قيمتها.
- ✓ **مستويات التضخم:** ان ارتفاع مستويات الأسعار المحلية في اقتصاد ما سيؤدي بالضرورة الى انخفاض الطلب على العملة المحلية ومنه الى تدهور قيمة هذه الأخيرة.
- ✓ **السياسات الضريبية:** ان ارتفاع مستويات الضغط الضريبي في دولة ما من شأنه احداث انخفاض في مستويات الانتاج والدخل، كما يمكن ان يتعدى هذا الأثر ليمس حجم الصادرات، الأمر الذي من شأنه احداث انخفاض في قيمة العملة المحلية¹.

2.1 العوامل الفنية:

يمكن تلخيص أهم العوامل الفنية التي من شأنها التأثير على قيمة سعر الصرف في النقاط

التالية:

- ✓ **ظروف السوق:** تلعب الأخبار والتقارير المالية والاشاعات التي ترد الى سوق الصرف دوراً محورياً في تعديل أسعار الصرف، غير أن تجاوب السوق يختلف من حالة لأخرى فيكون

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

حساسا لأي معلومة خارجية في بعض الأحيان، كما قد يكون تجاوبه لنفس الوضع في وقت آخر مختلفا تماما.

✓ **خبرة المتعاملين وتحليلهم الفني:** يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية بناء على خبرتهم وعرفتهم بأوضاع السوق بإجراء توقعات دقيقة لاتجاهات الأسعار، الأمر الذي من شأنه التأثير على أسعار الصرف في حالة تدخل أحد المتعاملين ودفع الأسعار اما صعودا أو نزولا.

✓ **سلوك المتعاملين:** يؤثر سلوك المتعاملين في سوق الصرف بصفة ملحوظة على مستويات أسعار العملات، إذ نفرق بين الطلب على العملات الأجنبية بغية الاستفادة من فروقات الأسعار وهو ما يعرف باستراتيجية المضاربة، والطلب على العملات الأجنبية بغية التحوط من خسائر محتملة وهو ما يعرف باستراتيجية التغطية، وعليه يختلف سلوك المتعاملين اتجاه المخاطرة حسب استراتيجيتهم الاستثمارية¹.

✓ **أحجام التعامل:** ان حجم الكميات المتعامل بها وسرعة دوران هذه الأخيرة يلعب دورا هاما في التأثير على أسعار العملات، فإذا كانت سرعة دوران النقود (درجة السيولة) كبيرة سيؤدي ذلك الى زيادة عرض العملة المحلية ومنه الى خفض قيمتها.

✓ **التغيرات الخارجية في الأسواق المالية:** تؤثر التغيرات الخارجية في الأسواق المالية على أسعار العملات من خلال تأثيرها على مستويات كل من الطلب والعرض على هذه العملة، فإذا عرف السوق المالي ارتفاعا حادا في أسعار الأسهم أو ارتفاعا في مردود الاستثمار على مستوى الأسواق النقدية سيؤدي ذلك الى زيادة الطلب على عملات هذه الأسواق بغية الاستثمار فيها، ويحدث العكس في حالة انخفاض أسعار الأسهم مثلا في هذه الأسواق².

¹ J. Drunat, G. Dufrenot, L. Mathieu, **les théories explicatives du taux de change**, revue française d'économie, 1994, pp 98-99.

² علاء الدين قادري، مرجع سبق ذكره، ص 152.

3. أنظمة الصرف:

تتفاوت النظم المختلفة لأسعار الصرف بين التثبيت المطلق لسعر العملة المحلية اتجاه سلة من العملات الأجنبية، وبين التعويم المطلق لسعر العملة وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الصرف، إضافة الى أنظمة وسيطية تجمع بين خصائص كل من نظم الصرف الثابت والمعوم في نفس الوقت، ويمكن تبيان أهم ترتيبات الصرف التي يشملها كل نظام وفق الشكل التالي:

1.4 أنظمة الصرف الثابتة:

سيتم في هذا العنصر تبيان مختلف ترتيبات الصرف التي يشتمل عليها هذا النظام إضافة الى تحديد أهم مزايا وعيوب هذا الأخير.

أ. ترتيبات الصرف في ظل نظام الصرف الثابت:

يتم في هذا الصدد التمييز بين نظم الصرف الثابتة التقليدية، مجالس العملة إضافة الى اتحادات العملة:

- **نظام الصرف الثابت التقليدي:** يقضي هذا النظام بربط العملة المحلية لدولة ما على أساس سعر ثابت بعملة أجنبية أو بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين لهذه الدولة وفق مجموعة من الأوزان الترجيحية يتم تحديدها حسب التركيز الجغرافي لحساب التجارة أو الحساب المالي لميزان مدفوعات هذه الدولة. كما يمكن أن يسمح هذا النظام بتقلبات بسيطة (1% صعودا أو نزولا) في قيمة العملة مقارنة بالسعر المركزي. ويتيح هذا النظام للسلطات النقدية إمكانية الحفاظ على القيمة التوازنية لسعر الصرف وذلك اما بالتدخل المباشر في سوق الصرف كبائع أو كمشتري للعملات الأجنبية حسب وضعية ميزان المدفوعات. أو بطريقة غير مباشرة وذلك عن طريق (تعديل أسعار الفائدة، فرض قيود على دخول وخرج العملات الأجنبية، استخدام أدوات السياسة النقدية...).

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

- **اتحاد العملة:** يتميز هذا الأخير بدرجة مرونة أقل مقارنة بالنظام السابق، حيث يتم تحديد أسعار صرف عملات الدول الأعضاء في هذا الاتحاد النقدي على أساس سعر ثابت غير قابل للتعديل بعملة موحدة، على أن يتم استبدال العملات المحلية تدريجياً بهذه العملة الموحدة، ويعتبر الاتحاد النقدي الأوروبي من أشهر الأمثلة لهذا النوع من ترتيبات الصرف¹.
 - **مجلس العملة:** هو نظام نقدي يقوم على ازدواجية العملة. حيث تلتزم الدولة المحلية بصرف عملتها وفق أساس ثابت مقابل مجموعة من الاحتياطات النقدية مقيدة بعملة احتياط، مع فرض قيود على عملية إصدار العملة المحلية. ويعني ذلك عدم إصدار هذه الأخيرة إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مغطاة بصفة كلية بالأصول الأجنبية، الأمر الذي من شأنه تعطيل مهام البنك المركزي والحد من استقلالية السياسة النقدية. وتعتبر الأرجنتين من أشهر الدول التي عرفت تطبيق هذا النظام في الفترة الممتدة بين 1991 و 2001.
 - **ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة:** تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر وفق ما يعرف بالدولة الرسمية، وباعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية.
- ب. مزايا نظام الصرف الثابت:

يسمح تطبيق نظام الصرف الثابت بتحقيق مجموعة من المزايا نوجزها كالتالي:

- التحكم في استقرار النشاط الاقتصادي نتيجة لعدم تقلب أسعار الصرف.
- التحكم في مستويات الأسعار الداخلية، وبالتالي التحكم في مستويات التضخم.
- يسمح تطبيق نظم الصرف الثابتة للبنوك المركزية من امتلاك سياسة نقدية منضبطة وفعالة.
- الحد من هجمات المضاربة على العملة نتيجة لتقييد أسعار الصرف².
- التحكم في حركة رؤوس الأموال.

¹ Amina lahreche-revil, **op.cit**, p 94.

² كريم بودخدخ، مطبوعة في مقياس المالية الدولية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيل، السنة الجامعية 2015-2016، ص 33.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

ت. عيوب نظام الصرف الثابت:

بالرغم من عديد المزايا التي يتسم بها هذا النظام الا انه يعاب عليه ما يلي:

- عدم قدرته على علاج الاختلال الدائم في ميزان المدفوعات.
- استنزاف احتياطات الذهب والعملات الصعبة في حالة تسجيل عجز دائم في ميزان المدفوعات.
- اشكالية التقييم الخاطئ للعملة المحلية.
- ضرورة احتفاظ البنك المركزي باحتياطات كبيرة من الذهب والعملات الصعبة.
- التعرض لهجمات مضاربة عنيفة في حالة تقييم العملة بشكل يفوق قيمتها الحقيقية¹.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد الى مفهوم قابلية تحويل العملة، والمتمثل في الشروط المحددة من قبل السلطات النقدية لتداول العملة المحلية في مقابل العملات الأجنبية، اذ تعتمد العديد من الدول الى تقييد المعاملات المالية والتجارية بين المقيمين وغير المقيمين، وذلك باخضاعها لجملة من القوانين بغية التحكم في حجم دخول وخروج العملات الأجنبية، وفق ما يعرف **بعدم قابلية تحويل العملة المحلية** الى عملات أجنبية. في حين تلجأ دول أخرى الى تحرير عملية دخول وخروج العملات الأجنبية بما يتيح **قابلية تحويل عملتها المحلية** الى عملات أجنبية بكل حرية، وقد تكون هذه القابلية على مستويين:

- **قابلية التحويل بالنسبة للعملات الجارية:** تمس هذه العملية مختلف العمليات الجارية المتعلقة بتداول السلع والخدمات على المستوى الدولي، والتي تكون بموجبها العملة المحلية لدولة ما قابلة للتحويل بكل حرية الى عملات أجنبية².
- **قابلية التحويل بالنسبة للعمليات الرأسمالية:** تعنى هذه العملية بمختلف العمليات الرأسمالية المتعلقة بدخول وخروج رؤوس الأموال (الاستثمار الأجنبي المباشر، عمليات المحفظة المالية،

¹ مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² Romain veyrune, *monnaie et convertibilité: trois expériences historiques*, CERDI, université d'auvergne, nov. 2002, p 06.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

القروض الدولية) على المستوى الدولي، والتي تكون بموجبها العملة المحلية لدولة ما قابلة للتحويل بكل حرية الى عملات أجنبية¹.

المحاضرة الثانية عشر

2.4 أنظمة الصرف المرنة:

يتحدد سعر الصرف في ظل هذا النظام وفقا لقوى العرض والطلب داخل سوق الصرف، فالطلب المحلي على العملات الأجنبية مشتق من الطلب على السلع والخدمات والاستثمارات المالية الأجنبية، في حين أن عرض العملات الأجنبية مشتق من الطلب الخارجي على السلع والخدمات والاستثمارات المحلية. وقد عرف النظام النقدي الدولي في الفترة التي اعقبت انهيار نظام بريتون وودز تطبيقا واسعا لترتيبات الصرف المعمومة، حيث أعلنت معظم دول العالم الرئيسية تحولها تدريجيا إلى نظام الصرف المعموم الذي تتحدد في إطاره أسعار الصرف وفقا لقوانين السوق².

يتميز هذا النظام بعدم تدخل السلطات النقدية في تحديد السعر التوازني للصرف غير أن الواقع العملي أثبت في العديد من الحالات إمكانية تدخل السلطات النقدية بشكل انتقائي ليس من أجل دعم العملة وتحديد قيمتها وإنما بهدف التحكم في درجات التقلب المفرطة التي تصيب قيمة هذه الأخيرة.

أ. مزايا نظام الصرف المعموم (المرن):

يسمح تطبيق نظام الصرف المعموم بتحقيق مجموعة من المزايا نوجزها كالتالي:

- يتيح تطبيق هذا النظام إمكانية علاج اختلال المدفوعات بطريقة آلية وسريعة.
- عدم حاجة البنوك المركزية للاحتفاظ بحجم كبير من احتياطات العملة الصعبة.
- تجنب مشاكل تخفيض العملة والتقييم الخاطئ لها³.

¹ Idem, p 15.

² Amina lahreche-revil, op.cit. p 97.

³ كريم بودخدخ، مرجع سبق ذكره، ص 36.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

- تعزيز نمو التجارة متعددة الأطراف.
- زيادة فعالية السياسة النقدية وامكانية استهدافها مجموعة أكبر من مؤشرات السياسة الاقتصادية.

ب. عيوب نظام الصرف المعوم (المرن):

رغم المزايا العديدة التي يتسم بها هذا النظام الى أنه يتميز بمجموعة من العيوب والتي يمكن ايجازها في النقاط التالية:

- خلق حالة من عدم الاستقرار واللايقين نتيجة لكثرة تقلبات أسعار الصرف.
- زيادة هجمات المضاربة على العملة.
- زيادة مخاطر اسعار الصرف.
- زيادة موجات التضخم في الاقتصاد نتيجة لتأثر أسعار الواردات (خاصة اسعار المواد الأولية) بتغير قيمة أسعار الصرف.

ت. شروط التحول الى نظام الصرف المعوم:

ينبغي توفر مجموعة من الشروط الضرورية لنجاح عملية التحول الى تطبيق نظام صرف معوم، ويمكن ايجاز هذه الشروط في النقاط التالية¹:

- ضرورة امتلاك سوق نقدي يتسم بالعمق والكفاءة:

ينبغي أن تتسم عملية التحول الى نظم الصرف المرنة بالسلاسة، فاي تحول مفاجئ في النظام النقدي المحلي من شأنه احداث تقلبات عنيفة في قيمة العملة، ودفع هذه الأخيرة الى مستويات دون السعر التوازني، ويقصد بعمق السوق النقدي مدى قدرة هذا الأخير على التحكم في مستويات أسعار الصرف والحد من فترات التقلب المفرطة في قيمها، أما من ناحية الكفاءة فيشترط توفر أحجام كافية

¹ روبا دوتاغوبتا وآخرون، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، متى وبأي سرعة، صندوق النقد الدولي، قضايا اقتصادية، رقم 38، 2006، ص 01.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

من السيويلة لتسوية مختلف المعاملات المالية والتجارية من جهة كما تسمح باستجابة سعر الصرف لقوى السوق من جهة أخرى.

• امتلاك سياسات واضحة تحكم تدخل البنك المركزي في سوق الصرف:

عكس نظم الصرف الثابت أين يمكن للبنك المركزي التحكم في احتياطات الصرف، ومنه السيطرة على نشاط سوق الصرف. تتميز نظم الصرف المعمومة بعدم امكانية تدخل البنك المركزي لتحديد السعر التوازني لقيمة العملة، غير أن الواقع العملي أبرز في العديد من الحالات ضرورة تدخل هذا الأخير في سوق الصرف لحماية قيمة العملة المحلية من موجات النقلب الكبيرة، على أن يكون هذا التدخل انتقائيا. أي يجب صياغة سياسات واضحة المعالم تحكم آليات تدخل البنك المركزي في سوق الصرف وهذا من ناحية أهداف التدخل وتوقيته وكذا مقداره.

• تحديد ركائز اسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت:

تقتضي عملية التحول التدريجي الى نظم الصرف المرنة ضرورة تحديد ركيزة اسمية واضحة (استراتيجية استهداف التضخم، استراتيجية تحديد الأهداف النقدية...) تحل محل سعر الصرف الثابت (سعر التعادل)، وهذا حتى يستند عليها صناع القرار في بناء وتصميم السياسات النقدية للبلد. ونلاحظ في هذا الصدد عدم اعتماد عدة بنوك مركزية على ركائز اسمية واضحة في صياغة سياستها النقدية مثلما هو الحال بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي أو الاحتياطي الفدرالي وهذا راجع الى المصدقية الكبيرة التي تتمتع بها هذه الاقتصاديات والتي قد تعجز البلدان النامية عن اكتسابها بسرعة، نتيجة لاعتمادها سابقا على ركائز جامدة لسعر الصرف قبل التحول الى تطبيق نظم الصرف المرنة.

• امتلاك نظم فعالة لقياس وإدارة مخاطر أسعار الصرف:

عرف تطبيق نظم الصرف المرنة ظهور أنواع جديدة من المخاطر المالية والمتمثلة في مخاطر أسعار الصرف، وكنتيجة لهذه المخاطر عرفت البيئة الاقتصادية حالة من عدم الاستقرار نتيجة للتقلبات العنيفة والمفرطة في أسعار صرف العملات على المستوى الدولي، الأمر الذي يستدعي بناء نظم متكاملة قادرة على رصد وإدارة هذه المخاطر.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

3.4 أنظمة الصرف الوسيطة:

عرفت عدة دول قبل انتقالها للتطبيق النهائي لنظم الصرف المعمومة، اعتماد ترتيبات صرف وسيطة تقع في المنتصف بين نظم الصرف الثابتة وتلك المعمومة، بما يضمن الانتفاع من مزايا كل من النظامين، ويمكن ايجاز أهم ترتيبات الصرف الوسيطة في النقاط التالية:

• الربط الزاحف للعملة: Crawling Peg

يتم وفق هذا النظام تحديد قيمة العملة المحلية وفق أساس ثابت في مقابل عملة/عملات ربط، على أن يتيح هذا الأخير إمكانية تعديل سعر التعادل بين العملة المحلية و عملات الربط وفق مجالات زاحفة، في محاولة لتعديل فوارق معدلات التضخم بين اقتصاد الدولة المحلية واقتصاديات أهم شركائها التجاريين. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف في ظل استبعاد أثر التضخم، أي أن يتم ذلك بصفة مسبقة وبنسبة ثابتة على أساس سعر تعادلي بين العملة المحلية ونظيراتها الأجنبية مع إمكانية تعديل هذا الأخير بصفة آلية، أو عن طريق تحديده بسعر ثابت مع إمكانية تغيير سعر التعادل بطريقة تضمن الحفاظ على مستويات تضخم مستهدفة¹.

• التعويم المدار (غير النقي):

يتم وفق هذا النظام تحرير سوق الصرف، وهذا ما يعني خضوع عملية تحديد قيمة العملة المحلية لتفاعل قوى العرض والطلب في السوق، غير أن هذا الأخير يختلف عن نظام التعويم الحر في مدى قدرة البنك المركزي على التدخل في سوق الصرف بطريقة منتظمة، بغية تحديد سعر توازني للعملة المحلية بما يخدم مصالح الاقتصاد، كما يمكن أن يستدل البنك المركزي بمجموعة من المؤشرات الاقتصادية من أجل توجيه سعر الصرف كأن يعتمد مثلا على وضعية ميزان المدفوعات أو مستوى الاحتياطات الدولية...

4. سوق الصرف الأجنبي وأهم الاستراتيجيات الاستثمارية التي يتضمنها:

¹ K. Schuler, *the problem with pegged exchange rates*, Kyklos, 52 (1), 1999, p 95.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

سيتم في هذا العنصر التطرق إلى ماهية سوق الصرف الأجنبي وأهم أنواعه إضافة إلى تبيان أهم الأطراف المتدخلة في هذا السوق ثم أخيراً تناول أهم الاستراتيجيات الاستثمارية على مستوى هذا الأخير.

1.4 مفهوم سوق الصرف الأجنبي:

يمكن تعريف سوق الصرف الأجنبي على أنه الإطار التنظيمي الذي تتم فيه عمليات تبادل العملات الدولية المختلفة بيعاً وشراءً إضافة إلى عمليات تحويل الودائع البنكية المقومة بعملات أجنبية بين مختلف الحسابات البنكية¹. ولا يشترط لقيام هذا السوق وجود حيز جغرافي معين لتمام عمليات تبادل العملات الأجنبية، وإنما يتم الاتجار فيه بواسطة أجهزة الهاتف والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي المتواجدة على مستوى البنوك التجارية العاملة في مختلف المراكز المالية العالمية مثل سوق نيويورك، طوكيو، لندن، سنغافورة...، والتي تنشط كشبكة عالمية طوال أيام الأسبوع وعلى مدى 24 ساعة حيث تعرض أجهزة المعلومات على مستوى هذه الأخيرة مختلف التغيرات المالية التي تطرأ على أسعار العملات الأجنبية وكذا أسعار الفائدة مختلفة الأجل على الودائع المقومة بتلك العملات².

2.4 أنواع سوق الصرف الأجنبي:

يمكن عموماً التفرقة ما بين نوعين رئيسيين من أسواق الصرف الأجنبي، والمتمثلة في كل من الأسواق الفورية والأسواق الآجلة للصرف.

أ. السوق الفورية للصرف الأجنبي:

تضم هذه السوق مختلف عمليات البيع والشراء الفورية للعملات الأجنبية، وهذا ما يعني ضرورة تسوية تلك العمليات متى تم الاتفاق على سعر تبادل العملات أو بعد 48 ساعة كأقصى تقدير من

¹ مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 139.

² Josette peyraud, *gestion financière internationale*, 5eme édition, Vuibert, 1999, p 105.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

وقت إبرام عقد شراء/بيع العملة الأجنبية. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن أغلب العمليات التجارية والمالية الدولية تتم على مستوى هذا السوق.

ب. السوق الآجلة للصرف الأجنبي:

يشتمل هذا السوق على مختلف العمليات التجارية والمالية الدولية التي يتم فيها الاتفاق على سعر صرف مستقبلي عند إبرام العقد، غير أن التسليم يتأجل لميعاد لاحق يتم الاتفاق عليه مسبقاً. كما تجدر الإشارة إلى أن هذه السوق تعنى بإدارة جزء بسيط من العمليات المالية والتجارية على المستوى الدولي وذلك إذا ما قورنت بالسوق الفورية. ويتم اللجوء إلى هذه الأخيرة عموماً إما بحثاً عن الانتفاع من فروقات أسعار العملات أو الفوائد مستقبلاً، أو بغية التحوط ضد خسائر مستقبلية ناتجة عن انخفاض أسعار العملات أو معدلات الفوائد على العملات الأجنبية¹.

يمكن تحديد طبيعة العلاقة بين كل من سعر الصرف الفوري والآجل وفق الشكل التالي²:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف الفوري} \times \frac{1 + \text{معدلات الفائدة السائدة في الأسواق المحلية}}{1 + \text{معدلات الفائدة السائدة في الأسواق الأجنبية}}$$

بناءً على العلاقة السابقة يمكن التمييز ما بين ثلاث وضعيات مختلفة:

- إذا كانت معدلات الفائدة المحلية < معدلات الفائدة الأجنبية فإن سعر الصرف الآجل يكون أكبر من سعر الصرف الفوري، وتسمى تلك الزيادة بالعلو (Report).
- إذا كانت معدلات الفائدة المحلية > معدلات الفائدة الأجنبية فإن سعر الصرف الآجل يكون أصغر من سعر الصرف الفوري، ويسمى النقص بالخصم (Déport).

¹ محمود يونس محمد، علي عبد الوهاب نجا، الاقتصاد الدولي والتجارة الخارجية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2016، ص 171.

² M. McPherson, J. Vilasuso, **the spot-forward exchange rate relation and international market conditions**, Proceedings of the Midwest Business Economics Association, 2005, pp 29-30.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

- إذا كانت معدلات الفائدة المحلية مساوية لمعدلات الفائدة الأجنبية فان سعر الصرف الآجل يكون مساويا لسعر الصرف الفوري.

3.4 الأطراف المتدخلة في سوق الصرف الأجنبية:

يمكن التمييز ما بين خمس فئات من المتدخلين في سوق الصرف الأجنبي:

أ. البنوك المركزية:

- تتولى البنوك المركزية على مستوى أسواق الصرف جملة من الوظائف يمكن ايجازها كالتالي:
- تحديد قيمة العملة المحلية والتحكم في احتياطات الصرف بالنسبة للدول التي تتبع نظم صرف ثابتة.
- تغطية احتياجات الخزينة العمومية من النقد الأجنبي، نظرا لاعتبار البنك المركزي كبنك للحكومة.
- تنظيم النشاط على مستوى سوق الصرف الأجنبي وذلك عن طريق استخدام أدوات السياسة النقدية.
- التدخل الانتقائي في سوق الصرف عن طريق تحديد آليات التدخل وكذا وقت التدخل وحجمه بالنسبة للدول التي تتبع نظم صرف معومة.

ب. البنوك التجارية:

تتولى هذه المؤسسات المالية عدة وظائف على مستوى سوق الصرف الأجنبي، إذ تأخذ على عاتقها مسؤولية تنفيذ أوامر زبائنها المختلفين والمتمثلة في شراء أو بيع العملات الأجنبية مقابل عمولة محددة مسبقا، وذلك عن طريق تعاملها مع فروعها الأجنبية أو أي بنوك تجارية مراسلة في بلدان أخرى.

ت. المؤسسات المالية غير المصرفية:

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

أدى ظهور العولمة المالية الى تداخل أوجه النشاط المالي على المستوى الدولي، حيث أصبحت بعض المؤسسات المالية غير المصرفية (صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات...) منافسة للبنوك التجارية في تقديم عدة خدمات مالية مما أدى الى تراجع دور البنوك التجارية في مجال الوساطة المالية.

ث. السماسرة:

سواء تعلق بأفراد أو بهيئات منظمة، فان هذه الفئة من الوسطاء تتولى مهمة تجميع أوامر البيع والشراء الخاصة بالعملات الأجنبية من عند العملاء لصالح البنوك التجارية والمؤسسات المالية مقابل عمولة متفق عليها مسبقا.

4.4 الاستراتيجيات الاستثمارية على مستوى سوق الصرف الأجنبية:

تؤدي مختلف العمليات الاستثمارية على مستوى سوق الصرف اما الى احلال التوازن في هذا الأخير أو على النقيض من ذلك احداث حالة من عدم الاستقرار بسبب التقلبات العنيفة لأسعار الصرف، ويمكن تبيان أهم الآليات الاستثمارية على مستوى هذا السوق كالتالي:

أ. المضاربة:

يعتبر هذا الأسلوب من بين الاستراتيجيات الاستثمارية التي يكثر استخدامها على مستوى سوق الصرف بغية الانتفاع من فروقات أسعار الصرف المستقبلية. ويتميز المضارب برغبته في تحمل المخاطر، حيث يتعمد هذا الأخير ترك وضعيته بالعملة الأجنبية مكشوفة (غير مغطاة) طالما أنه يتوقع حدوث فروقات بين أسعار الصرف الآجلة (سعر التنفيذ)، وأسعار الصرف عند حلول تاريخ استحقاق العقود الآجلة (السعر السوقي)، الشيء الذي يمكنه من تحقيق الربح. بناء على ذلك يعتمد المضاربون إلى شراء كميات أكبر من العملات، التي يتوقعون ارتفاع أسعارها مستقبلا، ليتم اعادة بيعها في حال تحققت توقعاتهم (المضاربة على الصعود)، ويحدث العكس في حالة انخفاض أسعار

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

العملات الأجنبية، إذ يتم بيعها في الحال وشراؤها بعد أن تنخفض أسعارها (المضاربة على النزول)¹. وتجدر الإشارة الى أن أسلوب المضاربة يعتبر من الاستراتيجيات التي تؤدي الى اختلال التوازن في سوق الصرف نظرا لتوالي عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية بغية الانتفاع من فروقات أسعارها المستقبلية.

مثال: اذا افترضنا ارتفاع سعر صرف الجنيه الاسترليني مقابل الدولار في الفترة المقبلة (03 أشهر) وكان سعر الصرف الفوري للثنائية كالتالي: $GBP/EUR = 1.1296$ وكانت توقعات تحسن سعر الجنيه الاسترليني مبنية على الوضعية الاقتصادية الايجابية السائدة في بريطانيا في تلك الفترة، حيث يرتقب أن يصل سعر الصرف للثنائية الى حدود $GBP/EUR = 1.1306$.

المطلوب: أبرز حجم الأرباح أو الخسائر الناتجة عن دخول مستثمر في عقد مضاربة قيمته مليون £ لمدة ثلاثة أشهر.

سيقوم المستثمر الأوروبي بإبرام عقد شراء مليون جنيه استرليني مدته 3 أشهر، وعليه سيقوم هذا الأخير بدفع 1129600 يورو، فاذا صدقت توقعات المستثمر سيقوم بعد ثلاثة اشهر باعادة بيع نفس العملة بقيمة تقدر ب 1130600 يورو، اي بإمكانه تحقيق ربح صافي مقدر ب 1000 يورو. أما اذا حدث العكس وانخفضت قيمة الجنيه الاسترليني عما كانت عليه قبل ثلاثة أشهر لتصبح مثلا: $GBP/EUR = 1.1291$ ، في هذه الحالة ستسجل هذه العملية خسارة قيمتها 500 يورو.

ب. المراجعة (التحكيم):

عكس المضاربة لا يتضمن أسلوب المراجعة حجما كبيرا من المخاطر. وذلك راجع الى قيام المراجح بشراء/بيع العملة الأجنبية من سوق صرف ثم اعادة بيعها/شراءها في سوق آخر بطريقة آنية (نفس الوقت تقريبا) بغية الانتفاع من فروقات أسعار الصرف أو أسعار الفائدة على هذه العملات، وهو ما يجعل من هذا الأسلوب أقل عرضة لتقلبات الأسعار نظرا لعدم احتفاظ المستثمر بالعملات

¹ Rob Hayward, *Foreign Exchange Speculation: An Event Study*, international journal of financial studies, 6(22), 2018, p 3.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

الأجنبية لفترة طويلة من الزمن¹. وتجدر الإشارة الى أن أسلوب المراجعة يعتبر من الآليات التي تعيد سوق الصرف الى حالة التوازن بطريقة آلية، حيث أن توالي عمليات شراء وبيع العملات نتيجة لفوارق الأسعار المسجلة في نفس العملة في سوقين مختلفين من شأنه دفع الأسعار الى حالة التوازن في السوقين. حيث تقوم عميات الشراء المتتالية بدفع الأسعار الى الارتفاع في السوق الأول بينما تقوم عمليات البيع المتتالية بدفع الأسعار نحو الانخفاض في السوق الآخر الى غاية تطابق أسعار العملات لتختفي معه امكانية تنفيذ أسلوب المراجعة.

مثال: يرغب مستثمر في تحقيق أرباح نتيجة وجود فوارق في سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي وذلك وفق المعطيات التالية: تسعيرة الثنائية يورو/دولار في سوق لندن المالي كالتالي: EUR/USD= 1.2153/1.2158 بينما كانت تسعيرة نفس الثنائية في سوق نيويورك كالتالي: EUR/USD= 1.2164/1.2169.

المطلوب: ابرز حجم الأرباح الناتجة عن عملية المراجعة باستخدام مبلغ مليون يورو.

يمكن ترجمة المعطيات السابقة في الجدول التالي:

سعر البيع	سعر الشراء	
1.2158	1.2153	سوق لندن
1.2169	1.2164	سوق نيويورك

بحثا عن الانتفاع من فروقات الأسعار سيقوم المستثمر بالخطوات التالية:

1. يقوم المستثمر ببيع اليورو بناء على أحسن سعر بيع متاح، وعليه سيقوم هذا الأخير ببيع مليون يورو مقابل **1216400** دولار أمريكي.

¹ كريم بوددخد، مرجع سبق ذكره، ص 40.

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

2. اعادة شراء اليورو مقابل الدولار الأمريكي بناء على احسن سعر شراء متاح، وعليه سيتم شراء اليورو مقابل المبلغ المتحصل عليه سابقا من الدولار الأمريكي، فينتج عن ذلك

$$.1000493.5 = (1216400/1.2158)$$

نجد أن عملية المراجعة اتاحت للمستثمر في ظل المعطيات السابقة الحصول على ربح صافي مقدر ب $493.5 = (1000000 - 1000493.5)$ يورو.

ت. التغطية:

يعتبر أسلوب التغطية من بين استراتيجيات التحوط ضد الخسائر المستقبلية محتملة الحدوث، اذ ناذرا ما يتم استخدام هذه الاستراتيجية بهدف تحقيق الأرباح. وتقوم هذه الأخيرة على اقتناء مجموعة من العقود المالية بغية التحوط ضد أي خطر مالي يحتمل حدوثه في المستقبل القريب. بغية تنفيذ هذا الأسلوب يتم غالبا اتخاذ وضعية صرف معاكسة للوضعية الأصلية وبنفس المبلغ، فاذا كان المستثمر في وضعية قصيرة (الالتزامات أكبر من الحقوق) عليه اتخاذ وضعية طويلة (الحقوق أكبر من الالتزامات) مستقبلا وبنفس المبلغ حتى يتمكن من حماية نفسه ضد أي مخاطر صرف محتملة ناتجة عن أي تقلب غير مرغوب فيه لأسعار العملات.

مثال: يتوقع مستورد جزائري ارتفاع سعر الدولار مقابل الدينار الجزائري بعد ثلاثة اشهر من تاريخ ابرام عقد الشراء، ولنفترض أن سعر الدولار مقابل الدينار الجزائري عند ابرام العقد قد قدر ب 157 دج لكل دولار أمريكي وأن التسليم سيتم بعد ثلاثة أشهر. بغية التحوط ضد خطر ارتفاع اسعار الدولار سيقوم الطرف الجزائري بشراء عقد آجل يتضمن شراء 100000 دولار أمريكي بسعر آجل مقدر ب 162 دولار لكل دينار جزائري على أن يستحق العقد الآجل بعد ثلاثة أشهر.

المطلوب: ما مدى نجاعة استراتيجية التغطية في الحالات التالية:

- ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري الى $USD/DZD=166$
- انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري الى $USD/DZD=152$

الفصل السادس: آليات الاستثمار في أسواق الصرف الأجنبية.

في الحالة الأولى والتي صادفت صحة توقعات المستورد سيتم تنفيذ العقد الآجل بغية تقليل الخسائر الناتجة عن ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري. وعليه سيتم تحقيق وفرة مقدرة ب 400000 د.ج. $(16600000 - 16200000) = 400000$ د.ج.

أما في الحالة الثانية، والتي صادفت انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري (عدم صحة التوقعات)، مما سيكبد المستورد خسارة قدرها مليون د.ج. $(15200000 - 16200000) = 1000000$ د.ج.

المحاضرة الثالثة عشر

تمهيد:

تقوم عملية ادارة الأصول والخصوم على مستوى المؤسسات المالية عامة والبنوك التجارية بصفة خاصة على مفاهيم أساسية تتمثل في الربحية السيولة والأمان، وباعتبار البنوك التجارية من المؤسسات الربحية في المقام الأول، نجدها تسعى لتعظيم ربحيتها بشتى الطرق المختلفة خاصة مع انخفاض حصتها السوقية في ظل المنافسة الشرسة من طرف المؤسسات المالية غير النقدية كشركات التأمين وصناديق التقاعد والتي صارت تنافسها في تقديم مختلف الخدمات المصرفية. وعادة ما تقترن معدلات الربحية المرتفعة مع مستويات عالية من المخاطر، اذ غالبا ما تفضل هذه المؤسسات بين المخاطرة والعائد وهذا بناء على عدة عوامل نجد من أهمها حجم الموارد المالية وطبيعة الاستراتيجية الاستثمارية لهذه البنوك.

وبغية الخوض في هذا الموضوع المهم والذي يعتبر النقطة الأساسية التي تركز عليها البنوك التجارية في اختيار أساليب ادارة المخاطر المناسبة، سيتم تقسيم هذا المحور باذن الله تعالى الى ثلاثة أقسام اذ سيتم في البداية تبيان ماهية المخاطر المصرفية التي يمكن ان تواجه المؤسسات المالية في مختلف نشاطاتها اضافة الى ابراز أهم تصنيفاتها، على أن يتم فيما بعد ابراز أهم طرق قياس المخاطر الائتمانية على مستوى هذه المؤسسات ثم التطرق الى أهم الآليات المتبعة من طرف المؤسسات المالية لادارة هذه المخاطر.

1. ماهية الخطر:

قبل التطرق الى اعطاء تعريف شامل للمخاطر المصرفية، يجب أولا تبيان مفهوم الخطر بصفة

عامة، والذي يمكن تعريفه وفق الشكل الآتي:

1.1 مفهوم الخطر:

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

لا يوجد تعريف موحد للخطر، فقد تبنت كل فئة من الاقتصاديين المختصين في مجال إدارة المخاطر مفهوما خاصا للخطر ولكن يمكن ذكر مجموعة من التعاريف التي تطرقت لتحديد مفهوم الخطر، اعتمادا على مجموعة من المفردات سيتم تبيانها كالتالي:

• الخطر هو فرصة الخسارة:

يرفض كثير من الكتاب هذا التعريف نظرا للارتباط المفترض بين فرصة الخسارة و بين احتمال حدوث ذلك و حجتهم في ذلك تستند إلى أنه قد تم تعريف الخطر على أنه فرصة للخسارة، اذ سيكون ذلك كأن تقول أن الخطر هو نفسه خسارة مؤكدة وهذا يتنافى في الحقيقة مع التعريف الحقيقي للخطر¹.

• الخطر هو امكانية الخسارة:

يحاول هذا التعريف تفادي اللبس الناتج عن التعريف الأول، وذلك باستبدال لفظ " فرصة " بلفظ "امكانية" فهذا الأخير يعني أن احتمال الخسارة يبقى محصورا بين الصفر والواحد وبذلك يكون تحقق الحدث المعني غير مؤكد.

• الخطر هو عدم التأكد:

من الواضح في العلوم المختلفة وجود علاقة وثيقة بين "الخطر" و"عدم التأكد" إلى الدرجة التي يذهب فيها البعض منهم إلى تعريف الخطر بأنه عدم التأكد، وهنا سنواجه نفس الاشكال والغموض عند تحديدنا لمفهوم الخطر وفق أول تعريف. فقد يستخدم لفظ عدم التأكد دلالة على "عدم التأكد الموضوعي" والذي يرجع سببه إلى عدم توفر المعلومات الكافية لدى أحدهم عن ظاهرة معينة، كما قد يستخدم نفس اللفظ للدلالة على حالة "عدم التأكد الشخصي" والذي يمكن أن يعزى الى عوامل نفسية بحثة ناتجة عن نقص المعلومات الكافية عن نتائج حدث ما واتجاهاته الشخصية وبناءا عليه يختلف مفهوم الخطر باختلاف الأفراد وفي بعض الحالات يختلف تحديده بالنسبة لنفس الفرد وهذا حسب حالته الذهنية والظروف المحيطة بهذا الأخير².

¹ هارون نصر، التأمين في مواجهة الخطر، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 10.

² نفس المرجع السابق، ص 11.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

• الخطر هو حالة تتضمن امكانية وقوع خسارة :

الخطر عبارة عن حالة تتضمن امكانية حدوث اختلاف مضاد للنتائج المتوقعة أو المرجوة، إذ يعتبر هذا التعريف الخطر حالة واقعية بحيث يترتب على وجوده حالة معنوية من الشك والتوتر تصيب الفرد عند اتخاذ القرارات المختلفة أو عند تعرضه لتأثير الأحداث المختلفة في حياته ودخله وممتلكاته.¹ ومما سبق يمكن التوصل إلى تعريف موحد للخطر يمكن صياغته كالتالي: "الخطر هو حالة من عدم التأكد من وقوع خسارة معينة"²، إذ جمع هذا التعريف معظم الخصائص المذكورة في التعريف السابقة، كما يقوم هذا التعريف على خاصية عدم التأكد من نتائج القرارات التي يتخذها الفرد في حياته العملية أو الشخصية إضافة إلى حالة عدم التأكد من الظواهر والأحداث العامة المتعددة وتأثيرها على حياة هذا الأخير ودخله وممتلكاته.

2.1 تعريف المخاطر المصرفية:

تعددت و تنوعت تعريف المخاطر المصرفية، إذ يجد الباحثون في مجال إدارة المخاطر المالية صعوبة في ايجاد تعريف موحد وشامل لكافة المخاطر المصرفية وهذا راجع لا محالة لتنوع نشاطات المصارف التجارية ولخصوصية القطاع المصرفي المتمثلة في اعتماد المصارف بشكل أساسي على أموال الغير وأن معظم موجوداتها ومطلوباتها عبارة عن نقود سائلة، ضف الى ذلك تركيز معظم استخداماتها في الاقراض وتميز رأسمالها الخاص بصغر الحجم مقارنة بموجوداتها الأمر الذي يمنحها درجة رفع مالي عالية في حين أن موجوداتها الثابتة قليلة جدا مقارنة بموجوداتها المتغيرة الشيء الذي يمنحها في المقابل درجة رفع تشغيلية جد منخفضة، لهذا فإن البنوك التجارية تعد من المؤسسات المالية عالية المخاطر إضافة لذلك فإن المخاطر التي تواجه هذه الأخيرة ليست مخاطر صناعة أو سوق محدد فقط بل هي مخاطر اقتصادية ذات طبيعة كلية.³

¹ منعم الخفاجي، مدخل لدراسة التأمين، مكتبة التأمين العراقي، النسخة الالكترونية، 2014، ص 12.

² هارون نصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.

³ رضا أبو حمد آل علي، إدارة المصارف: مدخل تحليلي كمي معاصر، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 235.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

بناء على ما تقدم يمكن تعريف المخاطر المصرفية على انها "عنصر ريب وشك وتردد يمكنه التأثير على العامل الاقتصادي أو سياق العملية الاقتصادية ككل¹. كما يمكن تعريف المخاطر البنكية بناء على أنواعها المتعددة فقد عرفها جوفان juvin على أنها احتمالية الخسارة أو الحدث السيء المترتبة عن المجالات التجارية، المعلوماتية، التشغيلية، القانونية، الجبائية، السياسية، التنافسية، البيئية والائتمانية².

3.1 تصنيفات المخاطر المصرفية:

يمكن تبويب المخاطر المصرفية إلى أصناف متعددة تختلف باختلاف آراء الكتاب والمنظرين في هذا المجال والتي تعتمد على رؤى متباينة للمخاطر وفقا للنشاط المزاوول أو البيئة الخارجية أو الموارد أو الظروف الاقتصادية ... الخ و يمكن تصنيف المخاطر المصرفية إلى أنواع متعددة نلخصها كالتالي:

أولاً: مخاطر البيئة الاقتصادية: Environmental Risk

ويضم هذا التقسيم كلا من التصنيفات الفرعية التالية³:

- المخاطر التشريعية.
- المخاطر الاقتصادية.
- مخاطر المنافسة .
- مخاطر التنظيم .

ثانياً: مخاطر الإدارة : Management Risk

ينقسم هذا النوع بدوره إلى:

¹ مبارك بوعشة، تسيير المخاطر البنكية، مجلة العلوم الانسانية، عدد 27، جوان 2007، ص 217.

² Hervé Juvin, *La banque au risque du marché : Dix-huit regards sur les marchés financiers*, collection médiannes, 1996, p 78.

³ Koch .T .Macdonald .S, *Management of Banking*, 6th edition, Thomson south western, USA 2006 pp 74-82.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

- مخاطر السمعة.
- المخاطر التنظيمية.
- مخاطر القدرة.
- مخاطر التعويض.

ثالثا: المخاطر المالية Financial Risk

يشتمل هذا النوع بدوره على الأصناف الفرعية التالية¹:

- المخاطر الائتمانية.
- مخاطر السيولة.
- مخاطر الفائدة.
- مخاطر الرفع.
- المخاطر الدولية.

رابعا: مخاطر التسليم والتوزيع Delivry Risk

يشتمل هذا النوع بدوره على الأصناف الفرعية التالية:

- المخاطر التشغيلية.
- المخاطر التكنولوجية.
- مخاطر المنتج الجديد.
- المخاطر الاستراتيجية.

بناء على ما سبق سيتم التطرق إلى شرح موجز لبعض من تصنيفات هذه المخاطر المذكورة

سابقا مع التركيز على المخاطر المالية، وهذا وفق الشكل التالي:

أ. المخاطر التشريعية :

¹ P. Rose, **Commercial Bank management**, 5th edition, McGraw –hill Irwin, USA, 2002, pp 165-169.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

تنتج هذه المخاطر عن احتمال مخالفة البنوك التجارية للقوانين والتشريعات المصرفية المحلية، الأمر الذي من شأنه التأثير سلبا على نشاط هذه المؤسسات، وكنتيجة لمخالفة هذه الأخيرة للقوانين والتشريعات المصرفية قد تقوم السلطات الرقابية المحلية بفرض غرامات نقدية عليها، مع امكانية تشديد العقوبات في حال تكرار المخالفات اذ يمكن أن تصل في بعض التشريعات المصرفية الى غاية سحب الاعتماد وايقاف نشاط البنك بصفة نهائية.

ب. المخاطر الاقتصادية :

تشمل هذه المخاطر الظروف الخارجية المحيطة بنشاط البنك و خصوصا ما تعلق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية من حيث الطبيعة ويمكن أن نذكر من بينها مخاطر القدرة الشرائية ومخاطر التقلبات الاقتصادية، كما تجدر الإشارة إلى أنه يصعب على البنوك التجارية عادة التعامل مع هذه المخاطر لكونها تصنف في خانة المخاطر النظامية.

ت. مخاطر المنافسة :

برزت هذه المخاطر نتيجة لظهور منتجات جديدة وابتكار خدمات متميزة من خلال آليات ووسائل مختلفة لتقديم أفضل الخدمات المصرفية للعملاء وهذا ما يعرف حاليا بالصيرفة الالكترونية. وتأثرت هذه المخاطرة أيضا بنشاط المؤسسات المالية غير النقدية والتي اقتحمت مجال المنافسة، فنجد مثلا أن شركات الاستثمار المالي وصناديق الضمان الاجتماعي صارت تزاحم البنوك التجارية في نفس نشاطاتها و هذا ما خلق بيئة تنافسية شرسة تصل في بعض الحالات إلى إفلاس العديد من البنوك التجارية نتيجة لضعف مواردها و قدرتها التنافسية.

ث. مخاطر السمعة :

تنشأ هذه المخاطر في حال قيام البنك بتقديم خدمات ذات نوعية رديئة، أو في حالة انتهاك البنك لشرط السرية والخصوصية، وتبقى جودة الخدمات البنكية من أهم العناصر المحددة لمدى نجاح المصارف بحيث يرتبط نجاح هذه الأخيرة في أعمالها بالسمعة التي تؤسسها كهيئات جديرة بالثقة.

ج. المخاطر التشغيلية :

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

يمكن تعريف المخاطرة التشغيلية على أنها " مخاطر التعرض لخسائر قد تتجم عن عدم كفاية أو اخفاق العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة كما يمكن أن تتجم عن أحداث خارجية كالمخاطر القانونية"¹.

و تعتبر المخاطر التشغيلية من بين أكثر المخاطر التي يمكن أن تواجه البنوك خاصة في الفترة الراهنة، نظرا لتطور وتعقد الخدمات المالية التي باتت تقدمها هذه البنوك ضف إلى ذلك الاعتماد الكبير على التكنولوجيا الحديثة أو ما يسمى بالتكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال، ضف الى ذلك الاعتماد على أنظمة معلوماتية مقدمة غالبا من أطراف خارجية وهو ما يعني اعتماد البنوك على جهات أخرى في توفير بعض الخدمات.

ح. مخاطر عدم تماثل المعلومات:

يقصد بعدم تماثل المعلومات في السوق المالي عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر في هذه الصفقة، مما يمنعه من اتخاذ القرار السليم، ويترتب على ذلك ظهور نوعين من المشاكل و التي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق سابقة الذكر، بحيث تسبق المشكلة الأولى عملية اتمام الصفقة وتسمى بالاختيار السيء بينما تحدث الثانية بعد اتمام هذه الأخيرة وتسمى بمخاطر سوء النية، وتعتبر حالة عدم تماثل المعلومات عن حالة من عدم التأكد، فهي بذلك تعبر عن وضعية من المعلومات غير الكفوة². وتجدر الإشارة في هذا الصدد الى أن العديد من النظريات قد أعطت تفسيراً لهذه المشكلة إلا أن أهمها تبقى نظرية الوكالة والتي تقوم على احتمالية التعارض بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين نتيجة للصراع القائم بين هذه الأطراف في اختيار هيكل التمويل المناسب للشركة وفي تحديد نسب الأرباح الخاصة بكل طرف³.

¹ Basel Committee on Banking supervision, **operational Risk –revisions to the simpler approaches, consultative document**, Bank for international settlement, October 2014, p 05.

² الياس بن ساسي، خيرة كماسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات ، مقال منشور على مستوى مجلة الجامعة ، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، ص 639 (630-642).

³ F. Janssen, **l'influence de l'interpénétration du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement des PME et sur leurs relations avec les banques**, Cahier de recherche de l'INRPME, congres international francophone sur les PME, Nancy-Metz, octobre 1998.

4.1 المخاطر المالية:

تتطلب هذه المخاطر عناية خاصة من طرف البنوك التجارية والسلطات الرقابية على حد سواء وذلك لارتباط نشاط المؤسسات المالية على هذا النوع من المخاطر. ويمكن في هذا الصدد تقسيم المخاطر المالية الى المخاطر الفرعية التالية:

- مخاطر السيولة.
- مخاطر أسعار الفائدة.
- مخاطر الرفع المالي.
- مخاطر اسعار الصرف.
- المخاطر الائتمانية.

أولاً: مخاطر السيولة:

قبل التطرق إلى مخاطر السيولة لا بد من تحديد دقيق لمفهوم السيولة، والتي يمكن تعريفها على أنها "مدى امتلاك البنك لأموال متاحة لمواجهة ومقابلة طلبات النقد من قبل المقرضين و سحبوات الودائع من قبل المودعين"¹.

أما فيما يخص مخاطر السيولة فيمكن تعريفها على أنها "التباين في صافي الدخل والقيمة السوقية لرأسمال المصرف الناتجة عن صعوبات المصرف في الحصول على الأموال المتاحة بشكل مواز ضف إلى ذلك صعوبة الاقتراض أو بيع الموجودات ". كما يمكن تعريف مخاطرة السيولة على انها حالة أو أكثر من الحالات التالية²:

- اللاسيولة الشديدة.
- عدم كفاية الأصول المتداولة للمؤسسة على تغطية مطلوباتها قصيرة الأجل.
- عدم القدرة على تدبر الأموال بتكلفة مقبولة.

¹ أرشد التميمي، سلام عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص 69.

² طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003، ص ص 200-201.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

إذ يمكن أن ينتج عن حالة اللسيولة الشديدة إفلاس البنك بصفة نهائية، إضافة إلى انعكاس هذا الوضع على باقي مؤسسات المنظومة المصرفية إذ يكفي تسريب معلومات إلى السوق حول مواجهة أحد البنوك التجارية لمشاكل سيولة لإحداث حالة من الهلع في نفوس المودعين الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى حالات سحب ودائع على نطاق واسع، وهو ما يمكن أن يؤدي في المستقبل القريب إلى أزمة ائتمانية خانقة.

إضافة للحالة الأولى سابقة الذكر يمكن أن يواجه البنك مشكلة سيولة أيضا نتيجة لعدم كفاية موارده قصيرة الأجل أو ما يسمى بالأصول المتداولة على تغطية التزاماته قصيرة الأجل بما في ذلك المناحات النقدية. وأخيرا تعني مخاطرة السيولة أيضا مواجهة صعوبات في تدبير الأموال بتكلفة معقولة وهذا نتيجة لنقص ظرفي في السيولة الموجودة في السوق بسببه الرئيسي انخفاض حجم المعاملات وارتفاع معدلات الفائدة على القروض. وقد اهتمت لجنة بازل للإشراف والرقابة المصرفية بهذا الموضوع، حيث حددت وثيقة خاصة من شأنها ضمان احتفاظ المصارف بسيولة كافية و بشكل يضمن سلامة الوضع المالي المصرفي من خلال مراعاة الآتي :

- مراعاة نسبة السيولة قصيرة الأجل (Liquidity Coverage Ratio) بالنسبة لالتزامات السيولة في الفترة قصيرة الأجل والتي تقل عن 30 يوم¹.
- مراعاة نسبة السيولة طويلة الأجل أو ما يسمى بمعدل التمويل الثابت الصافي (Net Stable Funding Ratio) وهذا في الفترة طويلة الأجل والتي تفوق 30 يوما².
- توزيع استخدامات الأموال بشكل ينسجم مع ودائع الجمهور.

ثانيا: مخاطر أسعار الفائدة:

تعرف مخاطر أسعار الفائدة بأنها مخاطر تراجع الإيرادات الناشئة عن بنود الميزانية الختامية نتيجة لتحركات أسعار الفائدة. ونظرا لعدم استقرار أسعار الفائدة فإن كافة الإيرادات المرتبطة بها

¹ Basel committee on Banking supervision, **the liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools**, Bank for international settlement, January 2013 pp 06-37.

² Basel committee on banking supervision, **the net stable funding Ratio**, Bank for international settlements, October 2014, pp 03-12.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

ستكون لا محالة غير مستقرة، فالمقرض الذي يكسب سعرا معيناً يكون معرضاً لمخاطرة أن تهبط الإيرادات بهبوط أسعار الفائدة والمقترض الذي يدفع فائدة متغيرة بتكبد تكاليف أعلى عند ارتفاع أسعار الفائدة وهكذا دواليك، كما يمكن أن تنحصر مخاطر أسعار الفائدة فيما يلي¹:

أ. مخاطر إعادة التمويل (التسعير):

وهي المخاطر التي تواجه المؤسسة إذا فاقت تكاليف إعادة تمويلها معدل العائد على الاستثمار في أصولها، أي بمعنى عوائد استثمارات المؤسسة لا تكفي لدفع تكاليف الاقتراض، وتقيس مخاطر إعادة التسعير العلاقة بين تكلفة الحصول على الأموال التي تتحملها المؤسسة والسعر الذي تطالب به العملاء مقابل أدوات قروضها وأرباحها (صافي دخل الفائدة).

ب. المخاطر الأساسية:

هي المخاطر الناجمة عن عدم التماثل أو الموائمة في التغير الحاصل في أسعار الفائدة بين أصول المؤسسة وخصومها، كأن يتغير سعر الفائدة على القروض أو ما يسمى بأسعار الفائدة المدينة بنسبة معينة في حين يكون التغير الحاصل في معدلات الفائدة الدائنة أكثر أو أقل.

ت. مخاطر تدهور القيمة السوقية:

وهي المخاطر الناجمة عن التقلبات الحاصلة في القيمة السوقية للأصول والالتزامات بسبب تغير معدل الفائدة، حيث أن القيمة السوقية لأي أصل ما هي إلا صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من هذا الأصل، فإذا ارتفع سعر الفائدة سترتب على ذلك بالضرورة ارتفاع سعر الخصم وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأصل والعكس صحيح.

¹ السيد الببوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية و المؤسسات المالية - نظرة معاصرة -، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1999، ص 223.

المحاضرة الرابعة عشر

ثالثا: مخاطر الرفع:

يعتبر الرفع المالي من أهم مساعي المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والمؤسسات المالية على وجه الخصوص، لما لهذه الخاصية من أثر إيجابي على عوائد البنوك إذا ما استعملت بشكل جيد ويقصد بالرفع المالي مدى اعتماد المؤسسة على القروض في هيكل رأسمالها، إذ تسعى هذه المؤسسات إلى الإقتراض بتكلفة منخفضة نسبيا مع تشغيل هذه الأموال المقترضة في نشاطاتها المختلفة من أجل تحقيق عائد أفضل من تكلفة الاقتراض وهنا يكمن المفتاح الرئيسي لنجاح عملية الرفع، ففي حال فاقت مداخيل أو أرباح نشاطات المؤسسة المقرضة (البنوك التجارية) نفقات خدمة الدين (تكاليف القروض) فإن أثر الرافعة سيكون إيجابيا في هذه الحالة، بخلاف ذلك ستحقق هذه المؤسسات أثر رفع سلبي، الأمر الذي من شأنه ادخالها في دوامة من المشاكل نتيجة لعدم كفاية أرباحها المتأتية من نشاطاتها اليومية أو ما يسمى اختصارا بالعائد على الموجودات لتغطية تكلفة الاقتراض وهذا ما يعرف بصفة عامة بمخاطر الرفع المالي.

أما بالنسبة للرفع التشغيلي فيمكن تعريفه بأنه نسبة التغير الحاصل في أرباح النشاطات المختلفة لأي مؤسسة وهذا قبل خصم الفوائد والضرائب نتيجة للتغير الحاصل في المبيعات، أو يعبر عنه بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات، ويبقى أثر الرفع التشغيلي متعلقا بنسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف بالنسبة لهيكل الأعباء الخاص بالمؤسسة فكلما زادت هذه النسبة كلما حققت المؤسسة أثر رفع تشغيلي أكبر والعكس صحيح.

رابعا: المخاطر الدولية (أسعار الصرف):

تتمثل مخاطرة العملات (الصرف) في الخسائر المحتملة نتيجة للتغيرات الحاصلة في أسعار الصرف، وتحدث هذه التباينات في المكاسب بسبب ربط الإيرادات والنفقات بأسعار الصرف بواسطة مؤشرات، كما تجدر الإشارة الى أن خطر الصرف لا ينشأ مباشرة عند إبرام العملية التجارية أو المالية

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

المقومة بالعملة الأجنبية، بل ينشأ قبل ذلك كما هو الحال عند التفاوض بشأن تصدير أو استيراد سلعة معينة، أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملة الأجنبية¹.

2. المخاطر الائتمانية:

تماشيا مع متطلبات الفصل سيتم التركيز على المخاطر الائتمانية وهذا بتعريفها وتبيان أهم أنواعها ثم تناول أهم الطرق المستخدمة لقياسها على أن يتم التطرق في آخر عنصر الى أهم أساليب ادارة هذا النوع من المخاطر.

1.2 تعريف المخاطر الائتمانية:

تعبر المخاطر الائتمانية عن حجم الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها البنوك التجارية أو المؤسسات المالية غير النقدية من جراء عجز مقترض عن سداد دين أو في حالة تدهور المركز المالي لهذا الأخير بعد حصوله على قرض. وقد تنجم هذه الوضعية عن عدة مخاطر ضمنية، فتدهور المركز المالي للمقترض يزيد من احتمالية عجزه عن السداد، الأمر الذي لا يعني بالضرورة وقوع خسارة فعلية لكون المبالغ المعرضة للمخاطرة تكون قابلة للاسترجاع في بعض الحالات نذكر من بينها تقديم المقترض لضمانات تتسم بالجودة العالية². ومن هذا المنطلق فإن نقطة الأساس في عملية منح الائتمان هي تصنيف الزبائن سواء كان هذا التصنيف داخليا أي معدا من طرف البنك نفسه أم كان خارجيا أي بمساعدة أطراف خارجية. ويمكن أن تنحصر المخاطر الائتمانية في الأنواع التالية:

أ. مخاطر العجز عن السداد:

تعرف مخاطر العجز عن السداد بأنها احتمالية تخلف المقترض عن سداد اجمالي مبلغ القرض ويتم الاعلان عن حالة العجز عن السداد عندما لا يتم الوفاء بالمبالغ أو الأقساط المجدولة في مواعيدها أو بعد فترة مقدرة بثلاثة أشهر بعد حلول ميعاد الاستحقاق، كما يمكن ان يكون العجز عن السداد اقتصاديا وهذا في حال انخفضت القيمة الاقتصادية للأصول عن قيمة الديون المعلقة وتعرف القيمة

¹ علاء الدين قادري، مرجع سبق ذكره، ص ص 152-154.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 243.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

الاقتصادية للأصول على أنها قيمة التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة المخصومة من الحاضر، ففي هذه الحالة سيكون المقرض عاجزاً من وجهة نظر اقتصادية وبالتالي لن يكون قادراً على الوفاء بالتزاماته التعاقدية اتجاه المقرض. ويمكننا القول أن احتمالية عجز المقرض عن السداد ترتبط بصفة كبيرة بمدى قدرة البنك على تحديد أهلية المقرض على الوفاء بالتزاماته.

ب. مخاطر التعرض:

يمكن تعريف مخاطر التعرض على أنها احتمالية الخسارة التي يمكن أن يتعرض لها البنك من جراء تقديمه لبعض الخدمات البنكية¹.

كما يمكن تعريفه على أنه المبلغ المعرض للمخاطرة في حال حدوث العجز عن السداد دون أخذ المبالغ المسترجعة من القرض بعين الاعتبار.

ت. مخاطر الاستراد:

يبني مفهوم هذا النوع من المخاطر على مدى إمكانية استرجاع مبالغ القرض المعرضة للخسارة، وتبقى احتمالية استرجاع هذه المبالغ في حالة العجز عن السداد غير قابلة للتنبؤ، إذ تتوقف هذه الأخيرة على عدة عوامل نجد من أهمها نوعية العجز عن السداد ومدى جودة الضمانات المستلمة من المقرض، إضافة إلى الظروف الخارجية المحيطة بالمقرض وقت عجزه عن السداد.

2.2 طرق قياس المخاطر الائتمانية:

سيتم التركيز على طرق قياس المخاطر الائتمانية دون غيرها من المخاطر المالية التي تواجه العمل المصرفي. ويمكن في هذا الصدد التفرقة ما بين أسلوبين لقياس المخاطر الائتمانية، نذكرهما وفق الشكل التالي:

1.2.2 الطرق التقليدية لقياس المخاطر الائتمانية:

¹ Basel committee on Banking supervision, **supervisory framework for measuring and controlling large exposures –final standard**, Bank for international settlements, April 2014, p 04.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

تعتمد هذه الطرق في تحليلها للمخاطرة على أسلوب التحليل المالي الذي يهدف إلى قراءة المركز المالي للمؤسسة بطريقة مفصلة واستنتاج الخلاصات الضرورية فيما يتعلق بوضعيتها، وذلك عن طريق دراسة توازنها المالي من جهة ودراسة بعض النسب المالية ليتم مقارنتها مع نسبها النموذجية من جهة أخرى. بناء على ما سبق يتم في العناصر الموائية التطرق الى تبيان مفهوم التحليل المالي وأهم أهدافه ومن ثم التطرق الى أهم مؤشرات التوازن المالي للجهات المقترضة بالإضافة إلى النسب المالية التي تعكس وضعيتها المالية.

أولاً: تعريف التحليل المالي:

يمكن تعريف التحليل المالي بأنه "فحص وتشخيص للسياسات المالية المتبعة من طرف المؤسسة في دورة معينة أو مجموعة من الدورات من نشاطها الصناعي أو التجاري وذلك عن طريق الدراسة التفصيلية أو التحليلية للبيانات المالية لفهم مدلولاتها ومحاولة تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهورها بكميات وكيفيات معينة"¹، فالتحليل المالي يبحث دائماً عن النطاق الذي تكون فيه المؤسسة في أمان وذلك لا يمكن أن يتم إلا بإتباع مجموعة من الطرق التي تسمح بتقييم الوضعية السابقة والحالية لها.

ثانياً: أهداف التحليل المالي:

تختلف أهداف التحليل المالي باختلاف الجهة التي تستعمله، إذ يحوز على اهتمام كل من مسيري المؤسسات وذلك من أجل تحقيق أهداف داخلية، إضافة الى اهتمام أطراف خارجية كالبنوك ورجال الأعمال ومصالح الضرائب لتحقيق أهداف خارجية مستقلة عن أهداف المؤسسة.

أ. الأهداف الداخلية:

يعتبر التحليل المالي الدعامة الأساسية التي تعتمد عليها الوظيفة المالية، ولا يجد هذا التحليل طريقاً إلى النجاح إلا بتمكين المؤسسة من تحقيق الأهداف التالية:

- الاستفادة من المعلومات المتحصل عليها من خلال التحليل المالي في المراقبة العامة لنشاط المؤسسة.

¹ ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير-تحليل مالي-، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2000، ص11.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

- إعطاء صورة واضحة وحقيقية للمركز المالي للمؤسسة وذلك بوضع مؤشرات أولية حول مستوى السيولة وربحياتها ومردودية الأموال المستثمرة.¹
- تشخيص نقاط ضعف المؤسسة من الناحية المالية ومحاولة معالجتها ونقاط قوتها والاستفادة منها.
- اتخاذ إجراءات تبحث عن التوازن المالي للمؤسسة وذلك بناء على المعلومات المتحصل عليها من تشخيص وضعها المالي.
- اتخاذ قرارات استراتيجية كقرارات الاستثمار، اختيار وسائل التمويل، تغيير حجم رأس المال وسياسة توزيع الأرباح.²
- استخدام المعلومات المتوصل إليها كأساس للتقديرات المستقبلية فيما يخص الاستثمارات، الخزينة... الخ.

ب. الأهداف الخارجية:

- إذا كان التحليل المالي يستعمل في المؤسسة لتحقيق أهداف داخلية، فهو يستعمل أيضا من طرف جهات خارجية كالبنوك التجارية ومصالح الضرائب لتحقيق الأهداف التالية:
- تمكين البنوك التجارية من تقييم الوضعية المالية للمؤسسة من أجل الحكم على مدى قدرتها في تسديد ما عليها من ديون، وبالتالي اتخاذ قرار منح القرض من عدمه، ويكون ذلك بناء على المعلومات المقدمة في ملفات طلب القرض.³
 - مساعدة مصلحة الضرائب على تقييم النتائج المالية الصافية للمؤسسة وذلك من أجل تحديد قيمة الضريبة المفروضة عليها.

¹J. Cabby, j. Koehl, **gestion appliquée- analyse financière-**, Dareios and Pearson, France, 2012, pp 27-28.

² S. M. Bragg, **Financial analysis- a controller's guide**, 2nd edition, John Wiley and sons. Inc., New Jersey, USA, 2007, p 19.

³ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص ص 27-28.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

- تزويد المساهمين ورجال الأعمال بمعلومات حول الوضعية المالية للمؤسسة لتمكينهم من اتخاذ قرارات صائبة.
- تزويد مكاتب الدراسات بقاعدة واسعة من البيانات حول مختلف المؤسسات اضافة الى اتاحة هذه المعلومات الى الجهات الراغبة في الحصول عليها من مستثمرين، ملاك، مقرضين، مصالح حكومية...

ثالثا: ركائز التحليل المالي:

إذا كان المنهج الكلاسيكي يعتمد بصفة أساسية على أسلوب التحليل المالي، فإن هذا التحليل يرتكز على محورين أساسيين. حيث يتمثل المحور الأول في مبدأ التوازن المالي والذي يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على الموازنة بين سيولة أصولها مع تواريخ استحقاق خصومها بالاعتماد على مؤشرات أساسية هي: رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة، أما المحور الثاني فيتمثل في النسب المالية والتي تتطلب إقامة علاقة كسرية بين مختلف المتغيرات المالية وذلك في شكل خمسة مجموعات رئيسية يمكن حصرها في الفئات التالية: نسب الربحية، نسب السيولة، نسب المديونية، نسب النشاط، نسب السوق.

1.3 التوازن المالي:

يرتبط مفهوم التوازن المالي ارتباطا وثيقا بمدى قدرة المؤسسة على الموازنة بين سيولة أصولها و تواريخ استحقاق خصومها وهذا في اطار السعي لموازنة التدفقات النقدية. ومن أجل تحليل التوازن المالي للمؤسسة، تعتمد البنوك بصفة أساسية على ميزانيتها المالية وذلك من أجل استخراج مؤشرات أساسية والتي تتمثل في كل من رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة¹.

1.1.3 رأس المال العامل:

¹ G. Melyon, **Gestion financière**, 4eme édition, éditions Bréal, paris, 2007, p 62.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

تواجه المؤسسات مشكلة اختلاف مدة وقيمة عناصر الأصول المتداولة والديون القصيرة الأجل، إذ يمكن أن تكون مطالبة بتسديد ديونها وهي لم تحصل حقوقها بعد، لذلك يجب توفير هامش أو فائض الأموال الدائمة الذي يزيد عن حاجتها لتمويل الأصول الثابتة وهو ما يسمى برأس المال العامل.

أ. مفهوم رأس المال العامل:

يعتبر رأس المال العامل أحد العناصر الأساسية لدراسة التوازن المالي للمؤسسة، فهو يعبر عن وضعها المالي في لحظة معينة موضحا بذلك هامش الأمان الذي تتمتع به المؤسسة خلال دورة الاستغلال، ويرتكز تحديده من خلال التعارض بين سيولة الأصول واستحقاقية الخصوم. وعليه يمكن تعريف رأس المال العامل بأنه "فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة، بمعنى الحصة من الأموال الدائمة التي يمكن توجيهها لتمويل الأصول المتداولة"¹.

ب. طرق تحديد رأس المال العامل:

يمكن حساب رأس المال العامل بطريقتين ممكنتين هما:

- **من أعلى الميزانية:** رأس المال العامل = أموال دائمة (حقوق الملكية + الديون طويلة الأجل) - اجمالي الأصول الثابتة.
- **من أسفل الميزانية:** رأس المال العامل = الأصول المتداولة - ديون قصيرة الأجل.

وفق الطريقة الأولى والقائمة على احتساب رأس المال العامل من أعلى الميزانية يتم تبيان حصة رؤوس الأموال الدائمة والتي تسمح بتغطية جزء من الأصول سهلة التسييل (تلك الأصول التي يمكن تحويلها الى سيولة في فترة وجيزة ودون أن تفقد جزء كبيرا من قيمتها)، بينما طريقة احتساب رأس المال من أسفل الميزانية فتبين مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل انطلاقا من أصولها المتداولة. وتعتبر الطريقة الثانية من وجهة نظر المحلل المالي الأمثل لتحديد قيمة رأس المال العامل

¹ E. Cohen, *Analyse financière*, 4^{ème} édition, édition Economica, Paris, 1997, P 134.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

وهذا لكونها تعكس الاستعمال الحسن لهذا الأخير والرامي الى تمويل الأصول المتداولة (قيم الاستغلال + القيم القابلة للتحقيق) بجزء من الأموال الدائمة¹.

ويمكن في هذا الصدد التمييز بين ثلاث حالات مختلفة لرأس المال العامل:

- **الحالة الأولى:** رأس المال العامل موجب ويعني ذلك أن المؤسسة قد تمكنت من تمويل كل الأصول الثابتة بجزء من الأموال الدائمة مع حصولها على هامش أمان متمثل في رأس المال العامل وموجه لتمويل الأصول المتداولة وبالتالي فإن المؤسسة في حالة مالية جيدة وتحترم قاعدة التوازن المالي.
- **الحالة الثانية:** رأس المال العامل سالب ويعني ذلك أن جزء من الأصول الثابتة قد تم تمويله بالديون قصيرة الأجل وهذا خطير على المؤسسة، وبالتالي فإن المؤسسة لا تحترم قاعدة التوازن المالي وهي حالة مالية خطيرة تجعلها في حاجة إلى ديون طويلة الأجل أو تمويلات دائمة لتمويل العجز في رأس المال العامل.
- **الحالة الثالثة:** رأس المال العامل يساوي الصفر وهذا يعني أنه قد تم تمويل كل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة بأكملها، وبالتالي فإن الأصول المتداولة قد تم تغطيتها بالديون قصيرة الأجل، وفي هذا الوضع تجد المؤسسة نفسها عند الحد الأدنى للتوازن المالي.

2.1.3 احتياجات رأس المال العامل:

إن دراسة رأس المال العامل وحده لا تكفي للحكم على مدى وجود توازن مالي للمؤسسة، وإنما من الضروري أيضا أن تتسع هذه الدراسة إلى ما يسمى باحتياجات رأس المال العامل. وينبغي على المؤسسة في دورة نشاطها أن تغطي مخزوناتنا وحقوقها انطلاقا من ديونها قصيرة الأجل، فاذا كان الفرق موجبا بين كل من العنصرين فهو يعبر عن حاجة المؤسسة إلى موارد أخرى تزيد مدتها عن

¹ ناصر دادبي عدون، مرجع سبق نكره، ص ص 44 - 45.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

الدورة الواحدة وهذا ما يسمى باحتياجات رأس المال العامل. وعلى هذا الأساس يمكن تعريف احتياجات رأس المال العامل بفائض الاحتياجات الدورية عن الموارد الدورية ويتم حسابها بالطريقة الآتية¹:

• **احتياجات رأس المال العامل = احتياجات دورية - موارد دورية.**

كما يمكن تحديد عناصر احتياجات رأس المال العامل وفق الصيغ التالية:

• **احتياجات دورية = قيم استغلال + قيم قابلة للتحقيق.**

• **موارد دورية = ديون قصيرة الأجل - تسبيقات بنكية.**

لتصبح المعادلة السابقة على الشكل التالي:

• **احتياجات رأس المال العامل = قيم قابلة للاستغلال + قيم قابلة للتحقيق - ديون قصيرة الأجل + تسبيقات بنكية.**

فإذا كان الفرق موجبا فإن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن الدورة الواحدة وذلك لتغطية احتياجات الدورة، وتقدر قيمة تلك المصادر بقيمة احتياجات رأس المال العامل. أما إذا كان الفرق سالبا فهذا يعني أن المؤسسة قد غطت احتياجات دورتها ولا تحتاج إلى موارد أخرى. ومن هذا التحليل يتضح أن احتياجات رأس المال العامل تعد أداة مفيدة للجهات المقرضة، لكونها تعطي صورة واضحة ودينامكية عن مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في أي لحظة خلال دورة الاستغلال.

¹ Simon Parienté, **analyse financière et évaluation d'entreprise- méthodologie, diagnostic, prix d'offre**, Pearson, paris, 2013, p 13.

المحاضرة الخامسة عشر

3.1.3 رصيد الخزينة:

يعتبر رصيد الخزينة على المدى قصير الأجل من أهم المؤشرات الدالة على التوازن المالي للمؤسسات المقترضة، إذ يعبر هذا الأخير عن جملة التغيرات الحاصلة بين رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل. بصفة أخرى يعبر هذا المؤشر عن القيم سريعة التحويل إلى سيولة والتي تكون متاحة للمؤسسة في دورة استغلالها من أجل التصرف فيها فعليا. ويمكن حساب رصيد الخزينة بإتباع احدى الطرق التالية¹:

- **رصيد الخزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل.**
 - **رصيد الخزينة = القيم الجاهزة - تسبيقات بنكية.**
- كما يمكن أيضا التمييز بين ثلاثة حالات مختلفة لرصيد الخزينة:
- **رصيد الخزينة الصافية موجب:** في الحالة يمكن مبدئيا الحكم على جودة أصول المؤسسة إضافة لاحترامها لمبدأ التوازن المالي، إذ تعتبر الخزينة الموجبة بمثابة العامل المساعد من أجل الحصول على قروض بنكية، وعلى النقيض من ذلك يمكن في بعض الحالات الخاصة أن تعبر الخزينة الموجبة على دلالات سلبية في نشاط المؤسسة وهذا ما يعني تعطيل جزء كبير من رأس مالها (أموال مجمدة).
 - **رصيد الخزينة الصافية سالب:** في الحالة يمكن مبدئيا الحكم على الحالة المالية السيئة للمؤسسة نظرا لعدم إحترامها لمبدأ التوازن المالي، وهو ما يعني زيادة احتياجاتها الدورية عن مواردها الدورية الأمر الذي من شأنه اجبار المؤسسة على اقتراض الأموال من مصادر خارجية بغية تسوية هذه الوضعية.
 - **رصيد الخزينة الصافية معدوم:** إذا كانت الخزينة صفرية فهذا يعني أن رأس المال العامل مساوي لاحتياجات رأس المال العامل وهي وضعية جيدة بالنسبة للمؤسسة ولكنها لا تعتبر

¹ Simon Parienté, *op.cit.* p 14.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

بالمثالية، اذ يكفي رأس المال العامل لتغطية احتياجات المؤسسة الدورية دون الحاجة للجوء الى الاقتراض الخارجي.

2.3 النسب المالية:

يقوم التحليل باستخدام النسب المالية على قياس العلاقات بين بعض القيم في القوائم المالية سواء كانت تلك القيم في نفس القائمة المالية أم قيم مشتقة من أكثر من قائمة مالية، وهناك مجالات عديدة يستخدم فيها أسلوب تحليل القوائم المالية من خلال النسب المالية ومن بين هذه المجالات نذكر ما يلي¹:

أ. تحليل الربحية:

تستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية مقارنة بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تحملتها هذه الأخيرة خلال فترة محددة من الزمن. وهي أيضاً أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها بكفاية. وتدل نسب الربحية التي لها قيمة أعلى مقارنة بالفترات السابقة، أن الشركة تحقق زيادة في المبيعات وبالتالي زيادة في الأرباح.

ب. تحليل السيولة:

اعتماداً على نسب السيولة يقوم المحلل المالي بقياس مدى قدرة المؤسسة على توليد سيولة كافية لمواجهة المتطلبات قصيرة الأجل، أي مدى قدرة المؤسسة على مواجهة أخطار سداد الإلتزامات المتداولة المفاجيء دون الحاجة لتسييل الأصول الثابتة أو الاقتراض.

ت. تحليل النشاط:

تستخدم هذه المجموعة من النسب لقياس قدرة الشركة على تحويل حسابات الميزانية العامة إلى مبالغ نقدية أو مبيعات. كما تستخدم في الغالب لتقييم أداء الشركات المتعلقة بالمركز المالي قصير الأجل، كمؤشر على نشاط الشركة في تاريخ معين أو فترة زمنية معينة. وتعرف أيضاً بنسب إدارة الموجودات، لأنها تقيس مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر من السلع والخدمات.

¹ طارق فيلالي، تسيير مخاطر القروض البنكية في ظل المعايير الإخترائية الجديدة، أطروحة مقدمة استكمالاً لدرجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، السنة الجامعية، 2016، ص 112.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

ث. تحليل المديونية (الرفع المالي):

يطلق الرفع المالي على أي اقتراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخيم أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسب المديونية فكلما زادت نسب المديونية زاد تأثير الرفع المالي على أرباح الشركة¹. وتعتبر هذه النسب من أكثر أدوات المراقبة أهمية، بحيث تساعد في تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين، من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل، داخلية كانت أم خارجية. وبشكل عام، فإنه كلما قل اعتماد الشركة على القروض لتمويل أصولها، كانت هذه الشركة أقل تعرضاً للمخاطر، لأن خدمة القروض والفوائد المترتبة عليها يؤدي إلى استنزاف موارد الشركات من سيولة نقدية لازمة لتشغيل مشروعاتها.

ج. تحليل نسب السوق:

تعتبر نسب السوق ذات أهمية خاصة لحملة الأسهم، وللمستثمرين المحتملين في الأسهم، ولمحلي الأوراق المالية، ولبنوك الاستثمار، وحتى المقرضين. ضف الى ذلك مساهمتها الكبيرة في وظيفة إدارة الشركة وهذا بقياس تأثير أداء الشركة على أسعار الأسهم العادية في السوق، لأن الهدف في الإدارة التمويلية هو تعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم القيمة السوقية للسهم.

2.2.2 الطرق الحديثة لقياس المخاطر الائتمانية:

مع زيادة نسبة المؤسسات العاجزة التي تحصلت على قروض بنكية ولم يتم كشف عجزها المالي من خلال الطرق التقليدية، أصبحت البنوك التجارية بحاجة إلى استخدام مناهج أكثر دقة في اكتشاف العجز المالي للشركات المقترضة الأمر الذي يمكنها من تقليص حدة المخاطرة إلى أدنى حد ممكن. واستجابة لحاجة تلك المؤسسات المالية ظهرت طرق إحصائية جديدة لتقدير المخاطرة الائتمانية، والتي من الممكن أن تعطي صورة أوضح للتفريق بين المؤسسات المقترضة العاجزة (غير القادرة على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية) وتلك المؤسسات السليمة (التي تتمتع بحالة مالية جيدة). وبغية تسليط الضوء

¹ M. Al-shamaileh, S. Khanfar, **The Effect of the Financial Leverage on the Profitability in the Tourism Companies (Analytical Study- Tourism Sector- Jordan)**, Business and Economic Research, Macrothink institute, vol04 , no 2, May 2014, pp 256-258.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

على هذه الطرق سيتم في هذا العنصر التركيز على تبيان خصائص طريقة القرض التنقيطي نظرا لاعتبارها من أهم الطرق المستخدمة في قياس المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المالية.

أولاً: تعريف طريقة القرض التنقيطي:

تعد هذه الطريقة أحد الأساليب الإحصائية التي تساعد البنوك التجارية في مواجهة مخاطرة القرض والتي تزيد من ثقتها في قرار منح القرض من عدمه. وبصفة عامة يمكن تعريفها على أنها طريقة تحليل إحصائية تسمح بإعطاء نقطة خاصة بكل زبون لتعبر عن درجة ملاءته المالية. فطريقة القرض التنقيطي إذن هي طريقة إحصائية تسمح بتحديد احتمالات عجز المقترضين عن الوفاء بالتزاماتهم، وبصفة أدق هي الآلية التي تتيح للبنك ارفاق كل طلب قرض بنقطة قياسية لاحتمال تعثر هذا القرض¹. ويمكن تطبيق هذا النموذج عن طريق اتباع احدى التقنيات التالية:

- التحليل التمييزي (Discriminant analysis).
- الانحدار اللوجستي (Logistic regression).
- نماذج الشبكات العصبية (Artificial Neural Network).
- الخوارزميات الوراثية (Genetic algorithms).

كنتيجة نهائية لهذه الطريقة يتم استخراج المتغيرات الأكثر دلالة على الملاءة المالية للمؤسسة من بين المتغيرات الكلية المدروسة، مع ترجيح المتغيرات المستخرجة بمعاملات حسب درجتها التمييزية وذلك بهدف الحصول على علاقة خطية تمكن من تحديد نقطة نهائية لكل مؤسسة (Score)، ثم توضع تلك النقطة في سلم التنقيط لمقارنتها مع النقطة الحرجة لهذا السلم والمحسوبة مسبقاً، وهذا بغية تسهيل عملية اتخاذ قرار الاقراض². ويمكن صياغة دالة التنقيط وفق الصيغة التالية:

$$Z = \sum_{i=1}^n \alpha_i . R_i + \beta$$

حيث:

¹ Y. Boujelbene, S. khemakhem, **Prévision du risque de crédit: Une étude comparative entre l'Analyse Discriminante et l'Approche Neuronale**, HAL Id: hal-00905199, nov. 2013, p 03.

² ED. Altman, E. Hotchkiss, **Corporate financial distress and bankruptcy**, third edition, john Wiley and sons.inc, New Jersey, USA, 2006, pp 233-235.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

Z: دالة التنقيط.

α_i : معامل الترجيح.

R_i : متغيرات النموذج.

β : ثابت.

ثانيا: تقييم نموذج القرض التنقيطي:

كأي طريقة من طرق قياس مخاطر القرض، تتصف طريقة القرض التنقيطي ببعض المزايا ويعاب عليها في نفس الوقت بعض النقائص.

أ. مزايا النموذج:

قد تستحسن البنوك استعمال طريقة تنقيط الزبائن لقياس مخاطرة القرض نظرا للمزايا التي تتصف بها والمتمثلة فيما يلي¹:

- **السرعة:** إذ أن استعمال طريقة القرض التنقيطي يتم بسرعة كبيرة، وهو ما يمكن البنك من تحقيق وفر زمني يعود بالفائدة عليه من حيث اتخاذ قرار الإقراض النهائي في ظرف زمني وجيز، إضافة الى المزايا التي تعود على المقترضين من سرعة واختصار للوقت في معرفة قرار البنك النهائي وهو ما يوفر لهم زمنا إضافيا للبحث عن مصادر أخرى للتمويل في حالة رفض طلبهم.
- **البساطة:** تعتبر هذه الميزة أهم ما يميز طريقة القرض التنقيطي عن المناهج الكلاسيكية لقياس مخاطر القروض، حيث يسهل استعمال هذه الطريقة والتي تتطلب فقط تعويض بعض معطيات المؤسسة محل الدراسة في صيغة النموذج واتخاذ القرار مباشرة.
- **أداة لاتخاذ القرار:** تسمح نتائج تحليل ملفات طلب الإقراض وفق هذه الطريقة باتخاذ قرار منح القرض أو عدمه دون تردد.

¹ G. Mircea et al, **Discriminant analysis in a credit scoring model**, Recent Advances in Applied and Biomedical Informatics and Computational Engineering in Systems Applications, 2011, p 259.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

- أداة لمراقبة القرارات المتخذة: تمكن نتائج هذا النموذج من مراقبة صحة القرارات المتخذة بشأن أي مؤسسة مقترضة بكل سهولة، فعلى عكس الطريقة الكلاسيكية التي تتطلب إعادة دراسة ملف المؤسسة بأكمله، فإن طريقة التنقيط تتطلب إعادة دراسة المتغيرات الموجودة في النموذج فقط.
- تخفيض تكاليف الدراسة: تتيح هذه الطريقة لمستعملها وفرا في الوقت من جهة وبذل مجهود أقل من جهة أخرى، وهو ما يؤدي إلى تقليص تكاليف دراسة ملفات الزبائن.
- تقليص حجم المعلومات المستعملة: يتطلب بناء نموذج القرض التنقيطي معلومات أقل بالمقارنة مع مناهج القياس الكلاسيكية وذلك راجع لاعتماد هذه الطريقة على أدوات الإعلام الآلي، ما من شأنه تقليص حجم البيانات اللازمة لبناء نموذج الدراسة.

ب. حدود النموذج:

- على الرغم من المحاسن التي تتصف بها طريقة القرض التنقيطي إلا انها لا تخلو من بعض العيوب التي يمكن ذكرها في النقاط التالية¹:
- عدم القدرة على معالجة الدوال غير الخطية: تعتمد أغلب نماذج القرض التنقيطي (باستعمال تقنية التحليل التمييزي) على نماذج خطية ساكنة ذات طبيعة ثابتة، وهو ما لا يلائم لدراسة المشاكل أو الظواهر التي تتسم بالديناميكية المستمرة.
 - مشكلة الارتباط المتعدد: تواجه نماذج التحليل التمييزي مشكلة الارتباط المتعدد، وهو ما يعني ارتباط متغيرات الدراسة المستقلة بدرجة كبيرة (قيمة معامل الارتباط أكبر من 0.9) وهذا ما يشوه نتائج الدراسة ويجعلها دون دلالة احصائية.

¹ صوار يوسف، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التنقيطي والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة استكمالاً لدرجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2008، ص

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

- **عدم القدرة على دراسة العينات كبيرة الحجم:** تصلح هذه التقنية لدراسة العينات صغيرة ومتوسطة الحجم فقط.
- **صعوبة اختبار الدلالة الاحصائية لمعاملات الارتباط:** يصعب في العديد من الحالات اعطاء تفسير اقتصادي لدلالة معاملات الارتباط، ما من شأنه ارباك الباحث عند محاولة التعليق على نتائج النموذج.

3.2 ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية:

تم في وقت سابق من هذا المحور تبيان درجة ارتباط الخطر المالي باحتمالية الخسارة التي يمكن أن تصيب نشاط المؤسسة المالية والناجمة أساسا عن حدث غير مرغوب فيه، وعليه تحدد وظيفة ادارة المخاطر بناء على تعريف الخطر حيث ترتبط هذه الوظيفة بعملية تحديد طبيعة المخاطر ثم قياس مدى شدتها واحتمالية حدوثها ليتم الوصول الى تحديد الأسلوب المناسب للسيطرة عليها والحد من آثارها السلبية.

أولاً: مفهوم ادارة المخاطر المصرفية:

بناء على ما سبق يمكن تعريف ادارة المخاطر المصرفية على أنها "عملية تحديد، تحليل والسيطرة الاقتصادية على هذه المخاطر التي تهدد الأصول أو القدرة الايرادية للمشروع"¹.

من التعريف السابق يمكن ملاحظة بعض النقاط الهامة:

- ضرورة قيام عملية ادارة المخاطر المصرفية على العناصر الثلاثة التي جاءت في التعريف أي تحديد الخطر، قياس حجمه ثم اختيار الأسلوب المناسب لإدارته.
- أن تبني أسلوب ادارة خطر معين يجب أن يعتمد على أسس اقتصادية محضه، أي ضرورة الاقتصاد في هذا الجانب وعدم صرف مبالغ زائدة عن الحاجة.

¹ خالد وهيب الراوي، ادارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2009، ص 10.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

- تمس عملية ادارة المخاطر كلا من الأصول ذات الطبيعة البشرية أو غير البشرية (معدات، آلات، تجهيزات...)، اضافة الى القدرة الايرادية للمشروع والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على توليد عوائد مالية انطلاقا من نشاطاتها المختلفة.

ثانيا: أساليب ادارة المخاطر الائتمانية:

تعتبر مرحلة السيطرة الاقتصادية على المخاطر المالية من أهم المراحل في عملية ادارة المخاطر الائتمانية ذلك أنها تتيح لمستعملها تقليل الخسائر الى أدنى حد ممكن، مع احترام مبدأ الاقتصاد في اختيار الأسلوب الأنسب لهذه الوظيفة وهو ما يقتضي عدم دفع أي مبالغ زائدة عن الحاجة. ويمكن تنفيذ هذه المرحلة وفق ثلاثة أساليب:

أ. تخفيض الخطر (Risk reduction):

يتم وفق هذا الأسلوب التأكد مما اذا كان حجم الخطر المالي في أدنى مستوياته. اذ يجب على مدير وظيفة ادارة المخاطر على مستوى أي مؤسسة مالية أن يعمل على ضمان استمرارية نشاط هذه الأخيرة في حال تحقق الخطر، وذلك بتوفير الحماية المتكاملة لرؤوس الأموال المستثمرة والمحافظة عليها وضمان عدم ضياعها من جراء وقوع أي حوادث عرضية أو مفاجئة، وهذا باللجوء اما الى أسلوب تجميع المخاطر أو الى أسلوب التنويع، ويعتبر أسلوب تجميع المخاطر من بين أهم المناهج التي تقوم عليها استراتيجية تخفيض الخطر، اذ تقوم البنوك التجارية بموجب هذا الأخير بتجميع أكبر عدد ممكن من وحدات المخاطر المتماثلة أو المعرضة لنفس المسببات ثم توزيع عبء الخسارة التي لحقت بوحدة أو أكثر من وحدات المخاطر على جميع وحدات المخاطر المشتركة في هذا التجمع. في حين تتجنب البنوك التجارية وفق أسلوب التنويع الاعتماد على فئة معينة من العمليات الائتمانية أو التعامل مع شريحة محددة من المقترضين وذلك بغية توزيع نسبة الخطر على مختلف المجالات التمويلية، أي بمعنى مقابلة أي خسارة في مجال تمويلي معين بمكاسب (أرباح) من مجالات أخرى.

ب. نقل بالخطر (Risk transfer):

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

يتم بموجب هذا الأسلوب نقل الخطر بصفة متعمدة من طرف الى طرف آخر، أي أن أحد الأطراف سيقوم بتحمل الخسائر والمسؤوليات الناتجة عن الطرف الآخر. ويمكن نقل المخاطر الائتمانية بصفة عامة باستخدام أسلوبين رئيسيين نذكرهما كالتالي:

- أسلوب التأمين القائم على مبدأ التعاقد والذي تتعهد بموجبه شركات التأمين بتحمل قيمة الخسائر المالية المرتبطة بنشاطات المؤمن مقابل التزام هذا الأخير بدفع أقساط التأمين بصفة دورية (علاوة التأمين).

- الاعتماد على المنتجات المالية المستحدثة لنقل المخاطر المالية عموماً والمخاطر الائتمانية على وجه الخصوص، ويعتبر أسلوب التوريق من أكثر المناهج المستخدمة من طرف البنوك التجارية في التخلص من مخاطر الائتمان عن طريق نقل الخطر المترتب عن محافظتها الائتمانية الى جهات متخصصة تقوم بتسديد هذه القروض بغية بيعها في أسواق محددة تسمى بأسواق التوريق، وعليه يمكن تعريف التوريق على أنه التقنية التي يتم بموجبها تحويل الديون إلى أوراق مالية من خلال قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة، والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، وموزع على شكل أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.

ت. تطبيق مقررات لجنة بازل للرقابة المصرفية:

يعتبر رأس المال القاعدي خط الدفاع الأول الذي يلجأ اليه البنك التجاري في حال تعرضه للمخاطر الائتمانية. وقد ارتكز مفهوم ادارة المخاطر الائتمانية وفق مقررات لجنة بازل على تحديد مخصصات من رأس المال تستعمل في مواجهة المخاطر الائتمانية، وبغية تحديد مناهج ادارة مخاطر القروض المرتكزة على مقررات لجنة بازل سيتم تبيان أهم النقاط التي اشارت اليها كل من مقررات لجنة بازل الأولى والثانية والثالثة على التوالي:

- ادارة المخاطر الائتمانية وفق اتفاقية بازل الأولى:

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

وفق الاطار المبدئي لاتفاقية بازل الصادر سنة 1988 يمكن احتساب متطلبات رأس اللازم لمواجهة المخاطر الائتمانية بعد تحديد دقيق لهذه المخاطر أو ما أسمته اللجنة بالأصول والالتزامات العرضية مرجحة بأوزان مخاطرها حيث تضمن الاطار المبدئي لاتفاقية بازل الأولى طريقة لقياس كفاية رأس المال مستندة إلى نظام من أوزان المخاطرة يطبق على جميع بنود الميزانية المحاسبية اضافة الى الالتزامات المقيدة خارجها، حيث يسمح هذا النظام بتحويل الأصول إلى أصول مرجحة بأوزان مخاطر المقترض، كما تم تقسيم دول العالم الى مجموعتين اعتبرت الأولى متدنية المخاطر في حين تم اعتبار الثانية مرتفعة المخاطر. ويمكن تحديد معدل كفاية رأس المال الخاص باتفاقية بازل الأولى والمحدد بنسبة دنيا مقدرة ب 8% وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل كفاية رأس المال} = \text{رأس المال النظامي} / \text{المخاطر الائتمانية} \leq 8\%.$$

• ادارة المخاطر الائتمانية وفق اتفاقية بازل الثانية:

نظرا لقصور الاطار المبدئي لاتفاقية بازل الأولى واقتصره في قياس المخاطر على المخاطر الائتمانية فقط، اقترحت لجنة بازل اطارا معدلا تمثل في اتفاقية بازل الثانية اذ انحصرت أهم التعديلات في تحديد مناهج جديدة لقياس المخاطر الائتمانية اضافة الى ادراج اللجنة لنوع جديد من المخاطر المصرفية تمثل المخاطر التشغيلية كما تم تغيير منهجية ترجيح الأصول والالتزامات العرضية تغييرا جذريا. هذا ويدعم الاطار الجديد مفهوم رأس المال الاقتصادي والذي يأخذ بعين الاعتبار تحقيق العوائد على رأس المال المعدلة بالمخاطر¹. كما أدرجت ذات الاتفاقية بنودا تتعلق بالمراجعة الرقابية لسلطات الاشراف المحلية اضافة الى ادراج عمود ثالث يحدد متطلبات الافصاح والشفافية.

بموجب هذه الاتفاقية المعدلة أصبحت نسبة الملاءة المالية كالتالي:

$$\text{معدل كفاية رأس المال} = \text{رأس المال النظامي} / \text{المخاطر الائتمانية} + \text{المخاطر السوقية} + \text{المخاطر}$$

$$\text{التشغيلية} \leq 8\%.$$

• ادارة المخاطر الائتمانية وفق اتفاقية بازل الثالثة:

¹ SAP Group Agency, **Building a Business Case for Basel II**, Germany, working Papers, 2005, p 08.

الفصل السابع: آليات ادارة المخاطر الائتمانية على مستوى المؤسسات المصرفية.

عرفت النسخة الثانية لاتفاقية بازل الثانية مجموعة من التعديلات وذلك لقصور هذه الأخيرة في معالجة آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وقد ارتكزت هذه التعديلات على عدة محاور لعل أهمها ذلك الجانب المتعلق بتعزيز جودة مكونات رأس المال الخاص، حيث تم تعديل مكونات رأس مال لتصبح أكثر تجانسا واستقرارا، وعليه تم تقسيم مكونات رأس المال حسب الاتفاقية الجديدة الى شريحتين رئيسيتين¹، مع امكانية اضافة شريحتين اضافيتين خصصت الأولى والتي عرفت بوسادة التحوط لمواجهة التقلبات في البيئة الاقتصادية الكلية، في حين خصصت الشريحة الاضافية الثانية لتغطية مخاطر الدورات الاقتصادية، بناء على ما تقدم اصبح معدل الملاءة المالية يحتسب وفق العلاقة التالية:

معدل كفاية رأس المال = رأس المال النظامي / المخاطر الائتمانية + المخاطر السوقية + المخاطر

التشغيلية + مخاطر مالية أخرى ≤ 13%.

¹ BRI - Communiqué de presse Informations : www.bis.org, 26 juillet 2010.

أولاً: المراجع باللغة العربية:

أ. الكتب:

1. أرشد التميمي، سلام عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004.
2. بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003.
3. حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى 2002.
4. حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 25.
5. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
6. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2009.
7. خالد وهيب الراوي، العمليات المصرفية الخارجية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005.
8. رضا أبو حمد آل علي، إدارة المصارف: مدخل تحليلي كمي معاصر، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
9. زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003.
10. سامي حسن حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، الطبعة الثانية، عمان، 1982.
11. سعود جايد العامري، المالية الدولية - نظرية وتطبيق، الطبعة الثانية، دار زهران، عمان، 2008.
12. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، بدون تاريخ نشر.
13. السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية و المؤسسات المالية - نظرة معاصرة -، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1999.
14. شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.

15. صادق راشد الشمري، استراتيجية إدارة المخاطر المصرفية و أنها في الأداء المالي للمصارف التجارية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
16. صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
17. ضياء مجيد، النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
18. طارق عبد العال حماد، ادارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003.
19. عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004.
20. عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، 2004.
21. عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية: التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2000.
22. عبد الحسين جليل الغالبي، سعر الصرف وادارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء، عمان، 2011.
23. عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي - مدخل حديث، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
24. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الثانية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006.
25. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
26. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2001.
27. عبد المطلب عبد الحميد، النظام الاقتصادي العالمي الجديد، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
28. عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2004.
29. فليح حسين خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، 2006.

30. مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية- الإشكالات والآثار المحتملة على الوحدة الأوروبية، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 2002.
31. مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2006.
32. محسن أحمد الخضيرى، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحرية، القاهرة، 1990.
33. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2000.
34. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
35. محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية- أحكامها - مبادئها- تطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة، الأردن، 2008.
36. محمود الأنصارى، إسماعيل حسن، سمير مصطفى متولي، البنوك الإسلامية، كتاب الأهرام الاقتصادي، الكتاب الثامن، القاهرة، أكتوبر 1988.
37. محمود يونس محمد، علي عبد الوهاب نجا، الاقتصاد الدولي والتجارة الخارجية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2016.
38. مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1997.
39. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة 2005.
40. منعم الخفاجي، مدخل لدراسة التأمين، مكتبة التأمين العراقي، النسخة الالكترونية، 2014.
41. منير ابراهيم هندي، ادارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، المتب العربي الحديث للتوزيع، الطبعة الثالثة، الاسكندرية، مصر، 2011.
42. ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير-تحليل مالي-، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2000.
43. نزيه حماد، عقد السلم في الشريعة الإسلامية، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق، 1993.
44. هارون نصر، التأمين في مواجهة الخطر، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.

45. هاشم فوزي العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

46. يوسف حسين عاشور، ادارة المصارف الاسلامية، الطبعة الثانية، فلسطين، 2003.

ب. البحوث العلمية والمدخلات:

1. حسن عبد الله الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 11، جدة، 1993.

2. رد الدكتور صالح بن عبد الرحمان الحصين على الدكتور ابراهيم الناصر حول بحثه موقف الشريعة الاسلامية من المصارف، مجلة البحوث الاسلامية، العدد 23.

3. رضا سعد الله، أدوات التمويل الاسلامية، البنوك الاسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، وقائع ندوة، رقم 34، جدة، ص ص 273-292.

4. عبد الله إسماعيل صبري، الكوكبة: الرأسمالية العالمية ما بعد الامبريالية، مجلة المستقبل العربي، عدد 222، أغسطس 1997.

5. عبد المنعم محمد الطيب النيل، العولمة وآثارها الاقتصادية على المصارف، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ديسمبر 2004.

6. علاء الدين قادري، العملات الأجنبية وإدارة مخاطر اسعار الصرف، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة الجيلالي ليابس، العدد 09، ديسمبر 2014.

7. مبارك بوعشة، تسيير المخاطر البنكية، مجلة العلوم الانسانية، عدد 27، جوان 2007.

8. الياس بن ساسي، خيرة كمامسي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، مقال منشور على مستوى مجلة الجامعة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص ص 630-642.

ت. الأطروحات الجامعية:

1. أحمد جميل، الدور التنموي للبنوك الإسلامية - دراسة نظرية تطبيقية (1980-2000)، رسالة مقدمة لاستكمال درجة الدكتوراه، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005-2006.

2. أوكيل نسيمية، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها - دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008.
 3. بوعبد الله ودان، آليات المؤسسات النقدية في التوقي ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابو بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015.
 4. بومدين فيلالي، الجوانب القانونية والاقتصادية للاعتماد الايجاري-دراسة مقارنة-، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، السنة الجامعية 2001-2002.
 5. حنان لعروق، سياسة سعر الصرف والتوازن لخارجي - دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005.
 6. سليمان ناصر، علاقة البنوك الاسلامية بالبنوك المركزية، رسالة مقدمة لاستكمال درجة الدكتوراه، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2004-2005.
 7. صوار يوسف، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التنقيطي والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة استكمالاً لدرجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2008.
 8. طارق فيلالي، تسيير مخاطر القروض البنكية في ظل المعايير الاخترازية الجديدة، أطروحة مقدمة استكمالاً لدرجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس، السنة الجامعية، 2016.
 9. عبد الله منصور، السياسات النقدية والجبائية لمواجهة انخفاض كبير في الصادرات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- ث. التقارير والنشرات الاحصائية:
1. دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، صندوق النقد الدولي، الطبعة السادسة، 2009.
 2. روبا دوتاغوبتا وآخرون، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، متى وبأي سرعة، صندوق النقد الدولي، قضايا اقتصادية، رقم 38، 2006.
 3. صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، 2009.

4. الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، الجزء الأول، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1977.

ج. المطبوعات الجامعية:

1. خالد حسين المرزوك، محاضرات في الاقتصاد الدولي، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة بابل، 2013.

2. سليمة ظرايفية، محاضرات في اقتصاد أسعار الصرف، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، السنة الجامعية 2016-2017.

3. صالح مفتاح، مطبوعة في مقياس المالية الدولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية 2005-2006.

4. كريم بوددخ، مطبوعة في مقياس المالية الدولية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، السنة الجامعية 2015-2016.

5. محمد الطاهر الهاشمي، استخدامات الأموال في المصرف الاسلامي، سلسلة محاضرات حول المصارف الاسلامية وطبيعة أعمالها، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة مصراتة، ليبيا، 2018.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

أ. الكتب:

1. Alan C. Shapiro, **Multinational Financial management**, 10th edition, Wiley edition, USA, 2013.
2. E. Cohen, **Analyse financière**, 4^{ème} édition, édition Economica, Paris, 1997.
3. ED. Altman, E. Hotchkiss, **Corporate financial distress and bankruptcy**, third edition, John Wiley and sons, New Jersey, USA, 2006.
4. Frank Fabozzi, **Handbook of finance-financial markets and instruments-**, volume 1, John Wiley and sons Inc, New Jersey, 2008.
5. G. Melyon, **Gestion financière**, 4^{ème} édition, éditions Bréal, Paris, 2007.
6. Hervé Juvin, **La banque au risque du marché : Dix-huit regards sur les marchés financiers**, collection médianes, 1996.
7. J. C. Ingram, **International Economics**, John Wiley and Sons, 2nd édition, 1996.
8. J. Cabby, J. Koehl, **gestion appliqué- analyse financière-**, Daresios and Pearson, France, 2012.
9. Josette Peyrard, **gestion financière internationale**, 5^{ème} édition, Vuibert, 1999.

10. Koch .T .Macdonald .S, **Management of Banking**, 6th edition, Thomson south western, USA, 2006.
11. L. Abadie, C. Mercier-suissa, **finance Internationale: marchés des changes et gestion des risques financiers**, Armand Colin, 2011.
12. Lawrence J. Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmuliers, Frédéric Herbin, Octave Jokung-Nguéna, Georges Langlois, **Investissement et marchés financiers**, Pearson éducation France, 9^e édition 2005.
13. Michael B. Connolly, **International Business Finance**, Routledge Taylor & Francis Group, New York, 2007.
14. P. Krugman, M. Obstfeld, **international economics: theory and policy**, 6th edition, Pearson education, USA, 2003.
15. P. Rose, **Commercial Bank management**, 5th edition, McGraw –hill Irwin, USA, 2002.
16. S. M. Bragg, **Financial analysis- a controller's guide**, 2nd edition, John Wiley and sons. Inc., New Jersey, USA, 2007.
17. Simon Parienté, **analyse financière et évaluation d'entreprise- méthodologie, diagnostic, prix d'offre**, Pearson, paris, 2013.
18. Y. Simon, D. Lautier, C. Morel, **Finance Internationale**, édition Economica, 10^eme édition, 2009.

ب. البحوث العلمية والمدخلات:

1. A. Bénassy-Quéré, J. Pisani-Ferry, **Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide**, centre d'études prospectives et d'informations internationales, Mars 2011.
2. Amina lahreche-revil, **les régimes de change**, éditions la découverte, collection Repères, paris, 1999.
3. Andra Ghent, Rossen Vokanov, **Advantages and disadvantages of securitization: evidence from commercial mortgages**, working paper, social science Research Network, March 2013.
4. BRI - Communiqué de presse Informations : www.bis.org ,26 juillet 2010.
5. F. Janssen, **l'influence de l'interpénétration du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement des PME et sur leurs relations avec les banques**, Cahier de recherche de l'INRPME, congrès international francophone sur les PME, Nancy-Metz, octobre 1998.
6. G. Mircea et al, **Discriminant analysis in a credit scoring model**, Recent Advances in Applied and Biomedical Informatics and Computational Engineering in Systems Applications, 2011.
7. Ivo Maes, **La genèse du système monétaire international actuel**, De Boeck Supérieur, reflets et perspectives de la vie économique, 04/2010.
8. J. Drunat, G. Dufrenot, L. Mathieu, **les théories explicatives du taux de change**, revue française d'économie, 1994.

9. J. P. Allegret, R. Sandretto, **La nouvelle architecture du système monétaire international Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods**, l'Actualité économique, Vol 76, n° 03, Sep 2000.
10. K. Schuler, **the problem with pegged exchange rates**, Kyklos, 52 (1), 1999.
11. Kodjovi assoé, **cours de gestion des investissements internationaux**, HEC Montréal, 2005.
12. M. Al-shamaileh, S. Khanfar, **The Effect of the Financial Leverage on the Profitability in the Tourism Companies (Analytical Study- Tourism Sector- Jordan)**, Business and Economic Research, Macrothink institute, vol 04 , n° 2, May 2014.
13. M. McPherson, J. Vilasuso, **the spot-forward exchange rate relation and international market conditions**, Proceedings of the Midwest Business Economics Association, 2005.
14. Pierre-Olivier Gourinchas, **Vers un nouveau système monétaire international**, Regards croisés sur l'économie, n° 10, 02 /2011.
15. Rob Hayward, **Foreign Exchange Speculation: An Event Study**, international journal of financial studies, 6(22), 2018.
16. Romain veyrune, **monnaie et convertibilité: trois expériences historiques**, CERDI, université d'auvergne, nov 2002.
17. SAP Group Agency, **Building a Business Case for Basel II**, Germany, working Papers, 2005.
18. Sergey Chernenko, Michael Faulkender. **The Two Sides of Derivatives Usage: Hedging and Speculating with Interest Rate Swaps**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 46, issue 06, June 2011.
19. Y. Boujelbene, S. khemakhem, **Prévision du risque de crédit: Une étude comparative entre l'Analyse Discriminante et l'Approche Neuronale**, HAL Id: hal-00905199, nov. 2013.

ت. التقارير والنشرات الاحصائية:

1. Basel Committee on Banking supervision, **operational Risk –revisions to the simpler approaches, consultative document**, Bank for international settlement, October 2014.
2. Basel committee on Banking supervision, **supervisory framework for measuring and controlling large exposures –final standard**, Bank for international settlements, April 2014.
3. Basel committee on Banking supervision, **the liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools**, Bank for international settlement, January 2013.
4. Basel committee on banking supervision, **the net stable funding Ratio**, Bank for international settlements, October 2014.

5. Eduardo Levy Yeyati, Tomas Williams, **Financial globalization in emerging economies: Much ado about nothing**, policy research working paper, World Bank Group, June 2013.
6. **La balance des paiements: établissement et présentation**, Banque de France, direction générale des études et des relations internationales.
7. **Les soldes utilisés dans l'analyse de la balance des paiements et de la position extérieure d'un pays**, Bulletin de la banque de France n° 17, MAI 1995.