

### الأسواق المالية الدولية

#### ١.٦. تعريف وصور الأسواق المالية الدولية :

##### ١.٦.١. الإطار العام لتعريف سوق المال :

يقصد بالأسواق المالية الإطار المؤسسى أو مجموعة المؤسسات المالية التى يلتقى من خلالها طالبو الأموال وعارضوها. لهذا فهى بحكم هذا التعريف تتكون من جميع المؤسسات والأنشطة التى تتكفل بالإضطلاع بدور الوساطة المالية بين جانبى الطلب على الأموال وعرضها. ويوجد عادة فى كل إقتصاد قومى سوق للمال يتألف من طائفة متنوعة من البنوك التجارية والمتخصصة وشركات التأمين وشركات الأموال وشركات المخاطر وصناديق التمويل والإدخار، وكافة المؤسسات الأخرى الشبيهة التى لها علاقة بعمليات الإقراض أو الإقتراض أو المدخرات (١).

ومن الملاحظ أن المؤسسات المالية لبعض الدول - وعلى الأخص تلك

---

(١) - لمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع راجع فى هذا الخصوص :  
- بنك مصر، "أسواق النقد والمال والصراف الأجنبى مع الإشارة إلى سوقى جنيف وسويسرا"، النشرة الإقتصادية لبنك مصر، العدد الأول، ١٩٨٨، من ص ٦٩ - ١٠١، هنا من : ٧٤.

المتواجدة فى الدول الصناعية المتقدمة - لها القدرة على التعامل مع نظائرها فى الدول الأخرى. ومن مجموع هذه المؤسسات وما يتمخض عنها من معاملات مالية دولية تتكون السوق المالية الدولية. وتتعامل السوق المالية فى طائفة كبيرة من الأوعية المالية المتداولة فى أسواق المال، وذلك بجانب تعاملها فى النقود. ومن الأمثلة الواضحة على هذه الأوعية كل من (١) :

- النقود القانونية Legal Money .
- الحسابات الجارية للبنوك Current Accounts .
- شهادات الودائع المصرفية Certificates of Deposits .
- الأوراق التجارية Commercial Papers مثل الكمبيالة، السند الإذنى Promissory Note ، الشيك Cheque .
- الأوراق المالية Financial Papers مثل السهم Stock ، السند Bond .
- أوراق أو أذونات الخزانة Treasury Bills or Notes .
- السندات الدولية International Bonds ، وهى مجموعة السندات التى تتكاتف فى إصدارها مجموعات التمويل الدولية المشترك Syndicated Loans ، لإقراض المشروعات الكبرى أو حكومات الدول عند تنفيذها لمشروعات رأس المال الإجماعى الكبرى مثل التليفونات وشبكات الكهرباء والمياه وغيرها.

وإذا كان التحليل المتقدم يمثل الإطار العام الذى يتم فى رحابه تحديد مفهوم "سوق المال" ، إلا أنه من الملاحظ عدم وجود إتفاق فى الرأى بين الكتاب حول النطاق الذى تمتد إليه المعاملات المالية التى تدور رحاها فى

---

(١) - بنك مصر ، "أسواق النقد والمال والمصرف الأجنبى" المرجع السابق مباشرة، ص: ٧٥.

الأسواق المالية. وفي هذا الخصوص فإنه يجب التفرقة بين المعنى الواسع والمعنى الضيق لمفهوم سوق المال. وينصرف المعنى الواسع لسوق المال على أنه ذلك السوق الذي يتألف من كل من سوق النقد Money Market ، وسوق رأس المال Capital Market .

أما المفهوم الثانى وهو الإطار الضيق لمفهوم سوق المال فيعميل إلى التركيز على سوق رأس المال بإعتباره هو المعنى المقصود بسوق المال، ويبرز هذا على وجه الخصوص فى الدراسات المتعلقة بتحليل السوق المالى (١).

ويختص السوق النقدى الدولى International Money Market بحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وإنتقالاتها بين دول العالم المختلفة، وهى رؤوس الأموال التى لا تتجاوز إستحقاقاتها مدة عام، فى حين يتعلق سوق رأس المال الدولى International Capital Market بحركات رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل بين دول العالم المختلفة، وهى رؤوس الأموال التى يتجاوز إستحقاقاتها مدة السنة. وفى ضوء هذا الإطار العام لتعريف سوق المال، فإنه من المناسب إستخلاص العناصر التالية المرتبطة بقضية تعريف سوق المال (٢) :

● يلعب سوق المال وظيفة هامة تتلخص فى الوساطة المالية بين عرض النقود والطلب عليها سعياً وراء تحقيق التوازن الإقتصادى الكلى داخل الإقتصاد القومى قيد البحث، أو التوازن الإقتصادى فى أسواق المال. ومن

(١) راجع فى هذا الصدد الدراسات التالية :

- هاشم الصباغ ، "الأسواق المالية العربية : واقعها ، تنظيمها ، حجمها" ، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، حلقة الأسواق المالية وتمويل المشروعات ، عدن ، ١٥ / ١٢ - ٢٠ / ١٢ / ١٩٨٤ .  
- حكمت شريف النشاشيبي "مصادر وإستعمالات التمويل المتوسط والطويل الأجل فى الأسواق المالية العربية" ، دراسة مقدمة إلى مؤتمر أسواق رأس المال فى الدول العربية : واقعها ومجالات تطويرها، صندوق النقد العربى ، أبو ظبى، ٤ / ٢ - ٦ / ٢ / ١٩٨٤ .

(٢) - أنظر فى هذا الشأن :

- المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الأسواق المالية العربية، بحث مقدم إلى حلقة الأسواق المالية وتمويل المشروعات ، ١٦ / ٦ - ٢١ / ٦ / ١٩٨٦ ، تونس، ١٩٨٦ ، ص ١ - ٢ .

الواضح أن هذه الوظيفة تؤدي في رحاب قوى السوق التي يطلقها جهاز الثمن، والتي تتم من خلال المقابلة بين عرض السيولة والطلب عليها. ويؤدي سوق المال هذه الوظيفة من خلال تعبئة المدخرات الوطنية. أو القيام بجذب المدخرات الأجنبية وتحريكها نحو وجوه الإستثمار المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

● يتكون السوق المالي من مجموعة كبيرة من العناصر، والتي يمكن تلخيصها في أربع مجموعات رئيسية : تتعلق المجموعة الأولى بالعناصر التشريعية ممثلة في مختلف القوانين واللوائح والنظم والتعليمات المنظمة للنشاط الإقتصادي في مجالات الإستثمار والتأمين والتجارة الخارجية والجمارك والنقد الأجنبي وغيرها. أما المجموعة الثانية فتختص بالعناصر التنظيمية المتعلقة بوجود البنوك التجارية والمتخصصة وشركات التأمين، وشركات الأموال، وشركات المخاطر، وصناديق التمويل والإدخار وكافة المؤسسات المالية الأخرى التي يكون من بين وظائفها الإقراض، أو الإقتراض، أو تجميع المدخرات، وكذلك البورصة بكل أجهزتها<sup>(١)</sup>، وسطاء (سماسرة) الأوراق المالية وغيرها. وتتعلق المجموعة الثالثة بالأوراق المالية مثل السندات والأسهم وغيرها من الأوراق المالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل. أما المجموعة الرابعة فتشير إلى حصيلة تفاعل المجموعات الثلاثة السابقة، وهي ما يطلق عليها إصطلاحاً بمجموعة "عمليات السوق المالي ذاتها"، بمعنى التلاقى

(١) - بورصة الأوراق المالية (سوق الأوراق المالية) كما يعبر عنها باللغة الإنجليزية بمصطلح Stock Exchange ، وبالفرنسية La Bourse عبارة عن المكان الذي تجرى فيه التعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ، ومتخصصين جدا في هذا النوع من العمل. وهذه التعاملات تجرى في مكان محدد وفي أوقات محددة . ولقد إشتقت كلمة "بورصة" من إسم شخص كان يدعى (فان دي بورهس) من مدينة بروج ببلجيكا في القرن السادس عشر. وكان من عاداته جمع التجار في متجره، وقد حفر في أعلى متجره رمزا هو عبارة عن ثلاث صور من صور النقود. ويتم التفرقة عادة بين نوعين من البورصات : النوع الأول وهو بورصة الأوراق المالية، والنوع الثاني بورصة التجارة، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية .

راجع في هذا الخصوص :

- الهيئة العامة لسوق المال ، البورصة والأوراق المالية ، القاهرة ، يناير ١٩٨٤ ، ص ١١ - ١٢ .

بين عرض السيولة والطلب عليها من خلال وظيفة الوساطة المالية التي يقوم بها السوق المالي.

● يحتل سوق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية) مكانا بارزا بين الجوانب المختلفة المكونة للسوق المالي. ويقصد بسوق الأوراق المالية ذلك السوق الذي تباع وتشتري فيه الحقوق على الأوراق المالية سواء كانت حق ملكية (أسهم) أو حقوق دين (سندات) وذلك وفقا لقواعد وتقاليد معينة (١).

### ٢٠١٠٦. مقومات سوق المال :

يتطلب سوق المال توافر عدد من المقومات الأساسية لكي يصبح سوقا فعالا قادرا على تحقيق الأهداف التي يقام من أجلها. هذه المقومات الأساسية يمكن إجمالها في النقاط التالية (١):

■ إعتناق فلسفة إقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الإقتصادي في ظل إعتبرات الكفاءة الإقتصادية والسلوك الرشيد لكل من المنتج والمستهلك، المصدر ، والمستورد وغيرها من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الإقتصادي . وتأتي أهمية إعتناق هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الإقتصادي التي تحقق أعلى معدل عائد ممكن في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز على الثروة.

■ ضرورة وجود حجم كافي من المدخرات (بشقيها الوطني والأجنبي) المعروضة، وفي الوقت نفسه يقابلها طلب كاف عليها، حتى لا يوجد فائض في الطلب دون أن يناظره العرض المتاح من المدخرات الذي يتكفل بتغطيته، أو فائضا في العرض لا يجد الطلب القادر على توظيفه في وجوه الإستثمار

(٢) - انظر هذه المقومات الدراسة التالية :

- المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره، ص ٢ - ٢.

## المالية المختلفة.

■ وجود فرص إستثمارية كافية وقادرة على إجتذاب رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل المعروضة، والباحثة فى الوقت نفسه عن فرص جذابة للإستثمار.

■ إيجاد الإطارات التشريعية والتنظيمية الفعالة من خلال مرونتها وقدرتها على التطور والتكيف المستمر مع المتغيرات الإقتصادية القومية والدولية. فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرا فى تسهيل المعاملات وتحركات رؤوس الأموال من ناحية ، وفى الوقت نفسه توفر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل فى السوق المالى من ناحية أخرى.

■ توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدى دورها المطلوب فى تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستحداث وتوليد الفرص الإستثمارية وتجهيزها فى شكل مشروعات إستثمارية والترويج لها من ناحية أخرى .

فهذه المؤسسات المالية أوالمصرفية تلعب دورا بارزا فى عملية التوسط بين المدخرات والمنظمين لإيجاد التلاقى المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها، وعرض فرص الإستثمار والطلب عليها.

■ وجود محفظة أوراق مالية جيدة ومتنوعة تحتوى على العديد من المزايا المتنوعة حتى تكون قادرة على جذب المتعاملين فى السوق المالى، وفى الوقت نفسه تتضح أمامهم فرص كبيرة للإختيار من بينها .

ومن الملاحظ أنه قد شاع إستخدام مصطلح "التدويل" Globalization فى الأواق المالية الدولية فى عالم مابعد الحرب العالمية الثانية، وعلى وجه خاص فى حقبتى السبعينيات والثمانينيات. ويرجع شيوع هذا الإصطلاح إلى الإجراءات الضخمة التى تم إتباعها فى الدول الصناعية المتقدمة

الرئيسية (وهي الولايات المتحدة الأمريكية ، فرنسا) لتحرير حركات رؤوس الأموال من القيود المفروضة عليها، والدور الكبير الذى لعبته "ثورة المعلومات" مما جعل الأسواق المالية الدولية أشبه بقرية مالية واحدة، مترابطة الأطراف، وقادرة على إيجاد الفرص الإستثمارية المتنوعة والجذابة أمام راغبي الإستثمار فى أرجاء المعمورة. يضاف إلى ذلك أن هذا التدويل الذى عرفته الأسواق المالية يفتح الباب على مصراعيه أمام البنوك التجارية والمتخصصة العالمية لتجد الفرص المناسبة لتوظيف أموالها التى تراكمت لديها على وجه خاص فى الفترة ١٩٧٤ - ١٩٩٠ نتيجة لظاهرة تراكم الفوائض البترودولارية، وللتطور الكبير الذى شهدته أسواق العملات الأوربية

Euro - Currency Markets

يضاف إلى ذلك أن النجاح الذى حققته البنوك المركزية للدول الصناعية المتقدمة فى السيطرة على الظاهرة التضخمية فى حقبة الثمانينيات، وبالتالي فتح الطريق أمام هذه الدول لإنتهاج سياسات مرنة لأسعار الفائدة مكنتها من تخفيض معدلات الفائدة بها، ساهم بدوره فى زيادة الطلب على الأوراق المالية ذات أسعار الفائدة الثابتة (السندات الدولية). ولقد أحدث هذا التطور رواجاً كبيراً فى مجال الإستثمارات المالية الدولية، وهى السبيل أمام حركات رؤوس الأموال للإنتقالات بين هذه الأسواق طبقاً لمعدلات الفائدة على السندات الجديدة التى يتم إصدارها New Bond Issues ، وهى الوسيلة التى كانت قد تلاشت بعد الحرب العالمية الأولى، ولكنها عادت مرة أخرى فى حقبتى السبعينيات والثمانينيات لتلعب دوراً بارزاً فى تحريك رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية. بل إن إعتلاء البنوك المركزية للدول الصناعية الأكثر تقدماً لمكانة مرموقة فى عالم المال إنما يرجع للدور الكبير الذى لعبته سياسة تخفيض وإزالة القيود بين الأسواق الدولية Deregulation . ولقد عاونت هذه السياسات فى ظهور المناخ المناسب الذى فى ظله إزدهرت ظاهرة تدويل

أسواق الصرف والمال العالمية، وأصبحت تغطي كافة المعاملات المصرفية الدولية، وعمليات التمويل الدولي، وعمليات تغطية إكتتاب الأوراق المالية Securities Underwriting، وعمليات الصرف الأجنبي، وخدمات الإستشارات المالية .

## ٢.٦ . حركات رؤوس الأموال الدولية :

### ١.٢.٦ رؤوس الأموال الدولية قصيرة الأجل :

بصفة عامة يمكن القول أن حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل Short - Term Capital Movements تتوقف على العوامل الثلاثة التالية (١) :

■ التغيرات النسبية فى سعر الفائدة، بمعنى أن إرتفاع سعر الفائدة قصير الأجل سوف يؤدي إلى تدفقها من الخارج إلى داخل الإقتصاد القومى قيد البحث ، والعكس بالعكس فى حالة إنخفاض سعر الفائدة قصير الأجل مقارنة بالعالم الخارجى فسوف يدفع برؤوس الأموال قصيرة الأجل من الداخل إلى خارج الإقتصاد القومى قيد البحث .

■ التوقعات فى أسعار الصرف تلعب هى الأخرى دورا هاما فى إطلاق حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين دول العالم المختلفة. فالمخاطر الناتجة عن تغير أسعار الصرف قد تحجم الأفراد عن تحويل إستثماراتهم بين دولة وأخرى بالرغم من الإختلافات النسبية فى أسعار الفائدة .

■ حالة الإستقرار السياسى داخل الدولة قيد البحث، فعدم توافر القدر الكاف منه يؤدي إلى إنطلاق هذه الحركات إلى خارج الدولة، والعكس صحيح

(١) - حمدى رضوان، التجارة الدولية، مرجع سبق ذكره، ص ص ١٦٥ - ١٦٦ .

إذا توافر الإستقرار السياسى داخل الدولة فإنه يكون عاملا مشجعا لإجتذاب رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى داخل السوق المالى لهذه الدولة، وذلك بحثا عن الأمان والإستقرار. ويطلق على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل من هذا النوع بإصطلاح "رؤوس الأموال الساخنة" Hot Money .

وتنتج تحركات رؤوس الأموال الدولية قصيرة الأجل فى واقع الأمر من شراء وبيع السندات قصيرة الأجل Short - Term Bonds عبر الحدود الدولية. وتشتمل هذه التحركات على كل من : حجم الإئتمان التجارى؛ وتحويل رأس المال العامل داخل الشركات داخل العديد من دول العالم التى يتألف منها الإقتصاد العالمى؛ عمليات تحويل الثروة السائلة من أوراق مالية قصيرة الأجل لإحدى الدول إلى أوراق مالية قصيرة الأجل لدول أخرى؛ والأصول المالية السائلة التى تمتلكها البنوك المركزية لبعض الدول ولكنها تحتفظ بها فى دول أخرى ؛ وكذلك العملات الأجنبية والأصول الأجنبية قصيرة الأجل التى تحتفظ بها البنوك التجارية العالمية خارج حدود الدولة الأم وفى بعض الإقتصاديات القومية التى يوجد بها عمليات مصرفية لهذه البنوك. وغنى عن البيان أن العلاقات التجارية الدولية تساهم بدورها فى تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين دول العالم المختلفة كوسيلة للتسوية الحسابية لقيمة كل من الصادرات أو الواردات حسب الأحوال .

## ٢٠٢٠٦ . رؤوس الأموال الدولية طويلة الأجل :

أما إذا إنتقلنا إلى حركات رؤوس الأموال طويلة الأجل Long - Term Caplital Movements بين دول العالم المختلفة لأفينا أنها تتوقف بدورها على العوامل التالية :

■ ■ التغييرات النسبية فى كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف. فإرتفاع

أسعار الفائدة سوف يشكل حافزا للمستثمرين الأجانب على القيام بإقراض كميات أكبر من رؤوس الأموال مما كان عليه الحال قبل إرتفاع سعر الفائدة. أى أن التغييرات فى سعر الفائدة من شأنها تنشيط حركة الإقراض الدولى بين دول العالم المختلفة . كذلك تؤثر التوقعات الخاصة بأسعار الصرف فى الأجل الطويل على الرغبة فى حيازة العملات الأجنبية لتسوية الإلتزامات الناشئة فى المستقبل.

■ ■ البحث عن تحقيق الأرباح فى دول العالم المختلفة. فكلما كان نجاح الإستثمارات فى الخارج بالمقارنة بالإستثمارات فى الداخل أمرا واضحا، كان ذلك دافعا على إنتقال رؤوس الأموال طويلة الأجل من الداخل إلى الخارج بحثا عن الربح . وتعرف تحركات رؤوس الأموال فى هذه الحالة بأنها أموال مخاطرة Risk Capital ، نظراً لأن تحقيق الربح فى هذه الحالة ليس قضية مؤكدة لتعلقها بالمستقبل البعيد نسبيا.

وتنتج تحركات رؤوس الأموال الدولية من خلال عمليات بيع وشراء الأسهم والسندات طويلة الأجل عبر الحدود الدولية. غير أن التحليل الدقيق لتدفقات رؤوس الأموال الدولية وطويلة الأجل يقتضى التفرقة بين صورها المختلفة. وفى هذا الخصوص جرت العادة على التفرقة بين الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية Portfolio Investment ، والإستثمار الأجنبى المباشر Foreign Direct Investment. ونحاول فيما يلى تسليط الضوء على هذين النوعين من تحركات رؤوس الأموال الدولية طويلة الأجل (١) :

(١) لمزيد من التفصيلات فى هذا الشأن راجع المصادر التالية :

- سامى عفيفى حاتم، التأمين الدولى، مرجع سبق ذكره، ص : ٢٠١.  
- عبد الهادى النجار، الشركة دولية النشاط فى العلاقات الإقتصادية الدولية مع الإشارة إلى الإقتصاد المصرى، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٢٨٢، أكتوبر ١٩٨٠، القاهرة، ص ص ٦٥٥ - ٧٠٨، هنا ص : ٦٥٦.  
- جون هدسون مارك فرنر، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص ص ٢٢٨ - ٢٦٩.

● الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية : يتعلق هذا النوع من الإستثمار بعمليات شراء الأصول المالية رغبة فى تحقيق عائد يفوق مستويات المخاطر التى يتعرض لها. ويختص الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية بشراء السندات الدولية طويلة الأجل سواء إتخذت صورة السندات الحكومية أو السندات التى تصدرها الشركات. كذلك يشتمل الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية على عمليات شراء الأسهم الدولية. ومن الملاحظ أن هذا النوع من الإستثمار لا يولد حقوقا للرقابة على الحكومات أو الشركات التى قامت بإصدار السندات أو الأسهم .

ولقد تصدت نظرية محفظة الأوراق المالية The Portfolio Theory بتحليل الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية، وهى النظرية التى تناولت السلوك الإستثمارى بوجه عام، وأمكن تطويعها لتصبح قادرة على تفسير الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية كمكون رئيسى من مكونات التحركات الدولية لرؤوس الأموال. فمن المعلوم أن قرارات الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية - طبقا لهذه النظرية - تتوقف على كل من (١) :

■ معدلات العائد المتوقعة Expected Rates Of Return ، وتتكون من إيرادات أسعار الفائدة التى يلتزم بدفعها الأصل المالى، والربح أو الخسارة الرأسمالية المتوقعين بنتيجة لإرتفاع أوإنخفاض السعر السوقى للأصل، والخسارة أو الكسب المتوقعين نتيجة للتغير فى سعر الصرف .

■ المخاطر التى يدركها مالك الثروة Perceived Risks ، وهى تتوقف على التقديرات والتخمينات الذاتية لمالك الثروة عند إتخاذ قراره

(١) - لمزيد من التفصيلات حول هذا الموضوع راجع كل من :

- J.Siebbe, M.Willms, Theorie der Geldpolitik, Berlin - Heidelberg - New york, 1977.

- U. Teichmann, Grudriss der Konjunkturpolitik, München, 1976.

وتشتمل هذه المخاطر على العناصر التالية : خطر احتمالات عدم السداد من جانب الجهة المصدرة للسندات عن دفع قيمة الأصل كليا أو جزئيا أو عدم دفع قيمة الفائدة ؛ خطر تقلبات سعر الصرف التي تتم في غير صالح مالك الثروة وتحمله بالتالى خسائر رأس مالية ؛ ثم خطر المناخ السياسى الذى قد ينجم عنه قيام الحكومة بفرض قيود تحد من إنتقالات رؤوس الأموال الأجنبية أو تجميدها .

#### ■ - مقابلة الخطر بالعائد المتوقع Trade Off Between Risk and Return

Return، وهى المقابلة التى تواجه مالك الثروة عندما يقرر حجم الثروة التى يرغب فى إستثمارها فى أصل معين. وبطبيعة الحال فإن مالك الثروة سوف يفضل الحصول على أعلى عائد متوقع ممكن الحصول عليه عند مستوى معين من الخطر، أو أقل مستوى ممكن من الخطر لمعدل عائد معين. معنى ذلك أنه إذا أردنا ترغيب مالك الثروة فى الإقدام على قبول مستوى أعلى من الخطر، فإنه لابد فى مقابل ذلك من تقديم معدل عائد أعلى لتعويضه عن المخاطر التى من المحتمل أن يتعرض لها. وبنفس الطريقة يمكن القول إن قبول مالك الثروة لمستوى منخفض من العائد يتوقف على إحداث تخفيض مناظر فى مستويات الأخطار التى يواجهها عند الإقدام على إستثمار جانب من ثروته<sup>(١)</sup>.

وتوحى إلينا نظرية محفظة الأوراق المالية بعدد من التوصيات بالنسبة للدولة الراغبة فى إجتذاب رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل أراضيها نوجزها فيما يلى :

▲ ضرورة وجود سوق مالى متقدم داخل أراضى هذه الدولة تتداول فيها الأوعية المالية كالأسهم والسندات، أو مختلف صور القروض التى تتراوح

(١) - راجع فى هذا الشأن :

- جون هندسون، مارك هرندير، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص : ٣٤٤.

أجلها بين ٥ سنوات وثلاثين سنة أو أكثر. ويلتقى في هذه السوق من يرغبون في استثمار أموالهم لأجل طويلة، ومن ينشدون الإقتراض من أجل تكوين رؤوس الأموال الثابتة .

▲ إتباع الدولة لسياسات ماكرو - إقتصادية تسعى في المقام الأول إلى رفع معدلات الفائدة بشكل أكبر من مستوياتها في الدول الأخرى، والعمل على تحرير سعر الصرف من القيود المفروضة عليه، والسعى نحو تحقيق إستقرار في أسواق الصرف الوطنية لتقليل المخاطر التي تتعرض لها الإستثمارات المالية في هذه الدولة من ناحية ، وزيادة معدلات العائد المتوقعة على هذه الإستثمارات من ناحية أخرى .

▲ تحسين المناخ الإستثمارى Investment Climate ، وإلغاء كافة التعقيدات البيروقراطية وأجهزة الدولة الهشة Soft State التي تقف حجر عثرة في وجه تدفق رؤوس الأموال في المجالات التي تقتربها محفظة الأوراق المالية .

▲ الإستثمار المباشر : يختلف الإستثمار المباشر عن الإستثمار في محفظة الأوراق المالية في نقطة جوهرية تتلخص في أنه في الحالة الأولى يكون للمستثمر الحق في إتخاذ القرار والرقابة على المجالات أو المشروعات التي تم فيها الإستثمار، وهو حق لا يتوافر - على نحو ما قدمنا - لمجالات الإستثمار في محفظة الأوراق المالية . وتعتبر الشركات متعددة الجنسيات أو متخطية القوميات Multinational Corporations مسئولة عن معظم الإستثمارات الأجنبية المباشرة في عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية (١). لهذا يمكن القول

(١) توجد تسميات متعددة للشركات متعددة الجنسيات فمنها اصطلاح "الشركات الدولية"- In-ternational Corporations، ثم هناك اصطلاح "الشركات هابرة القارات" -Transna-tional Corporations، وكذلك اصطلاح "الشركات فوق القوميات" Supranational Corporations. وكذلك هناك من يطلق عليها اصطلاح "الشركات الكروية" أو العالمية "Global Corporations". كما أن هناك من الكتاب من يبالغ في استخدام العبارات الدالة على نفس المعنى حيث أطلق عليها عبارة "الشركات الكروية" Cosmocorps. راجع في هذا الخصوص الدراسة التالية :

- T.R.Feltham, W.R.Rouenbusch, "Canada and the Multinational Enterprise", in : H.R. Hahlo, J.G. Smith, W.Wright (Eds.), Nationalism and the Multinational Enterprise, Legal, Economic and Managerial Aspects, Fourth Edition, Leiden and Dobbs Ferry, New York, 1977, pp. 34 - 86, here : p. 46.

إن مفهوم الإستثمارات الأجنبية المباشرة التي تقوم بها الشركات متعددة الجنسيات يكون أكثر إتساعاً منه في حالة الإستثمار في محفظة الأوراق المالية نظراً لأن نقل التكنولوجيا وخدمات الإدارة والسلع والتنظيم، ونقل الأسعار، والتأثير على الأسواق الخارجية تعتبر عناصر رئيسية ترتبط بمفهوم نشاط الشركات متعددة الجنسيات، ويتجاوز بالتالي مجرد الإستثمار في محفظة الأوراق المالية .

أما في مجال تعريف إصطلاح الشركات متعددة الجنسيات، فإنه يمكن القول بصفة عامة إن كلام من الكتاب والمنظمات الدولية المهتمة بهذا الموضوع لم يتفقوا فيما بينهم على تعريف موحد أو تسمية موحدة ومقبولة من الجميع. ولما كان هذا الإختلاف أصبح من الأمور المعتادة في الأدب الإقتصادي بوجه عام، ولهذا فإنه من الطبيعي أن يمتد إلى الشركات متعددة الجنسيات بإعتبارها أحد الظواهر الإقتصادية الحديثة والمؤثرة في العلاقات الإقتصادية الدولية. وترجع أولى إستخدامات تعبير "الشركة متعددة الجنسية" للمرة الأولى إلى عام ١٩٦٠ حينما أشار إليه E.Lilienthal للدلالة على تلك الشركات التي تمارس نشاطها الإقتصادي في أكثر من دولة مع تحمل'مسئولية الإدارة المباشرة عن تلك الأعمال التي تؤديها داخل الدولة الأم وخارجها بإحدى الدول المضيفة<sup>(١)</sup>. ومنذ هذا التاريخ والكتاب

---

(١) إبراهيم محمد يوسف الفار، دور التمويل الخارجي في تنمية إقتصادية البلاد النامية مع دراسة تطبيقية خاصة بجمهورية مصر العربية ، دار النهضة العربية،  
(٢) لمعرفة مزيد من التفصيل حول التعريفات المختلفة للشركات متعددة الجنسيات مع مقارنة تفصيلية بينها، راجع في هذه الخصوص كلام من :

- United Nations Department of Economic and Social Affairs, **Multinational Corporations in World Development**, sig. : St / ECA / 190. sales No. E. 73. II.A - LL, New york 1973, p. 118.

- Jorn Biel, **Multinationale Unternehmen : Probleme und Kontrolle auf internationaler, regionaler Ebene**, Veralg V. Florentz. München, 1979. pp.3 - 13.

- J. H. V. Brunn, "Zur Proplematik des Multinationalen Unternehmens". in: **Wirtschaft Und Wettbewerb**, 19. Jg., Basel. 1969, H,9. pp. 531 - 539.

- B.D. Wilson, **A Profile of the Multinational Corporate Investor**, Special Invesment Negotiation Seminar, George Town University, Law Centre, Washington, D.C., October 1981.

يتسابقون فيما بينهم على وضع تعريف أو أكثر يلقي قبولا بين مستخدميهم ويميز الشركات متعددة الجنسيات التي تمارس نشاطها الإقتصادي في أكثر من دولة عن تلك الشركات الوطنية التي تقتصر في أعمالها الإقتصادية على نطاق الحدود القومية للدولة الأم .

ولقد شملت محاولات الكتاب والمنظمات الدولية المختلفة على أكثر من طريقة تصاغ بها التعريفات المختلفة : فمن بين هذه التعريفات تلك المحاولات التي إستهدفت الإرتكاز إلى أحد المعايير التي يعتقد أصحاب هذا المنهج أنه أكثر قابلية وإنتشارا من غيره. ومن الكتاب من إعتد في صياغته لتعريف الشركات المتعددة الجنسيات على سلوك هذه الشركات. فإذا إتبعنا منهج الفريق الأول من الكتاب فإنه يمكن التوصل إلى تواجد أكثر من معيار إستخدمه أنصاره لتمييز الشركات التي تمارس نشاطا إقتصاديا في أكثر من دولة وتلك التي تمارس نشاطا إقتصاديا داخل دولة واحدة. من بين هذه المعايير تلك الآتي ذكرها :

- مقدار وتوزيع وتنوع المصادر الإنتاجية في أكثر من دولة .
- تكوين الإدارة العليا ومقدار إعتماها على عناصر من جنسية أو من أكثر من جنسية من بين جنسيات العالم المختلفة.
- مقدار توزيع الإستثمارات في دولة واحدة أو أكثر من دولة من دول العالم المختلفة.
- كيفية تقسيم أنصبة رأس المال على المساهمين فيه وهل هم من دولة واحدة أو أكثر من دولة.

لهذا يتجه هذا الفريق من الكتاب في تعريفاتهم المختلفة للشركات متعددة الجنسيات معتمدين على أحد أو كل هذه المعايير إلى تقدير حجم المبيعات ،

مقدار الأرباح المحققة ، حجم الإنتاج لفروع الشركة متعددة الجنسيات Affilietee لتقرير مقدار إستقلالها عن الشركة الأم Parent Company .

وعلى الجانب الآخر نجد فريقا من الكتاب يذهب فى تحديده لمفهوم الشركة متعددة الجنسيات إلى النظر للطبيعة السلوكية لها والفروع التابعة لها. لهذا نجد هؤلاء الكتاب يتخذون من العناصر التالية محور الإرتكاز الذى يعتمدون عليه فى سياق تمييزهم للشركة متعددة الجنسيات عن تلك الشركة الوطنية :

■ موقع أو مكان الإدارة العليا، أى هل تتواجد فى الدولة الأم أو فى الدول المضيفة أو تتقاسمها فيما بينهما .

■ مدى إتباع مركزية أولا مركزية إتخاذ القرارات.

■ الطريقة التى يتم بها تكوين سياسة المبيعات للشركة داخل الدولة الأم والدول المضيفة .

■ مقدار التكامل بين الشركة الأم وفروعها المختلفة فى الدول المضيفة.

■ مقدار إتباع أسلوب التخطيط الشامل للمشروعات التى تتولاها الشركة متعددة الجنسيات حيث يتطلب الأمر معرفة ما إذا كان المركز الرئيسى وحده يضطلع بهذا الأسلوب ، أو تتدخل معه الفروع الخارجية للشركة متعددة الجنسيات لتحديد هذه السياسة.

وتمشيا مع أهداف الدراسات التى يشتمل عليها هذا الكتاب فإنه يمكن وضع تعريفا محددا للشركة متعددة الجنسيات دون الدخول فى مزيد من التفاصيل الدائرة بين الكتاب والمنظمات المهتمة بشئون الإستثمارات الأجنبية المباشرة حول المسميات المختلفة ومعانى المصطلحات الخاصة بالشركات القائمة بالإستثمارات الأجنبية المباشرة. وفى هذا الخصوص يقال أن الشركات متعددة الجنسيات عبارة عن مجموعة من الشركات التى

تتميز بالخصائص التالية (١) :

● تخضع هذه المجموعة من الشركات إلى حد كبير لقدر موحد من الرقابة المباشرة من الإدارة العليا الكائنة بالمركز الرئيسى.

● تمارس هذه المجموعة من الشركات نشاطها فى عدد من الأسواق المتباينة جغرافيا، والتي تتأثر بالتالى بالعديد من العوامل السياسية والتسويقية والثقافية المتباينة. ويمكن إرجاع هذه العوامل المتباينة إلى إختلاف النظم السياسية والقانونية والحضارية فى دول العالم المختلفة ، ومن بينها تلك الدول المضيفة لفروع الشركة متعددة الجنسيات .

● توافر قدر كبير من الإعتماد المتبادل بين مساهمات رء وس الأموال لهذه المجموعة من الشركات المكونة للشركة متعددة الجنسيات.

وتتعرض الشركات متعددة الجنسيات لعدد من الأخطار السياسية وغير التجارية منذ الحرب العالمية الثانية وحتى الآن. وفى هذا الخصوص يمكن التفرقة بين ثلاث صور رئيسية للأخطار السياسية وغير التجارية (٢) :

١ - أخطار عدم القابلية للتحويل Inconvertibility Risks ، وهى تلك الأخطار الناجمة عن الخسائر التى تتعرض لها الإستثمارات الأجنبية المباشرة التى تتولاها الشركات متعددة الجنسيات وفروعها الخارجية فى حالة عدم القدرة على تحويل الأرباح وغيرها من التحويلات إلى عملة بلد الشركة الأم.

---

(١) راجع فى هذا الخصوص المصادر التالية :

- سامى عفيفى حاتم، التأمين الدولى، مرجع سبق ذكره، ص من ٢٢١ - ٢٢٩.  
- إبراهيم شحاتة ، الإطار القانونى لتشجيع الإستثمارات الأجنبية الضامنة والرقابة عليها" ، المجلة المصرية للقانون الدولى، القاهرة، ١٩٦٨، ص من ١٣٩ - ١٥٨.

القاهرة ١٩٧١ ، ص : ١٢.

(٢) - راجع فى هذا الشأن الدراسة التالية :

- G.Proisi, J.Biel, "Unternehmen, Multinationale Volkswirtschaftliche Probleme", in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Stuttgart - New York, 1978, pp. 84 - 95, here : p. 85.

٢ - أخطار نزع الملكية Expropriation ، وأخطار المصادرة Confiscation ، وأخطار التأميم Nationalization. وبصفة عامة فإن هذه المجموعة من الأخطار تتعلق بتلك الخسائر التي تتعرض لها الفروع الخارجية للشركات متعددة الجنسيات بالدول المضيفة لعدد من الإجراءات التعسفية من قبل حكومات الدول المضيفة بنزع الملكية ومصادرة وتأميم ممتلكات وأنشطة هذه الشركات متعددة الجنسيات. والنتيجة الطبيعية لإجراءات نزع الملكية والمصادرة أو التأميم هي إنتقال ملكية الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى ملكية الدولة وتحويلها إلى إحدى وحدات القطاع العام، وهو القطاع المملوك للدولة ، أو إخضاعها للرقابة المباشرة من الدول المضيفة.

٣ - أخطار الحرب War Risks ، وهي الأخطار التي تسبب مجموعة من الخسائر تصيب الفروع الخارجية للشركات متعددة الجنسيات فى الدول المضيفة والمصاحبة للصراعات والحروب الإقليمية والثنائية ، وهي كتلك التي حدثت فى حرب الخليج خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٨٨ والتي دارت رحاها بين العراق وإيران، أو تلك المصاحبة لإحتلال العراق للكويت فى ٢ / ٨ / ١٩٩٠ وتسببت فى إندلاع الحرب بين قوات التحالف الدولى بقيادة الولايات المتحدة الأمريكية والعراق يوم ١٦ / ١ / ١٩٩١ نتيجة لغزو هذه الأخيرة لأراضى الكويت.

## ٣.٦ . أسواق العملات الأوروبية :

### ١.٣.٦ . ميلاد وتطور أسواق العملات الأوروبية :

واكب ظهور أسواق العملات الأوروبية Euro - Currencies Markets (١)

---

(١) يود المؤلف الإشارة إلى أن قسم التجارة الخارجية بكلية التجارة وإدارة الأعمال بجامعة حلوان قد ساهم فى تحليل هذه المشكلة من خلال رسالة للماجستير قام بإعدادها المدرس المساعد / عمر عبد الحميد سالمán فى عام ١٩٨٧. راجع فى هذا الخصوص :  
- عمر عبد الحميد سالمán، الآثار الإقتصادية لأسواق العملات الأوروبية على النظام النقدي الدولى مع إشارة خاصة بالدول النامية، رسالة ماجستير مقدمة إلى قسم التجارة الخارجية بكلية التجارة وإدارة الأعمال بجامعة حلوان، القاهرة، ١٩٨٧.

إنتشار موجات الحرب الباردة فى نهاية الخمسينيات، وما تنطوى عليه من إحتتمالات قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتجميد أو مصادرة ودائع دول أوربا الشرقية المودعة بالأسواق المالية الأمريكية ، وهى الدول التى كان يتزعمها الإتحاد السوفيتى منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وحتى نهاية حقبة الثمانينيات. فلقد سيطرت الشكوك والمخاوف على حكومات هذه الدول من إجراءات الإنتقام المحتملة التى كان من الممكن إتخاذها ضد أرصدة هذه الدول، والمحفوظة بها لدى البنوك التجارية الأمريكية . لهذا فكرت هذه الدول بسحبها من هناك وإيداعها لدى المصارف الأوربية لشعورها بأنها أكثر أمنا وطمأنينة من بقائها داخل وحدات الجهاز المصرفى الأمريكى. وبالفعل قامت البنوك المركزية لدول أوربا الشرقية والإتحاد السوفيتى فى نهاية الخمسينيات بإيداع مايتوافر من دولارات أمريكية خارج سلطان الجهاز المصرفى الأمريكى، والإحتفاظ بها لدى فروع بنك موسكو، والتى فى مقدمتها بنك موسكو فى لندن Moscow Narodang Bank ، البنك التجارى الأوروبى فى باريس Banque Commerciale pour L'Europe (١) .

وفى ظل هذا التوصيف لنشأة أسواق العملات الأوربية وربطها بالمناخ السياسى العالمى الذى ساد العالم فى نهاية الخمسينيات وعقد الستينيات، زحفت دول أوربا الشرقية بأرصدتها الدولارية نحو أسواق العملات الأوربية، هذا فى الوقت الذى بدأت فيه البنوك الأوربية فى توظيف الودائع الدولارية المتوافرة لديها . ومن هنا شهد العالم مولد سوق مالية دولية تتعامل بالأرصدة الدولارية خارج الحدود السياسية الأمريكية من ناحية، وتغذى فى الوقت نفسه الأسواق المالية الوطنية بتعاملات مالية فى شكل ودائع وقروض بالعملات

(١) - راجع أيضا فى هذا الخصوص:

- P. Einzig, The Euro - Dollar System : Practice and Theory of International Interest Rate, Macmillan, London, 1970, p. 30.

الأوروبية القابلة للتحويل من ناحية أخرى. ولقد إصطلح على تسمية المعاملات المالية الدولية المتخذة شكل أرصدة دولارية فى أسواق المال الأوروبية Financial Markets بإصطلاح Euro - Dollar Markets ، وفى الوقت نفسه أطلق إصطلاح "العملات الأوروبية" Euro - Currencies على تلك المعاملات الأوروبية القابلة للتحويل إلى دولارات أمريكية، والتي يتم التعامل بها فى أسواق المال الأوروبية (١) . معنى ذلك أن التعاملات المالية فى أسواق العملات الأوروبية إتخذت فى بداية الأمر شكل ودائع وقروض بالدولار الأمريكى مما جعله يكتسب صفة "الدولار الأوروبى" Euro - Dollar ، ثم إتسع نطاق وحجم هذه الودائع والقروض مع الوقت بحيث لم تعد تأخذ شكل أرصدة دولارية فقط، وإنما أيضا شكل أرصدة بالعملات الأوروبية القوية القابلة للتحويل، والتي فى مقدمتها المارك الألمانى، الجنيه الإسترلينى، الفرنك الفرنسى، الفرنك السويسرى ، والين اليابانى وغيرها من العملات (٢) .

ولقد عزز من الإتجاه السابق تفضيل العديد من البنوك التجارية الأوروبية إلى حيازة ودائع دولارية، وذلك لجنى الأرباح من وراء قوة الدولار الأمريكى التى إتصف بها فى عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى نهاية الستينيات. وتتميز هذه الودائع الدولارية بطبيعة الحال بحريتها وعدم خضوعها لرقابة السلطات النقدية الأمريكية كما هو مألوف ومتعارف عليه بالنسبة للودائع الدولارية الواقعة فى حوزة البنوك التجارية العاملة داخل نطاق الإقتصاد

---

(١) - يرجع البعض نشأة أسواق العملات الأوروبية إلى عام ١٩٢٠ استنادا إلى وجود عمليات اقتراض فى شكل أرصدة دولارية مودعة فى بنوك برلين عاصمة ألمانيا، وفيينا عاصمة النمسا، ثم تحويلها بعد ذلك إلى عملات محلية. راجع فى هذا الشأن :

- A.F. Less, M.Eng, *International Financial Markets : Development of the Present System and Future Prospects*, Preager Publishers, New York - London, 1965, p. 435.

(١) قارن أيضا :

- عمر عبد الحميد سلمان، الآثار الاقتصادية لأسواق العملات الأوروبية ، مرجع سبق ذكره، ص ص ١ - ٤ .

الأمريكي. يضاف إلى ذلك أن القيود المتشددة التي فرضتها بنوك الإحتياطي الفيدرالى الأمريكية على تدفقات ره وس الأموال الأمريكية إلى خارج نطاق الإقتصاد الأمريكى فى ظل إدارة الرئيس كيندى فى النصف الأول من حقبة الستينيات ساهمت فى نمو سوق الدولار - الأوربى. فزيادة معدلات الضرائب على الشركات الأمريكية التى تقترض من السوق الأمريكى لتعيد إستثماراتها فى الإقتصاديات الأوربية والأسويية دفع هذه الشركات إلى تخفيض طلبها على الإئتمان المحلى من السوق الأمريكى ، وزيادة الطلب على الإئتمان من سوق الدولار - الأوربى بدلا منه رغبة فى تفادى تطبيق هذه الضرائب على القروض التى تحصل عليها لتمويل نشاطها الخارجى. بل إن الأمر لم يقتصر على عقاب الشركات المقترضة لتمويل أنشطتها بالخارج، بل إمتد أيضا إلى إتخاذ إجراءات لتقييد الإئتمان المحلى داخل الولايات المتحدة الأمريكية . ومن أبرز الأمثلة على ذلك برنامج تقييد الإئتمان الإختيارى لعام ١٩٦٥ "The Voluntary Credit Restrain Programme" ، "برنامج تقييد الإئتمان الإيجابى لعام ١٩٦٨ gramme The Mandatory Credit Restrain Programme . وعلى أثر هذه البرامج ضاقت فرص الإقتراض من داخل السوق الأمريكى، وإلتجاه نحو طلب الإئتمان من سوق الدولار - الأوربى.

ثم جاء عقد السبعينيات ليؤكد على قدرة أسواق العملات الأوربية على الصمود فى مواجهة الأزمات الإقتصادية العالمية بدءا بإنهيار نظام النقد العالمى فى ١٥ أغسطس عام ١٩٧١، وأزمة إنتقال الثروة Wealth Transformation المصاحبة للصدمات النفطية فى أعوام ١٩٧٣، ١٩٧٤، ١٩٧٩، والتى بموجبها حدث إنتقال للأموال من الدول الصناعية المتقدمة والمستوردة للنفط إلى الدول الأعضاء فى منظمة الأوبك. ولقد صاحب هذه الأزمة الأخيرة ظاهرة الفوائض البترولية التى تراكمت لدى دول منظمة الأوبك ذات الطاقات الإستيعابية المحدودة فى صورة دولارات أمريكية. ولقد سميت

الظاهرة بإصطلاح "الدولار - البترولى" Petro - Dollar (١). وأمام عجز إقتصاديات دول الأوبك عن إمتصاص هذه الفوائض فى الداخل، إتجهت هذه الدول إلى إعادة تدويرها مرة أخرى إلى الأجهزة المصرفية الأوربية Euro - Banking Systems ، وهى الظاهرة التى أطلق عليها إصطلاح "مشكلة التدوير" Recycling Problem بحثاً عن الأسواق المالية الأكثر جاذبية من حيث معدلات العائد المتوقعة، أو مستويات الأمان والضمان التى تشهدا أسواق العملات الأوربية. لهذا حظيت هذه الأسواق بنصيب كبير من هذه الفوائض البترو - دولارية، وهو ما ساهم فى نموها، ومكنها بالتالى من الوفاء بطلبات الإئتمان التى إنهالت عليها من جميع دول العالم بما فيها البنوك الأمريكية ذاتها. فلقد قامت هذه الأخيرة بفتح فروع لها فى أسواق العملات الأوربية، وقامت هذه الأخيرة بالإقتراض لحساب البنوك الأم داخل السوق الأمريكى.

ونخلص من التحليل المتقدم إلى أن أسواق العملات الأوربية أكدت وجودها كظاهرة نقدية قادرة على التطور والصمود فى مواجهة الأزمات الإقتصادية العالمية. لهذا يمكن إستنباط أن هذه الأسواق جاءت لتبقى، وليست كظاهرة نقدية مؤقتة ولدت فى ظل إعتبارات سياسية وأيدولوجية فى نهاية الخمسينيات . بل إن هذه الأسواق أصبحت تشكل جزءاً هاماً وأساسياً من النظام النقدى العالمى لعالم ما بعد بريتون وودز. ولقد دعمت التطورات والأحداث الإقتصادية التى شهدتها الثمانينيات هذه النتيجة. فإستمرار تدفق الفوائض البترو دولارية من دول منظمة الأوبك ، وإتجاه الدول الآخذة فى النمو لزيادة طلبها على الإئتمان الأوربى لمعالجة مشاكل العجز فى موازين مدفوعاتها، ساهم فى نمو وتطور المراكز الخارجية Offshore Centers لأسواق العملات الأوربية وقيامها بقبول الودائع وتقديم القروض من العملات الأجنبية بنفس الشروط والقواعد المعمول بها فى أسواق العملات الأوربية،

---

(١) قارن فى هذا الشأن :

- R. Jonas, H.Minte, Petro - Dollar : Chance für die Kooperative Weltwirtschaft, Verlag Neue Gesellschaft, Bonn - Bad Godesberg, 1975, pp. 72 - 76.

وعلى وجه خاص تلك الشروط السائدة فى سوق لندن والمعروفة بإسم السعر داخل البنوك لـيبور " LIBOR. ويصبح الفارق الوحيد بين المراكز الخارجية وأسواق العملات الأوروبية هو الموقع فقط حيث تقع الثانية داخل نطاق القارة الأوروبية. ومن الأمثلة البارزة على المراكز الخارجية لأسواق العملات الأوروبية تلك الواقعة فى دول النمور الأربعة (سنغافورة، هونج كونج، تايوان، كوريا الجنوبية) والبحرين .

### ٢.٣.٦ . طبيعة أسواق العملات الأوروبية :

يمكن النظر إلى أسواق العملات – الأوروبية Euro - Currencies Markets على أنها سوق مستقلة للإقراض الدولى الخاص، معتمدا على قواعد تنظيمية تختلف عن تلك التى تحكم أسواق الإقراض القومية والدولية الأخرى فى العالم. فالأصل فى هذه الأسواق قيامها بقبول الودائع وتقديم القروض بالعملات الأجنبية. وفى هذا الخصوص، فإنه يمكن القول بأن هذه الأسواق تنفرد بالخصائص التالية (١):

■ قيام أسواق العملات الأوروبية بقبول الودائع وإستثمار الأموال لأجال قصيرة جدا، قد تصل فى بعض الأحيان لمدة ليلة واحدة. ويطلق على هذه العملية "الإقتراض لليلة واحدة " Overnight Credit .

■ إختفاء صور وأشكال الرقابة التى تمارسها السلطات النقدية فى الظروف المعتادة على الأسواق المالية الوطنية، وذلك من على أسواق العملات الأوروبية. فالبنوك المركزية الوطنية لا تستطيع إخضاع هذه الأسواق للقواعد والأدوات النقدية التى تستخدمها فى توجيه السياسات النقدية المحلية نتيجة لعدم إلتزام البنوك الأوروبية العاملة فى هذه الأسواق بوجود حد أدنى من

(١) راجع فى هذا الخصوص :

- عمر عبد الحميد سلمان، الآثار الاقتصادية لأسواق العملات الأوروبية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٩ - ٣٠.

الإحتياطيات النقدية، وهو الحد الذى يجب أن تحتفظ به البنوك كضمان للودائع التى فى حوزتها. وتميزها هذه الخاصية عن النظم المصرفية الوطنية التى تلزم بنوكها التجارية بموجب القانون بالإحتفاظ بحد أدنى من الإحتياطيات فى صورة نسبة قانونية من الودائع الواقعة فى حوزتها . وتشير هذه الحقيقة إلى الإمكانات الضخمة التى تتمتع بها البنوك الأوربية فى توظيف كامل مافى حوزتها من أموال دون أن تضطر إلى إقتطاع جزء منها للوفاء بمتطلبات الحد الأدنى من الإحتياطيات القانونية.

■ تمتع المودعين بالحرية الكاملة فى تحويل أو سحب كل أو جزء أموالهم المودعة لدى البنوك الأوربية ، وتحريكها فى الإتجاه المرغوب دون وجود أى صورة من القيود التى تنقص من هذه الحرية. ومما لاشك فيه أن هذه المرونة الكاملة تكسب المودعين الثقة الكاملة فى قدرة البنوك الأوربية على توفير المزايا المصرفية التى تعجز عن توفيرها النظم المرفية المصرفية .

■ توافر عناصر الأمان والضمان للودائع الواقعة فى حوزة البنوك الأوربية، وعدم خضوعها لحركات التأميم أو المصادرة أو تجميد الأرصدة على النحو الذى يمكن أن تشهده النظم المصرفية الوطنية. ومن الأمثلة الواضحة على قيام بعض النظم المصرفية الوطنية بإجراءات تجميد ودائع الدول الأخرى فى حالات الأزمات هو قرار الرئيس الأمريكى كارتر بتجميد الأرصدة الإيرانية فى السوق الأمريكية على أثر أزمة الرهائن فى عام ١٩٨٠، وقيام المملكة المتحدة بتجميد أرصدة الأرجنتين لديها خلال حرب الفولكلاند، وقرار الرئيس الأمريكى رونالد ريجان بتجميد الأرصدة الليبية فى البنوك الأمريكية على أثر توتر العلاقات السياسية الأمريكية - الليبية فى عام ١٩٨٦، وقرار الرئيس الأمريكى جورج بوش بتجميد الأرصدة العراقية فى البنوك الأمريكية على أثر إجتياح القوات العراقية للكويت فى ٢ أغسطس عام ١٩٩٠.

ومن الجدير بالذكر بالإشارة فى هذا المقام إلى أن كلمة "يورو" Euro تشير إلى الصفة الأوربية للأسواق التى تتم فيها التعاملات بالدولار، أو بالعملة الأوربية القابلة للتحويل إلى دولار، وبالتالي إلى بعضها البعض الآخر مثل المارك الألمانى، الجنيه الإسترلينى، الفرنك السويسرى ، الفرنك

الفرنسي وغيرها من العملات الأوربية الأعضاء فى النظام النقدى الأوربى . غير أن هناك عدد من الكتاب - وفى طليعتهم ماخلوب F.Machlup - يرون عدم مصداقية هذه الكلمة فى التعبير عن المعنى المطلوب ، ومن ثم يفضلون عليها إستخدام المصطلح اليونانى "Xeno" ، وهو المصطلح الذى يشير إليه كلمة "أجنبية" (١). ويقصدون من وراء إستعمال هذا المصطلح اليونانى التفرقة بين المعانى الإقتصادية من ناحية، وبين المعاملات المالية والنقدية الدولية والوطنية من ناحية أخرى. إلا أنه على الرغم من هذه الملاحظة التى سجلها هذا الفريق من الكتاب، نجد أن جميع الدراسات والأبحاث التى أجريت فى نطاق أسواق العملات الأوربية قد ظلت محتفظة بإصطلاح "يورو" Euro للدلالة على الصفة الأوربية لهذه النوعية من الأسواق المالية الدولية.

وفى مجال التفرقة بين مصادر عرض الأموال والطلب عليها فى أسواق العملات الأوربية، فإننا يمكن أن نسوق التحليل التالى :

طرح ماخلوب F.Machlup تصنيفا معينا لمصادر عرض الدولار الأوربى على أساس العناصر التالية (٢) : المقيمون الأمريكيون بالمؤسسات غير المصرفية خارج الإقتصاد الأمريكى بالبنوك التجارية ، البنوك المركزية . وبنفس الطريقة يمكن تحديد مصادر العملات الأوربية الأخرى مثل المارك الأوربى Euro - Mark ، الين الأوربى Euro - Yen والفرنك الفرنسى الأوربى Euro - French Franc وغيرها من العملات الواقعة فى نطاق المعاملات المالية الدولية لأسواق العملات الأوربية. وتتولى الأطراف الأربعة المذكورة أنفا توفير ودائع العملات الأوربية عن طريق التخلّى عن كل أو بعض ثرواتهم المتخذة شكل أرصدة دولارية أو غيرها من أرصدة العملات الأخرى،

(١) راجع فى هذا الصدد :

- F.Machlup "Euro - Dollar, Once Again", in : Banca National del Lavoro Quarterly Review , June 1972, pp. 119 - 137.

(٢) - انظر فى هذا الخصوص :

- F.Machlup, "Euro - Dollar Creation : A Mystery Story." in: Banca National del Lavoro Quarterly Review, September 1970, pp. 220 - 225.

و تحويلها إلى عملات أوروبية. وتتم عملية التحويل الأخيرة من خلال إيداع ثروتهم الدولارية وما فى حكمها لدى البنوك الأوروبية أو مراكزها الخارجية Offshore Centers. وفى هذا الصدد فلقد لعبت البنوك المركزية الأوروبية دورا هاما فى توفير الأموال لسوق العملات الأوروبية. ويمكن تفسير ذلك فى رغبة العديد من الدول والحكومات الأوروبية فى البحث عن فرص ربح ذات عوائد مرتفعة على مالىها من إحتياطيات نقدية ، تلعب الأرصدة الدولارية فيها دورا هاما فى تكوينها . كذلك قامت الشركات متعددة الجنسيات هى الأخرى بدور هام فى توفير عرض الودائع من خلال إحتفاظها بودائع أجلة لدى المؤسسات المصرفية والمالية العاملة لدى هذه الأسواق. يضاف إلى ذلك قيام الأفراد بدور هام فى السنوات الأخيرة فى عرض الودائع داخل أسواق العملات الأوروبية لكثرة وتنوع فرص الاستثمار داخل هذه الأسواق، على وجه خاص الإستثمار فى الأوراق التجارية - الأوروبية ، Euro - Commercial Papers ، شهادات الودائع التى تصدر فى سوق لندن .

أما إذا إنتقلنا إلى جانب الطلب على قروض العملة الأوروبية، فإننا يمكن أن نميز فى هذا الصدد بين الأشكال التالية (١) :

#### ■ تسهيلات الموردين Supplier's Credits .

■ إصدار السندات ، وهى إما أن تكون سندات أجنبية Foreign Bonds وتصدر بالتالى فى سوق دولة أجنبية واحدة، أو سندات أوروبية Euro - Bonds حيث تصدر وتسوق فى أكثر من سوق أجنبى فى وقت واحد . ويطلق على هذين النوعين من السندات إسم "السندات الدولية" Interational Bonds، وهى السندات التى تشكل المصدر طويل الأجل للتمويل.

(١) - راجع فى هذا الخصوص :

- عمر عبد الحميد سلمان، الآثار الاقتصادية لأسواق العملات الأوروبية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٨ - ٢٩ .

■ الإئتمان المصرفى Bank Credits ، وهو قد يأخذ شكل الإئتمان بالعملة المحلية ، أو الإئتمان بالعملة الأجنبية. ويطلق على هذا النوع من الإئتمان إصطلاح "الإئتمان الأوربى" Euro - Credits وما يرتبط به من معاملات مصرفية.

#### ٤.٦ . أزمة الأسواق المالية الدولية فى أكتوبر عام ١٩٨٧ :

يعتبر يوم الاثنين الموافق التاسع عشر من أكتوبر عام ١٩٨٧ يوما مشهودا فى التاريخ المعاصر للإقتصاد العالمى، وحدثا إقتصاديا هاما فى سجل العلاقات الإقتصادية الدولية للقرن العشرين. فلقد أعاد هذا اليوم مرة أخرى إلى الأذهان الأحداث والملابسات التى صاحبت الكساد العالمى العظيم خلال الفترة ١٩٢٩ - ١٩٣٣. فلقد عرفت هذه الأزمة الأخيرة أيضا إنهيارا حادا فى الأسواق المالية العالمية، ومن بينها بورصة نيويورك للأوراق المالية حيث عرفت إنخفاضا فى أسعار الأسهم فى يوم الثلاثاء الموافق ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩. لهذا يطلق المحللون والمتعاملون فى بورصات الأوراق المالية على يوم الثلاثاء الموافق ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩ يوم الثلاثاء الأسود "Black Tuesday" ، وعلى يوم الإثنين الموافق ١٩ أكتوبر عام ١٩٨٧ يوم "الاثنين الأسود" Black Monday إشارة إلى الأحداث الإقتصادية المريرة التى أدت إلى تحويلات ضخمة فى توزيع الثروات، وإعادة تخصيصها بين حملة الأسهم فى الأسواق المالية الدولية.

ونحاول فيما يلى إلقاء الضوء على الجوانب المختلفة لإنهيار أسواق المال الدولية فى ١٩ أكتوبر عام ١٩٨٧.

#### ١.٤.٦ . إتفاق اللوفر فى فبراير ١٩٨٧ :

يكشف التحليل الإقتصادى الذى عرضناه ، فى مواقع متفرقة من هذا الكتاب ، عن الملامح الأساسية للإقتصاد العالمى خلال حقبتى السبعينيات والثمانينيات والتمثلة فى وجود مجموعة من الإختلالات الهيكلية التى إعترت

الإقتصاديات القومية للبلدان الصناعية الرئيسية، ومهدت فى الوقت نفسه الطريق إلى القلاقل ومظاهر التدهور التى عرفتها الأسواق المالية الدولية فى أكتوبر ١٩٨٧. وفى واقع الأمر فلقد إتفقت حكومات الدول الصناعية الرئيسية (مجموعة دول السبعة الكبار) فيما بينهما فى إجتماع قمة اللوفر فى فبراير ١٩٨٧ على ضرورة التنسيق بين سياساتها الإقتصادية القومية للتغلب على هذه الصور المتعددة للإختلالات الهيكلية عن طريق المحاور التالية :

● ضرورة إلتزام دول الفائض الخارجى - وهى اليابان وألمانيا الإتحادية - بإتباع سياسات إقتصادية توسعية لزيادة الإستثمار والإستهلاك المحليين بما يخفض من معدلات مدخراتهما الوطنية.

● ضرورة إلتزام دول العجز الخارجى - وهى الولايات المتحدة، المملكة المتحدة ، فرنسا ، إيطاليا - بإتباع سياسات إقتصادية إنمكاشية تهدف إلى خفض العجزات المالية فى موازاناتها العامة لضغط الإستهلاك وزيادة الإدخار.

● التعاون بصورة وثيقة لدعم إستقرار أسعار الصرف حول المستويات الحالية إستنادا إلى أن إجراء تخفيض آخر فى قيمة الدولار يؤدي إلى نتائج عكسية .

وأعربت كل من اليابان وألمانيا الإتحادية فى قمة اللوفر عن قلقها البالغ من أن أى إنخفاض جديد فى قيمة الدولار من شأنه أن يؤدي إلى التضحية بالقدرة التنافسية لصادراتها فى الأسواق الدولية. وفى الوقت نفسه أظهرت الولايات المتحدة الأمريكية مخاوفها من أن أى إنخفاض جديد للدولار من شأنه أن يلقى أعباء تضخمية وموجات إنمكاشية جديدة داخل الإقتصاد الأمريكى.

ولقد أعادت دول مجموعة السبعة فى أكثر من مناسبة تأكيداتنا حول الوفاء بهذه الإلتزامات الثلاثة التى تم الإلتفاق عليها فى قمة اللوفر فى فبراير ١٩٨٧. فجاءت كل من قمة البندقية فى يونيو ١٩٨٧، وفى بيان السبعة الكبار فى ٢٢ ديسمبر ١٩٨٧، لتعيد تأكيد الأهمية الكبرى لتنفيذ هذه الإلتزامات الثلاثة من أجل تحقيق الإستقرار الإقتصادى العالمى (١).

غير أن الأحداث الإقتصادية التى أعقبت قمة اللوفر فى فبراير ١٩٨٧ قد أظهرت أن هناك فجوة كبرى بين الإلتفاق على الأهداف والإلتفاق على الطرق أو الوسائل اللازمة لتنفيذ هذه الأهداف. ذلك أنه من الملاحظ أن ما تم تنفيذه من إلتزامات كل من دول الفائض الخارجى ودول العجز الخارجى كانت محدودة للغاية. ويجد ذلك تفسيره الرئيسى فى صعوبة إرتباط السياسات الإقتصادية القومية بتحقيق أهداف دولية عوضا عن الأهداف المحلية. فتحقيق الإستقرار الإقتصادى العالمى على حساب الإستقرار الإقتصادى الداخلى أمر لن تقبله جميع الدول الصناعية المتقدمة. فلقد ساورت الحكومة الألمانية المخاوف من إضافة مزيد من الضغوط التضخمية إلى إقتصادها القومى من جراء إنتهاج سياسات التوسع المالى بهدف تنشيط الطلب الفعلى على الإستهلاك والإستثمار. فإجراء توسعات مالية فى الأجل القصير قد يضحى بهدفها المتعلق بتعزيز الميزانية فى الأجل المتوسط، وهو ما يجعل من الصعوبة بمكان إختيار الأدوات المالية المناسبة التى تحقق أهداف كل من الأجل القصير والأجل الطويل.

(١) - لمزيد من التفاصيل حول جوانب أزمة أسواق المال الدولية راجع ما يلى :

- البنك الدولى ، تقرير عن التنمية فى العام ١٩٨٨ .

- - International Monetary Fund, World Economic Outlook, Washington, D.C., 1988.

- Morgan Guaranty Trust Company, World Financial Markets, August - September - October, New York, 1988.

- Executive Intelligence Review, October 30, 1987.

- The Economist, 12 - 18 December 1987.

وبنفس الطريقة نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية لم تتمكن بعد إجتماع اللوفر وحتى الآن من إنتهاج سياسات مالية إنكماشية للحد من عجز الموازنة العامة وتهيئة السبيل للتخفيف من حدة عجز ميزان العمليات الجارية. ذلك أن هذا النمط للسياسات المالية يتطلب الحد من الإنفاق العام، وزيادة معدلات الضرائب، وهى أدوات مالية يصعب على الإقتصاد الأمريكى تنفيذها بشكل ملموس فى الأجل القصير، وأن الأمر يتطلب فترة زمنية معقولة تدخل فى نطاق كل من الأجل المتوسط والأجل الطويل.

من هنا يمكن القول أن إلتقاء الدول الصناعية الرئيسية على هدف مشترك تمثل فى تحقيق الإستقرار الإقتصادى العالمى - هو أمر لا يكفى فى حد ذاته لتحقيق هذا الهدف، لأن المشكلة الأهم هى فى الإلتقاء على أنسب الطرق والأدوات اللازمة لتحقيق هذا الهدف، وهو أمر لم يتحقق خلال الفترة من فبراير ١٩٨٧ - حتى نهاية أغسطس ١٩٨٧. ولقد كان ذلك أمرا دافعا إلى فقدان الثقة فى الأسواق المالية الدولية نتيجة للنزعة التشاؤمية المصاحبة للتوقعات المرتبطة بطبيعة التحليل الإقتصادى لهذه الأسواق. وتفسير ذلك هو أن إتفاق مجموعة دول السبعة الكبار فى إجتماع قمة اللوفر فى فبراير ١٩٨٧ على أهمية تحقيق الإستقرار فى أسعار الصرف قبل إتخاذ الإجراءات المالية المناسبة قد أثار العديد من التوقعات والمخاوف حول طبيعة السياسات الإقتصادية المستقلة. فلقد أصبح واضحا ما تنوى الحكومة الأمريكية عمله فيما يتعلق بأدوات السياسات النقدية والإئتمانية، والذي يتلخص فى الإتجاه نحو التشدد فى منح الإئتمان، وهو ما يتعارض مع سياسة التوسع النقدى التى إتبعتها الحكومة الأمريكية خلال الفترة ١٩٨٥ - ١٩٨٧. وإنعكس ذلك بوضوح فى إرتفاع حاد فى أسعار الفائدة خلال الفترة المحصورة بين فبراير ١٩٨٧، أكتوبر ١٩٨٧. وكان من نتيجة ذلك أن فجوة الحصيلة بين حوافظ الأسهم وحوافظ السندات زادت عن ٢ ٪، وهى فجوة أعلى بكثير من الفجوات السابقة التى عرفتها بورصة نيويورك للأسواق

المالية. وأدى هذا الوضع الجديد إلى شيوع الإعتقاد بأن حركات المضاربة هي التي وقفت وراء الإرتفاع الحاد فى أسعار الأسهم وليس لعوامل إقتصادية أخرى. ونظرا لإنتشار وشيوع هذا الإعتقاد بين حملة الأسهم، فإن وجود هذه الفجوة فى الحصيلة أحدثت تحولا كاسحا فى الحوافظ المالية الدولية بحيث إتجهت نحو التحول من حوافظ أسهم إلى حوافظ سندات ذات حصيلة أعلى . وتعتبر هذه الفجوة فى الحصيلة أحد العوامل الرئيسية التى أدت إلى إنهيار بورصة نيويورك للأوراق المالية فى ١٩ أكتوبر عام ١٩٨٧. ومع رسوخ ظاهرة التكامل والإندماج بين الأسواق المالية الدولية، كان من السهل على هذا الإنهيار فى بورصة نيويورك أن ينتقل إلى البورصات المالية الأخرى فى جميع أنحاء العالم.

## ٢٠٤٠٦ - الأسباب التى عجلت بإنهيار الأسواق المالية الدولية فى ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ :

لقد تكاثفت مجموعة من العوامل أدت إلى إنهيار الأسواق المالية الدولية بصورة فجائية يوم الإثنين الأسود ١٩ أكتوبر عام ١٩٨٧ يمكن تلخيصها على الوجه التالى :

● قرار بنك الإحتياطى الفيدرالى الأمريكى برفع سعر الخصم بقيمة نصف فى المائة إعتبارا من شهر سبتمبر عام ١٩٨٧ ليعتبر بذلك أهم رفع لسعر الخصم منذ شهر أبريل ١٩٨٤ . وأعقب هذا القرار قيام البنوك التجارية الأمريكية بدورها برفع سعر الفائدة بنفس القيمة، بل إن بعض البنوك التجارية الأمريكية أعلن عن رفع ثان لسعر الفائدة خلال الأيام القليلة التى سبقت إنهيار الأسواق المالية فى ١٩ أكتوبر ١٩٨٧. ويعنى ذلك تحولا من حوافظ الأسهم إلى حوافظ السندات نظرا لأنها تحقق من وجهة نظر المستثمر عائدا ثابتا ومرتفعا بالمقارنة بالإستثمار فى حوافظ الأسهم.

وقد ساعد على هذا الإتجاه إعلان الصحف الأمريكية بتاريخ ١٥/١٠/١٩٨٧ بأنه يتوقع بين لحظة وأخرى أن يعلن بنك الإحتياطى الفيدرالى الأمريكى عن رفع آخر لسعر الخصم بمقدار نصف فى المائة على الأقل . وكان لهذا الإعلان أثره الكبير فى دفع حملة الأسهم على عرض مالىهم من أسهم للبيع توقعاً لإنخفاض قيمتها فى القريب العاجل، والتحول نحو حوافظ السندات، لأنها أكثر ضماناً وعائداً من حوافظ الأسهم. وقد خلق هذا المناخ نوعاً من القلق والإضطراب فى بورصة نيويورك فى الأسبوع السابق مباشرة لتدهور الأسواق المالية فى ١٩ أكتوبر ١٩٨٧.

● تباين وجهات النظر بين الإدارة الأمريكية وحكومة ألمانيا. فالحكومة الألمانية أعلنت فى الأسبوع السابق مباشرة لإنهيار الأسواق المالية عن عزمها على رفع سعر الخصم وإتخاذ قرار ضريبي يحسن العائد على السندات، رغبة منها فى تشجيع الإستثمارات المالية داخل الإقتصاد الألمانى والحد من تدفق رؤوس الأموال الألمانية إلى الخارج . غير أن هذه الإتجاهات الجديدة للسياسة النقدية الألمانية قد أثارت غضب الإدارة الأمريكية حيث أعلن وزير الخزانة الأمريكى جيمس بيكر عن عدم قدرة الولايات المتحدة الأمريكية على السكوت مكتوفة الأيدى وهى ترى دول الفائض الخارجى ترفع من معدلات الفائدة بما يضر بالنمو الإقتصادى العالمى. فالإدارة الأمريكية ترى أن التحليل الإقتصادى السليم يتطلب إيجاد فارق جوهري بين أسعار الفائدة السائدة فى دول الفائض الخارجى ودول العجز الخارجى، بحيث تنخفض هذه الأسعار فى مجموعة دول الفائض، وترفع الأسعار فى مجموعة دول العجز. ومعنى إلتجاء دول الفائض إلى رفع سعر الخصم أن ذلك سوف يدفع الإدارة الأمريكية إلى رفع سعر الخصم هى الأخرى للمحافظة على التوازن القائم بين سعر صرف الدولار والمارك الألمانى.

● عدم إلتزام الإدارة الأمريكية برفع معدلات الضرائب للحد من عجز الموازنة الأمريكية . وقد تجلّى ذلك بوضوح فى معارضة الرئيس الأمريكى

لإتجاهات الكونجرس الرامية إلى رفع معدلات الضرائب كأحد الطول الضرورية لمكافحة مشكلة العجز المالى الأمريكى. ومعنى ذلك أن المؤشرات إلى إستمرار تفاقم عجز الموازنة الأمريكية ، وتفاقم عجز ميزان العمليات الجارية الأمريكية. ثم جاء إعلان أرقام عجز الميزان التجارى عن شهر أغسطس ١٩٨٧ مخيباً للآمال، حيث إتضح من هذه الأرقام عدم إنخفاض العجز التجارى كما كان متوقعا مما أعطى شعورا بعدم قدرة الحكومة الأمريكية على خفض كل من عجز الميزان التجارى وعجز الموازنة العامة على الرغم من الوعود المتكررة بذلك. ويعنى هذا من وجهة نظر المستثمر فى قطاع الأسهم أنه من المنتظر رفع سعر الخصم، ومن ثم رفع أسعار الفائدة . فإذا إستمر هذا الإتجاه على ما هو عليه، فإن النتيجة المنتظرة هى إستمرار موجات الإنكماش الإقتصادى وما يتبعه ذلك من ضآلة هوامش الربح، الأمر الذى يتطلب ضرورة التحول من حوافظ الأسهم إلى حوافظ السندات.

● يضاف إلى مجموعة العوامل السابقة مجموعة أخرى يمكن أن نطلق عليها مجموعة العوامل النفسية ، والتي ترتبط بالتوقعات فى الأسواق المالية وما تثيره من موجات التفاؤل أو موجات التشاؤم .

ونعرض فيما يلى لبعض من هذه العوامل :

●● ظهور الخلافات الحادة بين وزير الخزانة الأمريكى ورئيس بنك الاحتياطى الفيدرالى بشأن سياسة رفع سعر الخصم. ولقد تناولت أجهزة الدعاية الأمريكية هذه الخلافات بشكل تفصيلى مع إضافة العديد من عناصر الإثارة لوجهات نظر كل منها. وكانت المحصلة النهائية هى إثارة القلق والمخاوف بين أفراد الشعب الأمريكى حول مستقبل السياسات النقدية والإئتمانية للبلاد.

●● إنتشار موجات من القلق والخوف نتيجة لقيام الولايات المتحدة الأمريكية بضرب محطات البترول الإيرانى، وبالتالي الخوف من إتساع مجال المواجهة والمدى الذى يمكن أن تصل إليه تطورات الحرب فى منطقة

الخليج .

●● الدور الذى لعبه الوسطاء والسماسرة فى الأسواق المالية. فمن المعروف أن هذه الفئة تعيش وتحقق دخولا مرتفعة من جراء إتمام الصفقات. من هنا فلقد كان لها دور كبير فى إثارة المخاوف والذعر بين حملة الأسهم من خلال الإشاعات بقرب وقوع أزمة مالية طاحنة، وهو ما دفع بحملة الأسهم إلى عرض مالىهم من أسهم للبيع والبحث عن الإستثمارات التى تعطى عائدا ثابتا ومعقولا. ولقد كان لطبقة الوسطاء والسماسرة دور كبير فى التعجيل بإنهاء بورصة نيويورك للأوراق المالية.

## ٣.٤.٦ - تطورات الموقف فى بورصة نيويورك خلال فترة الإنهيار :

ترتب على مجموعة العوامل السابق الإشارة إليها إلى إندفاع محموم لبيع الأسهم فى بورصة نيويورك بلغ ذروته يوم الإثنين الموافق ١٩/١٠/١٩٨٧. فإذا بعدد البائعين للأسهم يزداد كثيرا عن عدد المشترين فى البورصة، ليس فقط فى الأوراق المالية الحكومية، ولكن أيضا فى تلك الأوراق المالية الأكثر سيولة كأسهم شركة جنرال موتورز Gm وشركة IBM .

وفى واقع الأمر فإن بورصة نيويورك قد شهدت هذه التقلبات فى الأوراق المالية مع بداية شهر أكتوبر ١٩٨٧، بحيث غلب عليها الإتجاه الهبوطى لأسعار الأسهم حسب مؤشرات داو - جونز Dow - Jones والذى تتخذ كمعيار لحركة أسهم ٣٠ مجموعة شركات صناعية أمريكية لدى بورصة نيويورك. ويدلنا الجدول رقم (١) على إتجاه حركة الأسهم خلال الفترة ١٢ / ١٠ / ١٩٨٧ - ١٢ / ١١ / ١٩٨٧ :

جدول رقم (١)

إتجاه حركة الأسهم فى بورصة نيويورك طبقا لمؤشرات داو - جونز

خلال الفترة ١٢ / ١٠ / ١٩٨٧ - ١٢ / ١١ / ١٩٨٧

"المؤشرات المحصلة "نقطة"

التاريخ	المؤشرات	المحصلة
١٩٨٧ / ١٠ / ١٢	٢٤٧١ر٤	١.٠٨-
١٩٨٧ / ١٠ / ١٣	٢٥.٨ر٢	٣٦٧+
١٩٨٧ / ١٠ / ١٤	٢٤١٢ر٧	٩٥.٥-
١٩٨٧ / ١٠ / ١٥	٢٣٥٥ر١	٥٧٦-
١٩٨٧ / ١٠ / ١٦	٢٢٤٦ر٧	١.٠٨٤-
عطلة نهاية الأسبوع		
١٩٨٧ / ١٠ / ١٩	١٧٣٨ر٤	٥.٨٣-
١٩٨٧ / ١٠ / ٢٠	١٨٤١ر١	١.٢٣+
١٩٨٧ / ١٠ / ٢١	٢.٢٧ر٩	١٨٦ر٨+
١٩٨٧ / ١٠ / ٢٢	١٩٥.٠ر٤	٧٧ر٤-
١٩٨٧ / ١٠ / ٢٣	١٩٥.٠ر٧	٠.٣+

التاريخ	المؤشرات	المحصلة
١٩٨٧١٠ / ٢٦	عطلة نهاية الأسبوع ١٧٩٣ر٩	٦.٨-
١٩٨٧١٠ / ٢٧	١٨٤٦ر٥	٥٢.٦+
١٩٨٧١٠ / ٢٨	١٨٤٦ر٨	٠.٣+
١٩٨٧١٠ / ٢٩	١٩٣٨ر٣	٩١.٥+
١٩٨٧١٠ / ٣٠	٤١٩٩٣ر٥	٥٥.٢+
١٩٨٧ / ١١ / ٢	عطلة نهاية الأسبوع ٢٠١٤ر١	٢٠.٦-
١٩٨٧ / ١١ / ٣	١٩٦٣ر٥	٥٠.٦-
١٩٨٧ / ١١ / ٤	١٩٤٥ر٣	١٨ر٥-
١٩٨٧ / ١١ / ٥	١٩٨٥ر٤	٤.١+
١٩٨٧ / ١١ / ٦	١٩٥٩ر١	٢٦ر٣-
١٩٨٧ / ١١ / ٩	عطلة نهاية الأسبوع ١٩٠٠.٢	٥٨ر٩-
١٩٨٧ / ١١ / ١٠	١٩٧٨.١	٢٢ر١-
١٩٨٧ / ١١ / ١١	١٨٩٩.٢	٢١ر١+
١٩٨٧ / ١١ / ١٢	١٩٦٠.٢	٦١ر٠+

وتدلنا بيانات الجدول رقم (١) على أن محصلة حركة الأسهم التي تم تداولها في بورصة نيويورك بالنقطة طبقاً لمؤشرات داو - جونز - Dow

Jones قد هبطت من ٢٥٩٦ نقطة في أول أكتوبر ١٩٨٧ إلى ٢٢٤٦.٧ نقطة في ١٦/١٠/١٩٨٧، ثم إلى ١٧٣٨.٤ نقطة في يوم ١٩ / ١٠ / ١٩٨٧، أي أن الأسهم قد خسرت ٥٠.٨ نقطة فقط في يوم واحد ١٩ / ١٠ / ١٩٨٧، وهي خسارة تعادل ٢٢.٦٪ من قيمتها المعلنة وفقاً لهذه المؤشرات . هذه النسبة تعادل تقريباً ضعف خسائر يوم الثلاثاء الأسود عام ١٩٢٩ . وقد نتجت هذه الخسائر عن تداول ٦.٤ مليون سهم، وهو رقم يعادل ثلاثة أمثال المعدل اليومي المعتاد.

بل إن بعض التقديرات (غير المؤكدة) تشير إلى أن خسارة بورصة نيويورك قد بلغت فقط يوم ١٩ / ١٠ / ١٩٨٧ بما يعادل ٥٠٠ مليار دولار مما دعى البعض إلى تسميته بيوم الإثنين الأسود أو بيوم الانقلاب، أو بيوم المذبحة.

ثم إنتهى يوم الثلاثاء ٢٠/١٠/١٩٨٧ بعد تداول ما يقرب من ٦١ مليون سهم شهدت أسعارها تذبذبات على مدار اليوم بين الصعود والهبوط إلى أن أقفل نشاط البورصة بتحقيق زيادة في أسعار الأسهم بلغت ١٠.٢.٧ نقطة، وهي أعلى زيادة تتحقق في يوم واحد منذ نشأة البورصة. ثم أعقب ذلك تداول ٤٤٩ مليون سهم يوم الأربعاء ٢١/١٠/١٩٨٧ حققت أسعارها زيادة بلغت ١٨٦٧. وبدأ الهدوء النسبي يسود بعد أن تماسكت بورصة نيويورك، حيث تماسكت أسعار الأسهم وحقت في أعقاب ذلك إرتفاعات متوالية. وبدأت مؤشرات إنفراج الأزمة تلوح في الأفق، واجتمعت مجموعة العوامل التي ساعدت على تصعيد هذا الإتجاه التصاعدي في حركة أسعار الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي مقدمتها :

● تراجع البنوك التجارية الأمريكية عما سبق وأن أعلنته بشأن رفع أسعار الفائدة بمقدار ٥٠٪.

● إعلان بنك الإحتياطي الفيدرالي عن عدم وجود أية خطط لديه بشأن رفع سعر الخصم في القريب العاجل، بل أكد أنه بصدد دراسة إمكانية

تخفيض سعر الخصم مرة أخرى. وفي نفس الوقت حرص البنك على زيادة السيولة النقدية المتاحة مما أعطى الفرصة للكثيرين لشراء الأسهم، وبالتالي العمل على زيادة الطلب عليها.

● إندفاع مؤسسات مالية وإجتماعية أمريكية (مثل صناديق المعاشات وصناديق الضمان الإجتماعي) لشراء كميات كبيرة من الأسهم كنوع من الأسهم كنوع من أنواع الإستثمار بعد إنهيار أسعارها، الأمر الذي أدى إلى زيادة الطلب على الأسهم، ومن ثم إرتفاع أسعارها .

● هبوط قيمة الفوائد التي تغلها السندات التي تطرحها بعض المؤسسات المالية الأمريكية ووزارة الخزانة الأمريكية ، والتي تباع في مزادات يومية أو أسبوعية.

● الإعلان في فرانكفورت عن نجاح المفاوضات بين وزير الخزانة الأمريكي والحكومة الألمانية، مع توصلها إلى إتفاق بشأن تعاون الدولتين على تحقيق إستقرار أسعار الصرف بين الدولار الأمريكي والمارك الألماني في إطار إتفاق اللوفر في فبراير عام ١٩٨٧.

● الجهود التي بذلتها الإدارة الأمريكية لخلق جو من الإستقرار النفسى بين حملة الأسهم من خلال البيانات التالية :

■ إعلان الرئيس الأمريكى فى ٢٢/١٠/١٩٨٧ أنه لايرى سببا للذعر بين حملة الأسهم، لأن ماحدث يعتبر عملية تصحيحية نتيجة لظهور إختلالات عشوائية فى الأسواق المالية تكفلت قوى السوق بتصحيحها.

■ موافقة الرئيس الأمريكى على عقد إجتماع مشترك بين المختصين فى الإدارة الأمريكية وبنك الإحتياطى الفيدرالى والمختصين فى الكونجرس لرأب الصراع الذى نشأ بين وزير الخزانة ورئيس بنك الإحتياطى الفيدرالى من ناحية، والتوصل إلى حلول جذرية للعجز فى الميزانية الأمريكية من ناحية أخرى.

تأكيدات وزير الخزانة الأمريكي المتتالية بأن الحكومة الأمريكية ستقوم بإتخاذ كل ما من شأنه مساندة الإقتصاد الأمريكي لتخطى أحداث إنهيار البورصة، والبحث عن حلول عاجلة لمواجهة مشكلة تقادم عجز الموازنة الأمريكية.

### ٤.٤.٦ . تطورات الموقف فى البورصات العالمية الأخرى :

سبقت الإشارة إلى أن الفترة ١٩٧٠ - نهاية أغسطس ١٩٨٧ قد شهدت تطورات هائلة فى كفاءة الأسواق المالية الدولية، ونشوء ظاهرة التكامل بينهما بحيث إذا شهدت إحدى هذه الأسواق تطورات معينة سرعان ما إنتقلت آثارها إلى الأسواق المالية الأخرى. وكان للتطور الكبير فى إستخدام الحاسبات الآلية دور بارز فى ربط الأسواق المالية بعضها والبعض الآخر. من هنا كان طبيعيا أن تنتقل أحداث ومظاهر التدهور الذى عرفته بورصة نيويورك يوم الإثنين الموافق ١٩/١٠/١٩٨٧ إلى باقى البورصات العالمية الأخرى. لهذا نجد أن بورصة الأوراق المالية بلندن قد شهدت إنخفاضا حادا فى أسعار الأسهم بحيث وصلت مستوى لم تشهده منذ ١٢ عاما، إذ بلغ ٣٠٠ نقطة فى ذلك اليوم. أما فى اليابان فلقد بدأت بورصة طوكيو يوم ١٩/١٠/١٩٨٧ بإنتعاش مستفيدة من إنخفاض سعر صرف الدولار فى مواجهة الين اليابانى يوم الجمعة (أى قبل نهاية الأسبوع). إلا أنه بمجرد الإعلان عن ضرب محطات البترول فى إيران من قبل الأسطول الأمريكى حتى إنقلبت السوق، وإشتد الإتجاه الهبوطى لأسعار الأسهم عندما نقلت إليها أنباء الإنهيار فى أسعار الأسهم المتداولة فى بورصات لندن ونيويورك التى تفتح متأخرة عدة ساعات عن بورصة طوكيو. غير أن بورصة طوكيو قد إستفادت من قوة الإقتصاد اليابانى فلم يتجاوز الإنخفاض فى أسعار الأسهم أكثر من ٢.٤٪ تمثل ٦٢ نقطة فى الرقم القياسى المعروف بإسم نيكى Nike.

أما بورصة الأوراق المالية بفرانكفورت فقد شهدت بدورها إتجاهها هبوطيا فى أسعار الأسهم رغم تراجع البنك الفيدرالى الألمانى يوم ١٩/١٠/١٩٨٧ عن قراره الخاص برفع أسعار الفائدة، وتراجع الحكومة الألمانية عن قراراتها المؤدية إلى رفع معدلات العائد على السندات. فلقد إنخفضت أسعار الأسهم بمقدار ٧٪، كما أن الرقم القياسى للبنك التجارى الألمانى إنخفض بمقدار ١٣٢.٥ نقطة عن مستواه يوم الجمعة الموافق ١٦/١٠/١٩٨٧.

وفى بورصة الأوراق المالية بباريس بلغت نسبة إنخفاض أسعار الأسهم المتداولة بمقدار ٩.٧٪، وهى أسوأ ما أصاب هذه البورصة منذ إنتخاب الرئيس الإشتراكى فرانسوا ميتران فى فرنسا عام ١٩٨١ حيث بلغ الإنخفاض آنذاك فى أسعار الأسهم المتداولة بمقدار ١٤٪. أما بورصة الأوراق المالية بأستودام بهولندا . فلقد بلغت نسبة إنخفاض أسعار الأسهم المتداولة ١٣٪، وهى أعلى نسبة إنخفاض منذ عام ١٩٨٥. وفى بورصة الأوراق المالية بأسلو بالنرويج بلغ مقدار الإنخفاض فى أسعار الأسهم المتداولة ٢٣ نقطة، وهو أعلى إنخفاض تسجله تلك البورصة .

## ٥.٤.٦ - الآثار الإقتصادية للإنهيال الأسواق المالية فى أكتوبر ١٩٨٧ :

أجريت عدة تقديرات لحساب الخسائر التى لحقت ببورصة نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة ١٤ - ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ وجد أنها تجاوزت ٧٥.٠ مليار دولار، منها ٥٠.٠ مليار دولار منيت بها البورصة فى يوم واحد هو يوم ١٩/١٠/١٩٨٧. وكان من الممكن أن يؤدى هذا الإنهيال فى بورصة نيويورك إلى أزمة إقتصادية شاملة غير محددة الأبعاد لولا ظهور مجموعة من العوامل - سبقت الإشارة إليها - حافظت على التماسك النسبى لهذه البورصة، وحالت دون أن يمتد هذا الإنهيال إلى قطاعات الإقتصاد القومى الأخرى

داخل الإقتصاد الأمريكى .

وبصفة عامة يمكن القول إن إنهيار بورصة الأوراق المالية فى نيويورك ترتب عليها مجموعة من الآثار التى لم يكن من السهل التخلص من عواقبها فى الأجل القصير. وفيما يلى تلخيص لهذه الآثار :

● الخسائر الضخمة التى لحقت بالشركات والمؤسسات التى تستثمر جزء كبير من إحتياطياتها النقدية فى صورة أوراق مالية. فإنهىار بورصة الأوراق المالية يعنى بالنسبة لها فقدان جانب هام من إحتياطياتها، فضلا عن المخاوف التى تساورها مستقبلا فى الإحتفاظ بجانب كبير من هذه الإحتياطيات فى شكل أوراق مالية .

● ضياع مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية التى يتركز نشاطها فى المضاربة فى مجال بيع وشراء الأسهم.

● توقف أو عدم إستطاعة الكثيرين ممن تأثروا بإنهىار البورصة عن سداد إلتزاماتهم للجهاز المصرفى الذى يقوم بتمويل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، الأمر الذى وضع الجهاز المصرفى بأكمله على حافة أزمة إقتصادية عالمية شبيهة بتلك التى عرفها العالم عام ١٩٢٩. ولو إستمر هذا الإنهىار لعدة أيام أخرى لكان فى الإمكان أن تغلق البنوك الأمريكية أبوابها فى أى لحظة .

● تعرضت بعض البنوك والشركات لخسارات مالية كبيرة فى مقدمتها خسارة بنك Continental Illinois لمقدار تسعين مليون دولار، كما خسرت شركة MDISCO Eguities لنصف رأس مالها أو ما مقداره مائة مليون، كما بلغت خسارة شركة L.F.Rochschild & Co. أربعة وأربعين مليون دولار.

بل إن الأوساط المالية تشير إلى لجوء شركة شيرسون ليمان إلى جمع حوالى ٢.٤ مليار دولار خلال يوم ٢٠. ١٠/١٩٨٧ لتغطية مركزها المالى. كذلك

حققت بعض الشركات الكبرى خسارة بلغت في حالة شركة AT&T تسعة مليارات دولارات. كما حقق الملياردير جون والتون صاحب محلات Walmart خسارة قدرها نصف مليار دولار .

● بدأت العديد من البنوك التي لم تعلن عن حجم خسائرها في الإستغناء عن أعداد كبيرة من العاملين بها، فضلا عن إختصار أنشطتها خارج الولايات المتحدة الأمريكية بل وداخل بعض الولايات الأمريكية نفسها. ومن أمثلة هذه البنوك : بنوك تشيس مانهاتن، كميكال بنك - مورجان جرانتى بنك بل إن بعض الشركات الضخمة في الولايات المتحدة قد بدأت أيضا في الإستغناء عن عديد من العاملين بها حيث إستغنت شركة جنرال موتورز عن ٣٧٠٠ عامل، وشركة كرايزلر عن ٣٥٠٠ عامل.

● منيت بعض الدول المنتجة والمصدرة للبترول بخسارات كبيرة بسبب إنهيار البورصة في أكتوبر ١٩٨٧. فلقد أعلن "صندوق الإدخار الكويتى للأجيال القادمة" أنه قد حقق خسارة قدرها خمسة مليارات من الدولارات من إجمالى رأسمال الصندوق الذى يقدر بحوالى خمسين مليارا من الدولارات يتم إستثمار حوالى ٤٠٪ منها فى الأسواق المالية. كذلك فلقد أعلن محافظ البنك المركزى الإيرانى فى نوفمبر ١٩٨٧ أثناء تواجده فى قبرص أن خسائر إيران بسبب إنهيار الأسواق المالية العالمية تقدر بحوالى ١٣.٢ مليار دولار. وإقترح نتيجة لذلك وقف تسعير البترول بالدولار الأمريكى بسبب الإنخفاضات المتتالية فى قيمة الدولار الحقيقية مشيرا بذلك إلى إنخفاض حصيلة العملات الحرة الإيرانية فى عام ١٩٨٦ إلى نصف ما كانت عليه عام ١٩٨١.

خلاصة ما تقدم أن إنهيار أسواق المال الدولية فى بورصة نيويورك فى أكتوبر ١٩٨٧ قد حقق العديد من الخسائر المالية على المستويين المحلى والدولى نظرا لإرتباط الأسواق المالية الدولية وتكاملها على نحو ما قدمنا. غير أنه من السابق لأوانه الوصول إلى تقديرات فعلية لحجم هذه الخسائر على كل من مستوى الدول والمستوى العالمى نظرا لأن خسائر البورصات المالية تحاط

بالكتمان والسرية. فشركات الإستثمار المالى وشركات السمسرة والوسطاء تحاول إخفاء مواقفها المالية التى تعرضت للإهتزاز مع تغطيتها من مصادر مالية محلية أو خارجية. يضاف إلى ذلك نشوء ظاهرة التستر على المراكز المالية المكشوفة لبعض الشركات وبيوت السمسرة لطمأننة المستثمرين والمساهمين وعدم دفعهم إلى المزيد من التخلص من الأسهم أو إغلاق حساباتهم للإستثمار لدى هذه الشركات. بل إن هذه الشركات وبيوت السمسرة حريصة على تخطى الأزمة بون التعرض لإهتزاز الثقة وتكالب العملاء والدائنين على المطالبة بالقروض والمديونيات وتضييق القدرة المالية للشركات.

وبالرغم من سياج الكتمان والسرية الذى يحيط بخسائر شركات الإستثمار المالى وبيوت السمسرة والوسطاء، فإنه قد بدأت بعد إنهيار الأسواق المالية مباشرة شكاوى صغار المستثمرين تنهال على بورصة نيويورك ضد هذه الشركات وبيوت السمسرة والوسطاء بحجة توريثهم فى الإستثمار بمبالغ كبيرة تتجاوز أضعاف مدخراتهم مع مديونيات كبيرة وأسعار فائدة عالية، أو بسبب عدم إخطارهم بتطورات السوق بأمانة، أو حتى بعدم إخطارهم بعمليات البيع والشراء التى تتم بالنسبة للإستثمارات.

يضاف إلى ذلك أن بيوت المحاماة بدأت فى أعقاب الإنهيار مباشرة فى تلقى طلبات قضايا عديدة ضد شركات الإستثمار المالى، والسماسرة. وأبدت هذه الشركات والسماسرة دفعوهم فى أن كافة عقود السمسرة أو الإستثمار تحمل شرط التحكيم الذى يتم خارج المحاكم . كما بدأ البعض الآخر فى إستشارة شركات التأمين فى إمكانية تغطية ما يسفر عنه التحكيم فى حالة إدانة السماسرة. وتفيد شركات التأمين أن عدداً قليلاً من السماسرة لديه بوليصة تأمين ضد السهو والخطأ الذى يمكن الرجوع فيها على شركات التأمين.

من هنا فإن تقدير الخسائر الفعلية المترتبة على إنهيار الأسواق المالية فى

أكتوبر ١٩٨٧ يحتاج إلى مزيد من الوقت حتى يستطيع المحللون ومراكز  
البحوث وأجهزة الإحصاء التوصل إلى التقديرات السليمة لهذه الخسائر.  
ولكننا فى جميع الأحوال حاولنا تقديم بعض المؤشرات التى نشر عنها لكى  
تكشف بجلاء عن تعاضم هذه الخسائر، والأضرار التى لحقت بإقتصاديات  
الدول، والمتعاملين فى الأسواق المالية الدولية سواء كانوا من رعايا الدول التى  
بها أسواق مالية أو من غير المقيمين بها.