

# امور مالی بین المللی

دکتر علیرضا عامریان

کردآورنده : امین دانشی



# به فاع يزوروا وانا و نورا



تابستان ۱۳۹۶

## سرفصل‌ها :

فصل اول : بازار ارز ..... ۴

فصل دوم : تعادل نرخ ارز ..... ۱۱

فصل سوم : آربیتراژ ..... ۱۷

فصل چهارم : تراز پرداخت خارجی ..... ۱۹

فصل پنجم : نظریه‌ها (دیدگاه‌های) تعیین نرخ ارز ..... ۲۳

فصل ششم : ذخایر بین‌المللی ..... ۲۷



# فصل اول

## بازار ارز

بازار ارز : در اقتصاد داخلی فقط از واحد پول ملی استفاده می‌شود؛ اما در اقتصاد بین‌المللی از واحدهای پولی متفاوتی استفاده می‌شود. نکته جالب توجه آن است که ما گاهی حتی در اقتصاد داخلی نیز از چند واحد پولی صحبت می‌کنیم. وقتی یک مبادله بین‌المللی انجام می‌شود، در واقع دو مبادله صورت می‌گیرد : ۱. پول خارجی خریداری می‌شود ۲. با استفاده از پول خارجی محصول خریداری می‌شود.

**تعریف بازار ارز :** چهارچوب سازمانی است که در داخل آن افراد، شرکت‌ها، دولت‌ها و بانک‌ها به خریداری ارز می‌پردازند.

- 
- ویژگی‌های بازار ارز :**
۱. برخلاف سایر بازارها ساختار سازمان یافته ندارد که از طریق آن افراد با هم مرتبط شوند.
  ۲. شرایط خاصی برای مشارکت در این بازار وجود ندارد.
  ۳. مختص یک کشور خاص نیست.
- سطوح بازار ارز :**
۱. معاملات بین بانک‌های تجاری و مشتریان آنها
  ۲. معاملات بین بانک‌های تجاری از طریق کارگزاران
  ۳. معاملات بین بانک‌های تجاری و بانک‌های خارجی

\* نکته قابل توجه آن است که اگر مشتری یک بانک تجاری افراد باشد معامله خرده فروشی صورت می‌گیرد و اگر سایر بانک‌ها یا شرکت‌ها باشند، معامله به صورت عمده فروشی انجام می‌شود.

۱. **حواله تلگرافی** : که مهمترین ابزار بازار ارز است که دستور صادره بوسیله یک بانک به بانک طرف خود در خارج از کشور برای پرداخت مقدار مشخصی ارز به فرد مشخص می‌باشد.
۲. **برات ارزی** : تعهد پرداخت مبلغ خاص در تاریخی خاص به شخصی خاص است. معمولاً برخی از آن‌ها فوراً و برخی دیگر ۱ ماهه تا ۶ ماهه هستند.
۳. **اسکناس و مسکوکات خارجی** : که جهانگردان (توریست تفریحی ، پزشکی و ...) با خود به یک کشور می‌برند.
۴. **هرگونه چک‌های مسافرتی و مواردی از این قبیل** : که جهانگردان با خود به کشور دیگر می‌برند.

### ابزار بازار ارز :

۱. **معاملات نقدی** : شامل خرید و فروش و تسویه حساب، حداکثر ظرف مدت ۴۸ ساعت می‌باشد.
۲. **معاملات سلف** : عقد قرارداد برای تحویل مبلغی خاص از یک پول در زمانی مشخص در آینده که نرخ معامله هنگام عقد قرارداد تعیین می‌شود.
۳. **معاوضه** : تبدیل یک پول به پول دیگر در زمان مشخص به شرط تبدیل معکوس آن در آینده.

### انواع مبادلات ارزی :

نرخ ارز : تعداد واحدهای یک پول است که با یک واحد از پول دیگر معاوضه می شود و می تواند بصورت نرخ خرید یا نرخ فروش تفسیر گردد .

۱. روش مستقیم : که در آن نرخ یک پول به پول دیگر بدون واسطه انجام می شود مثل ریال به درهم.
۲. روش غیر مستقیم : که اعلام نرخ هر دو پول به دلار بوده و براساس نرخ متقاطع (ضربدری) می باشد. نکته قابل توجه آن است که نرخ متقاطع یا ضربدری برای محاسبه نرخ یک ارز در برابر نرخ دیگر بکار می رود؛ بنابراین در حل مسائل مربوط به نرخ ارز نخستین گام تشخیص ارزی است که قرار است خریداری شود؛ زیرا باید به دنبال یافتن ارزش آن باشیم.

اعلام نرخ ارز :

مثال : فرض کنید نرخ فرانک سوئیس و مارک آلمان به دلار برای بانک الف به شرح جدول زیر باشد :

| نرخ خرید | نرخ فروش |                     |
|----------|----------|---------------------|
| ۲۷,۵۰۰   | ۲۷,۵۲۰   | دلار به فرانک سوئیس |
| ۲۶,۶۵۰   | ۲۶,۶۷۰   | دلار به مارک آلمان  |

اگر توافق شود بانک الف فرانک سوئیس را فروخته و مارک آلمان را خریداری کند، نرخ متقاطع را بدست آورید :

$$\text{فرید) } ۲۶,۶۵۰ \text{ مارک آلمان} = \text{یک دلار}$$

$$\text{(فروش) } ۲۷,۵۲۰ \text{ فرانک سوئیس} = \text{یک دلار}$$

$$\text{یک دلار فروش} = \text{یک دلار فرید}$$

$$\text{فرانک} ۲۷,۵۲۰ = ۲۶,۶۵۰ \text{ مارک}$$

$$\text{فرانک سوئیس } ۱/۰۳ = \frac{۲۷,۵۲۰}{۲۶,۶۵۰} \text{ یک مارک آلمان}$$

مثال : فرض کنید بانک سوئیس نرخهای زیر را برای فرانک سوئیس و لیره استرلینگ برحسب دلار اعلام کرده :

| نرخ خرید | نرخ فروش |                       |
|----------|----------|-----------------------|
| ۲۷,۵۰۰   | ۲۷,۵۲۰   | دلار به فرانک سوئیس   |
| ۲۰,۳۹۵   | ۲۱,۳۸۵   | دلار به لیره استرلینگ |

اگر بانک سوئیس بخواهد لیره استرلینگ را در مقابل فرانک سوئیس از بانک انگلیسی بخرد، نرخ مربوطه چقدر است؟

(خرید) ۲۰,۳۹۵ لیره استرلینگ = یک دلار

(فروش) ۲۷,۵۲۰ فرانک سوئیس = یک دلار

یک دلار فروش = یک دلار خرید

فرانک ۲۷,۵۲۰ = ۲۰,۳۹۵ لیره

$$\text{فرانک سوئیس } 1/3 = \frac{27,520}{20,395} \text{ یک لیره استرلینگ}$$

**نتیجه معامله سلف :** نرخ ارز معاملات نقد با نرخ ارز معاملات سلف متفاوت است؛ بر این اساس می توان جایزه (سود) یا تخفیف (زیان) معاملات سلف را محاسبه نمود. اگر نرخ سلف بزرگتر از نرخ نقد باشد، معامله سلف دارای جایزه است و اگر نرخ سلف کوچکتر از نرخ نقد باشد، نتیجه معامله سلف تخفیف است. برای محاسبه نتیجه معامله سلف از رابطه زیر استفاده می شود :

$$\text{نتیجه معامله سلف} = \frac{\text{نرخ نقد} - \text{نرخ سلف}}{\text{نرخ نقد}} \times 100$$

نتیجه معامله سلف معمولاً به صورت سالانه ثبت می شود، بنابراین چنانچه ماهانه، فصلی یا هر بازه زمانی دیگری باشد بایستی آنرا به سالیانه تبدیل نمود.

**مثال :** اگر نرخ نقد برای پوند انگلیس ۱۶،۸۰۰ و نرخ سلف یکماهه آن ۱۶،۸۷۰ باشد، نتیجه معامله سلف را مشخص کنید :

$$\text{نتیجه معامله سلف} = \frac{\text{نرخ نقد} - \text{نرخ سلف}}{\text{نرخ نقد}} \times 100$$

$$\frac{16,870 - 16,800}{16,800} \times 100 \times 12 = 5 \quad \text{بایزه}$$

↓  
سالیانه



مثال : فرض کنید نرخ سلف ۶ ماهه مارک آلمان ۲۱،۲۰۰ اما نرخ نقد آن ۲۱،۲۶۰ باشد؛ لطفاً نتیجه ۶ ماهه معامله سلف را مشخص نمایید :

$$\text{نتیجه معامله سلف} = \frac{\text{نرخ نقد} - \text{نرخ سلف}}{\text{نرخ نقد}} \times 100$$

$$\frac{21,200 - 21,260}{21,260} \times 100 = -0.28 \quad \text{تفقیف}$$

چون نرخ سلف و بازه ۶ ماهه است، پس ضربدر پییزی نمی‌شود؛ اما اگر آخر سوال نمی‌گفت ۶ ماهه، جواب را ضربدر ۲ می‌کردیم.



- انواع معاملات سلف :
۱. **سلف تجاری** : که هدف خریدار و فروشنده در آن پوشش دادن خود در برابر مخاطره نوسان نرخ ارز می‌باشد که معمولاً این نوع معامله را صادرکنندگان و واردکنندگان انجام می‌دهند.
  ۲. **سلف مالی** : که با هدف پوشش خود در برابر مخاطره (ریسک) نوسان نرخ ارز توسط وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران می‌باشد.

**سفته بازی سلف** : خرید و نگهداری یک واحد پول (ارز) با هدف فروش آن در آینده با قیمتی بالاتر و کسب سود می‌باشد. نکته قابل توجه آن است که سفته باز می‌تواند هم در بازار نقد و هم در بازار سلف فعالیت داشته باشد.

#### وضعیت بانک‌های تجاری - بین الملل :

۱. **وضعیت بلند** : وضعیتی که در آن دارایی‌های بانک تجاری از یک پول (ارز) بیش از بدهی آن باشد.
  ۲. **وضعیت کوتاه** : وضعیتی که در آن دارایی‌های بانک تجاری از یک پول (ارز) کمتر از بدهی آن باشد.
- \* نکته قابل توجه آن است که به منظور کاهش مخاطره (ریسک) نرخ ارز بهتر است که تفاوت دارایی و بدهی از هر پول (ارز) در کمترین سطح ممکن باشد.



## فصل دوم

### تبادل نرخ ارز

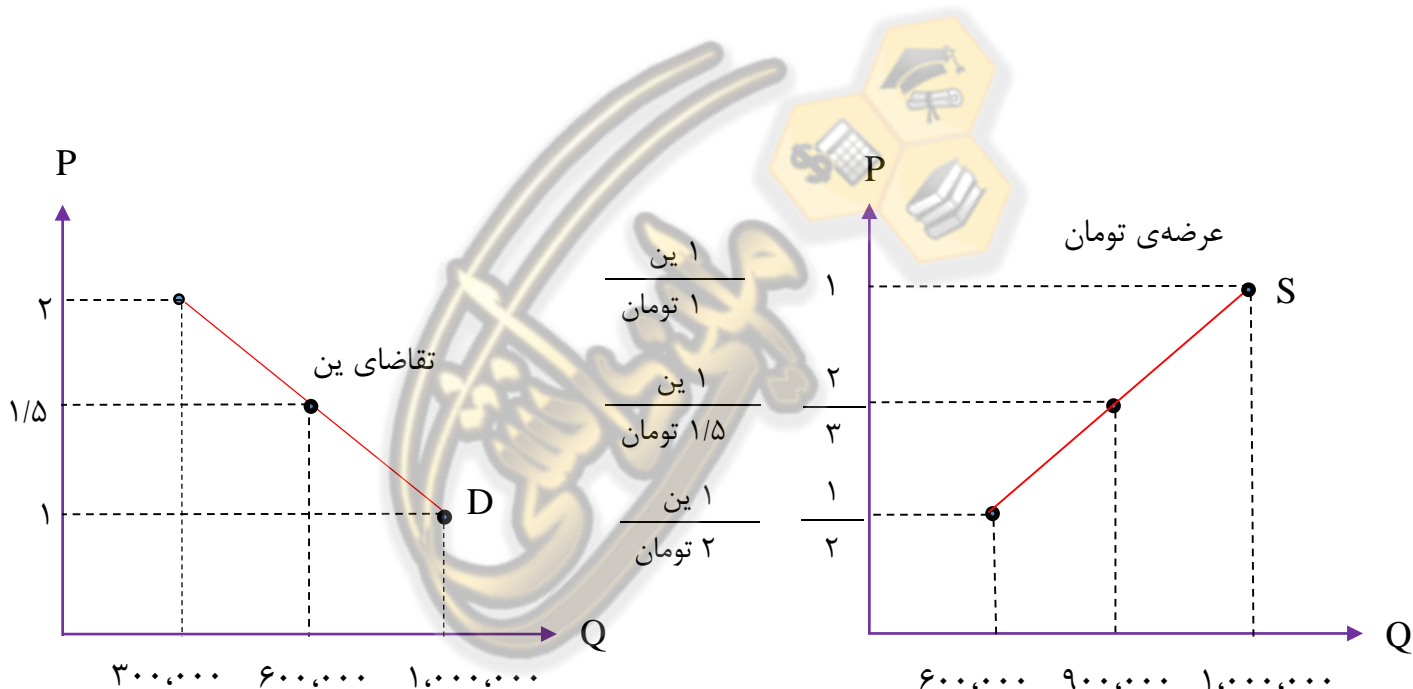
**نرخ ارز تعادلی** : همانند سایر قیمت‌ها، نرخ ارز نیز از طریق عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. اگر ارز اصلی را دلار در نظر بگیریم افزایش یا کاهش ارزش هر واحد پولی دیگر در برابر دلار تعیین‌کننده نرخ ارز تعادلی خواهد بود. نکته قابل توجه آن است که عرضه و تقاضای ارز تنها به علت صادرات و واردات بوده و عامل دیگری تأثیرگذار نیست.

**تقاضای ارز** : با فرض ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل تقاضا برای ارز یک کشور شامل تقاضای مردم سایر کشورها برای خرید ارز آن کشور جهت تهیه کالا و خدمات آن کشور خاص است. بنابراین منحنی تقاضای ارز نشان‌دهنده میزان ارز خریداری شده در نرخ‌های مختلف ناشی از صادرات کشورهاست. بطور مثال، اگر کشور آمریکا صادرکننده باشد تقاضا برای دلار ایجاد می‌شود؛ چون واردکنندگان سایر کشورها برای خرید کالای آمریکایی دلار پرداخت می‌کنند. نکته قابل توجه آن است که منحنی تقاضای ارز نیز مانند اغلب منحنی‌های تقاضا در شرایط طبیعی شیب منفی دارد، یعنی نزولی است که علت این موضوع ارتباط معکوس بین نرخ ارز و مقدار ارز می‌باشد.

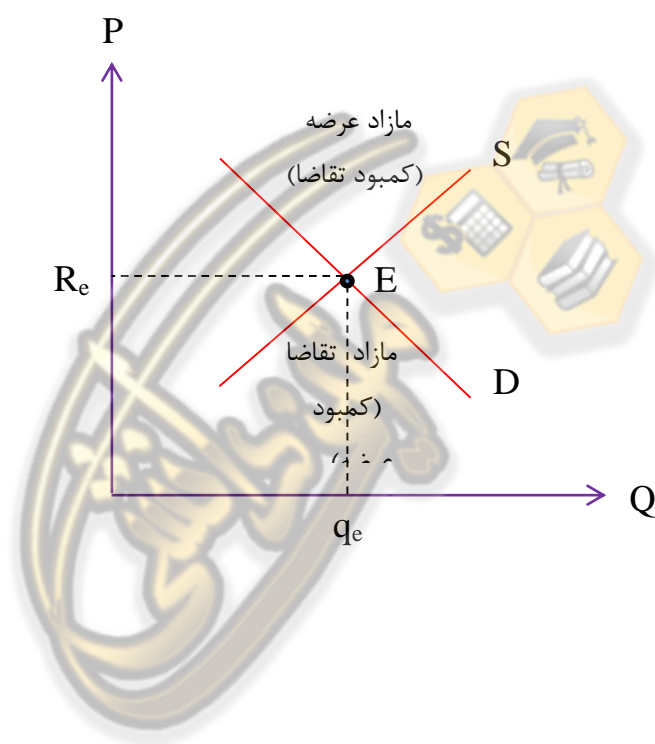
**عرضه ارز** : روی دیگر بازار ارز، عرضه آن می‌باشد که شامل مقدار ارزی است که برای خرید واحدهای پولی کشورهای دیگر به بازار ارائه می‌شود؛ بنابراین منحنی عرضه ارز نشان‌دهنده میزان ارز ارائه شده به بازار در نرخ‌های مختلف ناشی از واردات کشورهاست. بعنوان مثال اگر کشور آمریکا واردکننده باشد، عرضه دلار ایجاد می‌شود؛ چون برای خرید کالا یا خدمات کشورهای دیگر باید دلار بفروشد تا پول آن کشورها را تهیه کند. نکته قابل توجه آن است که منحنی عرضه ارز نیز مانند سایر منحنی‌های عرضه در شرایط طبیعی شیب مثبت دارد، یعنی صعودی است که علت این موضوع ارتباط مستقیم بین نرخ ارز و مقدار ارز می‌باشد.

**مثال :** فرض کنید کشور ایران از کشور ژاپن ضبط صوت خریداری می کند که معادل ۱۰ ین می باشد. با فرض این که ارزش ین به ترتیب ۱ ، ۱/۵ و ۲ تومان باشد، منحنی تقاضای ین و عرضه تومان را رسم کنید :

| ارزش کل تومان                   | ارزش کل ین                      | قیمت ضبط صوت به تومان | تعداد تقاضا | نرخ ارز | قیمت ضبط صوت به ین |
|---------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-------------|---------|--------------------|
| $100,000 \times 10 = 1,000,000$ | $100,000 \times 10 = 1,000,000$ | $10 \times 1 = 10$    | ۱۰۰,۰۰۰     | ۱       | ۱۰                 |
| $60,000 \times 10 = 600,000$    | $60,000 \times 10 = 600,000$    | $10 \times 1/5 = 10$  | ۶۰,۰۰۰      | ۱/۵     | ۱۰                 |
| $30,000 \times 10 = 300,000$    | $30,000 \times 10 = 300,000$    | $10 \times 2 = 20$    | ۳۰,۰۰۰      | ۲       | ۱۰                 |



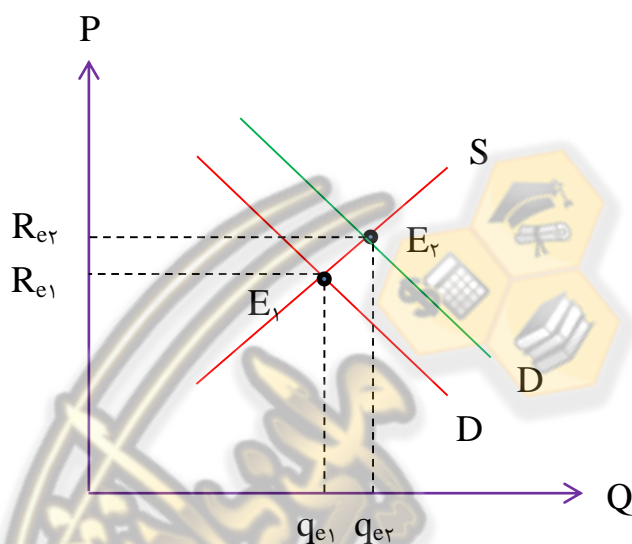
**تعادل در بازار ارز :** اگر منحنی‌های عرضه و تقاضای یک ارز را با هم تلفیق کنیم به نقطه محل تلاقی این منحنی‌ها نقطه تعادل گفته می‌شود که معمولاً با  $E$  نشان داده می‌شود. چنانچه از این نقطه خطی بر محور عمودی وصل کنیم نرخ ارز تعادلی بدست می‌آید که آنرا با  $R_e$  نشان می‌دهند و اگر از نقطه تعادل خطی بر محور افقی وصل کنیم مقدار تعادلی ارز که آنرا با  $q_e$  نشان می‌دهند، بدست می‌آید. نکته قابل توجه آن است که در نقطه تعادل نه مازاد عرضه وجود دارد نه مازاد تقاضا، که آن به این معنا است که عرضه‌کنندگان و تقاضاکنندگان بر سر یک نرخ و یک مقدار با هم توافق دارند اما در سطوح بالاتر از نقطه تعادلی مازاد عرضه (کمبود تقاضا) وجود دارد و در سطوح پایین‌تر از نقطه تعادلی مازاد تقاضا (کمبود عرضه) وجود دارد.



تغییر در تعادل بازار ارز : هر عاملی که باعث تغییر منحنی عرضه و تقاضای ارز شود، می تواند موجب تغییر نقطه تعادل و در نهایت نرخ ارز تعادلی شود. همانگونه که قبلاً گفته شد اگر سایر عوامل را ثابت فرض کنیم نرخ ارز تعادلی را عرضه و تقاضای ارز تعیین می کند که مهمترین متغیرهای تاثیرگذار در این منحنی ها عبارتند از :

۱. تغییرات قیمت های نسبی کالاهای داخلی و خارجی

۲. تغییرات درآمد حقیقی کشورها



چنانچه درآمد حقیقی کشورها افزایش یابد، تقاضای ارز افزایش می یابد در نتیجه موجب می شود منحنی تقاضای ارز از  $D_1$  به  $D_2$  به طرف بالا حرکت کند در این شرایط نقطه تعادل جدیدی از محل برخورد منحنی  $D_2$  با  $S$  بوجود می آید که به آن نقطه تعادل جدید  $E_2$  گفته می شود که اگر از آن نقطه خطی بر محور عمودی وصل کنیم نرخ ارز تعادلی جدید  $R_{e2}$  مشخص می شود.

**تثبیت نرخ ارز تعادلی :** اگر مقامات پولی یک کشور علاقمند به ثابت ماندن نرخ ارز باشند، هنگامیکه نرخ ارز تعادلی تغییر کند در بازار دخالت می کنند تا جلوی تغییر نرخ تعادلی را بگیرند بعنوان مثال : اگر بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران بخواهد نرخ ریال به دلار را ثابت نگه دارد باید دلار به بازار عرضه کند یعنی دلار را می فروشد و به جای آن ریال به دست می آورد که در نتیجه فروش هر چه بیشتر دلار نرخ آن بیشتر کاهش می یابد و ذخایر دلاری بانک مرکزی کم می شود. حال اگر بانک مرکزی بخواهد نرخ ریال به دلار افزایش یابد باید وارد بازار ارز شده و دلار بخرد تا با این کار تقاضای دلار به سمت راست انتقال یابد و منجر به افزایش نرخ ارز تعادلی شود و مجدداً ذخایر بانک مرکزی به حالت قبلی برمی گردد . با توجه به توضیحات فوق می توان نتیجه گرفت که مداخله در بازار ارز برای تثبیت نرخ ارز از طریق خرید و فروش ارز توسط بانک مرکزی از محل ذخایر ارزی انجام می شود.

**کشش ارز :** کشش عرضه و تقاضای ارز عبارت است از درصد تغییر در مقدار ارز به درصد تغییر نرخ ارز که برای محاسبه آن از فرمول زیر استفاده می کنیم :

$$E = \frac{\Delta Q}{\Delta R} = \frac{\frac{Q_2 - Q_1}{Q_1}}{\frac{R_2 - R_1}{R_1}}$$

**مثال :** اگر نرخ دلار ۱۶۰ تومان باشد، تقاضای ایران برای دلار ۱۵ میلیارد دلار خواهد بود و در صورتیکه نرخ دلار به ۱۵۰ تومان برسد، تقاضای ایران برای دلار به ۱۸ میلیارد دلار خواهد رسید. کشش تقاضای ارز را بدست آورید :

$$E = \frac{\Delta Q}{\Delta R} = \frac{\frac{Q_2 - Q_1}{Q_1}}{\frac{R_2 - R_1}{R_1}} = \frac{\frac{18 - 15}{15}}{\frac{150 - 160}{160}} = \frac{0.2}{-0.0625} = -3.2$$

پوآب بردست آمده (۳/۲-) به این معنی است که اگر نرخ ارز ۱٪ افزایش یابد تقاضای آن ۳/۲٪ کاهش می یابد.

مثال : اگر کشش عرضه ارز ۱/۵ باشد، با افزایش ۳۰ درصدی نرخ ارز، مقدار ارز چه تغییری می کند؟

$$E = \frac{\Delta Q}{\Delta R}$$

$$1/5 = \frac{\Delta Q}{30\%} = +24\%$$

---

\* کشش تقاضای ارز همیشه منفی است چون بیانگر رابطه معکوس مقدار نرخ ارز در تقاضای ارز است همچنین کشش عرضه ارز همیشه مثبت است چون بیانگر رابطه مستقیم مقدار و نرخ ارز در عرضه ارز است.





## فصل سوم

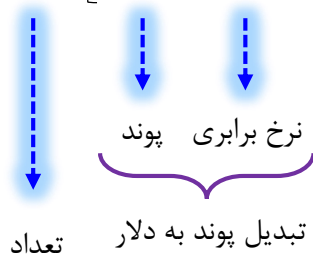
### آربیتراژ

**مفهوم آربیتراژ:** آربیتراژ یعنی فرصت دستیابی به سود بدون ریسک از طریق ورود همزمان در دو یا چند بازار.

فرض کنید سهامی همزمان در بورس نیویورک به قیمت هر سهم ۱۷۲ دلار و در بورس لندن هر سهم به قیمت ۱۰۰ پوند معامله می‌شود که قیمت ۱ پوند معادل ۱/۷۵ دلار می‌باشد. استراتژی‌های آربیتراژی معامله‌گر شامل موارد زیر است:

۱. خرید ۱۰۰ سهم در نیویورک
۲. فروش سهام در لندن
۳. تبدیل پوند به دلار و نتیجه معامله ۳۰۰ دلار خواهد بود که آربیتراژگر بدست می‌آورد.

$$100 \times [(100 \times 1/75) - 172] = 300$$



**آربیتراژ ارز:** خرید و فروش همزمان یک پول (ارز) به منظور کسب سود آربیتراژ ارز گفته می‌شود. چنانچه نرخ ارز در دو بازار متفاوت باشد، می‌توان ارز را در بازاری که ارزان‌تر است خریداری نمود و در بازاری که گران‌تر است فروخت.

**آربیتراژ دوجانبه :** ساده‌ترین نوع آربیتراژ، آربیتراژ دوجانبه است که در آن تنها دو پول مبادله می‌شوند. بطور مثال اگر در بازار فرانکفورت نرخ دلار به مارک آلمان ۲/۲ باشد و در بازار نیویورک آمریکا ۲/۳ باشد، می‌توان گفت که دلار در فرانکفورت ارزان‌تر است و از طرف دیگر مارک در نیویورک ارزان‌تر است. حال یک آمریکایی می‌تواند ۱۰۰ دلار خود را در بازار نیویورک به ۲۳۰ مارک تبدیل کند (۲/۳ × ۱۰۰) چون در نیویورک مارک ارزان‌تر است و سپس با ۲۲۰ مارک از آن می‌تواند در بازار فرانکفورت ۱۰۰ دلار خریداری کند (۲/۲ ÷ ۲۲۰) چون در فرانکفورت دلار ارزان‌تر است. اگر به نتیجه این مبادله توجه کنیم، مشخص می‌شود که ۱۰ دلار در این بین مازاد است که بعنوان سود آربیتراژگر محسوب می‌شود.

**آربیتراژ سه جانبه :** این نوع آربیتراژ با مبادله ۳ پول انجام می‌شود. آنچه که اهمیت دارد توجه به انتخاب مناسب‌ترین پول برای تبدیل می‌باشد؛ به عبارت دیگر ترتیب ورود به بازار و ترتیب تبدیل پول‌ها اهمیت دارد.

**مثال :** فرض کنید در ۳ بازار نرخ‌های زیر را داریم. مشخص نمایید آربیتراژ سه جانبه چگونه صورت می‌گیرد :

|           |        |        |           |
|-----------|--------|--------|-----------|
| بازار اول | ۱ دلار | ۳۰۰ ین | ۲ مارک    |
| بازار دوم | ۱ دلار | ۳۱۰ ین | ۱/۹۶ مارک |
| بازار سوم | ۱ دلار | ۳۲۰ ین | ۱/۹۸ مارک |

با مقایسه ارقام ستون اول و دوم مشخص می‌شود که ارزش ین در برابر دلار آمریکا در بازار سوم کمتر از بقیه بازارهاست یعنی ۳۲۰ ین در برابر ۱ دلار. بنابراین می‌توان ۱۰۰ دلار را (عدد فرضی) در بازار سوم به ۳۲،۰۰۰ ین تبدیل نمود. (۳۲۰ × ۱۰۰) سپس با مقایسه ارقام ستون دوم و سوم مشخص می‌شود که ارزش مارک در برابر ین در بازار اول کمتر از بقیه بازارهاست یعنی ۲ مارک در برابر ۳۰۰ ین. بنابراین می‌توان ۳۲،۰۰۰ ین که قبلاً به دست آورده بودیم را در بازار اول به ۲۱۳/۱۱۳ مارک تبدیل کنیم (  $2 \times \frac{32000}{300}$  ). در پایان با مقایسه ارقام ستون اول و ستون سوم مشخص می‌شود که ارزش مارک در برابر دلار در بازار دوم بیشتر از بقیه بازارهاست یعنی ۱/۹۶ مارک در برابر ۱ دلار. بنابراین می‌توانیم ۲۱۳/۱۱۳ مارکی که تا بهال داشتیم را به ۱۰۸/۱۸۴ دلار تبدیل کنیم (  $\frac{213/113}{1/96}$  ). در نتیجه مبادلات فوق مشخص می‌شود که ۱۰۰ دلار اولیه به ۱۰۸/۱۸۴ دلار تبدیل شده که در این بین ۸/۱۸۴ سود آربیتراژکننده است.



## فصل چهارم

# تراز پرداختهای خارجی

تراز پرداختهای خارجی شامل گزارشی است که در آن مبادلات اقتصادی یک کشور با سایر کشورهای جهان در دوره زمانی مشخص (مثلاً یک سال) ثبت می‌گردد. چنانچه معامله‌ای موجب دریافت پول از خارجیان شود در تراز پرداخت خارجی آن مبلغ بستانکار می‌شود و چنانچه باعث پرداخت پول به خارجیان شود در تراز پرداخت خارجی مبلغ آنرا بدهکار در نظر می‌گیریم. نکته قابل توجه آن است به خاطر استفاده از اصول حسابداری دو طرف تراز پرداخت خارجی همیشه باید متعادل باشد.

۱. حساب جاری: این حساب شامل مبادلات مربوط به کالا و خدمات و کلیه نقل و انتقالات یک جانبه است. نکته قابل توجه آن است که در نقل و انتقالات یک جانبه پولی دریافت نمی‌شود مانند هدایا و کمکهای بلاعوض.

۲. حساب سرمایه: این حساب شامل کلیه خریدها و فروشهای بین‌المللی دارایی‌ها مانند املاک، اموال، سهام، اوراق بهادار و سپرده‌های بانک‌های تجاری است که شامل موارد زیر است:

- سرمایه‌گذاری مستقیم
- اوراق بهادار
- دارایی‌ها و بدهی‌های بانکی

ساختار تراز پرداخت خارجی:

**حساب تسویه رسمی چیست؟** کلیه مبادلاتی که در تراز پرداخت خارجی بدهکار می‌شوند در حساب تسویه رسمی بستانکار گردیده و مبادلاتی که در تراز پرداخت خارجی بستانکار می‌گردند، در حساب تسویه رسمی بدهکار می‌شوند. نکته قابل توجه آن است که نقل و انتقالات یک جانبه (هدایا و کمکهای بلاعوض) از این قاعده مستثنی هستند؛ یعنی اصلاً در حساب تسویه رسمی ثبت نمی‌شوند.

**تعادل تراز پرداخت‌های خارجی :** اگر جمع طرف بدهکار تراز پرداخت‌های خارجی با جمع طرف بستانکار آن برابر باشد، اصطلاحاً گفته می‌شود که تراز متعادل است. اگر جمع طرف بستانکار بیشتر باشد به اصطلاح می‌گویند که مازاد تراز تجاری وجود دارد و چنانچه جمع طرف بدهکار بیشتر باشد، به اصطلاح می‌گویند کسری تراز تجاری وجود دارد. نکته قابل توجه آن است که برای جبران کسری تراز پرداخت‌های خارجی می‌توان از شیوه‌های زیر استفاده کرد :

۱. دریافت وام از صندوق بین‌المللی پول

۲. دریافت وام از دولت‌های خارجی

۳. دریافت وام از بانک‌های خارجی

۴. کاهش ذخایر ارزی اقتصاد

۵. فروش ذخایر طلا

### مشکلات گزارشگری تراز پرداخت خارجی :

**الف) سکونت :** تراز پرداخت خارجی ثبت منظم تمامی مبادلات بین ساکنین یک کشور با خارجی‌ان می‌باشد؛ اما در عمل چند استثنا وجود دارند که عبارتند از :

۱. سود تقسیم نشده شرکت‌های فرعی

۲. هزینه حمل و نقل

۳. نقل و انتقال طلا

۴. نقل و انتقال سرمایه‌های کوتاه مدت

۵. کمک‌های دولتی

**ب) پوشش (دامنه) :** تراز پرداخت خارجی تمامی مبادلات اقتصادی را دربر می‌گیرد اما در عمل بسیاری از این مبادلات را نمی‌توان جمع‌آوری کرد و ثبت نمود که برخی از آن‌ها عبارتند از :

۱. تجارت نامرئی (قاچاق)

۲. برخی تجارت‌های مرئی

۳. نقل و انتقال یک جانبه

۴. نقل و انتقال سرمایه

ج) ارزش یابی: در تراز پرداخت خارجی ارزش منابع به بهترین نحو بوسیله مبلغ پرداخت شده به علاوه‌ی هزینه حمل و نقل و سایر هزینه‌ها مشخص می‌شود اما در عمل مبلغ پرداخت شده در دسترس نمی‌باشد و مشکل زمانی بوجود می‌آید که رقم معادل آنرا فرضی در نظر بگیریم.

د) زمان بندی: در تراز پرداخت خارجی، ثبت مبادلات کالا هنگامی پرداخت انجام می‌شود به این معنی که کالاهای وارداتی براساس اعتبار، مدتی پس از آن که دریافت می‌شوند ثبت شوند. همچنین وقتی پیش پرداخت انجام می‌شود ثبت مبادلات مدتی قبل از دریافت کالا بوسیله واردکننده انجام می‌شود اما در عمل ثبت در حساب تجارت کالا براساس اظهارنامه‌های گمرکی که معمولاً زمان عبور کالا از مرز تکمیل می‌شود و صورت می‌گیرد.

ه) هماهنگی (سازگاری بین المللی): وقتی در تراز پرداخت خارجی یک کشور، مبادله یک کالا بدهکار ثبت می‌شود، در کشور دیگر باید همان مبادله بستانکار ثبت شود؛ بعبارت دیگر سازگاری بین‌المللی باید وجود داشته باشد. اما در عمل در رابطه با سکونت، هزینه حمل و نقل و زمان بندی مشکلات عدم تطبیق وجود دارد.

مثال: در مورد تراز پرداخت‌های خارجی با توجه به اطلاعات زیر تراز پرداخت‌های خارجی و حساب تسویه رسمی را برای ایالات متحده آمریکا تهیه کنید:

۱. یک شرکت آمریکایی قطعات کامپیوتر به ارزش \$ ۱,۰۰۰ به شرکت انگلیسی می‌فروشد و پول این قطعات را به دلار دریافت می‌کند. (انتقال کالا - بستانکار)
۲. ایالات متحده آمریکا \$ ۸۰۰ کالا از فرانسه وارد می‌کند. (دریافت کالا - بدهکار)
۳. یک شرکت آمریکایی خدمات حرفه‌ای به ارزش \$ ۶۰۰ به شرکت ژاپنی می‌فروشد. (انتقال خدمات - بستانکار)
۴. یک آمریکایی از شرکت هواپیمایی فرانسوی بلیتی به ارزش \$ ۳۰۰ خریداری می‌کند. (دریافت خدمات - بدهکار)
۵. یک آمریکایی از دولت سوئیس اوراق قرضه‌ای به ارزش \$ ۱,۰۰۰ می‌خرد. (دریافت دارایی - بدهکار)
۶. یک ژاپنی سهام یک شرکت آمریکایی را به ارزش \$ ۷۰۰ خریداری می‌کند. (انتقال دارایی - بستانکار)
۷. یک انگلیسی اسناد خزانه آمریکا را به ارزش \$ ۸۰۰ خریداری می‌کند. (انتقال دارایی - بستانکار)
۸. یک آمریکایی \$ ۵۰۰ اسناد خزانه آلمان را خریداری می‌کند. (دریافت دارایی - بدهکار)
۹. دولت آمریکا در حدود \$ ۶۰۰ گندم به دولت هند هدیه می‌دهد. (انتقال هدیه - بدهکار)
۱۰. یک ایتالیایی یک جفت کفش به ارزش \$ ۲۰۰ به برادرش در نیویورک هدیه می‌دهد. (دریافت هدیه - بستانکار)

\* در تراز پرداخت‌های فارسی اقلامی مانند دریافت کالا و خدمات و پول و دارایی از فارچ یا انتقال هدیه به فارچ برهنگار می‌شود، از طرف دیگر اقلامی مانند انتقال کالا و خدمات و پول و دارایی به فارچ یا دریافت هدیه از فارچ بستانگار می‌گردد.

### تراز پرداخت‌های فارچی آمریکا

| بستانگار | برهنگار |
|----------|---------|
| ۱,۰۰۰    | ۲ ۱۰۰   |
| ۶۰۰      | ۴ ۳۰۰   |
| ۲۰۰      | ۹ ۶۰۰   |
| ۷۰۰      | ۵ ۱,۰۰۰ |
| ۸۰۰      | ۱ ۵۰۰   |
| ۳,۳۰۰    | ۳,۲۰۰   |

حساب جاری :

حساب سرمایه :

چون جمع طرف بستانگار بیشتر از جمع طرف برهنگار است بنابراین مازاد تراز تجاری وجود دارد.

### حساب تسویه رسمی آمریکا

| بستانگار | برهنگار |
|----------|---------|
| ۲ ۱۰۰    | ۱ ۱,۰۰۰ |
| ۴ ۳۰۰    | ۳ ۶۰۰   |
| ۵ ۱,۰۰۰  | ۶ ۷۰۰   |
| ۱ ۵۰۰    | ۷ ۸۰۰   |



## فصل پنجم

### نظریه‌ها (دیدگاه‌های) تعیین نرخ ارز

عوامل تعیین کننده نوسانات نرخ ارز در کوتاه مدت و بلند مدت با یکدیگر فرق دارد با این فرض که نظام نرخ ارز شناور باشد. نظام شناور برای تعیین نرخ ارز نظامی است که در آن نیروهای عرضه و تقاضا ارزش ارز را تعیین می‌کنند. در ادامه به بررسی دیدگاه‌های چهارگانه تعیین نرخ ارز می‌پردازیم.

۱. **دیدگاه تراز پرداخت‌های خارجی**: براساس این دیدگاه تغییر مکان منحنی‌های عرضه و تقاضا موجب تعیین نرخ ارز تعادلی می‌شود. بعبارت دیگر نیروهایی که موجب تغییر در جریان کالا، خدمات و سرمایه در یک کشور می‌شوند، موجب تغییر در نرخ ارز تعادلی خواهند شد که این موضوع در دو حوزه زیر قابل بررسی است:

**الف) مبادلات کالا و خدمات**: تقاضای ساکنین یک کشور برای کالا و خدمات خارجی از یک طرف و تقاضای ساکنین کشورهای دیگر برای کالا و خدمات داخلی در منحنی‌های عرضه و تقاضای ارز منعکس می‌شود که این منحنی‌ها تحت تأثیر شرایط کلان اقتصادی همانند قیمت‌های نسبی کالاهای داخلی و خارجی و سطح درآمد حقیقی کشورها و رشد اقتصادی و مواردی از این قبیل می‌شود، یکی از مهمترین عوامل رشد اقتصادی می‌باشد که اگر رشد اقتصادی کشوری زیاد شود واردات آن کشور زیاد می‌شود بنابراین تقاضای ارز زیاد می‌شود.

**ب) نقل و انتقالات بین‌المللی سرمایه**: آنچه درباره رشد اقتصادی گفته شد در بلند مدت مصداق دارد. یکی از عواملی که در کوتاه مدت بر نرخ ارز تأثیر می‌گذارد، تفاوت نرخ‌های بهره کوتاه مدت در کشورهاست که بر نقل و انتقالات بین‌المللی سرمایه تأثیرگذار است. اگر نرخ بهره در کوتاه مدت پایین بیاید و اعتباردهی آسان شود ارزش پول ملی کم می‌شود. نکته قابل توجه آن است که براساس برداشت تراز پرداخت‌های خارجی در کشوری که کسری تراز وجود دارد ارزش پول ملی کاهش یافته و در کشوری که مازاد تراز وجود دارد ارزش پول ملی افزایش می‌یابد.



۲. دیدگاه برابری قدرت خرید : براساس این دیدگاه تغییرات نسبی در سطوح قیمت‌های داخلی تغییر در نرخ ارز بلند مدت را تعیین می‌کنند. براساس این نظریه یک پول قدرت خریدش را حفظ می‌کند اگر به مقدار اختلاف بین نرخ تورم داخلی و خارجی افزایش یا کاهش ارزش پیدا کند. بعبارت دیگر اگر نرخ تورم داخلی بیشتر از نرخ تورم خارجی باشد، ارزش پول کاهش می‌یابد. بنابراین یکی از راه‌های تقویت ارزش پول خارجی کاهش نرخ تورم داخلی می‌باشد. برای محاسبه نرخ ارز پیش‌بینی شده (نرخ ارز هدف) می‌توان از رابطه زیر استفاده نمود :

$$S_1 = S. \left[ \frac{\frac{P_1 \text{ کشور الف}}{P. \text{ کشور الف}}}{\frac{P_1 \text{ کشور ب}}{P. \text{ کشور ب}}} \right]$$

S. : نرخ ارز تعادلی در سال پایه

P. : شاخص قیمت سال پایه

P<sub>1</sub> : شاخص قیمت سال جاری

مثال : با توجه به اطلاعات زیر نرخ تعادلی ارز را بدست آورید :

$$P. = 100 \text{ آمریکا} \quad P_1 = 200 \text{ آمریکا}$$

$$P. = 100 \text{ آلمان} \quad P_1 = 100 \text{ آلمان}$$

$$S. = 0/5 \text{ دلار}$$

$$S_1 = 0/5 \times \left[ \frac{\frac{200}{100}}{\frac{100}{100}} \right] = 1 \text{ دلار}$$



**مثال :** اگر نرخ ارز در سال پایه ۲ دلار برابر ۱ فرانک باشد و در سال بعد نرخ تورم آمریکا ۵۰٪ افزایش داشته باشد، اما در سوئیس تغییر نکرده باشد، نرخ ارز تعادلی را بدست آورید :

$$S_1 = 2 \times \left[ \begin{array}{c} \frac{150}{100} \\ \frac{100}{100} \end{array} \right] = 3 \text{ دلار}$$

$P_{\text{آمریکا}} = 100$        $P_{\text{آمریکا}} = 150$   
 $P_{\text{سوئیس}} = 100$        $P_{\text{سوئیس}} = 100$   
 $S = 2$  دلار

**۳. دیدگاه پولی :** براساس این برداشت نرخ ارز به وسیله عرضه و تقاضای پول ملی تعیین می‌شود بنابراین بازار ارز یک پدیده پولی است که پول یک کشور با پول کشور دیگر مبادله می‌شود و باید عرضه و تقاضای پول بررسی شود. از آنجایی که تحت کنترل بانک مرکزی این نظریه بیشتر بر تقاضای پول تأکید دارد، مطابق نظریه پولی تقاضای پول به ۳ عامل درآمد حقیقی (y) و قیمت‌ها (P) و نرخ بهره (R) بستگی دارد. چنانچه درآمد حقیقی افزایش یابد تقاضا برای پول افزایش یافته و نرخ بهره کم می‌شود و برعکس. از طرف دیگر با دخالت بانک مرکزی عرضه پول افزایش می‌یابد که موجب افزایش درآمد در داخل شده که باعث افزایش واردات و در نتیجه افزایش تقاضای ارز می‌شود که منجر به کاهش نرخ بهره داخلی و سرمایه‌گذاری بیشتر در خارج شده در نتیجه تقاضای پول خارجی افزایش و ارزش پول ملی کم می‌شود؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت تغییر در ارزش پول عامل اصلی ایجاد تعادل بین عرضه و تقاضای ارز است.

**۴. دیدگاه بازار دارایی :** این نظریه توسعه یافته نظریه پولی است به طوریکه براساس آن پول داخلی یک کشور نوعی دارایی مالی فرض می‌شود که ساکنین آن کشور مایل به نگهداری آن به صورت ترکیبی از پول داخلی و پول خارجی (ارز) و اوراق بهادار داخلی و خارجی هستند. بنابراین تعدیلات موجودی دارایی‌های مالی، تعیین کننده نوسانات کوتاه مدت در نرخ ارز است. تقاضا برای دارایی مالی داخلی تحت تأثیر نرخ بهره داخلی و نرخ بهره خارجی و همچنین تغییرات مورد انتظار نرخ تبدیل پول داخلی به پول خارجی قرار می‌گیرد. مطابق این نظریه مهم‌ترین عامل مؤثر بر تقاضای دارایی‌های مالی با نرخ بازده مورد انتظار، دارایی‌های داخلی نسبت به خارجی می‌باشد.

بعنوان مثال براساس این نظریه اگر تنها دو کشور آمریکا و آلمان وجود داشته باشند نرخ بازده مورد انتظار به عوامل زیر بستگی دارد :

۱. نرخ بهره قابل پرداخت به دلار اوراق بهادار آمریکایی

۲. نرخ بهره قابل پرداخت به مارک اوراق بهادار آلمان

۳. تغییرات مورد انتظار نرخ دلار در برابر مارک





## فصل ششم

# ذخایر بین‌المللی

همانطور که سرپرست یک خانواده برای انجام امور مالی نیاز به نگهداری وجه نقد دارد، بانک مرکزی هر کشور برای پر کردن شکاف بین پرداخت‌ها و دریافت‌های خارجی نیاز به ذخایر بین‌المللی دارد. یکی از مزایای ذخایر بین‌المللی آن است که هر کشور را قادر می‌سازد تا کسری تراز موقتی داشته باشد و با اجرای سیاست‌های تعدیلی قابل قبول بتواند عدم تعادل در تراز را از بین ببرد؛ در نتیجه موجودی هر کشور از ذخایر بین‌المللی شکل‌گیری سیاست‌های کارآمد را تسهیل می‌کند و چنانچه کشوری دارای کسری تراز پرداخت باشد می‌تواند با استفاده از ذخایر بین‌المللی سیاست‌های تعدیلی را به تعویق بیاورد.

**تقاضای ذخایر بین‌المللی:** زمانی که پرداخت‌های پولی بین‌المللی یک کشور از دریافت‌های پولی آن بیشتر باشد دچار کسری تراز شده که برای تسویه این کسری، تقاضا برای ذخایر بین‌المللی بوجود می‌آید که این تقاضا می‌تواند ناشی از دو عامل مهم زیر باشد:

۱. ارزش پولی مبادلات بین‌المللی
۲. عدم تعادل در پرداخت‌های خارجی که تحت تأثیر سرعت و قدرت مکانیسم‌های تعدیل تراز پرداخت‌ها و چهارچوب کلی نهادی اقتصاد جهانی قرار می‌گیرد.

### عوامل تعیین‌کننده تقاضای ذخایر بین‌المللی:

۱. **انعطاف‌پذیری نرخ ارز:** این انعطاف‌پذیری تا حدی تعیین‌کننده کارایی فرآیند تعدیل تراز پرداخت‌های خارجی می‌باشد. چنانچه نرخ ارز ثابت تعیین شود ذخایر بین‌المللی می‌تواند نقش مهمی در تثبیت نرخ ارز داشته باشد. انعطاف‌پذیری‌های محدود می‌تواند عدم تعادل‌های کوچک را از بین ببرد؛ درحالی‌که برای از بین بردن عدم تعادل‌های بزرگ و مزمن، سیاست‌های تعدیلی دیگری نیاز است. نکته قابل توجه آن است که در یک نظام با انعطاف‌پذیری محدود نرخ ارز، تغییرات در نرخ ارز برای کاهش عدم تعادل تراز به کار گرفته می‌شود؛ بنابراین به ذخایر بین‌المللی کمتری جهت تثبیت نرخ ارز نیاز است. از طرف دیگر هدف اصلی ذخایر بین‌المللی کمک به تسهیل مداخله دولت در بازار ارز برای تثبیت ارزش پول می‌باشد در نتیجه هر چه فعالیت‌های تثبیت نرخ ارز بیشتر باشد

نیاز به ذخایر بین‌المللی بیشتر است؛ همچنین در نظامی که نرخ ارز شناور است یعنی به راحتی می‌تواند نوسان داشته باشد به ذخایر بین‌المللی چندانی نیاز نیست.

\* تغییر در میزان انعطاف‌پذیری نرخ ارز به طور معکوس با تقاضای ذخایر بین‌المللی رابطه دارد.

**۲. مکانیسم‌های تعدیل خودکار که نسبت به عدم تعادل تراز واکنش نشان می‌دهد:** این مکانیسم‌ها شامل مکانیسم‌های تعدیل قیمت، نرخ بهره، درآمد و جریان‌های پولی می‌باشد که بطور خودکار عدم تعادل تراز را اصلاح می‌کند. هرچه این مکانیسم‌ها کارا تر باشد، عدم تعادل‌ها کوچکتر و کم دوام‌تر است و به ذخایر بین‌المللی کمتری نیاز است؛ بنابراین تقاضا برای ذخایر بین‌المللی در صورتیکه مکانیسم‌های تعدیل خودکار سریع‌تر و کامل‌تر عمل کند، کمتر خواهد بود.

**۳. سیاست‌های اقتصادی به کار گرفته شده برای ایجاد تعادل در تراز:** تقاضا برای ذخایر بین‌المللی تحت تأثیر انتخاب و کارایی سیاست‌های دولت برای اصلاح عدم تعادل تراز قرار می‌گیرد؛ بنابراین با فرض ثابت ماندن بقیه عوامل هرچه گرایش یک کشور در بکارگیری سیاست‌های بازرگانی مثل تعرفه گمرکی، سهمیه‌ی وارداتی و کمک هزینه‌ها برای بخش‌های کلیدی اقتصاد بیشتر باشد، نیاز به ذخایر بین‌المللی کمتر می‌شود.

**۴. هماهنگی بین‌المللی سیاست‌های اقتصادی:** تقاضای ذخایر بین‌المللی با درآمد جهانی و سطح قیمت‌ها رابطه مستقیم دارد به این معنا که اگر سطح قیمت‌ها افزایش یابد حجم پولی مبادلات افزایش می‌یابد؛ در نتیجه تقاضای بالقوه‌ی ذخایر بین‌المللی افزایش می‌یابد. از طرف دیگر افزایش سطح درآمدها در جهان باعث افزایش فعالیت‌های تجاری شده، در نتیجه تقاضای ذخایر بین‌المللی افزایش می‌یابد.

**عرضه ذخایر بین‌المللی:** شامل دو بخش است که عبارتند از:

۱. ذخایر تحت تملک که داراییهای ذخیره‌ای مانند طلا، ارز قابل قبول و حق برداشت مخصوص را شامل می‌شود.
۲. ذخایر وام گرفته شده که در صورت کاهش ذخایر تحت تملک می‌توان آن را از کشورهای دارای مازاد ذخایر و یا نهادهای مالی خارجی و یا مؤسسات بین‌المللی مثل صندوق بین‌المللی پول وام گرفت.

## منابع اصلی ذخایر بین‌المللی پول :

۱. ارز : ذخایر بین‌المللی وسایل پرداخت مورد استفاده جهت تأمین مبادلات خارجی می‌باشد. یکی از دارایی‌های ذخیره‌ای که می‌تواند وسیله کارامدی باشد، ارز است.
۲. موجودی طلا : یکی از مهم‌ترین مزایای طلا به عنوان دارایی پولی، پذیرش همگانی آن در مقایسه با سایر موارد بوده که البته امروز نقش بین‌المللی آن کاهش یافته است.
۳. حق برداشت مخصوص : حقی است که غیر شرطی بوده و مربوط به برداشت از پول سایر کشورهاست. زمانی که صندوق بین‌المللی پول مقدار مشخصی حق برداشت ایجاد می‌کند، این حق برحسب سهمیه به کشورهای عضو اختصاص داده می‌شود. نکته قابل توجه آن است که استفاده از حق برداشت مخصوص از دو روش قبلی (ارز و طلا) عادلانه‌تر است.
۴. برداشت از صندوق : معاملاتی که از طریق آن صندوق وام‌های ارزی در اختیار کشورها قرار می‌دهد برداشت از صندوق نامیده می‌شود.
۵. توافق عمومی وام‌گیری : با توجه به اینکه برداشت‌های قابل ملاحظه کشورهای بزرگ ممکن است موجودی ارزی صندوق را به صفر برساند، توافق می‌شود کشورهای عمده صنعتی به صندوق وام بدهند و سپس صندوق به عنوان ضامن و واسطه می‌تواند منابع اضافی را در اختیار سایر اعضا قرار دهد. نکته قابل توجه آن است که این روش نسبت به دو روش قبلی (حق برداشت مخصوص و برداشت از صندوق) عادلانه‌تر است.
۶. تسهیلات معاوضه : این تسهیلات شامل توافقاتی دوجانبه بانک‌های مرکزی کشورها با یکدیگر می‌باشد؛ به اینصورت که هر کشور پول ملی خود را با کشور دیگر برای کمک به تأمین مالی موقتی عدم تعادل تراز، معاوضه می‌کند.
۷. تأمین مالی جبرانی صادرات : تسهیلات اعتباری خاصی است که برای کمک به کشورهای توسعه نیافته تصویب شده است و هدف آن کمک به کشورهایی است که از نوسان در دریافت‌های صادرات مواد اولیه ناشی از شرایط خارج از کنترل خود، صدمه می‌بینند.

۸. تسهیلات نفتی : تسهیلات خاصی برای کمک به اعضا به منظور مقابله با اثرات افزایش قیمت نفت بر تراز پرداخت‌های خارجی کشورهای واردکننده نفت است که این تسهیلات می‌تواند بعنوان مکمل سایر تسهیلات هم به کشورهای در حال توسعه و هم به کشورهای صنعتی تعلق گیرد.

۹. تسهیلات تعدیل مالی تثبیت کننده (موجودی ایمن) : براساس این طرح، هر یک از اعضای صندوق که دارای مشکل تراز است تا میزان ارزش موجودی تثبیت کننده خود که معمولاً براساس حداقل قیمت توافق شده می‌باشد می‌تواند از صندوق وام بگیرد. نکته قابل توجه آن است که وام‌گیری از این تسهیلات نمی‌تواند از ۵۰٪ سهمیه اعضا بیشتر باشد و لازم است در فاصله ۳ تا ۵ سال بازپرداخت گردد.



# *International Finance*

*Dr . Alireza Ameriyan*

*Collector : Amin Daneshi*

