جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة بعنوان:

محاضرات في مقياس الصرف ومخاطره

موجهة لطلبة سنة ثانية ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، فرع العلوم الاقتصادية.

إعداد الدكتورة:

موسـاوي وردة

2025/2024

فهرس المحتويات

مقدمة

المحور الأول: الإطار النظري لسعر الصرف 7

1.تعريف سعر الصرف: 7

2.تسمية سعر الصرف 8

3. مبادئ أسعار الصرف في البنوك 10

4.أشكال سعر الصرف 11

المحور الثاني: الإطار النظري لسوق الصرف الأجنبي: 17

1.خصائص سوق الصرف الأجنبي: 17

2.المتدخلون في سوق الصرف: 18

3.وظائف سوق الصرف الأجنبي: 19

4.أنواع أسواق الصرف الأجنبية: 20

المحور الثالث: أنظمة الصرف 33

1.التطور التاريخي لأنظمة الصرف 33

2.أنظمة الصرف الحديثة وتصنيفاتها 35

المحور الرابع: النظريات المحددة لسعر الصرف 39

1.نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) 39

2.نظرية تعادل أسعار الفائدة: 44

3.المدخل النقدي في تحديد سعر الصرف: 49

4.مدخل توازن المحفظة في تحديد سعر الصرف: 50

المحور الرابع: خطر الصرف وتقنيات تغطيته 52

1.تعريف خطر الصرف: 52

2.أنواع خطر الصرف: 53

3. قياس خطر الصرف: 55

4. الأساليب الرئيسية لتسيير مخاطر الصرف الأجنبي: 64

أسئلة الامتحانات 102

قائمة المراجع 113

فهرس الجداول

رقم وعنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم (5-1): وضعية صرف المعاملة خلال الفترة t شهر	57
الجدول رقم (5-2): ميزانية الشركة الكندية بالدولار الكندي بتاريخ t=0	60
الجدول رقم (5-3): ميزانية الشركة الكندية بالأورو الكندي بتاريخ t=0	60
الجدول رقم (5-4): ميزانية الشركة الكندية بالدولار الكندي بتاريخ t=1	61
الجدول رقم (5-5): عرض الميزانية بالأورو بتاريخ t=1 بطريقة سعر الإغلاق	62
الجدول رقم (5-6): عرض الميزانية بالأورو بتاريخ t=1 بطريقة السعر اللحظي	62
الجدول رقم (5-7): يوضح حالات تغير سعر الصرف	65
الجدول رقم (5-8): ملخص عن عمليات تنفيذ العقود المستقبلية	78
الجدول رقم (5-9): الفرق بين العقود المستقبلية والآجلة	79

فهرس الأشكال:

رقم وعنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (1-1): أشكال سعر الصرف والعلاقة بينهم	15
الشكل رقم (1-2): سعر الصرف التوازني	16
الشكل رقم (1.2): المحور الأول: تأثير المراجحة بين عملتين على العرض والطلب	23
الشكل رقم (1.2): المحور الثاني: يبين نقاط اللامراجحة	23
الشكل رقم (5-1): مثال توضيحي عن وضعيتي الصرف المفتوحة والمغلقة	57
الشكل رقم (5-2): مصفوفة المدفوعات قبل وبعد عملية المقاصة متعددة الأطراف	67
الشكل رقم (5-3): عملية مبادلة العملات بين طرفين (A) و (B)	81
الشكل رقم (5-4): مثال توضيحي عن مبادلة العملات بين الشركة (F) و (U)	82
الشكل رقم (5-5): يوضح عقود مبادلة الصرف	83
الشكل رقم (5-6): عملية المبادلة بين الشركة (E) والشركة (A) بتاريخ t	85
الشكل رقم (5-7): عملية المبادلة بين الشركة (E) والشركة (A) بتاريخ t+6	86
الشكل رقم (5-8): عملية مبادلة الصرف والعملات بين الشركتين (F) و (U)	88
الشكل رقم (5-9): التدفقات المالية المتعلقة بنوعي عملية المبادلة	89
الشكل رقم (5-10): يبين خيار الشراء (CALL)	91
الشكل رقم (5-11): يبين خيار البيع (PUT)	92
الشكل رقم (5-12): مثال توضيحي عن شراء خيار البيع	95
الشكل رقم (5-14): مثال توضيحي عن بيع خيار البيع	96
الشكل رقم (5-15): مثال توضيحي عن شراء خيار الشراء	98
الشكل رقم (5-16): مثال توضيحي عن بيع خيار الشراء	99
الشكل رقم (5-17): مثال توضيحي عن بيع خيار الشراء وشراء خيار البيع	100
الشكل رقم (5-18): مثال توضيحي عن بيع خيار البيع وشراء خيار الشراء	101

مقدمة

تعد مسألة سعر الصرف من المواضيع الجوهرية والمركزية في الاقتصاد الدولي، نظرا لما لها من تأثير بالغ على توازن العلاقات الاقتصادية والنقدية بين الدول، وعلى أداء المؤسسات الاقتصادية والتجارية، لاسيما تلك التي تنشط في بيئة دولية وتتعامل بعملات أجنبية. فالتغيرات في أسعار الصرف يمكن أن تؤدي إلى مكاسب أو خسائر كبيرة، ليس فقط على مستوى الأفراد والمستثمرين، بل على مستوى الدول ككل، من خلال تأثيرها على معدلات التبادل التجاري، حركة رؤوس الأموال، التنافسية الدولية، والسياسات النقدية والمالية. ومع التطور المتسارع في حجم المبادلات التجارية وتنامي العولمة المالية، أصبحت أسعار الصرف تلعب دورا محوريا في تحديد مسارات النمو والاستقرار الاقتصادي. إذ أن تقلباتها المستمرة والمفاجئة قد تشكل تحديات حقيقية أمام استقرار الاقتصادات الوطنية، خاصة في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة أو المعتمدة بشكل كبير على التجارة الخارجية.

من جهة أخرى، لم تعد مسألة الصرف مقتصرة على البعد الكلي للاقتصاد، بل أصبحت أيضا قضية إستراتيجية على مستوى المؤسسات، التي أصبحت مطالبة بفهم أعمق للآثار المحتملة لتحركات أسعار الصرف على تكاليف الإنتاج، هوامش الربح، التزاماتها المالية، بل وحتى على تقييم أصولها ومركزها المالي. وهنا تبرز أهمية إدراك ما يعرف بـ مخاطر الصرف التي قد تنشأ نتيجة التعامل بعملات أجنبية، وما يترتب عليها من آثار سلبية (أو إيجابية) في حال تقلب الأسعار، مما يجعل من إدارة هذه المخاطر ضرورة حتمية للمؤسسة الحديثة. وعليه، تهدف هذه المطبوعة الأكاديمية إلى تزويد الطالب الجامعي بفهم نظري وتطبيقي شامل لموضوع سعر الصرف ومخاطره، وذلك من خلال التطرق إلى المحاور التالية:

المحور الأول: الإطار النظري لسعر الصرف: من خلال تعريف المفاهيم الأساسية، وفهم كيفية عمل سوق الصرف وتحديد السعر، والعوامل المؤثرة عليه.

المحور الثاني: الإطار النظري لسوق الصرف: من خلال معرفة المفاهيم الأساسية واهم المتدخلين فيه والعمليات التي تتم فيه.

المحور الثالث: أنظمة الصرف: عرض وتحليل مختلف الأنظمة التي تبنتها الدول عبر الزمن (الصرف الثابت، المرن، والهجين)، وفهم السياقات التي تبرر اختيار كل نظام.

المحور الرابع: النظريات المفسرة لسعر الصرف: دراسة النظريات الاقتصادية التي حاولت تفسير تقلبات أسعار الصرف، وتحليل دقتها ومحدداتها.

المحور الخامس: خطر الصرف وتقنيات تغطيته: التعرف على أنواع المخاطر التي تواجهها المؤسسات في تعاملها بالعملات الأجنبية، وأبرز الأدوات المالية المستخدمة لتغطية هذه المخاطر والحد من آثارها.

في الأخير، فإن الإلمام الجيد بهذه المفاهيم لا يعتبر مجرد متطلب أكاديمي، بل يمثل أساسا معرفيا ضروريا لفهم الديناميكيات المالية الدولية واتخاذ قرارات فعالة على مستوى السياسات الاقتصادية أو الإدارة المالية للمؤسسات.

المحور الأول: الإطار النظري لسعر الصرف

في إطار الاقتصاد الدولي، تعتمد كل دولة على عملتها الوطنية كوحدة أساسية لقياس وتقييم السلع والخدمات المتداولة داخل حدودها. وتمثل العملة أداة رئيسية لتحديد القيمة السوقية، حيث يعبر عن مقدار ما يدفع من النقود مقابل الحصول على سلعة أو خدمة معينة من خلال ما يعرف بسعر الصرف. وقد عبر الاقتصادي "جيمس إنجرام" عن سعر الصرف بوصفه "قاموسا من كلمة واحدة يتيح تحويل الأسعار من لغة العملة الأجنبية إلى لغة العملة المحلية". وبناء على ذلك، سنتناول في هذا السياق الإطار النظري لسعر الصرف، إضافة إلى البيئة التي يتم من خلالها تبادل العملات، وهي سوق الصرف.

1. تعريف سعر الصرف:

هو عبارة عن السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية، أي السعر الذي يتم بموجبه تحويل العملة المحلية إلى العملة الأجنبية (فليح حسن خلف, 2003)؛ فهو سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين، فأحد العملتين تعتبر سلعة أما الأخرى تعتبر ثمنا لها (مجدي محمود شهاب، – سوزي عدلي ناشد, 2006). ومن ثم فإن عملية صرف العملات يتم كأي سلعة أخرى، بناءا على عرض العملات والطلب عليها وكما هو واضح، فإن الطلب والعرض الخاص بالعملات هو عمليتان مشتقتان إلى حد ما ويعني ذلك أن الطلب مثلا على العملات الأجنبية هو تابع للطلب على السلع الأجنبية ونفس الشيْ بالنسبة إلى العرض، ولكن هذا لا يجعلنا ننفي إمكانية الطلب والعرض الخاصتين بالعملات الأجنبية كعملتين مستقلتين عن إجراء الصفقات التجارية(الطاهر لطرش, 2005). تتكون جميع عروض الأسعار من عملتين: العملة المرجعية والعملة اللاحقة. وهما تشكِلان ما يعرف بالعملات الثنائية.

وحدة واحدة من العملة الأساسية تساوي (x) وحدات من العملة اللاحقة.

مثال:

USD/JPY= 120.50 يعني 1 USD = 120.50 JPY

USD : الدولار الأمريكي؛ JPY : الين الياباني.

الدولار الأمريكي العملة المرجعية، والين الياباني العملة اللاحقة أو التابعة.

ويمكن النظر إلى سعر الصرف على أنه المرآه التي ينعكس عليها مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي، حيث يشكل سعر الصرف أداة محورية في ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من حيث تأثيره على حركة

التبادل التجاري والتدفقات المالية بين الدول. فعلى سبيل المثال، عندما يتجاوز الطلب على العملة الأجنبية العرض المتوفر منها، يزداد سعر صرف العملة الأجنبية في السوق الوطنية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الواردات وانخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية؛ وأيضا من خلال قدرته على التأثير على تكاليف الإنتاج والأسعار المحلية، إذ يؤدي التغير في سعر الصرف إلى تغيرات في الأسعار النسبية للسلع والخدمات المحلية مقارنة بنظيراتها الأجنبية. ومن هنا تتضح أهمية سعر الصرف كوسيلة رئيسية لربط الاقتصاد الوطني بالاقتصاد العالمي، وذلك من خلال ثلاثة مستويات رئيسية (جميل محمد خالد, 2014):

- الربط بالتجارة الخارجية.
- الربط بحركة رؤوس الأموال.
- الربط بتأثير التغيرات العالمية على الاقتصاد المحلي.

2. تسمية سعر الصرف

توجد عدة طرق لتحديد أسعار الصرف، ومن أكثرها استخداما في سوق النقد:

1.2. طريقة التسعير الثنائي المشتري/البائع

في هذا النظام، يتم عرض سعرين لسعر الصرف(علي توفيق الصادق، علي أحمد البلبل, 2002)

- **سعر الشراء BID**: وهو عدد الوحدات التي يدفعها البنك من العملة المحلية لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية التي يعرضها العميل.
- **سعر البيع Aski ou Offert**: وهو عدد الوحدات من العملة المحلية التي يطلبها البنك لبيع وحدة واحدة من العملة الأجنبية التي يطلبها العميل، حيث من الضروري هنا معرفة طريقة التسعيرة المعتمدة، كما يختلف جانب الشراء والبيع بالنسبة للعميل والجهة المعلنة.

عادة، يكون سعر الشراء أقل من سعر البيع، ويعرف الفرق بينهما بـ هامش الربح أو "الهامش السعري(Spread) "، والذي يمثل الربح الذي يحققه البنك نتيجة عمليات صرف العملات.

مثال تطبيقي:

AUD/USD 0.5500/0.5505

دولار أسترالي/دولار أمريكي 0.5505/0.5500

عند سعر 0.5500، سيشتري البنك، بصفته صانع أسعار، الدولار الأسترالي ويبيع الدولار الأمريكي.

وبالعكس، عند سعر 0.5505، سيبيع البنك الدولار الأسترالي ويشتري الدولار الأمريكي.

يعتمد عدد النقاط (الأرقام العشرية) المستخدمة في التسعير على عدد الوحدات المتضمنة في عرض السعر:

إذا كان عدد الوحدات أقل من 10، فإن العرف السائد في السوق هو تقريب السعر إلى أربعة منازل عشرية.

على سبيل المثال: يتم تسعير NZD/USD على النحو التالي: 0.5310.

أما إذا كان عدد الوحدات أكثر من 10، فإن العرف في السوق هو تقريب السعر إلى منزلتين عشريتين فقط.

على سبيل المثال: يتم تسعير USD/JPY كالتالي: 120.30.

ومع ذلك، توجد بعض الاستثناءات الملحوظة: يتم تسعير الباهت التايلاندي(THB) ، والروبية الهندية (INR)، والبيزو الفلبيني (PHP) إلى ثلاث منازل عشرية. بينما يتم تسعير الروبية الإندونيسية (IDR) كرقم صحيح دون منازل عشرية (ANZ Investment Bank, Education Module: 1, 2002).

2.2 **طريقة التسمية الأكيدة وغير الأكيدة** : تختلف التسعيرة من دولة الى أخرى فهناك :

- التسعيرة الأكيدة: وهي تمثل عدد الوحدات من العملة الأجنبية (USD) للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية (EUR)، ويطلق عليها أيضا تسمية التسعيرة غير المباشرة أو التسعيرة الأوروبية.

1EUR= 1.2806 USD

- التسعيرة غير الأكيدة: وهي عدد الوحدات من العملة المحلية (EUR) للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية (USD)، ويطلق عليها تسمية التسعيرة المباشرة أو التسعيرة الأمريكية (Steiner & Bob, 2002).

حيث تعتبر التسعيرة غير الأكيدة مقلوب التسعيرة الأكيدة، أي أن:

USD/EUR=1/(EUR/USD)

مثال:

لدينا 1 أورو يساوي 1.2485 دولار، وبالتالي التسعيرة الأكيدة تكتب على الشكل التالي:

EUR/USD=1.2485→USD/EUR= (1) /1.2485

USD/EUR=0.8009

إن أغلب الدول تقوم بتسعير عملاتها بالتسعيرة غير الأكيدة، ما عدا إنجلترا التي تعتمد على التسعيرة الأكيدة في تسعير عملتها، وكذا أوروبا منذ عام 1999(Shailaja, 2008).

3.2 **تحديد الأسعار التقاطعية:** السعر التقاطعية أو المشتق هو سعر الصرف بين عملتين بدلالة عملة أخرى تتخذ كعملة مرجعية، غالبا تكون الدولار الأمريكي، لما يتمتع به من مزايا جعلته مثل عملة محورية للمعاملات في سوق الصرف الأجنبي(حريري عبد الغني, 2020).

مثال:

إيجاد السعر التقاطعي بين الفرنك السويسري والبيزو المكسيكي **CHF/MXN** حيث لدينا:

USD/CHF=1.08563 و USD/MXN=12.2674

للوصول إلى السعر التقاطعي نستخدم العملة المشتركة، حيث نقوم ببيع 1CHF مقابل الحصول على 1/1.08563USD، أي 1CHF= 0.92112 USD، ثم نقوم ببيع 0.92112USD لشراء MXN، حيث:

1USD=0.92112 ×12.2674MXN، أي أن : 1USD= 11.29979MXN

نخلص من ذلك أن:

$$CHF/MXN= (1/USD/CHF)\times USD/MXN$$

أو:

$$CHF/MXN=CHF/USD\times USD/MXN$$

3. مبادئ أسعار الصرف في البنوك

لفهم الديناميكيات التي تتحكم بأسعار الشراء والبيع، ننتقل إلى توضيح المبادئ الأربعة الأساسية التي يستند إليها البنك عند إجراء التعاملات بالعملات الأجنبية، وهي:(Bhatt Kishor, 2021)

1.3 مبدأ اعتبار العملة الأجنبية سلعة (Commodity Principle) في تعاملات سوق الصرف، يتم اعتبار العملات الأجنبية كسلع، بينما العملة المحلية هي العملة المرجعية (الأساسية) فعندما

يشتري البنك عملة أجنبية، فهو يدفع بالعملة المحلية ويحصل على العملة الأجنبية، أي أنه "يشتري سلعة". وعند بيع العملة الأجنبية، يستلم العملة المحلية، أي أنه "يبيع سلعة." وبالتالي، يتم التعامل مع العملات الأجنبية وكأنها سلع قابلة للبيع والشراء، بينما العملة المحلية هي وسيلة التبادل أو "عملة التسوية."

2.3مبدأ صانع السوق (Market Maker Principles)

يلعب البنك دور "صانع السوق" عندما يحدد أسعار شراء وبيع العملات الأجنبية. في التعاملات التجارية:

إذا با ع البنك عملة أجنبية لعميله، فهو في الواقع قام بشرائها مسبقا من السوق، وإذا اشترى البنك عملة أجنبية من عميله، فهو في الواقع يبيعها لاحقا في السوق. في المعاملات بين البنوك أو مع الأسواق الخارجية، يطلق على البنك الذي يطلب الأسعار اسم "البنك الطالب(Price Taker) "، بينما يطلق على الطرف الذي يقدم الأسعار اسم "البنك المسعر" أو "صانع السوق Market / Price Quoter) " Maker). بالنسبة لصانع السوق، تصنف المعاملة على أنها شراء إذا كانت ناتجة عن بيع عملة أجنبية للجهة الأخرى، والعكس صحيح.

3.3 مبدأ الوساطة المصرفية (Bank as an Intermediary Principle)

البنك لا يحتفظ بمخزون دائم من العملات الأجنبية، بل يتصرف كوسيط في السوق نيابة عن عملائه. فعندما يطلب عميل شراء أو بيع عملة أجنبية، يقوم البنك بإجراء المعاملة المقابلة في سوق ما بين البنوك المحلي أو مع البنوك الأجنبية. ينص هذا المبدأ على أن البنك لا يحتفظ بمراكز مكشوفة في العملات (No Open Position)، أي أن كل عملية بيع أو شراء للعملات الأجنبية من العميل تقابلها عملية معاكسة في السوق لتجنب المخاطر وتقليل التعرض لتغيرات أسعار الصرف.

4.3 مبدأ سلوك السوق (Market Behavior Principle)

يخضع سوق العملات مثل أي سوق آخر لقانون العرض والطلب. فعندما تحاول جهة ما بيع عملة أجنبية مقابل كمية ثابتة من العملة المحلية، يسعى السوق للحصول على أكبر كمية ممكنة من العملة الأجنبية. وفي المقابل، عندما تحاول جهة شراء العملة الأجنبية مقابل مبلغ معين من العملة المحلية، يحاول السوق تقليل الكمية المسلمة من العملة الأجنبية إلى الحد الأدنى.

4. أشكال سعر الصرف

هناك عدة أشكال لسعر الصرف تختلف باختلاف السياسات المتبعة والظروف الاقتصادية لكل دولة، ويمكن تصنيفها على النحو الآتي

1.4 سعر الصرف الاسمي:

هو السعر الذي يتم من خلاله تبادل عملة محلية مقابل عملة أجنبية أو العكس، ويعبر عنه بوحدات من العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية. ويعرف كذلك بسعر الصرف الجاري، والذي لا يأخذ بعين الاعتبار الفروقات في القوة الشرائية بين الدول. وينقسم الى: سعر صرف رسمي يتم تحديده من قبل السلطات النقدية؛ سعر صرف موازي يتعامل به في الأسواق غير الرسمية (الموازية) (مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد، 2006).

2.4 سعر الصرف الحقيقي:

يعكس هذا النوع من أسعار الصرف القيمة الفعلية للعملة من خلال قياس القوة الشرائية للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية. ويحسب من خلال تعديل سعر الصرف الاسمي تبعا لمستوى الأسعار النسبية بين الدول. بمعنى آخر، يعبر عن عدد السلع المحلية المطلوبة لمعادلة سلع أجنبية مماثلة، ويعطي وفق الصيغة التالية:

$$RER = \frac{E \cdot P}{P^*}$$

حيث:

RER : سعر الصرف الحقيقي؛

E : سعر الصرف الاسمي؛

P : المستوى العام للأسعار المحلية؛

P^* المستوى العام للأسعار في الدولة الأجنبية.

ان سعر الصرف الحقيقي يقيس القدرة التنافسية حيث كلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للدولة، مثال سعر الصرف الحقيقي للأورو مقابل الدولار يعكس الفرق بين القدرة الشرائية في المنطقة الأوروبية مثلا والقوة الشرائية في الولايات المتحدة الأمريكية. حيث يرمز لسعر الصرف الحقيقي

بالرمز $\mathbf{E^{Réel\ x/y}}$، حيث سعر الصرف الإسمي $\mathbf{E^{Nominal\ x/y}}$ معبرا عنه بالتسعيرة غير الأكيدة(Krugman et al., 2001):

$$\mathbf{E^{Réel\ x/y}} = \mathbf{E^{Nominal\ x/y}} \times \frac{\mathbf{p^*}}{\mathbf{p}}$$

حيث:

P^*: تمثل مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية.

P: تمثل مستوى الأسعار في الدولة المحلية.

مثال:

لنفرض أن سلة السلع في منطقة الأورو تكلف 160 أورو، يعني: $160P_{EUR}$=، وسلة السلع في الولايات المتحدة الأمريكية تكلف 200 دولار، أي $200P_{USD}$=، ولنفترض أن سعر الصرف الإسمي بالتسعيرة غير الأكيدة هو USD/EUR=0.8. سعر الصرف الحقيقي بين الأورو والدولار هو:

$$\mathbf{E^{Réel\ USD/EUR}} = \mathbf{E^{Nominal\ USD/EUR}} \times \frac{\mathbf{P_{USD}}}{\mathbf{P_{EUR}}}$$

$$= (0.8 \times 200 \text{ USD} / 160 \text{ EUR}) E^{Réel\ USD/EUR}$$

$$= (160 \text{ Euro}) / (160 \text{ USD}) E^{Réel\ USD/EUR}$$

$$= 1 \text{ European for 1 American} E^{Réel\ USD/EUR}$$

1 سلة سلع أوروبية = 1 سلة سلع أمريكية

وفي حالة التسعيرة الأكيدة، يكون سعر الصرف الحقيقي كالتالي:

$$\mathbf{E^{Réel\ x/y}} = \mathbf{E^{Nominal\ Y/X}} \times \frac{\mathbf{p}}{\mathbf{p^*}}$$

مثال: نأخذ المثال السابق، فحسب المثال بالتسعيرة الأكيدة يصبح لدينا:

$$\mathbf{E^{Réel\ USD/EUR}} = \mathbf{E^{Nominal\ EUR/USD}} \times \frac{\mathbf{P_{EUR}}}{\mathbf{P_{USD}}}$$

$$E^{Nominal\ EUR/USD} = \frac{1}{E^{Nominal\ USD/EUR}}$$

$$= \frac{1}{0.8} = 1.25$$

$$\mathrm{E}^{\mathrm{Réel\ USD/EUR}} = 1.25 \times \frac{160}{200}$$

أو:

$$= \frac{P_{\mathrm{EUR}}}{\mathrm{E}^{\mathrm{Nominal\ USD/EUR}} \times \mathrm{P}_{\mathrm{USD}}} E^{Réel\frac{USD}{EUR}}$$

$$= \frac{160}{0.8 \times 200}$$

$$= 1E^{Réel\frac{USD}{EUR}}$$

يمكن التعبير عن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي أورو مقابل الدولار، بالتدهور الحقيقي أو الانخفاض الحقيقي في قيمة الأورو مقابل الدولار الأمريكي.

هذا التغيير هو انخفاض في القوة الشرائية للأورو في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بالقوة الشرائية التي تحققت في منطقة الأورو، أي زيادة القدرة التنافسية للسلع الأوروبية عن القدرة التنافسية للسلع الأمريكية، هذا التباين في القوة الشرائية النسبية يحدث ببساطة لأن أسعار السلع الأمريكية مقومة بالأورو ($\mathrm{E} \times \mathrm{P}_{\mathrm{USD}}$) مرتفعة مقارنة بأسعار السلع الأوروبية ($\mathrm{P}_{\mathrm{EUR}}$).

مثال:

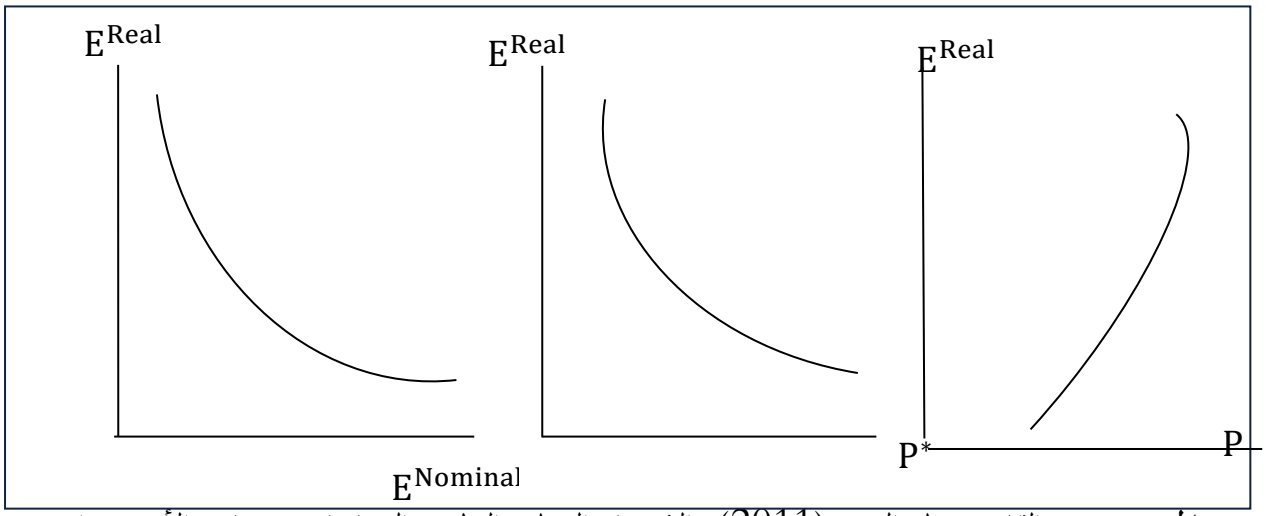
يمكن أن نرى أن تدهور القيمة الإسمية للأورو ب 10 %، أدى إلى انتقال سعر الصرف من 0.8 إلى 0.88 أورو من أجل 1 دولار (أي ارتفاع سعر الصرف الإسمي)، مما يترجم في زيادة سعر الصرف الحقيقي، حيث يساوي، 1.1 مما يعني: 1.1 سلة سلع أوروبية= 1 سلة سلع أمريكية.

هذا الارتفاع يعني انخفاض أو تدهور حقيقي في قيمة الأورو ب 10 % مقارنة بالدولار، أيضا الارتفاع ب 10% في أسعار السلع بالدولار، أو انخفاض في أسعار السلع بالأورو ب 10%، يؤدي إلى نفس الأثر على سعر الصرف الحقيقي.

والتدهور الحقيقي في الأورو يعني انخفاض القوة الشرائية للأورو على السلع والخدمات الأمريكية مقارنة بالقوة الشرائية للأورو في منطقة الأورو، والسلع والخدمات الأوروبية أصبحت اقل سعرا مقارنة بالسلع والخدمات الأمريكية، أي زيادة القدرة التنافسية للسلع الأوروبية مقارنة بالسلع الأمريكية.

مما سبق يتضح أن هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الاسمي، وكذلك مستوى الأسعار الأجنبية، وطردية مع مستوى الأسعار المحلية، ويمكن توضيح ذلك بالأشكال البيانية الثلاثة التالية:

الشكل رقم (1-1): أشكال سعر الصرف والعلاقة بينهم



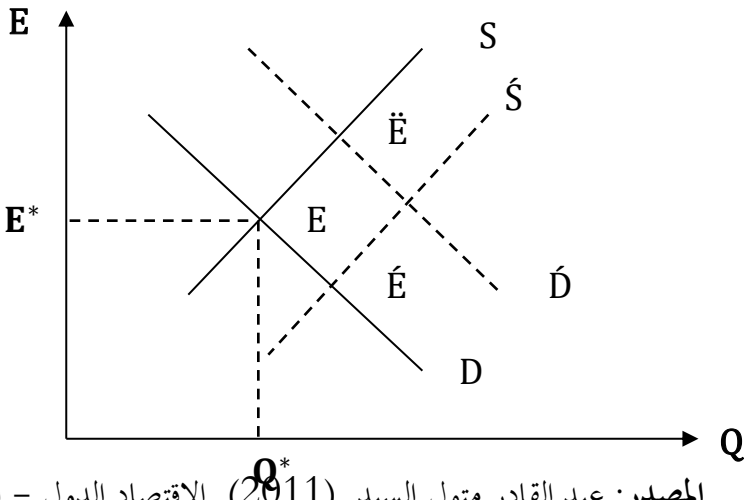
المصدر: عبد القادر متولي السيد (2011). الاقتصاد الدولي: النظرية والسياسات. عمان، الأردن: دار الفكر ناشرون وموزعون. ص 215.

3.4 سعر الصرف التوازني:

و يقصد به ذلك السعر الذي تحدده قوى العرض والطلب عندما يحدث التساوي التام بين الكمية المطلوبة و الكمية المعروضة من إحدى العملات بغض النظر عن أثر المضاربة وحركة رؤوس الأموال غير العادية، وبذلك نجد أن سعر الصرف التوازني مثل السعر المتوازن لأي سلعة من السلع في الأسواق الحرة، و

من هذا المنطلق يتضح أن السعر التوازني لسعر الصرف ما هو إلا عبارة عن فكرة نظرية نظرا لديناميكية العلاقات الاقتصادية السريعة، و هو ما يؤدي إلى ندرة حدوث التساوي بين العرض والطلب على النقد الأجنبي، إلا أنه يرى البعض أنه يمكن تقدير السعر المتوازن فقط من خلال مقارنة أسعار العملة للوصول إلى تقدير غير دقيق للسعر المتوازن، ويتم تحديده من خلال معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي (العباس بلقاسم, 2003). يمكن التعبير عن سعر الصرف التوازني بهذا الشكل:

الشكل رقم (1–2): سعر الصرف التوازني



المصدر: عبد القادر متولي السيد. (2011). الاقتصاد الدولي – النظرية والسياسات–. الطبعة الأولى. دار الفكر ناشرون وموزعون. عمان. الأردن. ص. 145.

كما ان سعر الصرف التوازني يتوقف حدوثه على مجموعة من المتغيرات تتمثل في: معدل نمو الدخل الوطني، معدل التغير النسبي في المعروض النقدي، معدل التغير في أسعار الفائدة، واتجاه الطلب على النقود، و يرى كنيز أن سعر الصرف التوازني يمكن الوصول إليه بسهولة عن طريق التعريفة الجمركية، و ذلك لأنها تستخدم لموازنة الطلب المحلي على الواردات الأجنبية عند الحدود التي تتناسب مع الطلب الأجنبي على الصادرات الوطنية، و بعبارة أخرى، عندما يتساوى الطلب المحلي على العملات المحلية بغرض الاستيراد مع طلب الأجانب على العملة المحلية في حالة التصدير إلى الخارج.

المحور الثاني: الإطار النظري لسوق الصرف الأجنبي:

عندما تقوم الدولة بعمليات تجارية ومالية مع بقية دول العالم الخارجي، فإنه يكون ملزم عليها تحويل عملتها المحلية إلى ما يقابلها بالعملة الأجنبية، والعكس صحيح ويتم ذلك في سوق الصرف الأجنبي، وعليه يمكن القول إن سوق الصرف هو عبارة عن ذلك الفضاء الاقتصادي الذي يسمح بمبادلة العملات فيما بينها، كما يعتبر السوق وسيلة لإحداث التوازن بين العرض والطلب على العملات(توفيق عبد الرحيم يوسف, 2004).

كما أن سوق الصرف الأجنبي هو سوق خارج البورصة، ليس له مكان محدد، والمعاملات ليست موحدة رسميا بخلاف الأنواع الأخرى من الأسواق مثل السوق المالية، حيث تتركز فيها المعاملات والأسعار. إذ أن المعاملات تتم في جداول الصرف التي عادة ما تكون جزءا من أروقة أسواق البنوك، والأماكن المزدحمة بتجار العملات الأجنبية حول الهواتف وأجهزة الكمبيوتر والتلكس(Gandolfo, 2014.).

1. خصائص سوق الصرف الأجنبي:

من أهم المزايا التي يتمتع بها سوق الصرف الأجنبي هي كالتالي(عبد القادر متولي السيد, 2011):

- تميزه بالسعة والعمق والسيولة العالية مقارنة بختلف الأسواق؛
- استمرار التعامل مدة 24 ساعة: فمن مميزات هذا السوق أن المراكز المالية مفتوحة للعمل طوال الوقت حول العالم، فبينما تغلق مراكز تفتح الأخرى أبوابها للعمل، فمثلا في أوروبا تكون السوق نشطة ابتداءا من الساعة التاسعة أو العاشرة صباحا وتتوقف عن العملة في حدود الخامسة أو السادسة مساءا، في باريس تعمل السوق بين التاسعة ونصف إلى غاية الرابعة ونصف مساءا. عندما تغلق في أوروبا تفتح الولايات المتحدة الأمريكية أبوابها، وعندما يتوقف سوق الساحل الغربي الأمريكي تبدأ حركات المعاملات في أسواق الشرق الأوسط حيث أنها تتوقف عندما يبدؤون في زيوريخ وباريس ولندن، وهكذا تعاد العملية من جديد.
- توفر ظروف المتاجرة في كل الأوقات بغض النظر عن الأوضاع الاقتصادية عامة: هذا الوضع الذي يفرض على سوق الأسهم مثلا فترة تراجع قد تدوم طويلا يستحيل فيها العمل، ولكن في سوق العملات بإمكان المتعامل أن يبيع في سوق متراجع ويشتري في سوق مرتفع، وهذه المعاملات توفر له إمكانية الربح في كلتا الحالتين.

- سهولة المتاجرة بالعملات نظرا لقلة عددها: فالعملات الرئيسية منها لا تزيد على ستة أزواج، وهذا ما يوفر إمكانية التركيز عليها وتحليلها، مما يقلل من نسبة الخطأ، في حين أن الأسهم التي يتعامل بها يزيد عددها على مئات الآلاف مما يربك المتعامل أحيانا فيلجأ إلى سبل مختلفة غير مأمونة لتحديد وجهة عمله.

2. المتدخلون في سوق الصرف:

لا يمكن لأي عون اقتصادي أن يتدخل مباشرة في سوق الصرف، وإنما يتدخل في هذا السوق البنوك والمؤسسات المالية، وسماسرة الصرف، أعوان التحكيم والبنوك المركزية، وان التدخل في سوق الصرف قد يكون الهدف من ورائه تنفيذ عملية مضاربة أو تحكيم أو البحث عن تغطية خطر من مخاطر الصرف.

- **البنك المركزي**: ويتدخل هذا البنك للقيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة، ومن جهة ثانية بتنفيذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة بخصوص المعاملات في العملة، يكون هذا التدخل من قبل البنك المركزي في العادة من أجل حماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى، لأنه يعتبر مسؤولا عن سعر صرف العملة (Philippe D'Arvisenet , Jean Pierre Petit, 1994)
- **البنوك والمؤسسات المالية خارج السوق**: تتعامل البنوك والمؤسسات المالية مع سوق الصرف كوسيط لعملائها، حيث تقوم بالنيابة عنهم بشراء وبيع العملات الأجنبية المختلفة اللازمة لعمليات تحويل مستورداتهم وصادراتهم، والتعامل بأدوات السوق المختلفة.

وتتعامل البنوك والمؤسسات المالية مع سوق الصرف لحسابها الخاص، وذلك لأنه في الوقت الذي تشتري فيه أو تبيع عملات أجنبية لعملائها، فإن أوضاعها تتأثر مما يترتب عليه قيامها بعمليات البيع والشراء اللازمة لتصحيح أوضاعها، وبما يتناسب والسياسات الموضوعة لها، فهي تقوم بذلك كجزء من عمليات إدارة احتياطاتها، وتغذية حسابها وفق الأسس الموضوعة من قبل إدارتها(عبد القادر متولي السيد, 2011).

- **البنوك والمؤسسات المالية داخل السوق**: تقوم هذه البنوك بالتعامل مع سوق الصرف لحسابها الخاص أو بالنيابة عن عملائها داخل السوق، وتقوم بذلك من خلال الوسطاء حيث يتصل البنك مع الوسيط، إما عارضا بيع عملة أو طالبا شراءها بسعر معين، ليقوم هذا الوسيط بدوره بالاتصالي بالبنوك الأخرى في السوق مقدما العرض لها، وإذا ما تم قبول هذا العرض فإن الوسيط يقوم بتنفيذ العملية وتبليغ البنكين بذلك، ويتقاضى عمولة لقاء قيامه بهذه المهمة، ويطلق عليهم تسمية سماسرة الصرف

حيث يعتبر سماسرة الصرف وسطاء نشطين يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين، ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك وإعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها دون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشترية لهذه العملات(شقيري نوري موسى، محمد عبد الرزاق, 2012).

تعتبر بيوت السمسرة جد هامة في انجلترا وفي نيويورك ولندن، فجزء كبير من العمليات يقوم بها الوسطاء المستقلون brokers الذين يعملون لصالح البنوك. وفي ساحة باريس هناك أزيد من 20 سمسارا.

3. وظائف سوق الصرف الأجنبي:

إن أداء النقد لوظائفه في إطار النشاط الاقتصادي ينحصر في حدود دولته، ويعجز عن أدائها في الدول الأخرى، ولكن الأداة التي تمكن مختلف العملات من أداء وظائفها خارج حدودها المحلية هي سوق الصرف الأجنبي، وعليه فإن هذا السوق يقوم بالوظائف التالية(عبد الحسين جليل عبد الحسين الغالبي, 2011):

- **القيام بتسوية المدفوعات الدولية:** وذلك لتسهيل عمليات التجارة الدولية، أي نقل القدرة الشرائية الدولية من دولة إلى أخرى، على اساس أن هناك الكثير من العملات غير المؤهلة لتسوية المدفوعات، وعليه لابد من شراء العملات المهمة لإنجاز تلك التسويات.
- **الصرف والائتمان:** إن سوق الصرف يقوم بتوفير الائتمان على المستوى الدولي، من خلال البنوك المتعاملة على مستواها، فهي تقوم بتقديم القروض للمصدر والمستورد إلى أن تتم عملية البيع والشراء.
- **المضاربة:** تقوم المضاربة في سوق الصرف على إجراء توقعات لتغيرات أسعار العملات، فإذا ما توقع المتعاملون في السوق أن سعر عملة ما سيرتفع في المستقبل فسوف يتجه هؤلاء إلى شراء أكبر قدر من هذه العملة في الوقت الحالي لبيعها عندما يرتفع سعرها في المستقبل، وإذا ما توقعوا أن سعر إحدى العملات سينخفض مستقبلا فإنهم سيبيعون كل ما لديهم من هذه العملة، والاتجاه لشراء عملة أخرى يتوقعون ارتفاع ثمنها في المستقبل.
- **التغطية أو التحوط:** عندما تكون أسعار الصرف ثابتة بالنسبة لجميع العملات، فإنه لا فرق عند الفرد بأي نوع من العملات، ولكن إذا كانت أسعار عرضة للتقلب والتغير المستمر فإن الأفراد والمؤسسات سيواجهون خطر نقص قيمة ما بحوزتهم من عملات أجنبية أو زيادة قيمة ما يجب تسديده، ولذلك يتوجب مواجهة هذه المخاطر، وهو ما يعد أحد وظائف سوق الصرف الآجل.

- **المراجحة:** هذه العملية تستهدف تحقيق الأرباح من فروق أسعار صرف عملة معينة في سوق أو أكثر في وقت معين، وتظهر عمليات المراجحة نتيجة عدة أسباب منها:

  - إن العرض والطلب على العملات الأجنبية يختلف من سوق لآخر، وأي تغير مفاجئ في أي منهما قد يجعل أسعار هذه العملات مختلفة عن تلك التي في الأسواق الأخرى، مما يظهر إمكانية الاستفادة من هذه الفروقات؛
  - بعض الأسواق تعطي أسعارها بهامش ضيق بين سعري الشراء والبيع مقارنة بأسواق أخرى، مما يعني إمكانية الاستفادة من اختلاف الهوامش بين هذه الأسواق؛
  - إن التغيرات المفاجئة في الأسعار تتطلب وقتا ليتم تعديلها، مما يظهر بعض الاختلافات.

  وتتمثل آلية عمل المراجحة في:

  - شراء العملة من سوق وبيعها في سوق آخر؛
  - أن يتم ذلك في نفس الوقت؛
  - تحقيق ربح من العملية بحيث يكون الربح المحقق من العملية أكبر من تكاليف التعامل؛
  - تعتبر من وظائف السوق الحاضر؛
  - قد تكون عمليات المراجحة ثنائية أو ثلاثية أو بالفوائد.

4. أنواع أسواق الصرف الأجنبية:

يمكن تقسيم أسواق الصرف الأجنبي إلى نوعين من الأسواق هما:

1.4 **أسواق الصرف الحاضرة:** هي الأسواق التي تتم فيها عمليات بيع وشراء للعملات الأجنبية وفقا للسعر الحالي، على أن يتم إتمام عملية التسليم والتسلم للعملات يومين بعد تاريخ التداول، باستثناء عمليات التبادل بين الدولارات الأمريكية والكندية الذي يتم فيه التسليم بعد يوم عمل(Jeff-Madura, 2012).

فمثلا عملية تمت يوم الأحد يكون التسليم يوم الثلاثاء، وعملية تمت الأربعاء يكون التسليم يوم الاثنين (على اعتبار ان يومي السبت والأحد عطلة رسمية).

كما تجدر الإشارة إلى أنه لم يعد يوما عمل شرطا قائما، فبإمكان الاتفاق والتنفيذ بنفس اليوم بسبب التقدم التكنولوجي في أعمال البنوك وتمكنها من إجراء عمليات التحويل إلكترونيا في نفس الوقت.

✓ **ديناميكية المراجحة في الأسواق الحاضرة** تشير المراجحة إلى الاستفادة من الفروقات في أسعار الأوراق المالية، أسعار الصرف، أو أسعار الفائدة بين الأسواق المالية المختلفة في وقت واحد، بهدف تحقيق أرباح فورية دون مخاطرة. وتتم العملية من خلال شراء عملة أو أصل مالي بسعر منخفض في أحد الأسواق وبيعه بسعر أعلى في سوق آخر.

تؤدي المراجحة إلى تقارب الأسعار بين الأسواق المختلفة، حيث ترتفع الأسعار في السوق منخفض السعر وتنخفض في السوق مرتفع السعر، إلى أن تتحقق حالة من التوازن السعري بين السوقين. وبما أن عمليات الشراء والبيع تتم في نفس اللحظة، فإن المخاطرة شبه معدومة، مما يجعلها جذابة للعديد من المستثمرين والمراجحين. تظهر فرص المراجحة نتيجة عدة عوامل، من أهمها(حريري عبد الغني, 2020):

- اختلاف العرض والطلب على العملات الأجنبية بين الأسواق؛
- تفاوت الهوامش السعرية بين الأسواق النشطة وغير النشطة؛
- وجود اختلاف في طرق التعامل، حيث تعتمد بعض البنوك المحلية على وسطاء، في حين تتعامل البنوك الأجنبية مباشرة؛
- التقلبات المفاجئة في أسعار الصرف؛
- تأخر الاتصالات أو نقل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق، مما يخلق فجوات زمنية تُستغل لتحقيق الأرباح.

ويمكن أن نميز الأنواع التالية للمراجحة في السوق الحاضر:

- **المراجحة بين عملتين:** تنشأ فرص المراجحة بين إثنين من العملات عندما يكون سعر صرف العملتين ليس نفسه في إثنين من المراكز المالية.

فلنفترض أن هناك إثنين من المراكز المالية A وB، والعملتين هما x وy، وأنه ليس هناك في الوقت الراهن تكاليف المعاملات (على سبيل المثال: رسوم السمسرة)، ولا وجود للضرائب، والفارق بين سعري الشراء والبيع يساوي الصفر. حيث E(x/y) سعر الصرف الحاضر بين x وy، ويعتبر x سعر وحدة واحدة من y. ويعبر عن المراجحة بين هذين العملتين بالمعادلة التالية:

$$E_A(x/y) \neq E_B(x/y)$$

من المعادلة نلاحظ أن سعر صرف العملتين ذو قيم مختلفة في كل من المركزين الماليين في نفس الوقت، حيث:

$$E_A > E_B$$

وهو ما يعني أن العملة y أرخص في سوق B مقارنة بالسوق A (أو العملة x أرخص في A)، هنا تحدث عملية الترجيح بين العملتين في السوقين، حيث يتم شراء العملة y من السوق الأرخص (أي B)، وإعادة بيعها في السوق الأغلى (A). والفرق بين سعر الشراء والبيع للعملات يمثل الربح المحقق، والذي نرمز له بالرمز π:

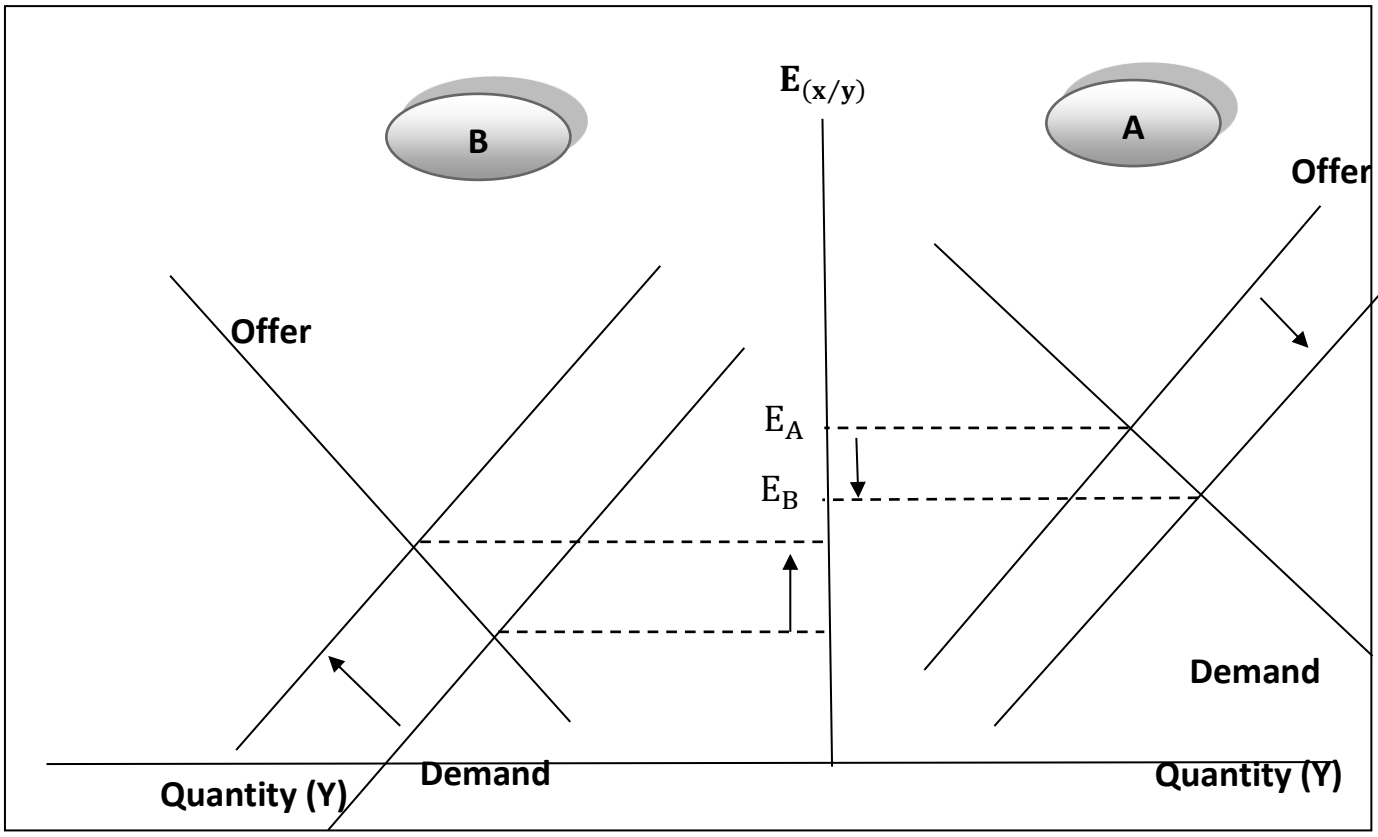
$$\boldsymbol{\pi = E_A - E_B}$$

الشكل رقم (1.2) المحور الأول، يوضح كيف تؤثر المراجحة على قوى العرض والطلب ومن ثم على أسعار الصرف في كلا المركزين، ومع ارتفاع الطلب على العملة Y في B سعر الصرف في سوق B سيرتفع، أما العرض من العملة X سيرتفع، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف في هذا السوق، وهو ما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المحققة، وتستمر هذه العملية حتى تنخفض الأرباح إلى الصفر ($\pi = 0$)، أي أن:

$$E_A = E_B$$

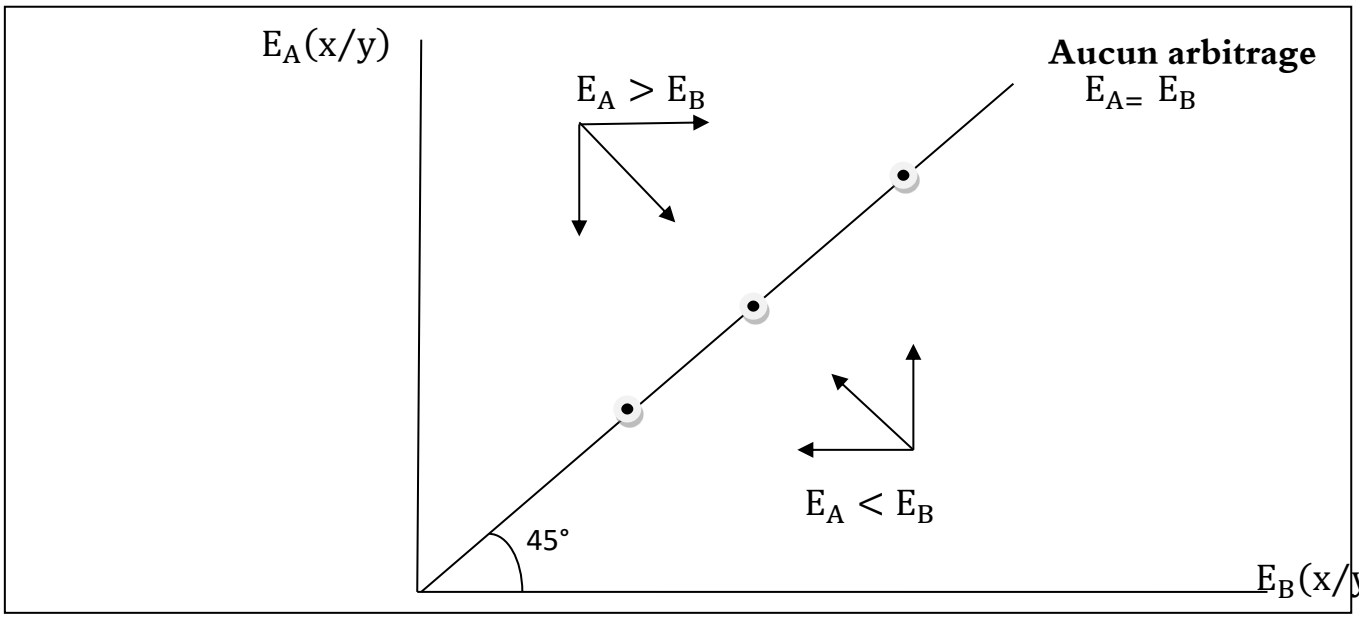
والتي يوضحها الشكل رقم (1.2) المحور الثاني، الذي يوضح أن النقاط المتواجدة على خط 45 درجة يمر من خلال الأصل، وبالتالي عدم وجود مراجحة في هذه الحالة.

الشكل رقم (2–1): المحور الأول: تأثير المراجحة بين عملتين على العرض والطلب



Source: Moosa, I. (2004). International Finance an analytical approach. Australia: McGraw- Hill, p.315

الشكل رقم (2–2): المحور الثاني: يبين نقاط اللامراجحة



Source: Moosa, I. (2004). International Finance an analytical approach. Australia: McGraw- Hill, p.315.

مثال:

نفرض أن أسعار الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي المعروضة في كل من سوق لندن ونيويورك كانت كالتالي:

السوق	سعر الشراء	سعر البيع
نيويورك	**1.2330**	**1.2340**
لندن	**1.2350**	**1.2360**

يوجد اختلاف بين الأسعار في السوقين، وهو ما يعطي إمكانية للمراجحة عن طريق بين الدولار الأمريكي وشراء الجنيه الإسترليني في سوق نيويورك، وبيع الجنيه الإسترليني وشراء الدولار الأمريكي في سوق لندن في نفس الوقت. ويفرض مصاريف التعامل هي 0.0002 عن كل إسترليني؛ يُجد أنه يمكن تحقيق ربح صافٍ قدره 0.0008 دولار عن كل إسترليني تم شراؤه. ويفرض مصاريف التعامل هي 0.0002 عن كل إسترليني؛ يُجد أنه يمكن تحقيق ربح صافٍ قدره 0.0008 دولار عن كل إسترليني تم شراؤه. يمكننا كما هو مبين تحقيق مراجحة عبر شراء الدولار (وبيع الإسترليني) في سوق لندن، وبيع الدولار (شراء الإسترليني) في سوق نيويورك معًا. ففي لندن يمكن شراء 1.2350 دولار مقابل الجنيه الإسترليني، وفي نفس الوقت بيع الدولار مقابل الإسترليني في سوق نيويورك عند سعر 1.2340 دولار لكل جنيه، فيمكن تحقيق عائد قدره 0.0010 دولار عن كل جنيه تم شراؤه وبيعه دون الاحتفاظ بأي وضع أو مركز في العملات نتيجة العملية.

وبافتراض أن تكاليف المعاملات كانت 0.0002 عن كل إسترليني، فيكون صافي الربح 0.0008 عن كل إسترليني تم شراؤه وبيعه.

لن يستمر مثل هذا الوضع الذي سمح بالمراجحة طويلا، لأن السوق سرعان ما يعود إلى حالة التوازن التي لا تسمح بأي استفادة من فروقات الأسعار بين الأسواق، فينخفض الجنيه الإسترليني في لندن أو يرتفع في نيويورك إلى أن يتساوى السعران.

- **المراجحة المركبة (ثلاثية)**: ويطلق عليه تسمية المراجحة الثلاثية أو ثلاث نقاط المراجحة، ونظرا لوجود ثلاث عملات x، y و zسيكون لدينا ثلاثة أسعار صرف $(E_{x/y})$، $(E_{x/z})$

و$\left(\mathrm{E}_{y/z}\right)$، حيث لابد من تحديد سعر الصرف الأساسي، والذي يظهر وحدات القياس (أي أسعار الصرف المتبقية)، حيث(Fenn et al., 2008):

$$\left(E_{x/y}\right) = \frac{\left(\mathrm{E}_{x/z}\right)}{\left(\mathrm{E}_{y/z}\right)}$$

سيحاول المراجح الاستفادة من الفروقات بين أسعار العملات الثلاث، من خلال الانتقال من عملة إلى أخرى، بحيث العملة التي يبدأ بها هي العملة التي ينتهي بها، حيث يمكنه تحقيق الربح من خلال اتباع الخطوات الثلاث التالية، ولتكن العملة x هي العملة التي سيبتدئ بها(Moosa, 2003):

- الخطوة الأولى: بيع x وشراء y للحصول على $1/\left[E_{x/y}\right]$ وحدات من y؛
- الخطوة الثانية: بيع y وشراء z للحصول على $1/\left[E_{x/y}E_{y/z}\right]$ وحدات من z؛
- الخطوة الثالثة: بيع z وشراء x للحصول على $\mathrm{E}_{x/z}/\left[E_{x/y}E_{y/z}\right]$ وحدات من x.

ويمكن التعبير عن العائد المحقق من عملية المراجحة بالمعادلة التالية (مقاسا بوحدات من x):

$$\pi = \frac{E_{x/z}}{\mathrm{E}_{x/y}\mathrm{E}_{y/z}} - 1$$

لما يكون $\pi = 0$، فإن المعادلة $\left(E_{x/y}\right) = \frac{\left(\mathrm{E}_{x/z}\right)}{\left(\mathrm{E}_{y/z}\right)}$ تعني عدم وجود مراجحة، ومع ذلك إذا كان:

$$\left(\mathrm{E}_{x/y}\right) < \frac{\left(\mathrm{E}_{x/z}\right)}{\left(\mathrm{E}_{y/z}\right)}$$

أي أن:

$$\left(\mathrm{E}_{x/z}\right) > \left(\mathrm{E}_{x/y}\right)\left(\mathrm{E}_{y/z}\right)$$

وهي الحالة التي تحدث فيها عملية المراجحة، لأن العائد المحقق يكون موجبا (أي أن $\pi > 0$)، ومن ثم تكون عملية المراجحة مربحة إذا تم اتباع التسلسل التالي: $x \rightarrow y \rightarrow z \rightarrow x$.

أما في حالة وجود سعري شراء وبيع لكل عملة فإن المراجح سيتبع الخطوات التالية:

- الخطوة الأولى: بيع x وشراء z في $E_{a(x/z)}$ للحصول على $1/\left[E_{a(x/z)}\right]$ وحدات من z؛
- الخطوة الثانية: بيع z وشراء y في $E_{b(y/z)}$ للحصول على $E_{b(y/z)}/\left[E_{a(x/z)}\right]$ وحدات من y؛
- الخطوة الثالثة: بيع y وشراء x في $E_{a(x/y)}$ للحصول على $E_{b(y/z)}E_{a(x/y)}/\left[E_{a(x/z)}\right]$ وحدات من x؛

حيث العائد المحقق هو(Moosa, 2003):

$$\pi = \frac{E_{b(y/z)}E_{a(x/y)}}{E_{a(x/z)}} - 1$$

مثال:

مراجح لديه 400 000CHF ويريد أن يقوم بعملية المراجحة للاستفادة من فروقات الأسعار، علما أن أسعار العملات الأجنبية في سوق لندن ونيويورك كانت كالآتي:

EUR/CHF= 4.5565/4.5653 EUR/USD= 1.1411/1.1416	**سوق لندن**
USD/CHF= 3.8695/3.8905	**سوق نيويورك**

إذا ما قام المراجح بشراء الدولار مقابل ما لديه من فرنك سويسري في سوق نيويورك، فإنه يدفع عن كل دولار 3.8905CHF، إذن يستطيع أن يشتري بمقدار الفرنك السويسري الذي عنده 102 814.5 USD حيث:

400 000/3.8905=102 814.5USD

بعدها يقوم المراجح في سوق لندن بشراء EUR مقابل 102 814.5USD، حيث مقابل كل دولار يشتري 1.1416 أورو، أي أن:90 061EUR =102 814.5/1.1416، ومن ثم يقوم ببيع ما لديه من اورو لشراء الفرنك السويسري (دائما في سوق لندن)، حيث يحصل في الأخير على:

$$90\ 061.79 \times 4.5565 = 410\ 366.55\ CHF$$

حيث يحقق ربح قدره 10 367 CHF من عملية المراجحة.

✓ **مراجحة الفوائد:** مراجحة الفوائد هي انتقال الأموال من سوق إلى آخر للاستفادة من فروقات أسعار الفائدة بين هذه الأسواق، فهي بذلك تحقق ربحا نتيجة فروقات أسعار الفوائد القائمة بين الأسواق. ولكي يتحقق الربح المطلوب لابد أن تزيد هذه الفروقات عن تكاليف تغطية شراء الأموال تسليما آجلا، بالإضافة إلى كلفة تحويل الأموال، وتنقسم مراجحة الفوائد إلى نوعين هما(*Jeff-Madura, 2012*):

- **مراجحة الفوائد الخارجية:** وهي انتقال الأموال من السوق المحلي إلى السوق الخارجي من أجل الاستفادة من فروقات أسعار الفائدة بين السوق المحلي والخارجي، إذا كانت هذه الفروقات تزيد عن تكلفة شراء الأموال.

- **مراجحة الفوائد المحلية:** وهي انتقال الأموال من السوق الخارجي إلى السوق المحلي نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة بها مقارنة بنظيرتها، وبالتالي الاستفادة من فروقات الأسعار بين السوقين. بشرط أن يكون الفرق بين أسعار الفائدة يغطي تكلفة الحصول على الأموال.

مثال:

لو فرضنا أن فائدة الاستثمار في الدولار لمدة ثلاثة أشهر هي 7% سنويا، وإن فائدة الاستثمار في الجنيه الاسترليني هي 10% سنويا، فإن ذلك يدفع المستثمر إلى استثمار أمواله بالإسترليني بدلا من استثمارها في الدولار. وذلك لتحقيق ربح اضافي قدره 3% سنويا، لكن لكي يتم ذلك لابد أن يكون مقدار العائد الذي سيحققه فرق الفوائد هذا لثلاثة أشهر، أكثر من تكلفة اعادة شراء الدولارات تسليم ثلاثة أشهر، وكلفة التحويل وانتقال الأموال اللازمة لإتمام هذه العملية.

2.4 أسواق الصرف الآجلة: تسمح أسواق الصرف الآجلة بشراء أو بيع العملات الأجنبية بسعر اليوم الذي تمت فيه العملية، على أن يكون التسليم والدفع في تاريخ محدد في المستقبل يسمى تاريخ التصفية، عادة ما تكون العقود الآجلة ذات آجال استحقاق 30 أو 60 أو 90 أو 180 يوما أو سنة (عبد المجيد قدي, 2003)لمطابقة تواريخ الدفع لمبيعات التصدير وآجال استحقاق الأصول المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة، الأوراق التجارية وشهادات الإيداع(Dunn , Mutti, 2004). وعموما يكون هذا الأجل ابتداءا من مرور 48 ساعة على إبرام العقد. ويمتاز سعر الصرف الآجل بأنه يقلل من درجة عدم التأكد الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف بين العملات.

مثال:

قرر مستثمر في 24 ماي 2016 بيع 100000 أورو مقابل الدولار الأمريكي، على أن يتم التسليم بعد شهر واحد، بسعر صرف: EUR/USD= 0.9249-0.9256 (السعر المتفق عليه مسبقا)، وهذا يعني أن المستثمر ملزم في 24 جوان 2016 بتسليم 100000 EUR وسيتلقى مقابله 92490 USD.



- **آلية التداول في سوق الصرف الآجل:** في عمليات التجارة الخارجية، فإن المصدر عند إبرامه لعقد آجل يعرف مسبقا قيمة ما سيحصل عليه مقابل الصفقة مستقبلا، بغض النظر عن تقلبات سعر الصرف التي قد تحدث بعد ارسال البضاعة، وبالتالي لن يتأثر ربحه في هذه العملية جراء تلك التقلبات، فإذا توقع مثلا انخفاض سعر العملة التي سيقبض بها، فإنه يحتاط لنفسه ضد هذا الانخفاض ببيع المبلغ الذي سيحصل عليه من تلك العملة في تاريخ التنفيذ بسعر يتفق عليه في الحال. ونفس الشيء بالنسبة للمستورد، فإنه يعرف مسبقا المبلغ الذي يدفعه مقابل الصفقة في تاريخ التنفيذ بغض النظر عن تقلبات سعر صرف العملة التي سيدفع بها بعد ذلك التاريخ وعن سعرها في تاريخ التنفيذ، فإذا كان يتوقع ارتفاع سعر صرف العملة التي يتم بها السداد فإنه سيحتاط لنفسه، وذلك بشراء المبلغ من تلك العملة مسبقا في سوق الصرف الآجل، وبسعر يتفق عليه في الحال، وبذلك يتجنب ارتفاع سعر الصرف وقت السداد(Habib, 2023).

مثال: قام مصدر أمريكي في 15 جانفي بإبرام صفقة والمتمثلة في بيع بضائعه لشركة أوروبية بقيمة 1 مليون أورو، على أن يتم التسليم والاستلام بعد 3 أشهر، بسعر صرف قدره EUR/USD=0.90، أي أنه سيتحصل مستقبلا على مبلغ قدره 0.9 مليون دولار، لكن هذا الأخير سيكون أقل إذا انخفضت قيمة الأورو في 15 أفريل ووصلت إلى: EUR/USD=0.85، بمعنى أن المصدر سيتحمل خسارة قدرها 50000 دولار. ولكي يحمي المصدر نفسه من خطر انخفاض سعر الأورو، عليه أن يقوم ببيع مليون أورو بيعا آجلا بسعر يتفق عليه في الحال مع الشركة الأوروبية. هذا السعر يسمى بالسعر الآجل.

يتحدد سعر الصرف الآجل على أساس سعر الصرف الحاضر (أي السائد وقت التعاقد)، مضافا إليه الفرق بين سعري الفائدة على العملتين في الأسواق الدولية، أي أن سعر الصرف الآجل يتحدد كالتالي(Michel Jura, 2003):

$$CT = C \times \frac{\left(1+\left(i_v \times \frac{j}{n}\right)\right)}{\left(1+\left(i_b \times \frac{j}{n}\right)\right)}$$

حيث:

- CT : السعر الآجل؛
- C : السعر الحاضر؛
- i_v: سعر فائدة العملة المتغيرة؛
- i_b: سعر فائدة عملة الأساس؛
- J : مدة العقد الآجل (بالأيام، أو بالأشهر) ؛
- N : السنة (معبرا عنها بالأيام/360، أو معبرا عنها بالأشهر/12)

ويمكن التعبير أيضا على سعر الصرف الآجل في حالة تحديد التسعيرة كالتالي:

- **حالة التسعيرة الأكيدة:**

$$CT = C \times \frac{\left(1+\left(i_e \times \frac{j}{n}\right)\right)}{\left(1+\left(i_d \times \frac{j}{n}\right)\right)}$$

- **حالة التسعيرة غير الأكيدة:**

$$CT = C \times \frac{\left(1+\left(i_d \times \frac{j}{n}\right)\right)}{\left(1+\left(i_e \times \frac{j}{n}\right)\right)}$$

حيث: i_e و i_d أسعار الفائدة الأجنبية والمحلية على التوالي.

مثال 01:

شخص لديه 100000 دولار أمريكي أودعها بالبنك لمدة ثلاثة أشهر (90 يوما) بفائدة 4 %، وشخص آخر لديه ما يعادل هذا المبلغ بالأورو وقد أودعها بالبنك لمدة ثلاثة أشهر بفائدة قدرها 2 %. وكان السعر الحاضر للأورو هو 0.80لكل دولار.

فما هو السعر الآجل للأورو؟ حيث يمثل الدولار العملة المحلية.

الجواب:

إن السعر الآجل للأورو هو ذلك السعر الذي يجعل جملة الدولارات عند استحقاقها بعد ثلاثة أشهر تساوي جملة الأورو بعد استحقاقها لنفس المدة.

$$CT = 0.80 \times \left(\frac{1+\left(0.02\times\frac{90}{360}\right)}{1+\left(0.04\times\left(\frac{90}{360}\right)\right)} \right)$$

$$= 0.7960 \text{ EURO}$$

ويمكن حساب السعر الآجل للأورو لكل دولار كما يلي:

المبلغ الأصلي: 100000 دولار أمريكي؛

سعر الفائدة على الدولار 4%

سعر الفائدة على الأورو 2%

السعر الحاضر للأورو هو 0.80 لكل دولار.

نفترض أن هذا الشخص استثمر هذا المبلغ 100000 دولار بفائدة 4% لمدة ثلاثة أشهر:

$$100000 \text{ USD} \times \left(1 + \left(0.04 \times \frac{90}{360}\right)\right) = 101000 \text{ USD}$$

ثم قام بتحويل هذا المبلغ (100000 دولار) إلى أورو عند سعر 0.80:

$$100000 \times 0.8 = 80000 \text{ EUR}$$

واستثمره بفائدة 2% لمدة ثلاثة أشهر.

$$80000 \text{ EUR} \times \left(1 + \left(0.02 \times \frac{90}{360}\right)\right) = 80400 \text{ EUR}$$

عندها يكون السعر الآجل كالتالي:

$$\text{السعر الآجل} = \frac{\text{إجمالي المبلغ المستثمر بالأورو}}{\text{إجمالي المبلغ المستثمر بالدولار}} = \frac{80400}{101000} = 0.7960 \text{ أورو}.$$

مثال 02:

إذا كان لديك 1000000 فرنك سويسري وأردت استثماره لمدة 92 يوما، بسعر فائدة قدره 3%، كما أن السعر الفوري هو USD/CHF=1.7300، وسعر الفائدة على الدولار هي 4%.

المطلوب: أوجد السعر الآجل.

الحل:

$$CT = 1.7300 \times \left(\frac{1+\left(0.03\times\frac{92}{360}\right)}{1+\left(0.04\times\left(\frac{92}{360}\right)\right)}\right)$$

$$= 1.7256$$

عند عرضنا لكيفية تحديد سعر الصرف الآجل اعتبرنا أن سعر الشراء الفوري مساويا لسعر البيع الفوري كما اعتبرنا أن أسعار الفائدة التي يعلنها البنك للعملاء سوآءا للاقتراض أو الاقراض هي نفسها، لكن في الواقع نجد خلاف ذلك يعلن سعرين مختلفين للصرف أحدهما للشراء والآخر للبيع، وسعرين للفائدة(White, 1963). وبالتالي فإنه سيكون لدينا سعرين لسعر الصرف الآجل، السعر الآجل شراء والسعر الآجل بيع:

- **السعر الآجل شراء:** والذي يحسب انطلاقا من سعر الصرف الحاضر شراء، ولنرمز له بالرمز CT_a حيث:

حالة التسعيرة الأكيدة:

$$CT_a = C \times \frac{1+\left(i_e(o)\left(\frac{j}{n}\right)\right)}{1+\left(i_d(p)\frac{j}{n}\right)}$$

حالة التسعيرة غير الأكيدة:

$$CT_a = C \times \frac{1+\left(i_d(o)\left(\frac{j}{n}\right)\right)}{1+\left(i_e(p)\frac{j}{n}\right)}$$

- **السعر الآجل بيع:** والذي يحسب انطلاقا من سعر الصرف الحاضر شراء، ولنرمز له بالرمز CT_b حيث:

حالة التسعيرة الأكيدة:

$$CT_b = C \times \frac{1+\left(i_e(p)\left(\frac{j}{n}\right)\right)}{1+\left(i_d(o)\frac{j}{n}\right)}$$

حالة التسعيرة غير الأكيدة:

$$CT_b = C \times \frac{1+\left(i_d(p)\left(\frac{j}{n}\right)\right)}{1+\left(i_e(o)\frac{j}{n}\right)}$$

حيث: (o): هو التكلفة التي يستعد البنك الاقتراض عندها؛

(p): هو التكلفة التي يستعد البنك الاقراض عندها.

مثال:

إذا كان لديك عملية آجلة للأورو لمدة 91 يوما، والسعر الفوري للأورو مقابل الدولار هو: EUR/USD= 0.9002-0.9006، وسعر الفائدة ما بين البنوك هو 3-3.1% بالنسبة للأور، و5-5.1% بالنسبة للدولار.

المطلوب: أوجد السعر الآجل شراء وبيع.

- **حالة التسعيرة غير الأكيدة:** حيث الدولار هو العملة المحلية، والأورو هو العملة الأجنبية:

السعر الآجل شراء:

$$CT_a = 0.9002 \times \frac{1+\left(0.05\left(\frac{91}{360}\right)\right)}{1+\left(0.031\left(\frac{91}{360}\right)\right)} = 0.9045$$

السعر الآجل بيع:

$$CT_b = 0.9006 \times \frac{1+\left(0.051\left(\frac{91}{360}\right)\right)}{1+\left(0.03\left(\frac{91}{360}\right)\right)} = 0.9053$$

ومنه فإن السعر الآجل هو: **EUR/USD= 0.9045–53**

- **حالة التسعيرة الأكيدة:** حيث الأورو هو العملة المحلية والدولار هو العملة الأجنبية:

السعر الآجل شراء:

$$CT_a = 0.9002 \times \frac{1+\left(0.05\left(\frac{91}{360}\right)\right)}{1+\left(0.031\left(\frac{91}{360}\right)\right)} = 0.9045$$

السعر الآجل بيع:

$$CT_b = 0.9006 \times \frac{1+\left(0.051\left(\frac{91}{360}\right)\right)}{1+\left(0.03\left(\frac{91}{360}\right)\right)} = 0.9053$$

❖ **آلية تشكيل سعر الصرف الآجل:** بما أن سعر الصرف الآجل يحدد بالاعتماد على سعر الصرف الحاضر بالإضافة إلى فروقات معدلات الفائدة بين العملتين المعنيتين، فإن ذلك يعني أن السعر الآجل غالبا ما يختلف عن السعر الفوري. ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى تباين معدلات الفائدة بين العملات، مما يؤدي إلى نشوء حالتين رئيسيتين في سوق الصرف الآجل العلاوة أو الخصم (Philippe D'Arvisenet, Thierry Schwob, 1990)، حيث:

$$\textbf{Report (deport)} = \frac{CT-C}{C} \times \frac{n}{j}$$

العلاوة أو المرابحة (report): **هو** ذلك الفرق الموجب بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الحاضر، بحيث يكون سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف الحاضر. فإذا كان مثلا السعر الحاضر للأورو هو 0.9000 دولار، وسعر الصرف الآجل هو 0.9022 دولار، العلاوة هي 0.0022 دولار، أو نقول إنها تعادل 22 نقطة آجلة.

الخصم (deport): هو ذلك الفرق السالب بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الحاضر، بحيث يكون سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحاضر. فإذا كان مثلا السعر الحاضر للأورو هو 0.9000 دولار، وسعر الصرف الآجل هو 0.8970 دولار، الخصم هو 0.0030 دولار، أي 30 نقطة آجلة.

المحور الثالث: أنظمة الصرف

يعتبر موضوع أنظمة الصرف من أبرز القضايا التي حظيت باهتمام كبير في الفكر المالي والاقتصادي، نظرا لارتباطه الوثيق بالتجارة الدولية، وحركة رؤوس الأموال، واستقرار المعاملات النقدية بين الدول. وقد شهد العالم عبر مراحله التاريخية تحولات عميقة في طبيعة هذه الأنظمة، عكست بدورها التغيرات الاقتصادية والسياسية الكبرى التي مرّت بها البشرية. فمن اعتماد المعدنين في تحديد قيمة العملات، إلى بروز قاعدة الذهب كنظام دولي مهيمن، وصولا إلى انهياره بعد الحرب العالمية الأولى وما تبعه من تجارب مختلفة لتثبيت أو تعويم أسعار الصرف. ومع تطور الاقتصاد العالمي وتزايد الترابط بين الأسواق، ظهرت الحاجة إلى تصنيفات حديثة أكثر شمولية، وهو ما تبناه صندوق النقد الدولي في تقسيمه لأنظمة الصرف المعاصرة وفق درجات المرونة والتدخل النقدي. هذا التدرج التاريخي والمعاصر يتيح فهما أعمق لكيفية تكيّف الدول مع التحديات المالية والاقتصادية عبر الزمن.

1. التطور التاريخي لأنظمة الصرف

1.1 تطور أنظمة سعر الصرف قبل عام 1870

شهدت الفترة التي سبقت عام 1870 تعددا في أنظمة سعر الصرف، حيث استخدمت العديد من الدول نظام المعدنين(Bimetallism) ، والذي يقوم على اعتماد الذهب والفضة معا كأساس لتحديد قيمة العملة. حيث يتم تحديد القيمة الرسمية للعملة بناء على كمية محددة من الذهب أو الفضة،

بحيث تلتزم الدولة باستبدال العملة بالمعادن الثمينة وفق سعر صرف ثابت، مما وفر قدرا من الاستقرار في المعاملات التجارية الدولية.

وفي هذا النظام، كانت الدولة ملزمة بالحفاظ على قيمة العملة مقابل أحد المعدنين، ويمكن استخدامها في تسوية المدفوعات الدولية، ما منحها درجة من المرونة، لكن هذا أيضا جعلها عرضة لتغيرات السوق العالمية، خاصة عندما يتم اكتشاف كميات كبيرة من الذهب أو الفضة، مما يؤدي إلى اضطراب في معدلات التبادل.

بدأت الولايات المتحدة بتطبيق نظام المعدنين عام 1792، إلا أن القيم الرسمية للذهب والفضة لم تكن دائمًا تعكس القيم السوقية الحقيقية، ما أفضى إلى عدم استقرار في التطبيق العملي (Burange, Ranadive, 2011.). في المقابل، تبنت بريطانيا عام 1816 معيار الذهب بشكل رسمي(Mckinnon, 1993)، وتم تثبيت قيمة الجنيه على أساس كمية معينة من الذهب فقط. وبحلول مؤتمر باريس 1867، بدأت معظم الدول الصناعية تتجه نحو اعتماد الذهب، وأصبح نظام قاعدة الذهب هو السائد في التجارة الدولية بحلول عام 1880.

لكن هذا النظام واجه تحديات، من أبرزها التوسع التجاري والاكتشافات الجديدة التي أدت إلى تذبذب المعروض من الذهب، مما تسبب في تقلبات اقتصادية أثرت على الأنشطة النقدية وأسواق الصرف.

2.1 ما قبل عام 1918

قبل عام 1918، لعب الذهب دورا مركزيا في تحديد قيمة العملات واستقرارها، مما ساهم في استقرار نسبي لأسعار الصرف، لكن مع الوقت ظهرت تحديات مثل تذبذب المعروض من الذهب. أصبحت قاعدة الذهب معيارا دوليا بحلول عام 1880.

3.1 الفترة 1918 – 1939

شهدت هذه المرحلة اضطرابات اقتصادية نتيجة الحرب العالمية الأولى، ما أدى إلى انهيار نظام الذهب. اتخذت الدول سياسات نقدية مستقلة وبدأت بتعويم عملاتها. في عام 1925 حاولت بريطانيا العودة إلى قاعدة الذهب بسعر صرف غير واقعي، مما ساهم في أزمات اقتصادية جديدة.

4.1 ما بعد عام 1944

في عام 1944 أُنشئ نظام بريتون وودز لتحقيق الاستقرار النقدي، فتم تثبيت العملات مقابل الدولار، الذي كان بدوره قابلا للتحويل إلى الذهب بسعر 35 دولارا للأونصة. سمح النظام بتقلب محدود ±1%، ولكن لاحقا انهار بسبب عجز الميزان الأمريكي والتوسع المالي.(Eichengreen et al., 2006)

2. أنظمة الصرف الحديثة وتصنيفاتها

يعتمد تصنيف الأنظمة الحديثة على صندوق النقد الدولي، يستند على الأنظمة الفعلية للدول الأعضاء، وذلك منذ 1 جانفي 1999، حيث هذا النظام يصنف نظم الصرف حسب درجة مرونة ترتيبات أسعار الصرف، أو الالتزام الرسمي او غير الرسمي بمسار محدد لسعر الصرف. ويستند في ذلك على المعلومات التي يتحصل عليها من خلال المساعدة التقنية للدول الأعضاء واجراء اتصالات منتظمة مع اقتصادي صندوق النقد الدولي في هذه الدول(Rose, 2011). ويقسم النظام الجديد لصندوق النقد الدولي ترتيبات أسعار الصرف، إلى ثماني فئات(Mitsuo, 2007.):

1.2 الأنظمة الصلبة

تشمل على نظامين:

- ✓ الدولرة الرسمية (استخدام عملة قانونية أجنبية بشكل كامل):

في هذا النظام، تعتمد الدولة عملة أجنبية كعملة قانونية رسمية ووحيدة للتداول، بدلا من إصدار عملة وطنية خاصة بها. من أمثلة ذلك، استخدام بعض الدول كالإكوادور، السلفادور، وجزر المارشال للدولار الأمريكي كعملة رسمية. ويعرف هذا التوجه بـ"الدولرة الرسمية" (Official Dollarization). كما تعتمد بعض الدول الأخرى على اليورو مثل كوسوفو، الجبل الأسود، وسان مارينو. ووفق هذا النظام، تتنازل السلطات النقدية عن كامل سلطتها في إدارة السياسة النقدية المحلية.

✓ مجلس العملة(Currency Board) :

يعد مجلس العملة نظاما نقديا يربط العملة المحلية بعملة أجنبية (غالبًا الدولار الأمريكي أو اليورو) من خلال سعر صرف ثابت ومعلن، مع فرض قيود صارمة على سلطة الإصدار النقدي لضمان التغطية الكاملة للعملة المحلية بأصول أجنبية. ويعني ذلك أن السلطات النقدية لا تقوم بإصدار العملة المحلية إلا بوجود تغطية مقابلة من النقد الأجنبي، مما يؤدي إلى تقليص وظائف البنك المركزي التقليدية، مثل الرقابة النقدية وتقديم القروض كملاذ أخير.

2.2 الأنظمة المرنة

✓ أنظمة الربط التقليدي (Conventional Peg Arrangements):

تلتزم الدولة في هذا النظام رسميًا، بموجب القانون، بربط عملتها بسعر صرف ثابت مقابل عملة أجنبية واحدة أو سلة عملات. وتُبنى سلة العملات عادة على أساس العملات الرئيسية التي تتعامل بها الدولة في تجارتها أو علاقاتها المالية، بحيث تعكس أوزان العملات المكونة للسلة توزيع التجارة الخارجية أو تدفقات رأس المال. وقد تكون تركيبة السلة علنية أو يتم إخطار صندوق النقد الدولي بها.

تتبع العديد من الدول العربية هذا النظام، مثل السعودية، الإمارات، عمان، قطر، العراق، والأردن، حيث ترتبط عملاتها بالدولار الأمريكي. بينما تربط دول أخرى، مثل مالي، النيجر، السنغال، وتوغو، عملاتها بسلة عملات يكون اليورو مكونها الأساسي، كما هو الحال في الكاميرون والغابون. وتُبقي السلطات النقدية على ثبات سعر الصرف من خلال تدخلات مباشرة في سوق الصرف (شراء أو بيع العملات الأجنبية)، أو عبر تدخلات غير مباشرة باستخدام أدوات السياسة النقدية، مثل تعديل أسعار الفائدة أو فرض ضوابط على سوق الصرف.

✓ نظام استقرار سعر الصرف (Stabilized Arrangement):

يعتبر نظام استقرار سعر الصرف قائمًا عندما تحافظ الدولة على سعر صرف عملتها عند مستوى ثابت نسبيا مقابل عملة واحدة أو سلة عملات، وذلك ضمن هامش تقلب لا يتجاوز ±2% لمدة لا تقل عن ستة أشهر، مع استبعاد عدد محدود من الحالات الاستثنائية أو التعديلات التدريجية. ولا يُعتبر

سعر الصرف في هذا النظام عائمًا. ويتم التحقق من درجة الاستقرار باستخدام أدوات إحصائية، ويُلاحظ أن هذا التصنيف لا يتطلب إعلانًا رسميًا من السلطات.

✓ نظام الربط الزاحف (Crawling Peg):

في هذا النظام، يتم تعديل سعر الصرف تدريجيًا بمبالغ صغيرة، إما وفق معدل ثابت أو استجابة لتغيرات في مؤشرات اقتصادية معينة، مثل فروقات التضخم مع الشركاء التجاريين الرئيسيين أو أهداف التضخم المعلنة. ويمكن أن يُحدد معدل الزحف مسبقًا ليعكس تغيرات منتظمة، أو يُضبط وفقًا للتوقعات المستقبلية للتضخم أو أسعار الصرف. يهدف هذا النظام إلى ضمان مرونة سعر الصرف مع الحفاظ على قدر من الاستقرار.

✓ نظام الصرف شبه الزاحف (Crawl-like Arrangement):

يصنف النظام ضمن هذا النوع عندما يبقى سعر الصرف ضمن هامش ضيق (±2%) باتجاه معين إحصائيا، لمدة لا تقل عن ستة أشهر، مع السماح بعدد محدود من القيم الشاذة. ولا يعد هذا النظام عائما. وغالبا ما يتطلب الأمر معدل تغير منتظم في سعر الصرف، على غرار الزحف التدريجي السنوي بنسبة لا تقل عن 1%، شرط أن تكون التغيرات في سعر الصرف تتم بشكل منتظم ومطرد وبدرجة كافية من الاستمرارية.

✓ نظام سعر الصرف المربوط ضمن نطاقات أفقية (Pegged Exchange Rate within Horizontal Bands):

في هذا النظام، تلتزم الدولة بالحفاظ على قيمة عملتها ضمن نطاق تقلب معين لا يقل عن ±1% حول سعر صرف مركزي ثابت. ويُعتبر هذا النطاق أوسع من النطاقات الضيقة المرتبطة بالأنظمة الأخرى، ويمنح السلطات النقدية بعض المرونة في التعامل مع تقلبات السوق مع الحفاظ على ارتباط العملة بمستوى مرجعي.

3.2 أنظمة التعويم

تمثل أنظمة التعويم مجموعة من الترتيبات التي تقع بين التعويم الموجه والتعويم الحر، وتتميز بدرجات متفاوتة من تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف.

✓ التعويم الموجه(Managed Floating)

في إطار هذا النظام، يتم تحديد سعر الصرف وفقا لقوى السوق (العرض والطلب) دون الالتزام بمسار محدد أو هدف معلن لسعر الصرف. إلا أن السلطات النقدية قد تتدخل، بشكل مباشر أو غير مباشر، في سوق الصرف الأجنبي عند الحاجة، بهدف تعديل اتجاه السعر أو الحد من تقلباته الحادة وغير المرغوب فيها. وغالبًا ما تستند هذه التدخلات إلى مؤشرات تقديرية مثل وضع ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطيات الدولية. ويختلف مدى التقلب في أنظمة التعويم الموجه حسب طبيعة وحجم الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد.

✓ التعويم الحر(Free Floating)

في هذا النظام، يتم تحديد سعر صرف العملة بحرية تامة من خلال قوى العرض والطلب في السوق، دون تدخل منتظم أو دائم من قبل السلطات النقدية. وقد يحدث تدخل استثنائي فقط في حالات معينة دون أن يُقصد به التأثير المستمر على مستوى سعر الصرف أو اتجاهه. ويُترك سعر الصرف ليتقلب بصورة طبيعية، وهو ما يجعل النظام أكثر شفافية ويعكس واقع السوق بشكل مباشر.

✓ أنظمة صرف أخرى(Residual Arrangements)

تشمل هذه الفئة الأنظمة التي لا يمكن تصنيفها ضمن أي من الفئات المذكورة سابقا، نظرا لتغيراتها المتكررة وغياب نمط واضح في السياسة النقدية المتبعة. وتتميز هذه الأنظمة بمرونتها العالية، حيث لا تتبنى الدولة فيها نظام صرف ثابت أو مستقر، وإنما تتغير تصنيفاتها من سنة لأخرى وفقا لأهداف السياسة النقدية والاقتصادية، وآليات اختيار عملة الربط أو تحديد سعر الصرف.

وغالبا ما يرجع هذا التغير إلى سعي الدول لتحقيق التوازن الخارجي، ودعم النمو الاقتصادي، وتجنب الأزمات المالية من خلال التكيف مع التطورات المحلية والدولية.

المحور الرابع: النظريات المحددة لسعر الصرف

تحاول الكثير من النظريات الاقتصادية تفسير اختلافات أسعار الصرف بين الدول، وأهم هذه النظريات:

1. نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP)

يعتبر مفهوم تعادل القوة الشرائية أساسا هاما، عند دراسة وتوقع تحركات سعر الصرف، ويعود الفضل في ارساء قواعد هذه النظرية بشكلها الحديث الى الاقتصادي Gustav Cassel سنة 1923، حيث نميز بين صيغتين لهذه النظرية المطلقة والنسبية.(Dohni , Hainaut, (CASSEL, 1992) 2004)

1.1 الصياغة المطلقة لنظرية PPP (PPP absolue):

تقوم نظرية تعادل القوة الشرائية بصيغتها المطلقة على فكرة أساسية وهي ان سعر الصرف التوازني لعملة دولة ما على المدى الطويل يتحدد من خلال الربط بين الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية، بمعنى أن سعر الصرف لعملة ما يتحدد على أساس القوة الشرائية لهذه العملة في الداخل والخارج.

ويعتبر قانون السعر الواحد حجر الزاوية لتحقق شرط تعادل القوة الشرائية، والذي يقرر بأن الأسواق عندما تكون تنافسية فإن سلة معينة من السلع والخدمات سيكون لها نفس السعر في الدول المختلفة، إذا تم التعبير عن الأسعار بدلالة العملة نفسها، ويتحقق هذا الشرط في حالة قيام التجارة الدولية عند وجود احلال تام بين السلع عبر الدول، وعدم وجود قيود تعريفية أو غير تعريفية، و عدم وجود تكاليف للنقل(نشأت نبيل محمد الوكيل, 2006).

إذا افترضنا أن $E_{A/B}$ تشير إلى سعر الصرف الاسمي للعملة A (العملة المحلية)، P_A تمثل مستوى الأسعار المحلية مقومة بالعملة المحلية، P_B تمثل مستوى الأسعار الأجنبية مقومة بالعملة الأجنبية، فإن التعبير عن الصيغة المطلقة لقانون السعر الواحد يكون كالتالي:

$$P_B = E_{A/B} \times P_A$$

بتعبير آخر فإن سعر الصرف التوازني هو:

$$E_{A/B} = \frac{P_B}{P_A}$$

فإذا كان مستوى الأسعار المحلية (منطقة الأورو) مثلا يساوي ضعف مستوى الأسعار الأجنبية (الولايات المتحدة الأمريكية)، فإن هذا يستلزم أن تستبدل وحدة واحدة من العملة الأجنبية (الدولار) بوحدتين من العملة المحلية (الأورو)، وذلك لأن القوة الشرائية للدولار تساوي ضعف القوة الشرائية للأورو. وبالتالي يمكن القول ان تكلفة شراء سلعة من الولايات المتحدة لابد أن يساوي تكلفة شرائها في منطقة الأورو.

فإذا افترضنا ان تكلفة إنتاج سلة من السلع في الولايات المتحدة هي دولار فقط، في حين في منطقة الأورو تكلف 2 أورو، فإن سعر الصرف الذي يعادل تكلفة شراء هذه السلة في الدولتين هو:

$$E_{EUR/USD} = \frac{P_{USD}}{P_{EUR}} = \frac{1}{2} = 0.5$$

غير أن هذه النظرية توجه إليها عدة انتقادات، أهمها:

- تركيز هذه النظرية على السلع القابلة للاتجار في تحديد سعر الصرف، وتجاهلها للسلع التي لا تدخل في التجارة الدولية؛
- افتراض هذه النظرية عدم وجود أي نفقات للنقل أو عوائق أمام تدفق للتجارة الدولية؛
- افتراض تجانس وحدات السلع محل الاتجار، كون ان التجانس يكون في عدد محدود من السلع مثل: الذهب، الفضة، النحاس.... التي يتم التعامل فيها دوليا.

هذه الانتقادات كانت دافعا لظهور نظرية تعادل القوة الشرائية بصيغتها النسبية.

2.1 الصياغة النسبية لنظرية PPP (PPP relative)

قامت هذه النظرية بتعديل الصياغة الأولية المبسطة لنظيرتها تعادل القوة الشرائية المطلقة وذلك بأخذ عنصر الزمن في الحسبان، بحيث تجري المقارنة بين كل من سعر الصرف ومستوى الأسعار المحلية والأجنبية خلال مدتين زمنيتين هما t و $t-1$، وتفسير ذلك أن مستوى سعر الصرف لن يبق على حاله خلال تلك الفترتين.

انطلاقا من المعادلة السابقة:

$$E_{A/B} = \frac{P_B}{P_A}$$

وبافتراض أن هناك تغير في المستوى العام للأسعار المحلية والأجنبية خلال الفترتين t و$t-1$، فإن التغير في سعر الصرف خلال هذين الفترتين سيكون من الشكل:

$$\left(E^{t}_{A/B}/E^{t-1}_{A/B}\right) \times \left(P^{t}_{A}/P^{t-1}_{A}\right) = \left(P^{t}_{B}/P^{t-1}_{B}\right)$$

أي أن:

$$\left(E^{t}_{A/B}/E^{t-1}_{A/B}\right) = \left(P^{t}_{B}/P^{t-1}_{B}\right)/\left(P^{t}_{A}/P^{t-1}_{A}\right)$$

ومن أجل توضيح هذه العلاقة نأخذ المثال التالي:

في 1 جانفي 2011، كانت مؤشرات الأسعار لسلة من السلع في منطقة الأورو والولايات المتحدة الأمريكية كالتالي: $P^{2011}_{EUR} = 100$، و $P^{2011}_{USD} = 137$، ولنفترض أن مؤشرات الأسعار لنفس السلع في سنة 2010 هي: $P^{2010}_{EUR} = 95$، $P^{2010}_{USD} = 135$.

حسب الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية، فإن التغيرات بين سعر الصرف بين الأورو والدولار خلال المدتين 2010 و2011 تتحدد كالآتي:

$$\left(E^{2011}_{EUR/USD}/E^{2010}_{EUR/USD}\right) = (137/135)/100/95 = 0.9640$$

ومنه نستخلص أن الأورو عرف تدهورا مقارنة بالدولار بين 2010 و2011.

ومن أجل توضيح الصورة أكثر، سنقوم بالمقارنة بين التغيرات النسبية بين مؤشرات الأسعار، بمعنى حساب معدلات التضخم بين الفترتين t و $t-1$ حيث:

$$\inf_{A} = \left(P^{t}_{A} - P^{t-1}_{A}\right)/P^{t-1}_{A}$$

وكذلك:

$$\inf_{B} = \left(P^{t}_{B} - P^{t-1}_{B}\right)/P^{t-1}_{B}$$

أما التغيرات النسبية لسعر الصرف خلال الفترة t و $t-1$، فهي تأخذ الصيغة التالية:

$$\left(E^{t}_{A/B} - E^{t-1}_{A/B}/E^{t-1}_{A/B}\right) = \left(E^{t}_{A/B}/E^{t-1}_{A/B}\right) - 1$$

والتي تعادل:

$$/\left(P^{t}_{A}/P^{t-1}_{A}\right) - 1\left(P^{t}_{B}/P^{t-1}_{B}\right)$$

ويمكن إحلال التغيرات النسبية في الأسعار المحلية والأجنبية بما يعادلها من تضخم، حيث يصبح لدينا:

$$\left(E^{t}_{A/B} - E^{t-1}_{A/B}/E^{t-1}_{A/B}\right) = (1 + inf_A/1 + inf_B) - 1$$
$$= (inf_A - inf_B/1 + inf_B)$$

إن الاختلاف النسبي لسعر الصرف يكون مساويا بالتقريب للتغيرات في مستويات التضخم، إذ ترى نظرية النسبية لتعادل القوة الشرائية أن التغيرات في السعر الصرف هو نتيجة عن الفروقات في معدلات التضخم بين الدول، حيث:

$$\mathbf{\left(E^{t}_{A/B} - E^{t-1}_{A/B}/E^{t-1}_{A/B}\right) = (1 + inf_A/1 + inf_B) - 1 \approx inf_A - inf_B}$$

لتوضيح العلاقة نأخذ المثال السابق حيث:

نقوم بحساب التضخم في منطقة الأورو والولايات المتحدة الأمريكية:

$$inf_{EUR} = (100 - 95/95) \approx 5.26\%$$

$$inf_{USD} = (137 - 135/135) \approx 1.48\%$$

وهو ما يعني أن التضخم يقدر ب 5.26 %في منطقة الأورو، في حين يبلغ في الولايات المتحدة 1.48%.

وحسب نظرية تعادل القوة الشرائية فإن التغير النسبي لسعر الصرف بين الأورو والدولار نتيجة لهذا الاختلاف في التضخم بين الدولتين يحسب كالتالي:

$$\frac{1 + 5.26\%}{1 + 1.48\%} - 1 = 3.72\%$$

$$inf_{EUR} - inf_{USD} = 5.26\% - 1.48\% = 3.78\% \approx 3.72\%$$

وتفسير هذه النتيجة أن هنالك تدهور في قيمة الأورو بمعدل 3.72% مقابل الدولار بين سنتي 2010 و2011.

وهكذا أصبحت نظرية PPP في شكلها النسبي أكثر قبولا من سابقتها لدى الاقتصاديين، إلا أن ذلك لم يمنع وجود بعض العيوب، والمتمثلة أساسا في افتراضها عدم وجود لتكاليف النقل والعوائق الجمركية وغير الجمركية، والتي حاول أصحاب هذه النظرية تبريرها بأن قانون السعر الواحد وتعادل القوة الشرائية لا ينطبق إلا على السلع القابلة للمتاجرة دوليا، وهذا يعني ان سعر الصرف يتحدد بناءا على النسبة بين الأسعار المحلية والأجنبية لتلك السلع مع افتراض عدم وجود للعوائق الجمركية، أي أن:

$$E_{A/B} = \frac{P_{BT}}{P_{AT}}$$

حيث المستوى العام للأسعار المحلية (P_A) يشتمل على أسعار قابلة للمتاجرة دوليا (P_{AT}) وأسعار السلع غير قابلة للمتاجرة (P_{AN})، ومن ثم فإن:

$$P_A = a \times P_{AT} + (1-\alpha)P_{AN}$$

ونفس الشيء بالنسبة للمستوى العام للأسعار الأجنبية:

$$P_B = a \times P_{BT} + (1-\alpha)P_{BN}$$

تمثل (α) حصة السلع القابلة للمتاجرة الدولية من مجموع الانتاج للاقتصاد محل الدراسة.

وإذا افترضنا أن (β_A) تشير إلى النسبة بين السلع المحلية القابلة للمتاجرة وغير قابلة للمتاجرة، حيث:

$$\beta_A = \frac{P_{AN}}{P_{AT}}$$

ونفس الشيء بالنسبة للاقتصاد الأجنبي:

$$\beta_B = \frac{P_{BN}}{P_{BT}}$$

ويمكن إعادة صياغة هذين المعادلتين، كالتالي:

$$P_{AN} = \beta_A \times P_{AT}$$

$$P_{BN} = \beta_B \times P_{BT}$$

وثم يمكن تعريف مستوى الأسعار بدلالة أسعار السلع القابلة للمتاجرة دوليا فقط، في كل من الاقتصادين المحلي والأجنبي:

$$P_A = a \times P_{AT} + (1-\alpha)\beta_A \times P_{AT}$$

$$= [\alpha + (1-\alpha)\beta]P_{AT}$$

$$P_B = a \times P_{BT} + (1-\alpha)\beta_B \times P_{BT}$$

$$= [\alpha + (1-\alpha)\beta]P_{BT}$$

وإذا رمزنا إلى الجزء $[\alpha + (1-\alpha)\beta]P_{AT}$ ب δ_A وبالمثل بالنسبة ل $[\alpha + (1-\alpha)\beta]P_{BT}$ ب δ_B، وبالتالي يمكن تعريف مستوى الأسعار المحلية والأجنبية كما يلي:

$$P_A = \delta_A \times P_{AT}$$

$$P_B = \delta_B \times P_{BT}$$

وعليه يمكن إعادة صياغة معادلة سعر الصرف كالتالي:

$$E_{A/B} = \frac{P_{BT}}{P_{AT}}$$

$$= (P_B/\delta_B)/(P_A/\delta_A)$$

$$= \frac{P_B}{\delta_B} \times \frac{\delta_A}{P_A}$$

$$E_{A/B} = \frac{P_B}{P_A} \times \frac{\delta_A}{\delta_B}$$

إن هذه الصيغة توضح أن سعر الصرف لا يتحدد فقط بالنسبة بين مستويات الأسعار المحلية والأجنبية وإنما بعوامل حقيقية، ويكون سعر الصرف في هذه الحالة مساويا للنسبة بين الأسعار في حالة إذا كانت δ_A و δ_B مساوية للواحد الصحيح، بمعنى التجانس التام بينهما. ومن ثم فإن:

$$E_{A/B} = \frac{dP_B}{P_B} - \frac{dP_A}{P_A}$$

غير أن نظرية PPP في صيغتها النسبية تفترض أن δ_A و δ_B لا تتغير قيمتهما في الأجل القصير، وتفسر ذلك من خلال الترابط بين مستويات الأسعار في الدول المتقدمة الصناعية، حيث أن أسعار السلع القابلة للمتاجرة تتغير إذا تغيرت أسعار السلع غير قابلة للمتاجرة.

2. نظرية تعادل أسعار الفائدة:

تم تقديم هذه النظرية من قبل الاقتصادي J.M. Keyens سنة 1923، وتنص هذه النظرية على أنه إذا كان هناك عملتين ذات معدلات فائدة مختلفة، فإن هذا الاختلاف سينعكس على أسعار الصرف

الآجلة وأسعار الصرف المستقبلية المتوقعة من قبل المشاركين في السوق. ونميز بين نوعين من أسعار الفائدة المغطاة وغير المغطاة.

1.2 نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة (PTIC)

تنص هذه النظرية على وجود صلة بين سعر الصرف الحاضر والآجل والفروقات بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. وتنطلق نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة من فكرة مفادها أن للمستثمر خيارين عند توظيف أمواله، وهما(Jean-Pierre Allegret, 1997):

- توظيف أمواله في الأصول المقومة بالعملة المحلية (A) وبسعر فائدة i_A خلال الفترة t و t+1؛
- توظيف أمواله في الأصول المقومة بالعملة الأجنبية (B) وبسعر فائدة i_B خلال الفترة t و t+1.

فإذا اختار المستثمر توظيف أمواله في السوق المحلية فإنه سيتحصل عند نهاية الفترة (ولتكن أسبوع مثلا) على المبلغ المستثمر (X) مضافا إليه العائد على سعر الفائدة المحلي، أي أن:

$$X\ (1 + i_A)$$

إذا اختار المستثمر الاستثمار في السوق الأجنبي فإنه سيتحصل على العائد الناتج عن سعر الفائدة، لكن هذه العملية تنطوي عليها مخاطر تتمثل في حدوث انخفاض في قيمة العملة الأجنبية خلال فترة التوظيف، وهو ما يعني أن العائد المحقق من سعر الفائدة قد ينخفض نتيجة التدهور الذي قد يلحق بالعملة الأجنبية. في هذه الحالة فإن المستثمر يمكنه التغطية ضد هذا الخطر في السوق الآجل من خلال بيعه للعملة الأجنبية بيعا آجلا. وذلك باتباعه الخطوات التالية:

فسيقوم بتحويل المبلغ الذي بحوزته إلى العملة الأجنبية أي أنه يبيع العملة A ويشتري مقابلها بذلك المبلغ العملة B بسعر الصرف الحاضر $S_{A/B}$، فيحصل على $(1 \times S_{A/B})$ بالعملة الأجنبية B، الذي يوظفه أيضا لمدة أسبوع بسعر فائدة i_B، فيتحصل على في نهاية فترة التوظيف على مبلغ $(1 \times S_{A/B}) \times (1 + i_B)$ بالعملة الأجنبية B، ثم قيامه بإعادة تحويل المبلغ المتوقع الحصول عليه إلى العملة المحلية بسعر الصرف الآجل $F_{B/A}$ أي أنه يقوم ببيع العملة الأجنبية B بيعا آجلا مقابل A أي أنه سيحصل على:

$$(1 \times S_{A/B}) \times (1 + i_B) \times F_{B/A}$$

والتي تعادل(Paphalle B , Armande, 1993):

$$(1 + i_B) \times S_{A/B}/F_{A/B}$$

وهنا يكون المستثمر أمام حالتين هما:

- في حالة إذا كان العائد المحقق في السوق المحلي $(1 + i_A)$ أكبر من العائد المحقق في السوق الأجنبي $(1 + \mathrm{i_B}) \times S_{A/B}/\mathrm{F_{A/B}}$ فإن المستثمر سيتجه للاستثمار في السوق المحلي؛
- في حالة إذا كان العائد المحقق في السوق المحلي $(1 + \mathrm{i_A})$ أقل من العائد المحقق في السوق الأجنبي $(1 + \mathrm{i_B}) \times S_{A/B}/\mathrm{F_{A/B}}$ فإن المستثمر سيتجه للاستثمار في السوق الأجنبي.
- أما إذا كان العائد المحقق في السوق المحلي $(1 + \mathrm{i_A})$ مساويا للعائد المحقق في السوق الأجنبي $(1 + \mathrm{i_B}) \times S_{A/B}/\mathrm{F_{A/B}}$ فإن المستثمر سكون له الاختيار إما الاستثمار في السوق المحلي أو الأجنبي، باعتباره سيحقق نفس العائد، حيث:

$$\mathbf{i_B - i_A = (F_{A/B} - S_{A/B})/S_{A/B}}$$

أي أن:

$$\mathbf{i_B \approx i_A + (F_{A/B} - S_{A/B})/S_{A/B}}$$

هذه هي الصيغة التي تعبر عن أن هناك اختلاف بسيط بين سعر الصرف في السوق الآجل والحاضر، حيث تعبر الجهة اليمنى من الصيغة على الفرق النسبي بين السعر الحاضر والآجل؛ إذا كان الفرق موجبا فيطلق عليه الخصم، أما إذا كان سالبا فيطلق على ذلك الفرق تسمية علاوة على العملة A لأجل.

كما يشير هذا التعبير إلى أنه عندما تحد حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين المراكز المالية من الاختلافات بين السعر الحاضر والسعر الآجل، فإن علاوة أو خصم عملة مقابل أخرى يكون نتيجة الفارق في أسعار الفائدة في كل مركز. كما أنه إذا كان السعر الآجل والحاضر لا يحققان المساواة فإن هناك فرصة للمراجحة يمكن استغلالها واستعادة التوازن بين مختلف المعدلات.

2.2 نظرية تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة (PTINC)

يمكن للمستثمر إذا اختار الاستثمار في السوق الأجنبي عدم التغطية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها جراء ذلك، فهو غير ملزم بذلك، باعتبار أن المستثمر يتمتع بالرشادة العقلانية فإنه سيتوقع ارتفاعا في سعر العملة الأجنبية (تدهور في العملة المحلية)، أو أن التدهور الذي قد يحدث لن يلغي تماما لإمكانية الاستفادة من فروقات سعر الفائدة الناتج عن إيداعه لرأس ماله في المركز الأجنبي. كما أن هناك اختلاف بين سعر

الصرف الآجل وسعر الصرف المتوقع في كون أن هذا الأخير غير معروف مسبقا حتى تاريخ الاستحقاق، كما أن المردود المترتب عن الاستثمار أيضا غير محدد. حيث يضاف لمردود الأصل الأجنبي i_B معدل تحسن أو تدهور العملة $\left(i_B + E(S_{A/B})\right)$، حيث يمثل $E(S_{A/B})$ على سعر الصرف المتوقع(Boughton, 2006). ويمكن التعبير عن هذه النظرية بصيغة مماثلة لسابقتها إذ يحل محل سعر الآجل السعر المتوقع للصرف بحكم أن المراجحة تتم بدون تغطية أي أن:

$$i_B - i_A = \left(E(S_{A/B}) - S_{A/B}\right)/S_{A/B}$$

يظهر من خلال المعادلة أن التغيرات في سعر الصرف المتوقع تساوي فروقات الفائدة، فإذا لم تتحقق هذه المساواة فإن مكاسب المرايحة تكون قابلة للتحقيق، وعليه فإن سعر الصرف الحاضر سيتطور من أجل اعادة المساواة.

مثال:

لنفرض أن مستثمر أوروبي يرغب في توظيف أصول له بالأورو لمدة أسبوع، لديه خيارين إما أن يستثمر أمواله في كندا أو فرنسا، حيث تتوفر المعطيات التالية في السوق:

- سعر الصرف الحاضر بين الأورو والدولار الكندي هو: $S_{EUR/CAD} = 1.3726$؛
- معدل التوظيف في كندا لمدة أسبوع هو: $i_c = 4.5\%$؛
- معدل التوظيف في فرنسا لمدة أسبوع هو: $i_F = 2.5\%$.

المطلوب: حدد سعر الصرف المتوقع.

إن قيمة فروقات الفائدة في كلا الدولتين هي:

$i_C - i_F = 2$ نقطة

ومن ثم يمكن إيجاد سعر الصرف المتوقع بين الأورو والدولار الكندي، حيث:

$$0.02 = \left(E(S_{A/B}) - 1.3726\right)/1.3726$$

كما ان العلاقة بين فروقات الفائدة ومعدل تغير سعر الصرف هي علاقة طردية حيث:

- إذا كانت فروقات الفائدة موجبة $(i_B > i_A)$ فإن سعر العملة الأجنبية سينخفض مقابل ارتفاع سعر العملة المحلية أي أن سعر الصرف المتوقع سيرتفع $(E(S_{A/B}) > 0)$؛
- أما إذا كانت فروقات الفائدة $(i_B < i_A)$ فإن سعر العملة الأجنبية سيرتفع مقابل نظيرتها أي أن سعر الصرف المتوقع سينخفض $(E(S_{A/B}) < 0)$.

مثال:

لنفرض أن سعر الفائدة على الأورو لمدة ثلاثة أشهر يعادل 4%، وسعر الفائدة على الدولار هو 6%، وهو ما يعني أن سعر الصرف المتوقع إذا كان مسعر بالتسعيرة الأكيدة للأورو مقابل الدولار، سيرتفع وهو ما يعني انخفاض الأورو مقابل الدولار بمقدار: (6% – 4%) /4= 0.5%. تم القسمة على العدد 4 لجعل سعر الفائدة سنوي الذي يعادل 3 أشهر.

هناك اختلاف بين سعر الصرف الفوري المتوقع وسعر الصرف الآجل الذي تحدده السوق أو البنوك، حيث إذا كان سعر الصرف الفوري المتوقع أعلى من سعر الصرف الآجل $(E(S_{A/B}) > F_{A/B})$؛ فإنه من المتوقع أن يرتفع سعر العملة المحلية وهو ما يؤدي إلى وجود رأس مال اضافي في السوق المحلية نظرا لجاذبيتها، ومن ثم انخفاض العائد على سعر الفائدة i_A، بينما في السوق الأجنبي فيشهد عجز في رأس المال وارتفاع في معدل العائد على سعر الفائدة الأجنبيi_B. ويحدث العكس في حالة إذا كان $(\mathbf{E(S_{A/B}) < F_{A/B}})$. أما إذا كان $(\mathbf{E(S_{A/B}) = F_{A/B}})$ فإنه لن تكون هناك عملية مراجحة.

ومع ذلك تعترف النظرية الاقتصادية أن المستثمرين غالبا ما يظهرون شكلا من أشكال المجازفة التي تؤدي بهم الخروج عن هذه القاعدة البسيطة للمراجحة، في هذه الحالة يختلف سعر الآجل عن سعر الصرف المتوقع بعلاوة الخطر π، حيث:

$$\mathbf{F_{A/B} = E(S_{A/B}) + \pi}$$

حيث تتحدد علاوة الخطر بالفرق بين سعر الصرف الحاضر المتوقع وسعر الصرف الآجل، حيث إذا كان سعر الصرف الآجل أعلى من سعر الصرف الفوري المتوقع $(E(S_{A/B}) < F_{A/B})$، فإن علاوة الخطر تكون موجبة $(\pi > 0)$، وعليه فعلى المستثمرين تجنب المخاطر؛ وبالعكس فإذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحاضر المتوقع $(E(S_{A/B}) > F_{A/B})$، فإن هذا يشجع المستثمر على الاستثمار في السوق الأجنبي.

تفسر كلا من نظرية تعادل سعر الفائدة المغطاة وغير المغطاة تطور سعر الصرف على المدى القصير من خلال سلوك فئتين من وكلاء الأسواق النقدية والصرف الأجنبي هما: المراجحون الذين يسعون للاستفادة من فروقات أسعار الصرف خلال لحظة معينة بين مراكز مالية مختلفة، وأيضا الفجوة بين أسعار الفائدة دون تغيير وضعية العملة (نجدها في PTIC)؛ والمضاربون الذين يتطلعون لتحقيق المزيد من مكاسب رأس المال مع التعرض المتعمد للخطر على أساس توقعاتهم (نجدها في PTINC).

عند الجمع بين علاقتي النظريتين نلاحظ أن سعر الصرف المتوقع للسوق يجب أن يكون أكثر أو أقل من سعر الصرف الآجل في سوق العملات الأجنبية الآجلة، وهذا يعني نتيجة هامة: أن العملة الخاصة للدولة أو أسعار الفائدة المرتفعة تميل للانخفاض أمام العملة التي تقدم سعر فائدة منخفض حتى يتحقق التعادل بين أسعار الفائدة.

3. المدخل النقدي في تحديد سعر الصرف:

يقوم المدخل النقدي بتفسير التغيرات في سعر الصرف من خلال التغيرات التي تحدث في العرض والطلب على النقود، حيث يفترض هذا المدخل أن السندات المحلية والأجنبية هي بدائل تامة، أي أن هناك إحلالا تاما بين الأصول المالية المحلية والأصول المالية الأجنبية، ويعتبر هذا المدخل امتدادا لنظرية تعادل القوة الشرائية، من خلال بحثها عن مدى قدرة التغيرات النسبية في الأسعار (معدلات التضخم) في تحديد التغيرات في اسعار الصرف.

وبافتراض أن:

❖ دالة الطلب على النقود في الاقتصاد المحلي، هي:

$$L_A = K_A P_A Y_A$$

❖ دالة الطلب على النقود في الاقتصاد الأجنبي، هي:

$$L_B = K_B P_B Y_B$$

❖ التوازن في سوق النقود في الدولتين:

$$L_A = M_A$$
$$L_B = M_B$$

❖ تعادل القوة الشرائية:

$$P_B = E_{A/B} \times P_A$$

حيث أن:

L : الطلب على النقود، M : عرض النقود، Y : الدخل، K : نسبة التفضيل النقدي.

وبإحلال دالتي الطلب النقدي في كلا الاقتصادين في معادلة القوة الشرائية نحصل على:

$$E_{A/B} = \frac{P_B}{P_A} = (M_B/K_B Y_B)/(M_A/K_A Y_A)$$

وبافتراض أن K ثابتة فإن:

$$E_{A/B} = (M_B/M_A) \times (Y_A/Y_B)$$

ويعني ذلك أنه:

- تتدهور قيمة العملة المحلية A عندما يكون معدل النمو في المعروض النقدي المحلي M_A أكبر من المعروض النقدي الأجنبي M_B؛ ومعدل النمو في الدخل الأجنبي Y_B أكبر من معدل النمو في الدخل المحلي Y_A؛
- وترتفع قيمة العملة المحلية A عندما يكون المعروض النقدي الأجنبي أكبر من المعروض النقدي المحلي، ومعدل النمو في الدخل المحلي أكبر من نظيره الأجنبي.

مثال:

ليكن لديك المعطيات التالية عن اقتصاد محلي A وأجنبي B حيث:

$$M_A = 5\%\ \ M_B = 3\%, Y_A = 3, Y_B = 1\ ,$$

فإن التغير في سعر الصرف سيكون مساويا للصفر $E_{A/B} = 0$ لأن الزيادة في العرض النقدي المحلي عن نظيره الأجنبي تم تعويضها بنفس الزيادة في الدخل المحلي عن الدخل الأجنبي.

4. مدخل توازن المحفظة في تحديد سعر الصرف:

كان لمساهمات كل من Kouria، Porter 1974، Dolly و Isard 1979 الفضل في صياغة نموذج توازن المحفظة الذي يقوم على فكرة أن تحديد سعر الصرف يكون بمقارنة طلب وعرض العملة المحلية مع نظيرتها الأجنبية، ويفترض أن هناك إحلال غير تام للأصول المالية المحلية بالأصول المالية الأجنبية والعكس.

كما يوسع هذا المدخل دالة الطلب على النقود لتشمل أصولا مالية أخرى بالإضافة إلى النقود، ويفترض نموذج الطلب على الأصول المالية أن الطلب سوآءا كان محليا أو أجنبيا على النقود، السندات المحلية والأجنبية، ويمكن التعبير على دالة الطلب على النقود المحلية بالمعادلة التالية(هزاع مفلح, 2007):

$$L_A = f(i_A^-, i_B^-, x^-, Y_A^+, P_A^+, W_A^+)$$

حيث:

i_A^- : سعر الفائدة على السند المحلي؛

i_B^- : سعر الفائدة على السند الأجنبي؛

x^- : نسبة التغير المتوقع في سعر العملة الأجنبية؛

Y_A^+: الدخل المحلي الحقيقي؛

W_A^+ : الثروة المحلية الحقيقية.

الثروة (W) = النقود المحلية + السندات المحلية + السندات الأجنبية.

$$W = L_A + B_A + B_B$$

وتبين الاشارات فوق المتغيرات في المعادلة علاقتها بالطلب على النقود.

وبالمثل تكون معادلة دالة الطلب على النقود في الاقتصاد الأجنبي، كالتالي:

$$L_A = f(i_A^-, i_B^-, x^-, Y_B^+, P_B^+, W_B^+)$$

ويمكن التعبير على دالة الطلب على السندات المحلية بالمعادلة التالية:

$$B_A = f(i_A^+, i_B^-, x^-, Y_A^-, P_A^-, W_A^+)$$

إن الارتفاع في أسعار الفائدة المحلية مقارنة بالأجنبية يجعل السندات المحلية مغرية مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها، في حين أن ارتفاع أسعار الفائدة الأجنبية مقارنة بنظيرتها المحلية يجعل السندات الأجنبية مغرية فيزيد الطلب عليها وينخفض الطلب على السندات المحلية، كذلك يعمل الارتفاع في x بنفس الطريقة؛ أما العلاقة بين الطلب على السندات المحلية والأسعار المحلية والدخل المحلي فهي علاقة عكسية، ناتجة عن العلاقة بين الطلب على النقود لأغراض التبادل والدخل ومستوى الأسعار. فالارتفاع في الدخل يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود لأغراض التبادل، وبالتالي سيقلل المستثمر على ما لديه من سندات للحصول على النقود، وهذا ينطبق أيضا على التغير في السعر(هزاع مفلح, 2007).

أنا بالنسبة للطلب على السندات الأجنبية فيمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$B_B = f(i_A^-, i_B^+, x^+, Y_A^-, P_A^-, W_A^+)$$

حيث ان الاشارات الخاصة ب W_A^+، P_A^-، Y_A^- لها نفس التفسير الذي قدمناه على الطلب على السندات المحلية، أما بالنسبة للإشارات على أسعار الفائدة في عكس ما كانت عليه في حالة الطلب على السندات المحلية. ويرجع ذلك كون ان الأصول المالية المكونة للثروة هي بدائل لبعضها البعض، ولذلك فإن أي تغير في أحد المتغيرات يسبب عدد من التفاعلات لذي المستثمر.

المحور الخامس: خطر الصرف وتقنيات تغطيته

اتجهت معظم الدول المتقدمة إلى تطبيق نظام سعر الصرف العائم، مما أدى إلى حدوث تقلبات متزايدة في أسعار الصرف. ونتيجة لذلك، ازدادت المخاطر التي تواجه مختلف المتعاملين الاقتصاديين في الأسواق المالية والنقدية، سواء كانت حقيقية أو مالية. هذا الوضع استدعى الاعتماد على تقنيات حديثة لإدارة مخاطر الصرف، وفهم طبيعة هذه المخاطر بشكل دقيق، لا سيما عند التعامل في سوق الصرف الأجنبي. كما أصبح من الضروري الإلمام بالإجراءات الواجب اتباعها لتفادي التعرض للمخاطر المحتملة الناتجة عن المعاملات الدولية.

1. تعريف خطر الصرف:

تنشأ مخاطر الصرف الأجنبي عندما تمارس مؤسسة أعمالا أو تستثمر في أدوات دين أو تجري معاملات مالية بعملة تختلف عن العملة التي تعد بها حساباتها. وتعرّف هذه المخاطر على أنها احتمال تعرض المؤسسة لخسائر نتيجة التغيرات في أسعار الصرف، وهي تغيرات قد تؤثر إيجابا أو سلبا على تدفق النفقات والإيرادات، بما في ذلك تكلفة المواد الخام، وعائدات بيع السلع، والتدفقات النقدية المرتبطة بالاقتراض والاستثمار بالعملات الأجنبية، فضلًا عن تأثيرها المباشر على ربحية المؤسسة وقيمتها الدفترية. وتواجه الشركات ذات الأنشطة التجارية أو المالية الدولية عادة ثلاثة أنواع رئيسية من مخاطر الصرف، وهي: خطر المعاملات، والخطر المحاسبي، والخطر الاقتصادي (Catherine Mercier-Suisse، Laurence Abadie, 2011)

وفي هذا السياق، تواجه المؤسسة أنواعا متعددة من المخاطر، ويُعد التعامل معها جزءا أساسيا من نشاطها الاستراتيجي. ومن بين هذه المخاطر، يطرح تساؤل مهم حول ما إذا كان خطر الصرف يمثل فئة مستقلة ومختلفة عن غيرها من المخاطر التي تتحملها المؤسسة. من وجهة نظر الأسواق المالية، ينظر إلى هذا الخطر كمخاطرة مالية بحتة، غير منهجية، وقابلة للتنويع، ولذلك لا تتطلب إدارة مباشرة من المؤسسة نفسها، بل تترك للمستثمرين القادرين على إدارتها حسب تفضيلاتهم ومنافعهم الخاصة (Haberer, 1999.)

غير أن الواقع العملي داخل المؤسسة يظهر أن خطر الصرف غالبا ما يكون متشابكا مع الخطر التجاري الناتج عن تقلبات الأسعار في أسواق المدخلات والمخرجات، مما يجعله جزءا لا يتجزأ من المخاطر التشغيلية للمؤسسة. وبالتالي، فإن إدارة هذا النوع من المخاطر لا تتم بمعزل عن السياق العام لإدارة المخاطر التجارية، بل يتم دمجه ضمن الاستراتيجية الشاملة للمؤسسة.

2.أنواع خطر الصرف:

1.2 خطر الصفقات:

هي المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات غير المالية عند قيامها بمعاملات التبادل مع الدول الأجنبية، وتتمثل في الايرادات والمصروفات المتعلقة بعمليات الاستيراد والتصدير، وبالتالي المعاملات التجارية، والمعاملات المالية مثل عمليات الاقتراض والاقراض بالعملات الأجنبية(Adams et al., 2021).

فالمؤسسات المصدرة التي تبيع السلع والخدمات للخارج، وتتلقى المقابل المالي لها بالعملة الأجنبية، تكون عرضة للتقلبات السلبية في سعر الصرف والمتمثلة في انخفاض قيمة العملة الأجنبية، وبالتالي ما تتلقاه من مبلغ بالعملة المحلية يكون أقل مما كان مقررا في الأصل. وبالعكس بالنسبة للمؤسسات المستوردة التي تدفع مقابل السلع والخدمات التي تستوردها بالعملة الأجنبية فهي تتعرض لمخاطر الصرف التي تنشأ من ارتفاع قيمة العملة الأجنبية فتكون مضطرة إلى دفع المزيد من العملة المحلية عن المبلغ المقرر في الأصل.

بالنسبة لمدة التعرض لخطر المعاملة تكون قصيرة نسبيا، حيث تكون بين وقت التوقيع على المعاملة والدفع أو القبض الفعلي للبضاعة والتي تتراوح بين بضعة أسابيع إلى بضعة أشهر.

2.2 خطر صرف التحويل والتجميع:

يعكس مخاطر الصرف الأجنبي الناجمة عن تحويل القوائم المالية (البيانات عن الموجودات و المطلوبات) للشركات الأجنبية التابعة للشركة الأم المعدة بالعملة الأجنبية إلى العملة المحلية، ومن ثم فإن الأخطار المحاسبية تهم بشكل خاص الشركات التي لها فروع في الخارج (الاستثمار المباشر)، والتي تقوم بتجميع حسابات تلك الفروع في النتائج المالية للشركة الأم (أو ما يسمى بالميزانية المجمعة) (Jean Louis Amelon , Jean Marie Carde bat, 2010)؛ أو الشركات التي تقوم بحيازة أصول مالية أجنبية (الاستثمارات غير المباشرة)، وتتلقى عائدات مالية بالعملة الأجنبية عن تلك الحيازات. كما أن

أسعار الصرف التي يتم تطبيقها في مجال المحاسبة ليست موحدة حسب ما تنص عليه قوانين المحاسبة الدولية، فنجد مثلا تسجل قيمة المخزونات بسعر الصرف الحالي عند تاريخ الاغلاق، ولا تسجل بسعر صرف اقتنائها، بالمقابل تسجل قيمة الاستثمارات بسعر صرف اقتنائها ولا تسجل بسعر الصرف الساري المفعول عند إغلاق الميزانية.

3.2 الخطر الاقتصادي:

ويطلق عليه أيضا تسمية الخطر التشغيلي والذي يقيس التغير في القيمة الحالية للشركة الناتجة عن التغير غير المتوقع والمرتبط بسعر الصرف والتي قد تنعكس على النتائج التشغيلية المستقبلية للشركة، نتيجة تأثر قدرتها التنافسية(Jean Louis Amelon, Jean Marie Carde bat, 2010)، حيث أن الشركات الواقعة في الدول التي تعرف ارتفاعا في قيمة عملاتها، تفقد بحدة قدراتها التنافسية، على عكس الشركات التي تقع في الدول التي تشهد قيمة عملاتها انخفاضا، فمن المرجح أن تكسب حصة من السوق. إذ أن التغير في سعر الصرف يؤثر على أسعار السلع والخدمات المنتجة من قبل المحليين بالنسبة للمنافسين الأجانب، لكن يمكن للشركات أن تقلل من الانعكاس السلبي للتغير في سعر الصرف على تنافسيتها من خلال التأثير على سعر البيع. وللتوضيح أكثر نفترض أن هناك شركة أوروبية مصدرة قد تتعرض لإحدى الحالات الأربع التالية(Peyrard Josette, 1999):

- ارتفاع قيمة الأورو المفوترة به المبيعات، في هذه الحالة لن تكون الشركة مهتمة بالتغيرات التي حصلت في سعر الصرف، كون أن قيمة المبيعات ستبقى على حالها، غير أن الارتفاع يجعل منتجاتها أقل قدرة على المنافسة، ولكيلا تفقد تلك القدرة تقوم الشركة الأوروبية بخفض أسعارها بالأور لإبقاء العملة الأجنبية دون تغيير.
- انخفاض قيمة الأورو المفوترة به المبيعات، في هذه الحالة تبقى قيمة المبيعات دون تغيير إلا أن منتجاتها تصبح أكثر تنافسية في السوق، لكن إذا كانت الشركة لا ترغب في زيادة حصتها في السوق، فيمكنها رفع أسعار منتجاتها لزيادة رقم أعمالها وحجم أرباحها من دون اللجوء إلى رفع انتاجها.
- ارتفاع قيمة الأورو مقابل العملة الأجنبية المفوترة بها المبيعات، في هذا الإطار، فإن حصة الشركة في السوق لن تتغير لكن قيمة مبيعاتها ستنخفض عند تحويلها إلى الأورو، وهي حالة غير مريحة للغاية بالنسبة للشركة.

- انخفاض قيمة الأورو مقابل العملة الأجنبية المفوترة بها المبيعات، وهي الوضعية الملائمة للشركة حيث لن تتغير قدرتها التنافسية لكن من جهة أخرى ترتفع قيمة مبيعاتها بالأورو.

ليست فقط الشركات المصدرة والمستوردة للسلع والخدمات الوحيدة التي تهتم بالتغيرات التي تحدث في سعر الصرف، ففي القطاع المالي نجد مسيري الأصول المالية الدولية يهتمون كذلك بها، نظرا لزيادة التذبذبات التي تحدث في المحفظة المالية، ومن ثم التأثير على الأداء المالي لمسيريها مقابل منافسيهم.

وبالتالي يمكن التمييز بين نوعين من المخاطر الاقتصادية:

✓ مخاطر مباشرة: وتتعلق بتأثير تغير أسعار الصرف على التدفقات النقدية الحالية سواء كانت تدفقات داخلة للشركة أو خارجة منها؛

✓ مخاطر غير مباشرة (مخاطر العمليات المتوقعة): وتتعلق بتأثير تغير أسعار الصرف على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعه، وفي هذه الحالة تكون درجة المخاطر مضاعفة ذلك أن مقدار التدفق النقدي بالعملة الأجنبية غير متأكد منه، بالإضافة الى وجود تذبذب في سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.

3. قياس خطر الصرف:

يمكن قياس خطر الصرف من خلال تحديد وضعية الصرف.

1.3 تعريف وضعية الصرف

تتمثل في الوثيقة التي من خلالها جرد المبالغ بالعملات الأجنبية المستحقة والواجبة الدفع والتي تنتج عن الالتزامات المختلفة للشركة، ويتم هذا الجرد تبعا للآجال والعملات، وقد تكون هذه الالتزامات مسجلة في الميزانية أو خارجها، كما قد تكون ناتجة عن عمليات مستقبلية(Jobard Jean-Pierre, Navatte Patrick, 1997)

كما أنها تمثل الأرصدة بالنسبة لكل عملة أجنبية المستحقة والواجبة الدفع، والتي تخصص لها تغطية من قبل المؤسسة التي تتعامل مع الخارج، ونتيجة لذلك تبقى معرضة للخطر(Wapler Nicolas, 1990).

ويمكن تعريفه على أنه الفرق الموجب أو السالب بين الذمم والإلتزامات بالعملة الأجنبية(Yaïci (Farid, 2008

من التعاريف السابقة يمكن أن نخلص إلى أن وضعية الصرف هي وثيقة موجزة منظمة تضم أرصدة جميع المعاملات التجارية والمالية بالعملة الأجنبية.

2.3 طرق حساب وضعية الصرف

تحدد وضعية الصرف من خلال الفرق بين الأصول والخصوم المقومة بالعملة الأجنبية، وذلك خلال فترة زمنية معينة تُعدّ مرجعية بحسب عادات المؤسسة وطبيعة نشاطها. وبناءً على ذلك، يمكن التمييز بين الطرق التالية لحساب وضعية الصرف، كما يلي:

✓ حساب وضعية صرف الصفقة

إن حساب وضعية صرف المعاملة (الصفقة) يعهد في الأصل إلى المصلحة المالية أو أمين صندوق الشركة، والتي تمثل جميع المعاملات المحاسبية بالعملات الأجنبية التي قامت بها الشركة. ولكي يمكن قياس وضعية الصرف لابد من تحديد عملة واحدة التي سيتم تحويل كل تلك المعاملات المحاسبية إليها، والتي تتمثل أساسا في عملة الدولة المتواجدة بها الشركة، أما إذا كانت مجموعة شركات متعددة الجنسيات فإن العملة هي عملة الدولة المتواجد بها الشركة الأم.

حيث تحسب وضعية الصرف لكل عملة على حدا، وتؤخذ بعين الاعتبار مختلف الفترات الزمنية عن طريق تجميع الديون والذمم ذات آجال استحقاق قريبة (مثل تجميع الموجودات والمطلوبات ذات أجل استحقاق شهر أو أقل، ما بين 3 إلى 6 أشهر، أكثر من 6 أشهر...). نأخذ الجدول التالي الذي يوضح وضعية صرف المعاملات خلال الفترة t شهر (Catherine Mercier- Suissa & Laurence Abadie, 2011).

مثال:

بناءا على بيانات شركة أوروبية لديها معاملات تجارية ومالية مع عدة دول أجنبية كالتالي:

الجدول رقم (5–1): وضعية صرف المعاملة خلال الفترة t شهر

	العملات	الأورو (EUR)	الدولار الأمريكي (USD)	الدولار الكندي (CAD)	الدولار الأسترالي (AUD)
المعاملات					
المعاملات التجارية المفوترة					
حساب العميل (+)		10000	5000	3000	8000
حساب المورد (–)		(5000)	(2000)	(500)	(0)
المعاملات المالية					
الاقراض (+)		6000	0	2500	0
الاقتراض (–)		(12000)	(0)	(1200)	(9000)
معاملات تجارية ومالية أخرى		500	200	(50)	0
وضعية خطر صرف الصفقات		(500)	3200	3750	(1000)
المعاملات التجارية غير الفوترة					
المبيعات (+)		7000	4000	2000	3000
المشتريات (–)		(6500)	(1000)	(500)	(1500)
معاملات اقتصادية أخرى					
وضعية خطر صرف المعاملات		0	6200	5250	500

إن مبالغ المعاملات ذات آجال استحقاق t والمتمثلة في المعاملات التجارية (الصادرات والواردات من السلع والخدمات الفوترة) والمعاملات المالية (الحقوق والديون بالعملات) مضافا إليها المعاملات التجارية والمالية الأخرى (والمتمثلة في مقبوضات ومدفوعات الفائدة، الأرباح المحققة، الإتاوات على براءات الاختراع، أو التراخيص...) تسمح بتحديد وضعية صرف الصفقات وذلك من خلال جمع التدفقات الإيجابية والسلبية لكل عملة. كما يمكن إضافة للعملية أعلاه المعاملات التجارية غير المفوترة فضلا عن العناصر الاقتصادية الأخرى لتقييم الوضعية الاقتصادية للشركة.

نميز هنا بين نوعين من وضعية الصرف: وضعية الصرف المفتوحة ووضعية الصرف المغلقة.

- **وضعية الصرف المفتوحة:** وتنقسم إلى وضعية طويلة وأخرى قصيرة.

○ **وضعية الصرف الطويلة:** يكون فيها مبلغ الديون أقل من مبلغ الحقوق للعملة الأجنبية(Rousselot Philippe, 1998)، والتي تتمثل في وضعية الدولار الأمريكي والكندي في

مثالنا السابق، في هذه الحالة تتعرض الشركة لخطر انخفاض الدولار الأمريكي والكندي بالنسبة للأورو (إذا افترضنا أن الأورو هو عملة الدولة المقامة فيها الشركة).

- **وضعية الصرف القصيرة:** يكون فيها مبلغ الجانب الدائن أكبر من مبلغ الجانب المدين(Rousselot Philippe, 1998)، والتي تتمثل في وضعية كل من الدولار الأسترالي والأورو في مثالنا السابق، في هذه الحالة تتعرض الشركة لخطر ارتفاع الدولار الأسترالي مقابل الأورو (بافتراض أن الأورو هي العملة الوظيفية للشركة).

- **وضعية الصرف المغلقة:** والتي يكون فيها مبلغ الجانب الدائن مساويا لمبلغ الجانب المدين للعملة، حيث حدثت تغطية تلقائية لخطر الصرف، وبالتالي فخطر الصرف معدوم.

مثال آخر:

يمكن إعطاء مثال آخر يظهر حقوق وديون شركة أوروبية في تعاملاتها مع شركات أمريكية:

الشكل رقم (5-1): مثال توضيحي عن وضعيتي الصرف المفتوحة والمغلقة

ديون بقيمة: USD = 15000	حقوق بقيمة: USD=10000
	وضعية صرف قصيرة USD = 5000

حقوق بقيمة: USD=10000	ديون بقيمة: USD=5000
	وضعية صرف طويلة USD = 5000

ديون بقيمة: USD=5000	حقوق بقيمة: USD=5000
وضعية صرف مغلقة USD=0	

✓ **حساب وضعية صرف التحويل:**

يعتمد تحديد وضعية الصرف المحاسبية للشركات المتعددة الجنسيات على حجم وموقع الفروع الأجنبية، بالإضافة إلى الطرق المحاسبية المستخدمة في تجميع الحسابات المالية، والتي تسجل بعض الاختلافات من دولة إلى أخرى، إلا أنه يمكن حصرها في طريقتين رئيسيتين للتجميع على المستوى الدولي. تتمثل في طريقة سعر

الإغلاق والطريقة السعر اللحظي (Catherine Mercier- Suissa ,Laurence Abadie, 2011).

- **طريقة سعر الإغلاق**: في هذه الطريقة يتم تحويل جميع بنود الميزانية للشركات التابعة بسعر الصرف في تاريخ إغلاق السنة المالية (سعر الصرف الحالي)، ما عدا صافي البنود الأولية المكونة للميزانية، (تسجل بسعر صرف تاريخ اغلاق السنة المالية السابقة)، هذه الطريقة بسيطة فهي لا تتطلب تقييم فردي للعناصر المعنية، بل مجرد تطبيق لسعر الصرف الحالي الذي لا يوجد حاجة لتقييمه لأنه معروف. ومع ذلك فإن له تأثير متفاوت القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية) للأصول استنادا لتقلبات سعر العملة المرجعية (التي كان مسجل بها الأصل) والعملة المحلية، عندما تكون تلك العملة منخفضة.
- **طريقة السعر اللحظي**: تستمد من الطريقة القديمة (الطريقة النقدية / غير النقدية)، و تقوم على تحويل البنود النقدية (السيولة، الحقوق و الديون) بالعملة الأجنبية إلى العملة المحلية بسعر الصرف الحالي، أما البنود غير النقدية (الأصول الملموسة وغير الملموسة، الأوراق المالية، الاستثمارات الأخرى، المخزونات، رأس المال الخاص و مختلف عناصر حسابات النتائج) بسعر الصرف التاريخي إذا كان التقييم يستند على العناصر تاريخية، و بسعر الإقفال إذا كان التقييم يستند على العناصر الحالية أو المستقبلية، حيث يتم تحويل المخزون بالسعر التاريخي إذا كان تقييمه بسعر التكلفة السابق، و يتم تحويله بسعر الصرف الحاضر إذا كان تقييمه يتم بالسعر الحالي. كما ان فروقات التحويل التي تظهر ترتبط بنتيجة المؤسسة كون أن العمليات التي تنفذ في الخارج هي امتداد لنشاط الشركة الأم.

هذا الأسلوب القياسي أوصى به معيار المحاسبة الدولي IAS 21 حيث في كل تاريخ اقفال للسنة المالية: يجب تحويل البنود النقدية بالعملة الأجنبية باستخدام سعر الإقفال، أما البنود غير النقدية المقومة بالتكلفة التاريخية فيتم تحويلها بأسعار الصرف السائدة في تاريخ إجراء المعاملة، أما البنود غير النقدية والتي قومت بالتكلفة الحالية فيتم تحويلها بأسعار الصرف الحاضرة، قبل تاريخ غلق السنة المالية.

نأخذ المثال التالي لتوضيح الطريقتين:

مثال:

لنفترض أنه بتاريخ t=0 قامت شركة أوروبية بشراء شركة كندية، أي أن الشركة الكندية أصبحت تابعة للشركة الأوروبية، وبالتالي فإن بنود ميزانية الشركة التابعة بالعملة الكندية ستحول إلى عملة الشركة الأم وهي

الأورو، حيث سعر الصرف بين الدولار الكندي والأورو بتاريخ t=0 هو CAD/EUR=0.70، أما ميزانية الشركة الكندية بالعملة الكندية في نفس التاريخ هي كالتالي:

الجدول رقم (5–2): ميزانية الشركة الكندية بالدولار الكندي بتاريخ t=0

ميزانية الشركة الكندية بالدولار الكندي بتاريخ t=0			
الأصول		**الخصوم**	
الاستثمارات	1100	رأس المال	700
المخزونات	300	الاحتياطات	400
الحقوق طويلة الأجل	100	مخصصات الاستملاكات والمؤونات	100
الحقوق قصيرة الأجل	400	ديون طويلة الأجل	100
السيولة الحاضرة	300	ديون قصيرة الأجل	900
المجموع	**2200**	**المجموع**	**2200**

Source: Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

وميزانية الشركة الكندية بتاريخ t=0 بالعملة المرجعية الأورو هي كالتالي:

الجدول رقم (5–3): ميزانية الشركة الكندية بالأورو الكندي بتاريخ t=0

ميزانية الشركة الكندية بالأورو بتاريخ t=0			
الأصول		**الخصوم**	
الاستثمارات	770	رأس المال	490
المخزونات	210	الاحتياطات	280
الحقوق طويلة الأجل	70	مخصصات الاهتلاكات و المؤونات	70
الحقوق قصيرة الأجل	280	ديون طويلة الأجل	70
السيولة الحاضرة	210	ديون قصيرة الأجل	630
المجموع	**1540**	**المجموع**	**1540**

Source: Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

و ليكن t=1 هو تاريخ إقفال السنة المالية، ميزانية الشركة الكندية في هذا التاريخ هي كالآتي:

الجدول رقم (5–4): ميزانية الشركة الكندية بالدولار الكندي بتاريخ t=1

ميزانية الشركة الكندية بالدولار الكندي بتاريخ t=1			
الأصول		**الخصوم**	
الاستثمارات	1300	رأس المال	700
المخزونات	400	الاحتياطات	550
الحقوق طويلة الأجل	200	مخصصات الاهتلاكات و المؤونات	200
الحقوق قصيرة الأجل	500	ديون طويلة الأجل	200
السيولة الحاضرة	300	ديون قصيرة الأجل	1000
الرصيد	**50**		
المجموع	**2700**	**المجموع**	**2650**

Source: Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

للتمكن من تجميع الحسابات في تاريخ الإغلاق، نفترض توفر المعلومات الرئيسية التالية عن أسعار الصرف بين CAD/EUR:

سعر الصرف بتاريخ t=0	0.70=
سعر الصرف التاريخي للمخزونات	0.73=
سعر الصرف التاريخي للاحتياطات الجديدة	0.72=
سعر الصرف التاريخي للاستثمارات الجديدة	0.71=
سعر الصرف التاريخي للديون طويلة الأجل	0.70=
سعر الصرف بتاريخ الإقفال t=1	0.75=

Source: Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

- **استخدام طريقة سعر الإغلاق:**

بالنسبة للأصول فإن العملية جد بسيطة حيث تترجم كل عناصره بسعر صرف الإغلاق 0.75، بينما للخصوم فإن سعر صرف الإغلاق لا يطبق على العناصر المكونة للميزانية الأولية الصافية، التي تترجم بسعر الصرف التاريخي والمتمثلة في رأس المال الخاص والاحتياطات، حيث يستخدم سعر الصرف بتاريخ الاندماج وهو 0.70، بينما الاحتياطات الجديدة فتسجل بسعر صرف الحصول عليها وهو 0.72

الجدول رقم (5–5): عرض الميزانية بالأورو بتاريخ t=1 بطريقة سعر الإغلاق

عرض الميزانية بالأورو بتاريخ t=1 بطريقة سعر الإغلاق			
الأصول		**الخصوم**	
الاستثمارات	975	رأس المال	490
المخزونات	300	الاحتياطات	388
الحقوق طويلة الأجل	150	مخصصات الاهتلاكات و المؤونات	142
الحقوق قصيرة الأجل	375	ديون طويلة الأجل	150
السيولة الحاضرة	225	ديون قصيرة الأجل	375
		النتيجة	**225**
المجموع	**2025**	**المجموع**	**2025**

Source: Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

- **استخدام طريقة السعر اللحظي:** في هذه الطريقة يتم ترجمة الحقوق والديون بسعر الإغلاق هو 0.75، أما المخزونات: بالنسبة للمخزون بتاريخ t=0 (300) يحول بسعر الصرف 0.73، والمخزون الجديد (100) يحول بسعر الصرف الإغلاق 0.75. بالنسبة للاستثمارات القديمة تحول بسعر الصرف عند إجراء المعاملة أي بتاريخ t=0 وهو 0.70، بينما الاستثمارات الجديدة يتم تحويلها بسعر صرف اقتنائها وهو 0.71. أما بالنسبة لرأس المال الخاص والاحتياطات المكونة للميزانية الأولية تحول بسعر صرف تاريخ t=0 وهو 0.70، بينما الاحتياطات الجديدة تسجل بسعر الصرف التاريخي لها وهو 0.72.

الجدول رقم (5–6): عرض الميزانية بالأورو بتاريخ t=1 بطريقة السعر اللحظي

عرض الميزانية بالأورو بتاريخ t=1 بطريقة السعر اللحظي			
الأصول		**الخصوم**	
الاستثمارات	912	رأس المال	490
المخزونات	294	الاحتياطات	388
الحقوق طويلة الأجل	150	مخصصات الاهتلاكات و المؤونات	142
الحقوق قصيرة الأجل	375	ديون طويلة الأجل	150
السيولة الحاضرة	225	ديون قصيرة الأجل	375

المجموع	1956	المجموع	225

Source: Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

✓ **حساب وضعية الصرف الافتصادية:**

يقصد بوضعية الصرف الاقتصادية مقدار التعرض لتقلبات أسعار الصرف، مع الأخذ بعين الاعتبار الوضع الحالي والمتوقع للشركة، في هذه الحالة فإن تقييم مخاطر التبادل الاقتصادي لا تأخذ بالحسبان فقط العمليات المسجلة وإنما أيضا جميع العمليات المتوقعة غير المسجلة، وتأثير تقلبات أسعار العملات على القيمة الاقتصادية للشركة. وهو ما توصي به هيئة السوق المالي AMF للشركات المدرجة التي لديها التزام لتقديم نتائجها المالية للمستثمرين: " عند حساب مخاطر الصرف الأجنبي لا يقتصر التحليل على مجال الأصول المالية (الذمم المدينة والدائنة بالعملات الأجنبية، الديون بالعملات الأجنبية والمشتقات المالية)، ولكن أيضا عرض لمخاطر الصرف الاقتصادية من الناحية التشغيلية، وكيفية التغطية ضد التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية، والتغطية ضد صافي الاستثمار في الخارج ". لكن المشكلة كلها تكمن في تقدير هذه التدفقات النقدية المستقبلية باعتبار انها هي المحددة **للقيمة الإجمالية للشركة** (والذي هو مجموع التدفقات النقدية المخصومة)(Catherine Mercier- Suissa, Laurence Abadie, 2011).

قيمة الشركة = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة

$$\mathbf{V}= \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{CF_{EUR}}{(1+r_{EUR})^t} + \frac{CF_{USD}}{(1+r_{USD})^t} \mathbf{USD/EUR_t} + \frac{CF_{GBP}}{(1+r_{GBP})^t} \mathbf{GBP/EUR_t} + \cdots \right]$$

كما أن لأخطار الصرف تأثير على قيمة الشركة من خلال:

- التأثير المباشر لتقلبات أسعار الصرف؛
- التأثير غير المباشر (1): التدفقات النقدية (لكل عملة) تعتمد على سعر الصرف؛
- التأثير غير المباشر (2): تعتمد معدلات الخصم على التطورات التي تحدث في سعر الصرف (تعادل سعر الفائدة).

من الناحية الاحصائية يمكن تقدير التعرض لمخاطر الصرف الاقتصادية انطلاقا من معادلة الانحدار، من خلال ربط قيمة الشركة (محسوبة بالعملة المرجعية) والتطورات في أسعار الصرف، كما أن تعدد العملات قد يؤثر على قيمة الشركة، والصيغة العامة لهذا النوع من العلاقة مع n عملات أجنبية هي على النحو الآتي(Patrice Fontaine, Carole Gresse, 2003):

$$\Delta V/V = a + b_1(\Delta S_1/S_1) + b_2(\Delta S_2/S_2) + \cdots + (\Delta S_n/S_n) + \varepsilon$$

V : قيمة الشركة؛

$\Delta V/V$: التغير في قيمة الشركة؛

S_i: سعر الصرف المتوقع للعملة i مقابل العملة المرجعية؛

ΔS_i: التغيرات غير المتوقعة لأسعار العملات؛

b_i: يعكس معامل الانحدار حساسية V للتغيرات غير المتوقعة للعملة i؛

a : الانحدار الثابت.

انطلاقا من التدفقات النقدية المستقبلية، وفي ظل افتراضات مختلفة لتطورات أسعار العملات المختلفة، فمن الممكن تقدير كل من مخاطر الصرف التي تتعرض لها الشركة، ودرجة حساسيتها لهذا الخطر. حيث يشير المعامل b_i إلى طبيعة التعرض للخطر. فإذا كان المعامل موجب تزيد قيمة الشركة مع ارتفاع قيمة العملة غير المتوقعة i، تكون وضعية الصرف طويلة اتجاه تلك العملة، وأقصر في حالة تدهور تلك العملة. وبالعكس إذا كان المعامل سالب ستنخفض قيمة الشركة مع ارتفاع قيمة العملة، ستكون وضعية قصيرة. علاوة على ذلك، يعكس نفس المعامل أهمية حساسية قيمة الشركة لتقلبات أسعار صرف العملة i.

4. الأساليب الرئيسية لتسيير مخاطر الصرف الأجنبي:

تسيير المخاطر هو عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى(طارق عبد العال حماد, 2003).

تلجأ مجموعة الشركات إلى استخدام أساليب تحوط معينة تتيح إمكانية الحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف. هذه الأساليب إما داخلية أو خارجية.

1.4 أساليب التغطية الداخلية:

تتمثل هذه الأساليب في:

- **التأثير على الآجال:** المقصود بالآجال المدة التي يمكن خلالها تحصيل المستحقات أو دفع الديون أو الالتزامات القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على المستوى الدولي. في هذا المجال نميز بين الإجراءات التالية (شريط إيمان, 2022):

  - **تسيير آجال العملية:** يتمثل في تنويع آجال الدفع من أجل الإستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل آجال أو تواريخ تحصيل الحقوق(مصدر) أو دفع الالتزامات (مستورد) ما أمكن ذلك، تبعا لتغيرات سعر الصرف.

فعندما يتوقع المصدر زيادة سعر العملة المحرر بها عقد التصدير فإنه يمنح آجال كبيرة للمستورد لتحصيل المبلغ المستحق له. لكن إذا كان يتوقع عكس ذلك أي انخفاض قيمة العملة المحرر بها العقد، فسوف يحاول تسريع عملية قبض المبالغ المستحقة. أما بالنسبة للمستورد فإنه سوف يقف عكس هذا الموقف تماما. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (5-7): يوضح حالات تغير سعر الصرف

العملة المحلية مقابل عملة الفوترة	حالة التصدير	حالة الاستيراد
عند الارتفاع	تسريع التحصيل	تأجيل الدفع
عند الانخفاض	تأجيل التحصيل	تسريع الدفع

المصدر: مريم آية بارة، محمد صاري. (2014). تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية. دراسة حالة شركة أرسلو رميتال فرع عنابة. مجلة الباحث. العدد 14. ورقلة. ص 246.

إلا أن هذه التقنية تكتنفها بعض الصعوبات المتعلقة أساسا بمدى صحة التوقعات بشأن سعر صرف العملات المعنية من جهة وبمدى القدرة التفاوضية للشركة للحفاظ على متعامليها من جهة ثانية.

  - **منح الخصم بهدف الدفع المسبق:** فالمصدر يستطيع أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصما في مقابل قيام العميل بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن. هذا المبلغ المخصوم يتناسب عادة

وتكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، والنتيجة هي تفادي خطر الصرف بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة لدى الشركة المصدرة، وعدم ضرورة تحمل خطر الاقتراض. هذا من جهة، ومن جهة أجرى قد يلجأ المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل عليه في السوق للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها.

- **حسابات الاعتراض:** وهي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح الشركة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول الأجنبية مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ وبالتالي يقلص إلى حد كبير من خطر الصرف واحتمال وقوعه.
- **نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي –:** هنا فإن الشيكات الوارده إلى الشركة والخاصة بتسوية دين أو بدفع قيمة صادرات معينة، يتم إرسالها إلى صندوق بريدي متواجد بالخارج وتتولى البنوك المحلية في تلك الدولة المتواجد فيها تلك الصناديق تحصيلها مباشرة ربحا للوقت بدلا من إتباع الطريقة التقليدية في عملية التحصيل، والتي تستغرق وقت طويل وتزيد من احتمالات وقوع خطر الصرف ومن ثم تحمل خسائر نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.

- **التأثير على حجم الديون بواسطة عملية المقاصة (n,d,** عبد الحق بوعتروس**).**

- **التغطية الذاتية وأسواق التطبيق:** ويتمثل في إجراء مقاصة بين ذمة ودين محررين بنفس العملة ولهما نفس تاريخ الاستحقاق بحيث تقوم الشركة بتغطية متبادلة للمبلغ الأقل، وهنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة للرصيد المتبقي فقط.

أما سوق التطبيق فهي طريقة تقضي بالسماح للشركة التي بحوزتها رصيد من العملة الصعبة باستعماله لسداد مدفوعات ديون أو التزامات ناتجة عن عمليات مالية أو تجارية بالعملة الصعبة كذلك، وذلك من خلال وسيط مالي عادة البنك. كما يوجد نوعان من الأسواق التطبيقية:

✓ أسواق تطبيقية مع ضرورة تحويل الأموال، هذا الأسلوب يستند إلى تحويل فعلي للعملة، فالشركة التي تقوم بدفع المستحقات لمورديها مستعملة بذلك العملات التي تتلقاها من عملائها الأجانب، هذه الشركة

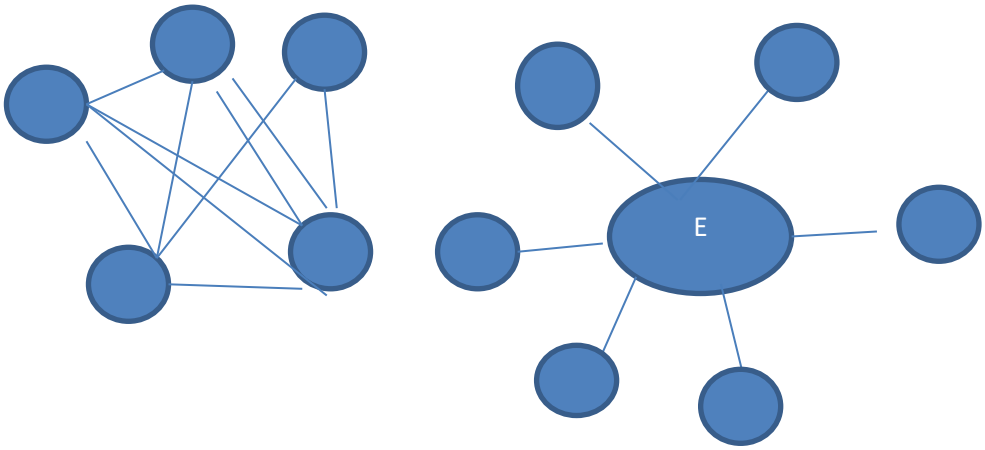
سوف لن تتعرض إلى مخاطر الصرف، بالإضافة إلى تناقص حجم العمولات البنكية التي تدفعها خاصة عمولات الصرف.

✓ أسواق التطبيق بدون تحويل للأموال، وهي عمليات مقاصة من نوع خاص وتكون ممكنة عندما يكون الطرفين أي الدائن والمدين كلاهما مدين ودائن للطرف الآخر بمبلغ معين، هنا فإن الرصيد فقط الناتج عن عملية المقاصة هو الذي يكون محل تحويل أو تغطية من خطر الصرف وهي تعتبر كذلك تغطية ذاتية.

○ **المقاصة المتعددة الأطراف للمدفوعات:** هذا الأسلوب يطبق بشكل خاص على الشركات ذات الفروع المتعددة والمتواجدة في دول أجنبية وتكون بينها روابط مالية أو تجارية، وبموجبها يتم تنظيم مقاصة بين ديون ومستحقات هذه الفروع ويسمح ذلك بتقليص عدد ومبالغ التحويلات فيما بينها ويقتصر الأمر على دفع فوارق الديون. وهنا يجب الاتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع وكذا العملة المستعملة وسعر الصرف المتفق تطبيقه.

وأنسب أسلوب لتطبيق هذه الطريقة هو إعداد مصفوفة تسمى بمصفوفة الدفع، من طرف جهة مستقلة تابعة لهذا التجمع كأن يكون بنك أو مؤسسة مالية متخصصة. حيث الشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (5-2): مصفوفة المدفوعات قبل وبعد عملية المقاصة متعددة الأطراف



المصدر: وفاء عبد الباسط محمد. المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها، أنواعها، أساليب تلاقيها، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص 58.

من خلال الشكل، نلاحظ أن وجود مركز للمقاصة (Center Meeting) يسهم في تقليص التدفقات النقدية المتبادلة بين المؤسسات، حيث يتم تحويل الرصيد الصافي فقط. بعبارة أخرى، لا يظهر بعد إجراء عملية المقاصة سوى الرصيد النهائي المستحق لكل مؤسسة مقابل باقي المؤسسات داخل المجموعة.

ومن نتائج هذه المقاصة المتعددة الأطراف تخفيض حجم المبالغ المحولة، وما ينتج عنه من اقتصاد في العمولات البنكية المرتبطة بها. بالإضافة إلى تفادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف والتي تكون في بعض الأحيان جد مكلفة.

إلا أنه قد يصادف هذا الأسلوب تشريعات بعض الدول التي لا تسمح بإجراء مثل هذه التحويلات، مما يؤثر على فعاليته.

- **مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة:** في بعض التجمعات العالمية أو مراكز الأعمال يتم تركيز إدارة خطر الصرف بيد مركز لإعادة الفوترة هذه التقنية تشبه إلى حد كبير سابقتها، لكن عملية إعادة الفوترة هدفها الأساسي ليس إجراء مقاصة للتدفقات ما بين أعضاء نفس التجمع، لكن هدفها هو إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى خارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع.

ففي حالة تركيز المدفوعات إلى خارج التجمع فإن مركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة تقوم بتسيير خطر الصرف وخطر القروض في نفس الوقت. إذ يعمل مركز إعادة الفوترة كوسيط مالي يكتفي بتنفيذ العمليات دون إدخال أي تعديلات على مختلف التدفقات المادية.

هذا النوع من المراكز يكتسي أهمية كبيرة بالنظر إلى الإعفاءات الضريبية التي قد يستفيد منها نتيجة موقعه الجغرافي بالإضافة إلى أن مركزة إدارة خطر الصرف تزيد من فعالية هذه العملية. وأخيرا فإن كون هذا المركز هو الطرف الوحيد الذي يتعامل مع البنوك فهذا يقوي من مركزه التفاوضي.

2.4 أساليب داخلية أخرى:

- **التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة:** تلجأ الشركة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة فإذا توقعت حدوث ارتفاع في سعر العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية خلال

فترة قصيرة من الزمن، تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية وذلك برفع الكميات المستوردة، وتسعى إلى تسريع طلبايتها تجنبا للخسارة المحتملة والعكس فى حالة التصدير(.

وينبغي أن يتم ذلك بدراسة وافية لإمكانيات الشركة المالية وكذا قدرتها التفاوضية والتخزينية، قدرة العميل على تلبية ذلك. كما ينبغى المفاضلة بين تكلفة الدراسة وتكلفة الخطر المتوقع، ويتطلب كذلك رسم استراتيجية للمؤسسة بشأن الصادرات والواردات وتحقيق التوازن بينهما.

- **الفوترة بالعملة المحلية أو اختيار عملة أقل تطايرا:** قد تلجأ بعض الشركات التي تكون لها هذه الامكانية متاحة باختيار عملة الفوترة حيث تختار تلك العملة التي تعرف استقرارا في قيمتها. إلا أن الشركات في الدول النامية عادة ما تكون مضطرة لقبول عملات دولية مفروضة عليها وليس لها إمكانية اختيار عملة الفوترة إلا نادرا.

3.4 الأساليب الخارجية لتغطية خطر الصرف:

عندما تعجز الإجراءات التي تتخذها الشركة على مستواها من تفادي خطر الصرف، يمكن لها أن تلجأ إلى أساليب أخرى للتغطية، سواء كان ذلك من خلال اللجوء إلى السوق أو التعامل مع مؤسسات مالية متخصصة فى هذا المجال. هذه الأساليب تسمى بالأساليب الخارجية ونميز فيها بين مجموعتين من الآليات يمكن تبيانها كما يلي:

- مجموعة الأساليب التي تتمحور حول التثبيت النهائي لسعر الصرف في وقت نشأة هذا الخطر، كالصرف الآجل والعقود المستقبلية، بالإضافة إلى المبادلات إلا أن سلبياتها الأساسية تكمن في عدم تمكن الشركة المستخدمة لها من الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يطرأ على سعر الصرف مستقبلا.
- مجموعة الأساليب التي تحمي الشركة من خطر الصرف مع إمكانية إستفادتها من أي تطور إيجابي لسعر الصرف، وهي تتمثل أساسا في استعمال الخيارات على إختلاف أنواعها.

✓ **التغطية عن طريق الصرف الآجل:**

يمكن للطرفين تقليل مخاطر عدم اليقين بشأن العوائد والتكاليف المتوقعة من خلال إبرام عقد آجل. العقد الآجل هو اتفاق لشراء أو بيع أصل في المستقبل بتاريخ وسعر محددين مسبقًا. تنشأ العقود المستقبلية عندما يوافق أحد الطرفين على شراء سلعة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل، ويوافق الطرف الآخر على بيع الأصل، وعادةً ما يتم التسليم في تاريخ التنفيذ. قد تكون هناك مخاطر ائتمانية كبيرة ناجمة عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالعقد، خاصةً إذا كانت هناك تغييرات كبيرة في سعر الأصل الأساسي عند تاريخ الاستحقاق. يمكن للأفراد أو الشركات شراء وبيع عقود آجلة للعملات

الأجنبية كوسيلة للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار العملات. في سوق العقود الآجلة للعملات الأجنبية، يتم شراء وبيع العملات للتسليم في المستقبل. سيدفع التجار في هذا السوق أو يستلمون العملات الأجنبية في تاريخ مستقبلي، مما يمكنهم من التحوط من مراكزهم ضد المخاطر الناشئة عن التغيرات غير المواتية في أسعار الصرف من خلال شراء العقود الآجلة. عقد الصرف الأجنبي الآجل هو اتفاقية لشراء أو بيع كمية محددة من العملات الأجنبية في تاريخ مستقبلي محدد (عادة ما يكون 12 شهرا) بسعر محدد اليوم. ينتج عن ذلك حالتان:

- أولا، بشراء عقد آجل للعملة، يمكن للمتحوطين حماية أنفسهم من ارتفاع أو زيادة قيمة العملة؛
- ثانيا، ببيع عقد آجل، يمكن للمتحوّطين حماية أنفسهم من انخفاض قيمة العملة.

يثبت العقد الآجل سعر الصرف الاسمي حتى تاريخ تسوية العقد. لذلك، فإن التحوّط باستخدام العقود الآجلة يجنب التعرض لمخاطر المعاملات.

ذكرنا سابقا عند التعرض لسوق الصرف الآجل أن الصرف الآجل هو عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد مسبقا غير قابل للمراجعة ونهائي، في تاريخ لاحق متفق عليه.

إن عقد الصرف الآجل للعملة من نتائجه إمكانية التثبيت لسعر الصرف عند التعاقد، فهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال تثبيت سعر الصرف مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق).

وعادة فإن سعر الصرف الأجل مختلف عن سعر الصرف العاجل أو الحاضر، وعندما يكون الفرق بين السعرين إيجابيا نسميه REPORT وعندما يكون سلبي نسميه DEPORT إذا يمكن كتابة المعادلة التالية:

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف الحاضر + REPORT أو –DEPORT

حيث الصرف الآجل من أهدافه تمكين الشركة التي ستتلقى أو تدفع مبلغ بالعملة الأجنبية من أن تلجأ إلى بنك تجاري أو أي مؤسسة مالية أخرى من أجل تثبيت سعر الصرف الذي سيستعمله هذا البنك في شراء أو بيع هذا المبلغ بالعملة ويمكن معالجة هذا الموضوع من وجهة نظر المستورد وكذا المصدر على النحو التالي:

✓ **من وجهة نظر المصدر**: فالمصدر الذي سيتلقى مبلغ بالعملة الأجنبية، يخشى او يتوقع انخفاض قيمة هذه العملة، وما قد يلحق به من خسائر وتلاشي لأرباحه من عملية التصدير في تاريخ الاستحقاق،

فيمكنه تجنب ذلك من خلال بيع العملة لأجل من خلال تثبيت سعر صرف عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية، وهكذا يمكنه معرفة مسبقا المبلغ بالعملة المحلية الذي سيتلقاه عند تاريخ الاستحقاق(سعود جايد مشكور العامري, 2010).

فالبنك في هذه الحالة يتلقى أمر من المصدر ببيع العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، أي بموجبه يقوم البنك بشراء العملة الأجنبية من المصدر عند تاريخ الاستحقاق، الخطوة الثانية التي يقوم بها البنك بعد الالتزام أمام المصدر هي اقتراض المبلغ بالعملة الأجنبية ثم بيعه للحصول على مقابله بالعملة المحلية واستثماره بفائدة إلى تاريخ الاستحقاق. في هذا التاريخ يقوم البنك بتسديد المبلغ بالعملة الأجنبية المقترض بعد تلقيه له من قبل العميل مقابل حصول هذا الأخير على مقابله بالعملة المحلية.

✓ **من وجهة نظر المستورد:** المستورد الذي يرتقب دفع دين بالعملة الأجنبية في تاريخ قادم ويخشى ارتفاع قيمة هذه العملة مقابل العملة المحلية، فيمكن له حماية نفسه من ذلك الخطر من خلال شراء تلك العملة بأجل، وبذلك فإنه يكون على علم مسبق بالعملة المحلية الواجبة الدفع مقابل إطفاء هذا الدين في تاريخ الاستحقاق. الأمر الذي يمكنه من تحديد سعر تكلفة السلع المستوردة بدقة وتفادي خسائر لاحقة.

في هذه الحالة يتلقى البنك أمر من المستورد بشراء العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية أي بعبارة أخرى يكون على البنك أن يبيع عملة أجنبية محددة بذاتها للمستورد. فالخطوة الأولى التي يقوم بها البنك هي شراء المبلغ المطلوب بالعملة الأجنبية مقابل عملة محلية يتم اقتراضها عادة من سوق ما بين البنوك. بعدها يتم استثمار المبلغ بالعملة الأجنبية المتحصل عليه إلى تاريخ الاستحقاق. في تاريخ الاستحقاق يبيع البنك المبلغ بالعملة الأجنبية إلى العميل (المستورد)، ويسدد القرض المتحصل عليه سابقا بالعملة المحلية من المبلغ المتحصل عليه من العميل لقاء بيع العملة الأجنبية.

مثال بالنسبة للمصدر:

لنفترض أن مصدر أوروبي يرتقب لقاء تصديره لسلعة ما تلقي مبلغا مقداره 100000 دولار أمريكي بعد 3 أشهر، وخوفا منه من انخفاض الدولار الأمريكي مقابل الأورو، عليه أن يقوم ببيع 100000 دولار بيعا آجلا مقابل شراء العملة المحلية، وذلك بالتثبيت الآني النهائي لسعر الصرف الحاضر الذي ستتم به العملية (أي هو الذي تقوم به عملية بيع الدولار مقابل الأورو بعد 3 أشهر)، حيث:

سعر الصرف الحاضر بين الأورو والدولار هو: $C_{USD/EUR} = 1.3890 - 1.3895$؛

سعر الفائدة السنوي على الأورو هو: $i_{EUR} = 0.65\% - 0.85\%$؛

سعر الفائدة السنوي على الدولار هو: $i_{USD} = 0.31\% - 0.55\%$.

لذلك يوجه المصدر أمرا للبنك ببيع 100000 دولار أمريكي، في هذه الحالة يقوم البنك باتباع الخطوات التالية:

1. اقتراض مبلغ 100000 دولار أمريكي لمدة 3 أشهر بسعر فائدة هو $0.55\%/4 = 0.1375\%$ ؛

2. بيع المبلغ بالدولار مقابل الحصول على مقابله بالأورو بسعر صرف هو 1.3890؛

3. توظيف المبلغ المتحصل عليه بالأورو لمدة 3 أشهر بسعر فائدة قدره $0.65\%/4 = 0.1625\%$ بشرط ألا يكون البنك بحاجة لذلك الأورو قبل أجل الاستحقاق؛

عند وصول تاريخ الاستحقاق يقوم البنك ببيع مبلغ الأورو (بدون الفوائد المتحصل عليها) للمصدر مقابل الحصول على 100000 دولار أمريكي بسعر صرف قدره 1.3895، ثم يقوم بإرجاع هذا الأخير مضافا إليه تكاليف الاقتراض إلى الجهة المقرضة.

أما السعر الآجل الذي عنده لا يحقق البنك ربحا أو خسارة (سعر شراء الدولار) هو:

$$CT_{USD/EUR} = 1.3890 \times (1.001625)/(1.00375)$$

$$CT_{USD/EUR} = 1.3860$$

يعني أن على الشركة أن تسلم للبنك مبلغ 100000 دولار بسعر صرف 1.3893، والبنك يدفع لها مقابله مبلغ 138930 أورو.

مثال بالنسبة للمستورد:

لنفترض أن مستورد أوروبي يرتقب لقاء استيراده لسلعة ما دفع مبلغ مقداره 100000 دولار أمريكي بعد 3 أشهر، وخوفا منه من ارتفاع الدولار الأمريكي مقابل الأورو، عليه أن يقوم بشراء 100000 دولار

شراءات آجلا مقابل بيع العملة المحلية، وذلك بالتثبيت الآني النهائي لسعر الصرف الحاضر الذي ستتم به العملية (أي هو الذي تقوم به عملية الشراء للدولار مقابل الأورو بعد 3 أشهر)، حيث:

سعر الصرف الحاضر بين الأورو والدولار هو: $C_{USD/EUR} = 1.3890 - 1.3895$؛

سعر الفائدة السنوي على الأورو هو: $i_{EUR} = 0.65\% - 0.85\%$؛

سعر الفائدة السنوي على الدولار هو: $i_{USD} = 0.31\% - 0.55\%$.

لذلك يوجه المصدر أمرا للبنك بالشراء 100000 دولار أمريكي، في هذه الحالة يقوم البنك باتباع الخطوات التالية:

1. اقتراض مبلغ بالأورو لمدة 3 أشهر بسعر فائدة هو $0.85\%/4 = 0.2125\%$ ؛

2. بيع المبلغ بالأورو مقابل الحصول على مقابله بالأورو بسعر صرف هو 1.3895 من أجل التخلص كليا من خطر ارتفاع الدولار؛

3. توظيف المبلغ المتحصل عليه بالدولار لمدة 3 أشهر بسعر فائدة قدره $0.31\%/4 = 0.0775\%$ بشرط ألا يكون البنك بحاجة لذلك الأورو قبل أجل الاستحقاق؛

بعد انقضاء مدة ثلاثة أشهر يقوم البنك ببيع مبلغ 100000 دولار أمريكي (بدون الفوائد المتحصل عليها) للمصدر مقابل الحصول على 138950 أورو بسعر صرف قدره 1.3895، ثم يقوم بإرجاع هذا الأخير مضافا إليه تكاليف الاقتراض إلى الجهة المقرضة.

والسعر الآجل الذي يضمن له عدم تحقيق ربح أو خسارة (السعر الذي يجدر أن يبيع به الدولار الأمريكي) هو:

$$CT_{USD/EUR} = 1.3890 \times (1.00215)/(1.000775)$$

$$CT_{USD/EUR} = 1.3909$$

يعني على البنك أن يسلم لها مبلغ 100000 دولار أمريكي على ان تسلمه هي مبلغ 139140 أورو.

✓ **التغطية عن طريق العقود المستقبلية:** في بداية الأمر تم تداول العقود المستقبلية في أسواق السلع الأساسية، خاصة المنتجات الزراعية، وأول تداول لها كان سنة 1860 في مجلس شيكاغو للتجارة، وذلك من أجل أن يتمكن المزارعين من تجنب مخاطر تقلبات الأسعار، وبالتالي المعرفة المسبقة للدخل الذي يتحصلون عليه لقاء استغلال هذه المنتجات.

وأول عقد مستقبلي للعملة تم انشاؤه في سوق النقد الدولي (IMM) International Monetary Market، وهو فرع من بورصة شيكاغو التجارية (CME) في عام 1972، ومنذ ذلك الحين تم إنشاء العقود المستقبلية في أسواق أخرى من بينها: بورصة النيويورك، سوق لندن المالية الدولية المستقبلية وخيارات الصرف (LIFFE)، والذي اصبحت فيما بعد تسميته أوروناكس Euronext LIFFE، وسوق الصرف النقدي الدولي لسنغافورة (SIMEX)؛ لكن يعتبر سوق النقد الدولي أكثر الأسواق (IMM) نشاطا في المعاملات المستقبلية للصرف(بسام الحجار, 2009).

والعقد المستقبلي هو عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد، بشراء أو ببيع عملة محددة بسعر محدد وتاريخ معلوم. هذا التعريف مطابق لتعريف العقود الآجلة، إلا انه يختلف معه في كون أن هذه الأخيرة تتداول في سوق غير منظم بينما تتداول العقود المستقبلية في سوق منظم ويقع في مكان محدد وتحت إشراف سلطة رقابية. كما ان العقود المستقبلية هي عقود آجلة نمطية (موحدة)(منير ابراهيم هندي, 2003)، في حين أن العقود الآجلة غير نمطية.

ويتم تقديم عروض الأسعار للعملات الأجنبية من خلال نظام إلكتروني يطلق عليه تسمية Globex، ويتم اعتماد تسعيرة: عدد الوحدات من الدولار الأمريكي لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، لكن بالنسبة للأسعار التقاطعية (مثال اليورو مقابل الدولار الكندي) فالتسعيرة تكون بعملة أخرى.

- عناصر العقود المستقبلية

يمكن تحديد عناصر عقود المستقبليات في النقاط التالية(محمد علي إبراهيم العامري, 2010):

- .المشتري والبائع: وهما طرفا العقد الأصليان، ونظرا لطبيعة هذه السوق التي تفرض شروطا للانضمام والتعامل فيها، نجد أن كلا منهما (البائع والمشتري) يفوض شركة وساطة مالية للتعامل نيابة عنه

- شركة الوساطة المالية: وهي شركة متخصصة وعضو في غرفة المقاصة، تقوم بتنفيذ أوامر زبائنها سواء كانوا في وضعية مشتر أو بائع؛
- بورصة العقود: وهي المكان الذي تعقد فيه جلسات التداول، وتأخذ شكل شركة تطوعية لا تهدف إلى الربح، تقوم بوضع وصياغة مجموعة من القوانين التي تحكم التعامل فيها، وتراقب مدى التزام الأعضاء بها. وتهدف هذه القواعد إلى خلق سوق يعمل بشفافية، حيث يشعر المتعاملون بأن طلباتهم تنفذ بصورة صحيحة وبسعر عادل، دون وجود حالات غش أو تلاعب بالأسعار قد تسبب خسائر؛
- غرفة المقاصة أو دار التسوية: تم إنشاء أول غرفة مقاصة عام 1928 في شيكاغو، وهي المسؤولة عن تحديد القيمة الجديدة للعقد ومقارنتها بالقيمة القديمة، مما ينتج عنه أرباح أو خسائر تُضاف أو تُخصم من حساب المتعامل. وتضمن التسوية اليومية للحسابات عدالة التوزيع بين الأطراف الرابحة والخاسرة، مما يجعل المعاملات في سوق المستقبليات لعبة ذات مجموع صفري؛
- مراقبة هامش الصيانة: حدوث خسائر في أسواق المستقبليات يؤثر على الوديعة الابتدائية، وقد تتجاوز الخسائر المبلغ المودع في البداية. لذلك، تفرض غرفة المقاصة هامش صيانة يتراوح بين 75% و85% من الوديعة الابتدائية، وتطلب من العميل تعويض النقص إذا انخفض المبلغ المتبقي عن هذا الهامش، وذلك لضمان استمرارية العقد؛
- سعر عقد المستقبليات: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان (البائع والمشتري) لتداول الأصل في التاريخ المتفق عليه. ويُحسب الفرق بين السعر الحالي للأصل في السوق الحاضر وسعر العقد المستقبلي، بحيث يكون الفرق بين المركز الحقيقي والمركز في سوق المستقبليات مساويًا للصفر عند انتهاء العقد؛
- استخدامات العقود المستقبلية: تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة (المضاربة) أو للتغطية من المخاطر:

استخدام العقود المستقبلية للتجارة: تعني المضاربة على تغيرات الأسعار المستقبلية، حيث يحقق المضاربون أرباحا من بيع أو شراء العقود بناءً على توقعاتهم لاتجاه الأسعار (صعودا أو هبوطا). ولا يهدف المضارب إلى امتلاك الأصل، بل إلى الربح من فروق الأسعار؛

- استخدام العقود المستقبلية للتغطية: تستخدم كإجراء وقائي لتقليل مخاطر الخسائر الناتجة عن تقلبات الأسعار المعاكسة في أسعار الفائدة أو الصرف أو الأسهم، وذلك بأخذ مركز مضاد في سوق العقود المستقبلية يعادل المركز الأصلي.

وكأي سوق منظم فإن هناك غرفة المقاصة التي توجد على نحو قانوني كطرف مقابل في جميع المعاملات التي تضمن أداء العملية، حتى في حال فشل أحد المشاركين، كما أنها لا تتخذ أي وضعية وإنما هي تكون كبديل للبائع او المشتري للحماية من عدم تنفيذ العقد من المشتري أو البائع، لذلك تطلب من المتعاملين دفع مبلغ التأمين او الهامش الأولي الذي يتراوح بين 1-10% من قيمة العقد(عناني السعيد, 2006). يتم احتساب مبلغ الوديعة لتغطية اي انخفاض في قيمة العقد من يومين على الأقل، والسماح للمتعاملين طلب مقاصة لتجديد ودائعهم في حالة حدوث خسارة، أو غلق حساباتهم في حالة عدم قدرتهم على ذلك. حيث يكون الإيداع في شكل نقدي.

كما يتم تقدير العمليات في اسواق العقود المستقبلية بأسعار السوق اليومية، وتقدير الحسابات بأسعار السوق، لحساب المكاسب والخسائر من دورة إلى أخرى. ففي حالة حدوث خسارة يتم إجراء استدعاءات الهامش، وفي حالة إذا لم يكن رد على استدعاء الهامش يتم إغلاق الحساب. حيث في حالة إذا كان هامش الصيانة يساوي الإيداع الأولي يتم استدعاء الهامش عند الاعتراف بالخسارة؛ أما في حالة عدم التساوي تقع خسارة إذا انخفض الايداع الأولي عن هامش الصيانة، فيحدث استدعاء الهامش لتجديد الإيداع الأولي.

على سبيل المثال: نفترض أن الإيداع الأولي يساوي 1400 دولار أمريكي، وهامش الصيانة يقدر ب 1000 دولار أمريكي. هنا يتم تحقيق خسائر قدرها 200 دولار امريكي إذا انخفض الإيداع الأولي إلى 1200 دولار أمريكي، هنا لا يحدث استدعاء الهامش لأن الإيداع الأولي لم ينخفض عن 1000 دولار أمريكي.

- **آلية عمل العقود المستقبلية:** الفكرة الأساسية في التغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هي محاولة الوصول إلى وضعية صرف في المستقبل مناقضة لوضعية الصرف الحالية في السوق الفورية.

إن آلية عمل هذه الطريقة هي أن يتخذ الطرف المعني بتغطية خطر الصرف المتوقع في العقود المستقبلية وضعية معاكسة لوضعيته في السوق العاجل للعملات الأجنبية، حيث تسمح له هذه الطريقة بتعويض الخسارة

المحتملة فى أحد السوقين بالأرباح المحققة في السوق الثاني. فالمتعامل الذي يريد تغطية وضعية طويلة يشتري عقد تتناسب قيمته مع وضعيته هذه، وبعد حلول الأجل يقوم بالمقارنة بين السعر العاجل وسعر عقد الشراء، فإذا كان السعر العاجل أكبر من سعر التعاقد فهي تعتبر خسارة يتم تعويضها عن طريق العقد الآجل والعكس. ولا يتم عادة التسليم الفعلي للعقد بل يتم إجراء مقاصة بين السعرين العاجل وسعر العقد، والعكس بالنسبة لصاحب الوضعية القصيرة.

فمثلا إذا كان هناك شخص بحاجة إلى مبلغ معين من الدولارات بعد ثلاثة أشهر لتسوية شراء سلع مستوردة، سيقوم بشراء الدولار بعقد مستقبلي بتاريخ استحقاق 3 أشهر، وبالتالي التغطية ضد مخاطر ارتفاع الدولار. بينما إذا كان ينتظر حصوله على مبلغ معين من الدولارات لقاء تصديره لسلعة معينة بعد ثلاثة أشهر، فإنه يقوم ببيع الدولار بعقد مستقبلي تاريخ استحقاقه بعد ثلاثة أشهر؛ كما هو الحال في العقد الآجل.

مثال عن آلية عمل العقود المستقبلية:

بتاريخ 29 فيفري 2016 تم عرض المعاملة التالية في سوق النقد الدولي: عقد مستقبلي للأورو يستحق في مارس بسعر صرف 1 أورو يساوي 1.5185 دولار أمريكي، حيث تبلغ قيمة العقد 125000 أورو أي ما يعادل 189812.5 دولار أمريكي.

كما أنه في حالة شراء العقد المستقبلي فإنه لابد من إيداع مبلغ 2835 دولار أمريكي كهامش أولي يستخدم لضمان حسن تنفيذ العقد، بمعنى ان يلتزم شاري العقد عند أجل الاستحقاق بشراء 125000 أورو بسعر صرف 1 أورو يساوي 1.5185 دولار أمريكي، حيث أن السعر المستقبلي للشراء يتغير يوميا، كما يتم تجديد العقد يوميا بأسعار السوق، حيث هذه التغيرات في الأسعار قد تؤدي إلى خسارة فيتم استدعاء الهامش، او تحقيق أرباح وبالتالي حساب الائتمان. كما ان الحد الأدنى للإيداع (هامش الصيانة) هو 2100 دولار أمريكي.

فمثلا لو فرضنا في يوم 3 مارس 2016 أصبح سعر الصرف بين الأورو والدولار هو 1.5140، هذا يؤدي إلى انخفاض قيمة العقد بمقدار 562.5 دولار أي إنخفاض الوديعة من 2835 إلى 2272.5 دولار،

لكن بالرغم من ذلك، لا يطلب تعويض الخسارة باعتبار أن الوديعة لم تنخفض عن الحد الأدنى للقيمة المسموح بها أي هامش الصيانة.

في اليوم الموالي 4 مارس 2016 عرف سعر الصرف انخفاضا آخر حيث أصبح سعر الصرف بين الأورو والدولار هو 1.5000، وهو ما يعني خسارة قدرها 500 دولار وبالتالي انخفاض الوديعة من 2272.5 إلى 1772.5 دولار أي اقل من هامش الصيانة المقدر ب 2100 دولار، وهو ما يستوجب إعادة المبلغ إلى قيمته الأولى أي 2835 دولار بمعنى تقديم وديعة جديدة بمقدار 1062.5 دولار.

أما في 5 مارس 2016 عرف سعر الصرف ارتفاعا حيث أصبح يساوي 1.5130، وبالتالي تحقيق ربح يقدر ب 375 دولار، وعند تاريخ الاستحقاق أصبح سعر الصرف يساوي 1.5160 أي تحقيق نفس المكسب وهو 375 دولار.

عند تاريخ الاستحقاق سيجد مشتري العقد المستقبلي نفسه دافعا قيمة الوديعة الأولية (2835 دولار)، قيمة الوديعة الجديدة (1062.5 دولار) مضافا إليه قيمة العقد المستقبلي مطروحا منه قيمة الوديعة (189500-2385 دولار)، ومتحصلا على الربحين المقدرين ب 375 دولار. بمعنى:

2385 + 1062.5 – 375 + 375 – 189500 =2385 189812.5 دولار

وهو المبلغ الذي كان التزم بدفعه في 29 فيفري 2016، والذي يعادل 125000 أورو بسعر صرف 1.5185 دولار لكل أورو. والجدول التالي يوضح ما سبق ذكره.

الجدول رقم (5–8): ملخص عن عمليات تنفيذ العقود المستقبلية

تاريخ العملية	سعر الصرف أورو/ دولار	قيمة العقد	ربح أو خسارة	قيمة الوديعة	استدعاء الهامش
16/02/29	1.5185	189812.5	-	2385	-
16/03/03	1.5140	189250	-562.5	2272.5	2100 >
16/03/04	1.5100	188750	-500	1772.5	زيادة في الوديعة بقيمة 1062.5
16/03/05	1.5130	189125	375	3210	-

تاريخ الاستحقاق	1.5160	189500	375	3585	-

Source : Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). *Finance internationale*. Armand Colin.

✓ **التمييز بين العقود الأجلة والمستقبلية:** يمكن توضيح أهم الفروقات بين العقدين في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-9): الفرق بين العقود المستقبلية والآجلة

العقد الأجل	العقد المستقبلي
يتم التداول في سوق غير منظم	يتم التداول في سوق منظم
عقد مصمم للعملاء من حيث المبلغ وتاريخ التسليم	عقد موحد من حيث المبلغ وتاريخ التسليم
عقد خاص بين طرفين	عقد موحد بين كل طرف وغرفة المقاصة
صعوبة اتخاذ وضعية معاكسة لتسوية حسابه، انخفاض السيولة	امكانية اتخاذ وضعية معاكسة قبل تاريخ الاستحقاق سيولة جيدة
يتحدد الربح والخسارة عند تاريخ التسليم	تتحدد الخسار والأرباح كل يوم إلى غاية تاريخ الاستحقاق
يتحدد الهامش في أول يوم من إبرام الصفقة	يجب الحفاظ على مستوى من الهامش ليعكس تحركات الأسعار

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على المعلومات السابقة.

○ **عقود المبادلة أو المقايضة:** هي عقود مبادلة التدفقات، حيث يتضمن عقد المبادلات تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلف وتفصل بينهما فترة زمنية.

وهنا نميز بين نوعين من عقود المبادلة:

✓ **عقود مبادلة العملات:** يعتبر عام 1981 اول ظهور لمبادلة العملات في اتفاقية بين شركة وبنك (شركة IBM والبنك الدولي) ومنذ ذلك الوقت نمت هذه السوق بشكل مطرد، حيث تقدم مجموعة من المنتجات المتطورة الخاصة بالعملات، بالإضافة إلى السماح للشركات بإدارة فعالة لوضعيات الصرف ومعدلات الفائدة.

وعقد مبادلة العملات (cross currency swap أو ما يطلق عليه Xccy swap) هو عقد اتفاق خاص بين طرفين يتم بموجبه تبادل مبالغ اسمية (قروض) وتدفقات الفوائد المترتبة عن هذه المبالغ والمقومة بعملتين مختلفتين.

هناك العديد من أنواع مقايضة العملات التي تطورت لتناسب حاجات المستثمرين والمقترضين، إلا أن جميعها تصب في الثلاث أشكال التالية:

- كلا طرفي المبادلة يقترضان بأسعار فائدة ثابتة ويتبادلان القروض بعملتين مختلفتين؛
- كلا طرفي المبادلة يقترضان بأسعار فائدة متغيرة وبعملتين مختلفتين وتبادل تلك القروض؛
- أحد طرفي المبادلة يقترض بسعر فائدة ثابت والآخر بسعر فائدة متغير وبعملتين مختلفتين ويقومان بتبادل تلك القروض.

وخلافا لمعظم عقود التغطية ضد مخاطر الصرف (بما في ذلك عقود مبادلة الصرف) فإن عقود مبادلة العملات هي عقود متوسطة وطويلة الأجل، إذ تتراوح آجال استحقاقها بين سنتين و15 سنة وقد تصل إلى 30 و40 سنة.

قد يحدث التعامل بين الطرفين مباشرة، ويتفقان على الشروط المتعلقة بعملية المبادلة، أو يتم ذلك عن طريق وسيط شركة كانت أو بنك متخصص في ذلك، يسمح بالربط بين كلا الطرفين ويكون وسيط في المعاملات. ويطلق على البنك في هذه الحالة تسمية broker.

وقد يمثل البنك أحد الأطراف في عملية المبادلة، لضمان أداء موضوع المعاملة مقابل هامش يستخدم لتغطية تلك المعاملات، في هذه الحالة فإن البنك في موقف dealer. فعند لعب البنوك لدور عميلها فإنها تتعرض لمخاطر العملة، لذلك يجب إنشاء الهامش كتكلفة لتغطية هذه المبادلة.

الخصائص العامة لمبادلة العملات: يقوم مبدأ مبادلة العملات على ان معاملة الاقراض والاقتراض تكون متزامنة وتتم على ثلاث مراحل:

– **أثناء بداية تنفيذ عملية المبادلة:** يقوم طرفي المبادلة بإقراض كل واحد منهما الآخر مبلغا من المال مقوما بعملة تختلف عن عملة الطرف الآخر، بالإضافة إلى الاتفاق على دفع الفوائد المترتبة عن تلك القروض طوال مدة العقد.

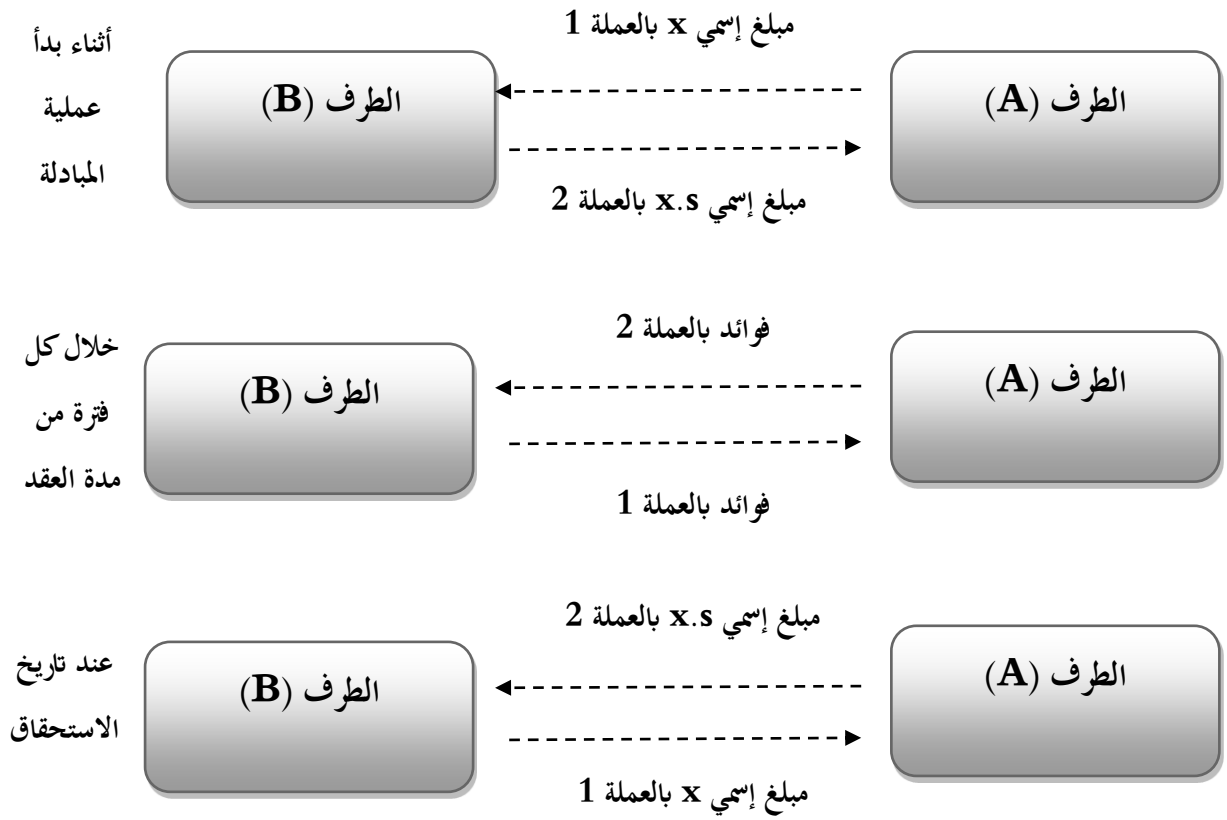
– **خلال فترة التعاقد:** يلتزم كلا الطرفين بدفع الفوائد المترتبة عن أصل الدين المتحصل عليه من الآخر وفقا لفترات متفق عليها والتي قد تكون شهرية أو سنوية؛ وأحيانا لا تدفع الفوائد من الطرفين في نفس الفترة

فقد يتفق الطرفين على أن يدفع أحدهما بشكل شهري والآخر بشكل سنوي، كما يمكن أن يدفع كلا الطرفين أسعار ثابتة، أو يتفق الطرفين على ان يدفع أحدهما بأسعار ثابتة والآخر بأسعار متغيرة، أو يتفق كلاهما على دفعها بأسعار متغيرة. سيكون من الضروري إعادة تقييم لكل المبالغ المدفوعة من الفوائد والمتلقاة.

– **خلال تاريخ استحقاق المبادلة:** كلا طرفي العقد يقوم بتسديد المبالغ المتبادلة سابقا بسعر الصرف السائد اثناء التعاقد (بمعنى لن يكون هناك سعر مرجعي آجل تسدد على اساسه مبالغ الديون المتبادلة سابقا).

والشكل التالي يوضح عملية مبادلة العملات:

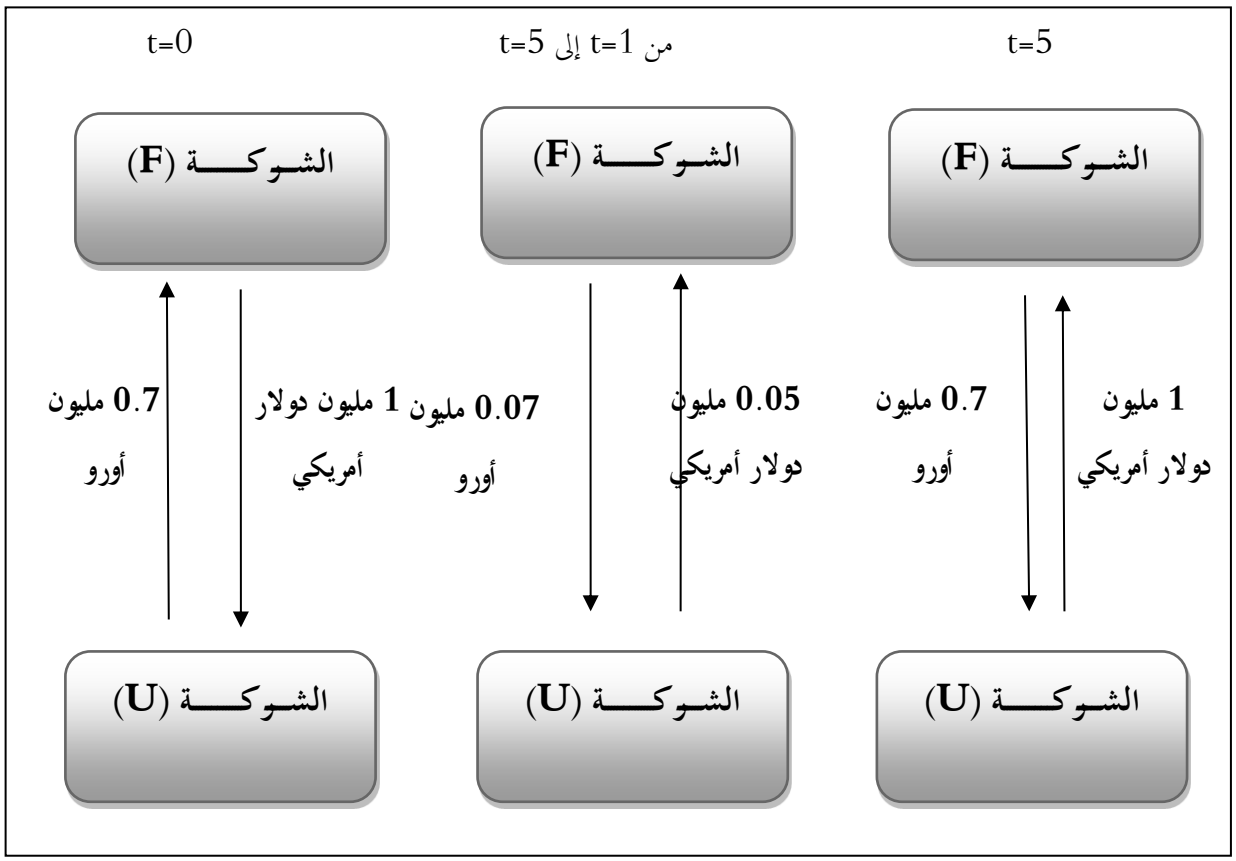
الشكل رقم (5–3): عملية مبادلة العملات بين طرفين (A) و (B)



مثال توضيحي عن مبادلة العملات بين شركتين:

لنفترض أن الشركة (F) ستقترض مبلغ 0.7 مليون أورو بمعدل فائدة 10% يسدد بالكامل في غضون 5 سنوات، والشركة (U) ستقترض مبلغ 1 مليون دولار بسعر فائدة 5 % يسدد بالكامل في غضون 5 سنوات، قررت الشركتان القيام بعملية مبادلة العملات التالية:

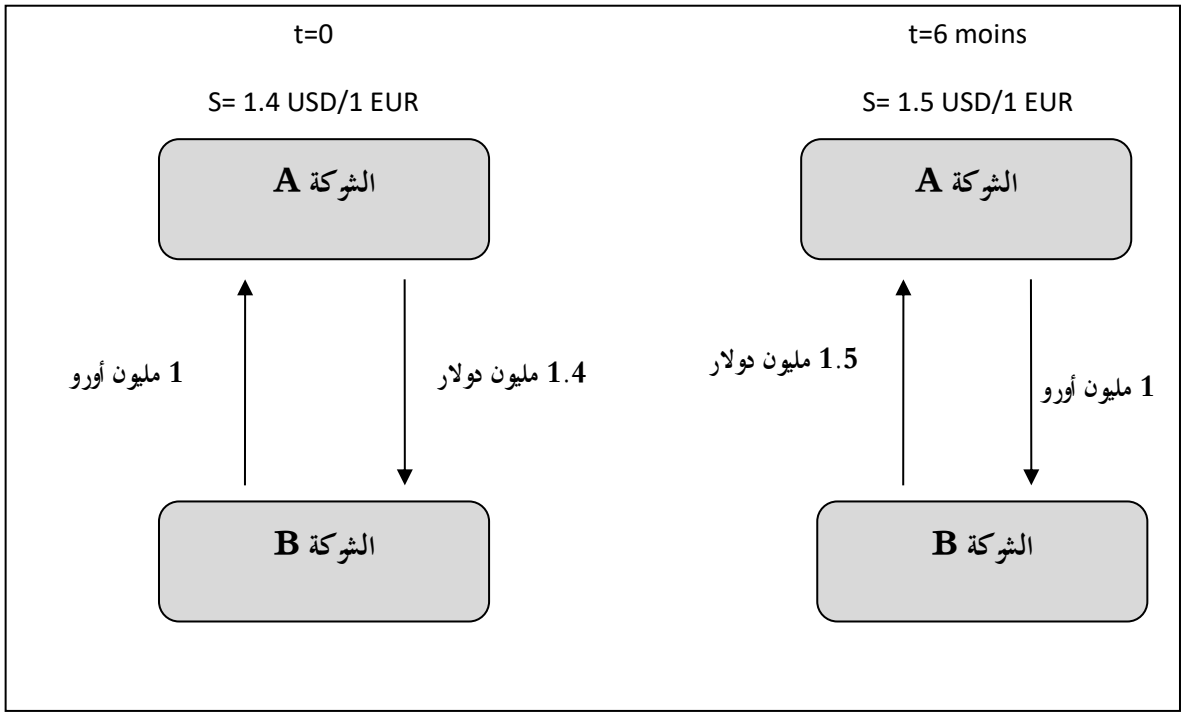
الشكل رقم (5-4): مثال توضيحي عن مبادلة العملات بين الشركة (F) و (U)



✓ **عقود مبادلة الصرف (Les swaps de change)**: إن عملية مبادلة الصرف هي شراء وبيع عملة على أساس التسليم الحاضر وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الأجل بسعر تسليم آجل. بمعنى آخر هو عبارة عن معاملة مالية يتفق فيها طرفان على تبادل العملات اليوم، على سبيل المثال الأورو مقابل الدولار بسعر الصرف الحالي، وإعادة تبادل نفس العملات عند أجل استحقاق العقد (3 أشهر، سنة...) بسعر آجل يتفق عليه أثناء التعاقد.

مثال: شركة A وB ترغبان في مقايضة عملتي الأورو والدولار، بحيث توافق الشركة A على دفع مبلغ 1.4 مليون دولار إلى الشركة B، وبالمقابل تدفع الشركة B مبلغ 1 مليون أورو للشركة A في t= 0، على أن يتم عند أجل الاستحقاق وليكن 6 أشهر، بقيام الشركة B بدفع 1.5 مليون دولار للشركة A؛ وتقوم هذه الأخيرة بدفع 1 مليون أورو للشركة B. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (5-5): يوضح عقود مبادلة الصرف



يطلق أيضا على تسمية مبادلة الصرف مصطلح مبادلة تجار العملة، لأنها في الأصل كانت تستخدم من قبل تجار العملة من البنوك للقيام بعمليات الخزينة الخاصة بهم (التمويل والاستثمار) دون أن تظهر في الميزانية. حيث تم تطويرها واستخدامها في سوق الصرف الأجنبي منذ 1970. كما أنها تستخدم بكثرة من قبل البنوك والشركات التي ترغب في تحسين عمليات الخزينة والتخفيض التلقائي للمخاطر (من خلال تبديل وضعية الصرف).

مثال: قد تدخل الشركة التي تحصلت حاليا على مبلغ 150000 دولار أمريكي، وتعلم أنها ستقوم بدفع نفس المبلغ بعد 90 يوما، في اتفاق مبادلة بموجبه تبيع الشركة مبلغ 150000 دولار امريكي (مقابل الأورو)، وتوافق على شراء نفس الكمية من الدولارات الأمريكية بعد 90 يوما بسعر صرف آجل محدد سلفا؛ بفضل هذا التبادل، فإن الشركة لديها إمكانية الحصول على ما يعادل الأورو من دولارات امريكية بعد 90 يوما، وبالتالي الاستفادة من سيولة إضافية والتغطية ضد مخاطر الصرف.

نلاحظ أن مبادلة الصرف تتكون من عمليتي تبادل مشابهة تقوم بها كل الأطراف المشاركة في عملية المبادلة، وهي:

- شراء العملات بسعر الصرف الحاضر: كل طرف يشتري عملة مختلفة عن الآخر؛
- بيع تلك العملات بسعر صرف آجل: مقابل الحصول على عملة الطرف المقابل في العملية.

مبدأ مبادلة الصرف: عملية مبادلة الصرف هي في الواقع مبادلة الديون بين طرفين، حيث تتم العملية على مرحلتين:

– تبادل رأس المال: حيث يتم بتاريخ إجراء الاتفاق تبادل المبلغ الأصلي للديون بين طرفي المعاملة، ويستخدم سعر الصرف الحاضر كمرجع للعملية.

– **سداد رأس المال:** عند تاريخ الاستحقاق كل من طرفي العقد يقومان بتقديم المبالغ الأصلية التي تم تبادلها من قبل بالإضافة إلى احتساب الفائدة الناتجة عن تلك الفترة، ويستخدم سعر الصرف الآجل كمرجع للعملية.

من المهم توضيح سبب استخدام سعر الصرف الآجل كمرجع لتسديد رأس المال، والذي في الواقع يتم تحديده بناءا عن سعر الصرف الحاضر ومعدلات الفائدة المطبقة على مختلف العملات:

$$\mathbf{CT_{A/B} = C_{A/B}\frac{1 + i_B}{1 + i_A}}$$

عند التذكير فإن الأساس المنطقي لحساب سعر الصرف الآجل (الناتج عن معاملات الاقتراض، الصرف الأجنبي أو الاستثمار..) هو فروقات أسعار الفائدة التي تظهر في سعر الصرف الآجل علاوة او خصما مقابل سعر الصرف الفوري.

وبالتالي فإن الفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الأجل هو بطريقة ما يعادل نقاط المقايضة أي بمعنى صافي اسعار الفائدة التي يدفعها كل من طرفي المبادلة. انطلاقا من العلاقة التي تربط بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل يمكن إظهار معدل العلاوة او الخصم للعملة A من خلال طرح $\mathbf{C_{A/B}}$ في كلتا جانبي المعادلة السابقة، وتبسيط العمليات الحسابية، وإعادة كتابة شروط المعادلة من الشكل:

$$\mathbf{\frac{CT_{A/B} - C_{A/B}}{C_{A/B}} = \frac{i_B - i_A}{1 + i_A} \approx i_B - i_A}$$

يشير الجانب الأيسر من المعادلة إلى معدل العلاوة (إذا كان موجب) أو خصم (إذا كان سالب) للعملة A، وهو ما يعادل بالتقريب فروقات اسعار الفائدة أي نقاط المقايضة.

هذه المساواة ضرورية لكل طرف لديه نفس المصلحة من خلال اجراء عقد المبادلة أو الانتقال من خلال عمليتين منفصلتين (حاضرة وآجلة) للوصول إلى نفس النتيجة. كما ان العمليات التي تجري في المرحلة الاخيرة

من عملية المبادلة (والمتمثلة في إعادة تسديد راس المال مضافا إليه الفوائد) تشبه عملية التغطية في سوق الصرف الآجل، والذي يمثل السعر الآجل السعر المرجعي الآجل في هذه العملية.

مثال توضيحي عن عملية مبادلة الصرف بين شركتين اقتصاديتين:

شركة أوروبية (E) تمتلك مبلغ 1.45 مليون دولار امريكي لكنها ليست بحاجة إليه حاليا وإنما بعد 6 أشهر لتسوية فاتورة بالدولار، وترغب في استبدال ذلك الفائض النقدي بالأورو حاليا على ان تقوم باسترداد الدولار بعد انقضاء 6 أشهر بسعر صرف آجل محدد مسبقا.

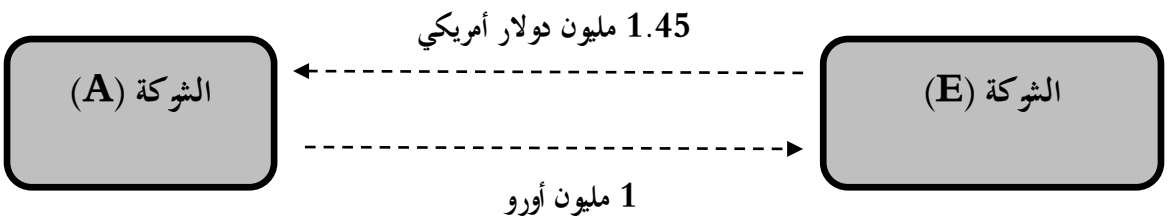
في الطرف المقابل هناك شركة أمريكية لديها فائضا نقديا بقيمة 1 مليون أورو تحتاجه بعد 6 أشهر، وترغب باستبداله بالدولار حاليا للحد من مخاطر الصرف.

حيث تقوم كلتا الشركتين من خلال العلاقة بين البنوك الخاصة بها تعقد في نفس اليوم عملية مبادلة الصرف بين الأورو والدولار لمدة 6 أشهر، مقابل مبلغ اسمي قدره 1 مليون أورو. حيث سعر الصرف الحاضر للأورو مقابل الدولار هو: $C_{EUR/USD} = 1.4500$، وسعر الصرف الآجل بعد 6 أشهر هو: $CT_{EUR/USD} = 1.4580$. واللذان سيستعملان في عمليتي التبادل الحاضرة الآجلة على الترتيب.

حيث ستأخذ عملية المبادلة الشكل التالي:

- بتاريخ t: الشركة (E) ستقوم باستبدال 1.45 مليون دولار مقابل الحصول على 1 مليون أورو من الشركة (A)، بمعنى آخر فإن الشركة (E) ستبيع آنيا 1.45 مليون دولار بسعر الصرف الحاضر من أجل الحصول على 1.45/1.45= 1 مليون اورو. ونفس الأمر بالنسبة للشركة (A) حيث ستبيع 1 مليون أورو بنفس الشروط من أجل الحصول على: 1 × 1.45 = 1.45 مليون دولار أمريكي. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

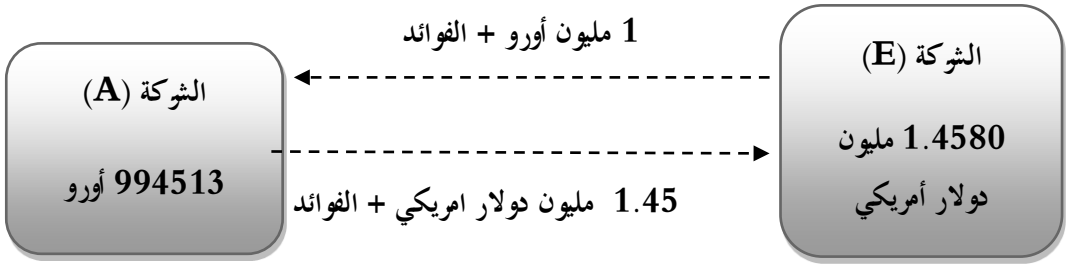
الشكل رقم (5-6): عملية المبادلة بين الشركة (E) والشركة (A) بتاريخ t



بتاريخ الاستحقاق t+6أشهر: والذي يتم فيه استرداد المبالغ المقرضة مضافا إليها الفوائد المترتبة عنها لكل عملة من قبل الشركتين بسعر الصرف الآجل المتفق عليه مسبقا عند التعاقد، وهو: $CT_{EUR/USD} =$ 1.4580؛ حيث تسترجع الشركة (E) مبلغ:

1.4580 مليون دولار أمريكي مقابل 1 مليون اورو أي أن: 1 مليون أورو × 1.4580 = 1.4580 مليون دولار أمريكي، وهو مبلغ أكبر من المبلغ الأصلي (1.45 مليون دولار امريكي)، بينما تسترد الشركة (A) مبلغ 994513 أورو (1.45 مليون دولار ÷ 1.4580) وهو اقل من المبلغ الأصلي 1 مليون أورو. والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (5-7): عملية المبادلة بين الشركة (E) والشركة (A) بتاريخ t+6



نلاحظ في مثالنا أن الأورو هو علاوة مقابل الدولار الأمريكي، وهو ما يعني ارتفاع أسعار الفائدة على العملة الأمريكية مقارنة بأسعار الفائدة على العملة الأوروبية. وهو ما يفسر ارتفاع قيمة المبلغ المسترجع من الشركة (E) عن المبلغ الأصلي 1.45 مليون دولار أمريكي حيث الفوائد التي تتلقاها ستكون أكبر من التي ستدفعها في إطار عملية المبادلة، إذ ستستفيد من ربح نقدي قدره 8000 دولار أمريكي، وهو ما يعادل 5487 أورو (8000 دولار أمريكي/ 1.4580= 5487 أورو). حيث يمثل هذا الأخير الفرق بين أسعار الفائدة المدفوعة والمقبوضة عند تاريخ الاستحقاق.

فإذا كانت كل من i_{EUR} و i_{USD} أسعار الفائدة السنوية على العملة الأوروبية والأمريكية على الترتيب، و i^*_{EUR} و i^*_{USD} أسعار الفائدة على نفس العملتين عند تاريخ الاستحقاق أي بعد 6 أشهر. فإن التدفقات النقدية للشركة (E) ستكون كالتالي:

- الفوائد المكتسبة على مبلغ 1.45 مليون دولار أمريكي بعد 6 أشهر هي i^*_{USD}× 1.45 مليون دولار أمريكي أي ما يعادلها بالأورو: (1.45 × (1× i^*_{USD})/ 1.4580) مليون أورو.

– الفوائد المدفوعة على 1 مليون أورو المقترضة من الشركة (A) هي $1 \times i^*_{EUR}$ مليون أورو.

أما بالنسبة للشركة (A) فإنها ستعاني من خسارة نقدية قدرها 5487 أورو الناتجة عن الفرق السالب بين ما قامت بدفعه من فوائد على الدولار وبين ما قامت بتحصيله على الأورو، حيث التدفقات النقدية كانت كالتالي:

– فوائد مدفوعة على المبلغ المقترض 1.45 مليون دولار من الشركة (E) قدرها $(1.45 \times i^*_{USD})$ مليون دولار أمريكي؛

– فوائد مقبوضة على مبلغ 1 مليون أورو المسترد قدرها: $(1 \times i^*_{EUR})$ مليون أورو أي ما يعادل $((1 \times i^*_{EUR}) \times 1.4580)$ مليون دولار أمريكي.

وبمكن أن يتبادر لأذهاننا السؤال التالي: ما الذي يدفع بالشركة (A) للدخول في عملية مبادلة، باعتبار أن الخسارة النقدية هي نتيجة طبيعية لمعاملة خالية من المخاطر وبسعر صرف آجل مضمون.

إيجابيات عملية مبادلة الصرف: هناك عدة إيجابيات لعملية مبادلة الصرف يمكن تلخيصها في الآتي:

– تسمح عملية مبادلة الصرف بالقيام بتبادل مؤقت للعملات الأجنبية فيما بينها، كما يمنح لمتعامليها نوعا من الثقة للقيام بالتبادل العكسي بتاريخ وسعر محددين مسبقا؛

– مبادلة الصرف لا تؤدي إلى زيادة حجم ميزانية الشركة بالمقارنة مع الحقوق والديون الكلاسيكية التي تسجل كموجودات أو مطلوبات، فتسجيل معاملات مبادلة الصرف كأداة للتغطية لا يؤثر على الهيكل المالي للشركة، وهو ما يعتبر ميزة هامة بالنسبة للشركات باعتبار أنه لا يؤدي إلى تدهور نسبها المالية؛

– توفر عملية مبادلة الصرف سيولة عالية جدا، باعتبار ان المخاطر الناتجة عن عملية مبادلة الصرف تكون أقل مقارنة بالمعاملات النقدية.

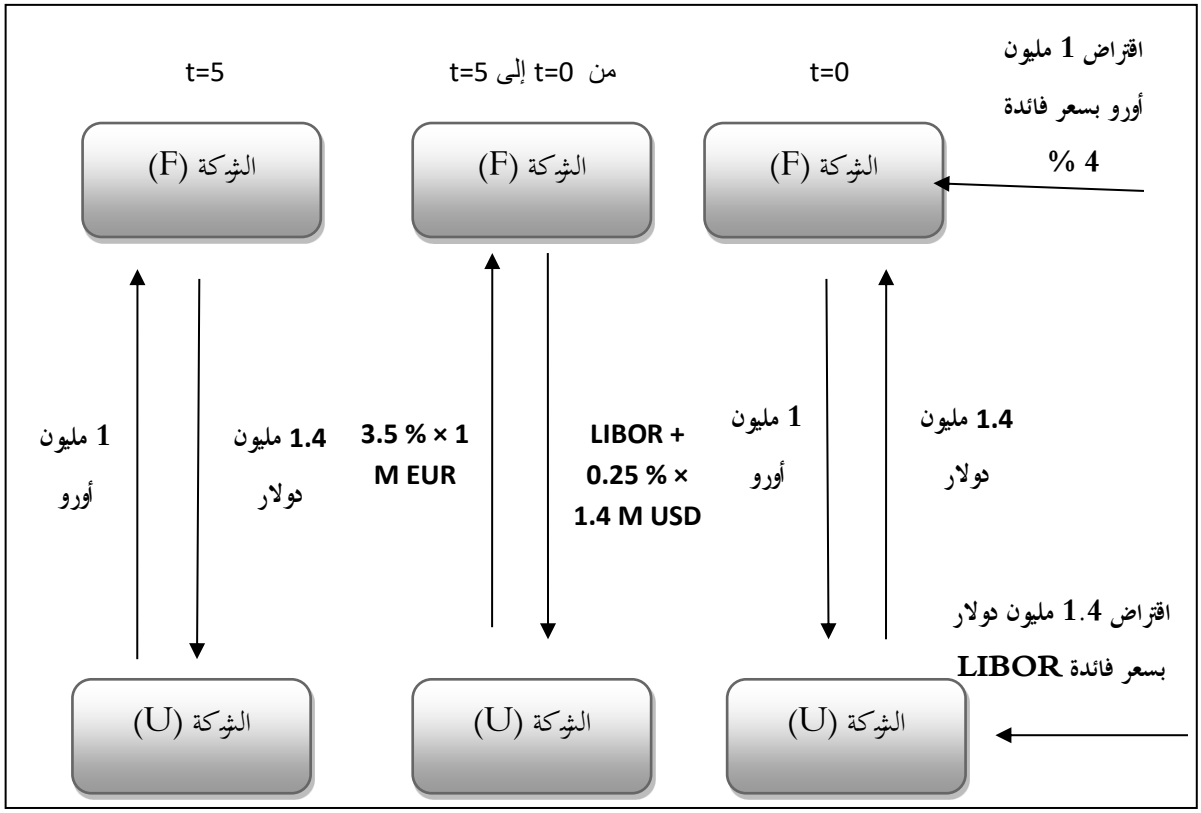
✓ **عقود مبادلة الصرف والعملات (Les swaps de change et devises)**: عقود مبادلة الصرف والعملات (combined interest rate and currency swaps CIRCUS) هي عقود تجمع بين مبادلة الصرف ومبادلة العملات، حيث يتم فيها تبادل اسعار الفائدة بمعدلات متغيرة مقومة بعملة مقابل أسعار فائدة بمعدلات ثابتة مقومة بعملة أخرى.

مثال:

شركة (F) ترغب باقتراض مبلغ 1.4 مليون دولار أمريكي، ويمكنها حاليا أن تقترض 1 مليون أورو بسعر فائدة 4 % لمدة 5 سنوات، ومبلغ 1.4 مليون أورو-دولار بسعر فائدة LIBOR + 1 %؛ أما بالنسبة للشركة (U) فترغب باقتراض مبلغ 1 مليون أورو، ويمكنها لمدة 5 سنوات اقتراض 1 مليون أورو بسعر فائدة 3.5 % و1.4 مليون أورو- دولار بسعر فائدة LIBOR. سعر الصرف الحاضر للأورو مقابل الدولار هو: 1 أورو يساوي 1.4 دولار أمريكي. تقوم الشركتان بعقد مبادلة.

في هذه الحالة فإن الشركة (U) ستمول بالدولار بسعر فائدة LIBOR وليكن +0.25 % وتقرض الشركة (F)، في حين أن الشركة (F) ستمول بالأورو بسعر فائدة 4 % وتقرض الشركة (U) بسعر فائدة 3.5 %. أي أن المبادلة ستكون من الشكل:

الشكل رقم (5-8): عملية مبادلة الصرف والعملات بين الشركتين (F) و (U)



- **الفرق بين مبادلة الصرف ومبادلة العملات:** عقود مبادلة الصرف والعملات متشابهة إلى حد ما لأنها تستند على نفس المبدأ: وهو الاقتراض بعملة والاقراض بعملة أخرى بشكل متزامن ومع نفس طرف التعاقد، ومع ذلك فإنهما تختلفان في جوانب أخرى منها:

– عقود مبادلة الصرف هي عقود قصيرة الأجل، بينما عقود مبادلة العملات هي عقود متوسطة وطويلة الأجل؛

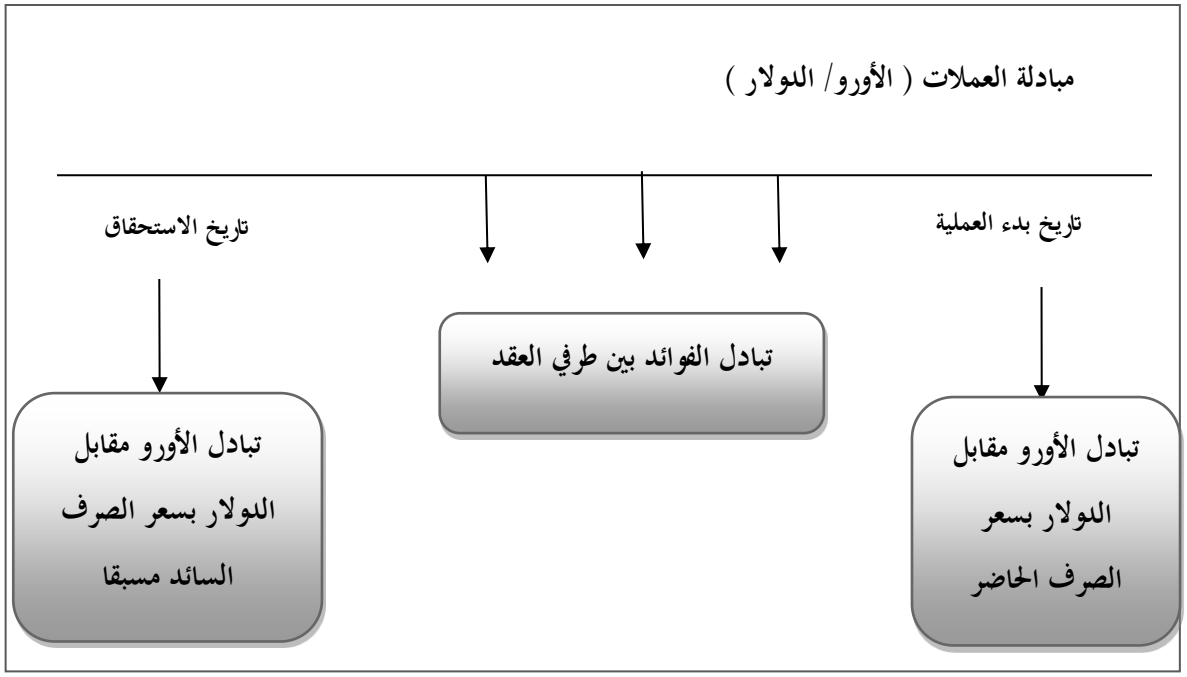
– في عقود مبادلة الصرف يتم مبادلة اسعار الفائدة عند تاريخ الاستحقاق مع العملات، بينما في عقود مبادلة العملات يتم مبادلة أسعار الفائدة خلال فترة سريان العقد؛

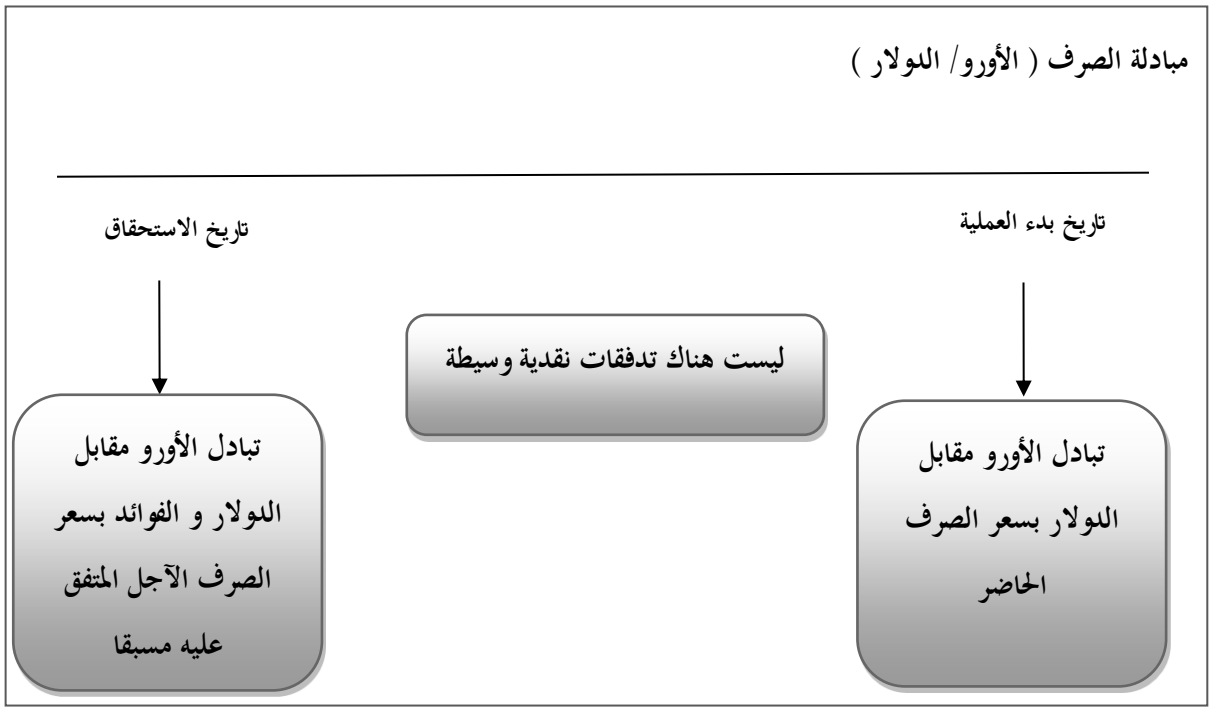
– عند تاريخ الاستحقاق في مبادلة الصرف يستند التبادل النهائي على سعر الصرف الآجل المتفق عليه مسبقا، بينما في عقود مبادلة العملات فيستند على سعر الصرف السائد مسبقا عند التعاقد.

بالرغم من الاختلافات الموجودة بينهما إلا أنهما يعتبران أداتين مهمتين للتغطية ضد مخاطر الصرف سوآءا في الأجل القصير، المتوسط أو الطويل.

ويمكن تلخيص و المقارنة بين التدفقات المالية المتعلقة بنوعي المبادلات في الشكل التالي:

الشكل رقم (5–9): التدفقات المالية المتعلقة بنوعي عملية المبادلة





✓ **خيارات الصرف**: عقد الخيار هو عقد يسمح لحامله شراء او بيع أصل معين (ورقة مالية، سلعة، عملة أجنبية) بسعر محدد وقت الاتفاق ويتم التسليم في وقت محدد مستقبلا.

عقود الخيار هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية، مع اختلاف هام وهو أن المشتري لها يملك حق الخيار لإتمام أو عدم اتمام العملية (أي غير ملزم بإتمامها)، وحتى يتمتع بهذا الحق فعليه أن يدفع للبائع مقدما وعند إتمام العقد علاوة متفق عليها تسمى علاوة الخيار(نجيب سمير خريس, 2012). وبمجرد دفعه لها يصبح المشتري في هذا السوق مشتري الخيار، والبائع الذي يتلقى العلاوة يسمى بائع الخيار.

✓ **تعريف خيار الصرف**: هو عقد يمنح للمتحصل عليه حق وليس التزام بشراء أو بيع مبلغ معين من العملة بسعر محدد، يسمى بسعر التنفيذ وذلك في تاريخ محدد أو خلال فترة محددة، مقابل تكلفة تسمى عمولة "Prime " أو " Premium".

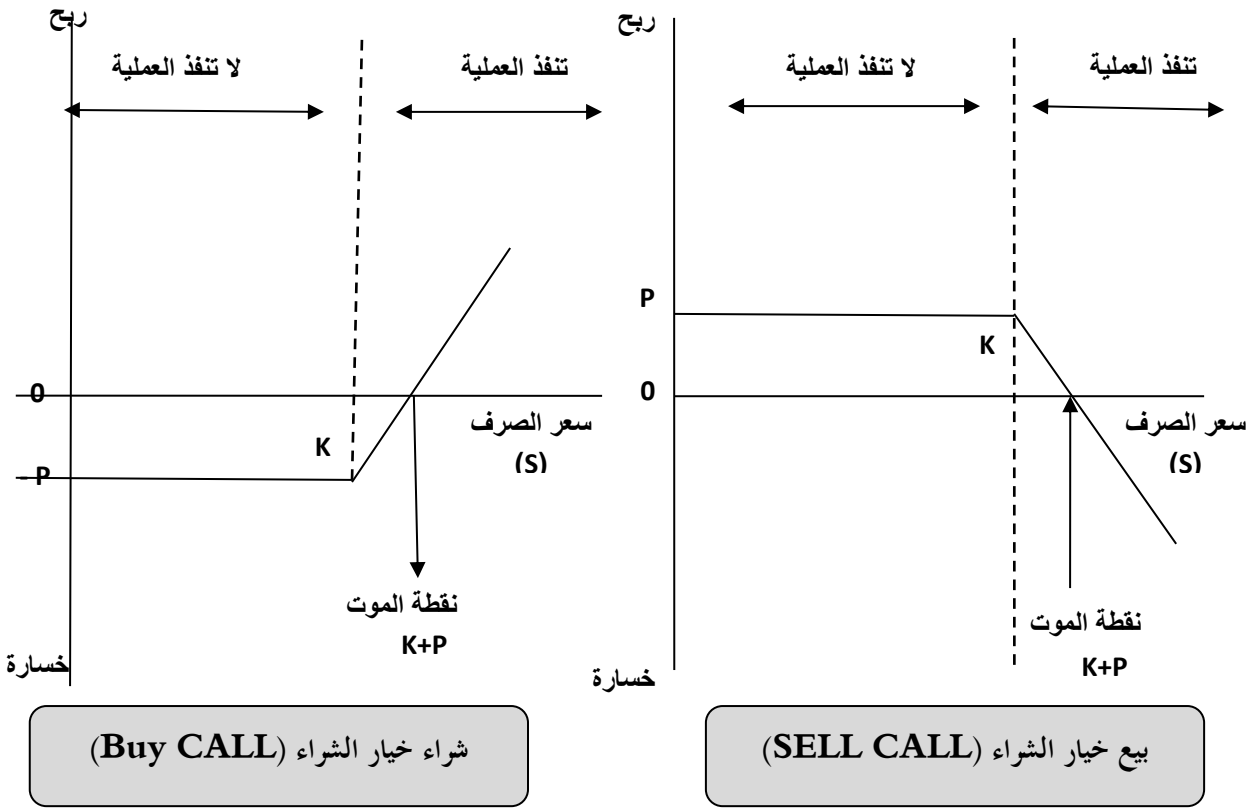
وتنقسم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما: خيار الشراء وخيار البيع(حاكم الربيعي, a2011).

- **خيار الشراء (Call Option)**: يمنح خيار الشراء حامله الحق وليس الالتزام في شراء الكمية المتفق عليها بسعر محدد وقت الاتفاق ويطلق عليه سعر الممارسة، ويتم التسليم في وقت محدد في المستقبل ويطلق عليه تاريخ الممارسة، ويتلقى الطرف البائع لهذا الخيار علاوة من حامل الخيار عند إبرام العقد. وينقسم بدوره إلى قسمين:

شراء خيار الشراء: حيث يملك المشتري في هذه الحالة حق شراء الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه خلال فترة محددة أو بتاريخ استحقاق العقد حسب المتفق عليه.

- **بيع خيار الشراء:** حيث يعطي البائع وعده بالالتزام ببيع الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه، إذا ما قرر المشتري التنفيذ، خلال فترة محددة من الزمن، أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب المتفق عليه بالعقد.

الشكل رقم (5-10): يبين خيار الشراء (CALL)



شراء خيار الشراء (Buy CALL)

بيع خيار الشراء (SELL CALL)

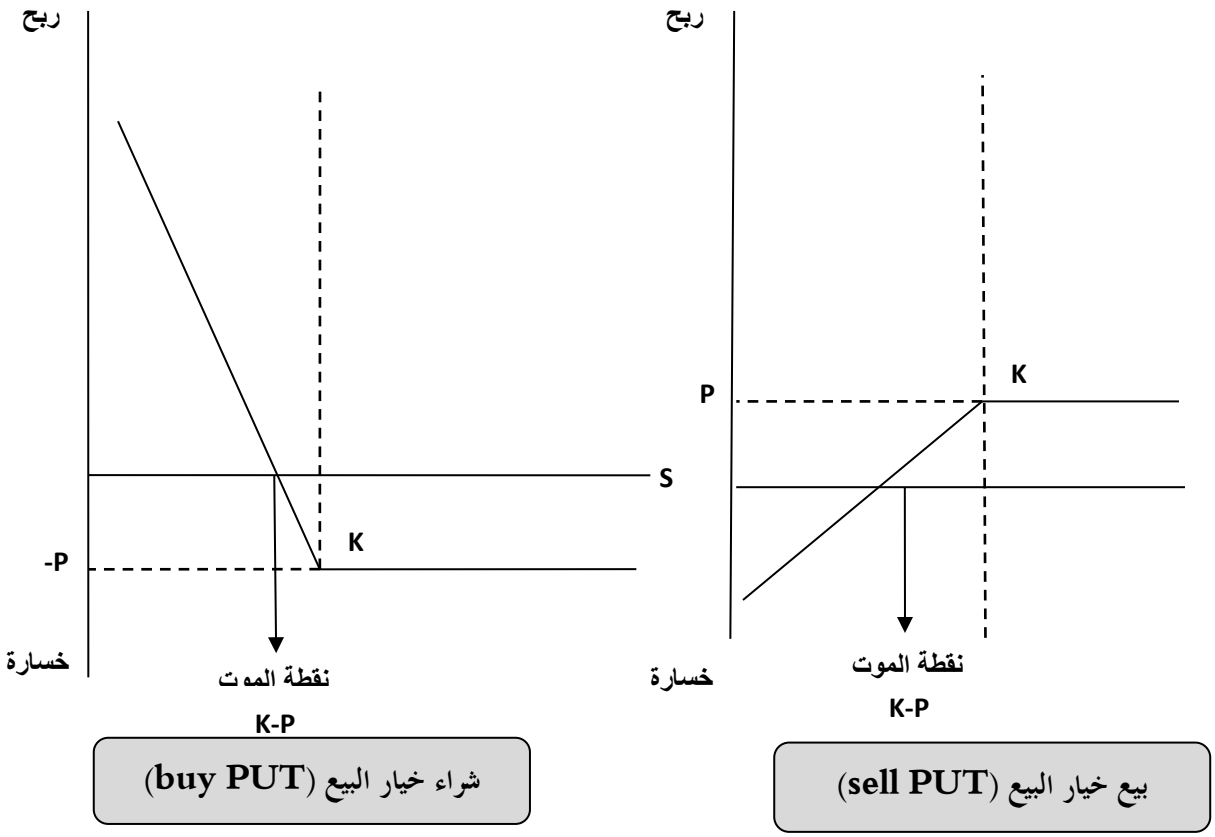
Source : (Peyrard Josette, 1999)

- **خيار البيع (Put Option):** يعتبر خيار البيع معكوس خيار الشراء، وهذا الخيار يسمح لحامله الحق وليس الالتزام ببيع الكمية المتفق عليها بسعر محدد وقت الاتفاق ويتم التسليم في وقت محدد في المستقبل.

شراء خيار البيع: حيث يمتلك المشتري في هذه الحالة الحق ببيع الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه خلال فترة محددة من الزمن أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب المتفق عليه بالعقد.

بيع خيار البيع: يعطي البائع وعده لبيع الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه إذا رغب المشتري بذلك خلال فترة محددة من الزمن او بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب المتفق عليه بالعقد.

الشكل رقم (5-11): يبين خيار البيع (PUT)



Source : (Peyrard Josette, 1999)

الجدول رقم (5-13): ملخص عن الأرباح والخسائر لنوعي الخيارين عند التنفيذ وغير التنفيذ

سعر صرف العملية	S≤K	S>K
خيار الشراء (CALL)		
شراء خيار الشراء (buy CALL)	-P	S-K-P
بيع خيار الشراء (sell CALL)	+P	-S+K+P
خيار البيع (PUT)		
شراء خيار البيع (buy PUT)	K-S-P	-P
بيع خيار البيع (sell PUT)	-K+S+P	+P

Source : (Peyrard Josette, 1999)

- **حق الخيار الأوروبي وحق الخيار الأمريكي:** يوجد نوعان من الخيار فيما يتعلق بموعد الاستحقاق، وهو هما حق الخيار الأمريكي وحق الخيار الأوروبي. فحق الخيار الأوروبي لا يجوز تنفيذه إلا في يوم استحقاقه، اما الأمريكي فيجوز ممارسته خلال الفترة بين إبرام العقد وتاريخ الاستحقاق(حاكم الربيعي, b2011).

✓ **العوامل المؤثرة على أسعار عقود الخيار:** تعتمد أسعار عقود الخيار على قيمة العلاوة التي تفرض من قبل البائع على المشتري، ومن أهم هذه العوامل التي تؤثر على حجم العلاوة ما يلي:

1- مدة العقد: كلما طالت مدة العقد زادت العلاوة.

2- سعر الفائدة: هناك علاقة موجبة بين سعر الفائدة وحجم العلاوة.

3- العرض والطلب: حيث تنخفض أسعار العقود إذا زاد العرض على الطلب.

4- القيمة العادلة: حيث يتأثر حجم العلاوة بالسعر المراد تثبيته فإذا كان السعر المراد تثبيته أقل من السعر المتداول في السوق مال حجم العلاوة للارتفاع، أما إذا كان السعر المراد تثبيته أكثر من السعر المتداول مال للانخفاض.

وتستعمل خيارات العملة سواء من أجل حماية الوضعية الطويلة أو الوضعية القصيرة.

- **تغطية وضعية الصرف الطويلة (ممارسة خيار البيع)**

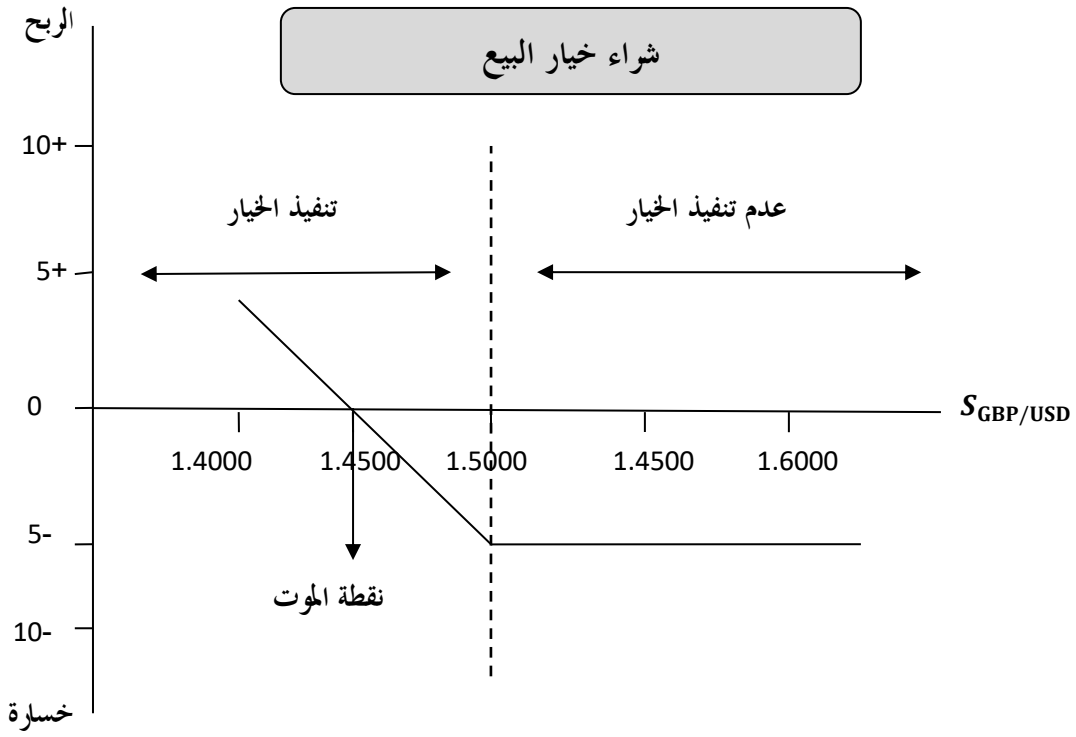
هذه الوضعية نجدها في شركة تتوقع استلام عملة من الغير، كالشركة التي قامت بتصدير سلعة أو تلك التي تتوقع تحصيل مبلغ بالعملة الصعبة، و تخشى من انخفاض قيمة هذه العملة في مقابل العملة المحلية، في هذه الحالة و بدفعها لعمولة تستطيع أن تشتري خيار ببيع عملة و الذي يمكنها من تجنب خطر الصرف، في الوقت ذاته يمكنها من الاستفادة من أي تطور إيجابي في السوق كما يحق لها التخلي عن استعمال هذا الخيار أو بيعه قبل الاستحقاق ، حيث تخشى انخفاض قيمة العملة المتوقع الحصول عليها، فنقوم بشراء حق بيع بسعر التصرف لمدة معينة مع دفع علاوة للبائع ، فإذا انخفض السعر العاجل للعملة مقارنة بسعر التصرف عند حلول الأجل تمارس حقها في البيع وفق السعر المتفق عليه. أما إذا ارتفع سعر الصرف العاجل مقارنة بسعر التصرف هنا تتخلى عن حقها، طالما أن السعر العاجل يغطى لها تكلفة العلاوة ويحقق لها تفادى الخسارة التي كانت متوقعة، كما يمكن أن يحقق لها ربحا.

مثال:

إذا كانت هناك شركة أمريكية ترغب في تحويل الجنيهات التي ستقبضها في بريطانيا إلى دولارات، وبافتراض أن سعر الصرف الآني هو GBP/USD=1.5000، وقيمة العلاوة تقدر بـ 5 سنتات أمريكية لكل جنيه، فبماذا تنصح الشركة في حالة انخفاض سعر الصرف إلى GBP/USD=1.4000 أو إلى GBP/USD=1.4500، وفي حالة ارتفاع سعر الصرف إلى GBP/USD=1.5500 أو إلى GBP/USD= 1.6000.

إذا كانت هناك شركة أمريكية ترغب في تحويل الجنيهات التي ستقبضها في بريطانيا إلى دولارات، فعليها أن تلجأ إلى شراء خيار البيع بسعر صرف 1.5000 دولار لكل جنيه استرليني وبعلاوة مقدارها 5 سنتات أمريكية لكل جنيه. فإذا انخفض السعر الآني بتاريخ الاستحقاق سيكون من الأفضل للشركة المشترية لخيار البيع أن تمارس حقها بالبيع، فإذا انخفض السعر إلى 1.4000 دولار فإن الشركة ستنفذ و تحقق أرباحا مقدارها (10 سنتات – 5 سنتات = 5 سنت لكل جنيه استرليني)، و نفس الأمر إذا انخفض السعر إلى 1.4500 دولار فإن الشركة ستنفذ و لكن لا تحقق ربح او خسارة و إنما تكتفي باسترجاع قيمة العلاوة (5 – 5 = 0 سنت لكل جنيه استرليني)؛ أما أذا ارتفع سعر الصرف إلى 1.5500 فإن الشركة لن تنفذ و تكتفي بخسارة العلاوة المقدرة ب 5 سنتات، و نفس الأمر يحدث إذا ارتفع السعر إلى 1.6000 دولار لكل جنيه استرليني فالخسارة التي تحققها تتمثل في قيمة العلاوة. والرسم التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (5-12): مثال توضيحي عن شراء خيار البيع



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

من خلال الشكل نلاحظ أن:

- إذا بقي السعر الحاضر عند الاستحقاق 1.5000 فإن مشتري خيار البيع (الشركة) ينفذ او لا ينفذ حيث يحقق خسارة بقيمة العلاوة؛
- إذا انخفض السعر الحاضر عند الاستحقاق إلى 1.4500 فإن مشتري خيار البيع سينفذ حيث يحقق ربح قدره (1.4000-1.5000) = 10 سنتات، و (10 سنتات – العلاوة = 5 سنتات)؛
- إذا انخفض السعر الحاضر عند الاستحقاق إلى 1.4000 فإن مشتري خيار البيع سينفذ ولكن لن يحقق ربحا أو خسارة وإنما يكتفي باسترجاع قيمة العلاوة حيث 1.4500-1.5000 = 1.0500 دولار لكل جنيه استرليني أي 5 سنتات و (5 سنتات – العلاوة = 0).
- إذا ارتفع السعر عند تاريخ الاستحقاق إلى 1.5500 فإن مشتري خيار البيع لن ينفذ ويعاني من خسارة متمثلة في قيمة العلاوة؛
- إذا ارتفع السعر عند تاريخ الاستحقاق إلى 1.6000 فإن مشتري خيار البيع (الشركة) لن ينفذ ويخسر قيمة العلاوة.

أما بالنسبة للطرف المقابل وهو بائع خيار البيع: فإنه سيلتزم بالتنفيذ إذا ما قرر مشتري خيار البيع التنفيذ، حيث:

– إذا بقي السعر الحاضر عند تاريخ الاستحقاق 1.5000 فإن بائع خيار البيع ينفذ او لا ينفذ يحقق ربح بقيمة العلاوة؛

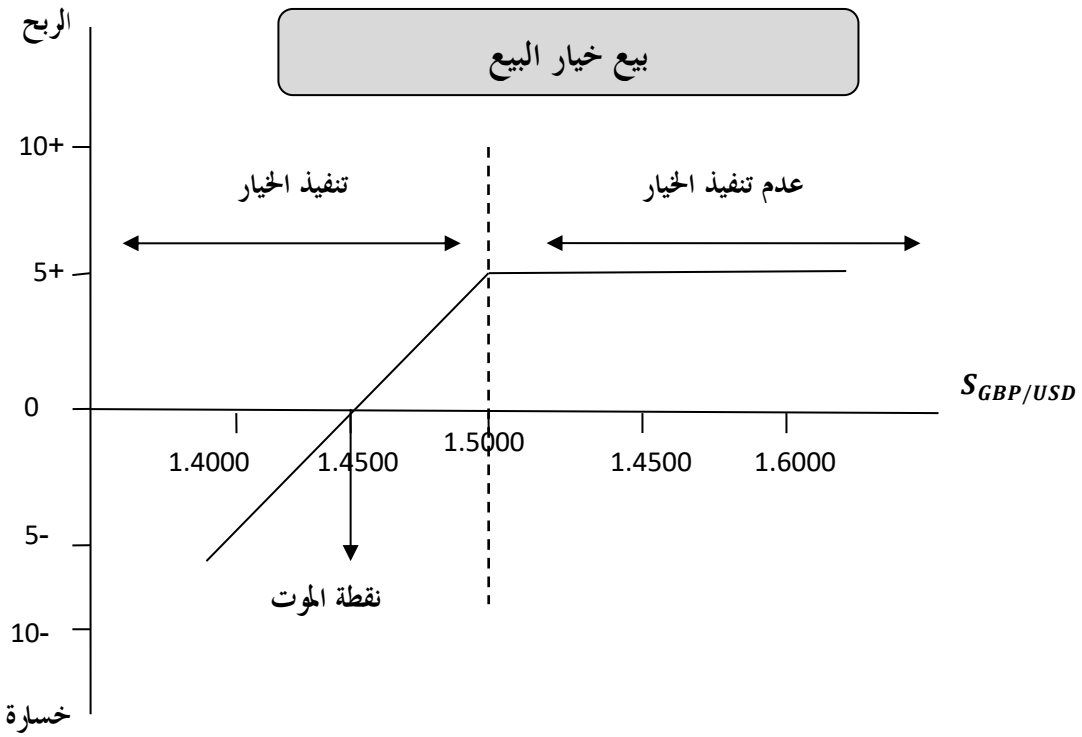
– إذا انخفض السعر الحاضر عند الاستحقاق إلى 1.4500 فإن بائع خيار البيع سينفذ حيث يحقق خسارة قدرها 5 سنتات؛

– إذا انخفض السعر الحاضر عند الاستحقاق إلى 1.4000 فإن بائع خيار البيع سينفذ ولن يحقق ربحا أو خسارة؛

– إذا ارتفع السعر عند تاريخ الاستحقاق إلى 1.5500 فإن بائع خيار البيع لن ينفذ ويحقق ربحا متمثل في قيمة العلاوة؛

– إذا ارتفع السعر عند تاريخ الاستحقاق إلى 1.6000 فإن بائع خيار البيع لن ينفذ ويحقق ربحا متمثلا في قيمة العلاوة.

الشكل رقم (5–14): مثال توضيحي عن بيع خيار البيع



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

- **تغطية وضعية الصرف القصيرة (ممارسة خيار الشراء)**

و تنشأ هذه الوضعية عندما نكون بصدد شركة مستوردة و التي يترتب عليها دين بالعملة الأجنبية أو الشركة التي اقترضت عملة أجنبية و يكون عليها تسديدن هذه المبالغ مستقبلا، فتقوم هذه المؤسسة بحماية نفسها من خلال شراء خيارات صرف العملة،و تدفع للبائع علاوة ، عند انقضاء المدة نكون بصدد حالتين، إما ارتفاع سعر عملة التسديد (السعر العاجل) هنا تمارس المؤسسة حقها في الشراء لأن سعر التصرف زائدا العلاوة أقل من السعر العاجل ، أما إذا انخفض السعر العاجل عند حلول الأجل فمن مصلحة المؤسسة المعنية التخلي عن حقها (خيار الشراء)طالما أن الفارق بين السعرين يغطى لها العلاوة و يمكن أن يحقق لها ربح و من تم تمكنت من تجنب خسارة سعر الصرف

مثال: شركة أمريكية ترغب في استيراد سلع من منطقة الأورو وعلى مدة 6 أشهر تدفع قيمة السلعة بعملة الأورو، وبافتراض ان سعر الصرف الحاضر هو EUR/USD=1.5950، وتبحث هذه الشركة على طريقة لتغطية تقلبات أسعار الصرف، فكيف يكون تصرف الشركة في حالة ارتفاع سعر الصرف إلى = EUR/USD 1.6060 وإلى EUR/USD=1.6065 والانخفاض إلى EUR/USD=1.4500 وتقدر العلاوة ب 0.0115 دولار عن كل أورو.

في هذه الحالة ستلجأ الشركة إلى شراء خيار الشراء، بسعر صرف حاضر هو 1.5950 دولار لكل 1 أور وبعلاوة مقدارها 0.0115 دولار لكل 1 اورو، وبالتالي فإن للشركة الحق وليس الالتزام لشراء المبلغ المتعاقد بالأورو بسعر الصرف المتفق عليه لمدة ستة أشهر.

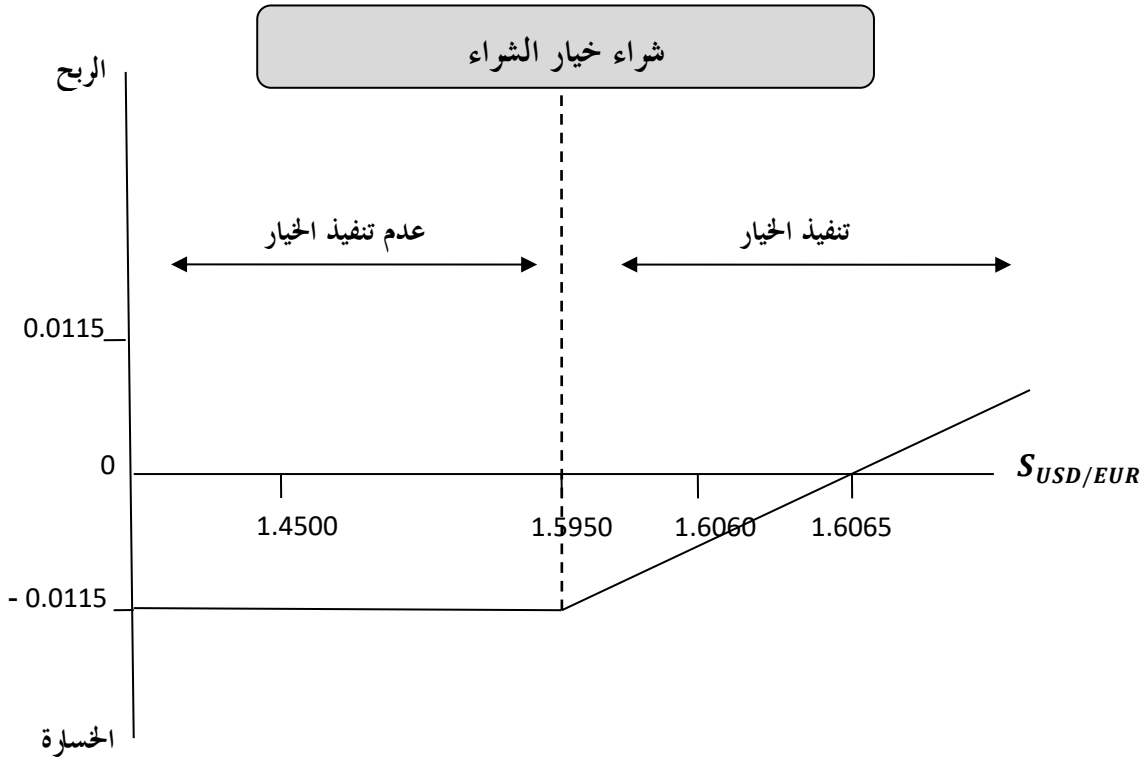
فإذا ارتفع السعر بعد 6 أشهر إلى أكثر من 1.5950 دولار لكل أورو فإن مشتري خيار الشراء (الشركة) سيمارس حقه بالشراء، أما إذا كان أقل منه فإنها لن يمارس ذلك الحق.

أي إذا ارتفع السعر بعد 6 أشهر إلى 1.6060 ستقوم الشركة بالتنفيذ، سيحقق ربحا لكن لن يكفيه لتغطية العلاوة التي قد دفعها من قبل حيث (1.6060 - 1.5950) - 0.0115 (العلاوة) = - 0.0005 دولار لكل اورو.

وإذا ارتفع السعر بعد تاريخ الاستحقاق إلى 1.6065 دولار ستقوم الشركة بالتنفيذ لأنها ستحقق ربحا يكفي فقط لتغطية العلاوة المدفوعة أي أن (1.6065 - 1.5950) - 0.0115 = 0.

أما إذا انخفض السعر إلى 1.4500 دولار فإن الشركة لن تقوم بالتنفيذ وستكتفي بخسارة العلاوة المقدرة ب 0.0115 دولار لكل 1 أورو. والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (5-15): مثال توضيحي عن شراء خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

أما بالنسبة **لبيع خيار الشراء**: فإن بائع خيار البيع سيكون ملتزم بالتنفيذ إذا ما أراد مشتري الخيار التنفيذ، وسيلتزم بالعكس إذا أراد مشتري الخيار عدم التنفيذ. حيث:

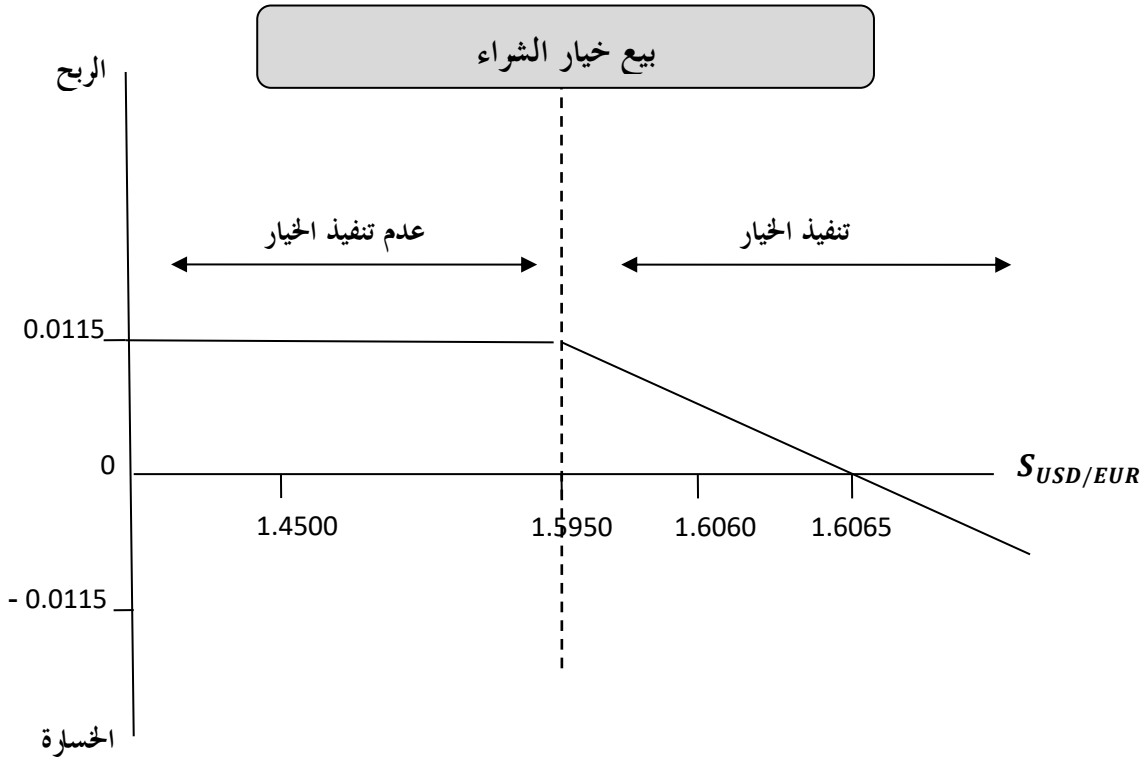
- إذا ارتفع السعر عند تاريخ الاستحقاق إلى 1.6060 سيلتزم بالتنفيذ ويحقق ربحا صافيا محدودا قدره 0.0005 دولار لكل 1 أورو؛

- وإذا ارتفع السعر عند تاريخ الاستحقاق إلى 1.6065 سيلتزم بالتنفيذ إلا أنه لن يحقق ربحا او خسارة؛

أما إذا السعر إلى أقل من 1.5950 دولار لكل 1 أورو فإن بائع خيار الشراء سيلتزم بعدم التنفيذ (البيع) وسيكتفي بالعلاوة التي تحصل عليها.

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (5–16): مثال توضيحي عن بيع خيار الشراء



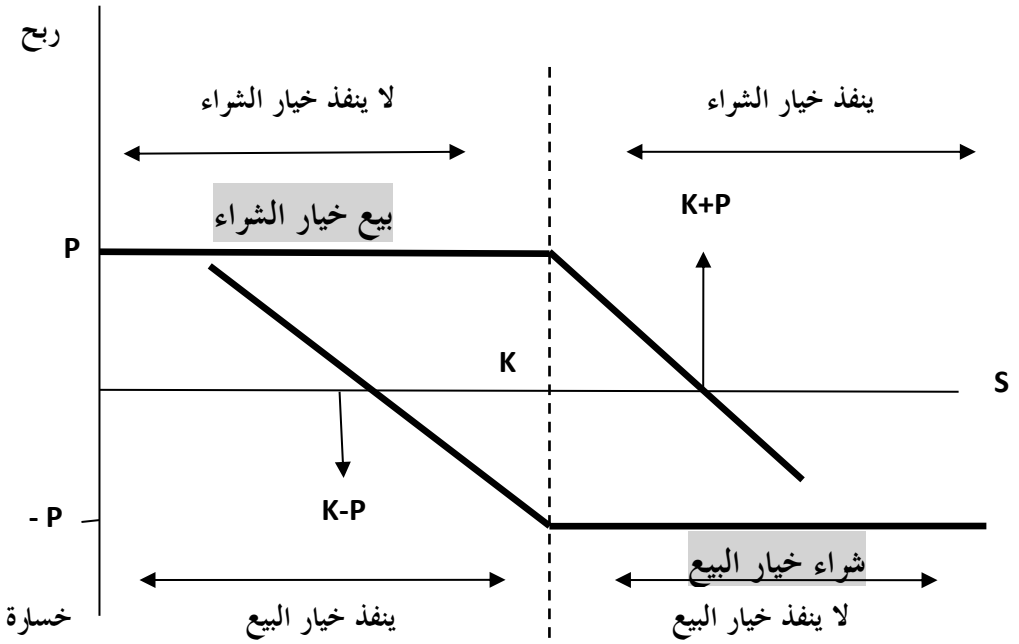
المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

من الرسم نلاحظ أنه عند السعر الحاضر عند الاستحقاق 1.6065 فإن بائع خيار الشراء لن يحقق أي ربح أو خسارة في حالة ان مارس مشتري خيار الشراء حقه، ولكن في حالة إذا ارتفع السعر إلى أكثر من ذلك فإنه سيتحمل خسارة تفوق العلاوة التي تحصل عليها.

- **مقارنة استراتيجية الخيارات:**

– إن بيع خيار الشراء وشراء خيار البيع يحقق ربحا إذا انخفضت الأسعار الحاضرة عند تاريخ الاستحقاق، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (5–17): مثال توضيحي عن بيع خيار الشراء وشراء خيار البيع

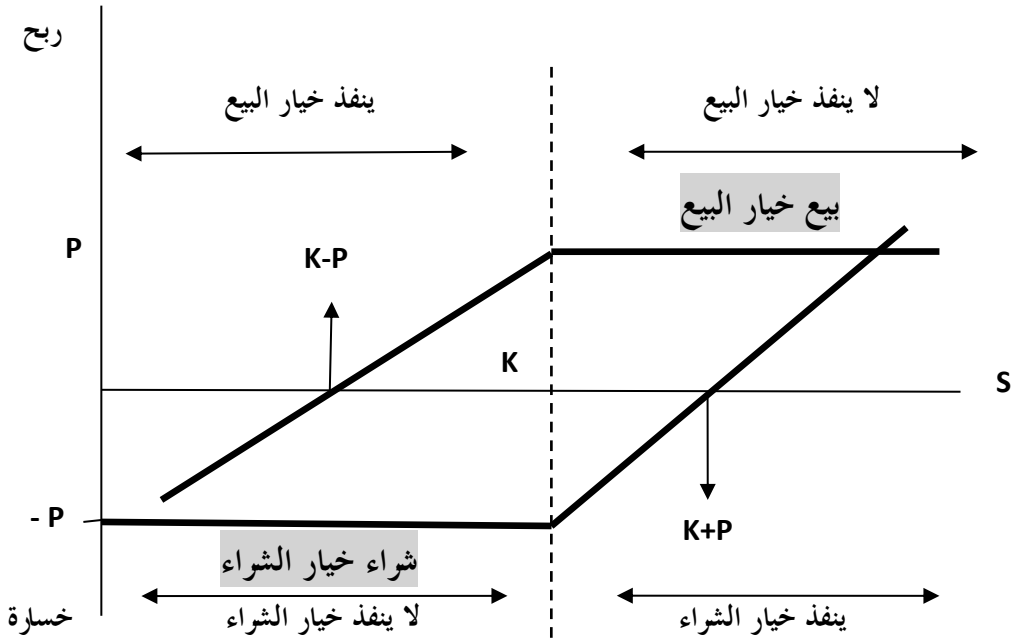


المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

فمشتري خيار البيع لن يقوم بالتنفيذ، في حين أن حامل خيار البيع يمارس حقه بالبيع لأنه سيحقق ربح.

– إن شراء خيار الشراء وبيع خيار البيع يحقق ربحا إذا ارتفعت الأسعار الحاضرة عند تاريخ الاستحقاق، كما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (5–18): مثال توضيحي عن بيع خيار البيع وشراء خيار الشراء



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق.

فبارتفاع الأسعار حامل خيار الشراء يمارس حقه بالشراء لأمه سيحقق ربحا، أما حامل خيار البيع لن يمارس حقه بالبيع لأنه بإمكانه البيع في السوق وتحقيق مكاسب أفضل.

أسئلة نموذجية للإمتحانات

جامعة يحي فارس – المدية السنة الجامعية: 2018/2017

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير اللقب: .....

قسم العلوم الاقتصادية الاسم: .....

السنة ثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي الفوج: .....

امتحان السداسي الأول الدورة العادية في مقياس الصرف ومخاطره

س (1): أجب بصحيح أو خطأ مع تعليل الاجابة الخاطئة (6 نقاط)

- تختلف مضاربة العملات على المرايحة في كون أن الأولى عبارة عن شراء أصل من أجل إعادة بيعه في نفس الوقت أما المرايحة فهي عبارة عن استبدال أصل مالي بأصل نقدي.

ج/.....

.....

.....

.....

- تسمح طريقة المراكز النقدية وغير النقدية بتحويل قيمة الأصل بسعر الصرف السائد يوم تسجيل العملية

ج/.....

.....

.....

.....

- تتعرض المؤسسات إلى مخاطر الصرف المحاسبية، التداول و مخاطر رأس المال.

ج/.....

.....

.....

.....

- نقصد بنقاط المقايضة تحويل فرق الفوائد إلى عدد من النقاط يضاف إلى سعر الصرف العاجل.

ج/.....

.....

.....

.....

- يرى أصحاب نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة أن سعر الصرف الحقيقي يكون ثابت.

ج/.....

.....

.....

.....

س (2): أذكر نوعي عقد المبادلة مبرزا أوجه التشابه والاختلاف بينهما (4 نقاط)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

س (3): ما نوع العلاقة التي تربط بين سعر الصرف الحقيقي والقدرة التنافسية؟ (علل إجابتك) (3 نقاط)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

تمرين (7 نقاط): بتاريخ 2017/12/31 كانت وضعية مؤسسة أوروبية كما يلي:

- **حساب العميل**: 1500 USD، 1500 EUR، 1200 JPY.
- **حساب المورد**: 1300 USD، 1700 EUR، 1400 JPY.
- **اقراض**: 1600 EUR، 1000 JPY. **اقتراض**: 1800 EUR، 1100 JPY.
- **المبيعات**: 1600 USD، 5500 EUR، 2000 JPY.
- **المشتريات**: 1000 USD، 5000 EUR، 2500 JPY.

المطلوب:

1. حدد وضعية الصرف لكل عملة وخطر الصرف.
2. حدد خطر الصرف الاجمالي بعملة الين الياباني (JPY) إذا علمت أن:

USD/EUR= 0.9000، USD/JPY= 1.2500.

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

جامعة يحي فارس – المدية السنة الجامعية: 2019/2018

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير اللقب: .....

قسم العلوم الاقتصادية الاسم: .....

السنة ثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي الفوج: .....

امتحان السداسي الأول الدورة العادية في مقياس الصرف ومخاطره

س (1): أجب بصحيح أو خطأ مع تعليل الاجابة الخاطئة (5 ن)

- تختلف مضاربة العملات على المرايحة في كون أن الأولى عبارة عن شراء أصل من أجل إعادة بيعه في نفس الوقت أما المرايحة فهي عبارة عن استبدال أصل مالي بأصل نقدي.

ج/.....

.....

.....

.....

- تسمح طريقة السعر اللحظي بتحويل قيمة الأصل بسعر الصرف السائد يوم تسجيل العملية

ج/.....
.....
.....
.....

- تتعرض المؤسسات إلى مخاطر الصرف المحاسبية، التداول و مخاطر رأس المال.

ج/.....
.....
.....
.....

- نقصد بنقاط المقايضة تحويل فرق الفوائد إلى عدد من النقاط يضاف إلى سعر الصرف العاجل.

ج/.....
.....
.....
.....

- يرى أصحاب نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة أن سعر الصرف الحقيقي يكون ثابت.

ج/.....
.....
.....
.....

س (2): ما الدافع من وراء اعتماد Levy Yati and Surengager تغيرات سعر الصرف واحتياطاته في تصنيف نظم سعر الصرف؟ (2ن)

.....
.....
.....
.....
.....

س (3): لماذا تعلن الدول النامية عن نظام صرف لا يتم تبنيه فعلا؟ (2ن)

.....

.....

.....

.....

.....

س (4): حدد أوجه الاختلاف والتشابه بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية للصرف (4 ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

س (5): تمرين: في منتصف النهار، لوحظ في سوق الصرف الفوري الأجنبي، التسعيرات التالية: (7ن)

سوق نيويورك: JPY/USD = 0.7530100 CHF/USD = 0.7185	سوق طوكيو: CHF/JPY = 95.3120

- أحسب السعر التقاطعية بين الفرنك السويسري والين الياباني (CHF/JPY) في سوق نيويورك.

- إذا كان بحوزة المراج ما مقداره 100.000 دولار أمريكي، أحسب الأرباح التي سيحققها من عملية المرايحة بين السوقين.

جامعة يحي فارس – المدية السنة الجامعية: 2020/2019

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير اللقب: .....

قسم العلوم الاقتصادية الاسم: .....

السنة ثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي الفوج: .....

امتحان السداسي الأول الدورة الاستدراكية في مقياس الصرف ومخاطره

س (1): ضع علامة (X) أمام اجابة صحيحة واحدة (5ن)

- **تتعرض الشركات التي تقوم بتجميع حساباتها إلى:**

(أ) خطر الصرف المحاسبي (ب) خطر الصرف المحاسبي والاقتصادي (ج) خطر الصرف المحاسبي، المعاملات ورأس المال (ج) خطر الصرف المحاسبي والمعاملات والاقتصادي

- **ضمن التسعيرة الأكيدة (EUR/CAD= 1.2329) الدولار الكندي يسمى:**

(ا) العملة الاساسية (ب) العملة المقابلة (ج) عملة المراجحة

- **يمثل سعر الصرف الآجل للبنك الذي يشتري العملة بأجل:**

(ا) تقدير لسعر الصرف المستقبلي للعملة (ب) سعر الصرف الذي يضمن عدم المخاطرة للبنك

(ج) كل ما سبق (د) لا شيء مما ذكر

- **وضعية الصرف الطويلة للمؤسسة تعني:**

(أ) حجم العملة الأجنبية المحتفظ بها أكبر بالنسبة إلى أصولها (ب) رصيد حساب عملياتها مدين

(ج) رصيد حساب عملياتها دائن (د) لا شيء مما ذكر

- **تسمح طريقة المراكز النقدية و غير النقدية بتحويل قيمة الأصل:**

(أ) بسعر الصرف السائد يوم تسجيل العملية (ب) بسعر صرف الاغلاق (ج) أ+ب

س (2): لماذا تعلن الدول النامية عن نظام صرف لا يتم تبنيه فعلا؟ (2ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

س (3) كيف يتم تسيير آجال العملية من قبل الشركة المصدرة؟ (2ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

س (4) ما هي المعايير التي اعتمدا عليها Levy Yeyati and Sturzengger في تصنيف نظم الصرف؟ (3ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

س (5): حدد أوجه الاختلاف و التشابه بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية للصرف (4 ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

تمرين: في منتصف النهار، لوحظ في سوق الصرف الفوري الأجنبي، التسعيرات التالية: (7ن)

سوق نيويورك: 100 JPY/USD = 0.7530 CHF/USD = 0.7185	سوق طوكيو: CHF/JPY = 95.3120

- أحسب السعر التقاطعي بين الفرنك السويسري و الين الياباني (CHF/JPY) في سوق نيويورك

جامعة يحي فارس – المدية **السنة الجامعية: 2022/2021**

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير **اللقب:**.....

قسم العلوم الاقتصادية **الاسم:**.....

السنة ثانية ماستر اقتصاد نقدي و بنكي **الفوج:**.....

امتحان السداسي الأول في مقياس الصرف و مخاطره

س(1): ضع علامة (X) أمام اجابة صحيحة واحدة (6ن)

- **تتعرض الشركات التي تقوم بتجميع حساباتها إلى:**

(أ) خطر الصرف المحاسبي (ب) خطر الصرف المحاسبي والاقتصادي (ج) خطر الصرف المحاسبي، المعاملات ورأس المال (ج) خطر الصرف المحاسبي والمعاملات والاقتصادي

- **ضمن التسعيرة الأكيدة (EUR/CAD= 1.2329) الدولار الكندي يسمى:**

(ا) العملة الاساسية (ب) العملة المقابلة (ج) عملة المراجحة

- **بناءا على ما سبق فإن التسعيرة غير الأكيدة بين CAD/EUR تساوي:**

(أ) CAD/EUR = 0.8101 (ب) CAD/EUR= 0.8110

(ج) CAD/EUR=0.8100 (د) CAD/EUR= 0.9000

- **يمثل سعر الصرف الآجل للبنك الذي يشتري العملة بأجل:**

(ا) تقدير لسعر الصرف المستقبلي للعملة (ب) سعر الصرف الذي يضمن عدم المخاطرة للبنك

(ج) كل ما سبق (د) لا شيء مما ذكر

- **وضعية الصرف الطويلة للمؤسسة تعني:**

(أ) حجم العملة الأجنبية المحتفظ بها أكبر بالنسبة إلى أصولها (ب) رصيد حساب عملياتها مدين

(ج) رصيد حساب عملياتها دائن (د) لا شيء مما ذكر

- **تسمح طريقة المراكز النقدية و غير النقدية بتحويل قيمة الأصل:**

(أ) بسعر الصرف السائد يوم تسجيل العملية (ب) بسعر صرف الاغلاق (ج) أ+ب

س (2): ما نوع العلاقة التي تربط بين سعر الصرف الحقيقي والقدرة التنافسية؟ (علل إجابتك) (4ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

س (3) ما هي المعايير التي اعتمدا عليها Levy Yeyati and Sturzengger في تصنيف نظم الصرف؟ (3ن)

.....

.....

.....

.....

.....

.....

تمرين: بحوزة مراجح ياباني مبلغ قيمته 500.000 JPY يرغب بأن يقوم بعملية المراجحة للاستفادة من فروقات الأسعار، علما أن أسعار العملات الأجنبية في سوق طوكيو و نيويورك كانت كالآتي:

EUR/JPY= 4.5565/4.5653 EUR/USD= 1.1411/1.1416	**سوق طوكيو**
USD/JPY= 3.8695/3.8905	**سوق نيويورك**

المطلوب: أحسب الأرباح التي سيحققها المراجح من عملية المراجحة بين السوقين

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية

1. بسام الحجار .(2009) .*نظام النقد العالمي وأسعار الصرف* .دار المنهل اللبناني.
2. توفيق عبد الرحيم يوسف .(2004) .*الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية*) .الطبعة الاولى .(دار صفاء للنشر والتوزيع.
3. جميل محمد خالد .(2014) .*أساسيات الاقتصاد الدولي* .المنهل.
4. حاكم الربيعي .(2011a) .*المشتقات المالية، عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلة* .دار اليازوري للنشر والتوزيع.
5. حاكم الربيعي .(2011b) .*المشتقات المالية، عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلة* .دار اليازوري للنشر والتوزيع.
6. حريري عبد الغني .(2020) .*المالية الدولية* .جامعة حسيبة بن بوعلي .
7. سعود جايد مشكور العامري .(2010) .*المالية الدولية، نظرية وتطبيق* .دار زهران للنشر والتوزيع.
8. شريط إيمان .(2022) .*المالية الدولية* .جامعة جيجل .
9. شقيري نوري موسى & ,محمد عبد الرزاق .(2012) .*التمويل الدولي و نظريات التجارة الخارجية* . دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة.
10. طارق عبد العال حماد .(2003) .*إدارة المخاطر، أفراد-إدارات-بنوك* .الدار الجامعية.
11. الطاهر لطرش .(2005) .*تقنيات البنوك*)الطبعة الخامسة .(ديوان المطبوعات الجامعية.
12. العباس بلقاسم .(2003) .سياسات أسعار الصرف .*المعهد العربي للتخطيط.23*.
13. عبد الحسين جليل عبد الحسين الغالبي .(2011) .*سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية* .دار صفاء.
14. عبد القادر متولي السيد .(2011) .*الاقتصاد الدولي -النظرية و السياسات*) -الطبعة الاولى .(دار الفكر ناشرون و موزعون.
15. عبد المجيد قدي .(2003) .*مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية -دراسة تحليلية تقييمية* .ديوان المطبوعات الجامعية.

16. علي توفيق الصادق & ,علي أحمد البلبل .(2002) .*ظم و سياسات أسعار الصرف* . صندوق النقد العربي.

17. عناني السعيد .(2006) .*آثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الإقتصادية لمواجهتها –حالة مؤسسة الملح* –بسكرة]مذكرة ماجستير .[جامعة الحاج لخضر.

18. فليح حسن خلف .(2003) .*العلاقات الاقتصادية الدولية*)الطبعة الاولى .(مؤسسة الوراق.

19. كيفاني، شهيدة .(n.d.). *THE STRATEGY OF EXCHANGE RATE RISK MANAGEMENT* *استراتيجية إدارة الصرف سعر مخاطر* . *بلحرش عائشة تلمسان بلقايد بكر أبو جامعة*. 2020 ,*18* .

20. مجدي محمود شهاب– & ,سوزي عدلي ناشد .(2006) .*أسس العلاقات الاقتصادية الدولية* .منشورات الحلبي الحقوقية.

21. مجدي محمود شهاب & ,سوزي عدلي ناشد .(2006) .*أسس العلاقات الدولية* . منشورات الحلبي الحقوقية.

22. محمد علي إبراهيم العامري .(2010) .*الإدارة المالية المتقدمة* .(1st ed.)إثراء للنشر والتوزيع.

23. منير ابراهيم هندي .(2003) .*الفكر الحديث في إدارة المخاطر* .منشأة المعارف.

24. نجيب سمير خريس .(2012) .*المتاجرة في العملات، تقدير اقتصادي إسلامي* .دار النفائس للنشر والتوزيع.

25. نشأت نبيل محمد الوكيل .(2006) .*التوازن النقدي و معدل الصرف*)الطبعة الاولى .(شركة ناس للطباعة.

26. هزاع مفلح .(2007) .*التمويل الدولي* .منشورات الحلبي.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية

1. Adams, P., Verdelhan, A., Dou, W., Kritzman, M., Lewis, K., Liu, E., Mian, A., Palmer, C.-P., Parker, J., Rao, G., Roberts, M., Schmidt-Eisenlohr, T., Thesmar, D., Verner, E., & Zhang, T. (2021). FX Transaction and Translation Risk.
2. Bhatt Kishor. (2021). Exchange Rate Mechanism: Cash, Tom, Spot and Forward Transactions. Ahmedabad, JBS Academy Private Limited.
3. Boughton, J. M. (2006). Uncovered Interest Parity. Journal of International Economics, 23(1–2), 41–56. https://doi.org/10.1016/S0022-1996(87)80004-1
4. Burange, L. G., & Ranadive, R. R. (n.d.). THE EVOLUTION OF EXCHANGE RATE REGIMES: A REVIEW. https://www.researchgate.net/publication/261637898
5. CASSEL, GUSTAV. (2022). MONEY AND FOREIGN EXCHANGE AFTER 1914.
6. Catherine Mercier- Suissa, & Laurence Abadie. (2011). Finance internationale. Armand Colin.
7. Dohni, L., & Hainaut, C. (2004). Les taux de change. Boeck.
8. Dunn, R. M., & Mutti, J. H. (2004). International Economics Sixth edition.
9. Eichengreen, -Barry, Razo-Garcia, R., & Eichengreen, B. (2006). Economic Policy.
10. Fenn, D. J., Howison, S. D., Mcdonald, M., Williams, S., & Johnson, N. F. (2008). THE MIRAGE OF TRIANGULAR ARBITRAGE IN THE SPOT FOREIGN EXCHANGE MARKET.
11. Gandolfo, G. (n.d.). Springer Texts in Business and Economics International Trade Theory and Policy. http://www.springer.com/series/10099
12. Häberle, R. (n.d.). Risque de change, entreprise et investisseur: le cas du marché suisse des actions.
13. Habib, M. A. (2023). TRADE FINANCE & FOREIGN EXCHANGE (TFFE).
14. Introduction to Foreign Exchange Education Module: 1. (2002).
15. Jean Louis Amelon, & Jean Marie Carde bat. (2010). les nouveaux défis de l'internationalisation (1st ed.). De Boeck.

16. Jean-Pierre Allegret. (1997). Economie Monétaire Internationale (Hachette livre).
17. Jeff-Madura. (2012). International-Financial-Management (11th ed.). South-Western, Cengage Learning.
18. Jobard Jean-Pierre, & Navatte Patrick. (1997). Finance: finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier. Dalloz.
19. Krugman, P., Melitz, M., Harvard, université, Capelle-Blancard, G., Paris, université, Matthieu Crozet, P.-S., & Paris-Sud, université. (2017). Économie internationale 10 e édition. https://ars-paris.state.gov
20. Mckinnon, R. I. (1993). The Rules of the Game: International Money i n Historical Perspective. In Journal of Economic Literature: Vol. XXXI.
21. Michel Jura. (2003). Technique Financiére Internationale (2nd ed.). Dunod.
22. Mitsuo, H. (n.d.). New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries Hisayuki Mitsuo.
23. Moosa, I. A. . (2003). International financial operations : arbitrage, hedging, speculation, financing, and investment. Palgrave Macmillan.
24. Paphalle B, & Armande, C. (1993). Finance International.
25. Patrice Fontaine, & Carole Gresse. (2003). Gestion des risques internationaux. Dalloz.
26. Peyrard Josette. (1999). Gestion financière internationale (5th ed.). Vuibert.
27. Philippe D'Arvisenet, & Thierry Schwob. (1990). Finance Internationale -Marchés et Techniques. Hachette.
28. Philippe D'Arvisenet, & Jean Pierre Petit. (1994). Economie Internationale. Dunod.
29. Rose, A. K. (2011). Exchange rate regimes in the modern era: Fixed, floating, and flaky. In Journal of Economic Literature (Vol. 49, Issue 3, pp. 652–672). https://doi.org/10.1257/jel.49.3.652
30. Rousselot Philippe. (1998). La gestion de la trésorerie. Dunod.
31. Shailaja, G. . (2008). International finance. 360. https://books.google.com/books/about/International_Finance.html?hl=fr&id=hB0kvH6_FGEC

32. Steiner, & Bob. (n.d.). Foreign Exchange and Money Markets : Theory, Practice and Risk Management. www.securities-institute.org.uk
33. Wapler Nicolas. (1990). Les changes : Cambisme et trésorerie devises. Dalloz.
34. White, W. H. . (1963). Interest Rate Differences, Forward Exchange Mechanism, and Scope for Short-Term Capital Movements. IMF Staff Papers, 1963(003). https://doi.org/10.5089/9781451968934.024.A004
35. Yaïci Farid. (2008). Précis de Finance Internationale, avec Exercice Corrigés. ENAG.