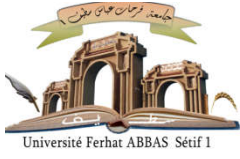


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس - سطيف 1 -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

محاضرات في مقياس سياسات وإدارة مخاطر الصرف

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تجارة دولية (فرع العلوم التجارية)

من إعداد الدكتور: زيات محادل

أستاذ محاضر قسم (أ)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة فرحات عباس - سطيف 1

السنة الجامعية 2019/2018

إن تغير قواعد النظام النقدي الدولي من خلال الانتقال نحو أنظمة أكثر مرونة أدى إلى نشأة مخاطر الصرف، التي أضحت منذ ذلك الحين من أبرز المخاطر المالية التي تعترض المؤسسات ذات النشاط الدولي. وتعتبر التغيرات في سعر الصرف السبب الرئيس لحدوث هذا الخطر الذي لا يقتصر تأثيره على التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية، بل يتعدى ليهدد ربحية المؤسسة وقيمتها السوقية، أمام هذه التهديدات كان لزاماً على المؤسسات إدارة هذا الخطر والتحوط منه.

وتعرف إدارة خطر الصرف بأنها وظيفة هامة داخل المؤسسة تهدف الى التقليل من حدة الخطر الذي يهدد المؤسسة والتحكم فيه من خلال تقييمه وتسهيل عملية اتخاذ القرار المناسب في شأنه في إطار سياسة الصرف العامة للمؤسسة ووفق منهج يستند على أساليب وطرق علمية واضحة وخطة مدروسة يكون الهدف منها تأمين المؤسسة وزيادة قيمتها بأقل كلفة ممكنة، مع القيام بالمراجعات الدورية للسياسات المطبقة والأدوات المستخدمة لتحسين أداء هذه الإدارة.

وتحتاج إدارة خطر الصرف إلى خطة علمية ومنهجية قائمة على التحديد الدقيق لأهداف الإدارة المطلوب الوصول إليها، كما تحتاج إلى وجود فريق عمل متفاعل تستند إليه وتستفيد من خبراته، ومؤهلاته. ولقد كان وما زال للعديد من المؤسسات، أنماط إدارية متنوعة وفعالة لتسيير خطر الصرف، حققت من خلالها الكثير من النجاحات المتوالية. وبالرغم من أهمية هذه التجارب، وراثتها، إلا أنها لا تعتبر قوالب نمطية جاهزة، أو وصفات يمكن اقتراحها، بل تبقى تجارب خاصة استرشادية يمكن البناء عليها لتحديد معالم إدارة خطر الصرف ومراحلها المختلفة.

في هذا السياق وجدت هذه المطبوعة لتزويد الطالب بمادة علمية جديدة تعينه على فهم طبيعة التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف وكيف تحدد المؤسسات ذات النشاط الدولي وكيف تقوم هذه الأخيرة بإدارته من أجل تفادي تأثيراته السلبية على الوضعية المالية للمؤسسة. وسيكتسب الطالب من خلال دراسته لهذا المقياس المهارات والمعارف التالية:

الهدف التعليمي العام: يهدف المقرر بشكل عام الى تمكين الطالب من التحكم في المفاهيم المتعلقة بمخاطر الصرف وكيفية إدارته والتعرف على المستجدات الحديثة في هذا الميدان.

الأهداف الفرعية: هناك العديد من المعارف التي سيكتسبها الطالب بعد دراسته هذه المادة:

- التحكم في المفاهيم والتقنيات المرتبطة بالمعاملات بالنقد الأجنبي (الصرف) والتأقلم مع مصطلحاته الى جانب التمكن من تحديد مختلف أنظمة الصرف السائدة لما لها من علاقة مع خطر الصرف.

- التعرف على مختلف المنتجات التي يمكن استخدامها للتحوط من خطر الصرف.
- التعرف على مفهوم خطر الصرف، مصادره وانواعه المختلفة.
- التعرف على الطرق المختلفة التي تسمح بتقييم خطر الصرف.
- التعرف على التقنيات الداخلية التي تسمح بتخفيض خطر الصرف سواء بتخفيض المبالغ أو تخفيض حدة التقلبات.
- التعرف على كيفية استخدام المشتقات المالية والصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف.
وتشمل المطبوعة على ستة فصول رئيسية:
- الفصل الأول: مدخل لسعر الصرف وسياساته.**
- الفصل الثاني: أقسام سوق الصرف.**
- الفصل الثالث: ماهية خطر الصرف ومراحل ادارته.**
- الفصل الرابع: تقييم خطر الصرف.**
- الفصل الخامس: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف.**
- الفصل السادس: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف.**

الفصل الأول



مدخل لسعر الصرف وسياساته



الأهداف التعليمية

الهدف العام:

- التحكم في المفاهيم والتقنيات المرتبطة بالمعاملات بالنقد الأجنبي (الصرف) والتأقلم مع مصطلحاته الى جانب التمكن من تحديد مختلف أنظمة الصرف السائدة لما لها من علاقة مع خطر الصرف.

الأهداف الفرعية:

- التعرف على المفاهيم، المصطلحات والأنواع المختلفة لسعر الصرف.
- التعرف على سياسات وأنظمة سعر الصرف والفرقة بين الأنواع المختلفة.
- معرفة حجم سوق الصرف، تطوره وتوزيعه.
- التعرف على مختلف العمليات المنجزة في سوق الصرف.
- التعرف على مفهوم سياسة الصرف وأدواتها.
- التعرف على كيفية تحديد أسعار الصرف في مختلف أنظمة سعر الصرف.

محتوى الفصل

أولاً-سعر الصرف مفهومه، أشكاله وآلياته

1. ماهية سعر الصرف

2. طرق ترميز وتسعير العملة

ثانياً-سوق الصرف

1. تعريف سوق الصرف وخصائصه

2. حجم سوق الصرف وأهم المراكز المالية

3. العمليات في السوق الصرف

ثالثاً-أنظمة وسياسات سعر الصرف

1. نظام سعر الصرف

2. سياسات سعر الصرف

رابعاً-تحديد سعر الصرف

1. طلب وعرض العملات الأجنبية

2. تحديد سعر الصرف التوازني

لكل دولة في العالم سواء كانت كبيرة أو صغيرة، متقدمة أو نامية عملة خاصة بها تعبر عن سيادتها على إقليم معين. وتتمارس هذه العملة ضمن هذا الإقليم ثلاثة أدوار رئيسية وحدة الحساب، وسيلة دفع ومخزن للقيمة، غير أن معظم العملات في العالم لا تستطيع أن تلعب هذه الأدوار خارج اقتصاداتها، وبالتالي تصبح عملية تحويل القدرة الشرائية من عملة إلى أخرى مخرجا أساسيا لتمكين المتعاملين في مختلف أقطار العالم من إنجاز معاملاتهم، سواء كانت تجارية أو مالية. كما أدى قيام التجارة والتبادل فيما بين الدول وانتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى للاستفادة من فروقات العوائد والمزايا الاستثمارية إلى ظهور الحاجة إلى مبادلة العملة المحلية إلى العملات الأجنبية، وهنا ظهر سعر الصرف لأداء هذه الوظيفة وتسهيل عملية المبادلة وفق أطر تنظيمية واعراف متفق عليها. عملية التحويل تتم في إطار عمليات الصرف، وباستخدام سعر الصرف الذي يصبح بمثابة القناة التي تربط الاقتصاد المحلي ببقية اقتصاديات العالم.

أولاً- سعر الصرف مفهومه، أشكاله وآلياته: لقد قام كتاب المالية الدولية والاقتصاد الدولي، بخصر مفهوم سعر الصرف في الأساس الذي يتم من خلاله مبادلة النقد المحلي بالنقد الأجنبي، وقاموا أيضا بتحديد مختلف أشكال سعر الصرف والآليات المتعددة المستخدمة في سوق الصرف، اذن في هذه النقطة سنحاول عرض هذه المساهمات وإبراز مختلف الآليات التطبيقية المستخدمة بين المتعاملين في السوق.

1- ماهية سعر الصرف: أدت زيادة أهمية سعر الصرف على الصعيد المحلي الإقليمي والدولي إلى تعدد أشكاله، وظائفه وأدواره، فسعر الصرف الاسمي لم يعد كافيا لوحده للتعبير عن العلاقات الترابطية بين قيمة العملة ومختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية مما دفع الاقتصاديين الى البحث عن استخدام انواع وأشكال أخرى من أسعار الصرف للتعبير بطريقة صادقة عن هذه العلاقات. لهذا في هذه النقطة سنقوم بعد تعريف سعر الصرف بالبحث عن الأشكال المختلفة لهذا السعر.

1-1- تعريف سعر الصرف: يمكن تعريف سعر الصرف، بأنه سعر وحده العملة الأجنبية بدلالة العملة المحلية¹، أو أنه سعر عملة دولة ما إزاء عملة دولة أخرى²، كما يعرف بأنه يعبر عن كمية الوحدات من إحدى العملتين التي يتم مبادلتها بوحدة واحدة من العملة الأخرى³.

ويعتبر سعر الصرف إحدى الآليات الهامة التي تستند إليها المعاملات في سوق الصرف، والهدف منه هو تسهيل عملية المبادلة فيما بين العملات المختلفة وتحويل القدرة الشرائية من عملة إلى أخرى للسماح للمقيمين من تحويل مدخراتهم من عملتهم المحلية إلى عملة أخرى، فمبادلة على سبيل المثال الدينار الجزائري بالدينار التونسي ما هو في حقيقة الأمر إلا تحويل للقدرة الشرائية بالدينار الجزائري إلى القدرة الشرائية بالدينار التونسي وهو ما ينتج عنه إمكانية تلبية الحاجات المختلفة عند الانتقال إلى بلد آخر (في هذه الحالة تونس).

¹دومينيك سالفاتور ترجمة محمد رضا علي العلال: "ملخصات شوم، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص146.

²صبيح حسون الساعدي وأبياد حماد عبيد: "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد رقم 4، عدد 7، سنة 2011، ص88.

³حاجم محسن محمد: "أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف"، مجلة جامعة أهل البيت، العدد الأول، 2004، ص178.

1-2- أشكال سعر الصرف: يأخذ سعر الصرف عدة أشكال لكل واحد منها غرض وهدف محدد.

أ-سعر الصرف الاسمي: يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي بأنه ذلك السعر النسبي بين عملتين¹ أو أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، وينتج عن التعادل الذي يحصل بين العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي². ويعتبر هذا السعر الأكثر شيوعاً واستخداماً بين عامة الناس، باعتباره الأساس الذي تتم على أساسه المبادلة، وهذا يعني من جهة أخرى، أن سعر الصرف الاسمي لا يهتم بالقيمة الحقيقية للعملة، ولا يعبر في كثير من الحالات عن قدرتها الشرائية، لهذا فهو كثيراً ما يغيب عند تسطير السياسات الاقتصادية، ولا يؤخذ بعين الاعتبار لدى معدي هذه السياسات.

ب-سعر الصرف الحقيقي: يهتم سعر الصرف الحقيقي بأسعار السلع والخدمات في البلدين والتغيرات التي قد تطرأ عليهما، وعليه فهو يقوم بتعديل سعر الصرف الاسمي طبقاً للتغيرات في مستوى أسعار الدول، أي أنه يقيس القوة الشرائية للسلع والخدمات المحلية مقابل السلع والخدمات الأجنبية، ويعرف بأنه نسبة الأسعار المحلية بالعملة المحلية إلى الأسعار الأجنبية بالأسعار المحلية³.

ج-سعر الصرف الفعلي: يمكن تعريف السعر الفعلي بأنه عبارة عن مقياس للقيمة المتوسطة المرجحة لعملة في مقابل عملتين أو أكثر⁴، أو أنه المعدل الموزون لأسعار صرف العملة المحلية وعمليات الشركاء التجاريين الأكثر أهمية⁵. وهو يسمح بمعرفة هل العملة أصبحت أكثر قوتاً أم أكثر ضعفاً مقارنة مع مجموعة من العملات، ويصبح بالتالي أداة مهمة لتحديد نسبة ارتفاع أو انخفاض عملة معينة مقابل سلة من العملات الأجنبية (بشكل خاص عملات أهم الشركاء التجاريين).

د-سعر الصرف الفعلي الحقيقي: سعر الصرف الفعلي الحقيقي، هو عبارة عن سعر صرف فعلي مبني على أسعار الصرف الحقيقية بدلا من أسعار الصرف الاسمية، معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية⁶. ولا تختلف طريقة حساب هذا السعر عن الطريقة السابقة إلا باستبدال السعر الاسمي بالسعر الحقيقي.

1-3-وظائف سعر الصرف: هناك عدة وظائف لسعر الصرف نوجزها في الآتي⁷:

أ-الوظيفة القياسية: يقصد بها أن سعر الصرف يسمح بمقارنة أسعار السلع المحلية بأسعار السلع المشابهة في الدول الأخرى.

¹ شهاب الدين حمد الناعمي: "تحليل تأثير مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا الأردن نموذجا"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 4، العدد 22، 2008، ص 161.

² مجدي محمود شهاب وسوزي عدلي ناشد: "أسس العلاقات الاقتصادية الدولية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص 129.

³ عبد الحسين جليل الغالبي وليلى بديوي خضير: "تقلبات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة، مصر دراسة حالة للمدة 1984-2006"، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، المجلد الأول، العدد 5، 2011، ص 49.

⁴ نفس المرجع، ص 67.

⁵ علي جبران عبد علي: "مقياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، المجلد 455، عدد 2، 2010، ص 283.

⁶ الطلو موسى بوخاري: "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية قياسية للأثار الاقتصادية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2010، ص 120.

⁷ عبد الكريم جابر العيساوي: "التمويل الدولي مدخل حديث"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 273.

ب- **الوظيفة التطويرية:** يمكن استخدام سعر الصرف في تطوير بعض القطاعات الاقتصادية في الدولة من خلالها منحها أسعار صرف ملائمة عند الاستيراد أو التصدير.

ج- **الوظيفة التوزيعية:** عند حدوث انخفاض في قيمة عملة قيادية، فإن الدول الشريكة لصاحبة تلك العملة سوف تستفيد، وفي حالة ارتفاع قيمة العملة القيادية فإن الاقتصاديات الشريكة سوف تدفع مزيد من هذه العملة ثمنها لاستيرادها.

2- **طرق ترميز وتسعير العملة:** تتميز معاملات الصرف بصفة عامة وسوق صرف بصفة خاصة بمجموعة من الآليات والتقنيات التي ساهمت في تسهيل المعاملات وتبسيطها وأرست تقاليد وأعراف أصبحت تتصف بالعالمية نتيجة لتشابه الممارسات في مختلف المراكز المالية العالمي، ويعتبر الإمام بها عامل أساسي لفهم مختلف العمليات في سوق الصرف.

1-2 **ترميز العملة:** معظم الأسواق تأخذ بعين الاعتبار المعيار ISO (International Organization for Standardization) لترميز العملات المتداولة، ووفقاً له يتم إظهار عملة معينة في شكل ثلاثة أحرف أبجدية. الحرفين الأولين، يعبران عن الترميز الدولي للبلد صاحب العملة، والحرف الأخير يتمثل في أول حرف في اسم العملة. ووفقاً لهذه القاعدة نجد مثلاً أن عملة الولايات المتحدة الأمريكية يعبر عنها بUSD.

حيث أن: US هي الترميز الدولي للولايات المتحدة الأمريكية.

وD هو أول حرف في اسم العملة DOLLAR.

ولا تعتبر هذه الطريقة الوحيدة في التعبير عن العملات المختلفة، وإنما هناك طريقة أخرى أقل استخداماً،

تعتمد على إعطاء رموز وأشكال للعملات المختلفة.

2-2 **طريقة التسعير:** هناك طريقتين لتسعير العملات المختلفة¹:

أ- **التسعير غير الأكيد:** وهي الأكثر استخداماً وانتشاراً في العالم، يتم ضمنها تحديد قيمة وحدة واحدة أو مئة وحدة أو ألف وحدة من العملة الأجنبية بعدد معين من العملة الوطنية. على سبيل المثال نجد في الصين أن التسعير يكون كالتالي:

USD/CNY

ويعني أن 1 دولار (عملة أجنبية) يساوي عدد معين من اللوان (عملة وطنية).

ب- **التسعير الأكيد:** يستخدم التسعير الأكيد في كل من دول منطقة اليورو، بريطانيا، نيوزيلندا، أستراليا والسوق ما بين البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية. وعلى عكس الطريقة السابقة، فنجد أن العملة الثابتة في التسعير هي العملة الوطنية أما المتغيرة فهي العملة الأجنبية. فعلى سبيل المثال نجد في لندن أن البنوك تعلن عن أسعار الصرف بالشكل التالي:

GBP/CNY

¹Michel Bialèsset autres: "L'essentiel sur l'économie", 4^{ème} édition, Berti Edition, Paris, 2006, P235.

ويعني أن 1 جنيه (عملة محلية) يساوي عدد معين من اللوان (عملة أجنبية). وما تجدر الإشارة إليه أن إمكانية الانتقال من نوع إلى آخر هي عملية بسيطة جدا تقضي بحساب مقلوب سعر الصرف المعلن فيصبح بذلك مقلوب سعر الشراء في إحدى الطريقتين (التسعير الغير أكيد مثلا) هو نفسه سعر البيع في الطريقة الأخرى (التسعير الأكيد) والعكس صحيح.

مثال 1: إذا كانت لديك المعلومات المتعلقة بسعر صرف الدولار مقابل اليورو كالتالي:

$$\text{USD/EUR} = 0.8750-90$$

المطلوب حساب سعر الصرف EUR/USD.

الحل: لحساب سعر صرف EUR/USD نستخدم مقلوب سعر صرف USD/EUR فيصبح مقلوب سعر البيع هو سعر الشراء ومقلوب سعر الشراء هو سعر البيع، فنحصل على أساس ذلك على سعر الصرف التالي:

$$\begin{aligned} \text{EUR/DZD} &= 1/0.8790-1/0.8750 \\ &= 1.1376-1.1428 \end{aligned}$$

2-3- سعر المشتري وسعر البائع: في حالة قيام أي شخص بالاتصال ببنك معين للاستعلام حول سعر صرف عملة معينة، فإن الإجابة في الغالب تكون بإعطاء سعرين. الأول يسمى سعر الشراء، وهو السعر الذي يكون فيه البنك مستعدا لشراء عملة معينة، والثاني يسمى سعر البيع، وهو السعر الذي يتنازل على أساسه على العملة الأجنبية. ويتم الإعلان عادة عن هذه الأسعار إما على لوحة الإعلانات الالكترونية لأسعار الصرف الخاصة بالبنك أو بمكالمة هاتفية. وفي الحالتين، فإن الإعلان عن سعر الصرف يكون بالشكل التالي:

$$\text{USD/GBP} = 0.8910-90$$

السعر السابق يعني أن واحد دولار أمريكي يشتري بـ 0.8910 جنيه إسترليني ويبيع بـ 0.8990. والفرق بين السعرين هو هامش ربح البنك. وتجدر الإشارة إلى أن معظم أسعار الصرف تعطى مقبل الدولار مما يستدعي استخدام تقنية الأسعار المتقاطعة لتحديد أسعار الصرف من غير الدولار الأمريكي.

مثال 2: إذا كانت وضعية السوق كالتالي:

في الولايات المتحدة	USD/EUR=2.0550-60
في	GBP/USD=1.4765-75
في اليابان	USD/YEN=155.80-90
في المكسيك	EUR/MXN=65.00-10
في الولايات المتحدة	USD/MXN=135.40-50

المطلوب: - قراءة الأسعار السابقة

- أحسب أسعار الصرف التالية: EUR/USD، USD/GBP، YEN/USD
- بكم ستشتري الدولار مقابل اليورو في حالة كونك من صناع السوق أو تابع له؟
- بكم ستبيع اليورو مقابل الدولار؟

- بكم ستبيع الدولار مقابل الين؟
- أين يمكن إيجاد التسعيرة الثانية ولماذا؟

الحل:

-قراءة الأسعار: بالنسبة لسعر الصرف الأول يتم قراءته بالشكل التالي:

*حسب صانع السوق: السعر الأول 2.0550 هو السعر الذي يقبل به البنك شراء العملة الأجنبية هنا الدولار الأمريكي وبيع اليورو، أما السعر الثاني 2.0560 هو السعر الذي يقبل به البنك بيع الدولار وشراء اليورو. نفس الشيء بالنسبة للأسعار الأخرى إلا فيما يخص العملة اليابانية التي يجب أن يتم تحويل النتيجة بمضاعفتها 100 مرة (الين يسعر بمائة).

*بالنسبة للتابع للسوق نجد أن القراءة تكون العكس تماما.

-حساب أسعار الصرف: لحساب سعر صرف EUR/USD نستخدم مقلوب سعر صرف USD/EUR فيصبح مقلوب سعر البيع هو سعر الشراء ومقلوب سعر الشراء هو سعر البيع، فنحصل على أساس ذلك على سعر الصرف التالي:

$$\text{EUR/USD}=0.4864-66$$

بنفس الطريقة يتم حساب الأسعار الأخرى.

- سعر شراء اليورو مقابل الدولار في حالة صانع السوق هو 2.0550 وفي حالة تابع للسوق 2.0560.
- سعر بيع اليورو مقابل الدولار (هنا نفترض مباشرة أن المقصود هو صانع السوق) هو 0.4866.
- سعر بيع الدولار مقابل الين هو 155.90.
- نجد التسعيرة الثانية في سوق لندن لأنها تتبع التسعير الأكيد أو في سوق الولايات المتحدة الأمريكية لأنها تتبع التسعير غير الأكيد.

2-4- الأسعار المشتقة:

يعرف سعر صرف المتقاطع أيضا بتسمية سعر الصرف المشتق، ويدعى كذلك عندما لا تكون العملة المحلية طرفا في عملية التبادل¹، ويمكن حساب هذه الأسعار من خلال مقارنة تسعيره عملتين معينتين بعملة ثالثة متخذة كأساس² تكون في الغالب الدولار الأمريكي، لما يتمتع به من مزايا جعلته يمثل عملة محورية للمعاملات في سوق الصرف. ويمكن تبين طريقة حساب سعر الصرف المتقاطع كالتالي:

نفترض التسعيرتين التاليتين:

حيث أن:

¹محمد كمال الحمزاوي: "سوق الصرف الأجنبي"، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2004، ص27.
²سعود جايد مشكور العامري: "المالية الدولية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، 2010، ص121.

$CA_{X/Y}$ سعر المشتري X مقابل Y .

$CV_{X/Y}$ سعر البائع X مقابل Y .

$CA_{X/Z}$ سعر المشتري X مقابل Z .

$CV_{X/Z}$ سعر البائع X مقابل Z .

إن سعر التقاطع يعني استخدام سعري الصرف السابقين X/Z و X/Y لحساب سعر صرف Y مقابل Z . ومن أجل القيام بذلك يجب حساب كل من سعر الشراء $CA_{Y/Z}$ وسعر البيع $CV_{Y/Z}$ بالكيفية التالية:

ومن ثم نحصل على سعر الصرف التالي:

مثال 3: إذا كان لديك أسعار الصرف التالية:

$$\text{USD/EUR}=0,8730-90$$

$$\text{USD/DZD}=71,0230-74,3450$$

- أحسب سعر الصرف

$$\text{EUR/DZD}$$

- ثم أحسب

$$\text{DZD/EUR}$$

إذا علمت ما يلي:

$$\text{GBP/USD}=1,5400-90$$

أحسب سعر الصرف

$$\text{EUR/GBP}$$

الحل:

- حساب سعر الصرف USD/DZD : لحساب سعر الصرف EUR/DZD يجب حساب سعريين، سعر

الشراء وسعر البيع.

سعر الشراء: لحساب سعر الشراء نطبق الصيغة التالية:

فنحصل على ما يلي:

$$CA_{EUR/DZD} = 80.7998$$

سعر الشراء: لحساب سعر البيع نطبق الصيغة التالية:

فنحصل على ما يلي:

$$CA_{EUR/DZD} = 85.1604$$

- بنفس الطريقة يتم الحصول على أسعار الصرف المتبقية.

ثانيا- سوق الصرف: يعتبر سوق الصرف من أكبر الأسواق وأوسعها تداولاً وسيولة، إذ يقدر حجمه حسب إحصائيات 2013 بأكثر من 5 تريليون دولار يومياً، ولقد عرف هذا السوق تطوراً كبيراً بعد انهيار نظام بريتونوودز في 1973 وأصبح إضافة للمعاملات الحاضرة يحتضن المعاملات الآجلة والمنتجات المشتقة.

1-تعريف سوق الصرف وخصائصه: يعتبر سوق الصرف المكان الذي يتم فيه تداول العملات سواء بتسليم حاضر أو آجل بين مجموعة من المتعاملين كالبنوك التجارية والمؤسسات المالية والسماصرة، ويتميز هذا السوق عن بقية الأسواق بمجموعة من الخصائص المتعلقة بمكان وزمان افتتاحه والأصل محل التداول.

1-1-تعريف سوق الصرف: يمكن تعريف سوق الصرف بشكل عام بأنه الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي¹. كما يمكن تعريفه بأنه سوق نقدي لا يتوقف، حيث يتم المتاجرة في العملات العالمية في المعتاد من خلال سماصرة، ويتم شراء وبيع العملات الأجنبية بشكل دائم وفي آن واحد من خلال الأسواق المحلية والعالمية وتزداد استثمارات التجار أو تقل في قيمتها حسب تحركات العملة².

1-2-المتدخلون في سوق الصرف: ينشط في سوق الصرف أربعة متدخلين رئيسيين.

أ-البنوك التجارية والمؤسسات المالية: تتدخل البنوك التجارية والمؤسسات المالية في سوق الصرف عن طريق المتداول الذي يقوم بشراء وبيع العملات الأجنبية سواء لحساب البنك الذي يعمل فيه أو للبنوك في إطار ما يعرف بالسوق ما بين البنوك أو للزبائن من أفراد ومؤسسات. ويستفيد نظير هذا النشاط ربح ينتج عن الفرق ما بين سعر الشراء وسعر البيع.

¹دومينيك سلفاتور، مرجع سبق ذكره، ص 146.
²خليل احمد الكايد: "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، 2010، ص 86.

ب-الأفراد والمؤسسات: تتدخل المؤسسات في سوق الصرف لتغطية احتياجاتها من النقد الأجنبي الناتجة عن معاملاتها التجارية والمالية، أو للتحوط من مخاطر الصرف، من خلال التعامل في الأسواق الآجلة والمشتقة كعقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات. ويلجأ الأفراد لسوق الصرف لتغطية احتياجاتهم الخاصة من النقد الأجنبي الناتجة عن السفر، العلاج، الدراسة... الخ. وما تجدر الإشارة إليه أن حجم هذه المعاملات صغير جداً ولا يمثل إلا نسبة ضعيفة من إجمالي ما يتم تداوله في سوق الصرف.

ج-البنوك المركزية: الأصل أن البنك المركزي لا يتاجر بالعملة الأجنبية في سوق الصرف، وتدخلاته في هذا السوق تأتي في إطار سياسة الحفاظ على نسبة التبادل أي سعر الصرف. ويختلف حجم وطريقة تدخل هذه البنوك حسب نظام الصرف المعتمد، ففي الأنظمة العائمة نلاحظ أن التدخلات المباشرة للبنوك المركزية في سوق الصرف قليلة، وتعتمد عوض ذلك للتأثير في سعر الصرف على أدوات السياسة النقدية مثل معدل الفائدة. في الأنظمة الثابتة، نجد أن تدخل البنوك المركزية أمراً ثابتاً في سياستها ويتكرر كلما حاد سعر الصرف عن السعر الثابت، ويتطلب ذلك استخدام البنك المركزي أداة السوق المفتوح للتأثير على مسار العرض والطلب، ومن ثم على ميل سعر الصرف.

د-السماسرة: يعتبر السماسر broker أو الوسيط، وكييل في صفقة أوراق مالية ينفذ أوامر العملاء لشراء أو بيع أوراق مالية أو سلع مقابل تقاضي عمولة أو رسم يسمى رسم الوساطة ويمكن للوسيط أن ينتمي إلى شركة عضو في البورصة أو أن يكون هو نفسه عضو¹. إضافة إلى دور الوساطة فإن السماسر يمارس وظيفة نقل المعلومات في سوق الصرف وترويج الإشاعات.

1-3-وظائف سوق الصرف: يقوم سوق الصرف بالوظائف التالية:

أ-تحويل القدرة الشرائية: يسمح سوق الصرف بتحويل القدرة الشرائية بين عملتين مختلفتين، فبافتراض أن مستورد من البلد A قام باستيراد سلعة معينة من البلد B، لتسديد قيمة ما استورد لا يستطيع في معظم الأحيان أن يستخدم عملته، لهذا فإنه سوف يستخدم عملة المصدر مما يفرض عليه أن يقوم بتحويل عملته إلى عملة المصدر. العملية السابقة تعني بأنه قام بتحويل القدرة الشرائية لعملته الوطنية بقدرة شرائية لعملة أخرى ليتمكن من تسوية مشترياته².

ب-تحديد أسعار صرف العملات المختلفة: كغيره من الأسواق، فإن سوق الصرف يسمح بتحديد السعر التوازني للعملات المختلفة من خلال مقابلة العرض والطلب³، وفي هذا الإطار يجب التنبيه إلى أن معظم العملات تسعر مقابل الدولار الأمريكي، وأسعار الصرف خارج الدولار يتم الحصول عليها عن طريق الأسعار المتقاطعة.

¹منير البعلبكي: " المرء قاموس انجليزي عربي"، دار النشر غير مذكورة، الطبعة الثالثة، بيروت، 1970، ص130.

²Dominick Salvator: "Economie internationale", traduction Fabienne Leloup et Achille Hannequart, 1^{ère} édition, De Boeck, 2008, p510.

³عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي: "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2011، ص 38.

ج- توفير الائتمان: بغرض تحفيز التصدير ظهرت العديد من التقنيات لتمويل المهلة التي يمنحها المصدر للمستورد لتسوية مستحقاته، وكل هذه التقنيات تستخدم سوق الصرف للحصول على الأموال اللازمة، فعلى سبيل المثال لا الحصر نذكر قرض المشتري، قرض المرد وتقنية تعبئة الديون الناشئة عن التصدير⁴.

د- توفير تقنيات التحوط: إن التقلبات في سعر الصرف التي صاحبت نظام التعويم بعد انهيار نظام بريتن وودز نتج عنها خطر مالي يعرف بخطر الصرف، وفي إطار الهندسة المالية وفر سوق الصرف وابتكر العديد من التقنيات الضرورية لإدارة هذا الخطر كالخيارات عقود المبادلة، المستقبلات والعقود الآجلة.

2- حجم سوق الصرف: حسب التحقيقات التي يجريها بنك التسوية الدولي كل ثلاث سنوات مع أكثر من 50 بنك مركزي، فإن حجم سوق الصرف قد نمى بأكثر من 34% ما بين التحقيق الذي أجري في 2010 والتحقيق المنجز في 2013، فحجم التداول اليومي انتقل من 3981 مليار دولار في التحقيق الأول إلى 5345 مليار دولار في التحقيق الثاني، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 1-1: حجم التداول اليومي في سوق الصرف بين 1992 و2013

الوحدة: مليار دولار

التعيين	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016
حجم التداول اليومي	880	1236	1527	1239	1934	3324	3981	5345	

Sources:

1- Bank for international settlement: "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Monetary and economic department, December 2013.

2- Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity, 1995.

من الجدول نلاحظ النمو السريع في سوق الصرف حيث ان حجم التداول اليومي تضاعف بستة مرات ما بين سنة 1992 و2013، الاستثناء الوحيد كان ما بين 1998 و2001 حيث لاحظنا أن حجم التداول اليومي قد انخفض بنسبة 14% ويمكن تفسير ذلك بظهور اليورو¹ وظهور السمسرة الالكترونية واتساع مساهمتها في معاملات الصرف الى جانب حصول عمليات اندماج ضخمة ما بين البنوك في تلك الفترة مما يعني أن العمليات التي كانت تدرج في سوق الصرف بين بنكين أصبحت لا تحتسب باعتبار أن العمليات أصبحت تعتبر داخلية.

3- العمليات التي تجرى في سوق الصرف: يمكن التمييز بين ثلاثة عمليات ضمن النشاطات التي يقوم بها المتعاملون في سوق الصرف:

3-1- التحوط: تعد تقلبات أسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة بها إحدى أهم المشكلات التي تواجه المؤسسات على اختلاف أنواعها، وفي مختلف دول العالم، فضلا عن ذلك تعاني المؤسسات التي لها أنشطة دولية على وجه الخصوص من تقلبات غير متوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية الأمر الذي يؤدي إلى حدوث

⁴Dominick Salvator, op.cit, p514.

¹ Gérard-Marie Henry : "Dollar : la monnaie internationale, Histoire, mécanismes et enjeux ", édition Studyrama, Paris, 2004, p122.

خسائر في نشاط تلك المؤسسات ومن أجل تفادي ذلك وجب عليها أن تتحوط من خطر الصرف سيتم التطرق لهذا العنصر لاحقا.

3-2-عمليات المراجعة أو الموازنة: تؤدي عدم كفاءة سوق الصرف إلى حدوث فروقات في أسعار صرف نفس العملات في المراكز والمواقع المختلفة، وبالتالي تتيح هذه الفروقات للمتعاملين فرص لتحقيق أرباح. إن عملية شراء العملة في سوق يكون فيه سعرها منخفض، وإعادة بيعها في سوق آخر يكون فيه سعرها مرتفع، تسمى بعملية المراجعة أو الموازنة. وينتج عن هذه العملية بالنسبة للعميل الذي قام بها، أرباح بدون مخاطرة، أما بالنسبة للسوق، فسوف تعيد توازنه من خلال إعادة ضبط العرض والطلب بحيث ينتج عنهما سعرا مساويا أو قريبا من الأسعار المتداولة في الأسواق الأخرى. ويمكن التمييز بين نوعين من المراجعة¹:

أ-المراجعة المزدوجة: تنجز هذه العملية في سوقين مختلفين، وتؤدي إلى زيادة الطلب على العرض في السوق (منخفض السعر) وزيادة العرض في السوق (مرتفع السعر) ويؤدي ذلك في النهاية إلى إعادة التوازن في السوقين.

ب-المراجعة المتعددة: تنجز هذه العملية في ثلاثة أسواق أو أكثر، أي أنها تحدث ما بين أسعار ثلاث عملات فما أكثر، وتعتبر هذه العملية أكثر تعقيدا عن العملية الأولى باعتبار أنها تتطلب استخدام ما يعرف بالأسعار المتقاطعة (أي خلق أسعار افتراضية على أساس أسعار الصرف الناتجة عن العرض والطلب).

لا يتحمل المراجح سواء في عملية المراجعة الثنائية أو المتعددة أي خطر مهما كان نوعه، باعتبار أنه يتعامل على أساس أسعار صرف معلومة ومعلنة. كما أنه لا يتخذ أي وضعية مفتوحة، فالوضعية الناشئة عن عملية الشراء في أحد السوقين، ستغلق في نفس اللحظة في سوق الثاني عندما يقوم بإعادة بيع العملة. ولا تقتصر المراجعة على سوق بعينه، وإنما قد تحصل على كل المنتجات المتوفرة في سوق الصرف.

مثال 04: اعتمادا على بيانات المثال رقم (03) أجب على الأسئلة التالية:

تأكد من التسعيرة رقم 4. ماذا تلاحظ؟

ماذا يجب أن تفعل؟

الحل:

-التأكد من التسعيرة رقم 4: للتأكد من التسعير يجب أن نقوم بحساب سعر صرف اليورو مقابل البيسطة الناتج عن تقاطع كل من سعر صرف الدولار مقابل اليورو وسعر صرف الدولار مقابل البيسطة.

النتيجة هي: $EUR/MXN = 65.8560-65.9367$

-الملاحظة: نلاحظ أن سعر الصرف المحسوب انطلاقا من الأسعار المتقاطعة في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر من سعر الصرف المسجل في المكسيك، وهو ما يعني أن هناك إمكانية لانجاز عملية التحكيم.

¹Josette Peyrard : "Gestion Financière Internationale", 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, septembre 1995, pp : 55, 56.

العمليات الواجب القيام بها في عملية التحكيم: للاستفادة من فروقات الأسعار يجب القيام بعملية التحكيم أي شراء العملة من السوق الذي يكون فيه منخفض وبيعها في السوق الذي يكون فيه مرتفع:

- شراء اليورو من سوق المكسيك بسعر 65.10 بيسو مكسيكي (يجب استخدام سعر البيع لأن المراجيح يعتبر في هذه الحالة تابع للسوق).

- بيع اليورو المشتري من المكسيك في الولايات المتحدة الأمريكية بسعر 0.48638 (يعبر هذا السعر عن مقلوب سعر شراء الدولار مقابل اليورو).

- بيع الدولار مقابل البيسو (بسر الشراء) في سوق الولايات المتحدة الأمريكية:
لدينا:

1 دولار ← 135.4 بيسو مكسيكي

0.48638 دولار ← ؟ بيسو مكسيكي

النتيجة هي 65.8558 بيسو مكسيكي، وهو أعلى من 65.10، وبالتالي الربح يكون 0.7558 بيسو.

النتيجة السابقة تعني انه كلما اشترى المراجيح 1 يورو في سوق المكسيك كلما حقق ربحاً ب 0.7558 بيسو. وتستمر عملية المراجحة إلى أن تعود الأسعار الى التوازن.

3-عمليات المجازفة: المجازفة في مفهومها عكس التحوط، وتعني تعريض المتعامل نفسه إرادياً للخطر نظير أرباح كبيرة يتوقعها في المستقبل¹، كما أنها تعرف بأنها تحمل درجة عالية من المخاطرة ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر أملاً في تحقيق أرباح رأسمالية². وغالباً ما يرتبط سلوك المجازف بالتوقعات، فيقوم اعتماداً على ذلك بفتح مركز بعملة ما في سوق الصرف على أمل أن يحدث تغير ملائم في سعر الصرف فيحقق أرباح، وفي الوقت نفسه يقبل باحتمال تحقيق الخسارة ويتميز المجازفون بمجموعة من الخصائص نلخصها في النقاط التالية³:

- استعدادهم لتحمل درجة عالية من المخاطرة؛
- محاولة تحقيق أكبر قدر من الأرباح؛
- يعتمدون على التنبؤ والتوقع؛
- معاملاتهم قصيرة الأجل.

ثالثاً- أنظمة وسياسات سعر الصرف: في هذه النقطة سنتطرق لمفهوم نظام سعر الصرف وأنواعه المختلفة ثم نتطرق الى سياسات سعر الصرف مع التركيز على سياسة تخفيض قيمة العملة وسياسة الرقابة على الصرف.

1- أنظمة سعر الصرف: يمثل نظام الصرف بالنسبة للاقتصاد الحلقة التي تربطه مع النظام النقدي الدولي وتحدد التزام الدولة إزاء العالم الخارجي.

¹Ephraim Clark, Dilip Kumar Ghosh: "Arbitrage, Hedging, and Speculation: The Foreign Exchange Market", Greenwood Publishing Group, USA, 2004, p2.

²رمضان زياد سليم: "مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص14.
³جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون: "استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة، مدخل استراتيجي، دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي العراقي"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 4، 2007، ص78.

1-1- مفهوم نظام سعر الصرف: يمكن تعريف نظام سعر الصرف بأنه القواعد المؤسسية التي توضح بدقة كيف يتحدد سعر صرف عملة ما مقابل العملات الأخرى⁴، ان هذا التعريف ينص على أن نظام سعر الصرف ليس نظاما فوضويا بل يشمل على بنية ضمنية تحدد كيف تحدد الدول قواعد وأسعار الصرف، فالنظام بهذا الشكل يعبر عن مجموعة المؤسسات والقواعد التي تحدد كيفية إدارة السلطات لعملتها المحلية والعلاقات التي تربطها مع الدول الأخرى و عملاتها. ويعتبر هذا النظام جزءا رئيسيا في تحديد معالم سياسة الصرف، كما يشكل حلقة ربط بين البلد وباقي أنحاء العالم، سواء في أسواق السلع أو أسواق الأصول الإنتاجية، وأي تقدير سيء لهذه السياسة سوف يعطي صورة خاطئة عن الفرص الحقيقية، ومن ثم يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد. ويسمح نظام سعر الصرف بتحديد التزامات البنك المركزي، وكيفية إدارته للعملة المحلية، كما أنه يسمح بمعرفة العوامل المؤثرة في قيمة العملة المحلية.

1-2- أنواع أنظمة سعر الصرف: سنقوم بعرض أنواع أنظمة سعر الصرف حسب التصنيف المعتمد من قبل صندوق النقد الدولي منذ سنة 1999.

أ- الأنظمة الثابتة: تنقسم الأنظمة الثابتة حسب تصنيف صندوق النقد الدولي إلى أنظمة سعر الصرف بغير عملة قانونية مستقلة ومجلس العملة.

-أنظمة سعر الصرف بغير عملة قانونية مستقلة: تقضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة في البلد هي عملة بلد آخر، أو أن يكون البلد عضوا في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة.

-مجلس العملة: هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية¹. وما سبق يعني أن مجلس العملة يكون ضمن إطار قانوني يضمن بشكل دائم أن العملة المحلية تظل مكفولة باحتياطي من الدولار، أو أية عملة قوية أخرى.

ب- الأنظمة الوسيطة: يوجد العديد من الأنظمة الوسيطة التي تتفاوت بحسب درجة المرونة.

-ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت: تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسميا أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر، أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الماليين، مع إعطائها أوزانا تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية. وفي هذه الحالة يكون السعر المركزي قابلا للإلغاء، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن 1% صعودا وهبوطا حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة 3 أشهر على

⁴ Larbi Dohni et Canol Hainaut: "les taux de change", édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004, p19.

¹ روبا دوتاغوبتا، وآخرون: "التحرك نحو مرونة أسعار الصرف: كيف، متى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص 3.

الأقل². وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء، للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر أو غير المباشر

-أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية: تظل قيمة العملة في هذا النظام محصورة ضمن نطاق لا يقل عن 1% صعودا وهبوطا حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%. ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية في النظام النقدي الأوروبي والتي خلفتها آلية سعر الصرف الأوروبية الثابتة في 1 جانفي 1999. ويتيح هذا النظام قدرا محدودا من الصلاحية الاستثنائية في تنفيذ السياسة النقدية، تبعا لمدى اتساع نطاق التقلب¹.

-نظم الربط الزاحف: وفقا لهذا النظام، تعدل قيمة العملة تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائيا لاستبعاد أثر التضخم (على أساس استرجاعي)، أو تحديد سعر صرف ثابت معلن سلفا و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة (على أساس استشرافي). ويفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقد².

-أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة: تظل قيمة العملة وفقا لهذه الترتيبات ضمن هامش للتقلب لا تقل عن 1% صعودا وهبوطا حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%، مع تعديل السعر المركزي أو هامش التقلب دوريا بمعدل ثابت، أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة. وفي هذه الحالة، تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، وتكون النطاقات إما منسقة حول سعر مركزي زاحف، أو تتسع تدريجيا بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى (في حالة الحد الأدنى، قد لا يكون هناك سعر مركزي معلن سلفا).

ج- الأنظمة العائمة: تتضمن الأنظمة التالية:

-التعويم الموجه: تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفا لهذا التأثير، ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف، مركز ميزان المدفوعات، مستوى الاحتياطات الدولية وتطورات السوق الموازية، ولا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية. وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشر أو غير مباشر.

-التعويم المستقل: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر من أجل تلطيف التقلبات القوية في سعر الصرف³، وعادة

²Karl Habermeier and others: "revised system for the classification of Exchange rate arrangement", Working Paper, international monetary fund, 2009, p12.

¹روبا دوتاغويتا، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص5.

²Karl Habermeier and others, op.cit, p13.

³آيت يحي سميير: "التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع"، مجلة الباحث، عدد9، 2011، ص62.

ما يستهدف خفضاً محدوداً في معدل تغير سعر الصرف، والحيلولة دون حدوث تقلبات مفرطة، بمعنى أن تحديد مستوى معين لسعر الصرف لا يدخل في أجندة ولا حسابات السلطات النقدية.

2-سياسات سعر الصرف: تعتبر سياسة الصرف من بين أهم السياسات والأدوات التي تستخدمها الدول للحفاظ على نقدها والحفاظ على استقرار اقتصادها.

1-2-تعريف سياسة الصرف: يمكن تعريف سياسة سعر الصرف بأنها مجموعة الإجراءات التي تستهدف أن يكون نظام الصرف والمعاملات في سوق الصرف والتقلبات في أسعار الصرف في تناغم مع متطلبات التنفيذ السليم للسياسة النقدية¹، وتصبح بالتالي قيمة العملة في خدمة الاقتصاد والبرامج التنموية، أو يمكن تعريفها بأنها سلوك سعر السلطات النقدية الهادف لتعديل سعر الصرف بغرض تحقيق أهداف اقتصادية معينة، وتختلف الجهة المكلفة بإعداد سياسة الصرف وتنفيذها من بلد إلى آخر، فرغم منح البنوك المركزية استقلالية كبيرة في الأهداف والعمليات فيما يخص السياسة النقدية نجد أن سياسة الصرف لا تزال بيد الحكومات في الكثير من الدول.

2-2-أهداف سياسة الصرف: تتمثل أهداف سياسة الصرف في الآتي:

أ-المحافظة على استقرار أسعار الصرف: يختلف مفهوم استقرار أسعار الصرف عن مفهوم الثبات من حيث أن سعر الصرف المستقر هو ذلك السعر الذي يتقلب ضمن هوامش معقولة لا تعكر مناخ الأعمال ولا تزيد في حجم المخاطرة، والغرض من ذلك هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي الذي يعني تحقيق معدلات نمو معينة بعيداً عن التقلبات الحادة في مستوى الأسعار والأزمات، ويصبح على أساس ذلك سعر الصرف عنصر أساسي في زيادة حالة التأكد فيما يخص الأسعار. من هذا المنطلق نجد أن السلطات النقدية يمكن أن تستخدم سياسة الصرف لتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف سواء بثبيت سعر الصرف من خلال استخدام الاحتياطات الرسمية، أو القيام دورياً بتعديل سعر الصرف لامتصاص فروقات التضخم الملاحظة بينها وبين شركائها التجاريين، ويبقى هدف تفادي التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف أحد أهم أهداف سياسة الصرف لدى بعض الدول.

ب-المساهمة في تحقيق هدف النمو: يمكن تعريف نمو الاقتصاد بأنه الزيادة الحاصلة في الناتج المحلي لبلد ما خلال فترة زمنية معينة، وحسب النظريات المفسرة للنمو نجد تلك التي تفسر نمو بعض الدول الناشئة كإندونيسيا والبرازيل والصين بتوجه هذه الدول نحو الأسواق الخارجية، فيصبح بالتالي نموذج النمو المعتمد في هذه الدول يختلف تماماً عن نموذج النمو في الدول المتقدمة الذي يعتمد على الطلب المحلي في حين أن نموذج النمو في الدول المتقدمة يعتمد أكثر على الطلب الخارجي، باعتبار أن القدرة الشرائية داخل هذه الدول منخفضة ولا يمكن الاتكال عليها لتكون دافعا للنمو. ومن أجل تطبيق هذا النموذج يجب على هذه الدول أن تزيد في القدرة التنافسية لمؤسساتها، وتلعب سياسة الصرف دوراً أساسياً في ذلك، من خلال تعمد تخفيض قيمة العملة المحلية حتى تبدو أسعار السلع المحلية بالعملة الأجنبية أحسن من مثيلاتها لدى الدول المتقدمة، ويجب الإشارة في الأخير أن وجود معايير لاختيار

¹ عبد المطلب عبد الحميد: "اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة وحرب العملات"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2016، ص 63.

نظام الصرف الملائم للاقتصاد يجعل من سعر الصرف لاعب أساسي في تحقيق هدف النمو المسطر من قبل السلطات للاقتصاد.

ج- الإدارة الفعالة لاحتياطات الصرف: تتمثل الإدارة الفعالة لاحتياطات الصرف في تحديد الحجم الأمثل لها بناء على مجموعة من المعايير وتوظيفها وفق أفضل الممارسات الدولية من خلال المفاضلة بين تكلفة المحافظة عليها والفرص البديلة الناجمة عن استنزافها.

د- تحقيق قابلية تحويل العملة المحلية: يعتبر أحد أهم أهداف سياسة الصرف من أجل جعل العملة المحلية قابلة للتحويل مقابل العملات الأخرى، ومن أجل الوصول إلى هذا الهدف نجد أن سياسة الصرف تحاول الوفاء بالتزامات الدولة أمام السلطات النقدية خصوصا فيما تعلق بضمان حرية الميزان الجاري في ميزان المدفوعات وتطبيق أنظمة الصرف الملائمة قصد تحديد قيمة حقيقية للعملة المحلية.

2-3- أدوات سياسة الصرف: هناك العديد من الأدوات التي يمكن أن تستخدمها السلطات النقدية في إطار سياسة الصرف.

أ- تدخل السلطات في الأسواق: ويعد التدخل في الأسواق أحد الوسائل للحفاظ على ثبات سعر الصرف أو استقراره، وتدخل السلطات النقدية عادة في سوق الصرف بأسلوبين:

- معدل الفائدة: يمكن استخدام معدل الفائدة لتدعيم موقع العملة المحلية في سوق الصرف وذلك من خلال رفع معدل الفائدة إذا كانت قيمة العملة تميل للانخفاض وتخفيضه في حالة العكس. ويتفاعل معدل الفائدة بشكل طردي مع حركة رؤوس الأموال فوجود معدل فائدة مرتفع في بلد ما مقارنة بالعالم الخارجي يجعل من هذا الاقتصاد جاذباً لرؤوس الأموال وهو ما يؤدي إلى تحسين مركز العملة في سوق الصرف والعكس صحيح. ويبقى ما سبق صحيح تحت فرضية تحرير حركة رؤوس الأموال.

- التدخل المباشر في سوق الصرف: يقصد بالتدخل المباشر في سوق الصرف دخول البنك المركزي في سوق الصرف مشترياً أو بائعاً للنقد الأجنبي من أجل الحفاظ على سعر الصرف أو استقراره، على أساس ذلك نجد أن السلطات النقدية تعتمد شراء العملة الأجنبية وبيع العملة الوطنية إذا لاحظت أن سعر الصرف يميل للانخفاض وتقوم بالعملية العكسية إذا لاحظت أن سعر الصرف يميل للارتفاع. والتدخل المباشر في سوق الصرف يعتمد بشكل كبير على الاحتياطات الرسمية التي تسمح لها بشراء النقد المحلي في حالة تدهور قيمته. ولحجم الاحتياطات علاقة مع تدخلات البنك المركزي فهو يزيد إذا كان تدخل البنك عبارة عن شراء النقد الأجنبي وينقص في حالة ان التدخل يتمثل في بيع النقد الأجنبي. وبافتراض أن هناك اختلالات كبيرة في الاقتصاد تدفع بسعر الصرف نحو الانخفاض نجد أن تدخلات البنك المركزي دائما تكون في جانب واحد أي بيع النقد الأجنبي وهو ما يؤدي إلى استنزاف الاحتياطات لهذا نجد في هذه الحالة أو في حالة ضعف حجم الاحتياطات أن السلطات النقدية تعتمد على أسلوب آخر للتقليل من حجم الطلب على العملة الأجنبية إلى حد التوازن مع المعروض منها، ويعرف هذا الأسلوب بالرقابة على الصرف.

ب- الرقابة على الصرف: هي عبارة عن مجموعة من التشريعات الضابطة لمسببات وقوع عمليات صرف، وبموجبها تتدخل السلطات النقدية في عمليات الصرف والتحكم في موارد البلد من العملة الأجنبية وتتولى عملية توزيع هذه الأخيرة وفقاً لأولويات معينة. الهدف من ذلك، هو تخفيض الطلب على النقد الأجنبي إلى الحد اللازم لتحقيق التكافؤ بينها وبين الكميات المعروضة عند سعر الصرف معين تحدده. هذه الحالة تنطبق ما إذا كانت قيمة العملة تميل للانخفاض أما إذا كانت تميل إلى الارتفاع فإن نظام الرقابة في هذه الحالة يهدف إلى التأثير على الطلب بتحفيظه. كما يمكن اعتبار محاولة منع حدوث تغيرات غير مرغوب بها في أسعار الصرف من بين أهداف الرقابة على الصرف.

- نظام الرقابة على الصرف ضد انخفاض قيمة العملة: هناك عدد كبير من الإجراءات التي يمكن أن تستعملها السلطات النقدية لتدعيم قيمة عملتها الوطنية وكلها تصب في هدف واحد، وهو التقليل من تحويل العملة الوطنية إلى عملة صعبة وتشجيع العملية العكسية.

ويمكن أن نذكر على سبيل المثال وليس الحصر ما يلي:

* عدم قابلية التحويل الكلي للعملة الصعبة مما يعني في أبسط صورته عدم قدرة المقيمين على شراء العملة الصعبة، إلا إذا ارتبطت بعمليات تصنف ضمن، الأولويات وهذا بعد الحصول على إذن.

* منع استفادة المستوردين من خدمات سوق الصرف لأجل أو تحديدها بمدة زمنية معينة (ثلاثة أشهر قبل التسوية مثلاً).

* إلزامية بيع العملة الصعبة الأجنبية إلى السلطات النقدية، كإرغام المصدر على تسليم حصيلة صادراته من العملة الأجنبية كلها أو جزء منها إلى البنك المركزي.

* في حالة السماح للمقيمين بالاحتفاظ بالعملة الصعبة فإنها لا تدر فوائد في حالة وضعها في البنك.

ج- نظام الرقابة على الصرف ضد ارتفاع قيمة العملة: بينما الكثير من الدول تحاول جاهدة تامين عملتها، هناك عدد أقل بكثير يقوم بالعملية العكسية، بمعنى أنه يضع قواعد تنقص الطلب على عملته الوطنية ولعل أهمها ما يعرف بمعدلات الفائدة السلبية بمعنى أن ودیعة من هذه العملة في بنك معين تكلف المودع ولا تدر عليه فوائد، ويتم التوصل إلى معدلات الفائدة السلبية بفرض رسوم على ودائع غير المقيمين قصد تحفيزهم على بيع العملة. وإلى جانب ذلك يمكن ذكر:

- تحديد دخول رؤوس الأموال.

- منح فوائد على الأصول الأجنبية المودعة في البنوك الوطنية.

د- تعديل سعر الصرف: يقصد بتعديل سعر الصرف قيام جهة مختصة غالباً ما يكون البنك المركزي بتعديل السعر المركزي لسعر الصرف برفعه أو خفضه استجابة لبعض متطلبات التوازنات الاقتصادية الكبرى.

- تخفيض قيمة العملة المحلية: يعتبر تخفيض سعر الصرف أداة هامة جداً في سياسة الصرف ومستخدمة بشكل كبير ومتكرر من قبل السلطات النقدية لمعالجة بعض الاختلالات الهيكلية الحادثة في ميزان المدفوعات، أو تلك التي

تقع في أزمة اقتصادية وتلجأ لبرامج التصحيح الهيكلي المقترحة من قبل صندوق النقد الدولي. وتتمثل طريقة تخفيض قيمة العملة المحلية في رفع سعر الصرف (في حالة التسعير غير الأكيد) بنسبة معينة من أجل تقليص الفجوة بين سعر الصرف الإسمي والحقيقي، زيادة تنافسية الاقتصاد وتصحي العجز في ميزان المدفوعات.

-رفع قيمة العملة: إن تحقيق فوائض كبيرة ومنتالية في الميزان التجاري على وجه الخصوص وميزان المدفوعات بشكل عام تخلق ضغوطات كبيرة على قيمة العملة لرفعها، لهذا نجد أن عدد قليل من الدول يستخدم هذه الأداة من أجل إعادة تقويم قيمة عملته ورفعا حتى يقلص في الفجوة بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي.

رابعا-تحديد سعر الصرف: يتحدد سعر الصرف على أساس العرض والطلب.

1-طلب وعرض العملات الأجنبية: يعد طلب وعرض العملات مشتقا من طلب وعرض المقيمين وغير المقيمين للعملات المختلفة الناتجة عن المعاملات التجارية والمالية، باعتبار أن الوظيفة الأساسية للعملة هي تسيير تلك المعاملات.

1-1-الطلب على العملة: ينتج الطلب على العملات الأجنبية مما يلي³:

- طلب المقيمين على السلع الأجنبية (زيادة الواردات)؛
- خروج رؤوس الأموال للاستفادة من فروقات معدلات الفائدة التي تكون في صالح العملة الأجنبية؛
- المضاربة في حالة توقع المستثمرين انخفاض في قيمة العملة المحلية، فيقبلون على تحويلها (أي طلب) إلى عملة أجنبية لإعادة بيعها عندما ينخفض السعر.

1-2-عرض العملة: ينتج عرض العملة الأجنبية مما يلي:

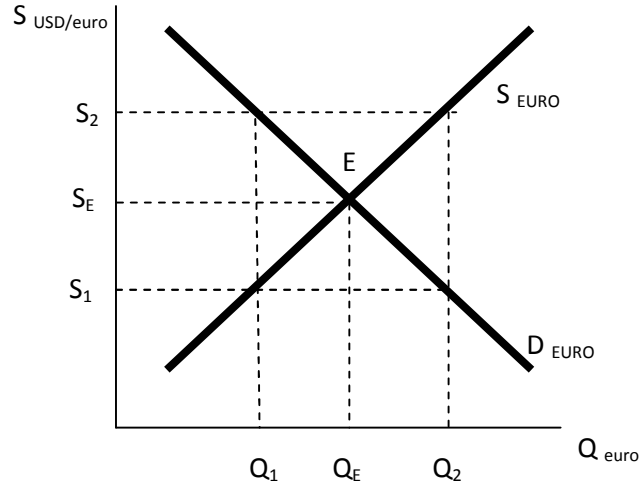
- زيادة طلب غير المقيمين على السلع المحلية (زيادة الصادرات)؛
- دخول رؤوس الأموال للاستفادة من فروقات معدلات الفائدة التي تكون في صالح العملة المحلية؛
- المضاربة على انخفاض العملة الأجنبية، والذي ينتج عنه عمليات تحويل هذه العملة مقابل العملة الوطنية.

2-تحديد سعر الصرف التوازني: يتحدد سعر صرف العملة بتفاعل قوى العرض والطلب على تلك العملة³، فالشكل أدناه يبين لنا تقاطع كل من منحني الطلب على اليورو ومنحني عرض اليورو، ونقطة التقاطع تعبر عن وضع التوازن في سوق الصرف. لهذا يعبر عادة عن النقطة E بأنها سعر الصرف التوازني SE، والذي يمكن تعريفه، بأنه ذلك السعر الذي تتساوى عنده الكميات المطلوبة من عملة معينة مع الكميات المعروضة من نفس تلك العملة.

³ عبد الرزاق الرحاحلة وزاهد محمد دبيري: "دراسة معمقة في إدارة الأعمال الدولية"، الطبعة الثانية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2010، ص126.

³ مشهور هلهول بريور: "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن"، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، الأردن، 2008، ص45.

الشكل رقم 1-1: تحديد سعر الصرف التوازني في نظام الأسعار المرنة



المصدر: جوزيف دانيالز وديفيد فانهور: "اقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، 2010، ص

.85

من الشكل نلاحظ أن تواجد سعر الصرف في S_1 و S_2 لا يعبران عن سعر التوازن، على أساس أن لا تساوي بين الكميات المطلوبة والمعرضة (Q_1 طلب أكبر من Q_2 عرض)، لتصحيح الاختلال يجب أن يرتفع سعر الصرف حتى يحدث التعادل بين الكميات المعرضة والمطلوبة في نقطة التقاطع E ، الشيء نفسه سيحدث إذا كان سعر الصرف أعلى من سعر الصرف التوازني. ويستمر الوضع في السوق على ما هو عليه، حتى تؤدي عوامل معينة إلى انتقال أحد المنحنيين أو كليهما، مما يخلق وضع توازني جديد، ويظهر سعر صرف توازني يعبر عن الكميات المطلوبة والمعرضة الجديدة.

أسئلة، تمارين وحالات عملية

س01-قارن بين كل من نظام الصرف الثابت والعائم؟

س02-من بين أسعار الصرف التالية: سعر الصرف الاسمي، سعر الصرف الفعلي، سعر الصرف الحقيقي. ما هو

السعر الذي يستخدم فيما بين المتعاملين الاقتصاديين؟

س03-ما هو نوع نظام الصرف المطبق حاليا في الجزائر؟

-علق على تقلبات سعر صرف الدولار مقابل الدينار اعتمادا على سلسلة أسعار الصرف التالية:

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
سعر الصرف	75.3	77.8	79.7	72.6	72.6	73.4	71.2	66.8	71.2
السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
سعر الصرف	72.7	73.9	76.1	78.1	78.2	87.9	107.1	110.5	

س04-ما هو الهدف من حساب كل من سعر الصرف الفعلي والحقيقي؟

س05-هل تختلف تقلبات أسعار الصرف من نظام صرف إلى آخر؟

س06-ما هو الفرق بين كل من:

-المجازفة والتحكيم في سوق الصرف.

-المجازفة والتحوط في سوق الصرف.

س07-ما هو دور البنوك المركزية في سوق الصرف؟

س08-إذا كان سعر صرف الدولار مقابل كل من الدينار الجزائري والدرهم المغربي كالتالي:

$$\text{USD/DZD}=115.5240-118.2130$$

$$\text{USD/MOD}=21.1200-21.5230$$

المطلوب: حساب سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدينار الجزائري؟

س09-حول الأسعار التالية من التسعير غير الأكيد إلى التسعير الأكيد

$$\text{USD/EUR}=0.8730-90 \text{ في فرنسا}$$

$$\text{USD/DZD}=71.0230-74.3450 \text{ في الجزائر}$$

$$\text{GBP/USD}=1.5400-90 \text{ في لندن}$$

$$\text{USD/YEN}=134.25-139.30 \text{ في اليابان}$$

-بافتراض أن قيمة الدولار انخفضت ب 4 % أحسب أسعار الصرف الجديدة قبل التحويل وبعده.

س10-نفترض أن آخر سعر صرف مسجل كان 6.4700 دينار لواحد دولار وأن الطلبات والعروض المختلفة

على الدولار مقابل الدينار كانت كالتالي:

العروض والطلبات في سوق الصرف

المبالغ المعروضة والمطلوبة عند كل سعر صرف		نوع الامر
بيع	شراء	
	5 500000	أحسن سعر
	200000	6.4740
3 300000	500000	6.4730
300000		6.4720
	1000000	6.4710
1700000		6.4700
1 500000		6.4690
	1500000	6.4680
200000		6.4670
700000	1750000	6.4660
	2 500000	6.4650
2000000		أحسن سعر

-المطلوب: حساب سعر صرف التوازن؟

س11-إعتمادا على سلسلة أسعار صرف السؤال رقم 03، أحسب التقلبات في سعر الصرف باستخدام طريقة

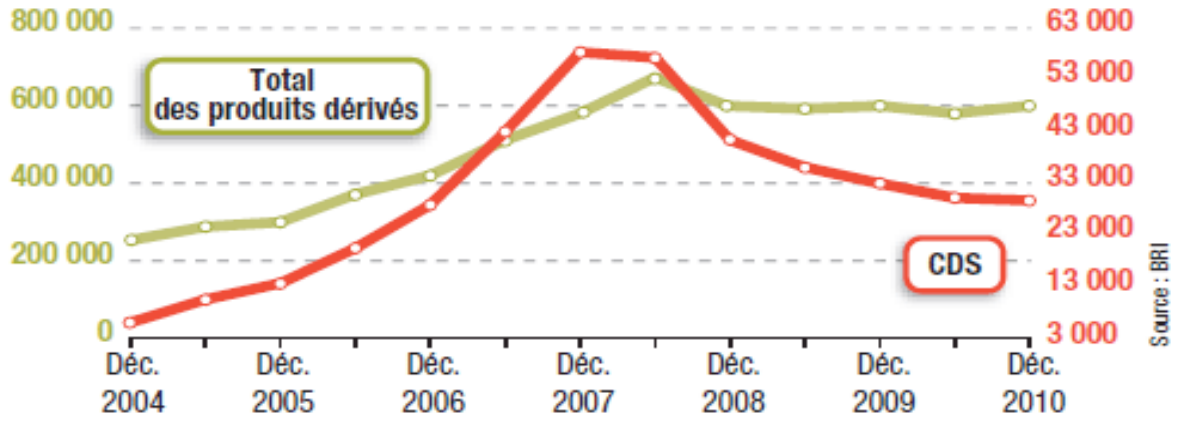
التغير النسبي وطريقة اللوغاريتم الطبيعي؟

س12-ما هي الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية؟

س13-متى تقوم الدولة بتخفيض قيمة عملتها؟

س14-ما أهمية الاحتياطات الرسمية في كل من نظام الصرف الثابت والمرن؟

الفصل الثاني



أقسام سوق الصرف

الأهداف التعليمية

الهدف العام:

- التعرف على مختلف المنتجات التي يمكن استخدامها للتحوط من خطر الصرف.

الأهداف الفرعية:

- التعرف على الصرف الآجل وكيفية حساب اسعاره.
- التعرف على المستقبلات وكيفية إدارة العقود وحساب الأرباح والخسائر.
- التعرف على عقود المبادلة وكيفية حساب النقط.
- التعرف على الخيارات، سعر التنفيذ وفهم آلية عملها.
- التأقلم مع مختلف التقنيات من خلال الأمثلة والتمارين.

محتوى الفصل

أولاً-الصرف الآجل

3. تعريف الصرف الآجل
4. طريقة تحديد سعر الصرف الآجل

ثانياً-المستقبلات

4. تعريف عقود مستقبلات العملة الأجنبية
5. خصائص عقود المستقبلات
6. آلية التداول ووظيفة غرفة المقاصة

ثالثاً-عقود مبادلة النقود

3. عقود مبادلة الصرف
4. عقود مبادلة العملة الأجنبية

رابعاً-الخيارات

3. ماهية الخيارات
4. سعر الصرف الفعلي المضمون
5. مكان تداول الخيارات

أسئلة، تمارين وحالات عملية

ان مختلف المنتجات المتوفرة في سوق الصرف والتي يمكن استعمالها للتحوط من خطر الصرف ليست متكافئة ولا متشابهة من حيث درجة الحماية التي توفرها للمؤسسة. فالبعض منها يعمل على ضمان سعر مستقبلي محدد، بينما البعض الآخر يحد من مخاطر ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة الأجنبية، ويقي على امكانية استفادة المؤسسة من التغيرات الملائمة في قيمة العملة. وتتقاطع هذه التقنيات، من حيث أنها تركز على استراتيجية أساسية، تتمثل في أن المتحوط سوف يخلق وضعية مالية معاكسة للوضعية الابتدائية التي كان عليها، ومن ثم فإن الوضعية الطويلة ستقابل بوضعية قصيرة والعكس صحيح. وعلى أساس ما سبق سنتناول المنتجات الأربعة المتوفرة في سوق الصرف.

أولاً-الصرف الآجل: تعتبر هذه الطريقة الأسلوب الأكثر استخداما من قبل المؤسسات بسبب سهولة استخدامها ومرونتها مما يجعلها منتج على مقياس المؤسسات. وقبل التطرق لكيفية استخدام الصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف، سنقوم بالتعريف بهذه التقنية وبالسوق الذي يتم فيه تداولها.

1-تعريف الصرف الآجل: ينتمي سوق الصرف الآجل هيكليا إلى الأقسام التقليدية لسوق الصرف باعتبار أن ظهوره جاء مبكرا ومتزامنا مع تطور ما يعرف بالأسواق النقدية الدولية euro-devis، ويمكن تعريفه بذلك السوق الذي تعقد فيه الاتفاقات بشأن تزويد المتعاقد معهم بالنقد الأجنبي في تواريخ لاحقة وبأسعار محددة. كما يمكن تعريفه أيضا بذلك السوق الذي يتم فيه تحديد سعر الصرف في اليوم الذي أعطي فيه الأمر، إلا أن تسليم العملة واستلامها يكون في أجل محدد باستخدام السعر الذي تم على أساسه الاتفاق يوم إعطاء الأمر.

2-طريقة تحديد سعر الصرف الآجل: ليتمكن البنك من تحديد سعر الصرف الآجل فإنه يقوم بعمليات اقراض واقتراض في سوق الودائع والقروض بالعملة الأجنبية والسوق النقدي المحلي، ويستخدم معدلات الفائدة وسعر الصرف الحاضر لحسابه.

1-2-الصيغة العامة لحساب سعر الصرف الآجل: لحساب سعر الصرف الآجل نستخدم كل من سعر الصرف الحاضر للعملة المعينتين ومعدلات الفائدة في السوق النقدي المحلي والدولي، ويتم حساب سعر الصرف الآجل بإضافة فروقات الفائدة لسعر الصرف الحاضر:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف الحاضر} \pm \text{النقط} \dots\dots\dots (1)$$

بحيث أن: النقط تمثل فروق معدلات الفائدة بين العملة المحلية والأجنبية. وقبل التطرق إلى حالة شراء أو حالة بيع العملة الأجنبية لأجل نعطي الصيغة العامة لحساب سعر الصرف الآجل¹:

حيث أن CT: سعر الصرف الآجل ؛

¹Nicols Wapler, op.cit, p58.

CC : سعر الصرف الحاضر؛

Tmon : معدل الفائدة للعملة المحلية في السوق المحلية؛

Tdev : معدل الفائدة للعملة الأجنبية في السوق النقدي الدولي؛

J عدد الأيام التي تفصل بين تاريخ الاتفاق وتاريخ التسليم والاستلام.

وبعد حساب سعر الصرف الآجل يمكن أن نواجه 3 حالات:

- الحالة الأولى: سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف الحاضر نقول أنك مرابحة Report أو علاوة تقديم وتنتج عندما يكون معدل الفائدة على العملة المحلية أكبر من معدل الفائدة على العملة الأجنبية.

- الحالة الثانية: سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحاضر نقول أنك هناك وضيفة Déport أو خصم التأخير¹ وتنتج هذه الحالة عندما يكون معدل الفائدة على العملة الأجنبية أكبر من معدل الفائدة على العملة المحلية.

- الحالة الثالثة: يكون فيها سعر الصرف الآجل مساوي لسعر الصرف الحاضر، فنقول أنك التأجيل يتم بسعر التعادل Aupair وهذه الحالة تنتج بطبيعة الحال عندما تتساوى معدلات الفائدة بين العملتين. وبالرجوع إلى العلاقة رقم (1) نستخلص أن النقطة التي تعبر عن خصم التأجيل أو علاوة التقديم والتي نرسم لها بالرمز (D/R) هي:

2-2- الصيغة التي تسمح بحساب سعر الصرف الآجل عند الشراء*: لحساب سعر الصرف الآجل عند الشراء يأخذ البنك بعين الاعتبار كل من سعر الصرف الحاضر للعملتين المعنيتين ومعدلات الفائدة المطبقة عليهما في السوق النقدي المحلي والدولي. ويتم استخدام الصيغة التالية لحساب سعر الصرف الآجل عند الشراء:

حيث أن:

CAT سعر الشراء الآجل؛

CA : سعر الشراء؛

Tmon_E : معدل إقراض العملة المحلية في السوق المحلية؛

¹Philippe D'Arvisenet et Thierry Schwob : "Finance Internationale -Marchés et Techniques ", Hachette, Paris, 1990, p61.

*تنبيه: الشراء والبيع يكون دائما من وجهة نظر البنك في هذه الحالة البنك هو الذي يريد شراء العملة الأجنبية، العميل بطبيعة الحال سيكون في وضعية مشتري.

$Tdev_p$: معدل إقراض العملة الأجنبية في السوق النقدي الدولي.
 J عدد الأيام التي تفصل بين تاريخ الاتفاق وتاريخ التسليم والاستلام.
مثال 01: نفترض أن وضعية كل من سوق الصرف الحاضر والسوق النقدي للعملة الدولار واليورو كانت كالتالي:

- سعر الصرف الحاضر USD/EURO = 1.5240/60 ؛
 - معدل الفائدة على USD في السوق النقدي الدولي لستة أشهر 2.3-2.6؛
 - معدل الفائدة على EURO في السوق النقدي المحلي لستة أشهر 1.5-1.8.
- المطلوب:** حساب سعر الصرف المشتري لستة أشهر؟
الحل: من خلال تطبيق الصيغة رقم 03 نتحصل على الآتي:

2-3- الصيغة التي تسمح بحساب سعر الصرف الآجل عند البيع: الصيغة التي تسمح بحساب سعر البيع فهي ¹:

CVT سعر البيع الآجل؛

CV : سعر البيع.

مثال 02: إذا كانت بيانات سوق الصرف الحاضر والأسواق النقدية المحلية والدولية لكل من الدولار والدينار الجزائري كالتالي:

$$USD/DZD=112.3520/118.5260$$

- معدل الفائدة على USD في السوق النقدي الدولي 2.3-2.7؛
 - معدل الفائدة على DZD في السوق النقدي المحلي 7.5-8.8.
- المطلوب:** - حساب سعر الصرف البائع لأجل ستة أشهر وثلاثة أشهر؟
- هل الأجل يتم بعلاوة أو بخصم؟
 - قم بحساب العلاوة أو الخصم في الحالتين؟
 - مقارنة بالسعر المحسوب في حالة الشراء ماذا تلاحظ؟
- الحل:** لحساب سعر الصرف البائع لأجل ستة أشهر أو ثلاثة أشهر نستخدم الصيغة رقم (04).

¹Idem.

- حساب سعر الصرف البائع لأجل ستة أشهر:

- حساب سعر الصرف البائع لأجل ثلاثة أشهر:

- الأجل يتم بعلاوة في الحالتين لأن معدل الفائدة على العملة المحلية أكبر من معدل الفائدة على العملة الأجنبية.

- حساب العلاوة: لحساب العلاوة في الحالة الأولى لدينا طريقتين:

الطريقة الأولى: العلاوة = سعر الصرف الآجل - سعر الصرف الحاضر

$$118.5260 - 122.3343 = \\ 3.8083 =$$

الطريقة الثانية: استخدام الصيغة رقم (02):

نفس الطريقتين تستخدمان لحساب العلاوة في الحالة الثانية.

ثانيا- سوق المستقبلات: تعتبر مستقبلات العملة الأجنبية أحد أنواع العقود المتداولة في سوق المستقبلات، وتعتبر من بين أنشط أنواعها.

1- تعريف عقود مستقبلات العملة الأجنبية: تعرف بأنها التزام بشراء أو بيع كمية محددة من العملات النقدية في تاريخ مستقبلي وسعر يحدد في لحظة العقد¹ أو أنها عبارة عن عقود آجلة يتم تداولها في السوق المنظم، وتحدد بدقة المبلغ الواجب تسليمه بالعملة الأجنبية وتاريخ التسليم².

2- خصائص عقود المستقبلات: تتميز عقود مستقبلات العملة الأجنبية بخصائص يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم 2-01: خصائص عقد اليور في سوق IMM

العملة	حجم العقد	التسعيرة	التموج الأدنى	أجل الاستحقاق
اليورو	125.000	EUR/USD	0.0001	M.J.S.D

من خلال الجدول يمكن التعليق بما يلي:

¹سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 249.

²David Eiteman, Arthur Stonehill, Michael Moffett : "Gestion et Finance Internationales", traduction Michel-Henry Bouchet, Georges Langlois et Patrick salin, 10^{ème} édition, Pearson Education, 2004., p15.

1-2- حجم العقد: وهو أدنى مبلغ يمكن شراؤه في السوق.

-مثال 03: يقدر حجم العقد بالنسبة لليورو في سوق IMM بـ 125.000 يورو¹ في حين أن الحجم الموحد قياسيا في سوق لندن euronex هو 20.000 يورو². ويعني حجم العقد أن أدنى مبلغ يمكن شراؤه أو بيعه من اليورو في سوق IMM هو 125.000 يورو ولمن أراد شراء مبلغ أكبر عليه أن يشتري أكثر من عقد، لهذا فان مقدار الشراء والبيع يعبر عنه في هذا السوق بعدد العقود.

2-2- أجل الاستحقاق: هو الأربعة الثالثة من الأشهر التالية مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر. غير أن بعض العقود يمكن أن يكون لها آجال تشمل الأربعة الثالثة من كل شهور السنة. والهدف من توحيد آجال الاستحقاق، هو التقريب إلى أقصى حد ممكن بين حاجات عارضي العقود والطلبين عليها من أجل زيادة السيولة، ففي سوق IMM نجد أن الأجل يمكن أن يصل إلى 20 ثلاثي، وما هو ملاحظ تناقص عدد العقود المتداولة بزيادة الأجل.

2-3- التموج الأدنى: يقصد بالتموج الأدنى، أدنى تغير في سعر الصرف يؤخذ بعين الاعتبار عند التقييم اليومي للعقد.

-مثال 04: فيما يخص عقد اليورو نجد أن التموج الأدنى هو 0.0001 وهو ما يعادل \$12.5 كخسارة أو ربح ممكنان عندما يتغير سعر الصرف بهذه النسبة. وتم الحصول على قيمة \$12.5 بالطريقة التالية:

الربح أو الخسارة الدنيا = قيمة العقد × التموج الأدنى

$$125.000 * 0,0001 = 12,5$$

لهذا إذا تغير سعر الصرف بأكثر من نقطة نفترض 10 نقط سنجد أن أحد العقود حقق ربح ب 125 دولار والآخر خسارة ب 125 دولار.

2-4- التموج الأقصى: وهو أعلى أو أدنى تغير مسموح به في سعر الصرف خلال نفس الجلسة، وعادة ما تقوم غرفة المقاصة بتحديد حدي تقلب سعر الصرف المسموح بهما على سبيل المثال بين 1.1383 كحد أقصى و1.0583 كحد أدنى، وهذا يعني أنه بمجرد وصول سعر الصرف إلى أحد هذين الحدين يتم إيقاف التداول. والهدف من التموج الأقصى هو حصر قيمة الخسارة القصوى في مبلغ محدد لحماية غرفة المقاصة من تسجيل وتحمل الخسائر.

2-5- الأصل محل التداول: يتمثل الأصل محل التداول بالنسبة لهذه العقود في العملات الأجنبية، ولقد كانت هذه الأخيرة في السنوات الأولى من ظهور السوق محصورة في أهم العملات الدولية، إلا أنها في السنوات القليلة الماضية أصبحت تشمل بعض عملات البلدان الناشئة، كعملات البرازيل، كوريا، هونغ كونغ، الصين.... الخ. وتبقى عقود اليورو مقابل الدولار الأنشط على الإطلاق. إن أدرج عملة ما في التداول لا يعني أنها ستبقى

¹Trading FX : "Euro Fx Futures Contract specs", CME Group, available on the CME Group WEB Site, http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/euro-fx_contract_specifications.html, consult on 01/03/2015.

²Trading and Product FX : "Euro/US Dollar FUTURES", specification, euronext, available on euronext website, <https://derivatives.euronext.com/en/products/currency-futures/FED-DAMS/contract-specification>.

كذلك، وإنما يحكم بقائها من عدمه، عوامل كثيرة نذكر منها مدى سيولة السوق، أي وجود الطلب والعرض على هذه العقود واستقرار الأصل في السوق الحاضر إلى جانب وجود تشريعات صرف من عدمه.

2-6- أسعار الأصل: نقصد به سعر المستقبلات، والذي يحدد من قبل المشتري والبائع في السوق ويتحدد على أساس قوى السوق العرض والطلب. سابقا كانت التسعيرة تعطى بالعملة الأجنبية مقابل الدولار أي التسعير غير الأكيد (باعتبار أننا في الولايات المتحدة الأمريكية)، وكان كل عقد يتم تداوله مقابل الدولار. إلا أنه حاليا، هناك بعض العقود لا يكون الدولار طرفا فيها، فمثلا في سوق IMM، نجد عقود مستقبلات اليورو مقابل الدولار الكندي أو عقود مستقبلات اليورو مقابل الين.

2-7- آلية الهوامش: بعد كل عملية شراء وبيع لعقود المستقبلات، تطلب غرفة المقاصة من المتعاملين إيداع مبلغ معين في العادة يتراوح بين 5 و20% من قيمة العقد¹، وتحديث عملية تقييم يومي للعقود على أساس أسعار الاغلاق المسجلة في السوق مما ينتج عنها أرباح لأحد الطرفين وخسارة للطرف الأخر، مما يجعل غرفة المقاصة تطالب صاحب الحساب الخاسر بإعادة تشكيل الوديعة الابتدائية، وفي مجال آلية الهوامش نفرق بين:

أ- الأسواق الأمريكية التي تميز بين هامش الصيانة والوديعة الابتدائية²، مما يجعل طلبات إعادة تشكيل الوديعة الابتدائية لا تقدم للعميل إلا في حالة تأثر هامش الصيانة.

ب- الأسواق الأوروبية التي تطالب العميل بإعادة تشكيل الوديعة الابتدائية كلما حدثت خسائر، نظرا لعدم تمييزها بين هامش الصيانة والوديعة الابتدائية. فهذا الأخير، هو في حد ذاته عبارة عن هامش صيانة. وسواء ميزت غرفة المقاصة بينهما أولا، فإن الأمر المشترك بينهما أن أساس الحساب هو ضرورة تغطية الخسائر القصوى ليومين متتاليين. ولنجاح آلية الهوامش في تأمين غرفة المقاصة من مخاطر تقلب الأسعار، نجد أن هذه الأخيرة تقوم بتعيين حدود لتقلب سعر الصرف.

3- آلية التداول ووظيفة غرفة المقاصة: تعتبر غرفة المقاصة عنصر أساسي لأي سوق آجل، مساهميا (وهذا ليس شرط ضروري) هم الوسطاء الماليين وأهم الهيآت في المركز المالي. للإخراط في الغرفة، يتطلب تسديد ثمن المكان *prix de siège* وهو أمر ضروري للتمكن من التدخل في السوق. أهم وظيفة لغرفة المقاصة، هي ضمان السير الحسن للسوق ومراقبة العمليات التي تنجز فيه، هذه الوظيفة نجدها واضحة تماما في سوق عقود العملة الصعبة لأجل.

إن تداول العقود يتم بالمناوات، مما يعني أن كل متعامل عن طريق السمسار المفوض والمعتمد من قبل غرفة المقاصة، يجد بنفسه الجهة المقابلة. أي إن كان مشتري فسوف يجد البائع، وإن كان بائعا فسوف يجد المشتري. إلا أن هذه الطبيعة الثنائية، تختفي ما إن تنجز الصفقة. وكل جهة تجد نفسها في وضعية مشتري أو بائع مقابل غرفة المقاصة التي تضمن إتمام العملية، مما يؤدي إلإلغاء خطر الجهة المقابلة.

¹Robert W. Kolb, James A. Overdahl, *op.cit*, p269.

²NaliniPravaTripathy: "Financial Services Phi" Learning Pvt. Ltd, New Delhi India, 2007, p272.

وقصد ضمان التزام الطرف الآخر بالعملية، تطلب منهم غرفة المقاصة تقديم وديعة والتي تكون محل تقييم يومي بسعر السوق، مما يعني ارتفاع قيمة الوديعة وانخفاضها حسب سعر الصرف المسجل. فإن كان السوق أوروبيا، فإن غرفة المقاصة تطلب من المشتري أو البائع إعادة تشكيل وديعته الابتدائية كلما حدثت خسائر. أما إذا كان السوق في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن إعادة تشكيل الوديعة الابتدائية لا يكون إلزاميا إلا بعد تأثر هامش المحافظة بالخسائر.

-مثال 05: إذا علمت أن أحد المتعاملين اشترى عقد يورو لأجل مارس 2018 بتاريخ 15-10-2017 بسعر الصرف التالي:

$$\text{EUR/USD}=1.2505$$

إذا علمت أن:

- العقد متداول في سوق IMM بالولايات المتحدة الأمريكية.
- قيمة الوديعة الابتدائية 1400 دولار مع هامش صيانة بـ 1000 دولار.
- أسعار الاغلاق المسجلة أيام 10/15 و 10/16 و 10/17 كانت 1.2510 و 1.2530 و 1.2515 على التوالي.

المطلوب:

- أ- أحسب حدي تقلب سعر الصرف (التموج الأقصى) يوم 16/10/2017.
- ب- أحسب الأرباح أو الخسائر التي حققها العقد يوم 15/10/2017 و 16/10/2017 و 17/10/2017.
- ج- متى تطلب غرفة المقاصة من العميل إعادة تشكيل وديعته الابتدائية.

الحل:

أ- السؤال "أ" مرتبط بالعنصر الخاص بآلية الهوامش والتموج الأقصى. ما دام أننا في سوق أمريكي وليس أوروبي فإننا سنهتم بهامش الصيانة الذي يجب أن يغطي الخسائر القصوى ليومين متتاليين هذا يعني أنه لو كان السوق المعني هو أوروبي لكان التعامل يكون مع الوديعة الابتدائية. بصيغة الأرقام لدينا:

- الخسائر القصوى ليومين متتاليين = هامش الصيانة.

= 1000 دولار

هذا يعني أن الخسارة القصوى المسموح بها في اليوم الواحد هو 500 دولار.

السؤال الذي يطرح متى تحقق هذه الخسارة؟ أو ما هو التغير في سعر الصرف الذي يؤدي إلى هذه الخسارة؟ لدينا:

التموج الأدنى..... يقابله..... أدنى خسارة

التموج الأقصى يقابله..... أقصى خسارة

إذا رمزنا للتموج الأقصى بـ "س" نجد:

0.0001..... يقابله 12.5 دولار

س يقابله..... 500 دولار

$$0.004 = 12.5 / (500 * 0.0001) = \text{اذن س}$$

أي أن: س = 40 نقطة

على أساس ذلك فإن حساب حدي تقلب سعر الصرف سيعتمد على التمرج الأقصى المسموح به 40 نقطة في هذه الحالة.

- الحد الأدنى لتمرج سعر الصرف في ن = سعر صرف الاغلاق ل ن-1 - التمرج الأقصى

$$1.2470 = 0.004 - 1.2510 = 2017/10/16 \text{ الحد الأدنى لتمرج سعر الصرف في}$$

- الحد الأقصى لتمرج سعر الصرف في ن = سعر صرف الاغلاق ل ن-1 + التمرج الأقصى

$$1.2550 = 0.004 + 1.2510 = 2017/10/16 \text{ الحد الأقصى لتمرج سعر الصرف في}$$

- اذن حدي تقلب سعر الصرف يوم 2017-10-16 هو (1.2550/1.2470). هذا يعني أن سعر الصرف مسموح له بالتقلب ضمن الحدين السابقين صعودا وهبوطا، وفي حالة وصوله إلى أحد هذين الحدين توقف التداول في السوق ذلك اليوم واعتبر ذلك السعر سعر الاغلاق.

ب- حساب الأرباح أو الخسائر المحققة خلال التداول:

- حساب الأرباح أو الخسائر يوم 2017/10/15: لحساب الأرباح أو الخسائر المحققة نتيجة للتقييم اليومي للعقد لدينا طريقتين:

الطريقة الأولى: تعتمد هذه الطريقة على المقارنة بين قيمة العقد الجديدة (القيمة الجديدة) مع آخر قيمة تم تقييدها من قبل غرفة المقاصة القيمة السابقة. فيما يخص القيمة السابقة فهي في الغالب تكون قيمة العقد في اليوم السابق وتحسب على أساس سعر الاغلاق، أو (استثناء) تكون قيمة العقد عند الشراء أو البيع (أول يوم تداول للعقد) وتحسب على أساس سعر الشراء أو البيع.

حساب القيمة السابقة: بالنسبة لهذه الحالة القيمة السابقة هي قيمته يوم الشراء والتي تقدر بـ:

$$\text{قيمة العقد} * \text{سعر الشراء}$$

$$125\ 000 \text{ EUR} * 1.2505 = 156\ 312.5 \text{ USD}$$

المبلغ 156 312.5 هو قيمة العقد (125 000 يورو) بالدولار عند شراؤه.

حساب القيمة الجديدة للعقد: تعني تحيين قيمة العقد بحسب سعر الاغلاق المسجل، بالنسبة للحالة المعالجة نجد أن سعر الاغلاق يوم 10/15 هو 1.2510 وبالتالي سيتم حساب القيمة الجديدة كالتالي:

$$\text{قيمة العقد} * \text{سعر الاغلاق}$$

$$125\ 0000 \text{ EUR} * 1.2510 = 156\ 375 \text{ USD}$$

156 375 دولار تعبر عن القيمة الجديدة للعقد.

المقارنة بين قيمة العقد القديمة والجديدة: من خلال الحسابات السابقة وجدنا أن قيمة العقد قد ارتفعت عند الاغلاق بقيمة 62.5 دولار.

$$156\ 375 - 156\ 312.5 = 62.5 \text{ USD}$$

وما دام أن هذه العقود عادة يتم حلها بالقيام بالعملية العكسية، أي عقد الشراء يتم حله بعقد بيع وعقد البيع يتم حله بعقد شراء فهذا يعني أن ارتفاع قيمة العقد ستجعل المشتري يسجل أرباح والبائع يسجل خسائر والعكس عند انخفاض قيمة العقد. بالنسبة للعقد محل البحث نجد أن المشتري في هذه الحالة قد حقق ربح يقدر بـ 62.5 دولار، (مشتري العقد اشترى بـ 156312.5 دولار ويمكن أن يبيع بـ 156375 دولار).

الطريقة الثانية:

تعتمد هذه الطريقة على حساب التغير الحاصل بين سعر الاغلاق وآخر سعر تم على أساسه تقييم العقد من قبل غرفة المقاصة وحساب الأرباح أو الخسائر بالأخذ بعين الاعتبار أدنى ربح أو خسارة يمكن ان تحقق في العقد.

حساب التغير في سعر الصرف:

$$\text{التغير} = \text{سعر الاغلاق} - \text{سعر الشراء}$$

$$1.2505 - 1.2510 = 0.0005$$

أي أن سعر الصرف ارتفع بـ 5 نقط

حساب الربح أو الخسارة: مادام أن سعر الصرف ارتفع فان العقد حقق ربح ويمكن حسابه بالطريقة التالية:

عدد النقط التي تغير بها سعر الصرف * قيمة التغير الأدنى

$$5 * 12.5 \text{ دولار} = 62.5 \text{ دولار}$$

هذا يعني أن مشتري العقد حقق ربح يقدر بـ 62.5 دولار.

- حساب الأرباح أو الخسائر يوم 2017/10/16: سعر الصرف ارتفع وأصبح 1.2530 وهو ما يعني أن المشتري حقق ربح.

حساب الأرباح المحققة = التغير في سعر الصرف * قيمة التغير الأدنى

$$\text{التغير في سعر الصرف} = \text{سعر الاغلاق ن} - \text{سعر الاغلاق ن-1}$$

$$1.2510 - 1.2530 =$$

$$0.0020 =$$

أي 20 نقطة.

ملاحظة: يجب الانتباه الى أننا استخدمنا سعر الاغلاق السابق

$$\text{الأرباح} = 20 \text{ نقطة} * 12.5$$

$$= 250 \text{ دولار}$$

- حساب الأرباح أو الخسائر يوم 2017/10/17: سعر الصرف انخفض وأصبح 1.2515 وهو ما يعني أن المشتري حقق خسارة.

حساب الخسائر/الأرباح المحققة = التغير في سعر الصرف * قيمة التغير الأجنبي

التغير في سعر الصرف = سعر الاغلاق ن - سعر الاغلاق ن-1

1.2530 - 1.2515 =

0.0015 =

أي انخفاض ب 15 نقطة

الخسائر = 15 نقطة * 12.5 =

= 187.5 دولار

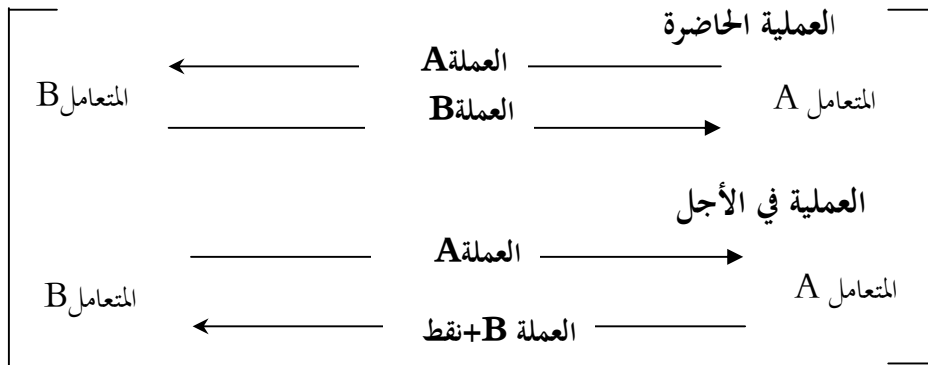
ج- تطلب غرفة المقاصة من العميل إعادة تشكيل الوديعة الابتدائية متى وجدت أن المبلغ المتبقى في الوديعة لا يغطي خسائر يومين متتاليين.

ثالثا- عقود مبادلة النقود: تنقسم عقود مبادلة النقود إلى عقود مبادلة الصرف وعقود مبادلة العملة الأجنبية.

1- عقود مبادلة الصرف: ترتبط عقود مبادلة الصرف بتبادل عملتين بسعر معلوم لأجل معين لا يتعدى السنة.

أ- تعريف: يمكن تعريف عقود مبادلة الصرف على أنها صفقة مالية يتعهد من خلالها الطرفين على تبادل عملات أجنبية اليوم (مثلا فرنك فرنسي مقابل دولار) بسعر الصرف الحاضر، وتبادل نفس العملات، عملية عكسية (دولار مقابل فرنك فرنسي) في أجل الاستحقاق ثلاثة أشهر، سنة، بسعر الصرف الآجل، أو بسعر صرف آخر متفق عليه مسبقاً¹. نقصد بالطرفين في هذا التعريف، مؤسستين أو بنكين أو مؤسسة وبنك. من هذا التعريف، نستخلص أن عملية المبادلة تتم من خلال إنجاز عمليتين في سوق الصرف، الأولى حاضرة والثانية آجلة، ويشترط فيهما تساوي مبلغتي العملتين، والتي تقيم على أساس سعر الصرف الحاضر²، أو بسعر قريب جدا منه³. أما العملية الثانية والتي تتم في تاريخ لاحق فسوف يستخدم فيها سعر الصرف الآجل كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم 2-01: عقد تبادل الصرف



¹Patrice Fontaine : "gestion du risque de change", Edition Economica, France, 1996, p60.

²G.Dagonet et M.Louvet: "Gestion de la Trésorerie en Devise", Edition Clet, France, 1981, p64.

³Nicolas Wapler, op.cit, p30.

ويؤخذ بعين الاعتبار عند حساب النقط معدلات الفائدة للعملة محل التبادل كما هو الحال بالنسبة لسوق الصرف الآجل.

ب- أنواع عقود مبادلة الصرف: على العموم نميز بين:

- عقد مبادلة مقرض للعملة الأجنبية: وهي توافق بيع العملة الأجنبية في السوق الحاضر وشراءها الآجل.

- عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية: وهي توافق عملية شراء العملة الأجنبية في السوق الحاضر وبيعها الآجل.

ج- طريقة التسعير: يتم تسعير عقود مبادلة الصرف على الشكل التالي:

الجدول رقم 2-02: تسعير عقد تبادل الصرف

سعر الصرف الحاضر	التعيين	30 يوم	90 يوم	180 يوم
5.0000/40	تسعيرة عقد مبادلة الصرف	15/20	20/30	30/45
5.0000/40	التسعيرة المباشرة	5.0015/60	5.0020/70	5.0030/85

Sources : Patrice Fontaine : "Gestion du risque de change", Edition Economica, France, 1996, p64.

الجدول يلخص طرق التسعير المستخدمة في عقود مبادلة العملة الأجنبية، الطريقة الأولى تعتمد على الإعلان المباشر عن سعر الصرف الآجل الذي يكون أساس انجاز العملية في الآجل. فمن خلال العمود الموافق لآجل 30 يوم، نلاحظ أن البنك يعلن مباشرة عن سعر الشراء 5.0015 وسعر البيع 5.0060. وما دام أننا نتكلم عن عقد مبادلة الصرف، فإن هذه التسعيرة تعني أن العملية الحاضرة سوف تكون على أساس سعر الصرف الحاضر 5.0000/40 والعملية الآجلة على أساس سعر الصرف الآجل 5.0015/60.

الطريقة الثانية: تكتفي بإعطاء نقط عقد المبادلة التي يجب أن تضاف أو تخصم من سعر الصرف الحاضر للحصول على سعر الصرف الآجل الذي تنجز على أساسه العملية في الآجل، ووفقاً لهذه الطريقة فإن النقط يعلن عنها بالشكل التالي:

النقط لمدة معينة = x-y

حيث أن العدد على اليسار يتوافق مع عقد تبادل الصرف مقترض للعملة الأجنبية والرقم الموجود على

اليمين عقد تبادل الصرف مقترض للعملة الأجنبية، وتستخدم الصيغة التالية في حساب النقط:

تعتبر النقط في عقد مبادلة الصرف مقترض للعملة الأجنبية دالة في الفرق بين معدل الفائدة لإقراض

العملة الأجنبية في سوق الودائع ومعدل الفائدة لاقتراض العملة المحلية في السوق النقدية المحلية، على أساس أنه

من الممكن اعتبار أن البنك الذي ينجز عقد مبادلة الصرف مقرض للعملة الأجنبية، على أنه اقترض العملة المحلية وأقرض العملة الأجنبية، والعكس بالنسبة لعقد مبادلة الصرف مقترض للعملة الأجنبية، فهنا النقط تكون دالة للفرق بين معدل الفائدة لاقتراض العملة الأجنبية، ومعدل الفائدة لإقراض العملة المحلية.

وعلى أساس انعدام خطر الجهة المقابلة في عقود المبادلة، نجد ان معدلات الفائدة المستخدمة في الحالات التطبيقية تكون أفضل بمقدار 1/16 عن تلك المستخدمة في السوق النقدي.

عند قراءة نقط عقد المبادلة يمكن مصادفة حالتين، الأولى تكون فيها النقط متزايدة من اليسار إلى اليمين أي أن $y > x$ وفي هذه الحالة تعبر هذه النقط عن علاوة التقديم Points de report والتي تضاف إلى سعر الصرف الحاضر للحصول على سعر الصرف الآجل. الحالة الثانية تكون فيها النقط متناقصة من اليسار إلى اليمين وتسمى نقط خصم التأخير وتحذف من سعر الصرف الحاضر للحصول على سعر الصرف الآجل.

-مثال 06: إذا كانت لديك المعطيات التالية:

سعر الصرف الحاضر

$$\text{USD/EUR}=1,5430-90$$

معدل الفائدة على الدولار واليورو

$$\text{USD 6 MOIS}=5,5-5.8$$

$$\text{EUR 6 MOIS}=4,2-4.6$$

المبلغ المراد مبادلته بين العميلين الأمريكي والأوروبي لستة أشهر هو 2,5 مليون دولار

المطلوب: في حالة أن اليورو هو العملة المحلية:

- حدد نقط عقد المبادلة وسعر الصرف الذي تتم به العملية في الأجل في حالة عقد تبادل مقترض (آخذ) للعملة الأجنبية.

- بين الطريقة التي سوف تتم بها عملية المبادلة.

- اعد الإجابة عن السؤالين السابقين في حالة عقد تبادل مقرض (معط) للعملة الأجنبية.

الحل:

- حالة عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية:

* حساب نقط عقد المبادلة: سبق وأن قلنا أن طريقة حساب النقط في حالة البيع الآجل هي نفسها المستخدمة في حساب نقط عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية.

أي أن النقط في هذه الحالة تساوي:

أي:

نقط عقد مبادلة مقترض للنقد الأجنبي هي 68 نقطة.

* حساب سعر الصرف الآجل: سعر الصرف الذي تتم به العملية في الآجل هو 1.5422.

السعر الآجل = سعر البيع +/- النقط

$$0.0068 - 1.5490 =$$

$$1.5422 =$$

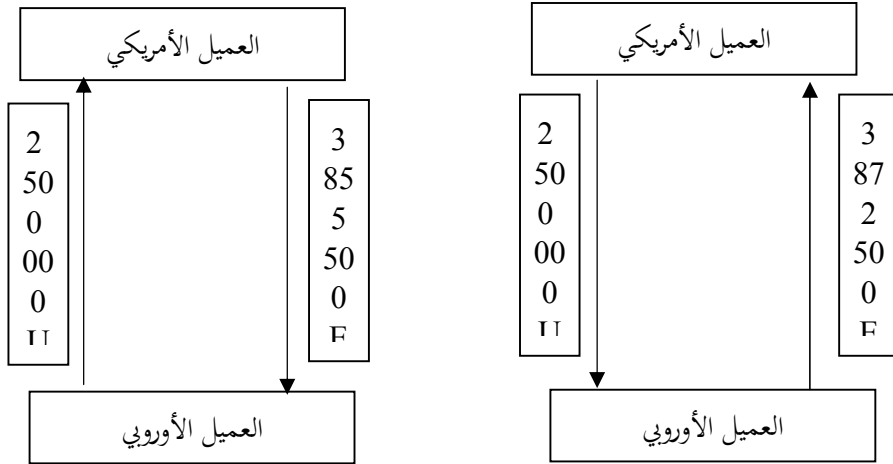
* الطريقة التي تتم بها عملية المبادلة بين العميلين الأوروبي والأمريكي: العملية تتم على مرحلتين، الأولى في الوقت الحاضر والأخرى في الآجل:

بالنسبة للعملية الحاضرة فتستخدم سعر البيع الحاضر 1.5490 وفي الاجل نستخدم السعر الذي تم حسابه 1.5422. وعلى أساس ذلك فان العميل الأمريكي سيعطي في العملية الحاضرة العميل الأوروبي مبلغ 2 500 000 دولار ويتحصل على 3 872 500 أورو. بعد ستة اشهر تتم عملية عكسية بحيث أن العميل الأمريكي يرجع مبلغ 3 855 500 أورو ويتحصل على 2 500 000 دولار.

الشكل رقم 2-02: طريقة المبادلة في عقد مقترض للعملة الأجنبية

المرحلة الآجلة T_6

المرحلة الحاضرة T_0



- حالة عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية:

* حساب نقط عقد المبادلة:

أي أن النقط في هذه الحالة تساوي:

أي:

نقط عقد مبادلة مقرض للنقد الأجنبي هي 120 نقطة.

* حساب سعر الصرف الآجل: سعر الصرف الذي تتم به العملية في الآجل هو 1.5422:

السعر الآجل = سعر البيع +/- النقط

$$0.0120 - 1.5430 =$$

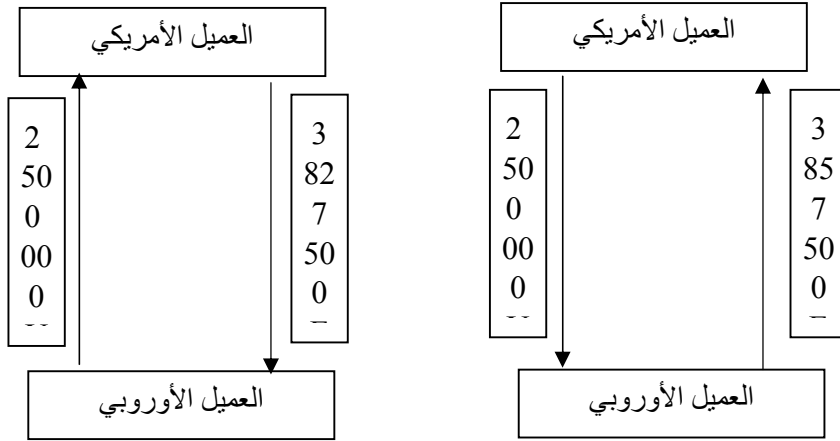
$$1.531 =$$

* الطريقة التي تتم بها عملية المبادلة بين العميلين الأوروبي والأمريكي: العملية تتم على مرحلتين، الأولى في الوقت الحاضر والأخرى في الآجل، بالنسبة للعملية الحاضرة فتستخدم سعر الشراء الحاضر 1.5430 وفي الآجل نستخدم السعر الذي تم حسابه 1.5431.

الشكل رقم 2-03: طريقة المبادلة في عقد مقرض للعملة الأجنبية

المرحلة الآجلة T_6

المرحلة الحاضرة T_0



وعلى أساس ذلك فإن العميل الأمريكي سيعطي في العملية الحاضرة العميل الأوروبي مبلغ 2 500 000 دولار ويتحصل على 3 857 500 أورو. بعد ستة أشهر تتم عملية عكسية بحيث أن العميل الأمريكي يرجع مبلغ 3 827 500 أورو ويتحصل على 2 500 000 دولار.

1-2 عقود مبادلة العملة الأجنبية: من خلال عقد مبادلة العملة الأجنبية، يتفق الطرفان على مبادلة قرضين بعملتين مختلفتين، بحيث يتم تبادل مبلغ القرضين في المرحلة الأولى، ثم تبادل الفوائد والأقساط كلما حل أجل الاستحقاق¹. وقد يأخذ عقد مبادلة العملة الأجنبية ثلاثة أشكال²:

- الشكل الأول: يتمثل في مبادلة قرضين بمعدلات فائدة ثابتة وعمليتين مختلفتين، ويسمى عقد المبادلة في هذه الحالة عقد مبادلة ثابت بثابت.

¹Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah ,op.cit, p225.

²Yves Simon et autres, op.cit, p32.

- **الشكل الثاني:** يتمثل في مبادلة قرضين بمعدلات فائدة عائمة وبعمليتين مختلفتين، ويسمى عقد المبادلة في هذه الحالة مبادلة الأساس basis swap.

- **الشكل الثالث:** يظهر في شكل مبادلة قرضين بعمليتين مختلفتين، أحدهما يكون بمعدل فائدة ثابت والآخر بمعدل فائدة عائم.

- **مثال 07:** لفهم آلية تنفيذ عقد مبادلات العملة الأجنبية والهدف منها، نعطي مثال عن شركة فرنسية XYZ قامت بإصدار سندات بالدولار في سوق السندات الدولية وهي بحاجة إلى اليورو، في نفس الوقت هناك شركة هولندية ABC قامت بإصدار سندات باليورو وهي في حاجة إلى الدولار لتمويل مشاريعها في الولايات المتحدة الأمريكية. لتلبية حاجات المؤسستين نجد أن السبيل الوحيد هو قيامهما بعقد مبادلة العملة الأجنبية. ومن أجل ذلك، فعلى الشركة الفرنسية أن تسلم الشركة الهولندية الدولار الذي اقترضته وتستلم منها اليورو، وعند حلول أجل استحقاق الفوائد تقوم الشركتين بتبادل الفوائد، وتكرر العملية السابقة حتى حلول أجل استحقاق السندات. فإن كان الإصدار لـ 10 سنوات سوف تتكرر هذه العملية 10 مرات، وعند حلول أجل استحقاق السندات تنتهي عملية عقد المبادلة بالقيام بعكس العملية التي تمت في البداية.

ويتم عقد مبادلة العملة الأجنبية عبر ثلاثة مراحل، يتم في المرحلة الأولى مبادلة رأس المال على أساس سعر الصرف الحاضر وفي المرحلة الثانية يتم مبادلة الفوائد على أساس سعر صرف يتم الاتفاق عليه في البداية، وفي المرحلة الأخيرة يقوم الطرفين بتبادل رأس المال على أساس سعر صرف محدد مسبقاً¹.

وتقوم المؤسسات بإيجاز عقود مبادلات العملة الأجنبية لهدفين رئيسيين، الأول يتمثل في الحصول على تمويل بعملة تكون في الغالب غير متوفرة بالتقنيات التقليدية، بسبب تشريعات معينة أو لتقليل تكاليف الاقتراض (بسبب التنقيط)، والثاني لإدارة خطر الصرف في المدى الطويل.

رابعاً- الخيارات: تنامت سوق الخيارات في العقود الأخيرة من القرن العشرين نتيجة للمخاطر المفرطة التي واجهت عموم المستثمرين في الأسواق الحاضرة بسبب الأزمات المالية، وانحياز العديد من الأسواق المالية الدولية منها والمحلية. ولقد فتحت هذه المنتجات للمستثمرين زاوية لمحاولة الانتفاع من التغيرات السعرية الملائمة من جانب، وحماية استثماراتهم من خلال تخفيض المخاطر من جانب آخر.

1- ماهية الخيارات: في هذه النقطة سنحاول التعريف بالخيارات تحديد أنواعها وخصائصها وإعطاء نبذة عن نشأتها.

1-1 تعريف الخيارات: الخيار لغة مشتق من كلمة اختيار، وهو طلب خير الأمرين، إما المضى فيه أو فسخه. واصطلاحاً، يعني الخيار عقد بين طرفين، مشتري الخيار وبائع الخيار، ويكون للطرف الأول الحق في شراء أو بيع

¹DovOgien : "Pratiques des marchés financiers", 3ème édition, Dunod, Paris, 2010, p291.

من الطرف الثاني كمية معينة من عملة بسعر معين وبتاريخ معين أو خلال فترة زمنية محددة حسب الاتفاق مقابل عمولة تسمى ثمن الخيار¹. وهو ما يعني أن الخيار هو:

أ- عقد بين طرفين: فالخيار عقد تتلاقى فيه جهتين (بسبب اختلاف نظرة كل طرف للتطورات المستقبلية لأسعار الأصل محل التداول في السوق الحاضر) أحدهما يكون مشتريا للحق والثاني بائعا له.

ب- يعطي حامله الحق: فحامل الخيار هو الذي يقرر التنفيذ من عدمه، ويعرف هذا الطرف بالمشتري وما على الطرف الثاني إلا التنفيذ.

ج- شراء أو بيع: وهذا دلالة على أن الخيار يتفرع إلى خيار شراء وخيار بيع.

د- أصل: ونقصد به الأساس الذي يشتق منه الخيار وقد يتمثل الأصل في السندات، الأسهم، المؤشرات، أسعار الفائدة، العملات، السلع، المعادن وهذا يعني أن الخيارات لم تترك أصل إلا وتناولته.

هـ- خلال مدة معينة أو تاريخ معين: ونقصد به المدة التي ينفذ ضمنها الخيار، ويؤخذ عادة بالمدة للتفريق بين الخيارات الأوروبية والأمريكية.

و- سعر محدد: بمعنى أن الاتفاق يجب أن يتضمن سعر، ولا يترك المجال مفتوحا أمام المشتري، فهذا الأخير بمقارنة السعر المتفق عليه مع السعر في السوق الحاضر يأخذ قراره بالتنفيذ أو عدمه، لهذا يدعى هذا السعر بسعر التنفيذ. ويأخذ سعر التنفيذ الحالات الثلاثة التالية:

الجدول رقم 2-03: حالات سعر التنفيذ مقارنة بسعر الصرف الحاضر

حالات سعر التنفيذ	سعر التنفيذ < سعر الصرف الحاضر	سعر التنفيذ = سعر الصرف الحاضر	سعر التنفيذ > سعر الصرف الحاضر
شراء خيار	داخل النقود in the money	على النقود at the money متعادلة a parité	خارج النقود out of the money
شراء CALL	خارج النقود out of the money	على النقود at the money متعادلة a parité	داخل النقود in the money
بيع PUT	داخل النقود in the money	على النقود at the money متعادلة a parité	خارج النقود out of the money

ز- العلاوة: وهي المبلغ الذي يقبضه البائع نظير منحه ذلك الامتياز للمشتري وهناك من يسمي العلاوة "سعر الخيار"، وتعتبر العلاوة غير قابلة للاسترداد بعد الاتفاق على المعاملة ما بين البائع والمشتري.

وفيما يلي جدول يلخص لنا حقوق المشتري والتزامات البائع:

¹نجيب سمير خريس: "المتاجرة في العملات، تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص118.

الجدول رقم 2-04: حقوق المشتري والتزامات البائع في عقود الخيارات

نوع الخيار الصفة	اختيار شراء CALL	اختيار بيع PUT
المشتري	حق شراء العملة الصعبة	حق بيع العملة الصعبة
البائع	الالتزام ببيع العملة الصعبة في حالة تنفيذ المشتري لحقه.	الالتزام بشراء العملة الصعبة في حالة تنفيذ البائع لحقه.

1-2-أنواع الخيارات: يمكن التمييز بين الأنواع التالية من الخيارات:

أ-خيارات الشراء وخيارات البيع: يعتبر الخيار من جهة مشتري الحق خيار شراء ومن جهة محرر العقد خيار بيع¹:

-خيارات الشراء: يعتبر خيار شراء كل خيار يمنح لحامله الحق في شراء أو بيع عملة معينة بسعر معين أو في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة مقابل دفع علاوة للبائع مقابل التزامه ببيع العملة محل العقد في حالة تنفيذ المشتري لحقه.

-خيارات البيع: يعتبر الخيار خيار بيع إذا كان موضوعه تمليك مشتريه حق بيع عملة معينة بسعر معين وكمية معينة وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة مقابل مكافأة تدفع للبائع الذي يلتزم بشراء الأصل في حالة تنفيذ المشتري لخياره².

ب-الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية: بالأخذ بعين الاعتبار موعد التنفيذ، تميز بين نوعين من الخيارات³:
-الخيارات الأوروبية: يكون العقد خيار أوروبيا إذا كان مالكة ليس له سلطة ممارسة حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه إلا في آخر يوم من مدة الاختيار، والذي اصطلح على تسميته بتاريخ التنفيذ.

-الخيارات الأمريكية: يكون عقد الخيار خيار أمريكيا إذا كان لمالكه الحق في ممارسة الحق من عدمه طيلة مدة الاختيار. ونستخلص مما سبق، إن جوهر الاختلاف بين الخيارات الأوروبية والأمريكية هو الوقت الذي يسمح فيه لمالك الخيار بممارسة حقه، بمعنى آخر، أن التمييز لا يستند إلى مكان تداول الخيار على اعتبار إن الخيار الأمريكي والأوروبي ليس يلزم منه حصر التعامل به في أمريكا وأوروبا وإنما التسمية تبعت مكان النشأة لا غير.

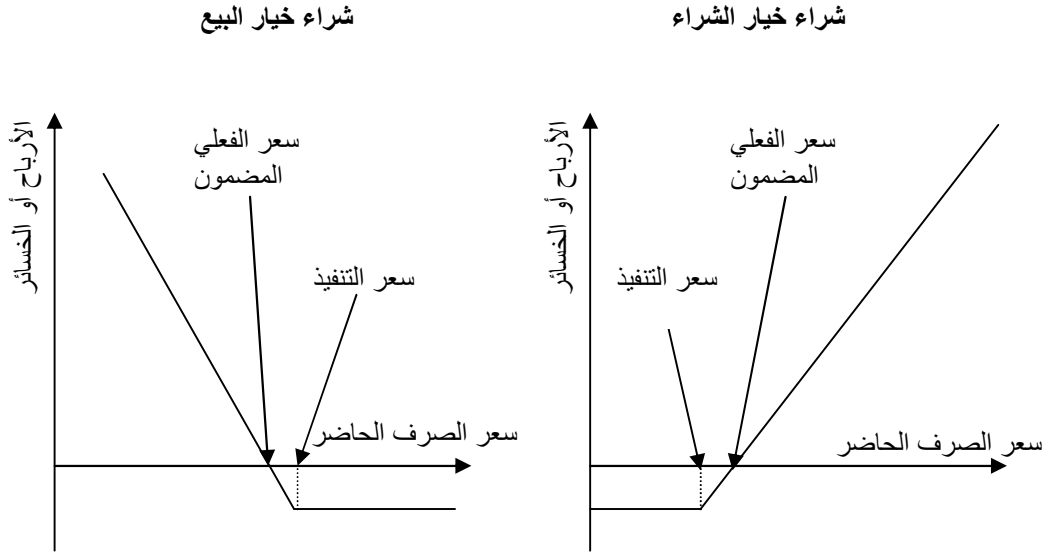
¹محمد صالح الحناوي وطارق الشهراوي: "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2012، ص259.

²شعبان محمد إسلام البراوري: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص226.

³حاكم الربيعي وآخرون: "المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلة"، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص201.

2- سعر الصرف الفعلي المضمون: يمكن تعريف هذا السعر بأنه ذلك السعر الذي يتم الحصول عليه بزيادة أو بخصم العلاوة من سعر التنفيذ، ولقد عبر عنه Marc Fiorentino بنقطة التوازن أو عتبة المردودية ويمكن تمثيله بيانيا كالتالي:

الشكل رقم 2-04: السعر الفعلي المضمون في خيار الشراء وخيار البيع



Source: Josette Peyrard : "gestion financière internationale" 5^{ème} édition Vuibert Paris 1999, p 127-128.

من الشكل يظهر أن سعر الصرف الفعلي المضمون يتم الحصول عليه من خلال خصم العلاوة من سعر التنفيذ في حالة شراء خيار الشراء وبعد إضافة العلاوة في شراء خيار البيع، ويمكن حساب هذا السعر بالصيغة التالية:

$$PM = PE * (1 \pm P)$$

حيث أن:

PM هي عتبة المردودية أو السعر الفعلي المضمون؛

PE سعر التنفيذ؛

P العلاوة.

3- مكان تداول الخيارات: يتم تداول الخيارات في السوقين المنظم والحر، إلا أن هذه المنتجات تكون أكثر تداولاً وسيولة في الأسواق الحرة منها في الأسواق المنظمة.

-مثال 08:

لنفترض أن المؤسسة X اشترت خيار شراء الدولار، سعر التنفيذ هو:

$$USD/EUR = 1.1$$

نسبة العلاوة مساوية لـ 5 بالألف من قيمة الصفقة ويمتد الخيار لـ 90 يوم .

المطلوب:

- حساب قيمة العلاوة إذا علمت أن المبلغ المزمع شراؤه هو 1 000 000 دولار.

- حساب السعر الفعلي المضمون CEG.

- حساب الأرباح والخسائر في حالة أن سعر الصرف المسجل في الأجل كان محصور بين 1.095 و 1.125.

- تمثيل النتائج في منحنى بياني مع توضيح منطقة الأرباح والخسائر بالنسبة للمشتري والبائع.

- الحل:

- حساب قيمة العلاوة:

قيمة العلاوة = نسبة العلاوة * المبلغ المراد شراؤه

$$5000 = 0.005 * 1000000 \text{ دولار}$$

- حساب السعر الفعلي المضمون: الصيغة التي تسمح بحساب السعر الفعلي المضمون هي:

$$PM = PE * (1 \pm P)$$

أي

$$PM = 1.1 * (1 + 0.005) \\ = 1.1055$$

- حساب الأرباح والخسائر:

يتم حساب الأرباح أو الخسائر بالشكل التالي:

- بالنسبة لحالة مشتري خيار شراء: يتم حساب كل من الخسارة والربح كالتالي:

- الخسارة = المبلغ المشتري بالعملة الأجنبية × (سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل - السعر الفعلي المضمون). على ألا تتعدى الخسائر قيمة العلاوة.

- على سبيل المثال، عند سعر صرف 1.1 فان مشتري خيار الشراء يحقق خسارة تقدر بـ 5000 دولار تتمثل في العلاوة التي قام بدفعها للبائع وهي تمثل أقصى خسارة يمكن أن يحققها عند شراؤه للخيار ولم ينفذه بسبب الأسعار غير الملائمة.

$$P = 1.000.000 * (1.1 - 1.1055) \\ = -5500 \text{ USD}$$

ملاحظة: 1- المشتري لا يخسر هذا المبلغ بل يخسر فقط العلاوة المقدرة بـ 5000 دولار، نفس القاعدة تنطبق كلما كان السعر أقل من السعر الفعلي المضمون والخسائر أكبر من العلاوة.

2- بالنسبة لحالة بائع خيار الشراء فان خسائره تكون غير محدودة ومقابلة لأرباح المشتري والأرباح محدودة في العلاوة التي تحصل عليها.

- الأرباح = المبلغ المشتري بالعملة الأجنبية × (سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل - السعر الفعلي المضمون). الأرباح المحققة نظريا غير محدودة.

على سبيل المثال، عند سعر صرف 1.12 نجد أن مشتري خيار الشراء يحقق ربح يعادل 14.500 دولار، ويتم الحصول على هذا المبلغ كالتالي:

$$P = 1.000.000 * (1.12 - 1.1055)$$

=14.500 USD

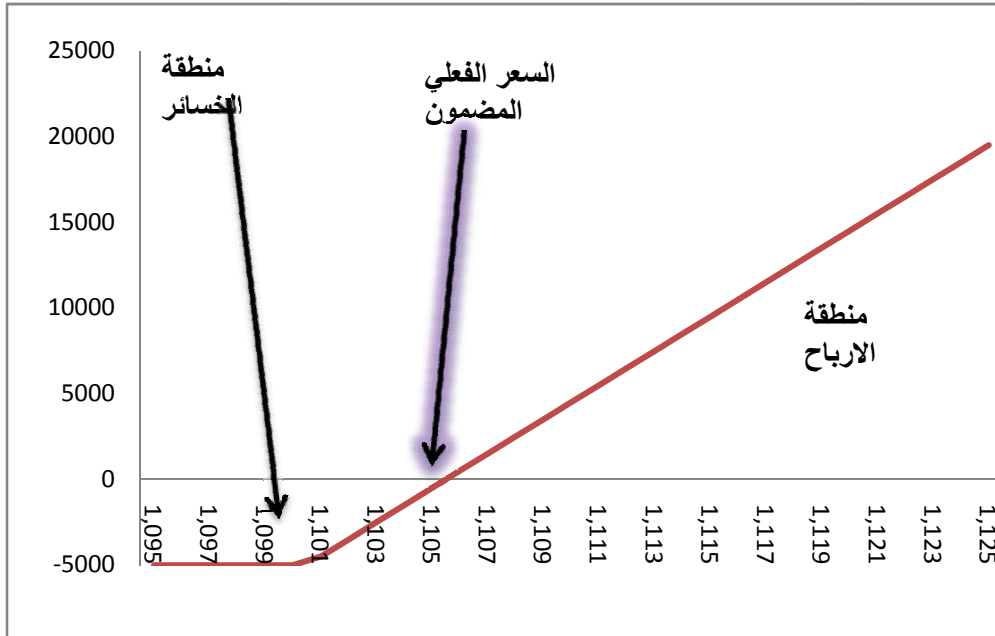
.ويمكن تلخيص الأرباح والخسائر التي حققها مشتري الخيار في بعض الأسعار في الجدول التالي:

الجدول رقم 05-2: جدول أرباح وخسائر مشتري الخيار

الأرباح/الخسائر	سعر الصرف المحتمل
5000-	1.095
5000-	1.1
500-	1.105
4500	1.11
9500	1.115
14500	1.12
19500	1.125

التمثيل البياني للخيار:

الجدول رقم 05-2: شراء خيار شراء



أسئلة، تمارين وحالات عملية

أولاً- الأسئلة:

- 1- ما هو الفرق بين الوديعة والعلاوة؟
- 2- ما هي الميزة التي تختص بها الخيارات عن غيرها من المنتجات المالية؟
- 3- ماذا يعني لك كون نقط عقد المبادلة متزايدة من اليسار إلى اليمين؟
- 4- كيف يتم تحديد أجل الاستحقاق في سوق المستقبلية، وماذا يحدث في هذا التاريخ؟
- 5- ماذا نقصد بالعبارات التالية: قيمة العقد، التموج الأدنى، التموج الأقصى، الوديعة.
- 6- كيف يتم الإعلان عن الأسعار في سوق IMM؟
- 7- ما المقصود بعملية إعادة تشكيل الوديعة الابتدائية متى تحدث وفي أي سوق؟

ثانياً: أجب بنعم أو لا

- العلاوة هي المبلغ الذي يدفعه مشتري خيار الشراء إلى مشتري خيار البيع.
- عندما تكون نقط عقد المبادلة متزايدة من اليمين إلى اليسار تعتبر علاوة تقدم ويتم إضافتها إلى سعر الصرف الحاضر.
- عندما يكون سعر التنفيذ أكبر من سعر الصرف الحاضر فإن العملية تتم خارج النقود
- عقد تبادل مقرض للعملة الأجنبية يتم بإعطاء العملة المحلية في T0 واستلامها في T3 مثلاً مع إضافة أو خصم نقط التبادل.
- في عقود المستقبلية يجب على المشتري والبائع أن يسلموا ويستلموا العملة الأجنبية في الأجل.
- مشتري خيار بيع اليورو له الحق وليس الالتزام في بيع اليورو مقابل الدولار.
- بائع خيار بيع اليورو ملزم على بيع اليورو مقابل الدولار ويتسلم علاوة مقابل ذلك
- إذا كان معدل الفائدة على العملة الوطنية أقل من معدل الفائدة على العملة الصعبة فإن نقط عقد التبادل تكون متناقصة من اليسار إلى اليمين
- أن تسعير عقد تبادل الصرف يكون بالشكل التالي النقط لمدة معينة $X - Y =$ فإذا كانت النقط متزايدة من اليسار إلى اليمين اعتبرت علاوة وأضيفت إلى سعر الصرف الآجل للحصول على سعر الصرف الحاضر الذي يتم على أساسه تنفيذ العملية الثانية
- سعر التنفيذ $prix d'exercice$ وهو السعر الذي يختاره مشتري خيار البيع مستنداً على سعر الصرف الحاضر ومعدلات الفائدة.

-العلاوة report تنشأ عندما يكون معدل الفائدة على العملة الصعبة أقل من معدل الفائدة على العملة الوطنية.

ثالثا- التمارين:

التمرين الأول: نفترض أن مدير مؤسسة جزائرية ALPHA يريد شراء الدولار بعد 3 أشهر، فتوجه الى بنك للاستعلام على الأسعار. إذا كنت تعمل في هذا البنك وكانت لديك المعلومات التالية:

$$\text{USD/DZD} = 118.5300-124.6450$$

-معدل الفائدة على الدينار الجزائري 6.5/7.4

-معدل الفائدة على الدولار 2.1/2.9

ما هو السعر الذي سوف تقدمه للمؤسسة ALPHA.

التمرين الثاني: لتكن لديك المعطيات التالية:

-خصائص العقد

العملة	الجنيه الاسترليني
السوق	IMM في الولايات المتحدة
حجم العقد	100.000 جنيه
التموج الأدنى	0,0001
قيمة الوديعة	1500 دولار منها 1200 دولار هامش صيانة

-معطيات إضافية

سعر الشراء 2018 هو:

$$\text{GBP/USD} = 1.4320$$

تاريخ الاستحقاق مارس 2018.

تاريخ الشراء 25 فيفري 2018.

إذا علمت أن قيمة الوديعة في 19 مارس 2010 عند الإغلاق كانت 1430 دولار وأن سعر الإغلاق يوم 19، 20 و 21 مارس كان 1.4335، 1.4342 و 1.4325.

mars 2018						
di	lu	ma	me	je	ve	sa
25	26	27	28	1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31
1	2	3	4	5	6	7

المطلوب: اجب عن الأسئلة التالية:

1- عن أي سوق نحن نتحدث؟

2- حدد التموج الأقصى؟

3- هل العقد حقق ربح أم خسارة أيام 20 و 21 مارس 2010 مع التعليل؟

التمرين الثالث: نفترض عقد خيار بيع الجنيه الإسترليني بالخصائص التالية:

- سعر التنفيذ:

$$\text{GBP/USD} = 0,18508$$

العلاوة مساوية لـ 1 بالألف من قيمة الصفقة ويمتد الخيار لـ 90 يوم.

المطلوب:

1- حساب قيمة العلاوة إذا علمت ان المبلغ المزمع شراؤه هو 1 000 000 دولار.

2- حساب السعر الفعلي المضمون CEG.

3- حساب الأرباح والخسائر بالنسبة للمشتري والبائع في أسعار الصرف الافتراضية التالية:

0,18455	0,18461	0,18467	0,18473	0,18479	0,18485	0,18491
0,18497	0,18503	0,18509	0,18515	0,18521	0,18527	0,18533

4- تمثيل الخيار بيانيا.

التمرين الرابع: لنفترض أن المؤسسة X باعت 3 عقود فرنك سويسري من سوق IMM بتاريخ

2017/04/15 لأجل جوان 2017 بسعر:

$$\text{USD/CHF} = 0,9540$$

إذا علمت:

- أن حجم العقد هو 125.000 فرنك سويسري.

- قيمة التموج الأدنى كل تغير ب 0,0001 يساوي 12,5 دولار.

- قيمة الوديعة الابتدائية هي 1.400 دولار مع هامش محافظة ب 800 دولار.

المطلوب:

1- حساب قيمة التموج الأقصى إذا علمت أن المبلغ المحدد من المفروض أن يغطي خسائر يومين متتاليين؛

2- حساب الأرباح والخسائر إذا علمت أن أسعار الصرف يوم بيع العقد والأيام الثلاثة اللاحقة كانت كالتالي:

الأيام	04/15	04/16	04/17	04/18
سعر الصرف المسجل	0,9555	0,9560	0,9550	0,9547
الخسائر أو الأرباح				
قيمة الوديعة				

التمرين الخامس: إذا كانت لدينا المعلومات التالية و كنت مقيم في بريطانيا :

- سعر الصرف الحاضر

$$\text{USD/GBP} = 0.5340/90$$

- معدل الفائدة على USD في السوق التقدي الدولي 9.5/8.1.

- معدل الفائدة على GBP في السوق النقدي المحلي 7.8/7.2.

المطلوب:

أحسب خصم التأجيل أو علاوة التقديم في حالة البيع والشراء مع الشرح.
 أحسب سعر البيع الآجل مع تبين المراحل التي يتبعها البنك.
تمرين السادس: لنفترض أن الشخص X قام ببيع خيار شراء اليورو، سعر التنفيذ هو
 $EUR/USD = 0,18508$
 العلاوة مساوية لـ 2 بالألف من قيمة الصفقة ويمتد الخيار لـ 90 يوم.

المطلوب:

1- حساب قيمة العلاوة إذا علمت أن حجم العملية هو 100.000 يورو.
 2- حساب الأرباح أو الخسائر في أسعار الصرف الافتراضية التالية:

0,18485

0.18527

0.18533

3- مثل بيانيا الخيار

التمرين السابع: إذا كانت لديك المعلومات التالية:

سعر الصرف الحاضر بين الدولار والدينار الجزائري:

$$USD/DZD = 125.3520 - 131.2600$$

معدل الفائدة على الدينار الجزائري 3.50 – 4.50

معدل الفائدة على الدولار 5.20 – 6.00

المطلوب:

1- أكمل الجدول.

2- بافتراض أن مؤسسة جزائرية أبرمت عقد مبادلة مقرض للعملة الأجنبية بمبلغ 500.000 دولار مع مؤسسة أمريكية، وضح كيف سوف تتم عملية المبادلة.

تسعير عقد تبادل الصرف

سعر الصرف الحاضر	التعيين	30 يوم	90 يوم	180 يوم
	تسعيرة عقد مبادلة الصرف			
	التسعيرة المباشرة			

الأهداف التعليمية

الهدف العام:

- التعرف على مفهوم خطر الصرف.

الأهداف الفرعية:

- التعرف على مفهوم خطر الصرف.
- تحديد مصادر خطر الصرف وأنواعه المختلفة.
- التمرن على التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي واثبات فروقات أسعار الصرف.
- تحديد مفهوم إدارة خطر الصرف.
- التعرف على أهداف إدارة خطر الصرف وخطواتها.

محتوى الفصل

أولاً-تعريف خطر الصرف وظروف نشأته

1. تعريف خطر الصرف
2. ظروف نشأة خطر الصرف

ثانياً-أنواع خطر الصرف

1. خطر صرف الصنفقة
2. خطر صرف التحويل
3. خطر الصرف الاقتصادي

ثالثاً-التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي وفروقات أسعار الصرف

5. التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي
6. التقييد المحاسبي لأثر تقلبات أسعار الصرف عند تسديد أو استلام أثمان الصفقات

رابعاً-أثر خطر الصرف

6. أثر خطر الصرف على المؤسسات
7. أثر خطر الصرف على البنوك

خامساً-ماهية إدارة خطر الصرف

- 1.تعريف إدارة خطر الصرف
- 2.مراحل إدارة خطر الصرف
- 3.أهداف إدارة خطر الصرف

أسئلة، تمارين وحالات عملية

إن التغيرات البيئية السريعة والمستمرة اقتصاديا، تكنولوجيا، اجتماعيا وحضاريا تجعل المخاطرة قدرا تواجهه كافة المؤسسات والأنشطة والفعاليات الاقتصادية حول العالم كما أن محاولة اقتناص الفرص التي توفرها البيئة الخارجية للمؤسسة تتضمن بالتأكيد نسبة مخاطرة، سواء كانت تلك المحاولات في شكل إنتاج سلعة أو خدمة جديدة أو الدخول في سوق جديد، التوسع بالسوق الحالي، أو تنويع السلع والخدمات المقدمة أو التعامل مع الأسواق الدولية تجاريا وماليا. ويندرج خطر الصرف ضمن ما يعرف بالمخاطر المالية ومخاطر السوق، فهو من جهة خطر منتظم تتعرض له كل المؤسسات في السوق بغض النظر عن طبيعة النشاط الذي تمارسه، أو حجمها أو هيكلها التمويلي، ومن جهة أخرى هو خطر مالي لأنه يرتبط بإدارة حقوق والتزامات المؤسسة وينتج عنه عدم القدرة على الوفاء بالتزامات اتجاه الغير أو حدوث خلل في هيكلها التمويلي، كما أنه يعتبر من المخاطر الديناميكية القابلة للقياس.

أولا-تعريف خطر الصرف وظروف نشأته: ينشأ خطر الصرف بمجرد قيام المؤسسة بمعاملات بعملة أجنبية، وهو كغيره من المخاطر يتميز بمجموعة من الخصائص التي سنحاول توضيحها إضافة إلى تبيين العمليات التي تخلق وضعيات صرف بالنسبة للمؤسسة.

1-تعريف خطر الصرف: أعطي لخطر الصرف العديد من التعريفات من بينها:

-التعريف الأول: هو "التأثير المالي للتغيرات النقدية على صفقة أو الوضعية الإجمالية للمؤسسة ونتائجها.¹ ما يؤخذ على هذا التعريف، عدم دقته في تحديد طبيعة التغيرات النقدية، إلى جانب تركيزه على الآثار دون التطرق للعمليات التي تجعل المؤسسة معرضة لهذا الخطر.

-التعريف الثاني: خطر الصرف هو ذلك الخطر المرتبط بالعمليات التي تنجز بالعملة الأجنبية نتيجة لتغير قيمة العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية: زيادة قيمة الديون أو انخفاض قيمة الأصول أو المستحقات، فخطر الصرف ينتج عنه في نهاية العملية خسارة أو ربح صرف، يمكن التعبير عنهما بالعلاقة التالية²:

حيث أن:

G و P هي الأرباح أو الخسائر؛

A و D الأصول والخصوم على التوالي؛

CCT_0 قيمة الوحدة النقدية الخارجية يوم التوقيع على العقد؛

CCT_n قيمة الوحدة النقدية الخارجية عند التسوية أو الجرد.

¹Bernard Marois et Olivier L.Seigneur : "Risque de change et trésorerie internationales", 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 1982, p57.

²Paul Grand Jean : "Change et Gestion du Risque de Change", édition Chihab,Alger, 1995, p32.

-**التعريف الرابع:** هو ذلك الخطر الناجم عن التحركات العكسية لأسعار الصرف، والتي من شأنها أن تقلل الدخل المرتقب أو ترفع النفقات المتوقعة لأية شركة تقوم بشراء العملة الأجنبية أو بيعها أو اقتراضها أو إقراضها، ويتوقف تعرض المؤسسات لمخاطر العملة على حجم الدخل الوارد لها ونفقاتها وحجم الاقتراض والإقراض لكل عملة¹.

من التعاريف السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- خطر الصرف هو خطر منتظم ينتج عن تغير أسعار صرف العملات الأجنبية في سوق الصرف؛
- يظهر خطر الصرف في كل العمليات التي تنجزها المؤسسة مع الخارج سواء كانت في صورة معاملات مالية أو تجارية أو استثمارية؛
- تتضمن الاستثمارات الأجنبية كل من الاستثمارات الأجنبية مباشرة أو الاستثمار في المحفظة المالية؛
- يحدث خطر الصرف عندما يتغير سعر الصرف بين فترة التوقيع على العقد التجاري أو المالي أو خلق الاستثمار وفترة التسوية المالية للعملية أو الجرد؛
- أثر خطر الصرف على المؤسسة يكون في ثلاث صور رئيسية، الصورة الأولى تحقيق أرباح أو خسائر صرف في العمليات المبرمة مع الخارج، الثانية انخفاض أو زيادة مردودية المؤسسة والثالثة انخفاض أو ارتفاع قيمة المؤسسة؛

- حدة خطر الصرف تزيد وتنقص بزيادة ونقصان التغيرات في أسعار الصرف والمبالغ المعرضة للخطر.

2-ظروف نشأة خطر الصرف: كما هو معلوم فإن خطر الصرف، كنوع من المخاطر النظامية موجود في كل مكان وزمان، ويرتبط بالتغيرات التي تحدث في سوق الصرف، غير أن المتعاملين الاقتصاديين لا يتعرضون له إلا إذا كانت مجوزتهم وضعيات أو مراكز صرف مفتوحة، ويصبح بالتالي أي تغير في سعر صرف العملة المحلية يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية. على أساس ذلك، يمكن الجزم بأن خطر الصرف لا يظهر إلا بعد التعامل بالعملة الأجنبية وتأجيل التسوية، مع تطبيق السلطات لنظام صرف يسمح بتغير سعر الصرف.

1-2-التعامل بالعملة الأجنبية: لقد سبق وأن بينا في التعريفات السابقة أن خطر الصرف ينشأ نتيجة تغير سعر الصرف ويؤثر على كل العمليات التي تتم مع الخارج بعملة تختلف عن العملة المرجعية لحسابات المؤسسة². لا يمكن اعتبار المؤسسة الألمانية معرضة لخطر الصرف إذا فوترت مبيعاتها باليورو، وتكون كذلك إذا اختارت عملة أخرى. فاليورو بالنسبة للمؤسسة الألمانية، يعتبر العملة المرجعية أو الوظيفية المستخدمة في مسك حسابات المؤسسة، لهذا فهي لا تختلف في أثارها عن أي معاملة تجارية محلية (تتم داخل ألمانيا).

¹براين كويل: "أسواق العملات الأجنبية"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2005، ص09.

²Cyrille Mandou: "Procédures de choix d'investissement: Principes et applications", De Boeck Supérieur, 2009, p125.

ان استخدام عبارة عملة مرجعية أو وظيفية بدل عملة وطنية، راجع إلى أن بعض المؤسسات (والتي تكون في الغالب فروع لشركات متعددة الجنسيات) تستخدم في مسك حساباتها العملة المحلية للبلد الذي تقيم فيه، وعليه فإن هذه العملة لا تعتبر عملة وطنية بالنسبة لهم، وإنما عملة مرجعية. فعلى سبيل التوضيح نجد أن شركة أوراسكوم تيليكوم تمسك حساباتها بـ"الدينار الجزائري" وهو ليس بعملتها الوطنية.

2-2-التعامل بالأجل: حتى تكون المؤسسة معرضة لخطر الصرف يجب أن يكون هناك فرق زمني ما بين التوقيع على المعاملة التجارية أو الاتفاق على بنودها وشروطها، وبين التسوية النقدية لها حتى يتحقق وينشأ خطر الصرف. فالفرق سابق الذكر، يعتبر ركنا أساسيا وشروطا ضروريا لنشأة خطر الصرف. ويبقى تحديد تاريخ نشأة الخطر مرتبط بسياسة الصرف المعتمدة في المؤسسة، فهناك من تعتمد على الوثائق المحاسبية كالفاتورة وأمر التوريد لتحديد هذا التاريخ، وهناك من ترى بأن نشأة الخطر تسبق التسجيل المحاسبي له، وتؤكد بأنه يظهر مع الحاجة التموينية أو التمويلية من الخارج، وأيضا مع ظهور إمكانية تصريف المنتجات للخارج.

2-3-نظام الصرف المطبق في البلد: إن المتبع لحال واقع النظام النقدي الدولي وتطوره، يلتمس أن شيوع خطر الصرف لم يكن ليحدث لو لم يختفي نظام التثبيت مع انهيار نظام بريتونوودز. وعلى أساس أن نظام الصرف هو الإطار الضابط لحركة أسعار الصرف، وأخذا بعين الاعتبار أن نظام المرن الذي حل محل النظام السابق هو نظام متعدد، يمكن الجزم بأن خطر الصرف تختلف حدته من نظام إلى آخر.

ثانيا-أنواع خطر الصرف: يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من خطر الصرف:

1-خطر صرف الصفقة: خطر صرف الصفقة هو خطر الخسارة أو الربح الذي يمكن أن يصيب المؤسسة، والنتائج عن ممارساتها التجارية والمالية مع الخارج بسبب التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف¹. ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر المخاطر المألوفة على الإطلاق، وينتج عن ممارسة الأنشطة الدولية المعتادة للمؤسسات والتي تتطلب التعامل الفعلي بعملة أخرى غير العملة المرجعية. وينشأ خطر صرف الصفقة من نوعين من النشاطات:

- النشاطات التجارية: تصدير واستيراد؛

- النشاطات المالية: إقراض واقتراض.

وينقسم خطر صرف الصفقة إلى النوعين التاليين²:

1-1-خطر الصرف الأكيد: يظهر هذا الخطر في حالتين، الأولى تكون فيها المؤسسة متأكدة من حدوث تدفقات نقدية بالعملة الأجنبية في المستقبل، والثانية أنها تتوقع حدوث هذه التدفقات، وفي كلتا الحالتين، يجب أن تكون المؤسسة قد التزمت بسعر محدد ومعين، وبالتالي سنحصل على ثلاثة درجات متفاوتة من المخاطر:

الأولى، خطر صرف تكون فيه المبالغ وآجال الاستحقاق معلومة، وهو يعتبر من أسهل المخاطر من حيث القياس والإدارة؛

¹David Eiterman et Autres, **op.cit**, p193.

²Nicolas Wapler : "les changes- cambisme et trésorerie devises", 4^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1990, p72.

-مثال 01: قيام شركة جزائرية بتصدير 100 طن من منتجاتها بسعر 50.000 دولار.

الثانية، خطر صرف تكون فيه المبالغ معروفة وأجال الاستحقاق غير محددة بدقة، كحالة تصدير سلعة معينة بمبلغ محدد بالعملة الأجنبية على أن تكون التسوية بين فترة 1 وفترة 2؛
الثالثة، خطر صرف تكون فيه المبالغ غير محددة ومضبوطة وأجال الاستحقاق غير معلومة، مثل البيع بواسطة مرشد أسعار.

1-2- خطر الصرف الشرطي: يسمى هذا الخطر أيضا خطر الصرف على العرض، ويظهر عندما تقوم المؤسسة بتقديم عرض تجاري معين في إطار المناقصات الدولية وتلتزم من خلاله بإتمام المشروع على أساس مبلغ معين مقيم بالعملة الأجنبية. عند تقديم العرض وبالرغم من عدم تأكدها من قبوله، تكون المؤسسة معرضة لخطر الصرف. السبب وراء ذلك، هو أن العرض المقدم قد تم حسابه على أساس سعر صرف يصادف تاريخ تقديم العرض، والذي قد يتغير ما بين الفترة التي قدمت فيها المؤسسة العرض وفترة فتح الأظرف، والخطر موجود أيضا بسبب احتمال قبول عرض المؤسسة. على هذا الأساس، فإن المؤسسة ستكون أمام احتمالين:
الأول يتم فيه قبول عرض المؤسسة فيتحول بذلك خطر الصرف الشرطي إلى خطر صرف أكيد؛
الثاني لا يتم قبول العرض فيختفي الخطر.

2- خطر صرف التحويل أو التجميع: يهدد خطر صرف التحويل المؤسسات التي يكون لديها فرع أو أكثر في الخارج يمسك حساباته بعملة الدولة المضيفة، وينشأ عند قيام المؤسسة الأم بتجميع ميزانياتها. وتتطلب عملية تجميع الميزانية تحويل قيمة الأصول والخصوم لمجموع الفروع من عملة البلد الذي يقيم فيه الفرع إلى العملة المرجعية للمؤسسة الأم، وينتج عادة عن هذه العملية فروقات موجبة أو سالبة تؤثر على النتيجة الصافية أو على الأموال الخاصة¹. وتجدر الإشارة في هذا المقام، أن نتائج هذا الخطر تظهر في نهاية كل سنة مالية.

3- خطر الصرف الاقتصادي: يعتبر هذا النوع أشمل أوسع وأعقد أنواع خطر الصرف، فعلى خلاف الأنواع السابقة لا يتطلب التعرض له التعامل بالعملة الأجنبية، مما يعني أن أي مؤسسة تتأثر مبيعاتها بتغيرات أسعار الصرف² حتى وإن لم تكن محررة بالعملة الأجنبية تكون عرضة لهذا الخطر. فالكثير من المؤسسات التي كانت تعتبر نفسها غير معنية بخطر الصرف، بسبب عدم ممارسة نشاطات وإبرام عقود بالعملة الأجنبية أو لاعتمادها على عملتها المرجعية في تسوية معاملاتها الدولية (حالة المؤسسات الأمريكية)، وجدت نفسها معرضة لهذا الخطر ولآثاره غير المباشرة، خصوصا فيما يتعلق بفقدانها لجزء هام من الأسواق المحلية والدولية، بسبب منافسة المنتجات

¹Jean-Louis Amelon, Jean-Marie Cardebat: "Les nouveaux défis de l'internationalisation: Quel développement international pour les entreprises après la crise ?", 1^{ère} édition, De Boeck Supérieur, 2010, p125.

²Mohamed Daouas et autres "Techniques Financières Internationales et Couverture du Risque de change", Centre de Publication Universitaire, Tunis, 2007, op.cit, p176.

المستوردة. ويمكن القول ان خطر الصرف الاقتصادي، هو ذلك الخطر الذي يعبر عن تأثير تغيرات أسعار الصرف على قيمة المؤسسة.

ثالثا: التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي وفروقات أسعار الصرف: إذا حدد سعر الصفقة بعملة أجنبية ستواجه الشركة ثلاثة مشاكل محاسبية: الأول نظرا لامسك الشركة الأمريكية سجلاتها المحاسبية بالدولار الأمريكي يجب ان تقوم بترجمة سعر الصفقة الى الدولار قبل تسجيل الصفقة، أما المشكل الثانية فتظهر عندما يتم الشراء أو البيع بالأجل ويتغير سعر الصرف بين تاريخ إتمام الصفقة وتاريخ سداد قيمة الصفقة مما يؤدي الى اما مكاسب أو خسائر صرف للمؤسسة الأمريكية. المشكل الثالث يرتبط بالتسجيل المحاسبي لعمليات التحوط. سنهتم في هذا العنصر بكل من المشكل الأول والثاني وسيتم تأجيل الخوض في المشكل المحاسبي الثالث بعد ان ننتهي من دراسة عمليات التحوط.

1-التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي: تنشأ العمليات التي تتم بالنقد الأجنبي كما سبق ذكره بسبب قيام المؤسسة بعمليات استيراد وتصدير واقتراض واقراض بشرط أن تتم هذه العمليات بعملة تختلف عن العملة المستخدمة في مسك حساباتها (العملة الوظيفية). وينطبق نفس الحال عندما تقوم الشركة بشراء أو بيع أصول أو نشوء الالتزامات أو سداد البعض نھا بعملة غير العملة المحلية.

1-1-تسجيل العمليات بالنقد الأجنبي عند نشأتها: حسب النظام المحاسبي المالي المادة الثالثة يجب أن يتم تحويل العمليات المدونة بالعملة الأجنبية إلى العملة الوطنية حسب الشروط والكيفيات المحددة في المعايير المحاسبية. انطلاقا من ذلك نجد "أن الأصول المكتسبة بالعملة الأجنبية تحول الى العملة المحلية لتسجيلها في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة على أساس سعر الصرف المعمول به يوم إتمام المعاملة، ويحتفظ بهذه القيمة في الميزانية لغاية تاريخ استهلاك التنازل أو زوال الأصول" (ن م م* الفقرة 1.137). وحدد المشرع حالتين في هذا المجال¹:

أ-الحالة الأولى: حسب ن م م الفقرة 2.137 إذا تعلق الأمر بمعاملة تجارية فان "الحسابات الدائنة أو المدينة المحررة بالنقد الأجنبي تحول الى العملة المحلية على أساس سعر الصرف المعمول به في تاريخ اتفاق الأطراف على العملية"، وهنا نميز بين الشراء والبيع:

-المشترىات الآجلة بأسعار محددة بالعملة الأجنبية: تتعلق هذه الحالة بالتسجيل المحاسبي لعمليات الشراء المؤجل تسويتها الى وقت لاحق في يومية المؤسسة².

-مثال 02: قامت الشركة الجزائرية ENPEC بتاريخ 15-08-2017 بشراء مواد أولية من مؤسسة إيطالية بقيمة 27000 يورو على أن يتم تسديد المبلغ بعد 90 يوم. إذا علمت أن سعر الصرف بتاريخ إبرام الصفقة كان:

* ن م م = النظام المحاسبي المالي

¹ القرار المؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق ل26 يوليو 2008 المحدد لقواعد التقويم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الصادر في الجريدة الرسمية رقم 19 بتاريخ 25 مارس 2009، ص 20.

² أمين السيد ولطفي أحمد: "المحاسبة الدولية، الشركات متعددة الجنسيات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 859.

EUR/DZD=112.5880-128.4500

المطلوب:

-تحديد تكلفة شراء المواد الأولية بالدينار الجزائري؟

-تسجيل العمليات في يومية المؤسسة.

الحل:

-تكلفة شراء المواد الأولية: لتحديد تكلفة شراء المواد الأولية يجب تحديد سعر الصرف الذي سيستخدم في

عملية التحويل، فكما هو ملاحظ فان هناك سعرين للصرف:

-الأول 112.5880 هو السعر الذي يستخدمه البنك لشراء اليورو؛

- والثاني 128.4500 هو السعر الذي يستخدمه البنك لبيع العملة الأجنبية.

بالنسبة لمؤسسة ENPEC فسوف تستخدم السعر الثاني لشراء العملة الأجنبية ولحساب تكلفة شراء المواد

الأولية. انطلاقا من ذلك نجد أن تكلفة شراء المواد الأولية نحصل عليها من خلال جداء ضرب تكلفة الشراء

باليورو في سعر صرف بيع اليورو:

$$27\ 000 * 128.450 = 3\ 468\ 150\ \text{DZD}$$

وهو المبلغ الذي سيسجل في يومية المؤسسة.

-تسجيل العملية في يومية المؤسسة:

تم تسجيل العملية في يومية المؤسسة كالتالي (بفرض استعمال طريقة الجرد المتناوب):

15-08-2017				
3 468 150	3 468 150	مشتريات مواد أولية	401	381
		مورد المخزون		
		تقييد عملية شراء مواد أولية من الخارج		
15-08-2017				
3 468 150	3 468 150	مواد ولوازم	381	31
		مشتريات مواد أولية		
		ادخال المواد للمخزن		

إن حساب 401 مورد مخزون يعبر محاسبيا عن دين بقيمة 3 468 150 دج غير أنه في الحقيقة هو عبارة عن دين

ب 17 000 يورو مستحق لستة أشهر وهو ما يجعل قيمته بالدينار الجزائري معنية بتقلبات أسعار الصرف. بعبارة

أخرى تعتبر المؤسسة معرضة لخطر الصرف في هذه العملية. وكما تم تبيانها فان سعر الصرف الذي أستخدم يكون ذلك السعر الذي يسجل يوم الاتفاق على العملية كما هو موضح في النظام المحاسبي المالي.

-المبيعات الآجلة بأسعار محددة بعملة أجنبية: يتعلق الأمر هنا بالتسجيل المحاسبي لعمليات البيع المؤجل تسويتها لوقت لاحق، فعندما تعقد الشركة صفقة مبيعات آجلة بأسعار محددة بعملة أجنبية فيجب بعملية تحويل قيمتها الى العملة المحلية من أجل تسجيلها في اليومية.

-مثال 03: قامت الشركة الجزائرية ENPEC بتاريخ 2017-08-15 بشراء مواد أولية من مؤسسة إيطالية بقيمة 27000 يورو على أن يتم تسديد المبلغ بعد 180 يوم. إذا علمت أن سعر الصرف بتاريخ إبرام الصفقة كان:

$$\text{EUR/DZD}=112.5880-128.4500$$

المطلوب:

-تحديد تكلفة شراء المواد الأولية بالدينار الجزائري؟

-تسجيل العمليات في يومية المؤسسة

الحل:

-قيمة المبيعات بالعملة المحلية: لتحديد قيمة المبيعات بالعملة المحلية يجب تحديد سعر الصرف الذي سيستخدم في عملية التحويل، فكما هو ملاحظ فإن هناك سعرين للصرف:

-الأول 112.5880 هو السعر الذي يستخدمه البنك لشراء اليورو؛

- والثاني 128.4500 هو السعر الذي يستخدمه البنك لبيع العملة الأجنبية.

بالنسبة لمؤسسة ENPEC فسوف تستخدم السعر الأول لبيع العملة الأجنبية ولحساب قيمة المبيعات التي ستسجلها في دفاترها المحاسبية.

انطلاقاً من ذلك نجد أن قيمة المبيعات نحصل عليها من خلال جداء ضرب قيمة المبيعات باليورو في سعر صرف شراء اليورو:

$$27\ 000 * 112.5880 = 3\ 039\ 876\ \text{DZD}$$

وهو المبلغ الذي سيسجل في يومية المؤسسة.

-تسجيل العملية في يومية المؤسسة: تم تسجيل العملية في يومية المؤسسة كالتالي:

15-08-2017			
3 039 876	3 039 876	الزبائن والحسابات اللاحقة	410
		المبيعات من البضائع والمنتجات المصنعة	70
		تقييد عملية بيع سلع بقيمة 27000 يورو	

		15-08-2017		
3 039 876	3 039 876	سلع مستهلكة بضائع	30	60
		اخراج البضائع من المخزن		

إن حساب 410 زبائن يعبر محاسبيا عن ذمة بقيمة 3 039 876 دج غير أنه في الحقيقة هو عبارة عن ذمة ب 17 000 يورو مستحق لسته أشهر وهو ما يجعل قيمته بالدينار الجزائري معنية بتقلبات أسعار الصرف. بعبارة أخرى تعتبر المؤسسة معرضة لخطر الصرف في هذه العملية. وكما تم تبيانها فان سعر الصرف الذي أستخدم يكون ذلك السعر الذي يسجل يوم الاتفاق على العملية كما هو مقرر في النظام المحاسبي المالي.

ب- الحالة الثانية: حسب نفس الفقرة إذا تعلق الأمر بمعاملة مالية فان سعر الصرف الذي يؤخذ بعين الاعتبار لتحويل العملية هو ذلك السعر المسجل يوم وضع العملات الأجنبية تحت تصرف المؤسسة.

-مثال 04: نفترض أن مؤسسة CONDORD تقدم بتاريخ 20/05/2017 بطلب للحصول على قرض بقيمة 30 000 يورو من بنك Société Générale بمعدل فائدة سنوي يقدر ب 7% لمدة سنتين. إذا علمت أن الرد الإيجابي على الطلب جاء يوم 05/06/2017 وتم إيداع المبلغ في حسابات الشركة بالعملة الأجنبية يوم 09/06/2017.

-هل تعتبر المؤسسة معرضة لخطر الصرف؟

-إذا كانت اجابتك بنعم حدد طبيعة العمليات التي تجعل المؤسسة معرضة لخطر الصرف في هذه الحالة.

-ما نوع الخطر الذي يهدد المؤسسة؟

-إذا علمت أن أسعار الصرف أيام 20 ماي و 05 جوان و 09 جوان كانت كالتالي على التوالي:

EUR/DZD=102.2580-107.3500

EUR/DZD=104.2220-109.1550

EUR/DZD=104.5380-109.3320

-سجل العملية في يومية المؤسسة مع التعليل.

الحل: -نعم تعتبر مؤسسة CONDORD معرضة لخطر الصرف.

-العمليات التي تجعل المؤسسة معرضة لهذا الخطر هي عملية الاقتراض والفوائد المترتبة عنها.

-نوع الخطر هو خطر صرف مالي.

-تسجيل العمليات في يومية المؤسسة: من أجل تسجيل العملية في يومية المؤسسة يجب تحديد قيمة القرض بالعملة المحلية، ومن أجل ذلك يجب تحديد سعر الصرف الذي سيستخدم في عملية التحويل، فكما هو ملاحظ هناك ثلاثة أسعار صرف توافق ثلاثة مراحل في القرض:

EUR/DZD=102.2580-107.3500 يوافق مرحلة طلب القرض.
 EUR/DZD=104.2220-109.1550 يوافق مرحلة الموافقة على القرض.
 EUR/DZD=104.5380-109.3320 يوافق مرحلة وضع القرض تحت تصرف المؤسسة.
 السعر الذي يستخدم هو سعر الصرف الأخير على أساس ما تنص عليه الفقرة 2.137 من النظام المحاسبي المالي.
 ويبقى الاشكال القائم هل يجب استخدام سعر الشراء 104.5380 أو سعر البيع 109.3320. ما دام ان
 المؤسسة سوف تستخدم سعر الشراء لتحويل قيمة القرض باليورو الى الدينار فسوف يستخدم لتحديد المبلغ
 الذي سيسجل في اليومية.

$$30\ 000 * 104.5380 = 3\ 468\ 150\ \text{DZD}$$

وهو المبلغ الذي سيسجل في يومية المؤسسة.

09-06-2017				
3 136 140	بنوك الحسابات الجارية	512		
3 136 140	اقتراضات لدى مؤسسات القرض	164		
	تقييد عملية اقتراض 30.000 يورو من البنك			

2-التقييد المحاسبي لأثر تقلبات أسعار الصرف عند تسديد أو استلام أثمان الصفقات:

عندما يتغير سعر الصرف بين تاريخ حدوث الصفقة والتسوية النقدية لها أو بين تاريخ حدوث العملية وتاريخ اعداد القوائم المالية السنوية أو بين تاريخ اعداد القوائم المالية السنوية وتاريخ سداد العملية يطرح العديد من التساؤلات من بينها ما هو سعر الصرف الذي سيستخدم لإثبات الصفقة وكيف يتم الاعتراف بالتغيرات في أسعار الصرف وتأثيرها على مداخيل ومصاريف المؤسسة.

2-1-مدخلي معالجة إشكالية الاعتراف بأثر تقلبات أسعار الصرف: على العموم هناك مدخلين لمعالجة هذه المشكلة المحاسبية¹:

أ-المدخل الأول: يعرف بمدخل العملية الواحدة ويقضي بأن لا يتم التمييز بين مرحلتي الاتفاق على الصفقة ومرحلة التسوية المالية لها ويعتبران المرحلتان يعبران عن عملية واحدة وبالتالي يجب أن ينظر لها بهذا الشكل وأن يتم أخذ ذلك بالحسبان عند تسجيل العملية.

¹ عامر محمد سلمان وآخرون: "قراءة محاسبية في العمليات الأجنبية وترجمة القوائم المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 15، عدد 55، 2009، ص 198.

ب- المدخل الثاني: يعرف بمدخل العمليتين ويقضي بمعاملة عملية شراء أو بيع البضاعة بالنقد الأجنبي منفصلة عن عملية التسوية النقدية لها، ويتفق هذا المدخل مع المعيار المحاسبي رقم 21 والتقرير 52 الصادر عن مجلس المعايير المحاسبية المالية ومع ما تنص عليه الفقرة 131.03 "عندما يتم نشوء وتسوية حسابات دائنة أو ديون في السنة المالية نفسها، فإن الفروق المثبتة مقارنة بقيمة الدخل، نتيجة تقلب سعر الصرف تشكل خسارة أو مكسب في الصرف يجب تسجيلها حسب الحالة في الأعباء أو النواتج المالية للدورة".

2-2- الاعتراف بفروقات أسعار الصرف: في هذا المجال نميز بين حالتين:

أ- التسوية النقدية تتم في نفس الدورة: حسب الفقرة 03.131 من القانون 11/07 فإن الفروقات الناتجة عن تقلب أسعار الصرف والتي تحدث في نفس الدورة تسجل في كل من حساب أرباح صرف اذا زادت في مداخل المؤسسة أو خفضت في مصاريفها، وتسجل كخسائر صرف اذا خفضت مداخل المؤسسة أو زادت في مصاريفها.

-مثال 05: انطلاقا من معطيات المثال رقم 1 وبافتراض اننا بتاريخ 11/15 وأن سعر الصرف المسجل في هذا اليوم كان:

الحالة الأولى: سعر الصرف ارتفع وأصبح USD/DZD=133.8500-144.2530

الحالة الثانية: سعر الصرف انخفض وأصبح USD/DZD=105.1500-114.9210

المطلوب: حسب حالة سعر الصرف بتاريخ 11-15:

-أحسب فروقات الصرف وحدد إن كانت المؤسسة حققت ربح أو خسارة.
سجل العمليات المناسبة في يومية المؤسسة.

الحل:

-الحالة الأولى سعر الصرف ارتفع:

حساب فروقات الصرف: عند حلول أجل الاستحقاق (بعد 90 يوم) سجل سعر صرف الدولار مقابل الدينار ارتفاع حيث انه انتقل من 128.4500 الى 144.2530 وهو ما يجعل شركة ENPEC تحقق خسارة صرف بسبب زيادة المبلغ الذي ستدفعه الى المصدر الأجنبي. الدين المسجل في الدفاتر المحاسبية للشركة هو 3 468 150 دج بينما الشركة سوف تدفع مبلغ 3 894 831 دج، أي بفارق 426 681 دج، وهي تكلفة إضافية تحملتها الشركة ويجب أن تظهر في حساباتها. الحساب الذي ستسجل فيه هو حساب ح/666 خسائر الصرف.

-تسجيل العملية في يومية المؤسسة:

	15-11-2017		
401	مورد المخزون	3 468 150	

3 894 831	426 681	حسائر صرف بنوك الحسابات الجارية	512	666
		اثبات سداد التزام ب27000أورو والاعتراف بفوارق الصرف		

-الحالة الثانية سعر الصرف المنخفض:

حساب فروقات الصرف: عند حلول أجل الاستحقاق (بعد 90 يوم) سجل سعر صرف الدولار مقابل الدينار انخفاض حيث انه انتقل من 128.4500 الى 114.9210 وهو ما يجعل شركة ENPEC تحقق ربح صرف بسبب نقصان المبلغ الذي ستدفعه الى المصدر الأجنبي. الدين المسجل في الدفاتر المحاسبية للشركة هو 3 468 150 دج بينما الشركة سوف تدفع مبلغ 3 102 867 دج، أي بفارق 365 283 دج، وهي بهذا الشكل حققت وفرة يجب أن تظهر في حساباتها. الحساب الذي ستسجل فيه هو حساب ح/766 أرباح الصرف.

-تسجيل العملية في يومية المؤسسة:

		15-11-2017		
3 102 867	3 468 150	مورد المخزون	512	401
365 283		بنوك الحسابات الجارية	766	
		أرباح صرف		
		اثبات سداد التزام ب27000أورو والاعتراف بفوارق الصرف		

ملاحظة: إن وجود التزام ثابت بعملة أجنبية يؤدي الى مكاسب للدين اذا هبط سعر الصرف بين تاريخ إتمام الصفقة وتاريخ السداد، وتظهر المكاسب بسبب الحاجة الى عملة محلية أقل لشراء المبلغ بالنقد الأجنبي المستحق الدفع، بينما الارتفاع في سعر الصرف يؤدي الى تحميل الدين خسارة وفي هذه الحالة سيدفع المدين عملة محلية أكثر لشراء المبلغ بالعملة الأجنبية المستحق. العكس ينطبق على حالة البيع.

ب-التسوية النقدية تتم في دورة محاسبية مختلفة:

إذا تعدت عملية التسوية النقدية للعملية الدورة الواحدة فهنا يجب أن يتم تسجيل ما حدث من تغير في قيمة دائنية ومديونية المؤسسة بالعملات المحلية المقابلة للدين الأصلي بالنقد الأجنبي بسبب تغير سعر الصرف. ففي

نهاية الدورة المحاسبية يتم اجراء قيد تسوية لإثباتأي مكاسب أو خسائر تراكمت بين فترة نشأة المديونية أو الدائنية ونهاية الدورة المحاسبية.

-مثال06-

اعتمادا على معطيات المثال رقم 02 وإذا علمت أن سعر الصرف المسجل بتاريخ 12-31 ويوم التسوية كان كالتالي:

سعر الصرف بتاريخ 12-31 USD/DZD=138.3330-147.4610

سعر الصرف بتاريخ 02-15 (تاريخ التسوية) USD/DZD=142.8330-151.7310

المطلوب:

انجز القيود المناسبة مع تحديد طبيعة فروقات الصرف المسجلة من قبل الشركة.

الحل:

حسب القواعد المحاسبية يجب الاعتراف بفروقات أسعار الصرف أولا في نهاية الدورة ثم عندما يتم تسوية الدين.
-قيود التسوية في نهاية السنة: يتم تسجيل العملية في يومية المؤسسة بالشكل التالي:

		31-12-2017			
513 297	513 297	401	خسائر صرف مورد المخزون	666	
513 297			تسوية رصيد الدائنين بمقدار التغير في سعر الصرف		

تم الحصول على مبلغ 513 297 دج من خلال خصم قيمة الديون التاريخية من القيمة المحينة على أساس سعر الصرف الحاضر المسجل في نهاية الفترة والذي يعرف بتسمية سعر الاغلاق.

$$27000 * 147.4610 = 3 981 447 \text{ دج}$$

$$3 468 150 - 3 981 447 = 513 297 \text{ دج}$$

تسجيل عملية التسوية: عند حلول أجل استحقاق الدين أو الذمة يجب اثبات أي مكاسب أو خسائر إضافية ناتجة عن تغير سعر الصرف بين تاريخ الميزانية وتاريخ السداد. بالنسبة للمثال محل البحث فيجب اثبات فروقات أسعار الصرف التي حدثت حتى تاريخ 12/15 بعد غلق الحسابات في 12/31. ويتم تسجيل هذه العملية في يومية المؤسسة كالتالي:

4 096 737	3 981 447 115 290	مورد المخزون أرباح صرف بنوك الحسابات الجارية اثبات سداد التزام ب27000أورو والاعتراف بفوارق الصرف	512	401 766
-----------	----------------------	--	-----	------------

رابعاً-أثر خطر الصرف: إن دراسة أثر خطر الصرف يعني في حقيقة الأمر دراسة أثر حالة عدم التأكد التي زادت مع تعويم أسعار الصرف، بمعنى آخر محاولة معرفة السلوك الجديد للمتعاملين الاقتصاديين والعمليات الجديدة التي زادت أهميتها في سوق الصرف.

1-أثر خطر الصرف على المؤسسات: تعد المؤسسات دولية النشاط سواء كانت تجارية مالية أو استثمارية من بين أكثر المتعاملين تأثراً بمخاطر الصرف، ولقد أبدت هذه المؤسسات رد فعل سريع إزاء التغيرات المتسارعة في منظومة العلاقات النقدية الدولية، من خلال تغير سلوكياتهم وتطور طرق وتقنيات إدارة المخاطر. ومن أبرز هذه التغيرات نذكر:

1-1-إقامة نظام لتسيير خطر الصرف وابتكار بعض التقنيات المساعدة في تقليل حجم المبالغ المعرضة لخطر الصرف: نذكر منها على سبيل المثال، تغيير آجال التسوية للاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف والاشتراك في الشبكات المعلوماتية للاستعلام عن أسعار الصرف قبل التفاوض في تفاصيل العمليات الدولية. مثل هذا النظام لم يكن له موجود في الماضي أعلى أساس أن أسعار الصرف كانت ثابتة ولا تمثل أي تحديد بالنسبة للمؤسسة ومعاملاتها.

1-2-التردد في القيام بدورات إنتاج طويلة نسبياً: بسبب صعوبة التنبؤ بسعر التكلفة وسعر البيع² في المدى الطويل.

1-3-تأثر تنافسية المؤسسات غير الأمريكية: إن المؤسسات التي تصنع منتجات عالمية يحدد سعرها بالدولار وجدت صعوبات جمة في منافسة مثيلاتها في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب انخفاض قيمة الدولار الأمريكي، ومن أحسن الأمثلة على ذلك نذكر صناعة الطائرات الفرنسية.

1-4-على ربحية العقود والمعاملات: إن تقلب أسعار الصرف قد تزيد أو تخفض في ربحية المؤسسات، كما أنها قد تؤدي إلى محو الأرباح المتوقعة من العقود الموقعة، فإحدى الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية أثبتت من خلال استبيان مقدم إلى مسيري المؤسسات المصدرة والمستوردة، أن تغير غير ملائم في سعر الصرف ب 10 بالمئة

¹Nicolas Wapler, *op.cit.*, p2.

²Bruno Solniket Richard Roll : "système monétaire international et risque de change", Edition Economica, Paris, 1978, p3.

يؤدي إلى إلغاء الأرباح المتوقعة لتلك المؤسسات بشكل كامل.³ كما أن اعتماد هامش ربح يزيد عن 10 بالمئة يضعف تنافسيتها أمام المؤسسات الأخرى غير المقيمة في الولايات المتحدة الأمريكية، مما يجعل من إدارة خطر الصرف الحل الوحيد للبقاء والمنافسة.

2-أثر خطر الصرف على البنوك: بعد فشل البنك الألماني Herstatt في عمليات المحازفة التي قام بها في سوق الصرف وإفلاسه نتيجة لذلك ونتيجة لقصور نظام التسوية بسبب الفوارق الزمنية بين الاسواق، تبين أن كل المتعاملين الاقتصاديين مع ذلك البنك من مؤسسات وأفراد وبنوك تكبدوا خسائر كبيرة بالرغم من عدم مشاركتهم له في عمليات المحازفة⁴. ولقد أكدت هذه التجربة، أهمية البنوك ووضعها المتميز في المنظومة التمويلية والاقتصادية. ونظرا لتغير قواعد اللعبة في سوق الصرف، والحساسية العالية للمتعاملين لكل ما يمكن أن يحدث للبنوك، اتخذت السلطات النقدية في كل الدول حزمة من الإجراءات الرقابية والعقابية لتفادي تكرار تجربة البنك الألماني، ومن بين هذه الإجراءات نذكر:

1-2-تحديد وضعية الصرف القصوى: إن شراء وبيع العملات الأجنبية في سوق الصرف تعتبر من النشاطات الرئيسية في البنوك ومصدر دخل لا يستهان به، ولتفادي تمادي البنوك في هذه المعاملات واتخاذ قرارات عالية الخطورة، حددت السلطات النقدية وضعية الصرف القصوى المسموح للبنوك اتخاذها في سوق الصرف، ويهدف هذا الإجراء إلى تقليص المبالغ المعرضة لتغيرات الصرف وبالتالي الحد من الخسائر المحتمل حدوثها لدى البنك.

2-2-التشدد في اختيار المتداولين: لقد أصبحت البنوك تضع معايير مختلفة لاختيار المتداولين، من بينها التحكم في التقنيات المختلفة المتوفرة في سوق الصرف والمعرفة الجيدة بخبايا هذا السوق، إلى جانب إلمامه بتشريعات الصرف المطبقة في الدول التي يتعامل معها البنك. بصيغة أخرى، يجب على المرشح للمتاجرة بالعملة الأجنبية لحساب البنك وزبائنه، أن يكون له تكوين في العلوم المالية ويتمتع بمعلومات اقتصادية كبيرة، إضافة إلى اكتسابه خبرة لا بأس بها في أسواق الصرف، وأن يكون قادرا على التحليل والاستنتاج، ويتحلى بالجرأة والفعالية في اتخاذ القرار.

3-أثر خطر الصرف على سوق الصرف: لقد أدت رغبة المؤسسات في إدارة مخاطر الصرف إلى خلق حاجات متزايدة من الأدوات المالية المستخدمة في التحوط، وهنا برز دور الهندسة المالية، التي قامت بابتكار حزمة من المنتجات التي لم يكن لها وجود قبل شيوع هذه الخطر. فبعد انهيار نظام بريتونوودز، ظهرت أولى عقود المستقبلات على العملة الأجنبية، وفي سنة 1982 أدرجت العملات الأجنبية في سوق الخيارات. كما أن عقود المبادلة التي كان يقتصر التعامل بها فيما بين البنوك المركزية، أصبحت بفعل زيادة حدة خطر الصرف من أهم الأدوات المستعملة فيما بين البنوك والمؤسسات. ويرى الاقتصاديين أن نظام التعويم بالرغم من مساهمته في زيادة

³Michael Ehrlich and AsokanAnandarajan : "Protectingyourfirmfrom FX Risk", the journal of corporateaccounting and finance, september/october 2008, p26.

⁴Jack Blanc : "Le marché des changes", Revue notes et études documentaires, N°4625, la documentation française, Paris, 1981, p80.

حالة عدم الاستقرار في الأسواق وبالتالي في المخاطر، إلا أن وجود سوق الصرف الآجل وظهور الأسواق المشتقة خفف من هذا العبء على المؤسسات¹.

خامسا- ماهية إدارة خطر الصرف: تمثل إدارة خطر الصرف وظيفة هامة وجزء فاعل في الإدارة الاستراتيجية، تحاول التحكم في خطر الصرف من خلال تقييم هذا الخطر وتسهيل عملية اتخاذ القرار المناسب لكل حالة على حدا، وفق منهج يستند على أساليب وطرق علمية واضحة وخطة مدروسة يكون الهدف منها تأمين المؤسسة وزيادة قيمتها بأقل كلفة ممكنة، مع القيام بالمراجعات الدورية للسياسات المطبقة والأدوات المستخدمة لتحسين أداء هذه الإدارة.

1-تعريف إدارة خطر الصرف: تندرج إدارة خطر الصرف ضمن وظيفة إدارة المخاطر في المؤسسة ولقد عرفتها Josette Peyrard بأنها وضع نظام معلومات، تحديد سياسة الصرف في المؤسسة واستراتيجيات التحوط وأخيرا مراقبة الإجراءات².

1-1-وضع نظام معلومات: يمكن تعريف نظام المعلومات بأنه مجموعة الموارد والوسائل والبرامج والأفراد والمعطيات والإجراءات التي تسمح بجمع ومعالجة وإيصال المعلومات في شكل نصوص، صور، رموز... الخ في المؤسسة¹. وبالتالي فإن هذا النظام سيسمح للمكلف بإدارة خطر الصرف بخصر كل ما له علاقة بهذا الخطر، وتسخير الموارد البشرية والمادية لإتمام العملية على أكمل وجه، فيتمكن بعد ذلك من اتخاذ القرار من تحقيق وتنفيذ وبناء سياسة جيدة لإدارته وفي الوقت ذاته تمكين العاملين معه سواء للقيام بواجباتهم الوظيفية، أو بالقيام ببعض الأعمال المسندة إليهم، وفقا لخطة العمل الموضوعية.

1-2-تحديد سياسة الصرف واستراتيجيات التحوط: يعتبر تحديد سياسة الصرف المناسبة لقدرات وإمكانات المؤسسة أحد أعمدة الإدارة الجيدة والسليمة لخطر الصرف، فهذه المرحلة تعبر عن التصور العام المستقبلي لتنفيذ الرؤية الاستراتيجية لمتخذ القرار وفق برنامج زمني محدد المهام.

أ-المسؤول عن تحديد سياسة الصرف: من خلال الاستبيان الذي وزع على أكبر المؤسسات الفرنسية تبين أن تحديد سياسة الصرف من صلاحيات أمين الخزينة بنسبة 66.8% ثم المدير المالي بنسبة 32.4%. هذه النتيجة.

ب-استراتيجيات التحوط: لقد طورت تقنيات عديدة لمساعدة المؤسسات والمستثمرين على التقليل من درجة التعرض لمخاطر أسعار الصرف عن طريق إغلاق المراكز المفتوحة سواء كانت في حسابات المؤسسة أو في السوق. وقد قادت تلك الابتكارات المالية إلى تغيرات كبيرة في خريطة النظام المالي الدولي وأدواته، فانتشرت بفضل ذلك

¹Gille Nancy : "Gestion du Risque de Change et Mouvements de Capitaux", édition Economica, Paris, 1977, p13.

²Josette Peyrard, op.cit, p94.

¹Robert Reix : "Traitement des informations", édition Vuibert, Paris, France, 2001, p165.

²Josette Peyrard : "gestion financière internationale" 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, 1999, p95.

المشتقات المالية وزاد استخدامها للتحوط ضد التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف. فعملية الاستثمار في أصل معين ذو عوائد والذي يمكنه أن يعكس التعرض لمصدر مخاطرة معين يدعى التحوط.

- مفهوم التحوط: يمثل التحوط أحد الأدوات المستخدمة في تقليل وتحييد المخاطر النظامية، وقد عرف بشكل عام بأنها الإجراءات المتخذة لتقليل أو إلغاء المراكز المعرضة للخطر³، وهو ما يعني اتخاذ مركزين مختلفين بحيث ان الخسائر المحققة لأحد المراكز ينبغي أن توازن أرباح المركز الآخر، وتتمه لما سبق نجد أن التحوط من خطر الصرف يعرف بأنه اتخاذ مركزا معاكسا للمركز الأصلي بالعملة الأجنبية التي تتسبب بالخطر وأن أي ربح أو خسارة من المركز الأول تعوض كاملة من المركز الثاني، وبغض النظر عما يحصل لسعر الصرف في المستقبل، فإن التحوط يثبت قيمة العملة المحلية وبهذه الطريقة يحمي المؤسسات من تحركات العملة غير المتوقعة، فالفكرة الأساسية للتحوط من مخاطر أسعار الصرف بشكل أساسي هو تخفيض تقلبات التدفقات النقدية وبالتالي تحسين أداء المؤسسات. ونتيجة لاستخدام التحوط عادة مجموعة من المنتجات مثل الصرف الآجل، الخيارات، المستقبلات وعقود المبادلة، نجد من يعرفه بعملية بيع وشراء العملات الأجنبية أو التعاقد على بيعها أو شرائها مستقبلا دون الدخول في اتفاقيات مالية معينة بقصد التخلص من أرباح وخسائر غير محسوبة ناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف لتلك العملات⁴.

- أساليب التحوط وأشكاله: هناك أسلوبان للتحوط¹:

* **التحوط الساكن:** يعني تغطية المخاطر لحظة اتخاذ القرار فقط بدون متابعة، أي أن الهدف من التحوط هو تثبيت الوضع الحالي عند القيام بالعملية حتى تاريخ الاستحقاق.

* **التحوط المتحرك:** يقصد بالتحوط المتحرك تعديل المراكز المتحوطة لتحقيق أرباح إضافية وتخفيض مخاطرة السوق نتيجة تغيير أسعار كل من أداة السوق وأداة التحوط عبر الوقت وهذا يعني أن يتابع المتحوط سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية.

أما عن أشكاله فهناك من يفرق بين التحوط الكامل والتحوط الجزئي².

* **التحوط الكامل:** التحوط الكامل أو التام يعني اتخاذ مركزين مختلفين على نفس الموجود لسعة أو أداة وبنفس السعر، أو أنه التحوط لكل فقرات الميزانية بصورة مجتمعة ومن ثم فإن الأرباح المتحققة لأحد المراكز تساوي الخسائر المحققة للمركز الآخر.

* **التحوط الجزئي:** يعرف أيضا التحوط غير الكامل، ويعني اتخاذ مركزين مختلفين على نفس الموجود وبأسعار مختلفة أي أن سعر البيع لا يساوي سعر الشراء وبهذا فإن الأرباح أو الخسائر المتحققة لأحد المراكز قد تكون أعلى أو

³Brian Coyle : "Hedging Currency Exposures", illustrée financial world publishing, 2000, p14.

⁴علاء عبد الحسين والهام جعفر الشاوي: "طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد 30، جامعة بصره، 2012، ص161.

¹أنعام عبد الزهرة دوش: "التحوط باستخدام العقود الآجلة دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإسلامية الجامعة، عدد 30، 2014، ص677.

²أنعام عبد الزهرة دوش، مرجع سبق ذكره، ص677.

أدى من الأرباح أو الخسائر المحققة في المركز الآخر، أو هو التحوط لجزء محدود من فقرات الميزانية وبالتالي تحمل جزء من المخاطرة.

ج-مزايا و عيوب التحوط: هناك مجموعة من المزايا والعيوب عند التحوط³:

-مزايا التحوط: من بين المزايا نذكر:

* انخفاض حجم المخاطر التي تهدد التدفقات النقدية المستقبلية تزيد من قدرة المؤسسة على التخطيط المتوسط والطويل الآجل لنشاطاتها؛

*التحوط يخفف من احتمال تعدي التدفقات النقدية المستقبلية عتبة المشاكل المالية الذي يعتبر الحد الأدنى من التدفقات التي تسمح للمؤسسة بالوفاء بالتزاماتها؛

*على خلاف المساهمين فإن المسير يتمتع بميزة معرفته الجيدة بخطر الصرف مما يجعل قراره أرجح للقبول من قرار المساهمين؛

*قد يعتمد المسير في ظروف معينة على التحوط الاختياري من خلال التمييز بين المراكز التي يقوم بتغطيتها وتلك التي يتركها مكشوفة وبذلك سيساهم في زيادة قيمة المؤسسة.

-عيوب التحوط: يمكن تحديد عيوب التحوط في النقاط التالية:

*يستطيع المساهمين بسهولة إدارة خطر الصرف عن طريق تنويع المحفظة المالية الخاصة بهم، على العكس من ذلك يجد المسير نفسه أمام خطر لا يمكن إدارته بالتنويع، وهو ما يخلق نوعاً من التصادم فيما بين الأهداف التي يصبوا إليها المساهم، وتلك التي يرغب المسير بتحقيقها. فالمسير يرغب في تحييد خطر الصرف بتكلفة معلومة ومحددة، بينما المساهم يرى في هذا النشاط تكلفة إضافية لا تزيد في قيمة المؤسسة وأن باستطاعتهم إدارة هذا الخطر عن طريق التنويع¹؛

*التحوط لا يضيف شيئاً لقيمة المؤسسة بل أن تخصيص الموارد البشرية والمادية لإدارة خطر الصرف تؤدي إلى انخفاض القيمة الصافية للمؤسسة؛

*التحوط في نظر بعض المختصين يهدف إلى تجنب ظهور خسائر الصرف في القوائم المالية للمؤسسة.

د-محددات اختيار سياسة الصرف: يمكن تحديد العناصر التي تؤثر على اختيار سياسة الصرف في النقاط التالية:

- **علاقات القوة التجارية:** ونقصد بذلك هل المؤسسة تفاوض من مركز قوة أو ضعف في معاملاتها التجارية (تصدير واستيراد)؛

- **مدى توفر وتنوع تقنيات التحوط:** نقصد بهذا العنصر هل يتم تداول المنتجات الآجلة والاختيارية في سوق الصرف وما إمكانية استخدام المؤسسة لهذه المنتجات؛

³David Eiterman et Autres, **op.cit**, p 195.

¹Michel Kalika et Pierre Romelaer : "**recherches en management et organisation**", édition economica, Paris, 2006, p 109.

- **تشريعات الصرف:** تلك القوانين التي تجيز أو تمنع استخدام بعض التقنيات المستعملة كأدوات للتحوط من خطر الصرف لدى المؤسسات؛
 - **التكلفة:** إن التقنيات المستخدمة في التحوط ليست مجانية وتتفاوت تكلفتها من أداة إلى أخرى وعلى المسير المفاضلة بين هذه التقنيات بعد تحديد دقيق لمنافع كل واحدة منهن؛
 - **طريقة تنظيم المؤسسة ودرجة المواظبة لدى العاملين:** نقصد بها وسائل الاتصال وعلاقة الإدارة العامة بالدائرة المكلفة بتسيير خطر الصرف، ومن هم الأفراد الذين سيعملون فيها وما هي مؤهلاتهم وخبراتهم ودرجة المواظبة لديهم. فالتنظيم يعتبر ركن أساسي ورئيسي في نجاح أي عمل إداري بصفة عامة وإدارة خطر الصرف بصفة خاصة؛
 - **أهمية خطر الصرف في المؤسسة:** كلما كان خطر الصرف مهما ومؤثرا كلما زادت أهمية الاختيار الحصيف لسياسة الصرف؛
 - **التنبؤ بأسعار الصرف:** بمعنى هل يوجد في الهيكل التنظيمي للمؤسسة مصلحة للتنبؤ بأسعار الصرف أو وجود إمكانية للحصول على هذه المعلومة من مكاتب متخصصة.
- 1-3-مراقبة الإجراءات:** مراقبة الإجراءات تعني الحكم على فعالية وحدوى إدارة خطر الصرف في المؤسسة ومدى تمكنها من تحقيق الأهداف المسطرة. وبالرغم من أن المسؤولية تقع على المكلف بالإدارة، إلا أن هذا لا يعني فريق العمل من تحمل جزء منها. ولا يمكن للإدارة العليا أن تراقب مدى التزام هذه المصلحة والعاملين فيها بالإجراءات المناسبة، إلا إذا قامت في وقت سابق بوضع خطة محددة زمنيا ومرحليا يتم فيها تحديد احتياجات ومستلزمات كل مرحلة وتحديد المسئول عن نجاحها وبعد ذلك تصبح سياسة المحاسبة والمكافئة سهلة التطبيق.
- 2-مراحل إدارة خطر الصرف:** يمكن تحديد ستة مراحل أساسية في إدارة خطر الصرف¹ نوجزها فيما يلي:
- 1-2-تحديد أهداف إدارة خطر الصرف:** إن أهداف إدارة خطر الصرف ترتبط بالتحديد الدقيق لطبيعة الخطر المراد إدارته، المستويات المقبولة من المخاطر من وجهة نظر الإدارة العليا والمدى الزمني الذي تغطيه إدارة المخاطر؛
- 2-2-التنبؤ بأسعار الصرف:** تحاول المؤسسات عادة التنبؤ بمسار سعر الصرف وتغييراته في المستقبل، تلبية لمتطلبات استراتيجية التحوط الاختياري² بغرض تحديد المراكز الواجب التحوط منها، وتلك التي تترك مفتوحة. فإذا كانت نتائج التنبؤ تشير إلى تغييرات في صالح المؤسسة، اتخذت هذه الأخيرة الإجراءات اللازمة للاستفادة من هذه التغييرات لتحقيق مكاسب صرف. وفي حالة أن نتائج التنبؤ تدل على تغييرات في غير صالح المؤسسة، وجب عليها القيام باختيار إحدى تقنيات التحوط المتوفرة بعد المفاضلة بينها.

¹Stephen R.Goldberg and Joseph H.Godwin : "A six –step program for managing foreign exchange risk", journal of corporate accounting and finance, volume7, issue4, Summer 1996, Wiley Periodicals Inc, p103.

²Stephen R.godberg and Emily L.Drogt : "managing foreign exchange risk", journal of corporate accounting and finance, volume19 issue2, January/February, Wiley Periodicals Inc, 2008,p 52.

2-3- قياس الوضعيات المفتوحة بالعملة الأجنبية: من أجل قياس خطر الصرف يجب معرفة وتحديد العملة المرجعية، تحديد ومعرفة خطر الصرف وأخيرا تحديد وضعية الصرف³. فبالنسبة للعملة المرجعية، فإن تحديدها يعتبر أمرا أساسيا باعتبار أن خطر الصرف سوف يحدث نتيجة لتغير قيمة العملات الأخرى مع هذه العملة. أما عن تحديد خطر الصرف، فنقصد بذلك تحديد العمليات المفترض بالإدارة اعتبارها عرضة لخطر الصرف، وبعد تحديد العنصرين السابقين يتم تحديد وضعية الصرف الخاصة بكل عملة وكل أجل على حدا، في شكل جداول موجزة للعمليات المنتجة لخطر الصرف.

2-4- تحديد استراتيجية لإدارة خطر الصرف: في هذه المرحلة يتم تحديد الكيفية التي يتم التعامل بها مع هذا الخطر، ومن اجل اختيار الاستراتيجية الملائمة، على المكلف بإدارة خطر الصرف أن يسهر على أن تكون متناغمة مع الاستراتيجية العامة للمؤسسة، وأن يأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل المؤثرة على نجاح إدارة خطر الصرف.

2-5- خامسا- الرقابة الداخلية: يتمثل دور الرقابة الداخلية في التأكد من قانونية الأعمال التي ينجزها المكلف بإدارة خطر الصرف، وخياراته خصوصا ما تعلق منها بالمشتقات المالية التي تستطيع أن تخلق للمؤسسة مخاطر أخرى إذا ما أسيء استخدامها. كما أنها تراجع طريقة إعداد التقارير ومدى مطابقتها للواقع واحترامها للدورية، والمعايير والاستمرارية. فرغم أهمية جرأة المسير وفعاليتها في إدارة خطر الصرف، إلا أنها تحتاج إلى ضوابط حاکمة وقيود متحكمة حتى لا تحدث تأثيرات سلبية غير محمودة العواقب وهو ما تحاول تفاديه الرقابة الداخلية.

2-6- تقييم فعالية إدارة خطر الصرف: تحتاج القرارات المتخذة في إطار إدارة خطر الصرف من وقت إلى آخر، إلى مراجعة وتقييم، وبما أن هذه القرارات كانت تعمل للوصول إلى نتائج معينة، تصبح هذه الأخيرة أساسا للحكم عليها إن كانت سليمة وصائبة أم غير ذلك، ويحتاج الأمر إلى تحليل علمي فعال، يأخذ في معطياته ما طلب وما خصص لتحقيق ذلك. على أساس ذلك، فإن تقييم كفاءة إدارة خطر الصرف وفعاليتها في تجنب المؤسسة الخسائر، ومدى تحقيقها للأهداف المعلنة، يجب أن يبدأ بتحديد الزاوية التي تنظر الإدارة العليا من خلالها للمصلحة المكلفة بإدارة خطر الصرف، وفي هذا الإطار نميز بين نظرتين، الأولى تعتبر مصلحة إدارة المخاطر مركزا للربح والثانية تعتبر مصلحة إدارة المخاطر مركز تكلفة.

3- أهداف إدارة خطر الصرف: تهدف إدارة خطر الصرف إلى تحقيق ما يلي:

- في حالة اعتماد المؤسسة على استراتيجية التحوط الكلي أو الجزئي فإن إدارة خطر الصرف تهدف إلى تقليل تشتت التدفقات المستقبلية.

- في حالة اعتبار المصلحة المكلفة بإدارة خطر الصرف مركز ربح، فإن الهدف من إدارة خطر الصرف يصبح تحقيق مكاسب من معاملات المؤسسة بالعملة الأجنبية وزيادة تنافسية المؤسسة مع مثيلاتها في السوق.

³Patrice Fontaine : "Risque de Change, Gestion et Couverture", édition Economica, 2010, Paris, p 69.

- كلما كانت إدارة خطر الصرف فعالة كلما أدت إلى زيادة كفاءة المؤسسة وسمحت لها بتحقيق الخطة الإنتاجية الموضوعية في جو من التأكد الخال من مهددات أسعار الصرف، وهو ما سوف يعكس ذاته في مجال تنمية الربحية وزيادة التنافسية مما يؤدي إلى تحسين صورة المؤسسة ورفع وزيادة الطلب على أسهمها، وزيادة معدل تداولها وهو ما يعني زيادة قيمتها.

أسئلة، تمارين وحالات عملية

أولاً- الأسئلة:

- س01- هل يمكن اعتبار مؤسسة جزائرية قامت بتصدير ما قيمته مليون دولار من مادة الرصاص الى شركة إيطالية مع تأجيل التسوية لثلاثة أشهر، أنها معرضة لخطر الصرف؟ مع التعليل.
- س02- ماذا نقصد بخطر صرف الصفقة؟ ومتى يظهر؟
- س03- هل عدم تعامل المؤسسة بعملات أجنبية يعفيها من خطر الصرف؟ اعط بعض الأمثلة.
- س04- لماذا تعتبر عملية إدارة خطر الصرف في الدول التي تتبع الأنظمة الثابتة أصعب من ادارته في الدول التي تتبع النظام المرن؟
- س05- على ماذا يؤثر خطر الصرف في المؤسسة؟
- س06- ما هو سبب وصف أحد أنواع خطر الصرف بالشرطي؟

س07-نفترض مؤسسة أمريكية لديها فرع في لبنان يمسك حساباته بالدولار الأمريكي، هل يمكن اعتبار ذلك الفرع مصدرا لخطر صرف التحويل؟ علل اجابتك.

س08-قارن بين مدخل العملية الواحدة ومدخل العمليتين في تسجيل العمليات بالنقد الأجنبي؟

س09-ما ذا يقصد بخطر هيرستات HERSTATT RISK.

س10-ماذا يجب أن يوفر نظام المعلومات لمدير المخاطر في المؤسسة؟

س11-ما هو الفرق بين التحوط الساكن والتحوط المتحرك؟

س12-ما هي أشكال التحوط التي تعرفها، وما هو الشكل الأحسن بالنسبة للمؤسسة؟

س13-ماذا نقصد بسياسة الصرف داخل المؤسسة؟

س14-هل يجوز تقييم مصلحة إدارة خطر الصرف على أساس تكاليفها فقط؟

ثانيا: التمارين

التمرين الأول:نفترض أن مؤسسة CEVITAL في 01-07-2016قامت بإيداع مبلغ 10.000 يورو لأجل

سنتين (وديعة لأجل) في بنك CPA مقابل معدل فائدة سنوي 4.5%. إذا علمت أن أسعار الصرف كانت

كالتالي:

EUR/DZD = 115.2560-122.5620 2016-07-01

EUR/DZD = 125.1340-133.8700 2016-12-31

EUR/DZD = 128.3150-136.0710 2017-12-31

EUR/DZD = 135.1690-147.0010 2018-07-01

المطلوب:-هل المؤسسة معرضة لخطر الصرف؟

-إذا كانت الإجابة نعم، ما هي طبيعته؟

-سجل العمليات في يومية المؤسسة؟

التمرين الثاني:إذا علمت أن حساب 410 الزبائن في 15-02-2018 كان دائن بمبلغ 1.250.340 دج وهو

عبارة عن ذمة لدى زبون أجنبي بالدولار الأمريكي منذ 15-09-2017 تستحق لستة أشهر.

إذا توفرت لديك المعلومات المتعلقة بسعر الصرف:

USD/DZD = 81.2220-86.1620 2017-09-15

USD/DZD = 83.3560-89.1870 2017-12-31

USD/DZD = 86.3050-92.2710 2018-02-15

USD/DZD = 84.1390-90.8010 2018-03-15

المطلوب:

-أحسب قيمة الذمة بالدولار الأمريكي؟

-قم بإثبات فروقات أسعار الصرف عند الضرورة (حسب ما ينص عليه القانون).

-سجل العمليات المناسبة في يومية المؤسسة.

التمرين الثالث: نفترض مؤسسة جزائرية "الجازية" قامت بتاريخ 2017-02-01 بشراء سلع من الصين بغرض إعادة بيعها بمبلغ 35.000 دولار، واتفقت مع الممون الصيني أن يتم دفع 20% من المبلغ يوم التوقيع على العقد (2017-02-01) والباقي بعد ثلاثة أشهر. إذا علمت أن أسعار الصرف كانت كالتالي:

$$\text{USD/DZD} = 80.0320-84.1320 \quad 2017-02-01$$

$$\text{USD/DZD} = 76.0060-79.2870 \quad 2017-05-01$$

المطلوب:

- حساب تكلفة الشراء.

- تحديد الأرباح أو الخسائر الناتجة عن تغير سعر الصرف.

- تسجيل العمليات في يومية المؤسسة.

ثالثا- تدريبات عملية:

الحالة العملية رقم (01)

لتكن لديك وثيقة الجمركة (D10) ومستخرج الحساب البنكي وفاتورة الشراء للشركة س:

المطلوب: علق على وضعية المؤسسة من حيث تعرضها لخطر الصرف.



الحالة العملية رقم (02):

عرض نتائج مناقصة دولية أعلنت عنها شركة CI-ENERGIES في دولة ساحل العاج لإنجاز خط ثاني لنقل الكهرباء على مسافة 128 كم.



REPUBLIQUE DE COTE D'IVOIRE
UNION-DISCIPLINE-TRAVAIL

REPUBLIQUE DE COTE D'IVOIRE
Union – Discipline – Travail
MINISTÈRE DU PÉTROLE, DE L'ÉNERGIE ET
DU DÉVELOPPEMENT DES ÉNERGIES RENOUVELABLES



GRUPE DE LA BAD



ACCORD DE Prêt BAD N° 200020000551 du 20/12/2016

PUBLICATION DES RESULTATS DE L'APPEL D'OFFRES INTERNATIONAL N° T 672 / 2016 RELATIF AUX TRAVAUX DE CONSTRUCTION DE LA DEUXIEME LIGNE 225 kV SOUBRE-SAN PEDRO ET EXTENSION DES POSTES DE SOUBRE ET DE SAN PEDRO

Nom du Projet : PROJET DE RENFORCEMENT DES RESEAUX DE TRANSPORT ET DE DISTRIBUTION (PRETD)

Numéro d'appel d'offres de l'Emprunteur : N° T 672 / 2016 (T 03/AAA /PRETD/2016)

Date de réception par la Banque du projet de DAO : 26 avril 2016

Date d'approbation par la Banque du DAO : 19 août 2016

Date d'émission du DAO : 30 août 2016

Méthode d'acquisition : Appel d'Offres International (AOI)

Préférence nationale : Non

Préférence régionale : Non

Date d'affichage : 03 octobre 2018

Date limite de remise des offres : 16 décembre 2016

Date d'ouverture des offres : 16 décembre 2016

Date de réception par la Banque du rapport d'évaluation des offres initial : 07 avril 2017

Date de réception par la Banque du rapport d'évaluation des offres révisé : 14 août 2018

Date d'approbation par la Banque de l'évaluation : 03 octobre 2018

LOT 3 : Travaux de création d'une 2ème ligne 225 kV (128 km) Soubré-San Pedro

Nom de l'attributaire par Marché : : KEC INTERNATIONAL LIMITED

Nationalité : Indienne

Adresse : RPG House, 1st Floor, 463, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400030, India

Tél : +91-22-6667 0200

E-mail: melyappank@kec2og.com

Prix du Marché : : 7 936 771 USD et 1 321 742 980 F CFA

Durée d'exécution du Marché : 18 mois

Résumé de l'objet du Marché attribué: LOT 3 : Travaux de création d'une 2ème ligne 225 kV (128 km) Soubré-San Pedro

Nombre total de soumissionnaires : 14

1- Soumissionnaires dont les offres ont été évaluées pour le LOT 3

المطلوب: عن ماذا تعبر الوثيقة السابقة؟

- ما طبيعة خطر الصرف الذي يهدد المؤسسات الأربعة عشر بتاريخ 16 ديسمبر 2016؟

- ما طبيعة خطر الصرف الذي يهدد مؤسسة KEC INTERNATIONAL LIMITED بعد تاريخ

03 أكتوبر 2018.

- أحسب المبلغ المعرض لخطر الصرف.

- إذا طلب منك تسجيل العملية في يومية المؤسسة ما هي القيود المناسبة التي يجب اثباتها.

الأهداف التعليمية

الهدف العام:

- التعرف على الطرق المختلفة التي تسمح بتقييم خطر الصرف.

الأهداف الفرعية:

- التعرف على كيفية اعداد جدول وضعية صرف.
- التعرف على الأنواع المختلفة لوضعية الصرف.
- التحكم في تقنيات التنبؤ بأسعار الصرف.
- التعرف على كيفية معرفة طريقة التعرف على خصائص خطر الصرف
- التعرف على مختلف الطرق المستخدمة في تقييم مخاطر السوق والتأقلم معها.

محتوى الفصل

أولاً- مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها

3. وضعية صرف الصفقة

4. وضعية صرف التحويل

5. وضعية الصرف الاقتصادية

ثانياً- طرق التنبؤ بأسعار الصرف

4. التنبؤ باستخدام التحليل الأساسي

5. التنبؤ باستخدام التحليل الفني

ثالثاً- بعض الطرق المستخدمة لقياس خطر الصرف

1. الانحراف المعياري

2. معامل الاختلاف

3. القيمة المعرضة للخطر

أسئلة، تمارين وحالات عملية

تبين لنا مما سبق، أن كل مؤسسة تقوم بمعاملات تنتج عنها تدفقات نقدية بالعملة الأجنبية في المستقبل العاجل أو الآجل، تكون عرضة لخطر الصرف بسبب عدم علمها المسبق بسعر الصرف الذي سيكون أساسا لتحويل هذه التدفقات من العملة الأصلية إلى العملة المرجعية للمؤسسة. ويصبح لزاما على هذه المؤسسات، أن تأخذ بسبل الحيلة للحد من الآثار السلبية المحتمل حدوثها بسبب التغيرات غير الملائمة.

وللتمكن من التعامل بشكل لائق مع هذا الخطر، يجب أن تعلم المؤسسة بشكل واضح طبيعة الخطر الذي تواجهه، وأن تحدد بدقة حجم الأصول والديون المعرضة له، وبدون ذلك لا يمكن الجزم بعقلانية الإجراءات المتخذة من قبلها. إجمالي ما سبق ذكره يمكن تبسيطه في جملة واحدة هي إعداد وضعية الصرف وتقدير التغيرات المحتملة في سعر الصرف وأثرها على وضعية المؤسسة وحساباتها.

أولا- مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها: تتفرع وضعية صرف المؤسسة حسب العمليات المنشأة لها إلى ثلاثة أنواع رئيسية، وضعية صرف الصفقة، وضعية صرف التحويل وأخيرا وضعية الصرف الاقتصادية، وهذا التقسيم له علاقة بأنواع خطر الصرف، فلكل خطر وضعية معينة وطريقة مختلفة في الحساب والإعداد وهو ما نحاول التطرق إليه في هذا المطلب.

1- وضعية صرف الصفقة: إن التسمية التي أعطيت لهذه الوضعية استمدت من طبيعة العمليات التي تؤخذ بعين الاعتبار لحسابها وتكون عرضة لخطر الصرف، وتمثل هذه العمليات في الصفقات التجارية والمالية التي تعقدتها المؤسسة بعملة تختلف عن عملتها المحلية. وفيما يلي تعريف لهذه الوضعية وطريقة إعدادها.

1-1- تعريف وضعية صرف الصفقة: تعرف وضعية صرف الصفقة أو مركز الصرف أنها الوثيقة التي تتولى مهمة جرد المبالغ بالعملات الأجنبية، المستحقة والواجبة الدفع، والناجحة عن الالتزامات المختلفة للمؤسسة المتعلقة بمشترياتها ومبيعاتها ومعاملاتها المالية بالعملة الأجنبية²، أو أنها الفرق الموجب أو السالب بين الذمم والالتزامات بالعملة الأجنبية³، وعليه فإن الهدف من إعداد وضعية الصرف هو تبيين الرصيد المعرض لخطر الصرف. وتعتبر وضعية الصرف وثيقة تعد من قبل جهات مختصة غالبا ما تكون دائرة أو مصلحة المالية والمحاسبة في المؤسسة، في شكل جدول يلخص ويوجز كل العمليات التي أبرمتها المؤسسة بالعملة الأجنبية لإعطاء صورة دقيقة عن المبلغ الفعلي المعرض لخطر الصرف.

-مثال 01: إذا قامت مؤسسة بتصدير ما قيمته 1.000.000 دولار من السلع وفي الوقت نفسه قامت باستيراد ما قيمته 1.500.000 دولار من المواد الأولية، نجد أن وضعية الصرف هي الفرق بين المبلغين:

$$1.500.000 - 1.000.000 = 500.000 \text{ دولار}$$

وما دام أن وضعية الصرف هي الفرق بين رقمين (طرح الديون من الذمم) فانه ينتج عن هذه العملية حالتين:

²J.Jobard et P.Gregory : "Précis de gestion", édition Dalloz, Paris, 1995, p297.

³Yaïci Farid : "Précis de Finance Internationale, avec Exercice Corrigés", édition ENAG, Alger, 2008, p92.

الحالة الأولى: الوضعية الصرفية وتنتج عندما يكون الرصيد مساويا للصفر، أي عندما تكون الذمم مساوية للديون.

الحالة الثانية: في هذه الحالة الرصيد يكون إما موجبا أو سالبا، فإذا كان الفرق موجبا نكون أمام وضعية طويلة وهي ناتجة بطبيعة الحال عن كون الذمم أكبر من الديون، أما إذا كان الفرق سالبا، فنكون أمام وضعية قصيرة.

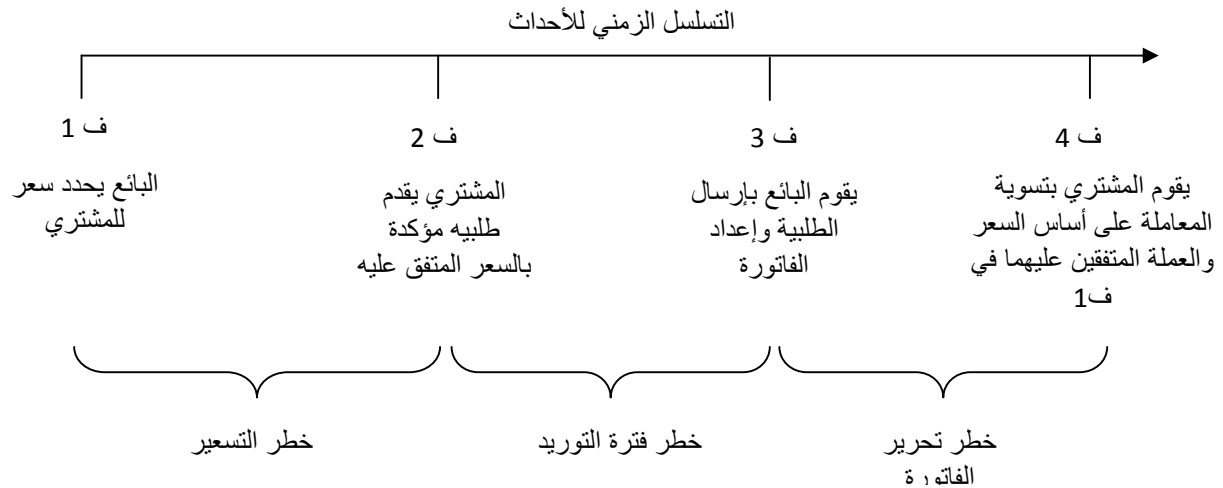
1-2- طريقة إعداد وضعية الصرف: لإعداد وضعية الصرف، يجب أولا تحديد العملات الأجنبية المعنية، العمليات الواجب إحصاؤها، تحديد المدى الزمني للعملية، وأخيرا إعداد جدول وضعية الصرف.

أ- تحديد العملات المعنية بوضعية الصرف: إن تعدد العملات الأجنبية التي تتعامل بها المؤسسة مرتبط بتعدد نشاط المؤسسة الدولي وتشابك علاقاتها وامتداد مصالحها، فالملاحظ أنه كلما زاد هذا النشاط زاد عدد العملات المتعامل بها، وكلما أنخفض الخفض العدد. وهذا يعني أن المؤسسة لا تقوم بإعداد وحساب وضعية صرف واحدة، وإنما تقوم بإعداد وضعيات صرف يتناسب عددها مع عدد العملات الأجنبية المستخدمة من قبلها.

ب- العمليات الواجب إحصاؤها: إن إشكالية الاعتماد على ما هو مسجل محاسبيا فقط كعمليات يتم ادراجها ضمن جدول وضعية الصرف، أو الأخذ بعين الاعتبار العمليات التي لم تسجل بعد (الطلبات) أو تلك التي يعتبر احتمال حدوثها في المستقبل عالي، يطرح كثيرا لدى المكلف بإدارة خطر الصرف.

ولتوضيح الفكرة السابقة نأخذ التسلسل الزمني للأحداث المرافقة لعملية تجارية والتي يمكن تلخيصها في الشكل التالي:

الشكل رقم 4-01: مراحل خطر صرف الصفقة



Source : David Eiteman et Autres : "Gestion et Finance Internationals", traduction Michel-Henry Bouchet, et autres, 10^{ème} édition, Pearson Education, 2004, p197.

من خلال الشكل يتبين لنا أن خطر صرف الصفقة يظهر أولا في شكل خطر تسعير، الذي ينتج عن احتمال تغير سعر الصرف ما بين الفترة التي قدمت فيها المؤسسة السعر بالعملة الأجنبية والفترة التي يقرر فيها المشتري تقديم الطلبية. وثانيا، في شكل خطر التوريد، الذي يعبر عن إمكانية تغير سعر الصرف ما بين فترتي

تقديم الطلبية وإعداد الفاتورة. وأخيراً، في شكل خطر فوترة، ينشأ نتيجة لاحتمال تغير سعر الصرف الذي اعتمدت عليه المؤسسة للإعداد الفاتورة والسعر الذي يكون أساس التسوية المالية لها.

فبالنسبة للوضعية التي تعتمد على الوثائق المحاسبية، فهي تُعدُّ على أساس معلومات الفترة الثالثة، بمعنى أنّها لا تأخذ بعين الاعتبار الفترتين السابقتين ولا أسعار الصرف المسجلة فيهما. ويرجع ذلك، إلى أن المعالجة المحاسبية لخطر الصرف تقتضي بأن يؤخذ سعر الصرف المدون في تاريخ إعداد وثيقة الجمركة أو تحرير الفاتورة، لوجود أثر يستطيع المحاسب أن يبرر من خلاله كتاباته المحاسبية¹.

أما بالنسبة للمؤسسات التي تود أن تدير خطر الصرف بشكل فعال فنجدتها تهتم بالعمليات السابقة لمرحلة الفوترة (حتى قبل حصولها على الطلبية)، مستندة من جهة على دراسات السوق التي تقوم بها مصلحة التسويق، ومن جهة أخرى إلى وجود احتمال تأثير سعر الصرف على العملية حتى قبل تقييد العملية محاسبياً. وتبعاً لما سبق، تقوم بعض المؤسسات بإعداد وضعية الصرف منذ تقديم الطلبية الثانية والبعض الآخر منذ ظهور احتمال حدوث العملية الفترة الأولى.

ج- المدة الزمنية للمعلومات الواجب إحصائها: على العموم، لا توجد قاعدة عامة لتحديد الفترة التي يتوقف عندها المكلف بإدارة خطر الصرف عن جمع المعلومات. فهذه المدة ترتبط بعوامل عدة تبدأ بطبيعة النشاط التجاري للمؤسسة، وتنتهي بالمدد المتداولة في المنتجات الموجهة للتحوط من خطر الصرف. فإذا كانت المؤسسة مثلاً تستخدم مرشد الأسعار، في مبيعاتها فيظهر بديها أن المدة التي يعتمد عليها لتحديد العمليات المدرجة في وضعية الصرف، لا يجب أن تقل عن المدة التي تنوي المؤسسة الحفاظ ضمنها على هذه الأسعار. كما أن المؤسسة تُعَفَى على سبيل المثال، من إدراج التدفقات النقدية المستقبلية في المدى المتوسط والطويل عند إعداد وضعية الصرف، إذا كانت تقنيات التحوط في هذين المديين غير متوفرة في سوق الصرف، باعتبار أنّها لا تملك قدرة التأثير على هذه التدفقات.

د- إعداد جدول وضعية الصرف: هناك طريقة لعرض المبالغ المعرضة لخطر الصرف لها أبعاد ديناميكية تحاول محاكاة وضعية المؤسسة وفقاً لتقلبات أسعار الصرف. النموذج الموالي يعتبر أكثر حيوية وديناميكية ويتوافق مع رغبة المؤسسة في تبني سياسة التحوط الاختيارية، لهذا نجده يدرج عمليات كثيرة. فمن خلال الجدول التالي يمكن ملاحظة ما يلي:

- جرت العادة أن يتم إدراج الإشارة الموجبة (+) عندما يتعلق بمعاملة تؤدي إلى تدفق نقدي داخل للمؤسسة وإشارة سالبة (-) عندما ينتج عن المعاملة تدفق نقدي خارج المؤسسة.

- العمليات التي تخلق وضعية صرف تتبع من ثلاثة تدفقات:

- تدفقات أكيدة ومحددة كإرسال الطلبية، بيع وشراء السلع والإقراض والاقتراض؛

¹بوعظم كمال وزيات عادل: "خطوات تشخيص خطر الصرف في المؤسسة"، المؤتمر الوطني الأول حول التشخيص المالي في المؤسسة الاقتصادية، يومي 23/22 ماي 2012، المركز الجامعي سوق أهراس، ص 14.

- تدفقات محتملة مرتبطة بنشاط المؤسسة كالتفاوض على بعض العمليات والبيع بواسطة مرشد أسعار؛
تدفقات محتملة شرطية كتقديم عرض بالعملة الأجنبية.

الجدول رقم 4-01: جدول وضعية صرف الصفقة

العملة الأجنبية GBP				العملة الأجنبية USD				
القيمة المقابلة بالعملة المحلية			ر.ب.	القيمة المقابلة بالعملة المحلية			ر.ب.	
%5-	%5+	سعر صرف اليوم		%5-	%5+	سعر صرف اليوم		
								العمليات التجارية * طلبيات - شراء + بيع * تحرير الفاتورة + زبائن - موردين * عمليات تجارية أخرى ± حقوق الاختراع البيع وفق مرشد أسعار + * المفاوضات ±
								خطر الصرف التجاري 1
								* العمليات المالية الإقراض (التوظيف) + - الاقتراض
								خطر الصرف المالي 2
								* تقنيات التحوط ± الصرف الآجل التسيقات بالعملة الأجنبية + ± الخيارات
								وضعية الوسائل المالية 3
								وضعية الصرف 3+2+1 نسبة التحوط

Source : Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah : "la Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", 2^{ème} édition Economica, Paris, 1992, p125.

-يحدد الجدول ثلاث أشكال مختلفة من المعاملات بحيث ان كل منها يرتبط بنوع معين من خطر الصرف، فالجموعتين الأولى والثانية تخلفان على التوالي كل من خطر الصرف التجاري وخطر الصرف المالي، ومعا يشكلان خطر صرف الصفقة. المجموعة الأخيرة تعبر عن رد فعل المؤسسة لمواجهة خطر الصرف، وتضم بالتالي كل العمليات المستخدمة للتحوط من هذا الخطر. ويجمع كل العمليات السابقة نحصل على وضعية الصرف الإجمالية للمؤسسة.

-يعمل الجدول السابق كلوحة قيادة توفر للمسير معلومات هامة تتعلق بحساسية وضعية الصرف لحركة الأسعار، فالسيناريوهات التي يمكن قراءتها تتعلق بحدوث ارتفاع أو انخفاض في سعر الصرف بنسبة 5% وتأثير ذلك على وضعية المؤسسة، كما انه يسمح برصد كل تطور (إيجابي كان او سلبي) يحدث في وضعية الصرف، وكيفية تأثيره على سيولة المؤسسة، وبذلك فهو يعتبر أداة هامة ومساعدة في اتخاذ القرار السليم.

-يوفر الجدول معلومات مهمة للإدارة العليا، ومصلحة المراجعة لتقييم جهد المكلف بإدارة خطر الصرف ومدى التزامه بالسياسة المعتمدة، والحدود المسطرة خصوصا فيما يتعلق بالمبالغ، العملات، تقنيات التحوط المستعملة، الآجال ونسبة التحوط.

ه- اختلاف آجال استحقاق الديون والذمم: إن امتداد نشاط المؤسسة واحتياجاتها عبر الزمن يجعل آجال استحقاق وتحصيل الديون والذمم بالعملة الأجنبية تختلف هي الأخرى. فإذا ما تم إعداد وضعية صرف جامعة لكل العمليات غير المتماثلة في تواريخ الاستحقاق والتحصيل، أصبح الجدول غير مفيد للقائم على إدارة خطر الصرف خصوصا عند اتخاذ قرار التحوط.

-مثال 02: نفترض مؤسسة "س" قامت بتصدير منتجاتها لكل من الصين واليابان بقيمة 90 ألف دولار و 45 ألف دولار مع العلم أنها منحت ائتمان تجاري للعميل الصيني بـ 90 يوم وللعميل الياباني بـ 180 يوم، في المقابل قامت باستيراد مواد أولية من عميلين في الولايات المتحدة الأمريكية. الصفقة الأولى تقدر قيمتها بـ 70 ألف دولار تستحق بعد 30 يوم والثانية بقيمة 65 ألف دولار تستحق بعد 180 يوم.

المطلوب: تحديد وضعية صرف المؤسسة "س".

الحل: إذا أخذنا بعين الاعتبار المبالغ بدون التمييز بينهم بحسب أجل الاستحقاق فسوف نحصل على وضعية معاكسة للحقيقة وتعطي معلومات خاطئة لمدير المخاطر.

الجدول رقم 4-02: وضعية صرف المؤسسة س

أصول	المبلغ	الديون	المبلغ
ذمة لـ 90 يوم	90	دين لـ 90 يوم	70
ذمة لـ 180 يوم	45	دين لـ 180 يوم	65
مجموع الذمم	135	مجموع الديون	135

يظهر تجميع البالغ دون الأخذ بعين الاعتبار آجال الاستحقاق تساوي مجموع الذمم (135) ومجموع الديون (135)، وهو ما يعني وجود تحوط طبيعي داخل المؤسسة وعدم تعرضها لخطر الصرف وهو أمر خاطئ تماما إذا أخذنا بعين الاعتبار أسعار الصرف المسجلة في كل من أجل 90 يوم وأجل 180 يوم والتي ستكون بالتأكيد مختلفة تماما، مما يجعل قيمة المبالغ الدائنة لا تغطي قيمة المبالغ المدينة. لهذا يصبح الأخذ بعين الاعتبار الآجال أمرا ضروريا للحصول على نظرة سليمة وصحيحة حول المبالغ المعرضة لخطر الصرف.

الجدول رقم 4-03: وضعية صرف المؤسسة س حسب أجل الاستحقاق

أجل الاستحقاق 180 يوم		أجل الاستحقاق 90 يوم	
الأصول	الديون	الأصول	الديون
الذمم 45	الديون 65	الذمم 120	الديون 80
وضعية الصرف ل 180 يوم مدينة ب 60		وضعية الصرف ل 90 يوم دائنة ب 40	

الوضع الجديد للمؤسسة المحسوب على أساس آجال الاستحقاق يُظهر أن هناك مبلغ يقدر ب 40 وحدة كذمم من جهة ومبلغ 60 كديون من جهة أخرى معرض لخطر الصرف. انطلاقا مما سبق، ولتحسين أداء إدارة خطر الصرف، يجب على المؤسسة أن تقوم بإعداد وضعية صرف بحسب أجل الاستحقاق ولكل عملة على حدى.

وأخذا بعين الاعتبار كثرة آجال الاستحقاق وتقارب معظم العمليات زمنيا، أصبحت المؤسسات عادة تبوب المعاملات ضمن مدد نمطية مثل شهر فما أقل وبين ثلاثة وستة أشهر وأكثر من ستة أشهر¹ كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-04: آجال الاستحقاق لوضعية الصرف

العمليات	أجل الاستحقاق					
	أقل من شهر	شهرين	من 1 إلى 3 أشهر	من 2 إلى 3 أشهر	من 3 إلى 6 أشهر	من ستة أشهر إلى سنة
I العمليات التجارية + ذمم - ديون						
وضعية الصرف على العمليات التجارية I						
III العمليات المالية + إقراض (توظيف) - اقتراض						
وضعية الصرف على العمليات المالية II						

¹Laurence abadie et Catherine Mercier-Suissa, op.cit, p104.

						III وسائل التحوط + وضعية طويلة (شراء العملة الأجنبية الآجل، شراء خيارات... الخ) - وضعية قصيرة (بيع الآجل شراء خيارات بيع... الخ)
						الوضعية الصافية III+II +I

Source : Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah : "la Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", 2^{ème} édition Economica, Paris, 1992, p126.

1-3- تأثير تغيرات أسعار الصرف على وضعية الصرف:

يمكن تلخيص أثر تغيرات أسعار الصرف على الأشكال المختلفة لوضعية صرف في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-05: أثر تغير سعر الصرف على وضعية الصرف

ارتفاع سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية)	انخفاض سعر الصرف (ارتفاع قيمة العملة المحلية)	طبيعة التغير الوضعية
خسائر صرف	أرباح صرف	الوضعية الطويلة
عدم وجود تأثير	عدم وجود تأثير	الوضعية الصفرية
أرباح صرف	خسائر صرف	الوضعية القصيرة

Source : François Gauthier : " Relations économiques internationales", Presses Université Laval, 1992, p393.

1-4- تقدير حساسية وضعية المؤسسة لتغيرات أسعار الصرف: بعد أن يقوم مدير المخاطر بحساب وضعية الصرف وحصر الخطر ضمن معلّتي حجم التغير واحتمال الحدوث يكون لديه تصور جيد لدرجة الخطر الذي يهدد المؤسسة، وحتى يتمكن من إبقاء هذا الخطر ضمن فئة المخاطر المقبولة، يجب أن يقوم بدراسات الحساسية من خلال وضع بعض السيناريوهات التي يتغير فيها سعر الصرف صعودا ونزولا بنسبة معينة ومحددة (5 أو 10%) وتحديد الأرباح والخسائر التي تنتج عن ذلك، وهنا يكون بحاجة الى تحديد سعر الصرف المتوسط الذي يعبر عن مختلف أسعار الصرف المستخدمة في معاملات المؤسسة خلال الفترة التي تم فيها التجميع.

-مثال 03: نفترض المؤسسة الجزائرية Sygma قامت بالعمليات التالية:

حصول المؤسسة في 10-01-2017 على قرض بقيمة 35.000 دولار من بنك CPA بمعدل فائدة سنوي 5% يستحق لسنتين على دفعات سداسية تقدر ب 9.625 دولار من ضمنها 875 دولار فوائد.
في 10-11-2017 شراء آلة من اليابان بقيمة 90.000 دولار التسوية بعد تسعة أشهر.
في 01-02-2018 شراء مواد أولية من سنغافورة بقيمة 24.000 دولار التسوية بعد خمسة أشهر.
في 03-02-2018 تصدير منتجات الى المغرب بقيمة 45.000 دولار التسوية بعد ستة أشهر.
في 05-02-2018 شراء آلة من كندا بقيمة 85.000 دولار التسوية بعد خمسة أشهر.
في 15-02-2018 قامت بتصدير منتجات الى إيطاليا بقيمة 19.000 دولار التسوية بعد خمسة أشهر.

إذا علمت أن أسعار الصرف كانت كالتالي:

USD/DZD=110.1230-120.00502017-01-10

USD/DZD=115.2330-125.13502017-11-10

USD/DZD=119.8430-128.99502017-12-31

USD/DZD=123.0330-131.13502018-02-01

USD/DZD=125.0000-134.92102018-02-03

USD/DZD=125.2530-135.23002018-02-05

USD/DZD=126.1120-135.93002018-02-15

المطلوب:

-احسب وضعية صرف المؤسسة بتاريخ 15-03-2018.

-قدر حساسية وضعية المؤسسة عندما يتغير سعر الصرف بنسبة 10% وأن سعر الصرف بتاريخ 2018/03/15

كان:

USD/DZD=127.5430-137.04502018-03-15

الحل:

حساب وضعية الصرف: من أجل حساب وضعية الصرف يجب القيام بما يلي:

أ-تحديد عدد العملات المتعامل بها: من خلال معطيات المثال نلاحظ أن المؤسسة تتعامل بعملة واحدة وهي

الدولار الأمريكي وبالتالي يجب القيام بإعداد جدول وضعية صرف خاص بهذه العملة.

ملاحظة: إذا كانت المؤسسة تتعامل بأكثر من عملة فكان من الواجب إعداد وضعية صرف خاصة بكل عملة

تتعامل بها المؤسسة.

ب-تحديد آجال استحقاق: يجب تحديد آجال الاستحقاق لمختلف العمليات التي قامت بها المؤسسة من أجل

تجميعها في آجال نمطية كما هو موضح في جدول "آجال الاستحقاق لوضعية المؤسسة"، شهر، من شهر الى

شهرين، من شهرين الى ثلاثة أشهر.... الخ.

-بالنسبة للعملية الأولى: عملية الاقتراض نلاحظ أن آجال استحقاق للدفعات هي كالتالي:

الدفعة الأولى في 10-07-2017، الدفعة الثانية في 10-01-2018، الدفعة الثالثة في 10-07-2018 الدفعة

الرابعة في 10-01-2019.

-العملية الثانية: أجل الاستحقاق هو 10-08-2018.

-العملية الثالثة: أجل الاستحقاق هو 01-07-2018.

-العملية الرابعة: أجل الاستحقاق هو 03-08-2018.

-العملية الخامسة: أجل الاستحقاق هو 05-07-2018.

-العملية السادسة: أجل الاستحقاق هو 15-07-2018.

ج-تبويب آجال الاستحقاق المختلفة ضمن الآجال النمطية: ابتداء من تاريخ 15-03-2018 نلاحظ أن كل آجل الاستحقاق تقع في الآجال النمطية من ثلاثة الى ستة أشهر، الا الدفعة الأخيرة للقرض التي تقع من ستة أشهر الى سنة. على أساس ذلك سيتم اعداد وضعية صرف بتاريخ 15-03-2018 لأجل من ثلاثة الى ستة أشهر ومن ستة أشهر الى سنة.

د-حساب سعر الصرف المتوسط: من أجل تجميع العمليات في مدد نمطية يجب القيام قبل ذلك بحساب سعر صرف متوسط لمجموع العمليات التي قامت المؤسسة بتجميعها في مدد معيارية وكذا حسب طبيعتها، ويتم حساب سعر الصرف المتوسط بالشكل التالي:

حيث أن:

CC_m هو عبارة عن سعر الصرف المتوسط.

Op هو عبارة عن العملية التجارية أو المالية بالنقد الأجنبي.

Cc سعر الصرف الذي أنجزت على أساسه العملية.

-عمليات التصدير: في عمليات التصدير لدينا عمليتين الأولى بمبلغ 45.000 دولار أنجزت على أساس سعر صرف 125.000 دج لكل 1 دولار والثانية بقيمة 19.000 دولار أنجزت على أساس سعر صرف 126.112 دج لكل 1 دولار. المبلغ الذي سوف يسجل في وضعية الصرف هو 64.000 دولار أما سعر الصرف المقابل للعمليتين فسيحسب بالشكل التالي:

-عمليات الاستيراد: في عمليات الاستيراد لدينا ثلاثة عمليات بأسعار صرف مختلفة، ومثلها مثل عمليات التصدير يجب أن نقوم بحساب سعر الصرف المتوسط من أجل تسجيلها في وضعية الصرف ولكن قبل ذلك يجب الإشارة الى أن العملية الثانية تمت في سنة 2017، وهو ما يعني أن الدين بالنقد الأجنبي أعيد تقييمه في نهاية السنة على أساس سعر صرف الاغلاق، لهذا عند تسجيل هذه العملية في جدول وضعية الصرف يتم تجاهل سعر الصرف الأول واستخدام سعر الاغلاق في نهاية السنة، وهذه القاعدة تنطبق على كل عملية تمتد لأكثر من دورة محاسبية. بالنسبة لسعر الصرف المتوسط يتم حسابه بالشكل التالي:

-العمليات المالية: بالنسبة للعمليات المالية فهي لا تحتاج الى حساب سعر الصرف المتوسط على أساس أنها عملية مفردة في أجل من ثلاثة الى ستة أشهر وفي أجل من ستة أشهر الى سنة، يجب الإشارة أيضا الى ضرورة استخدام سعر صرف الاغلاق في 2017-12-31 عوض سعر الصرف في 2017-01-15 على أساس أنها أيضا تمتد في دورتين مختلفتين.

الجدول رقم 4-06: جدول وضعية صرف المؤسسة Sygma بالدولار الأمريكي في 2018-04-15

من ستة الى اثني عشر شهر		من ثلاثة الى ستة أشهر		الأجال
سعر الصرف	المبالغ	سعر الصرف	المبالغ	
		125.3301	64000	عمليات التصدير
		131.9163	(199000)	عمليات الاستيراد
		135.0386	(135000)	الوضعية التجارية
128.9950	(9625)	128.9950	(9625)	اقراض اقتراض
		128.9950	(9625)	الوضعية المالية
		134.6364	144625	وضعية الصفقة الصافية
				الشراء الآجل
				البيع الآجل
				عمليات التحوط
137.0450		137.0450		سعر الصرف في 2018-03-15
128.9950	9625	134.6364	144625	الوضعية الاجمالية

ملاحظة: نشير هنا الى أننا استخدمنا سعر الصرف البائع في سعر الصرف في 2018-03-15 بسبب أن وضعية الصرف التي تم حسابها هي وضعية قصيرة. كما أن سعر الصرف المستخدم في وضعية الصفقة الصافية او الاجمالية يمثل متوسط سعر الصرف المستخدم في كل من وضعية الصرف التجارية ووضعية الصرف المالية.

ب-تقدير حساسية وضعية صرف المؤسسة س لتغير في سعر الصرف بـ 10%: لدينا أجلين:

- بين ثلاثة وستة أشهر: يتم تقدير حساسية وضعية المؤسسة لتغيرات أسعار الصرف بنسبة معينة بالشكل التالي:

- في حالة ارتفاع سعر الصرف بـ 10%:

$$=(134.6364*144625)-(1.1*137.0450)*144625$$

$$= (2330357.09)$$

- في حالة انخفاض سعر الصرف بـ 10%:

$$=(134.6364*144625)-(0.9*137.0450)*144625$$

$$= 1633669.53$$

نلاحظ من خلال النتائج أن وضعية صرف المؤسسة تحقق خسارة بقيمة 2330357.09 دج في حالة ارتفاع سعر الصرف وبيع بـ 1633669.53 دج في حالة انخفاض سعر الصرف.

- بين ستة أشهر وسنة: نجدان وضعية صرف المؤسسة تحقق خسارة بقيمة 155088.59 دج في حالة ارتفاع سعر الصرف بـ 10% وتحقق ربح بـ 108723.04 دج في حالة انخفاض سعر الصرف بـ 10%.

2- وضعية صرف التحويل: تواجه المؤسسات متعددة الجنسيات أو المؤسسات ذات الامتداد الدولي العديد من المشكلات المتعلقة بأنشطتها ومعاملاتها الدولية وطريقة تقييم فروعها. فالقوائم المالية لتلك الفروع، تفرز خليطاً من القيم المالية غير المتجانسة التي يتم التعبير عنها بعملات أجنبية مختلفة مما يتطلب ترجمة لتلك القوائم المالية من العملة الأصلية إلى عملة الدولة التي يقع داخل إقليمها المركز الرئيسي للمؤسسة، حتى يمكن دمجها مع بعضها البعض في قوائم مالية موحدة للمجموعة ككل. وعند القيام بعملية توحيد القوائم المالية يظهر نوعاً خاص من مخاطر الصرف يعرف بخطر التحويل. إذا في هذه النقطة سنحاول التعريف بعملية تجميع الميزانيات بطرقها المختلفة وأخيراً بخطر الصرف الذي ينتج عنها.

1-2- مفهوم عملية توحيد الميزانيات: يفرض القانون على كل مؤسسة تمارس شكل معين من أشكال السيطرة على مؤسسات أخرى (أجنبية كانت أو محلية) القيام في نهاية السنة المالية بتوحيد حسابات المؤسسات التي تسيطر عليها مع حساباتها¹، بحيث تؤدي هذه العملية في النهاية إلى إظهار تلك القوائم وكأنها خاصة بمؤسسة واحدة.

ولقد تم تحديد المفاهيم المتعلقة بعملية توحيد القوائم المالية في المعيار المحاسبي الدولي رقم 27 "القوائم المالية الموحدة" و IFRS3، وتم ضمن هاذين المعيارين توضيح ما يلي:

- المؤسسة الأم هي المؤسسة التي تملك فرع أو مجموعة من الفروع؛
- الفرع هو كل مؤسسة مسيطر عليها من مؤسسة أخرى (المؤسسة الأم)؛
- المجموعة هي المؤسسة الأم وفروعها؛
- القوائم المالية الموحدة هي القوائم المالية للمجموعة المعروضة كقائمة مؤسسة واحدة؛
- عرفت السيطرة² بأنها مقدرة المؤسسة على استخدام أو توجيه استخدام أصول مؤسسة أخرى لاكتساب منافع اقتصادية.

وتقس عملية التوحيد الفروع بمختلف أنواعها سواء كانت محلية أو أجنبية. وعندما يتعلق الأمر بعملية توحيد بفروع أجنبية تصبح هذه العملية يجب أن تبدأ بعملية ترجمة للقوائم المحاسبية من العملة الأصلية التي

¹C.Maillet-Baudrier et A.Lemanh : "Normes Comptables Internationales, IAS/IFRS", édition Berti, Alger, 2007, p151.

²راغب الغصين: "المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون البيانات المالية الموحدة والمحاسبية عن الاستثمارات في شركات تابعة"، جمعية المحاسبين القانونيين السوريين، متوفر في موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط التالي: www.kantakji.com/media/2983/ias27.doc، تاريخ الاطلاع 2013-01-25.

أعدت على أساسها، إلى عملة المؤسسة الأم. ولقد عُرِفَت عملية ترجمة القوائم المالية بأنها إجراء يقصد منه ترجمة القوائم المالية المعدّة بعملة أجنبية، لأحد الفروع الخارجية أو المؤسسات الأجنبية التابعة، إلى قوائم مالية مُعدّة بعملة القوائم المالية من أجل توحيدها مع القوائم المالية للمؤسسة³ وهناك طرق متنوعة للقيام بهذه العملية وهو ما نحاول توضيحه في النقطة اللاحقة.

2-2- طرق ترجمة القوائم المحاسبية: هناك أربعة طرق يمكن استخدامها في ترجمة القوائم المالية للفروع قصد توحيدها مع قوائم المؤسسة الأم، ويكمن الاختلاف بين هذه الطرق في نظرتهم وتصنيفهم للأصول والالتزامات التي يتم ترجمتها، وما هو سعر الصرف الملائم لهذه العملية والواجب استخدامه، وبعبارة أخرى هل يجب استعمال السعر الجاري (الإقفال) أو السعر التاريخي⁴.

أ- طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة: يتم ترجمة حسابات المؤسسة حسب هذه الطريقة كالتالي:

- تحويل الأصول والخصوم المتداولة على أساس سعر الصرف الجاري يوم اعداد الحسابات (31 ديسمبر في العادة)؛

- تحويل كافة الأصول الأخرى وحقوق المساهمين (الأصول غير المتداولة) على أساس سعر الصرف التاريخي² (سعر الصرف الذي كان أساس لتسجيل هذه العمليات في محاسبة الفرع)؛

- تحويل بنود قائمة الدخل على أساس متوسط سعر الصرف السائد خلال الدورة المحاسبية الا فيما يخص البنود التي لها علاقة بشكل مباشر مع بنود الميزانية فيتم ترجمتها على أساس سعر الصرف المستخدم في ترجمة بنود الميزانية المرتبطة بها.

-مثال 04: نفترض أن شركة Sumsung الكورية لديها فرع في الجزائر يدعى سامسونغ الجزائر منذ سنة 2012، وفي نهاية سنة 2017 ظهرت ميزانية هذا الفرع كالتالي:

الجدول رقم 4-07: ميزانية شركة سامسونغ الجزائر في 2017-12-31

الوحدة: مليون دج

الخصوم			الأصول		
المبلغ	البيان	ح/	المبلغ	البيان	ح/
	رؤوس الأموال الخاصة			أصول غير جارية	
700	راس المال	101	15	فارق الاقتناء goodwill	207
30	علاوات واحتياطات	104	300	أصول معنوية	20
15	فوارق إعادة التقييم	105	450	أصول عينية أراضي ومباني	21
75	نتيجة صافية	12	120	أصول مالية أخرى	27
820	المجموع		885	مجموع الأصول غير الجارية	
	الخصوم غير الجارية			أصول جارية	

³ نفس المرجع، ص15.

⁴ أحمد بسيوني شحاتة وعبد الوهاب نصر علي: "المحاسبة المالية المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص359.

² أحمد بسيوني شحاتة وكمال الدين الدهراوي: "المحاسبة المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص313.

300	16	قروض وديون مالية	110	30	مخزونات البضائع
25	134	ضرائب مؤجلة	250	31	المواد الأولية واللوازم
100	229	ديون أخرى غير جارئة	125	41	الزبائن
425		مجموع الخصوم غير الجارية	25	44	الضرائب وما شابهها
		الخصوم الجارية	15	501	الحصص في المؤسسات المرتبطة
170	40	موردون وحسابات ملحقه	155	512	حسابات البنوك الجارية
110	419	ديون أخرى			
40	519	خزينة سلبية			
320		مجموع الخصوم الجارية	680		مجموع الأصول الجارية
1565		مجموع عام للخصوم	1565		المجموع العام للأصول

معلومات إضافية: تم تسجيل كل من الأصول والخصوم غير الجارية على أساس أسعار الصرف التاريخية التالية:

الجدول رقم 4-08: سعر الصرف المستخدم في تسجيل الخصوم والأصول غير الجارية

البند	التاريخ	سعر الصرف المستخدم
فارق الاقتناء	2014-04-15	115.3300 سعر صرف تاريخي
أصول معنوية	2012-06-10	105.4520 سعر صرف تاريخي
أصول عينية أراضي	2012-07-15	106.2580 سعر صرف تاريخي
أصول مالية أخرى	مختلفة	110.3650 (سعر صرف تاريخي متوسط)
رأس المال	2012-04-01 تاريخ انشاء الشركة والوفاء بالحصص	105.2300
علاوات واحتياطيات	مختلفة	109.0520 (متوسط سعر الصرف التاريخي)
فوارق إعادة التقييم	2016-12-31	126.2580
قروض وديون مالية	مختلفة	112.3650 (متوسط سعر الصرف التاريخي)
ضرائب مؤجلة	2014-12-31	117.2530
ديون أخرى غير	مختلفة	118.5670 (متوسط سعر الصرف التاريخي)

- سعر الصرف الحاضر بتاريخ 2017-12-31 كان:

$$KOW/DZD = 125.3650 - 135.2780$$

المطلوب: ترجمة بنود ميزانية فرع "سامسونغ الجزائر" حسب طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة.

الحل:

الجدول رقم 4-09: ترجمة أصول الشركة الى اللون الكوري:

الأصول			
ح/	البيان	المبلغ	سعر الصرف
	أصول غير جارية		
207	فارق الاقتناء goodwill	15	115.3300
			المبلغ باللون الكوري
			130.061.56

2.844.896.26	105.4520	300	20 أصول معنوية
4.234.975.25	106.2580	450	21 أصول عينية أراضي ومباني
1.087.301.23	110.3650	120	27 أصول مالية أخرى
8.297.234.30	106.6620	885	مجموع الأصول غير الجارية
			أصول جارية
877.437.88	125.3650	110	30 مخزونات البضائع
1.994.177.00	125.3650	250	31 المواد الأولية واللوازم
997.088.50	125.3650	125	41 الزبائن
199.417.70	125.3650	25	44 الضرائب وما شابهها
119.650.62	125.3650	15	501 الحصص في المؤسسات المرتبطة
1.236.389.74	125.3650	155	512 حسابات البنوك الجارية
5424161.40	125.3650	680	مجموع الأصول الجارية
13.721.396.74	114.0550	1565	المجموع العام للأصول

ملاحظات حول الحل:

- تم استخدام سعر صرف المشتري لترجمة بنود الميزانية المتداولة.
- سعر الصرف الظاهر في كل من الجاميع الفرعية للميزانية ومجموع الأصول هو سعر صرف متوسط مرجح.
- قيمة البنود بالعملة الأجنبية تم حسابها بقسمة المبلغ بالدينار الجزائري على سعر الصرف، حالة فارق الاقتناء المبلغ بالدينار الجزائري هو 15 مليون دينار، سعر الصرف الحاضر المشتري (التاريخي) هو 115.3300 المبلغ بالوون الكوري الذي سيظهر في الميزانية المترجمة يحسب كآتي:

$$= 130.061.56 \text{ وون كوري}$$

نفس الطريقة تطبق لحساب بقية البنود.

2- ترجمة خصوم الشركة الى الوون الكوري:

الجدول رقم 4-10: ترجمة خصوم الشركة الى الوون الكوري

الخصوم			
ح/	البيان	المبلغ بالدينار (مليون)	سعر الصرف
	المبلغ بالوون		
	رؤوس الأموال الخاصة		
101	راس المال	700	105.2300
104	علاوات واحتياطات	30	109.0520
105	فوارق إعادة التقييم	15	126.2580
12	نتيجة صافية	75	112.3650
	مجموع الأصول غير الجارية	820	
	الخصوم غير الجارية		

2.669.870.51	112.3650	300	16 قروض وديون مالية
213.214.16	117.2530	25	134 ضرائب مؤجلة
843.404.99	118.5670	100	229 ديون أخرى غير جارية
3.726.489.76		425	مجموع الخصوم غير الجارية
			الخصوم الجارية
1.256.671.45	135.2780	170	40 موردون وحسابات ملحقة
813.140.35	135.2780	110	419 ديون أخرى
295.687.40		40	519 خزينة سلبية
2.365.499.20		320	مجموع الخصوم الجارية
13.805.454.37		1565	مجموع عام للخصوم

من خلال الجدولين السابقين الخاصين بترجمة بنود الميزانية نلاحظ بأن مجموع الأصول لا يساوي مجموع الخصوم، مما يعني أن هناك فروقات بين التزامات وحقوق المؤسسة. وفي هذه الحالة نلاحظ أن:

مجموع الأصول أقل من مجموع الخصوم

وهو ما يعني أن المؤسسة حققت خسائر بقيمة 84.058.63 وون كوري بسبب تغير سعر الصرف.

ب- طريقة البنود النقدية وغير النقدية أو طريقة سعر الصرف التاريخي: تقوم هذه الطريقة بالتركيز على الطبيعة النقدية وغير النقدية للأصول والالتزامات لتحديد سعر الصرف الذي يجب استخدامه في عملية الترجمة. وفي ضوء ذلك، يتم استخدام:

- أسعار الصرف الجارية يوم اعداد القوائم المالية في ترجمة البنود النقدية كالحسابات النقدية، المدينون والديون قصيرة وطويلة الأجل؛

- أسعار الصرف التاريخية لترجمة الأصول والالتزامات غير النقدية كالأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، الى جانب حقوق الملكية (الأموال الخاصة والاحتياطيات)¹؛

- يستخدم المتوسط المرجح لأسعار الصرف خلال السنة المالية لترجمة المخزون السلعي؛

- يستخدم متوسط سعر الصرف في ترجمة بنود قائمة الدخل أو بنود الإيرادات والمصروفات وغيرها من البنود التي تتضمنها السنة المالية باستثناء البنود ذات العلاقة المباشرة ببنود قائمة المركز المالي (كمصروفات اهلاك الأصول الثابتة وتكلفة البضاعة المباعة).

- يجري الاعتراف بأرباح وخسائر الترجمة المحققة علاوة على الخسائر غير المحققة. أما الأرباح غير المحققة فيجري تأجيلها لحين تحققها.

ولقد حظيت طريقة البنود النقدية وغير النقدية بتأييد من قبل معهد المحاسبين القانونيين الأمريكي ومجلس معايير المحاسبة المالية بهدف ترجمة القوائم المالية لفروع والشركات التابعة عند اعداد القوائم المالية للشركات متعددة الجنسيات ككل لسببين رئيسيين²:

¹ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص138.

-تنسجم طريقة البنود النقدية وغير النقدية وتتفق مع مبدأ التكلفة التاريخية،
 -يؤدي استخدام أسعار الصرف الجارية في ترجمة الخصوم النقدية طويلة الأجل في تاريخ اقفال القوائم المالية الى التوصل الى القيم الحقيقية لها.
 ويمكن تلخيص مختلف أسعار الصرف المستخدمة في هذه الطريقة لترجمة البنود المختلفة في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-11: أسعار الصرف المستخدمة لبنود القوائم المالية

البيان	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف المتوسط
نقدية بالصندوق والبنك	*		
الاستثمارات المالية			
بالتكلفة		*	
بالسوق أو في الشركات التابعة+ حسابات المدينين+ مخصص ديون مشكوك فيها	*		
المخزون السلعي			*
المخزون بالتكلفة		*	
المخزون بسعر السوق	*		
أوراق قبض			
الأصول الثابتة+ اهلاك الأصول الثابتة+ الأصول غير الملموسة+ المصروفات المدفوعة مسبقا		*	
الإيرادات المستحقة + حسابات الدائنين والموردين + أوراق الدفع أو السندات+ السحب على المكشوف	*		
رأس المال المصدر والمدفوع + الاحتياطات المؤونات والأرباح المرحلة		*	

		*	المصروفات المستحقة
	*		الإيرادات المحصلة مقدما ومصروفات اهلاك الأصول الثابتة
*			مصروفات تسويقية، إدارية وعمومية، مشتريات، مبيعات وإيرادات متنوعة

ويتم ترحيل الفوارق التي تنتج عن عملية التحويل كنواتج أو خسائر مالية في حساب النتائج، وبذلك فهي تساهم في تغيير نتائج المجموعة بدلالة التغيرات في أسعار الصرف.

ج-طريقة سعر الصرف المؤقت¹: ظهرت هذه الطريقة في بداية السبعينات، عندما قام مجلس المعايير المحاسبية الأمريكي FASB بإصدار المعيار الثامن الذي يطالب بالتخلي عن طريقة البنود النقدية وغير النقدية، والاعتماد على طريقة سعر الصرف المؤقت¹. وتقضي هذه الطريقة، بترجمة البنود النقدية على أساس سعر الصرف الجاري والبنود غير النقدية كالأستثمارات الثابتة الملموسة وغير الملموسة، المساهمات المخزون، الأموال الخاصة وبقية البنود المدرجة في جدول حساب النتائج فسوف تعامل بطريقتين مختلفتين²:

- على أساس سعر الصرف التاريخي الذي يصادف التسجيل المحاسبي للعملية، إذا كان الأساس المعتمد في تقييمهم يرجع إلى أحداث سابقة (وبهذا المعنى فهم غير معرضون لخطر الصرف).
- على أساس سعر الصرف الحالي، إذا كان التقييم يعتمد على عوامل وأحداث حالية أو مستقبلية، فمثلا المخزونات المقيمة على أساس التكلفة التاريخية، تترجم باستخدام السعر التاريخي وتلك التي تقيم على أساس السعر الحالي تستخدم السعر الجاري.

وتعتبر هذه الطريقة هي الموصى بها في المعايير المحاسبية الدولية حيث أن المعيار رقم 21 يرى بأن في نهاية كل سنة مالية يجب التقرير عن البنود³:

- النقدية بالعملة الأجنبية باستخدام سعر الإغلاق؛
- غير النقدية المحتفظ بها بالتكلفة التاريخية والمحددة بعملة أجنبية باستخدام سعر الصرف بتاريخ المعاملة؛
- غير النقدية المحتفظ بها بالقيمة العادلة والمحددة بعملة أجنبية باستخدام أسعار الصرف السائدة عند تحديد تلك القيمة.

د-طريقة سعر صرف الإقفال: تعتبر من أسهل الطرق المستخدمة في ترجمة القوائم المالية للفروع، وتقضي باستخدام سعر الصرف الجاري للقيام بعملية ترجمة معظم أصول وخصوم وجدول حسابات نتائج الفروع⁴، من

¹ عيد الله بركات وآخرون: "نظرية التمويل الدولي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص376.

¹ أحمد بسيوني شحاتة وكمال الدين الدهراوي، مرجع سبق ذكره، ص 315.

² Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, *op.cit*, p106.

³ C.Mailet-Baudrier et A. Le Manh, *op.cit*, p179.

⁴ Alain White : "La consolidation direct, Principe de base", 4^{ème} édition, De boeck, Bruxelles, Belgique, 2003, p61.

العملة التي كانت أساسا في إعداد قوائمها المالية، إلى عملة المؤسسة الأم. ويتم على أساس ذلك القيام بالتحويلات التالية⁵:

- الأصول والخصوم: كل الأصول وكل الديون يتم ترجمتها على أساس سعر صرف المسجل عند توحيد الميزانية؛
- الأموال الخاصة: تترجم قيمة الأموال الخاصة المسجلة في الميزانية الافتتاحية على أساس سعر الصرف التاريخي السائد في تاريخ تقديم المساهمات، وفي تاريخ التخصيص (في الاحتمالات) بالنسبة للنتائج المحققة. أما الأرباح المراد توزيعها فيتم ترجمتها على أساس سعر الصرف السائد في تاريخ اتخاذ قرار التوزيع؛
- الفوارق الناجمة عن عملية التحويل لا تظهر في حساب النتائج الموحد للمجموعة وإنما تظهر في حساب الأموال الخاصة تحت بند "فوارق التحويل".

وعند التخلص من المؤسسة الأجنبية، فإنه يجب الاعتراف بالمبلغ المجموع في هذا البند، والذي يعود لتلك المؤسسة الأجنبية كدخل أو مصروف في نفس الفترة التي يتم الاعتراف بها بالمكسب أو الخسارة. من مميزات طريقة سعر صرف الإقفال، أنها لا تؤثر في نتائج المجموعة بدلالة حسابات التحويل، كما أنها لا تعدل هيكل ميزانية الفروع¹. أما عيوبها فتتمثل في أن القيمة المحاسبية للأصول تصبح متغير تابع لقيمة العملة الأجنبية مع العملة المحلية. وينتج عن ذلك أرباح صرف اصطناعية خصوصا إذا كانت العملة المرجعية ضعيفة.

2-3- طرق معالجة أرباح وخسائر الترجمة: هناك ثلاثة طرق لمعالجة أرباح وخسائر الترجمة²:

أ- الاعتراف بأرباح وخسائر الترجمة: تقوم هذه الطريقة على أساس وجوب الاعتراف بأرباح وخسائر الترجمة وادخالها ضمن دخل الفترة المالي التي تغير فيها سعر الصرف وذلك للأسباب التالية:

- تغيرات أسعار الصرف أمر واقع لا يمكن تجاهله؛

- مفهوم الدخل الشامل وما يتطلبه من ضرورة الإفصاح عن كل البنود المحاسبية.

ب- الاعتراف بالخسائر فقط: تقوم هذه الطريقة على أساس تأجيل الاعتراف بالأرباح حيث توضع في قائمة المركز المالي في جانب الخصوم كأرباح مؤجلة أو احتياطي فروق العملة النقدية أما الخسائر فيتم الاعتراف بها وتحمل على حساب الأرباح والخسائر للفترة المالية. وفي السنوات التالية إذا حدثت خسائر فإنها تحمل أولا على حساب فروق العملة النقدية وما يزيد عن الرصيد فقط يحمل على حساب الأرباح والخسائر.

ج- عدم الاعتراف بأرباح وخسائر الترجمة: تقوم هذه الطريقة على أساس اعتبار أرباح وخسائر الترجمة أحد عناصر حقوق الملكية يتجمع في هذا الحساب كل المبالغ التي تنشأ من ترجمة القوائم المالية وتعتبر أرباح وخسائر مؤجلة غير محققة. يتحقق الربح والخسارة من وجهة نظر هذه الطريقة عن طريق تصفية الاستثمار في الشركة التابعة

⁵David Eiteman et Autres, op.cit, p246.

¹Idem.

²سعود جايد العامري: "المحاسبة الدولية، منهج علمي للمشاكل المحاسبية وحلولها"، 2010،

الأجنبية حينئذ يرحل فقط ما يخص هذا الاستثمار ويعتبر ربحاً أو خسارة ما يخص الفترة المالية التي تم فيها البيع أو التصفية.

تعتبر هذه الطريقة الأكثر ملاءمة للأسباب التالية:

- ليس هناك تأثير لأرباح وخسائر الترجمة على التدفقات النقدية
- تعتبر أرباح وخسائر الترجمة جزء غير متحقق من الدخل الشامل لذلك يجب أن تظهر بشكل مستقل عن قائمة الدخل.

3- وضعية الصرف الاقتصادية: إن عجز وضعية صرف الصفقة، ووضعية صرف التحويل على تفسير أثر تغير أسعار الصرف على قيمة المؤسسة أدت إلى ظهور مفهوم ثالث أشمل وأوسع، يأخذ بعين الاعتبار كل الآثار المحتملة للتغيرات في أسعار الصرف على التدفقات النقدية للمؤسسة، عرف هذا المفهوم الجديد بوضعية الصرف الاقتصادية.

3-1- تعريف وضعية الصرف الاقتصادية: يأخذ خطر الصرف الاقتصادي أيضاً تسمية الخطر التشغيلي أو خطر القدرة التنافسية، ويتم تقديره باستخدام وضعية الصرف الاقتصادية التي تهتم إضافة لوضعية صرف الصفقة والعمليات المحاسبية والمتوقعة، بالتأثير المحتمل للتغيرات في أسعار الصرف على عرض منتجات وخدمات المؤسسة والطلب عليها في المستقبل. فالدراسات المختلفة التي تناولت هذا الموضوع، توصلت إلى إمكانية تأثير التغيرات في أسعار الصرف على الوضع التنافسي للمؤسسة، ومن ثم على تدفقاتها النقدية المتوقعة، وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة.

3-2- طريقة تحديد وضعية الصرف الاقتصادية: من التعريف السابق لوضعية الصرف الاقتصادية، يمكن أن نلمس بأن العمليات التي تدرج في هذه الوضعية تتمثل في التدفقات النقدية المسجلة في محاسبة المؤسسة، المعاملات المتوقعة، وأيضاً التأثيرات النقدية على القيمة الإجمالية للمؤسسة. فهذه الأخيرة تتحدد على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، والصيغة العامة التي تسمح بحساب القيمة الإجمالية للمؤسسة هي¹:

$$VF = \sum_{t=1}^n$$

حيث أن:

VF القيمة الإجمالية للمؤسسة؛

CF_{EUR} التدفقات النقدية باليورو (بالعملة المحلية)؛

r_{EUR} معدل الفائدة على اليورو؛

$CF_{EUR}CF_{GBP}$ التدفقات النقدية بالدولار والجنيه على التوالي وفي هذه الحالة تعبر عن تدفقات نقدية بالعملة الأجنبية؛

¹Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, op.cit, p111.

معدل الفائدة على الدولار والجنيه؛ $r_{GBP/USD}$

سعر الصرف لكل من الجنيه والدولار مقابل اليورو في الفترة t .

ولتحديد وضعية الصرف الاقتصادية، يستعين المختصون بالطرق الإحصائية، ويحاولون تحديد العلاقة التي تربط قيمة المؤسسة (المتثلة في مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية) بالعملة المرجعية والتغيرات في أسعار الصرف، عن طريق بناء نموذج الانحدار وفقاً للصيغة التالية²:

حيث أن:

V هي قيمة المؤسسة؛

ΔV التغير في قيمة المؤسسة؛

a الثابت؛

b معامل الانحدار؛

S سعر صرف العملة الأجنبية المتوقع مقابل العملة المحلية؛

ΔS التغيرات في سعر الصرف؛

ϵ الأخطاء في النموذج *residu*.

ثانياً: التنبؤ بأسعار الصرف

ثالثاً- طرق التنبؤ بأسعار الصرف: هناك طريقتين مستخدمتين للتنبؤ بأسعار الصرف، الطرق الأولى تعرف بالتحليل الأساسي والثانية التحليل الفني¹.

1- التنبؤ باستخدام التحليل الأساسي: لا شك أن قيمة العملة تتأثر بالوضع الاقتصادي للدولة صاحبة العملة وبمختلف التغيرات التي تطرأ على مؤشرات الاقتصاد الكلية والتعديلات التي تمس سياساتها الاقتصادية، وحقيقة الأمر أن من يريد التنبؤ بأسعار الصرف المستقبلية، لا يمكنه تجاهل أساليب التحليل الأساسي وخصوصاً في المدى المتوسط والطويل، أين يميل سعر الصرف للتعبير عن التغيرات الحاصلة في وضع الاقتصاد. على أساس ذلك، نجد أن المتعاملون يتابعون العديد من المتغيرات الاقتصادية والسياسات التي ثبت تأثيرها على قيمة العملة وسعرها في السوق مثل معدل التضخم، معدل الفائدة، وضع ميزان المدفوعات، أدوات السياسة النقدية والمالية، معدل غلاء المعيشة، معدل البطالة ومعدل نمو الدخل المحلي الإجمالي ومؤشر أسعار المنتجين ومؤشر مبيعات التجزئة. وعند بناء نموذج للتنبؤ بأسعار الصرف يستحسن استخدام هذه المؤشرات مجتمعة لتحديد مستوى حساسية سعر الصرف للتغيرات التي تحدث فيها، لان تجاهل أحد هذه العوامل قد يؤدي إلى زيادة العوامل الغير مدرجة في

²Patrice Fontaine et Carole Gresse : "gestion des risques internationaux", édition Dalloz, Paris, 2003, p286.

¹عبد الباسط وفا محجد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها-أنواعها-أساليب تلافئها"، دار النهضة العربية، 1998، ص 36.

النموذج (الأخطاء) وما ينجم عنه من مشاكل في التقدير كوجود التجانس في أخطاء النموذج أو انخفاض معدل التحديد أو ابتعاد معامل واطسون عن المعيار المحدد له.

2-التنبؤ باستخدام التحليل الفني: لا يبحث التحليل الفني في مسببات تحرك سعر الصرف، بل ينظر إلى السوق على أنه وعاء كبير تذوب فيه كل العوامل المؤثرة لينتج عنها في النهاية السعر. وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد مختلف طرق التحليل الفني التي يمكن تقسيمها إلى طرق بيانية وأخرى إحصائية².

1-2-الطرق البيانية: يعتبر التحليل البياني من أهم الطرق التي يعتمد عليها التحليل الفني ويرتكز على نظرية ch downs المطبقة لأول مرة على مؤشرات البورصة.

أ-دعائم التحليل البياني: تركز الطرق البيانية على ثلاثة دعائم رئيسية:

- الأولى: جميع العوامل المؤثرة على حركة العملة موجودة في السعر ولا أحد بإمكانه الإحاطة بجميع تلك العوامل، **- الثانية:** حركة السعر سوف تكون إما صعود، هبوط أو ثبات، والتحليل البياني يحاول معرفة أي من هذه الحالات الثلاثة ستتحقق.

- الثالثة: التاريخ يعيد نفسه وسلوك المتعاملين يتكرر بتكرار حدوث العامل المؤثر.

فالتحليل البياني يحاول تحليل الرسوم البيانية والكشف عن الأشكال النمطية التي يعني ظهورها اما تغير في ميل تحرك سعر الصرف أو يدل على ثباته، وقبل التطرق لهذه الأشكال يجب الإحاطة بمفهوم خط الدعم وخط المقاومة.



ب-خطوط الدعم وخطوط المقاومة:

خط الدعم هو الحد الأدنى الذي يمكن أن يصل إليه السعر في لحظة زمنية معينة الخط B في الرسم. ويمكن الوصول الى هذه الخطوط يرسم خط مستقيم يصل بين الحدود الدنيا التي وصل إليها السعر سابقاً خطوط المقاومة فهي عبارة عن خط مستقيم يصل بين عدة قمم وصلها السعر سابقاً¹.

وقد يأخذ خطوط الميل ثلاثة حالات، الحالة الأولى يكون فيها الخط مائلاً للأسفل، والثانية يكون مائلاً للأعلى، والثالثة يكون فيها الخط موازياً للمحور السيني.

²Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah : "la Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", 2^{ème} édition Economica, Paris, 1992, p187.

¹نوال محمود ياقوت: "فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية"، المجلة العلمية لكلية التجارة، فرع جامعة الأزهر للبنات، عدد 17، 2000، ص313.

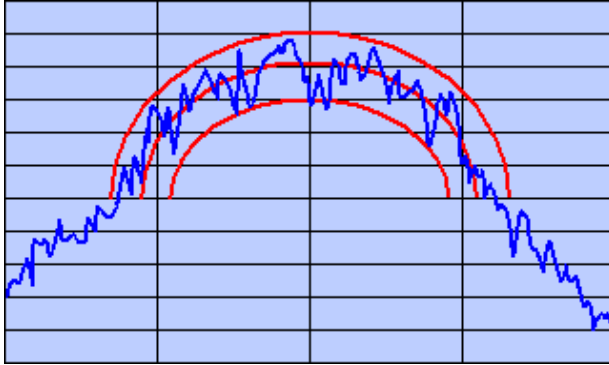
ج- بعض الأشكال ودلالاتها: هناك العديد من الأشكال المهمة في سوق الصرف وذات دلالة كبيرة نذكر منها ما يلي:



-شكل رأس كتفين: من بين الأشكال ذات الدلالة في سوق الصرف نجد شكل رأس كتفين والذي يعني ان السوق يشهد تغير مضاد في حركة السوق، وبمر السعر أثناء ذلك بثلاثة قمم أكثرها ارتفاعا قمة الرأس، ويعني ظهور الكتف الأيسر ثم الرأس أنه لا يزال هناك إمكانية لارتفاع الأسعار في وقت قريب، ذلك الذي يمثله بدء ظهور الكتف الأيمن. وعندما يكتمل تكوين شكل الرأس والكتفين في السوق يمكننا أن نرسم خطا في النقاط الأكثر انخفاضا للرأس والأكتاف، ويسمى خط رقبة الرأس كتفين.

وبمجرد عبور السعر هذا الخط من أسفل الكتف الأيمن تبدأ حركة الأسعار في الهبوط مرة أخرى بمقدار لا يقل عن المسافة التي تفصل ذروة الرأس عن خط رقبة الرأس كتفين².

-شكل الصحن: يظهر هذا الشكل نتيجة حدوث تغير بطيء جدا ينخفض من خلاله (أو يرتفع) السعر تدريجيا يوما بعد يوم، ثم يستقر قليلا، ثم يبدأ في الارتفاع أو (الانخفاض) تدريجيا يوما بعد يوم، كما هو موضح في الشكل التالي:



نحصل على منحنى مفتوح إلى الأعلى (أو إلى الأسفل) عند رسم خط يربط بين الحدود الدنيا (أو القصوى) للأسعار، ويكون شكله يشبه الطبق أو الصحن. وظهور هذا الشكل يعتبر إشارة إلى تغير اتجاه السوق من الهبوط إلى الارتفاع أو العكس¹.

²عبد الباسط وفا محجد، مرجع سبق ذكره، ص 37.
¹أنوال محمود ياقوت، مرجع سبق ذكره، ص 331.



-شكل المثلثات: يعتبر شكل المثلثات من الأشكال الشائعة في تحليل توجهات سوق الصرف والتغيرات التي تحدث في أسعاره وتظهر المثلثات عندما يتقاطع كل من خط المقاومة وخط الدعم مشكلين بذلك مثلثا قد يكون صاعداً، هابطاً أو متمائلاً. ويدل ظهور المثلث أن هناك استقرار سيعقب فترة تقلب كبيرة في السعر، كما يمكن أن يعطي إشارة تفيد بتغير الاتجاه في السوق.²

2-2- الطرق الإحصائية: هناك عدة طرق تستخدم للتنبؤ بأسعار الصرف نذكر منها المتوسطات المتحركة، المذبذبات ومؤشر القوة النسبية.

أ- المتوسطات المتحركة: يقوم هذا الأسلوب على حساب الوسط الحسابي لأسعار الإغلاق، على أساس وضع أساس زمني محدد يتم تغيير مكوناته بطرح يوم من بداية الفترة وإضافة يوم جديد بحيث يظل طول الفترة ثابت ومن أكثر المتوسطات المستخدمة هي 20، 50، 89، 150، 200 يوم³. ومن أجل تحديد ميل السوق يتم عادة حساب نوعين من المتوسطات المتحركة، أحدهما يكون في المدى القصير (مثلاً 10 أسعار) والثاني في المدى الطويل (30 سعر)، ويتم تمثيل الأسعار ومنحنيات المتوسطات المتحركة في نفس الشكل البياني ويتم استخراج المؤشرات من خلال تقاطع المنحنيات⁴:

-عندما يقطع منحنى المتوسطة المتحركة قصيرة الأجل منحنى المتوسطة متوسطة الأجل ويتجاوزه صعوداً، فإن ذلك يعد إشارة على أن السوق يتجه صعوداً.

-عندما يقطع منحنى المتوسطة المتحركة قصيرة الأجل منحنى المتوسطة متوسطة الأجل وينخفض عنه هبوطاً، فإن ذلك يعد إشارة على أن السوق يتجه للانخفاض.

-مثال 05: نفترض أسعار الصرف التالية:

الجدول رقم 4-12: سلسلة أسعار الصرف

اليوم	1	2	3	4	5	6	7	8	9
سعر الصرف	1.547	1.5474	1.5472	1.5482	1.5480	1.5477	1.5474	1.5496	1.5494
اليوم	10	11	12	13	14	15	16	17	18
سعر الصرف	1.5502	1.5509	1.5516	1.5514	1.5512	1.5489	1.5496	1.5497	1.5502

²Laurence Abadie et catherine Mercier-Suissa, : "Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers", édition Armand Colin, Paris, 2011, p 86.

³المتداول العربي: "المتوسطات المتحركة"، مدرسة الفوركس، شركة المتداول العربي، متوفر على الموقع التالي:

تاريخ الاطلاع 2015/03/02 <http://www.arabictrader.com/beta/ar/knowledge-base>

⁴Laurence Abadie et catherine Mercier-Suissa, op.cit, p88.

المطلوب: - حساب المتوسطات المتحركة لخمسة أيام ولعشرة أيام.

- تمثيل المتوسطات والاسعار الأصلية في نفس المنحنى.

- التعليق على النتائج.

الحل:

- حساب المتوسطات المتحركة:

الجدول رقم 4-13: المتوسطات المتحركة لخمسة وعشرة أيام

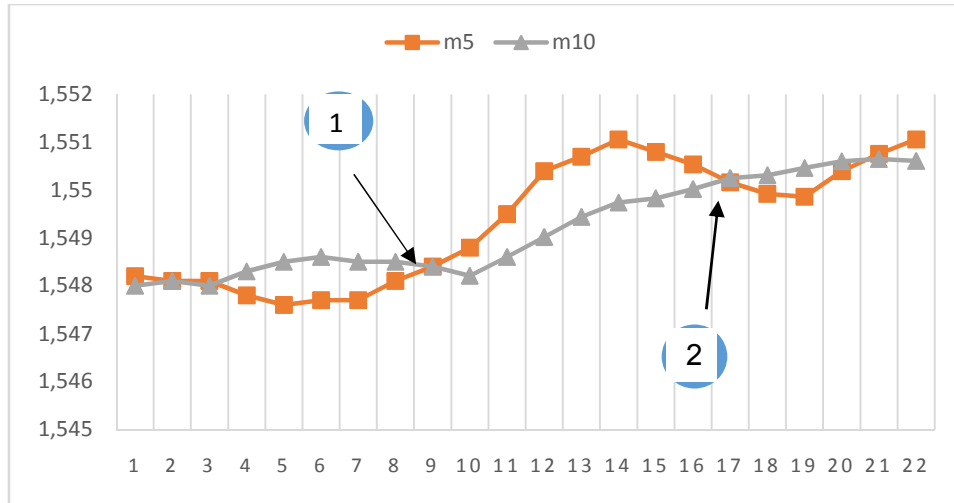
اليوم	1	2	3	4	5	6	7	8	9
سعر الصرف	1.547	1.5474	1.5472	1.5482	1.5480	1.5477	1.5474	1.5496	1.5494
م 5	1.5482	1.5481	1.5481	1.5478	1.5476	1.5477	1.5477	1.5481	1.5484
م 10	1.548	1.5481	1.548	1.5483	1.5485	1.5486	1.5485	1.5485	1.5484
اليوم	10	11	12	13	14	15	16	17	18
سعر الصرف	1.5502	1.5509	1.5516	1.5514	1.5512	1.5489	1.5496	1.5497	1.5502
م 5	1.5488	1.5495	1.5504	1.5507	1.5511	1.5508	1.5505	1.5501	1.5499
م 10	1.5482	1.5486	1.5490	1.5494	1.5497	1.5498	1.5500	1.5502	1.5503

- ملاحظات حول الحل:

بالنسبة لطريقة حساب المتوسطات المتحركة لخمسة أيام فهي تتم كالآتي:

- التمثيل البياني:

الشكل رقم 4-02: التمثيل البياني للمتوسطات المتحركة لخمسة وعشرة أيام



التعليق: من خلال الشكل نلاحظ أن هناك تقاطعين بين المتوسطة المتحركة لخمسة أيام والمتوسطة المتحركة لعشرة أيام:

التقاطع الأول: منحني المتوسطة المتحركة لخمسة أيام يقطع منحني المتوسطة لـ10 أيام ويتجاوزه صعوداً، وذلك يعد إشارة على أن السوق يتجه صعوداً.

التقاطع الثاني: منحني المتوسطة المتحركة لخمسة أيام يقطع منحني المتوسطة لـ10 أيام وينخفض عنه هبوطاً، وذلك يعد إشارة على أن السوق يتجه للانخفاض.

ب-المذبذبات: تسمح هذه الطريقة بتحديد فيما إذا كان السوق بائع أكثر مما يجب أو مشتري أكثر مما يجب ويتم حساب هذا المؤشر بالصيغة التالية¹:

فاذا كانت النسبة أكبر من 100% دل ذلك على أن السوق مشتري أكثر مما يجب لأن أيام الارتفاع أكثر من أيام الهبوط، والعكس صحيح.

ج-مؤشر القوة النسبية: هو مؤشر يقوم على مقارنة قوة الصعود بقوة الهبوط لفترة زمنية محددة (5، 9 أو 14 يوم) ويجول الناتج إلى نسبة مئوية تتراوح بين 0 و100 ويتم حسابه بالصيغة التالية²:

حيث أن نسبة معدل الارتفاع اليومي على معدل الهبوط اليومي تمثل القوة النسبية. وعلى أساس نتيجة المؤشر يتم الحكم إن كان السوق مشتري أكثر من اللازم أو بائع أكثر من اللازم، والقاعدة هي:

-إذا كان المؤشر أكبر من 70 فإن السوق يعتبر مشتري أكثر من اللازم،

-إذا كان أقل من 30 فإن السوق مباع أكثر،

-إذا كان بين القيمتين السابقتين فهو لا يعني شيء.

-مثال 06: إذا علمت أن أسعار صرف الإغلاق للعشرة أيام السابقة كانت كالتالي:

الجدول رقم 4-14: أسعار صرف الإغلاق للعشرة أيام السابقة

اليوم	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
سعر الصرف	1.5	1.4	1.5	1.9	2.5	2.5	2.1	2.6	1.9	1.4

المطلوب: أحسب مؤشر القوة النسبية لخمسة أيام.

¹أنوال محمود باقوت، مرجع سبق ذكره، ص342
²نفس المرجع، ص345.

الحل: لتطبيق الصيغة التي تسمح لنا بحساب مؤشر القوة النسبية يجب تحديد أولا الأرباح والخسائر اليومية، متوسط الأرباح والخسائر، ولقد تم تلخيص ذلك في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-15: حساب مؤشر القوة النسبية

اليوم	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
سعر صرف الاغلاق	1.5	1.4	1.5	1.9	2.5	2.5	2.1	2.6	1.9	1.4
الأرباح	0	0	0.1	0.4	0.6	0	0	0.5	0	0
الخسائر	0.1	0	0	0	0	0	0.4	0	0.7	0.5
متوسط الأرباح						0.22	0.22	0.3	0.22	0.1
متوسط الخسائر						0.02	0.08	0.08	0.22	0.32
الأرباح على الخسائر						11	2.75	3.75	1	0.3125
مؤشر القوة النسبية						91.6	73.3	78.94	50	23.80

ملاحظات حول الحل:

- تم حساب الأرباح أو الخسائر على أساس التغير الحاصل في السعر فإذا ارتفع السعر اعتبر ذلك ربح (الحالة بين اليوم الثاني والثالث) أما إذا اخفض (حالة بين اليوم الأول والثاني) اعتبر ذلك خسارة.
- متوسط الأرباح يتم الحصول عليها بقسمة مجموع الأرباح على فترة حساب المؤشر في هذه الحالة 5 أيام:

$$0.22 =$$

بنفس الشكل نقوم بحساب بقية القيم ومتوسط الخسائر.

-يتم حساب الأرباح على الخسائر بقسمة متوسط الأرباح على متوسط الخسائر.

نفس الطريقة لحساب بقية القيم.

حساب أول مؤشر للقوة النسبية: نطبق الصيغة التالية:

أي

$$= 91.6$$

بنفس الطريقة يتم حساب بقية قيم المؤشر.

-التعليق على النتائج:

- بالنسبة لليوم السادس السابع والثامن كان المؤشر أكبر من 70 وهو ما يعني أن السوق يعتبر مشتري أكثر من اللازم.

- بالنسبة لليوم العاشر المؤشر أقل من 30 مما يعني أن السوق يعتبر بائع أكثر من اللازم.

بالنسبة لليوم التاسع المؤشر يساوي 50 وهو لا يدل على أي شيء.

ثالثاً- بعض الطرق المستخدمة لقياس خطر الصرف: تحدد وضعية صرف المؤسسة المبالغ المعرضة لخطر الصرف، وتسمح لمدير المخاطر بتحديد مصدر هذا الخطر، إلا أنها لا تعتبر تقييماً جيداً لدرجة الخطر الذي يهدد المؤسسة على أساس أنها تحمل أحد أهم عوامل خطر الصرف والمتمثل في تقلبات أسعار الصرف. على أساس ما سبق، ولتقييم الخطر بطريقة جيدة تسمح لمدير المخاطر بتسطير منهجية واضحة للتعامل مع الخطر واستخدام الأدوات الملائمة للتخفيف من وطأته، يجب تقدير كل من الحجم المحتمل للخسارة واحتمال وقوع الحدث. ومن الأدوات التي تسمح لنا بذلك نجد تقنيات التنبؤ بأسعار الصرف، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف والقيمة المعرضة للخطر.

1- الانحراف المعياري: يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت وأفضل أداة لقياس المخاطرة ويعرف بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويسمح لنا بتحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة. ويمكن حساب الانحراف المعياري وفقاً للصيغة التالية¹.

حيث أن:

σ هو الانحراف المعياري؛

R_t العائد في الفترة؛

\bar{R} متوسط العوائد؛

T الفترة.

ويمكن تفسير انحراف معياري كبير بالنسبة لسعر صرف معين على أن هناك تشتت كبير ما بين أسعار الصرف ووسطها الحسابي (متوسط العوائد)، وبالتالي هناك تقلبات كبيرة، وهو ما يعني زيادة حدة الخطر، والعكس عتد انخفاض نسبة الانحراف معياري.

2- معامل الاختلاف: يمكن حساب معامل الاختلاف بقسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي:

¹ أحمد طرطار وشوقي جباري: "إدارة مخاطر المحفظة المالية"، الملتقى الوطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و22 أكتوبر 2012، ص6.

يعتبر معامل الاختلاف مقياسا للتباين النسبي، والاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكل عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها. والقاعدة أن تسجيل معامل اختلاف مرتفع يعني زيادة الخطر وتسجيل معامل اختلاف منخفض يعني مخاطرة أقل.

3- القيمة المعرضة للخطر: يعتبر البنك الأمريكي JPMorgan أول من استخدم القيمة المعرضة للخطر ضمن نظامه RiskMetrics ووضع لها طرق للتقدير في بداية التسعينات لتقييم وقياس مخاطر السوق التي يتعرض لها، ثم زاد مجال استخدامها بعد نجاح هذا النظام، لتشمل معظم المخاطر المالية نظامية كانت أو غير ذلك وتطبق في كل المؤسسات المالية وغير المالية، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومؤسسات الاستثمار والبنوك المركزية. ونتيجة لهذا الانتشار الواسع، تضمنت مقررات بازل اثنين في سنة 2004 توجيهات للبنوك باعتماد القيمة المعرضة للخطر أو طريقة أخرى مشابهة لها، لتقدير المخاطر لديها.

ويمكن تعريف القيمة المعرضة للمخاطر بأنها الخسارة التي نكون متأكدين نسبيا بأنه لن يتم تجاوزها عندما تكون المحفظة المالية قد أبتقت على نفس التشكيلة¹. كما يمكن تعريفها بأنها الخسائر القصوى التي يمكن أن تصيب حافظة مالية معينة خلال فترة زمنية محدودة ضمن مستوى احتمالي معين². أو هي الخسائر المتوقعة باحتمالية معينة خلال مدة زمنية محددة يتم فيها الإبقاء على نفس التشكيلة في الحافظة المالية.

أسئلة، تمارين وحالات عملية

أولا- الأسئلة:

- س01- هل هناك فرق بين وضعية صرف المؤسسة ومركز صرف المؤسسة؟
- س02- أذكر الأنواع المختلفة لوضعية الصرف.
- س03- ماذا نقصد بوضعية الصرف المفتوحة؟ وهل هناك حالات أخرى يمكن أن تأخذها وضعية الصرف؟
- س04- ماذا يجب أن نأخذ بعين الاعتبار عند اعداد جدول وضعية الصرف.
- س05- إذا كانت مؤسسة جزائرية في وضعية قصيرة وارتفعت قيمة الدينار الجزائري، ما تأثير ذلك على المؤسسة؟
- س06- ماذا نقصد بعملية توحيد الميزانيات ومتى تحدث؟
- س07- اشرح طريقة البنود النقدية وغير النقدية في ترجمة القوائم المالية للمؤسسة؟
- س08- متى تكون المؤسسة معرضة لخطر صرف التحول والاقتصادي؟ أعط بعض الأمثلة.
- س09- ما أهمية خطوط الدعم والمقاومة في التحليل الفني؟

¹Carol Alexander : " Value- At- risk Models", John Wiley and Sons ltd, England, 2008, p13.

²Marios Neroupos and others : " Risk Management in Emerging Markets: Practical Methodologies and Empirical Tests", Multinational Finance Journal, , vol. 10, no. 3/4, 2006, p195.

س10- كيف يمكن استخدام المتوسطات المتحركة للتنبؤ بأسعار الصرف؟

س11- إذا كان مؤشر القوة النسبية 95، ما دلالة ذلك؟

س12- عرف القيمة المعرضة للخطر؟

ثانيا- التمارين:

التمرين الأول: نفترض المؤسسة الجزائرية FARM قامت بالعمليات التالية:

حصول المؤسسة في 10-01-2016 على قرض بقيمة 60.000 يورو من بنك CPA بمعدل فائدة سنوي

5% يستحق لأجل ثلاثة سنوات على دفعات سداسية تقدر ب 11580 دولار من ضمنها 1580 يورو فوائد.

في 10-11-2017 شراء معدات انتاج من البرازيل بقيمة 75.000 دولار التسوية بعد تسعة أشهر.

في 05-01-2018 شراء شاحنتين من إيطاليا بسعر 38.000 يورو التسوية بعد ستة أشهر.

في 01-03-2018 شراء منتجات نصف مصنعة من سنغافورة بقيمة 34.000 يورو التسوية بعد ستة أشهر.

في 03-03-2018 تصدير منتجات الى المغرب بقيمة 95.000 دولار التسوية بعد ستة أشهر.

في 03-05-2018 تصدير منتجات الى غينيا بقيمة 105.000 دولار التسوية بعد ستة أشهر.

في 05-05-2018 تصدير منتجات الى اسبانيا بقيمة 35.000 يورو التسوية بعد أربعة أشهر.

في 10-06-2018 توظيف مبلغ 50.000 دولار لمدة ستة أشهر بمعدل فائدة 7%.

إذا علمت أن أسعار الصرف كانت كالتالي:

EUR/DZD=130.4530-135.5460 2016-01-10

EUR/DZD=132.4830-137.9920 2017-11-10

EUR/DZD=131.8430-136.0950 2017-12-31

EUR/DZD=131.0330-135.9390 2018-01-05

EUR/DZD=133.0200-139.1010 2018-03-01

EUR/DZD=133.0530-139.2900 2018-03-03

EUR/DZD=136.6710-141.0930 2018-05-03

EUR /DZD=136.1420-140.9900 2018-05-05

EUR /DZD=132.1120-138.1320 2018-06-10

المطلوب:

- احسب وضعية صرف المؤسسة بتاريخ 15-03-2018.

- قدر حساسية وضعية المؤسسة عندما يتغير سعر الصرف بنسبة 10% وأن سعر الصرف بتاريخ 2018/05/15

كان:

EUR /DZD=136.9420-141.2350

التمرين الثاني: إذا كانت لديك البيانات المالية (رقم الحساب بين قوسين) المتعلقة بالميزانية الختامية لسنة 2017

لفرع شركة Marmara بالجزائر كالتالي:

رأس مال تم إصداره (101) 500، احتياطات (104) 90، قروض وديون مالية (16) 220، مؤونات (15) 15، موردون وحسابات ملحقة (40) 120، أراضي (211) 120، مباني (213) 100، أصول مالية أخرى غير جارية (274) 100، مخزونات (30) 210، زبائن (41) 105، حسابات البنوك الجارية (512) 125، الصندوق (53) 65.

معلومات إضافية:

Marmar algerie - هو فرع لشركة International Marmar corp المتواجدة في تركيا تم انشاؤه في 2014/02/10.

- تم حيازة الأراضي المباني بتاريخ الانشاء 2014-02-10.

-المخزونات تمثل مشتريات للشركة بتاريخ 2017-01-15 بقيمة 92 و 2017-07-15 بقيمة 120.

-الاحتياطات تم تشكيلها في سنتي 2015 و 2016.

-قروض وديون مالية تمثل ما تبقى من قرض تم الحصول عليه بتاريخ 2015-07-15.

-المؤونات هي احتياط تم تشكيله في 2016-12-31 خوفا من عدم قيام الزبائن بتسديد ما عليهم.

-موردون متعلق بالفاتورة باقية التسديد لمشتريات 2017-07-15.

-أصول مالية أخرى تم حيازتها في 2017-01-02.

-زبائن هي ذمم على الغير نشأت بتاريخ 2017-01-15 و 2017-05-15.

-حسابات جارية في البنك ودائع للفرع في بنك cpa وديعة بقيمة 70 بتاريخ 2017-03-01 ووديعة بقيمة 55 بتاريخ 2017-05-01.

-الصندوق متعدد التواريخ.

سعر صرف الليرة التركية بالدينار الجزائري التاريخ السابقة:

TRL/DZD= 18.35-19.20	2014-02-10
TRL/DZD= 18.20-21.40	2015-07-15
TRL/DZD= 18.70-21.90	2015-12-31
TRL/DZD= 22.05-25.00	2016-12-31
TRL/DZD= 22.15-24.90	2017-01-02
TRL/DZD= 21.65-23.40	2017-01-15
TRL/DZD= 21.35-23.10	2017-05-15
TRL/DZD= 21.95-24.10	2017-07-15
TRL/DZD= 23.15-26.15	2017-12-31

المطلوب: ترجمة بنود ميزانية فرع "مارمر الجزائر" حسب طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة وطريقة البنود النقدية وغير النقدية.

التمرين الثالث: إذا كانت لديك بيانات أسعار صرف اغلاق الدولار مقابل اليورو خلال تداولات الستين يوم

الماضية ملخصة في الجدول التالي:

16	15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	اليوم
1.4	1.6	1.2	1.3	1.5	1.3	1.2	1.5	1.6	1.4	1.3	1.6	1.4	1.1	1.2	1.6	س ص
32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19	18	17	اليوم
2.3	2.4	1.5	1.8	1.9	1.7	1.5	1.8	1.7	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	س ص
47	46	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	32	اليوم
2.2	2.7	2.6	2.2	2	1.9	1.5	1.8	1.9	2	2.1	2.2	2.6	2.5	2.8	2.1	س ص
			60	59	58	57	56	55	54	53	52	51	50	49	48	اليوم
			2.2	2.1	1.9	2	1.9	1.6	1.5	1.8	1.9	1.4	1.3	1.9	2.3	س ص

المطلوب:

- مثل بيانيا المتوسطات المتحركة لخمسة أيام وتسعة أيام. ما هو تعليقك على النتائج.

- أحسب مؤشر القوة النسبية لخمسة أيام. علق على النتائج.

ثالثا: الحالة العملية: علق على الشكل التالي:



الأهداف التعليمية

الهدف العام:

- تمكين الطالب من التعرف على التقنيات الداخلية التي تسمح بتخفيض خطر الصرف سواء بتخفيض المبالغ أو تخفيض حدة التقلبات.

الأهداف الفرعية:

- التمكن من تعريف تقنيات التحوط الداخلية في إدارة خطر الصرف.
- التعرف على المقاصة وأنواعها.
- تحديد كيفية انشاء مركز مقاصة.
- التمكن من تسيير آجال الاستحقاق للتقليل من اثار خطر الصرف.
- التمكن من اختيار العملة المناسبة لفوترة المشتريات والمبيعات بالنقد الأجنبي.

محتوى الفصل

أولاً- اختيار عملة تحرير الفاتورة

1. أنواع العملات في المعاملات الدولية
2. المفاضلة بين العملة المحلية والعملية الأجنبية
3. معايير اختيار العملة الأجنبية

ثانياً- الشروط الملحقة بالعقد التجاري

ثالثاً- تسيير الآجال

رابعاً- المقاصة

1. مفهوم المقاصة
2. أنواع المقاصة
3. مزايا المقاصة

خامساً- الخصم من أجل الدفع المسبق

أسئلة، تمارين وحالات عملية

من بين الحلول التي يمكن أن يستخدمها مدير المخاطر للتأثير على حدة خطر الصرف، نجد التقنيات الداخلية التي تعني استخدام الإمكانيات الداخلية للمؤسسة لتقليص المبالغ المعرضة لخطر الصرف أو للحصول على خطر مقبول من حيث الاحتمال، التوقعات والمبالغ. فاستخدام التقنيات الداخلية يؤدي أولاً إلى تقليص المبالغ المعرضة لخطر الصرف أي وضعية الصرف، ويتم الوصول إلى هذا الهدف بعد وضع آلية نظام المقاصة، وثانياً التأثير على نوعية الخطر الذي تواجهه المؤسسة، وفي هذا المجال نجد أن للعملة المختارة دوراً كبيراً في تحقيقه. وثالثاً قد تسمح تقنيات التحوط الداخلية من الاستفادة من تغيرات أسعار الصرف الملائمة لتحقيق مكاسب صرف للمؤسسة بفضل تقنية تسيير آجال التسوية.

أولاً- اختيار عملة تحرير الفاتورة: تبدأ المعاملات التجارية عادة بمرحلة المفاوضات للاتفاق على بنود وشروط العقد التجاري، ومن بين القضايا التي يتم تناولها اختيار عملة تحرير الفاتورة. ونتيجة لارتباط خطر الصرف وشدته بقيمة العملة الأجنبية، نجد أن مدير المخاطر يولي هذه الأخيرة أهمية قصوى للحصول على خطر مقبول تسهل إدارته. وقبل التطرق إلى معايير اختيار عملة دون غيرها يجب الإشارة إلى مختلف العملات التي يمكن مصادفتها في عقد تجاري دولي ثم التعرف على مزايا اختيار العملة المحلية في تحرير فاتورة المعاملة التجارية في الخارج.

1- أنواع العملات في المعاملات الدولية: يتضمن العقد التجاري عادة ثلاث أنواع من العملات¹:

1-1- عملة الحساب: وهي تلك العملة التي تستخدم في تحديد السعر وغالباً ما تكون الدولار الأمريكي الجنيه الإسترليني أو اليورو أو الين أو تكون العملة المحلية للبائع، ويعتبر الدولار عملة الحساب الرئيسية في المعاملات الدولية الخاصة² وفي تحديد قيمة العديد من المنتجات مثل بعض المواد الأولية كالنفط والمعادن وبعض المنتجات الزراعية كالقمح والبن والسكر.

1-2- عملة تحرير الفاتورة: وهي العملة التي يتم على أساسها تحرير الفاتورة ويتم تحديدها بالاتفاق ما بين المشتري والبائع وغالباً ما تكون العملة المحلية لأحد الطرفين. ففي سنة 2004 استخدم الدولار في تحرير فواتير أكثر من نصف صادرات العالم يليه اليورو بـ 25% ثم الين بنسبة 5%، ويرجع السبب في استخدام ثلاث عملات رئيسية في فواتير أكثر من 80% من التجارة الدولية إلى ثلاث عوامل رئيسية³:

- ارتفاع تكاليف المعاملات في سوق الصرف بالنسبة للعملات الأخرى؛

- قابلية التحويل التي لا تتمتع بها الكثير من العملات؛

- الاستقرار المتوقع للعملة.

1-3- عملة التسوية: وهي العملة التي يتم بها التسديد أو التحصيل. وقد تختلف هذه العملات في نفس العقد لأسباب مختلفة كأن يقوم مثلاً مصدر إيطالي بحساب سعر البيع بالدولار، تحرير الفاتورة بالفرنك السويسري والتسوية باليورو، كما يمكن أن تستخدم نفس العملة للقيام بالحساب، تحرير الفاتورة والتسديد في العقد التجاري الواحد.

¹J.Peyrard, *op.cit*, p57.

²Gérard-Marie Henry, *op.cit*, p98.

³Idem, p98.

2-المفاضلة بين العملة المحلية والعملة الأجنبية: عندما تجد المؤسسة نفسها أمام خيار فرض عملتها المحلية أو قبول عملة أجنبية لتحرير فاتورة مبيعاتها ومشترياتها ل/ومن الخارج، غالبا ما تختار عملتها المحلية. وينتج عن ذلك استبعاد خطر الصرف، وهي ميزة في غاية الأهمية خصوصا للمؤسسات التي لا تملك (أو لا ترغب) في أن يكون في هيكلها الإداري والتنظيمي جهة مكلفة بإدارة خطر الصرف بسبب ضعف العمليات والمعاملات بالعملة الأجنبية. غير أن لهذا الاختيار بعض المآخذ:

-المآخذ الأول يتمثل في إمكانية فقدان المؤسسة لجزء من أسواقها¹، حيث أن الإصرار على العملة المحلية في كل المعاملات يعني تحويل الخطر إلى الجهة المتعامل معها، وهو ما لا يتم قبوله في كل الحالات، ولدى كل المتعاملين.

-المآخذ الثاني يتمثل في أن اختيار العملة المحلية بدون دراسة البدائل الأخرى الممكنة، يجعل المؤسسة تفقد مكاسب نقدية محتملة وميزة تنافسية. فالمعاملات الآجلة كما سيتم التطرق اليه تأخذ بمعدلات الفائدة للعملة لتحديد الأسعار التي يتم على أساسها التعامل، مما يجعل المؤسسة نتيجة لإصرارها على تحرير الفاتورة بالعملة المحلية، لا تستفيد من الفرق بين سعر الصرف الآجل والحاضر (خصم التأجيل وعلاوة التقديم)، وقد تأخذ هذه الاستفادة الضائعة صورتين:

- الأولى نقدية: تتمثل في تحصيل مبلغ أكبر لو أن المؤسسة تحوطت في سوق الصرف الآجل.

-مثال 01: نفترض أن مؤسسة جزائرية تود تصدير ما قيمته 1 000 000 دج إلى تونس وكانت الأسعار في سوق الصرف الحاضر والآجل على التوالي:

$$\begin{aligned} \text{TND/DZD} &= 2 \\ \text{TND/DZD} &= 2.06 \end{aligned}$$

فإذا ما قررت المؤسسة الجزائرية استخدام العملة المحلية في هذه المبيعات، فسوف تفقد مبلغ 30 000 دج الذي كانت ستستفيد منه لو أنها استخدمت الدينار التونسي (50 000 دينار تونسي) وتحوطت في سوق الصرف الآجل (1 030 000 دج).

- الثانية تنافسية: حيث يمكن استخدام المبلغ الإضافي لتعزيز مكانتها في السوق عن طريق تخفيض الأسعار. في حالة المثال السابق من الممكن أن يكون المبلغ الذي يدفعه المستورد التونسي هو 485 437 دينار تونسي عوض 500 000 دينار تونسي.

-المآخذ الثالث يرتبط بحالة كون العملة التي يود فرضها المصدر نادرة الاستخدام في بلد المستورد مما يجعل فترة الترحيل والتوطين أطول عن استخدام عملة أخرى وما يترتب عن ذلك من تكاليف إضافية على خزينة المؤسسة. وبعبارة أخرى الحالات التي تكون فيها المؤسسة مخيرة بين العملة المحلية والعملة الأجنبية، فإن هناك حالات تكون فيها المؤسسة مجبرة على استعمال العملة الأجنبية وتنتج عن²:

- القدرة التفاوضية الضعيفة للمؤسسة؛

¹Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, *op.cit*, p290.

²idem.

- طبيعة تسعير بعض المواد الأولية والزراعية وحتى الصناعية التي تعتمد على الدولار؛
 - العملة المرجعية للمؤسسة قد تكون غير قابلة للتحويل، أو لا يتم تداولها في الأسواق الآجلة والمشتقة.
 مما سبق يتبين لنا أن المؤسسة تتحمل خطر الصرف إراديا أو اضطراريا وفي كلتا الحالتين ستجد نفسها أمام سؤال آخر، أي عملة أجنبية تختار؟

3-معايير اختيار العملة الأجنبية: إن تأثير تغيرات أسعار الصرف يختلف حسب وضعية صرف المؤسسة، فارتفاع سعر الصرف مثلا يؤدي إلى تحقيق مكاسب صرف لصاحب الوضعية الطويلة، وخسائر لصاحب الوضعية القصيرة. هذا الواقع جعل كل من المصدر والمستورد يتبنون معايير مختلفة لاختيار عملة تحرير الفاتورة. ورغم أن أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997 قد دفعت الكثيرين إلى التشكيك في جدوى اختيار عملة دون أخرى وفي المنفعة المرجوة من هذا الاختيار، ودعمت بذلك موقع أنصار التحوط من خطر الصرف مهما كانت العملة والرقعة الجغرافية¹، إلا أن اعتماد هذه المعايير يجد ما يبرره في الحالات الطبيعية لأسواق الصرف.

3-1-معايير اختيار العملة الأجنبية عند المصدرين: تعتمد المؤسسة على عدة معايير لاختيار عملة تحرير الفاتورة كقوة العملة ومعدل الفائدة المطبق عليها إلى جانب طبيعة العملات المستخدمة في الواردات وتحاول المؤسسة قدر الإمكان تقليص عدد العملات المتعامل بها حتى تسهل عملية الإدارة.

أ-عملة قوية: عرف G.Lafay العملة القوية بأنها كل عملة ينتج عن حيازتها إمكانية الحصول على عدد أكبر من السلع والخدمات² أما M.Louvet و G.Dagonet فيعرفانها بأنها كل عملة قابلة للتحويل ومستخدمة كثيرا في التسوية الدولية ويتم تداولها في سوق الصرف الآجل³. من وجهة نظر إدارة خطر الصرف، نجد أن التعريف الثاني هو المقصود، لأنه يتماثل مع تصور المكلف بإدارة خطر الصرف للعملة القوية التي يجب أن تكون قابلة للتحويل، متوفرة (تكلفة معاملة أقل) وأخيرا يتم التعامل بها في سوق الصرف الآجل على الأقل، وهي النقاط التي يركز عليها لاختيار أو استبعاد عملة معينة.

ب-معدل فائدة منخفض: يحاول المصدر أن يختار عملة ذات معدل فائدة منخفض مقارنة بعملته المحلية لسببين رئيسيين: الأول يتمثل في الاستفادة من علاوة التقديم عند قيامه بعملية التحوط، والثاني الحصول على تمويل بأدنى تكلفة (التسيقات بالعملة الأجنبية)⁴. كما يمكنه أن يستفيد من معدل الفائدة المتدني لتقوية عرضه وزيادة تنافسيته.

ج-المقاصة: يجب على المؤسسة التي تقوم بعمليات استيراد وتصدير أن تحاول تحرير فواتير صادراتها بنفس العملة أو العملات المستخدمة في الواردات، حتى يتمكن المكلف بإدارة خطر الصرف بعد ترتيب آجال الاستحقاق من استخدام إيرادات المؤسسة بعملة أجنبية معينة لتسوية دين بنفس العملة.

¹G.M.F : "Le risque client à l'international et le risque de change", Revue Française de comptabilité, Novembre 1997, N°294, p58.

²Gerard La Fay : "Comprendre la mondialisation", 2^{ème} Edition, economica, Paris, 1997, p62.

³G.Dagonet et M.Louvet, op.cit, p129.

⁴J.Peyrard, op.cit, p60.

د- عدد قليل من العملات: الهدف الأساسي من محاولة حصر عدد العملات الأجنبية هو تسهيل عملية إدارة الخزينة *gestion de la trésorerie*، فعدم متابعة المكلف بإدارة خطر الصرف لعدد كبير من العملات يجعله أكثر فعالية في إدارة الخزينة والتعامل مع هذا الخطر. كما أن عدم تشتت المبالغ على عدد كبير من العملات، يجعل المؤسسة تتحصل على خدمات أحسن من قبل البنوك، هذا ناهيك على أن إقامة نظام المقاصة في ظل عدد محدود من العملات يكون أسهل وأجمع.

3-2- معايير اختيار عملة تحرير الفاتورة لدى المستوردين: نفس المعايير السابقة يأخذها المستورد بشكل معاكس لاختيار عملة تحرير الفاتورة.

أ- عملة قوية: قد يختار المستورد عملة قوية للاستفادة من إمكانيات التحوط وتنوعها، غير أنه في بعض الأحيان قد يختار عملة ضعيفة من أجل الاستفادة من انخفاض قيمتها والتي تعني بالنسبة له انخفاض المبلغ الذي سيدفعه بالعملة المحلية عند حلول الآجل.

ب- معدل فائدة مرتفع: يختار المستورد عملة يكون معدل فائدتها أعلى من معدل الفائدة على العملة المحلية للاستفادة من خصم التأجيل.

ج- المقاصة: يجب على المؤسسة أن تختار نفس العملات المستخدمة في فورة المبيعات للخارج.

د- عدد قليل من العملات: لا يختلف هذا العنصر عند المستورد والمصدر.

وكخلاصة لما سبق، يمكن القول إن اختيار عملة تحرير الفاتورة المناسبة لوضعية المؤسسة سيساهم في تقليل حدة خطر الصرف من خلال تقليص المبلغ المعرض لهذا الخطر بفضل نظام المقاصة. كما أن اختيار عملة قوية مستقرة، سيجنب المؤسسة التغيرات الكبيرة والحادة التي تميز عدد لا بأس به من العملات في العالم، ويعطيها إمكانية استخدام الأدوات المالية الموجهة للتحوط من هذا الخطر.

ثانياً- الشروط الملحقه بالعقد التجاري: يمكن تعريف الشروط الملحقه بالعقد، بأنها تلك الشروط التي تسمح بتثبيت السعر بدلالة التغيرات التي تحدث في بعض المؤشرات أو الأحداث¹. ولا توجد قوالب جاهزة أو وصفات محددة للتطبيق عندما يتعلق الأمر بالشروط الملحقه بالعقد التجاري، فالأمر يبقى منوطاً بما ينتج عن المفاوضات بين الطرفين. فكل طرف يحاول إدراج بعض الشروط، حتى يتفادى جزء من خطر الصرف أو كله. ولقد أسفرت ممارسات المؤسسات العديد من الأمثلة التي يمكن أن نذكر بعضها في النقاط التالية²:

- **شرط تكييف الأسعار بدلالة تقلبات سعر الصرف:** عندما تكون عملة الفاتورة مختلفة عن العملة المرجعية للمصدر، فإن هذا الأخير يقوم في بعض الحالات بإدراج شرط تكييف السعر على أساس التغير الحاصل في

¹Martine Massabie-Francois et Elisabeth Poulain : " **Lexique du commerce international**", édition Bréal, 2002, p50.

²سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص218.

سعر الصرف عند التسوية. فإذا ارتفع أو انخفض سعر الصرف عند التسوية عن السعر الذي كان مسجلا عند تحرير الفاتورة، يتم تعديل سعر البيع* بحيث يصبح يعبر عن القيمة الأولية عند التعاقد.

-مثال 02: نفترض مصدر ألماني قام ببيع ما قيمته 700 مليون ين من المنتجات إلى اليابان مستحقة التحصيل بعد 3 أشهر، وكان سعر الصرف عند التعاقد $JPY/EUR=0.85$. عند حلول الأجل نفترض أن سعر الصرف أصبح $JPY/EUR=0.82$ في هذه الحالة يتحصل المصدر الألماني على مبلغ قدره 5.74 مليون يورو أي بانخفاض 210.000 يورو عن المبلغ المحسوب على أساس سعر الصرف المسجل عند التعاقد. لو أن المصدر الألماني قام عند المفاوضات بإدراج شرط تكييف الأسعار بدلالة تقلبات سعر الصرف فسوف يحصل على نفس المبلغ المحدد عند التعاقد أي 5.95 يورو الفرق سيحمل على المستورد الياباني الذي سيدفع مبلغ 725.61 مليون ين عوض 700 مليون ين المبدئية.

بمعنى آخر، أن المصدر يصبح غير معرض لخطر الصرف، على أساس أنه يعلم يقينا المبلغ الذي سيحصل عليه بفضل الشرط المدرج. في المقابل نجد المستورد (الذي كان نظريا بسبب استعمال عملته المرجعية غير معرض لخطر الصرف) أصبح بسبب نفس الشرط معرض لخطر الصرف. وقد يأخذ هذا الشرط شكلا آخر لا يتم فيه تعديل سعر البيع إلا إذا تعدى سعر الصرف حدين معينين وتدعى هذه الطريقة بشرط النفق¹. Clause d'indexation tunnel.

- شرط اقتسام المخاطرة: يتم وفقا لهذا الشرط اقتسام خسائر الصرف وقد تكون هذه القسمة عادلة أي بالمناصفة أو قد تكون بنسب مختلفة تحددها القوة التفاوضية للطرفين.
- إدخال شرط الصرف في العقد: يتم فرض هذا الشرط في عقد البيع، لتثبيت سعر التعادل ما بين عمليتين أو تحديده ضمن عتبة معينة لا يجوز تعديها². كما يمكن أن يأخذ شكلا آخر يتم من خلاله التمييز بين نوعين من العملات في العقد الواحد، العملة المرجعية من جهة وعملة أو عملات الدفع من جهة أخرى. وعند أجل الاستحقاق يختار أحد طرفي العقد العملة التي تستخدم للتسوية³. غير أن هذه الطريقة تعتبر قليلة الاستخدام بسبب التقلبات الحادة في أسعار الصرف وعدم سماحها بالاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف، كما أنها لا توفر الحماية المثالية بسبب اشتراط ألا يلعب الشرط دوره، إلا إذا تجاوز الانخفاض في سعر الصرف حدا معينا متفق عليه في العقد⁴.

ثالثا- تسيير الآجال: يمكن تسمية هذه التقنية أيضا بأسلوب التعجيل والتلكؤ أو التباطؤ لارتباط المصطلح بتعديلات شروط الائتمانية السارية بين المؤسسات. فالتعجيل يقصد به سداد الالتزام قبل تاريخ استحقاقه، أما التباطؤ

* للمزيد من التوضيح انظر، Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, op.cit, p p 127-128.

¹Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, op.cit, p290.

²Martine Massabie-Francois et Elisabeth Poulain, op.cit, p50.

³عبد الباسط وفا محمد، مرجع سبق ذكره، ص48.

⁴Marie-LouisseHolier : "le risque de change : ses techniques de gestion", Revue Banque, N°571, Juin 1996, p99.

فهو سداد الالتزام بعد فترة منتار يخاستحقاقه. بمعنى آخر، التقنية تهتم بالفترة الزمنية التي ستسدد الفاتورة خلالها، وتمثلي مجموعة الإجراءات والقرارات التي تحاول المؤسسة من خلالها التأثير على آجال التسوية، بتغييرها وتعديلها من أجل الاستفادة من التغيرات في أسعار الصرف. ويختلف سلوك المؤسسة وتباين ممارساتها حسب الوضعية التي تكون فيها، والعمليات التي تود تعديل آجالها والتغيرات المرتقبة في أسعار الصرف. وعموماً يمكن التمييز بين حالتين¹، الحالة الأولى تتعلق بارتفاع قيمة العملة المحلية والحالة الثانية انخفاض قيمتها:

الجدول رقم 5-01: تسيير الآجال حسب حالة سعر الصرف

الواردات	الصادرات	العملة المحلية مقابل عملة تحرير الفاتورة
تأجيل الدفع	تسريع التحصيل	عند الارتفاع
تسريع الدفع	تأجيل التحصيل	عند الانخفاض

المصدر: مريم آيت بارة ومحمد صاري: "تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة"، مجلة الباحث، عدد 14، 2014، ص 246.

إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض قيمة العملة المحلية فإن المؤسسات المستوردة سوف تعجل مدفوعاتها بالعملات الأجنبية، أما المؤسسات المصدرة فسوف تحاول تأخير مقبوضاتها، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية فإن المؤسسات المستوردة سوف تبطئ مدفوعاتها بالعملات الأجنبية، أما المؤسسات المصدرة فسوف تحاول تسريع عملية التحصيل، والغرض من ذلك هو اما تفادي الخسائر نتيجة التغيرات غير المرغوبة أو محاولة الاستفادة من أرباح محتملة إذا كانت التغيرات ملائمة لوضعية المؤسسة.

رابعاً- المقاصة: نشأت فكرة التقاص أو المقاصة بين البنوك لغرض تفادي عملية التحصل المباشرة لوجود صعوبة كبيرة من الناحية العملية خاصة في مجتمع تتوافر فيه عدة بنوك بمسافات متباعدة إضافة إلى السرعة في إنجاز العمل المصرفي. وتتم عملية المقاصة بين مديونية كل بنك تجاه البنوك الأخرى عما تملكه هذه البنوك من أرصدة نقدية لدى البنك المركزي حيث تتم الإضافة والخصم من الأرصدة المذكورة حسب الحال التي تمثله الشيكات المتبادلة ثم توسعت مجالات استخدام المقاصة للشركات متعدد الجنسيات لتسوية الالتزامات فيما بينها وفروعها ثم أصبحت تستخدم في نفس الشركة لتخفيض المبلغ المستحقه سواء بنفس العملة أو بنفس العميل لأغراض إدارة الخزينة أو خطر الصرف.

1- مفهوم القاصة: تعتبر المقاصة منبينا لآساليباً أكثر تأثيراً على حجم التدفقات النقدية في المؤسسة، ويمكن تعريفها بأنها طريق من طرق انقضاء الالتزام، وهذه العملية تتمثل في انقضاء الدينين أو انقضائهما بحدود الأقل منهما، والمقاصة تعرف على أنها إيفاء دينين متقابلين بين شخصين في حدود الأقل منهما. وتتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق والالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر، وبعملاً متمثلة، بحيث لا يظهر إلا الرصيد الصافي،

¹سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 217.

2-أنواع المقاصة: وتأخذ المقاصة أشكالاً متنوعة:

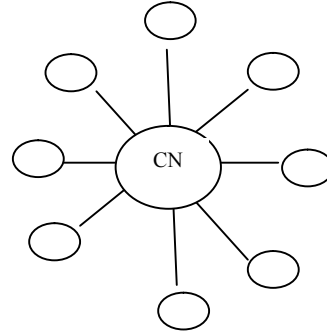
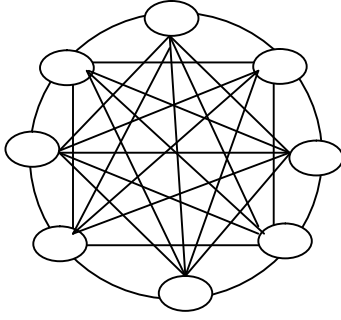
2-1- المقاصة الداخلية: هناك من يعرف المقاصة الداخلية بأنها تقنية المطابقة وهي تختلف عن المقاصة من حيث أن المصطلح الأخير يستخدم في حالة التدفقات النقدية بين وحدات اقتصادية تضمها مجموعة واحدة، أما المطابقة فتستخدم بين هذه الوحدات بعضها البعض أو بينها وبين طرف ثالث. وبعيدا عن هذا الجدل يمكن القول إن المقاصة الداخلية أو المطابقة تعني استعمال المقبوضات بالعملة الأجنبية لتسوية الالتزامات أو المدفوعات من نفس العملة ولنفس الآجال، بدون الحاجة لإشراك جهة أخرى في العملية¹. وتعرف أيضا هذه الطريقة بالتحوط الطبيعي الذي لا يحتاج اللجوء إلى أقسام سوق الصرف المختلفة ولتقنيات التحوط، وبالتالي فإن المقاصة الداخلية تعتبر تقنية مجانية تهدف إلى تجنب المؤسسة تهديدات تقلبات أسعار الصرف من خلال تخفيض المبالغ المعرضة لهذا الخطر. إن المؤسسات التي ترغب في استعمال المقاصة الداخلية يجب أن تُوفّر لها الشروط الموضوعية من خلال استعمال نفس العملات في عمليات التصدير والاستيراد، ومحاولة مطابقة تواريخ الاستحقاق للعمليات المتقابلة، بحيث تقوم بمنح مدد للائتمان التجاري مساوية مع تلك المدد التي تحصلت عليها من مورديها.

2-2- المقاصة الثنائية: تعتبر المقاصة ثنائية عندما تحدث بين مؤسستين تربط بينهما علاقات تجارية متبادلة، ويمكن أن تتم هذه التقنية بطرق طبيعية إذا كان زمن العمليات وتواريخ الدفع متماثلة، أو تتم بواسطة إيداع عملاً وتسليفاً إذا كان هناك تفاوت في المدد وتواريخ الدفع².

-مثال 03: نفترض أن مؤسسة فرنسية قامت بتصدير ما قيمته واحد مليون جنيه من السلع لفرعها في إنجلترا، واستوردت منه ما قيمته 1.3 مليون جنيه إسترليني. بدون مقاصة تدفع المؤسسة الام مليون جنيه والفرع 1.3 مليون جنيه، أما إذا كان هناك نظام مقاصة بينهما فان الفرع يدفع 0.3 مليون جنيه، وهي القيمة التي تمثل الفرق بين المبلغين. ويحقق نظام المقاصة العديد من المزايا مثل تقليص المبالغ المعرضة لمخاطر الصرف، تجنب العمولات المختلفة وإجراء تحويل (بالمثل) للقيمة المتوازنة³.

2-3- المقاصة متعددة الأطراف: يتم إنشاء نظام المقاصة متعدد الأطراف أو الجماعي بين مجموعة من المؤسسات التي تتداخل المبادلة فيما بينها، غالبا ما تكون المؤسسة الأم وفروعها. ويمكن توضيح الدور الذي يلعبه نظام مقاصة مركزي في تقليص التدفقات النقدية في المجموعة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 5-01: تبسيط العلاقات والتدفقات النقدية¹ نفس المرجع، ص 219.² عبد الباسط فاء: "دراسة تفصيلية لشركات التجارة الخارجية"، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص 170.³ Marc Gaugain : "gestion de la trésorerie", 2ème édition, Economica, Paris, 2007, p220.



المصدر: عبد الباسط وفا محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أساليبها- أنواعها- أساليب تلافيتها، دار النهضة العربية، 1998، ص58.

من الشكل نلاحظ أن وجود مركز للمقاصة (center netting) CN سوف يسمح بتقليص التدفقات النقدية البينية بحيث لا يتم تحويل إلا الرصيد. وبعبارة أخرى، لا يظهر بعد إجراء المقاصة إلا الرصيد الصافي لكل مؤسسة في مواجهة المؤسسات الأخرى داخل المجموعة.

مثال 04: نفترض الالتزامات المالية فيما بين المؤسسة الأم وفروعها الثلاث في فترة معينة كالتالي:

- المؤسسة الأم دائنة بـ 50 ون ومدينة بـ 20 ون للفرع في البلد أ.

- المؤسسة الأم دائنة بـ 4 ون ومدينة بـ 12 ون للفرع في البلد أ.

- المؤسسة الأم دائنة بـ 7 ون ومدينة بـ 6 ون للفرع في البلد أ.

- المؤسسة الأم دائنة بـ 12 ون ومدينة بـ 8 ون للفرع في البلد أ.

- فرع البلد أ دائن بـ 10 ومدين بـ 5 لفرع البلد ب.

- فرع البلد أ دائن بـ 9 ومدين بـ 9 لفرع البلد ج.

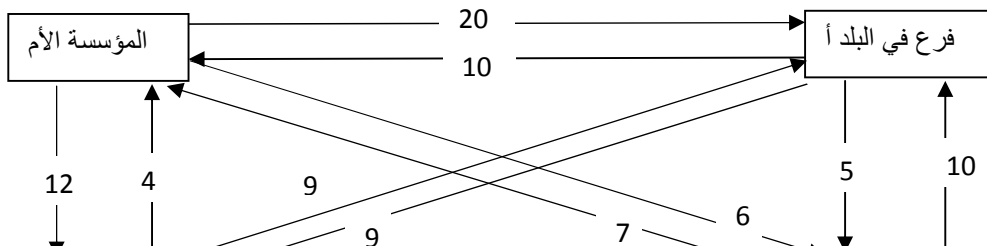
- فرع البلد ب دائن بـ 8 ون ومدين بـ 12 ون للفرع في البلد ج.

المطلوب: عرض التدفقات النقدية فيما بين الفروع الثلاثة والمؤسسة الأم في حالة عدم وجود مركز مقاصة وفي حالة وجوده. ماذا تلاحظ؟

الحل:

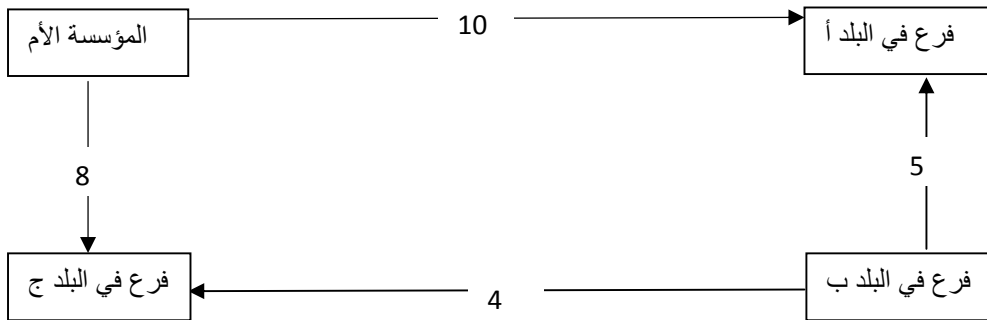
- حالة عدم وجود مركز مقاصة: إذا كانت المؤسسة لا تمتلك مركز مقاصة فإن التدفقات النقدية الناتجة عن التزاماتها ستكون وفق الشكل التالي:

الشكل رقم 5-02: حركة الأموال بدون مقاصة



- حالة وجود مركز مقاصة: اذا كانت المؤسسة تملك مركز مقاصة:

الشكل رقم 5-03: حركة الأموال بعد المقاصة



التعليق: من الشكلين السابقين نلاحظ أن حجم المبالغ التي يتم تحويلها فيما بين المؤسسة الأم وفروعها تقلص بعد تطبيق نظام المقاصة من 112 و 27 إلى 10 و 4، كما أن عدد التحويلات أصبح أربعة بعدما كان اثني عشر تحويلًا. فالمؤسسة الأم بعد تطبيق نظام المقاصة سوف تدفع 10 و لنفرض البلد أ و 8 و لنفرض البلد ج، فرع البلد ب سيدفع 5 و لنفرض البلد أ و 4 و لنفرض البلد ج. وهو ما يعني أن عدم اعتماد المجموعة على مركز للمقاصة، يزيد في عدد العمليات في المبالغ المدفوعة والمحصلة، وكل مبلغ منها يخلق للمؤسسة وضعية صرف، أما إذا كان هناك مركز مقاصة فإن حجم المبالغ المتبادلة سينخفض وبالتالي ينخفض خطر الصرف.

3-مزايا المقاصة: يقوم مركز المقاصة بتنظيم دورة المقاصة وتحديد طرقها وإجراءاتها ومواعيدها، وتتركز فيه المعلومات ويجري الحسابات الخاصة بالمقاصة، ويحقق أسلوب المقاصة الجماعية أو المتعددة العديد من المزايا أهمها¹:

- إنقاص العملات التي تتحصل عليها البنوك من عملية تحويل المبالغ من جهة إلى أخرى؛
- إنقاص العملات البنكية في عمليات الصرف؛
- الحصول على أحسن الأسعار خصوصًا إذا علمنا أن مركز المقاصة يعهد مهمة شراء العملة الأجنبية لجهة محددة وموحدة تتميز بحسن الأداء.

¹Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, **op.cit**, p380.

- إنقاص أثر خطر الصرف من خلال الأثر المباشر لعملية المقاصة في حد ذاتها هذا من جهة، ومن جهة أخرى، يستطيع مركز المقاصة أن يحدد من خلال الاستحقاقات المتبادلة، الأوضاع المتوقعة للعملة، وأن يهيئ المعلومات الكافية لتفادي أخطارها.

ورغم المزايا العديدة لهذا النظام، إلا أن تطبيقه يبقى متوقفا على مدى قدرة المؤسسة على مطابقة مواعيد الاستحقاق وعلى ما يسمح به القانون في إطار تشريعات الصرف، حيث أن العديد من الدول تمنع مثل هذه العمليات².

خامسا- الخصم من أجل الدفع المسبق: يتلخص مفهوم الدفع المسبق في دفع جزء من مبلغ متعاقد عليه مسبقا عن توريد بضاعة أو خدمة، أو القيام بتسديد جزء أو كل المبلغ المتعاقد عليه قبل أجل الاستحقاق ويحصل المستورد في الغالب على خصم نظير ذلك¹. ويسمح الدفع المسبق بإلغاء خطر الصرف على المبلغ المدفوع خصوصا إذا كان في بداية العملية، ويلجأ كل من المستورد والمصدر لهذا الأسلوب عندما تختلف عملة تحرير العقد عن عملتيهما المرجعية وكانت هذه العملة تتسم بعدم الاستقرار في سوق الصرف، وهو ما يؤدي إلى نشأة تخوف من اتجاهات الأسعار.

²سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص222 .
¹العاطف عبدالقادر وآخرون: " إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف في المؤسسة الاقتصادية"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية ادارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، أيام 25-26 نوفمبر 2008، ص112.

أسئلة، تمارين وحالات عملية

أولاً: الأسئلة:

- س01- ما هي الأسباب التي أدت الى استخدام ثلاثة عملات في تحرير 80% من المعاملات التجارية الدولية؟
- س02- هل يمكن اعتبار عملية الفوترة بالعملة المحلية حلاً مثالياً لخطر الصرف؟
- س03- في إطار إدارة خطر الصر ماذا تعني لك العملة القوية؟
- س04- اذكر مع الشرح معايير اختيار عملة الفوترة عند المصدرين؟
- س05- ما ذا نقصد بالشروط الملحقه بالعقد، ما هي أشكالها وكيف تساهم في تقليل خطر الصرف؟
- س06- كيف يساهم تسيير الآجال في إطار التقليل من تهديدات سعر الصرف؟
- س07- إذا كان التوقعات تشير الى انخفاض سعر صرف الدولار، ماذا سوف تفعل إذا كنت في وضعية قصيرة بالدولار (في إطار تسيير الآجال).
- س08- إذا كان التوقعات تشير الى انخفاض سعر صرف اليورو، ماذا سوف تفعل إذا كنت في وضعية طويلة باليورو (في إطار تسيير الآجال).
- س09- ماذا نقصد بالمقاصة وما هي أنواعها؟
- س10- عرف التحوط الطبيعي؟
- س11- ما هي مزايا التحوط؟
- س12- عنج اختيار عملة الفوترة يتم الاخذ بعين الاعتبار معدل الفائدة، اشرح كيف ذلك؟

ثانياً- التمارين:

- التمرين الأول: نفترض الالتزامات المالية فيما بين المؤسسة الأم وفروعها الأربعة في فترة معينة كالتالي:
- المؤسسة الأم دائنة بـ50 ون ومدينة بـ40 ون للفرع في البلد أ.
 - المؤسسة الأم دائنة بـ14 ون ومدينة بـ22 ون للفرع في البلد أ.
 - المؤسسة الأم دائنة بـ27 ون ومدينة بـ16 ون للفرع في البلد أ.
 - المؤسسة الأم دائنة بـ32 ون ومدينة بـ28 ون للفرع في البلد أ.
 - فرع البلد أ دائن بـ30 ون ومدين بـ15 ون للفرع في البلد ب.
 - فرع البلد أ دائن بـ19 ون ومدين بـ12 ون للفرع في البلد ج.
 - فرع البلد أ دائن بـ12 ون ومدين بـ6 ون للفرع في البلد د.
 - فرع البلد ب دائن بـ18 ون ومدين بـ22 ون للفرع في البلد ج.
 - فرع البلد ب دائن بـ26 ون ومدين بـ16 ون للفرع في البلد د.

المطلوب: عرض التدفقات النقدية فيما بين الفروع الثلاثة والمؤسسة الأم في حالة عدم وجود وفي حالة وجود مركز مقاصة.

التمرين الثاني: نفترض حالة مؤسسة ZEEE الجزائرية تود تصدير ما قيمته 850 000 دج إلى تونس، وكانت الأسعار في سوق الصرف الحاضر والآجل على التوالي:

$$\text{TND/DZD}=2.5$$

سعر الصرف الحاضر

$$\text{TND/DZD}=2.26$$

سعر الصرف الآجل

المطلوب:

-إذا كانت المؤسسة مخيرة بين عملتها المحلية الدينار الجزائري والدينار التونسي، بماذا تنصح الشركة في إطار إدارة

خطر الصرف؟

-برر اجابتك.

الأهداف التعليمية

الهدف العام:

- التعرف على كيفية استخدام المشتقات المالية والصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف.

الأهداف الفرعية:

- التعرف على كيفية استخدام الصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف.
- التعرف على كيفية استخدام التسبيقات بالعملة الأجنبية في التحوط من خطر الصرف.
- التعرف على كيفية استخدام التأمينات للتحوط من خطر الصرف.
- التعرف على مزايا وعيوب كل تلك التقنيات.

محتوى الفصل

أولاً- كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل وتكلفته رابعا-التحوط بعقود المبادلة

5. التحوط في سوق الصرف الآجل
6. تكلفة التحوط
7. حدود استخدام التحوط في سوق الصرف الآجل
8. كيفية التحوط
9. مزايا وعيوب عقود المبادلة

خامسا-التحوط بخيارات الصرف

1. التحوط من خطر الصرف الأكيد
2. التحوط من خطر الصرف غير الأكيد
3. استراتيجيات التحوط
4. مزايا وعيوب التحوط بالخيارات
7. طريقة التحوط عن طريق التسبيقات بالعملة الأجنبية
8. تكلفة التحوط
9. عيوب التسبيقات بالعملة الأجنبية
10. دراسة حالة المستوردين

ثالثا-التحوط في سوق المستقبلات

7. تحديد وجهة التحوط
8. تحديد عدد العقود
9. حل العملية
10. مزايا وعيوب التحوط في سوق المستقبلات

سادسا-التأمينات

أسئلة، تمارين وحالات عملية

رغم أهمية التقنيات الداخلية في إدارة خطر الصرف من خلال تأثيرها على هيكل وضعية صرف المؤسسة، إلا أنها غير كافية لحمايتها من تقلبات أسعار الصرف، لهذا يصبح الاستعانة بتقنيات أخرى أكثر من ضرورة. ولقد وجدت المؤسسات ضالتها في الأقسام المختلفة لسوق الصرف والمنتجات المتوفرة فيه. ويلاحظ أن أساليب التحوط المتوفرة في هذه الأسواق ليست متكافئة ولا متشابهة من حيث درجة الحماية التي توفرها للمؤسسة. فالبعض منها يعمل على ضمان سعر مستقبلي محدد، بينما البعض الآخر يحد من مخاطر ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة الأجنبية، ويقي على امكانية استفادة المؤسسة من التغيرات الملائمة في قيمة العملة. وتتقاطع هذه التقنيات، من حيث أنها تركز على استراتيجية أساسية، تتمثل في أن المتحوط سوف يخلق وضعية مالية *position financière* معاكسة للوضعية الابتدائية التي كان عليها، ومن ثم فإن الوضعية الطويلة ستقابل بوضعية قصيرة والعكس صحيح. وعلى أساس ما سبق يمكن تقسيم تقنيات التحوط الخارجية إلى أربعة أنواع رئيسية.

أولاً- كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل وتكلفته: يعتبر التحوط في سوق الصرف الآجل من أسهل النشاطات التي يمكن أن يمارسها مدير المخاطر، حيث أنها تفترض بعد تقييم خطر الصرف التوجه إلى أحد البنوك والتعاقد معه بشأن شراء أو بيع كمية من العملة الأجنبية لأجل يتوافق مع أجل تحصيل الحقوق ودفع الديون، وبالتالي فهي لا تتطلب أن يكون لدى مدير المخاطر دراية كافية باليات عمل سوق الصرف وخباياه.

1-التحوط في سوق الصرف الآجل: من أجل التحوط من خطر الصرف عن طريق الصرف الآجل، يتعين على المستورد أن يشتري المبلغ بالعملة الأجنبية الذي يناظر دينه، بينما المصدر المتخوف من انخفاض في قيمة العملة الأجنبية سوف يقوم ببيع مبلغ مساو لقيمة صادراته بالعملة الأجنبية لأجل¹. انطلاقاً من ذلك نجد أن التحوط في سوق الصرف الآجل يفترض التمييز بين وضعية الصرف الطويلة ووضعية الصرف القصيرة.

الجدول رقم 6-01: كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل

الوضعية في سوق الصرف الآجل	الخطر	طبيعة وضعية الصرف
بيع العملة الأجنبية في سوق الصرف الآجل	انخفاض سعر الصرف	الوضعية الطويلة
شراء العملة الأجنبية في سوق الصرف الآجل	ارتفاع سعر الصرف	الوضعية القصيرة

إن الخطر الذي يهدد الوضعية الطويلة يتمثل في انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية ويتم التحوط منه ببيع هذه العملة لأجل. أما الوضعية القصيرة التي تواجه خطر ارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، فالتحوط يتم بشراء العملة الأجنبية في سوق الصرف الآجل. وحتى تكون عملية التحوط في سوق الصرف الآجل فعالة في تخفيض الخطر الذي يهدد المؤسسة يجب أن تتوفر بعض الشروط التي نلخصها في التالي:

¹Albert Ondo Ossa: "Économie monétaire internationale", Edition ESTEM, 1999, Paris, p53.

- ضرورة توافق المبلغ المشتري أو المباع في سوق الصرف الآجل مع حجم وضعية صرف المؤسسة المراد التحوط منها، فعلى سبيل المثال إذا قامت مؤسسة جزائرية بتصدير بضاعة إلى الخارج بقيمة 50.000 دولار وأرادت أن تتحوط من خطر الصرف في سوق الصرف الآجل عليها أن تبيع نفس هذا المبلغ في السوق الآجل؛
- ضرورة توافق أجل استحقاق الدين أو تحصيل الذمة مع أجل استلام أو تسليم العملتين في سوق الصرف الآجل، فعلى سبيل المثال إذا منح المصدر الجزائري في المثال السابق مهلة 90 يوما لزيونه الأجنبي لتسوية العملية، فعليه أن يبيع هذا المبلغ في سوق الصرف الآجل لـ 90 يوم؛
- ضرورة توافق العملة المستخدمة في المعاملة التجارية أو المالية مع العملة المشتراة أو المباعة في سوق الصرف الآجل، وهذا يعني أن معاملة تجارية باليورو، لا يمكن بأي حال من الأحوال التحوط منها بشراء أو بيع الدولار في سوق الصرف الآجل، مما يعني أنه يجب شراء أو بيع اليورو.

-مثال 01: في 15 جانفي 2016 قامت مؤسسة جزائرية بشراء معدات انتاج بقيمة 250000 دولار من مؤسسة إيطالية على أساس أن تكون التسوية كالتالي:

50.000 دولار تسوى فورا

200.000 دولار بعد ستة أشهر.

إذا توفرت لديك المعلومات التالية حول سعر الصرف الحاضر والآجل بتاريخ 15-01-2016:

-سعر الصرف الحاضر:

$$\text{USD/DZD} = 102.5230-109.6350$$

$$\text{USD/EUR} = 0.9850-0.9320$$

-سعر الصرف الآجل لستة أشهر:

$$\text{USD/DZD} = 107.0230-113.9550$$

$$\text{USD/EUR} = 0.9650-0.9220$$

المطلوب:

-من من المؤسسات معرضة لخطر الصرف؟ ولماذا؟ وما هو المبلغ المعرض لخطر الصرف؟

-ماذا يجب على المؤسسة المعرضة لخطر الصرف فعله لتفادي هذا الخطر.

الحل:

-كلتا المؤسسات معرضتان لخطر الصرف على أساس أنهما تعاملتا بعملة غير عملتهم المحلية مع تأجيل التسوية.

-المبلغ المعرض لخطر الصرف هو 200.000 دولار على أساس أن 50.000 دولار تدفع فورا وتفيد على في

محاسبة المؤسسات على أساس سعر الصرف الحاضر.

- على المؤسسات التحوط من خطر الصرف. فبالنسبة للمؤسسة الجزائرية، يجب عليها شراء الدولار بسعر

الصرف الآجل 113.9550 دج لكل واحد دولار لكي تتحوط من خطر الصرف. أما بالنسبة للمؤسسة

الفرنسية فعليها يبيع الدولار بسعر 0.9650 يورو لكل واحد دولار حتى تتمكن من التحوط من خطر الصرف.

2-تكلفة التحوط: تتمثل تكلفة التحوط باستخدام الصرف الآجل في الفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل، وباعتبار أن السعر الأول يختلف بين يوم تحرير الفاتورة ويوم التسوية، فقد ظهرت ثلاثة فرق في تحديد التكلفة:

1-2-الفريق الأول: يرى بأن تكلفة التحوط تساوي معدل خصم التأجيل أو معدل علاوة التقديم¹:

أ-حالة خصم التأجيل: يعتبر خصم التأجيل خسارة صرف بالنسبة للمصدر (أو صاحب الوضعية الطويلة) والتي يتم حسابها بالطريقة التالية:

خسارة الصرف = المبلغ المستحق (وضعية الصرف) × سعر الصرف الحاضر × معدل خصم التأجيل

وهي في الوقت نفسه تعبر عن تكلفة التحوط، أما بالنسبة للمركز القصير، فإن خصم التأجيل سيكون مكسباً، يمكن الاستفادة منه بفضل دفع مبلغ أقل مما كانت المؤسسة ستدفعه.

ب-حالة علاوة التقديم: الحالة العكسية، سوف نسجلها عندما يكون الآجل بعلاوة تقديم، فالمصدر في هذه الحالة، سيحصل على مكاسب نقدية في شكل مبلغ إضافي، كما يمكن أن يستخدم الفرق في تخفيض سعر البيع لدعم تنافسية مؤسسته في الأسواق الدولية. أما بالنسبة للمستورد، فسوف يجد نفسه في هذه الحالة، مجبراً على دفع مبلغ أعلى مما كان سوف يدفعه. الفرق بين المبلغين، يمثل التكلفة التي يتحملها المستورد نظير تفاديه لخطر الصرف.

2-2-الفريق الثاني: يرى بأن تكلفة التحوط في سوق الصرف الآجل، هي حاصل طرح سعر الصرف الحاضر بتاريخ التسوية وسعر الصرف الآجل. فإذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف المسجل بتاريخ التسوية، يتحمل المستورد تكلفة والمصدر يستفيد من ربح. الحالة العكسية نسجلها في حالة كون سعر الصرف الآجل أقل. أما في حالة تساوي السعيرين، فإنه لا توجد هناك تكلفة. وعلى خلاف النظرة الأولى، فإن هذا الأسلوب في تحديد التكلفة يسمح لنا بمقارنة حالتين، حالة التحوط وحالة عدم التحوط، ومن ثم التمكن من الحكم على رشاده قرار التحوط.

2-3-الفريق الثالث: يرى هذا الفريق بضرورة أخذ سعر الصرف المتوقع² لحساب تكلفة التحوط، من خلال طرح هذا السعر من سعر الصرف الآجل. غير أن هذه الطريقة في تحديد التكلفة غير مثلى، لأنها تتناقض والغرض من التنبؤ. فالهدف من التنبؤ بأسعار الصرف هو توفير المعلومات الضرورية للمكلف بإدارة خطر الصرف للفصل في قرار التحوط من عدمه، فكيف إذا يمكن لنا حساب التكلفة على أساس هذا السعر؟ إلى جانب ذلك فإن هذا السعر المتوقع يفقد أهميته وفائدته بمجرد معرفة السعر المسجل في تاريخ التسوية بمعنى أنه وسيلة ليس إلا.

¹Alain Chevalieret Georges Hirsch op.cit, p48.

²Bernard Herodin et Thierry Benoist:"Conditions Bancaires et Trésorerie en Date de Valeur", édition Dunod, Paris, 1980, p166.

وضابط ذلك كله، أن الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف المسجل في تاريخ التسوية وسعر الصرف الآجل هو الأنسب لحساب تكلفة التحوط، على أساس أنها تقيم بشكل مناسب جهد المكلف بإدارة خطر الصرف وفعالية قراراته، من خلال توضيحها للخسائر التي تجنبتها المؤسسة أو الأرباح التي لم تستفد منها بفعل هذا القرار.

-مثال 02: انطلاقاً من المثال السابق وفي حالة حصولك على المعلومات التالية:

-سعر الصرف الحاضر المسجل يوم 15-07-2016:

$$\text{USD/DZD} = 105.4230-111.4050$$

$$\text{USD/EUR} = 0.9510-0.9110$$

-سعر الصرف المتوقع بالنسبة للمؤسستين بتاريخ 15-07-2016:

$$\text{USD/DZD} = 109.5630-115.0550$$

$$\text{USD/EUR} = 0.9420-0.9010$$

المطلوب: حدد تكلفة التحوط حسب الفرق الثلاثة السابقة:

-**الفريق الأول:** تكلفة التحوط هي خصم التأجيل أو علاوة التقديم:

المؤسسة الجزائرية: الأجل تم على أساس علاوة تقديم وبالتالي فإن المستورد الجزائري (وضعية قصيرة) يتحمل تكلفة تقدر بـ 864.000 دج وتم حساي هذه التكلفة بالطريقة التالية:

مبلغ الدين بالعملة الأجنبية * علاوة التقديم

$$200.000 \text{ دولار} * 4.32 = 864.000 \text{ دج}$$

المؤسسة الفرنسية: الأجل تم على أساس خصم التأجيل وبالتالي فإن المصدر الفرنسي (وضعية طويلة) يتحمل تكلفة تقدر بـ 4.000 يورو، وتم حساب هذه التكلفة بالطريقة التالية:

مبلغ الذمة بالعملة الأجنبية * خصم التأجيل

$$200.000 \text{ دولار} * 0.02 = 4.000 \text{ يورو}$$

-**الفريق الثاني:** حدد تكلفة التحوط في الفرق بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الحاضر عند التسوية.

المؤسسة الجزائرية: سعر الصرف الحاضر المسجل يوم التسوية اقل من سعر الصرف الآجل، وبالتالي حسب هذا الفريق التحوط لا يكلف المؤسسة، لأنها بفضل التحوط تجنبت دفع مبلغ أكبر.

المؤسسة الفرنسية: سعر الصرف الحاضر المسجل يوم التسوية اقل من سعر الصرف الآجل، وبالتالي حسب هذا الفريق تكلفة التحوط تقدر بـ 2800 أورو، وتم الحصول على هذا المبلغ كالتالي:

مبلغ الذمة بالعملة الأجنبية * الفرق بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف عند التسوية

$$200.000 \text{ دولار} * 0.014 = 2.800 \text{ يورو}$$

-**الفريق الثالث:** يرى هذا الفريق أن تكلفة التحوط تتمثل في الفرق بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف المتوقع يوم التسوية. على أساس ذلك نجد:

المؤسسة الجزائرية: سعر الصرف الحاضر المتوقع يوم التسوية أكبر من سعر الصرف الآجل، وبالتالي حسب هذا الفريق التحوط يكلف المؤسسة مبلغ مقداره 220.000 دج تم الحصول عليه كالتالي:

مبلغ الدين بالعملة الأجنبية * الفرق بين سعر الصرف المتوقع يوم التسوية وسعر الصرف الآجل

$$200.000 \text{ دولار} * 1.1 = 220.000 \text{ دج}$$

المؤسسة الفرنسية: سعر الصرف الحاضر المتوقع يوم التسوية أقل من سعر الصرف الآجل، وبالتالي حسب هذا الفريق التحوط يكلف المؤسسة الفرنسية مبلغ مقداره 4600 أورو تم الحصول عليه كالتالي:

مبلغ الذمة بالعملة الأجنبية * الفرق بين سعر الصرف المتوقع يوم التسوية وسعر الصرف الآجل

$$200.000 \text{ دولار} * 0.023 = 4.600 \text{ دج}$$

3- حدود استخدام التحوط في سوق الصرف الآجل: هناك بعض الشروط الواجب أخذها بعين الاعتبار عند استخدام سوق الصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف نوجزها فيما يلي:

3-1- طبيعة خطر الصرف المراد التحوط منه: من أجل التمكن من استخدام سوق الصرف الآجل يجب أن يكون الخطر المراد التحوط منه خطر محدد المبالغ والأجال والعملات، على أساس ذلك نجد ان استخدام سوق الصرف الآجل لا يصلح للتحوط من خطر الصرف الشرطي.

3-2- تشريعات الصرف: قد تحد تشريعات الصرف في بعض الأحيان من إمكانية استخدام سوق الصرف الآجل، كأن يتم منع المستوردين على سبيل المثال من التعاقد في هذا السوق، أو يكون مسموحاً لهم ضمن فترات زمنية محددة.

ثانياً- التسيقات بالعملة الأجنبية: تعتبر التسيقات بالعملة الأجنبية قروض تمنح لتمويل التجارة الخارجية، ولقد استخدمت من قبل المصدرين لتغطية خطر الصرف نتيجة للخصائص التي تتمتع بها، إلا أن ذلك لا ينطبق على المستوردين التي تعتبر بالنسبة لهم وسيلة تمويل ومضاعف لخطر الصرف.

1- طريقة التحوط عن طريق التسيقات بالعملة الأجنبية: يمكن استخدام التسيقات بالعملة الأجنبية بالنسبة للمصدرين للتحوط من خطر الصرف، وذلك بإتباع المراحل التالية¹:

- عند التوقيع على العقد التجاري، تقوم المؤسسة باقتراض العملة الأجنبية من البنك لمدة محددة؛
- التنازل عن المبلغ المقترض في سوق الصرف الحاضر مقابل العملة المحلية؛
- تسديد القرض باستخدام المبالغ الناتجة عن الصادرات.

من هذا المنطلق، يتبين لنا إمكانية استخدام هذه الوسيلة في التحوط من خطر الصرف، ويصبح نتيجة لذلك سعر الصرف المسجل عند التسوية، لا يعني المؤسسة التي تكون قد حددت السعر الذي تشتري به العملات الأجنبية الضرورية لتسوية المعاملة التجارية في البداية (عند التنازل على المبلغ المقترض في سوق الصرف). عند حلول أجل

¹Bernard Herodinet Thierry Benoist, **op.cit**, p166.

تحصيل نواتج الصادرات، تقوم باستخدام هذه المبالغ لتسوية التسبيق الذي تحصلت عليه دون المرور على سوق الصرف واستخدام أسعاره.

وحتى تكون التسيقات تقنية فعالة في التحوط من خطر الصرف، يجب توفير الشروط التالية:

- ضرورة تماثل العملة المقترضة مع العملة المستخدمة في المعاملة التجارية؛
- ضرورة تطابق آجال الاقتراض مع الآجال الممنوحة للعميل لتسوية دينه؛
- يجب اقتراض مبلغ مساو للقيمة الحالية لنواتج الصادرات المراد تمويلها والتحوط منها، حتى لا تكون الفوائد الناتجة عن القرض معرضة لخطر الصرف.

2-تكلفة التحوط: مما سبق تبين لنا أن هذه الطريقة تعتمد على الاستدانة، ومادام أن هذه الأخيرة تتم على أساس معدل فائدة، فهذا يعني أن تكلفة التحوط في هذه الحالة تتمثل في الفائدة التي تدفعها المؤسسة للجهة المقرضة. ويمكن التعبير عن هذه التكلفة بالصيغة التالية¹:

التكلفة = معدل الفائدة للاقتراض + الهامش (الذي يتغير بدلالة نوعية المقترض وأهمية القرض)

ويمكن للمؤسسة التقليل من هذه التكلفة عن طريق توظيف المبلغ بالعملة المحلية الناتج عن عملية التنازل عن العملة الأجنبية في السوق النقدية المحلية، فتصبح بذلك التكلفة مرتبطة بالفرق الموجود بين معدل الفائدة على العملة الأجنبية ومعدل الفائدة على العملة المحلية. غير أنه يجب التنبيه إلى الاحتياجات التمويلية للمؤسسة قد لا تسمح لها بتجميد مثل هذا المبلغ، خصوصا إذا كان كبيرا. كما أن ذلك يعني ضمنا أن المؤسسة قد تنازلت عن التمويل الذي تحصلت عليه، فيصبح بذلك التسبيق وسيلة تحوط وليس تمويل.

3-عيوب التسيقات بالعملة الأجنبية: من عيوب هذه الطريقة:

-انعكاسها على معدل استدانة المؤسسة باعتبار أنها تظهر في ميزانية المؤسسة، مما يؤثر على قدرتها التمويلية الحالية والمستقبلية.

-تسمح للمستوردين بالحصول على التمويل، وفي نفس الوقت ترفع من وضعية صرف المؤسسة مما يجعل هذا التمويل عامل مضاعف لخطر الصرف. فمثلا عندما تقوم مؤسسة باستيراد سلع من الخارج بقيمة معينة، ثم تطلب تسبيق لتمويل هذه العملية فإنها تكون أمام خطرين، أحدهما مرتبط بالمعاملة التجارية والثاني مرتبط بالمعاملة المالية.

4-دراسة حالة المستوردين: إن المستوردين غالبا ما يُقْبَلُونَ على هذه الطريقة من التمويل، بسبب معدلات الفائدة المتدنية بعملات غير عملاتهم المحلية، إلا أن الواقع قد أثبت أكثر من مرة أن ما تكسبه المؤسسة من فروقات معدلات الفائدة، سرعان ما يلغى بفعل التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف. فاقترض الفرنك

¹J.Peyrard, op.cit, p124.

السويسري مثلا بمعدل فائدة 3% لمدة 15 شهرا، كلف العديد من المؤسسات معدلات تصل إلى 30% بسبب تغيرات أسعار الصرف².

هناك طريقة يمكن للمستوردين التحوط من خلالها من خطر الصرف، تتمثل في اقتطاع مبلغ موازي لقيمة العملية من خزينة المؤسسة، إذا كان الوضع المالي لها يسمح بطبيعة الحال، أو اقتراض نفس هذا المبلغ من أحد البنوك ولأجل يوازي أجل قرض المصدر، ثم تقوم المؤسسة بتحويل هذا المبلغ إلى عملة تحرير الفاتورة، وإذا كانت التشريعات تسمح فإنها تقوم بإقراض المبلغ لأحد البنوك المحلية أو الأجنبية لأجل يساوي أجل مهلة التسوية، أما إذا كانت التشريعات لا تسمح بتلك العمليات، فإن المؤسسة ستحتفظ بهذا المبلغ في خزنتها حتى حلول الأجل ليتم استخدامه في تسوية الدين. ويبقى ما سبق ذكره مرهونا بوفرة السيولة داخل المؤسسة، وألا تكون مثل تلك العمليات محظورة من قبل التشريعات السارية المفعول. ومن عيوب هذه الطريقة هي التكاليف الباهظة التي تنتج عنها، خصوصا إذا كان معدل الفائدة على العملات الأجنبية متدنيا¹.

ثالثا-التحوط في سوق المستقبلية: يتميز سوق المستقبلية بدرجة كبيرة من التوحيد القياسي الواجب أخذها بعين الاعتبار عند استخدامه للتحوط من خطر الصرف. البداية تكون بتحديد الوضعية الواجب اتخاذها طويلة كانت أو قصيرة، ثم البحث عن عدد العقود التي تسمح بغلق الوضعية وتفادي خطر الصرف.

1-تحديد وجهة التحوط: للتحوط في سوق المستقبلية يجب خلق وضعية معاكسة تماما للوضعية الابتدائية، حتى يحدث تقاص بين الأرباح والخسائر. ولتحديد ما يجب على المكلف بإدارة خطر الصرف فعله في سوق المستقبلية، يجب تحديد طبيعة الوضعية المراد التحوط منها. فإن كانت طويلة، يجب بيع عقود بالعملة الأجنبية، وإن كانت قصيرة يجب شراء تلك العقود. ويمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي:

الجدول رقم 6-02: الوضعيات الواجب اتخاذها في سوق المستقبلية

الوضعية الابتدائية	الوضعية في سوق المستقبلية
المصدر: وضعية طويلة	- يجب اتخاذ وضعية قصيرة
الخطر: التخوف من انخفاض قيمة العملة الأجنبية	- يجب بيع عقود في سوق المستقبلية
المستورد: وضعية قصيرة	- يجب اتخاذ وضعية طويلة
الخطر: التخوف من ارتفاع قيمة العملة الأجنبية	- يجب شراء عقود في سوق المستقبلية

Source : Josette Peyrard : "gestion financière internationale" 5eme édition Vuibert Paris 1999, p128.

من الجدول نلاحظ أن التحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف يكون عن طريق شراء عقود في السوق، والتحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف يكون ببيع عقود في سوق المستقبلية.

²Bernard Herodinet Thierry Benoist, op.cit, p167.

¹Shevinpierre: "Gestion du risque de change et pratiques européennes", op.cit, p10.

ملاحظة: يجب أن الإشارة إلى أن العقود في سوق المستقبلات يتم تداولها مقابل العملة المحلية، ففي سوق باريس يتم تداول هذه العقود بالعملة الأجنبية مقابل اليورو، وفي سوق لندن مقابل الجنيه الإسترليني وهكذا في كل سوق، وهو ما يعني أن المستورد في فرنسا إن أراد التحوط من خطر ارتفاع قيمة الجنيه مثلا، سيشتري عقود جنييه في باريس، والعكس صحيح بالنسبة للمصدر. وإن كان ما سبق صحيح في معظم الأسواق، إلا أن التطورات المالية الأخيرة قد استحدثت عقود لا تكون فيها العملة المحلية طرفا، لهذا يجب أخذ ذلك بعين الاعتبار. والقاعدة أن التحوط في هذا السوق يستوجب شراء وبيع عقود بالعملة التي تكون مصدر تحديد بالنسبة للمؤسسة.

2- تحديد عدد العقود: سبق وأن بينا في الفصل الثالث أن العملات المتداولة في سوق المستقبلات يحدد لها مبلغ ثابت يمثل قيمة العقد، بحيث لا يمكن تداول إلا هذا المبلغ أو مضاعف دقيق له، على هذا الأساس فإن المكلف بإدارة خطر الصرف بعد تحديد وضعية صرفه، عليه أن يحدد بدقة عدد العقود التي تجعل المؤسسة آمنة من التغيرات في أسعار الصرف. وتستخدم الصيغة التالية لتحديد عدد العقود بالصيغة التالية¹:

$$NC = VA / VC$$

حيث أن:

NC هو عدد العقود؛

VA قيمة الوضعية المراد التحوط منها؛

VC قيمة العقد في سوق المستقبلات.

-مثال 03: نفترض حالة مصدر فرنسي قام بمعاملة تجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 1.000.000 دولار، مع منح ائتمان تجاري بـ 3 أشهر، إذا علمت أن سعر الصرف الحاضر كان 0,2 وسعر العقد في سوق المستقبلات IMM هو 0,22، وأن حجم العقد هو 250.000 يورو.

المطلوب: حدد عدد العقود الواجب شراؤها للتحوط من خطر الصرف.

الحل: من المعطيات السابقة، نلاحظ أن العملة الواجب التحوط منها هي الدولار الأمريكي، وللقيام بذلك في سوق المستقبلات، يجب على المصدر الفرنسي إما بيع عقود دولار أمريكي في سوق باريس، أو شراء عقود يورو في سوق IMM بالولايات المتحدة الأمريكية. ويجب ان يترجم عدد العقود الواجب شراؤها عند حلول أجل التسوية (أي بعد ثلاثة أشهر) ببيع 1.000.000 دولار.

من أجل تحديد عدد العقود يجب أولاً البحث عن القيمة المقابلة لـ 1 مليون دولار باليورو:

عدد العقود الواجب شراؤها:

¹Frederic S. Mishkin : "Monnaie, banque et marchés financiers", traduction Christian Bordes et autres, 9^{ème} édition, Pearson Education, France, 2010, p222.

هذا يعني أن شراء 18,18 عقد يورو يسمح للمؤسسة بالتحوط من خطر الصرف، غير أن ذلك غير ممكن في سوق المستقبلية، لهذا فإن المكلف بإدارة خطر الصرف يجب عليه إما شراء 18 عقد أو 19 عقد، والغالب أنه سيشتري 18 عقد لأنها الأقرب إلى النتيجة.

3- حل العملية: في أجل الاستحقاق، ومهما كان سعر الصرف المسجل فإن المتعامل الاقتصادي سواء كان في وضعية طويلة أو قصيرة سوف يحصل أو يدفع المبلغ المحدد عند شراؤه وبيعه لعقد المستقبلية، على أساس أن الوضعتين تنتج عنهما نتيجتين مختلفتين، فإن حققت إحداها ربح حققت الأخرى خسارة، والعكس صحيح.

-مثال 04: نأخذ معطيات المثال السابق، ونظف لها معلومة سعر الصرف الحاضر عند حلول الآجل، أي بعد ثلاث أشهر، والذي نفترض أنه كان 0,24 دولار لكل 1 يورو.

المطلوب: هل سعر الصرف المسجل عند التسوية يؤثر على الوضعية الاجمالية للمؤسسة؟

الحل: لتبين أن السعر الأخير لن يكون له أي أثر على الوضعية الاجمالية للمؤسسة، سوف نقوم بحساب النتيجة النهائية لكل من الوضعية الابتدائية الناشئة عن العملية التجارية والوضعية المالية في عقود المستقبلية:

أ- على مستوى الوضعية الابتدائية:

تحويل ناتج الصادرات الى اليورو: نجد أن تحويل ناتج الصادرات على أساس سعر الصرف الحاضر 0,24 سينتج عنه مبلغ يقدر بـ 4.166.666.74 يورو

نلاحظ أن هذا المبلغ أقل من المبلغ المقدر في البداية 4.545.454.5 يورو (المبلغ المضمون في سوق المستقبلية). وبالتالي فإن الوضعية الابتدائية تحقق خسارة بـ 378.787.5 يورو. وبإضافة الأرباح المحققة في الوضعية المالية في سوق المستقبلية والمتمثل في 378.787.5 يورو نحصل على المبلغ المقدر في البداية والمتمثل في 4.545.454.5 يورو.

ب- على مستوى عقود المستقبلية:

شراء اليورو بـ 0,22؛

بيع اليورو بـ 0,24؛

الربح المحقق هو 0.02 دولار لكل 1 يورو.

أي أن عقود اليورو حققت ربح يقدر بـ 0.02 دولار لكل 1 يورو وبالتالي فإن قيمة الأرباح بالدولار الأمريكي هي:

$$90.909 = 0.02 \times 4.545.454.5 \text{ دولار}$$

وباليورو نتحصل على ربح يقدر بـ:

$$378.787.5 = 0.24/90.909 \text{ يورو}$$

نلاحظ أن الربح المحقق في عقود المستقبلات مساوٍ بالتتمام للخسائر المحققة في الوضعية الأساسية (الابتدائية) وهو ما يعني أن الربح المحقق عندما يضاف إلى الوضعية الابتدائية نجد في النهاية أن المصدر تحصل على مبلغ 4.545.454.5 يورو، وهو ما يعني أن المؤسسة في نهاية المطاف لم تتأثر بسعر الصرف الحاضر المسجل يوم التسوية.

ملاحظة: من المثال السابق نلاحظ أن الحسابات افترضت إمكانية تجزئة العقد 18,18 عقد، وهذا غير ممكن في الواقع نتيجة للتوحيد القياسي المتبع في هذا السوق، فإذا اختلفت تواريخ الاستحقاق وتوافقت أم لا المبالغ المراد تغطيتها مع مضاعفات القيمة الاسمية للعقد، فهنا التحوط يكون معرض لما يعرف بخطر الأساس *le risque de base*. فعند الرجوع إلى مبدأ التحوط في هذا السوق، نجد الضمان الوحيد الذي يعطيه هو أن سعر العقد وسعر الصرف الحاضر في أجل الاستحقاق متساويين. السبب في ذلك أن سعر العقد هو دالة في معدلات الفائدة، التي تعتبر في علاقة طردية متناقصة عبر الزمن، مما يعني أن الأساس الذي يعرف بالفرق بين سعر العقد وسعر الصرف الحاضر طيلة فترة تداول العقد يزيد وينقص، بزيادة ونقصان معدلات الفائدة، غير أنه عند حلول الآجل ينعدم فيتساوى نتيجة لذلك سعر الصرف الحاضر مع سعر العقد¹.

4-مزاي و عيوب التحوط في سوق المستقبلات: يمكن تحديد مزاي و عيوب التحوط في سوق المستقبلات في النقاط التالية:

4-1-المزاي: تتمثل مزاي التحوط في سوق المستقبلات فيما يلي:

- تسمح بتحديد أسعار الشراء والبيع في تواريخ محددة؛
- السعر يتم تداوله في السوق المنظم وهذا يضمن على المعاملة الكثير من الشفافية؛
- يمكن للمتحوط أن يتخلص من العقد في أي وقت شاء "قابلية التداول"؛
- عدم وجود خطر الجهة المقابلة باعتبار أن غرفة المقاصة تحل محل المشتري والبائع في المعاملة وتصبح ضامنة لحسن سير العملية؛
- تدني تكلفة المعاملات.

4-2-العيوب: يمكن تحديد بعض العيوب التي تعترى هذه التقنية نلخصها في الآتي:

- هناك سببين يحولان دون أن تكون المستقبلات تقنية تحوط مثالية²، الأول يكمن في أن وضعية المؤسسة الابتدائية نادرا ما تكون مضاعفا دقيقا لقيمة العقد في سوق المستقبلات. أما الثاني فيتمثل في عدم تطابق آجال استحقاق الديون والذمم في المؤسسة مع الآجال المطبقة في سوق المستقبلات.
- لا تسمح بالاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف؛

¹Pascal Alphonse et autres : "Gestion de portefeuille et marchés financiers", édition Pearson Education, France, 2013, p73.

²Yves simon, *op.cit*, p333.

- التوحيد القياسي الذي يلازم هذه العقود يجعل من النادر أن تتوافق المبالغ والآجال المراد استخدامها مع الآجال المستخدمة في سوق المستقبلات؛
- ينتج عن التعامل في سوق المستقبلات دفع الوديعة الابتدائية وأيضاً مبالغ إضافية كلما حقق العقد خسائر بسبب التغيرات غير الملائمة؛
- عدد قليل من العملات يتم تداولها في هذا السوق؛
- منتج يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة.

رابعا-التحوط بعقود المبادلة: تمر عقود المبادلة بمرحلتين أساسيتين، المرحلة الأولى تكون في السوق الحاضر يتم فيها تبادل العملاتين على أساس سعر الصرف الحاضر، وفي المرحلة الثانية تقوم الجهتين بمبادلة عكسية لما تم تبادلته في المرحلة الأولى باستخدام سعر الصرف الآجل، مما يجعل المتعاملين يعلمون مسبقاً مقدار المبالغ التي سيتحصلون عليها في الأجل وهو ما يعني إمكانية استخدام هذا المنتج في التحوط من خطر صرف الصفقة، سواء لصاحب الوضعية القصيرة أو الطويلة.

1-كيفية التحوط: للتحوط في سوق عقود المبادلة يجب التمييز بين الوضعية الطويلة والقصيرة:

1-1-طريقة التحوط في وضعية طويلة: سبق وأن قمنا بتحديد أنواع عقود المبادلة في كل من عقد مبادلة مقرض للعملة الأجنبية وعقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية، وكل منهما يستخدم في التحوط من وضعية صرف معينة. بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة (المصدر) فيجب عليه إتمام عقد من النوع الثاني على أساس أنه في الأجل ينتظر تحصيل مبلغ بالعملة الأجنبية، وهو ما يتيح له استخدام ذلك المبلغ في المبادلة الثانية التي تتم في الأجل، فيصبح نتيجة لذلك تأثير سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل منعدم على قيمة التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية.

-مثال 05:

نفترض أن مؤسسة جزائرية قامت بتصدير منتجات بقيمة 1 مليون يورو إلى فرنسا بتاريخ 15 جانفي، ومنحت المستورد الفرنسي ائتمان تجاري لـ 6 أشهر وكانت الأسعار في كل من السوق الحاضر وسوق عقود المبادلة بالشكل التالي:

سعر الصرف في عقود المبادلة:

$$\text{EUR/DZD} = 0,2400 - 0,2460$$

سعر الصرف الحاضر:

$$\text{EUR/DZD} = 0,2200 - 0,2290$$

المطلوب: إذا أرادت المؤسسة الجزائرية التحوط من خطر الصرف باستخدام عقود المبادلة ماذا يجب أن تفعل؟

الحل:

من أجل التحوط في سوق عقود المبادلة يجب على المؤسسة أن تستخدم عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية، أي نجد أن المؤسسة الجزائرية تقوم بتسليم البنك مبلغ 4.366.812.2 دينار جزائري المحسوب على أساس سعر الصرف البائع وتحصيل واحد مليون أورو، ثم بعد ستة أشهر تسلم البنك مبلغ مليون أورو وتحصل مبلغ 4.166.666.7 دينار جزائري، وتم حساب المبلغ الأخير باستخدام سعر الشراء الآجل. وعند قيامها بالعمليات السابقة نجد أن المؤسسة الجزائرية قد تخلصت من خطر الصرف بعد تثبيت المبلغ الذي ستحصل عليه بعد ستة أشهر بتاريخ إنجاز الصفقة.

1-2- طريقة التحوط في وضعية قصيرة: عكس ما تم تفصيله في النقطة السابقة سيطبق على الوضعية القصيرة، حيث أن المستورد سوف يقوم بإنجاز عقد مقرض للعملة الأجنبية، والذي يعني إعطاء العملة الأجنبية مقابل الحصول على العملة المحلية (أو المرجعية) في المرحلة الأولى، والقيام بالعملية العكسية في المرحلة الثانية.

-مثال 06:

اعتمادا على نفس معطيات المثال السابق، مع اعتبار المؤسسة الجزائرية قامت بعملية استيراد بواحد مليون يورو.

المطلوب: كيف يمكن للمؤسسة أن تتحوط من خطر الصرف؟

الحل:

في هذه الحالة تعطي المؤسسة في المرحلة الأولى مبلغ 1.000.000 يورو وتحصل على مقابل 4.545.454.5 دينار جزائري، وفي الأجل تسترجع 1.000.000 يورو مقابل 4.065.040.65 دينار، وهو المبلغ الذي يمثل تكلفة شراء المليون دولار. وتكون بهذا الشكل قد تحوطت من خطر الصرف على أساس ان المبلغ الذي سيدفع بعد ستة أشهر يكون معلوم.

2-مزايا وعيوب عقود المبادلة: مثلها مثل بقية منتجات التحوط، فإن عقود المبادلة تعطي لمستخدميها العديد من المزايا مثل المرونة والتكلفة المتدنية، كما أنها لها عدة عيوب، كتأثيرها على الخزينة وضرورة المتابعة الدورية¹.

1-2-المزايا: تتمثل المزايا في:

- تتميز عقود المبادلة بمرونة كبيرة مما يجعلها تتلاءم مع الحاجات الخاصة بالمتعاقدين؛
- تكلفة متدنية؛
- تعتبر أداة هامة (عقود مبادلة العملة الأجنبية) لإدارة خطر الصرف في المدى الطويل.

2-2-العيوب: تتمثل العيوب في التالي:

- يبقى خطر الجهة المقابلة موجودا خصوصا في الفوائد؛
- تتطلب المتابعة المستمرة من قبل المتحوط؛
- لها تأثير على خزينة المؤسسة خصوصا عند دفع التدفقات؛

¹Hubert De la Bruslerie, *op.cit*, p477.

- تكلفة غير ظاهرة (متخفية) تنتج عن الفرق بين معدلات الفائدة وأسعار الصرف؛
- تستلزم متابعة من قبل القائم على عمليات الخزينة؛
- هناك صعوبات تنتج عند محاولة إدارة مجموعة من عقود المبادلة.

خامسا-التحوط بخيارات الصرف: يقوم البنكفي غالب الأحيان بإصدار نوعين من الخيارات، خيار بيع العملة الأجنبية وخيار شراء العملة الأجنبية، وعند تعاقد المؤسسة مع هذا البنك، يصبح لديها بموجب هذا الخيار حق شراء العملة الأجنبية بكميات بسعر محدد عند تاريخ تنفيذ العقد بالنسبة للخيار الأوربي أو خلال كل المدة بالنسبة للخيار الأمريكي. ويمكن استخدام هذا المنتج للتحوط من خطر الصرف الأكيد وخطر الصرف الشرطي¹، وقبل التطرق للاستراتيجيات المختلفة التي يمكن أن تستخدمها المؤسسات يجب أن نتطرق لمفهوم سعر الصرف الفعلي المضمون.

1-التحوط من خطر الصرف الأكيد: لتوضيح كيفية إستخدام الخيارات في التحوط من خطر الصرف الأكيد سنميز بين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة وكذا استراتيجيات التحوط وأخيرا مزايها وعيوب التحوط بهذا المنتج. كيفية التحوط بالخيارات

1-1-الوضعية الطويلة: عندما تكون المؤسسة في وضعية طويلة وتود التحوط من خطر الصرف، فسوف تقوم بشراء خيار بيع العملة الأجنبية أو بيع خيار شراء العملة الأجنبية، ويعتبر الحكم بينهما النتائج المحصل عليها من عملية التنبؤ.

أ-شراء خيار بيع العملة الأجنبية: عندما تتوقع المؤسسة التي تكون في وضعية طويلة (المصدر) أن يكون الانخفاض كبيرا في سعر الصرف، فسوف تقوم بشراء خيار بيع العملة الأجنبية. وتصبح نتيجة لذلك آمنة من الخسائر التي تنتج عندما ينخفض سعر الصرف عن سعر الصرف الفعلي المضمون.

-مثال 07:

نفترض الحالة الخاصة بمؤسسة بلجيكية قامت بتصدير يوم 01-08 ما قيمته 100.000 دولار من المنتجات الرياضية للولايات المتحدة الأمريكية يتم تحصيلها بعد ثلاثة أشهر. من أجل التحوط من خطر الصرف قامت المؤسسة بشراء خيار بيع الدولار الأمريكي من بنك CBC في بلجيكا وفق الشروط التالية:

-سعر التنفيذ: 0.88 يورو لكل 1 دولار.

-العلاوة 0.017 يورو لكل 1 دولار.

المطلوب:

-احسب العلاوة التي تدفعها المؤسسة للبنك مقابل هذا الخيار؟

-متى تنفذ المؤسسة الخيار إذا علمت أن سعر الصرف الحاضر في الاجل يكون كالتالي:

¹M. Debauvais et Y. Sinnah : "La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", 2^{ème} édition, economica, France 1992, p284.

الحالة الأولى: 0.91 يورو لكل 1 دولار.

الحالة الثانية: 0.84 يورو لكل 1 دولار.

- اشرح كيف أن المؤسسة أصبحت غير معرضة لخطر الصرف بعد تعاقدتها على هذا الخيار.

الحل:

- حساب العلاوة: يمكن حساب قيمة العلاوة المدفوعة باليورو من قبل المؤسسة البلجيكية بالشكل التالي:

$$1.496 = 0,017 * (0,88 * 100.000) \text{ يورو}$$

أما بالدولار فيتم تحويل المبلغ السابق على أساس سعر الصرف السائد يوم 01-08-08 أي 0,86 يورو لكل واحد دولار فنحصل على:

$$1.739.53 = 0.86 / 1.462 \text{ دولار.}$$

- تنفيذ الخيار: في أجل الاستحقاق تقارن المؤسسة بين سعر الصرف الحاضر وسعر التنفيذ وتقرر التنفيذ من عدمه:

- الحالة الأولى: سعر الصرف الحاضر في أجل الاستحقاق 0.91 يورو لكل 1 دولار وهو أكبر من سعر التنفيذ المقدر ب 0.88 يورو لكل واحد يورو، وهو ما يعني أن المبلغ المحصل من خلال تحويل المبلغ في سوق الصرف الحاضر مع خصم العلاوة يكون أكبر من المبلغ المحصل لو تم استخدام سعر التنفيذ في سوق الخيارات. بصيغة أخرى إذا حول المصدر المبلغ في سوق الصرف الحاضر يحصل على مبلغ 86.504 يورو بعد خصم العلاوة من المبلغ الإجمالي (91.000 - 1496) أما إذا استخدم سعر التنفيذ في سوق الخيارات يحصل على مبلغ 88.000 يورو.

- الحالة الثانية: سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل 0.84 يورو لكل واحد دولار، في هذه الحالة نجد أن المصدر ينفذ الخيار ويقوم بتحويل المبلغ المحصل على أساس سعر التنفيذ 0.88، وهو ما يسمح له بتحصيل مبلغ يقدر بـ 86.504 يورو بعد خصم العلاوة المقدرة بـ 1496 من المبلغ 88.000 يورو، وهو مبلغ أكبر مما لو استخدم الصرف الحاضر السائد في الأجل. وكما هو ملاحظ فإن الخيارات تسمح للمتعامل الاقتصادي بتفادي التقلبات غير الملائمة والإبقاء على التقلبات الملائمة.

ب- بيع خيار بيع: تقوم المؤسسة ببيع خيار بيع العملة الأجنبية، إذا توقعت أن الانخفاض في سعر الصرف سيكون طفيفا أو أنها تتوقع ارتفاع سعر الصرف فتقوم باتخاذ هذا المركز مستفيدة بذلك من العلاوة.

1-2- الوضعية القصيرة: مثلها مثل الوضعية السابقة نجد أن هناك طريقتين للتحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف، الأولى تتمثل في شراء خيار شراء إذا ما كانت المؤسسة (صاحبة الوضعية القصيرة) تتوقع ارتفاع كبير في سعر الصرف، أما الثانية فإذا كانت تتوقع أن يكون الارتفاع طفيفا أو أن سعر الصرف سينخفض، فهنا تقوم ببيع خيار شراء العملة الأجنبية.

-مثال 08:

نفترض نفس الشركة السابقة بتاريخ 01-08-08 قامت باستيراد ما قيمته 100.000 يورو على أن تقوم بتسوية العملية بعد ثلاثة أشهر. من أجل التحوط من خطر الصرف قامت المؤسسة بشراء خيار شراء الدولار الأمريكي من بنك CBC في بلجيكا وفق الشروط التالية:

- سعر التنفيذ 0.84 يورو لكل 1 دولار.

- العلاوة 0.014 دولار لكل 1 أورو.

المطلوب:

- احسب العلاوة التي تدفعها المؤسسة للبنك مقابل هذا الخيار؟

- متى تنفذ المؤسسة الخيار إذا علمت أن سعر الصرف الحاضر في بتاريخ 01-11 كان كالتالي:

الحالة الأولى: 0.87 يورو لكل 1 دولار.

الحالة الثانية: 0.82 يورو لكل 1 دولار.

- اشرح كيف أن المؤسسة أصبحت غير معرضة لخطر الصرف بعد تعاقدتها على هذا الخيار.

الحل:

الخلاوة تقدر بـ 1176 يورو أو 1367.44 دولار.

تنفيذ الخيار: هناك حالتين:

الحالة الأولى: سعر الصرف الحاضر في أجل الاستحقاق 0.87 يورو لكل واحد دولار أكبر من 0.84 يورو لكل واحد دولار، لهذا فإن المستورد سيفضل تنفيذ الخيار وهو ما يسمح له بالحصول على 100.000 دولار بـ 84.000 عوض 87.000 في سوق الصرف الحاضر.

الحالة الثانية: سعر الصرف الحاضر المسجل في أجل 0.82 أقل من 0.84 يورو لكل واحد دولار، في هذه الحالة نجد أن المستورد لا ينفذ الخيار.

2-التحوط من خطر الصرف غير الأكيد: تعتبر الخيارات المنتوج الوحيد الذي يسمح بالتحوط من خطر الصرف غير الأكيد مثل الخطر الناشئ عن مشاركة المؤسسة في مناقصة دولية أو البيع وفق مرشد أسعار، أو عملية التنازل عن أصول بالعملة الأجنبية وبالخصوص بيع مساهمات المؤسسة في الخارج والذي يبقى التنفيذ الفعلي له غير معلوم¹. وخارج الخيارات لا يمكن للمؤسسات المعرضة لمثل تلك المخاطر أن تقوم بإدارتها بالشكل الملائم.

3-استراتيجيات التحوط: هناك العديد من استراتيجيات التحوط التي تسمح بفضل المزج بين وضعيات مختلفة من الاستفادة من مزايا الخيارات مع التقليل أو إلغاء العلاوة²، ويمكن إيجاز هذه الاستراتيجيات في النقاط التالية:

¹M. Debauvais et Y. Sinnah : " La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", op.cit, p284.

²Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, op.cit, p213.

1-3- استراتيجيات من نوع "النفق" tunnel: تقضي هذه الاستراتيجية بشراء خيار شراء أو خيار بيع، وفي الوقت نفسه بيع خيار بيع أو خيار شراء، ويتم اعتماد هذه الاستراتيجية لتخفيض أو إلغاء العلاوة مع الإبقاء على مجال التحوط.

-مثال 09: نفترض حالة عميل أمريكي في وضعية قصيرة بـ125.000 يورو لمدة ستة أشهر ويود التحوط من خطر الصرف باستخدام الخيارات. إذا توفرت لك المعلومات المتعلقة بسوق الخيارات في CME:

الجدول رقم 6-03: اسعرا التنفيذ والعلوات في خيارات اليورو مقابل الدولار

العلوة في خيار البيع PUT	العلوة في خيار الشراء CALL	سعر التنفيذ
0,0156	0,0350	1,4500
0,0216	0,0286	1,4800
0,0286	0,0216	1,5000
0,0450	0,0140	1,5500

إذا علمت أن سعر الصرف في الأجل كان كالتالي:

- سعر الصرف الحاضر أقل من أو مساوي لسعر التنفيذ في خيار بيع اليورو؛
- سعر الصرف الحاضر أكبر من سعر التنفيذ في خيار بيع اليورو وأقل من أو يساوي سعر التنفيذ في خيار شراء اليورو؛
- سعر الصرف الحاضر أكبر من سعر التنفيذ في خيار شراء اليورو.

المطلوب:

-ماذا يجب عليه أن يفعل إذا أراد التحوط من خطر الصرف باستخدام استراتيجية النفق؟

-مثل الاستراتيجية بيانياً؟

- علق على وضعية المؤسسة أمام خطر الصرف في ضوء أسعار الصرف المسجلة في الأجل.

الحل:

-من أجل التحوط باستخدام استراتيجية النفق يجب على العميل أن يقوم بشراء خيار شراء اليورو بسعر التنفيذ 1,50 ويدفع علاوة مقدارها 2.700 دولار. ثم يقوم في نفس الوقت ببيع خيار بيع اليورو بسعر تنفيذ 1,48، ويتحصل مقابل ذلك على 2.700 دولار علاوة، وهو ما يعني في الواقع أن العميل لم يتحمل أية علاوة مقابل مجال تحوط معين يستفيد منه.

-من خلال اتباعه للاستراتيجية السابقة تمكن العميل من التحوط من خطر الصرف وتحديد المبلغ الذي سوف يدفعه بالدولار، بدون أن يتحمل العلاوة، ويمكن تلخيص الحالات الثلاثة السابقة في الجدول التالي:

الجدول رقم 6-04: التحوط من وضعية قصيرة بواسطة استراتيجية النفق

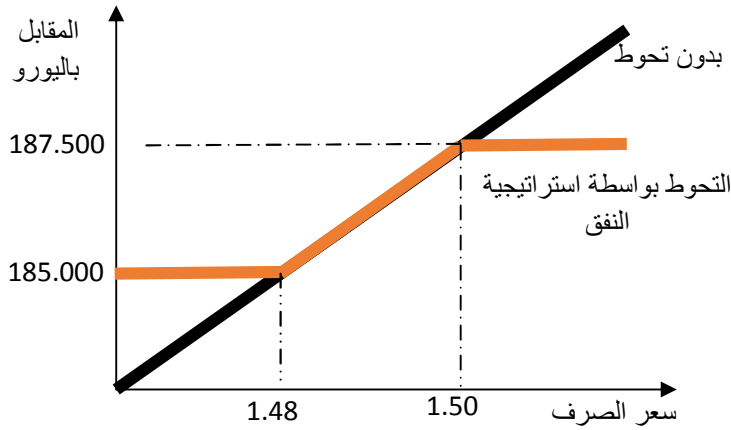
مقابل الدين بالدولار في حالة التحوط	مقابل الدين بالدولار في حالة عدم التحوط	سعر الصرف الحاضر في الأجل
185 000 دولار	125 000* سعر الصرف المسجل	السعر $\geq 1,48$
125 000* سعر الصرف المسجل	125 000* سعر الصرف المسجل	$1,48 >$ السعر $\geq 1,50$
187 500 دولار	125 000* سعر الصرف المسجل	السعر $< 1,50$

من الجدول نلاحظ أن العميل قد تمكن من حصر المبلغ الذي يشتري به اليورو عند حلول الأجل بين 185 000 دولار و 187 500 دولار.

هذا يعني، مهما يكن السعر المسجل في الأجل فإنه لن يدفع أكثر من 187 500، غير أن تطبيق هذه الاستراتيجية تلغي إمكانية الاستفادة من الأسعار الملائمة. ففي حالة المثال السابق نجد أن العميل ليس بإمكانه شراء 125 000 يورو بأقل من 185 000 في حالة انخفاض سعر الصرف، وهو ما يعاب على هذه الاستراتيجية.

- التمثيل البياني: يمكن تمثيل استراتيجية النفق وفقاً للشكل التالي:

الشكل رقم 6-01: القيمة المقابلة لدين بالدولار حسب سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل



إن هذه الاستراتيجية تقوم على أساس إلغاء إمكانية الاستفادة من التغيرات الملائمة مقابل إلغاء العلاوة، وبنفس الطريقة السابقة وبمراحلها يمكن التحوط من الوضعية الطويلة.

3-2- استراتيجية الخيار المتوازن واستراتيجية خيار الاختناق: وفق هاتين الاستراتيجيتين، يقوم المتحوط بالمزج بين عمليتي شراء وبيع الخيارات. ففي حالة استراتيجية خيار الاختناق أو الانحياز strangle*، نجد أن المتحوط يقوم بشراء أو بيع عقد خيار شراء وعقد خيار بيع على ذات الأداة محل العقد، وبذات تاريخ الانتهاء وبسعر

* استخدم كل من مصطلح الاختناق كترجمة لكلمة strangle option، ومصطلح خيار متوازن للدلالة على straddle option في قاموس الأسواق والأوراق المالية لكتابه تحسين التاج الفاروقي في الصفحة 297 و 298. كما أن مصطلحات أخرى استخدمت، مثل استراتيجية خيار الانحياز في بعض الكتب مثل كتاب المشتقات المالية لكتابه أ. حاكم الربيعي ص 212. وتجدر الإشارة إلى أن معظم الكتاب باللغة الفرنسية حافظو على التسمية الأصلية للاستراتيجية ولم يتم ترجمتها.

تنفيذ غير مريح أي أدنى من سعر تنفيذ خيار الشراء أو أعلى من سعر تنفيذ خيار البيع¹. أما فيما يخص الاستراتيجية الثانية، straddle option فهي عبارة عن خيار شراء أداة معينة بسعر محدد وخلال فترة محددة يتم موازنته بخيار بيع ذات الأداة بذات السعر وخلال ذات المدة².

3-3- استراتيجيات butterfly: أطلقت هذه التسمية بسبب الشكل البياني الذي تتجسد فيه صورة الفراشة من خلال الأرباح والخسائر الممكن تحقيقها. ويتعلق الأمر بتوليفة مركبة تتمثل في شراء خيارين (شراء أو بيع) بسعر تنفيذ معين، وفي نفس الوقت بيع خيارين إضافيين من نفس النوع (شراء أو بيع)، أحدهما بسعر تنفيذ أعلى من ذلك المستخدم في الخيارين الأولين، والثاني بسعر تنفيذ أقل. والهدف من تركيب مثل هذه الاستراتيجية هو تخفيض قيمة العلاوة. ولتوضيح هذه الاستراتيجية نستعين بنفس معطيات المثال السابق الخاص بالمستورد الأمريكي لتبيين كيفية استخدام هذه الطريقة للتحوط من خطر الصرف بعلاوة في غالب الأحيان تكون متدنية. ومن أجل بناء هذه الاستراتيجية على المتحوط أن يتخذ المراكز التالية في سوق IMM:

- بيع خياري شراء بسعر تنفيذ 1,5 ويقبض علاوة تقدر بـ 0,0216
- شراء خيار شراء بسعر تنفيذ 1,45 ويدفع علاوة تقدر بـ 0,0350
- شراء خيار شراء بسعر تنفيذ 1,55 ويدفع علاوة تقدر بـ 0,0140

من خلال العمليات السابقة، نلاحظ أن تكلفة شراء الخيارين (أي العلاوة المدفوعة) ستُغطي جزئياً أو كلياً (حسب الحالة) بالعلوة المقبوضة من عملية بيع الخيارين. فالعمليات الحسابية تعطينا مبلغ 725 دولار كعلاوة مدفوعة، مقابل الحصول على هامش تغطية من خطر الصرف بين سعري صرف 1,4558 وينتهي عند سعر الصرف 1,55. ولقد تحصلنا على مبلغ 725 دولار من خلال طرح العلاوة المقبوضة المقدرة بـ 5.400 دولار من مبلغ العلاوة المدفوعة 6.125 دولار.

وعلى ضوء أسعار الصرف المحتملة في الأجل سنثبت أن هذا العميل متحوط من خطر الصرف، وعموماً يمكن القول إن سعر الصرف المحتمل في الأجل يمكن أن يأخذ الحالتين التاليتين:

- **الحالة الأولى:** عندما يكون سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل أقل من أو يساوي 1,45 سنجد أن الخيارات الأربعة لا تنفذ ويصبح السعر الذي يستخدمه العميل لتحويل الدين (125 000 يورو) هو 1,4558 دولار لكل واحد يورو. أي أن العميل عندما يتحوط باستخدام هذه الاستراتيجية سيشتري العملة الأجنبية بهذا السعر حتى وإن سجل سعر صرف أقل.

- **الحالة الثانية:** إذا كان سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل محصور بين 1,45 و 1,5 فسوف نجد أن مشتري خياري الشراء لا ينفذ خياره وبالتالي يحتفظ العميل الأمريكي نتيجة لذلك بالعلوة كاملة. كما ان العميل الأمريكي يقوم بتنفيذ خيار شراء الدولار بسعر 1,45 مما يؤدي إلى تناقص خسائره (الناجحة عن

¹تحسين التاج الفاروقي: "قاموس الأسواق والأوراق المالية"، مكتبة لبنان الناشر، 2004، ص ص 297، 298.

²نفس المرجع، نفس الصفحة.

العلاوة المدفوعة) حتى تنعدم عندما يصل سعر الصرف إلى 1,4558 وبعد هذا السعر تصبح وضعية العميل الأمريكي مربحة، وحجم أرباحه متصاعدة بدلالة سعر الصرف المسجل في الأجل، النتائج السابقة يمكن حسابها بالصيغة التالية:

الأرباح أو الخسائر = سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل - سعر التنفيذ - العلاوة المدفوعة
فيما يخص وضعية شراء خيار شراء بسعر التنفيذ 1,55 نجد أنها لا تنفذ على أساس أن الأسعار السائدة في السوق غير ملائمة مما يجعل العميل يتحمل العلاوة كاملة كتكلفة أو خسارة مؤكدة.

4-مزاي وعيوب الخيارات: مثلها مثل بقية المنتجات فإن الخيارات تقدم مجموعة من المزايا لمستخدميها ويعاب عليها أيضا بعض المآخذ التي نلخصها فيما يأتي:

4-1-المزايا: تتمثل المزايا في:

- تضمن الخيارات للمصدر سعر صرف أدنى لبيع العملة الأجنبية، فعندما ينخفض سعر الصرف الحاضر عند حلول أجل الاستحقاق يقوم المصدر بتنفيذ الخيار والذي يعني بيع العملة بسعر الصرف المتفق عليه، وللمستورد سعر صرف أقصى لشراء العملة الأجنبية؛
- مرونة الاستخدام (سعر التنفيذ، آجال الاستحقاق)؛
- تسمح بالتحوط من وضعيات الصرف الشرطية، التي لا يمكن التعامل معها إلا بواسطة هذه المنتجات؛
- تسمح للمتحوط من الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف؛
- تتميز إدارة خطر الصرف بالخيارات بالديناميكية، على أساس وجود إمكانية إعادة بيع الخيار في حالة عدم استخدامه؛
- لا تظهر الخيارات في ميزانية المؤسسة، بمعنى أنها تسجل خارج الميزانية إلا فيما يخص العلاوة التي تظهر في حسابات المؤسسة.

4-2-المآخذ: يعاب على الخيارات ما يلي:

- مبلغ العلاوة قد يكون مرتفع جدا مما يجعله عبئ مالي كبير على خزينة المؤسسة؛
- عدم تعدي آجال الاستحقاق السنة، مما يجعلها منتوج غير قابل للاستخدام في الآجال المتوسطة والطويلة؛
- استخدام الخيارات لا يكون له معنى إلا إذا كانت المبالغ المتعامل بها كبيرة؛
- هذا النوع من التحوط يستدعي مراقبة مستمرة من خبير في المالية وهو ما لا يتوفر عادة في المؤسسات. وتجدد الإشارة إلى أن أسواق الخيارات بالعملات الأجنبية تتأثر كثيرا بعامل التقلب وبأكثر من غيرها من الأسواق، ولذلك تكون السيطرة عليها أصعب مما هو متاح في بقية الخيارات وخاصة من حيث عملية تسعير حق الخيار أولا، ثم تتبع سعره في السوق بعد ذلك. وعلى المتحوط بهذه الخيارات أن يدقق في اختيار سعر التنفيذ في العقد ليكون ملائما لطبيعة التزاماته وتوقعات التدفق النقدي، مع محاولة مد أجل الخيار ليتجاوز الأجل الفعلي للتدفق. وبطبيعة الحال فإنه لا يلزمه البحث عن خيارات داخل النقود، باعتبار أن العلاقة بين تطور العملة في

السوق وتطور سعر الخيار ستكون إيجابية جدا عندما يكون الخيار على النقود. كما يمكن استخدام الخيارات خارج النقود بدرجة أكثر مما هو في بقية الخيارات، نظرا لتكلفتها البسيطة مقارنة بالفرص التي قد تأتي بها نتيجة للتقلبات الكبيرة التي تشهدها أسواق العملات¹.

سادسا-نظام التأمينات : يمكن تعريف عملية التأمين على القروض بأنها وسيلة تسمح للمدين بعد تسديد علاوة بالتغطي من خطر عدم التسديد الناتج عن حالة عجز من الدفع. الإنتقاد الموجه لهذا التعريف هو حصر عملية التأمين على القروض في خطر عدم التسديد. فهذه العملية أي التأمين وخصوصا في مجال التجارة الخارجية، لا تغطي هذا الخطر فحسب، بل تمتد أيضا إلى خطر التحويل، الخطر السياسي، وكذا خطر الصرف. ونتيجة لأهمية التأمين في العمليات التجارية الخارجية قامت الشركة الفرنسية للتأمين على التجارة الخارجية COFACE في سنة 1977 بطلب من وزارة المالية، بإعادة تفعيل عقود التأمين على خطر الصرف. وبالرغم من أن هذه الشركة في بداية الأمر كانت تهتم بتغطية خطر الصرف في عمليات التصدير لحساب الدولة، ومن ثم كان المصدر الفرنسي بعد دفع علاوة محتاط من خطر الصرف الناتج عن إنخفاض سعر الصرف عن ذلك السعر المضمن، بمعنى أن الضمان (التأمين) على الصرف هو عبارة عن تأمينات يتم بموجبها تعويض المصدر في حالة تحقيقه لخسائر صرف. وفي المقابل يتعهد المؤمن بدفع أرباح الصرف إلى شركة التأمين في حالة إرتفاع أسعار الصرف، على أساس ذلك فإن المصدر سوف يضمن مداخيله من الصادرات المحددة وفقا للسعر المتفق عليه.

ومع تنوع طلبات المصدرين في مجال تغطية الصرف، وتنوع التقنيات الموجهة لهذه الوظيفة فقد تطورت عمليات التأمينات شكلا ومضمونا، حيث أن العمليات التي كانت تتصف بالإلزام أدخل عليها طابع الإختيار. فأصبح مثلا المصدر الذي يقدم عرض دولي بالعملة الصعبة بفضل عقود الضمان على العرض غير معرض لخطر الصرف بإعتبار أن مثل هذه العقود تستخدم في حالة قبول العرض و تلغى في الحالة العكسية، مثلها مثل الخيارات المعرفة سابقا. و أهم ميزة في هذا التطور هو أن الخسائر و الأرباح التي كانت تتحملها ميزانية الدولة قلت بفعل دخول هذه الشركات في سوق الصرف، و قيامها بتغطية وضعياتها في السوق البنكي و سوق الخيارات.

¹خالد وهيب الراوي: "العمليات المصرفية الخارجية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 441.

أسئلة، تمارين وحالات عملية

أولاً: الأسئلة:

- س01- ما هي الوضعية الواجب اتخاذها في سوق الصرف الآجل للتحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف؟
- س02- ما هي الشروط التي تزيد في فعالية التحوط في سوق الصرف الآجل؟
- س03- هل التحوط في سوق الصرف الآجل مكلف بالنسبة للمؤسسة؟
- س04- لماذا تعتبر التسبيقات بالعملة الأجنبية مضاعف لخطر الصرف في حالة الوضعية القصيرة؟
- س05- ما هي المراحل المتبعة للتحوط من خطر الصرف باستخدام التسبيقات بالعملة الأجنبية؟
- س06- ماذا يجب مراعات عند استخدام المستقبلات للتحوط من خطر الصرف؟
- س07- ماذا نقصد بخطر القاعدة؟ ومتى يظهر؟
- س08- أذكر بعض العيوب المرتبطة بالتحوط باستخدام عقود المستقبلات؟
- س09- إذا كنت في وضعية طويلة وأردت التحوط من خطر انخفاض سعر الصرف في سوق المبادلة، ماذا يجب أن تفعل؟
- س10- متى يكون شراء خيار شراء الأنسب للتحوط؟
- س11- ماذا نقصد بالاستراتيجيات الأولية في سوق الخيارات؟
- س12- اشرح استراتيجية الاختناق، وما هي عيوبها؟

ثانياً- التمارين:

التمرين الأول: لنفترض مؤسسة أمريكية قامت بالمعاملات التالية في 05 جانفي 2003:

شراء معدات بقيمة 1 مليون دولار حيث أن شروط الدفع كانت كالتالي:

20 بالمئة من قيمة المشتريات تسدد فوراً والمبلغ المتبقى على دفعتين متساويتين كل ستة أشهر.
تصدير ما قيمته:

- 300.000 دولار من السلع التسوية تكون بعد 6 أشهر؛
- 75.000.000 ين من السلع التسوية تكون بعد 3 أشهر؛
- شراء خيار (من النوع الأمريكي لستة أشهر) يبيع الين على أساس سعر تنفيذ بـ 0.95 دولار لكل 100 ين مع دفع علاوة بـ 0.675% لكل 100 ين.

المطلوب:

1- هل المؤسسة معرضة لخطر الصرف مع التعليل؟

أسعار الصرف المسجلة

التعيين	سعر الصرف الحاضر المسجل في 03-04-05	سعر الصرف الحاضر المسجل في 03-04-05	سعر الصرف الحاضر المسجل في 03-07-05
USD/YEN	104.4151	107.6350	106.5256

2- هل يجب على المؤسسة أن تنفذ الخيار أم لا مع توضيح قيمة الأرباح أو الخسائر؟

3- حدد منطقة الأرباح والخسائر بالنسبة للمشتري (رسم بياني).

التمرين الثاني:

لنفترض مؤسسة جزائرية قامت بالمعاملات التالية في 05 جانفي 2003:

شراء معدات بقيمة 1 مليون دولار حيث أن شروط الدفع كانت كالتالي :

20 بالمئة من قيمة المشتريات تسدد فوراً و المبلغ المتبقى على دفعتين متساويتين كل ستة اشهر . لتمويل التسبيق

- 20 بالمئة من قيمة المشتريات - قامت المؤسسة بإقتراض المبلغ على أساس معدل فائدة 5 بالمئة لستة اشهر.

تصدير ما قيمته :

- 300.000 اورو من السلع التسوية تكون بعد 6 أشهر ؛
- 750.000 دولار من السلع التسوية تكون بعد 6 أشهر ، لتمويل هذه العملية تحصلت على تسبيق بالعملة الصعبة بقيمة 750.000 دولار؛
- 150.000 دولار التسوية فورية.

المطلوب:

1- حدد العمليات التي تخلق للمؤسسة خطر الصرف؟

- 2- عرف وضعية الصرف و احسبها مع الشرح - كل الوضعيات الممكنة؛
 - 3- حدد نوع الخطر الذي يهدد المؤسسة بالإعتماد على الوضعيات المعدة سابقا؛
 - 4- ما هي المعايير التي تؤخذ بعين الإعتبار لإختيار عملة الفوترة عند ادارة خطر الصرف؛
 - 5- ما رايك في قرار المؤسسة القاضي بطلب التسبيق بالعملة الصعبة .
- بالاعتماد على الملحق التالي حدد كيف يمكن للمؤسسة أن تتغطى من خطر الصرف؛

أسعار الصرف المسجلة

التعيين	سعر الصرف الفوري	سعر الصرف الاجل ل 6 أشهر	سعر الصرف الاجل ل 12 شهرا
USD/DZD	75.4110	75.6230	75.6330
EUR/DZD	85.4050	85.4150	85.4850

ثالثا: الحالة العملية

بافتراض أنك مدير مالي بإحدى المؤسسات الجزائرية وكلفت بإدارة خطر الصرف الذي يهدد المؤسسة التي تعمل بها. إذا علمت انه بتاريخ 15-10-2009 ظهرت للمؤسسة احتياجات تموينية تقدر ب 1500 طن من مادة النحاس فقامت بالاتصال بمموني المؤسسة المعتادين الذين قدموا لك العروض التالية في نفس اليوم:

المون	البيان	العملة	سعر الطن	طريقة الدفع
الإيطالي	اليورو	943	التسوية بعد 6 أشهر	
البريطاني	الجنيه	1234	التسوية بعد 6 أشهر	
الأمريكي	الدولار	1000	التسوية بعد 6 أشهر	

أ- بالأخذ بعين الاعتبار الملاحق:

- 1- ما هي الأسباب التي تجعلك غير قادر على فرض عملتك الوطنية(الدينار)؟
 - 2- بماذا تنصح المؤسسة في مجال اختيار عملة الفوترة ولماذا؟
- ب- بافتراض إنك اخترت عملة معينة وقمت بإرسال أمر التوريد le bon de commande وأرسل لك الممون الفاتورة.

- 1- ما هو المبلغ بالدينار المقابل للعملية التجارية بتاريخ 15-10-2009.
- 2- هل مؤسستك معرضة لخطر الصرف ولماذا؟
- 3- إذا كانت إجابتك السابقة نعم ما هو نوع الخطر الذي يهدد المؤسسة؟
- 4- قم بإعداد وضعية صرف المؤسسة؟ على أساس الإجابة التي قدمتها في أ/2 ج- بالرجوع للملاحق:

- 1- لديك بعض المنتجات المالية أي منها يمكن استخدامه في عملية التحوط من خطر الصرف.
- 2- ماذا نقصد بعملية التحوط أو التغطية؟
- 3- فاضل بين التقنيات التي حددتها في إجابتك الأولى الفقرة "ج"، وعين المنتج الأكثر ملائمة لوضعية المؤسسة مع توضيح الأسباب التي جعلتك تستبعد التقنيات الأخرى.

الملحقات

ملحق رقم 1 قصاصة من جريدة اقتصادية متخصصة

. بسبب التعافي الجزئي للاقتصاد الأوروبي أكد المتخصصين في سوق الصرف أن قيمة اليورو سترتفع بنسبة تفوق العشرة بالمئة في الأشهر الستة القادمة

ملحق رقم 2 معدلات الفائدة

- الدينار سوق محلي 6.5 - 7.5
 الدولار سوق دولي 5 - 6
 الجنيه سوق دولي 8.5 - 9.5
 اليورو سوق دولي 4.5 - 5.5

ملحق رقم 3 الدينار والقوة التفاوضية للمؤسسة

الدينار عملة ذات قابلية تحويل جزئي لا يتم التعامل به كثيرا دوليا كما أنه يفتقر لأسواق مشتقة أما فيما يخص القوة التفاوضية للمؤسسة فهي ضعيفة.

ملحق رقم 4 بعض المنتجات المالية

- خيار بيع سهم الرياض ب 105 دج لأجل 6 أشهر مقابل علاوة ب 2 بالآلف
 -. البيع الآجل للعملة الصعبة مقابل العملة الوطنية يتم كالتالي:

الأجل	علاوة أو خصم	البيان العملات
6 أشهر	0.9002	الدولار
6 أشهر	1.1483	اليورو
6 أشهر	0.2869 .	الجنيه

- اذونات الخزينة العامة بمعدل فائدة 3.75 بالمئة.
- خيار بيع العملة الصعبة مقابل الدينار هو كالتالي:

البيانالعملات	سعر التنفيذ	العلاوة	الأجل
الدولار	74.9890	2 بالألف	6 أشهر
اليورو	79.8880	2 بالألف	6 أشهر
الجنيه	58.4320	1.5 بالألف	6 أشهر

	المقدمة
أب	
21-1	الفصل الأول: مدخل لسعر الصرف وسياساته
2	أولا-سعر الصرف مفهومه، أشكاله وآلياته
2	1-ماهية سعر الصرف
4	2-طرق ترميز وتسعير العملة
8	ثانيا-سوق الصرف
8	1-تعريف سوق الصرف وخصائصه
10	2-حجم سوق الصرف وأهم المراكز المالية
10	3-العمليات في السوق الصرف
12	ثالثا-أنظمة وسياسات سعر الصرف
12	1-نظام سعر الصرف
14	2-سياسات سعر الصرف
18	رابعا-تحديد سعر الصرف
18	1-طلب وعرض العملات الأجنبية
18	2-تحديد سعر الصرف التوازني
20	أسئلة، تمارين حالات عملية
46-22	الفصل الثاني: أقسام سوق الصرف
23	أولا-الصرف الآجل
23	1-تعريف الصرف الآجل
23	2-طريقة تحديد سعر الصرف الآجل
26	ثانيا-المستقبليات
26	1-تعريف عقود مستقبلية العملة الأجنبية
26	2-خصائص عقود المستقبلية
28	3-آلية التداول ووظيفة غرفة المقاصة

32	ثالثا- عقود مبادلة النقود
32	1- عقود مبادلة الصرف
35	2- عقود مبادلة العملة الأجنبية
37	رابعا- الخيارات
37	1- ماهية الخيارات
39	2- سعر الصرف الفعلي المضمون
40	3- مكان تداول الخيارات
43	أسئلة، تمارين وحالات عملية
72-47	الفصل الثالث: ماهية خطر الصرف ومراحل إدارته
48	أولا- تعريف خطر الصرف وظروف نشأته
48	1- تعريف خطر الصرف
49	2- ظروف نشأة خطر الصرف
50	ثانيا- أنواع خطر الصرف
50	1- خطر صرف الصفقة
51	2- خطر صرف التحويل
51	3- خطر الصرف الاقتصادي
51	ثالثا- التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي وفروقات أسعار الصرف
52	1- التسجيل المحاسبي للعمليات بالنقد الأجنبي
56	2- التقييد المحاسبي لأثر تقلبات أسعار الصرف عند تسديد أو استلام أثمان الصفقات
59	رابعا- أثر خطر الصرف
60	1- أثر خطر الصرف على المؤسسات
60	2- أثر خطر الصرف على البنوك
61	خامسا- ماهية إدارة خطر الصرف

61	1-تعريف إدارة خطر الصرف
65	2-مراحل إدارة خطر الصرف
66	3-أهداف إدارة خطر الصرف
67	أسئلة، تمارين وحالات عملية
104-73	الفصل الرابع: تقييم خطر الصرف
74	أولاً-مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها
74	1-وضعية صرف الصفحة
83	2-وضعية صرف التحويل
91	3-وضعية الصرف الاقتصادية
93	ثانياً-طرق التنبؤ بأسعار الصرف
93	1-التنبؤ باستخدام التحليل الأساسي
93	2-التنبؤ باستخدام التحليل الفني
99	ثالثاً-بعض الطرق المستخدمة لقياس خطر الصرف
99	1-الانحراف المعياري
100	2-معامل الاختلاف
100	3-القيمة المعرضة للخطر
101	أسئلة، تمارين وحالات عملية
116-104	الفصل الخامس: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف
105	أولاً-اختيار عملة تحرير الفاتورة
105	1-أنواع العملات في المعاملات الدولية
106	2-المفاضلة بين العملة المحلية والعملة الأجنبية
107	3-معايير اختيار العملة الأجنبية
108	ثانياً-الشروط الملحققة بالعقد التجاري
109	ثالثاً-تسيير الآجال

110	رابعا-المقاصة
110	1- مفهوم المقاصة
111	2- أنواع المقاصة
113	3- مزايا المقاصة
113	خامسا- الخصم من أجل الدفع المسبق
115	أسئلة، تمارين وحالات عملية
141-117	الفصل السادس: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف.
118	أولا- كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل وتكلفته
118	1- التحوط في سوق الصرف الآجل
120	2- تكلفة التحوط
122	3- حدود استخدام التحوط في سوق الصرف الآجل
122	ثانيا- التسيقات بالعملة الأجنبية
122	1- طريقة التحوط عن طريق التسيقات بالعملة الأجنبية
123	2- تكلفة التحوط
123	3- عيوب التسيقات بالعملة الأجنبية
123	4- دراسة حالة المستوردين
124	ثالثا- التحوط في سوق المستقبلات
124	1- تحديد وجهة التحوط
124	2- تحديد عدد العقود
125	3- حل العملية
127	4- مزايا و عيوب التحوط في سوق المستقبلات
128	رابعا- التحوط بعقود المبادلة
128	1- كيفية التحوط
129	2- مزايا و عيوب عقود المبادلة

129	خامسا-التحوط بخيارات الصرف
130	1-التحوط من خطر الصرف الأكيد
132	2-التحوط من خطر الصرف غير الأكيد
133	3-استراتيجيات التحوط
135	4-مزايا وعيوب التحوط بالخيارات
136	سادسا-التأمينات
138	أسئلة، تمارين وحالات عملية

2. أحمد بسبوني شحاتة و عبد الوهاب نصر علي: "المحاسبة المالية المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
3. أحمد بسبوني شحاتة وكمال الدين الدهراوي: "المحاسبة المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
4. أحمد طرطار و شوقي جباري: "إدارة مخاطر المحفظة المالية"، الملتقى الوطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012.
5. أمين السيد و لطفى أحمد: "المحاسبة الدولية، الشركات متعددة الجنسيات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
6. انعام عبد الزهرة دوش: "التحوط باستخدام العقود الآجلة دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإسلامية الجامعة، عدد 30، 2014.
7. أيت يحي سميير: "التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع"، مجلة الباحث، عدد 9، 2011.
8. برايان كويل: "أسواق العملات الأجنبية"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2005.
9. بوعظم كمال وزيات عادل: "خطوات تشخيص خطر الصرف في المؤسسة"، المؤتمر الوطني الأول حول التشخيص المالي في المؤسسة الاقتصادية، يومي 23/22 ماي 2012، المركز الجامعي سوق أهراس.
10. تحسين التاج الفاروقي: "قاموس الأسواق والأوراق المالية"، مكتبة لبنان الناشر، 2004.
11. جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون: "استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة، مدخل استراتيجي، دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي العراقي"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 4، 2007.
12. حاكم محسن محمد: "أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف"، مجلة جامعة أهل البيت، العدد الأول، 2004.
13. الحلو موسى بوخاري: "سياسية الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية قياسية للأثار الاقتصادية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2010.
14. خالد وهيب الراوي: "العمليات المصرفية الخارجية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
15. خليل احمد الكايد: "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، 2010.
16. دومينيك سالفاتور ترجمة محمد رضا علي العلال: "ملخصات شوم، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
17. راغب الغصين: "المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون البيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في شركات تابعة"، جمعية المحاسبين القانونيين السورية، متوفر في موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط التالي:
18. رمضان زياد سليم: "مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
19. روبا دوتاوغوتا، وآخرون: "التحرك نحو مرونة أسعار الصرف: كيف، متى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006.
20. سعود جايد العامري: "المحاسبة الدولية، منهج علمي للمشاكل المحاسبية وحلولها"، 2010.
21. سعود جايد مشكور العامري: "المالية الدولية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، 2010.
22. شهاب الدين حمد الناعمي: "تحليل تأثير مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا الأردن نموذجا"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 4، العدد 22، 2008.
23. صبحي حسون الساعدي وأياد حماد عيد: "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد رقم 4، عدد 7، سنة 2011.
24. العاطف عبد القادر وآخرون: "إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف في المؤسسة الاقتصادية"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الأفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، أيام 25-26 نوفمبر 2008.
25. عامر محمد سلمان وآخرون: "قراءة محاسبية في العمليات الأجنبية وترجمة القوائم المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 15، عدد 55، 2009.
26. عبد الباسط وفا محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها-أنواعها-أساليب تلافيها"، دار النهضة العربية، 1998.
27. عبد الباسط وفاق: "دراسة تفصيلية لمشكلات التجارة الخارجية"، دار النهضة العربية، مصر، 1999.
28. عبد الحسين جليل الغالبي وليلى بديوي خضير: "تقلبات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة، مصر دراسة حالة للمدة 1984-2006"، مجلة الكوئ للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، المجلد الأول، العدد 5، 2011.
29. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي: "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2011.
30. عبد الرزاق الرحاطة وزاهد محمد دبري: "دراسة معمقة في إدارة الأعمال الدولية"، الطبعة الثانية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2010.
31. عبد الكريم جابر العيساوي: "التمويل الدولي مدخل حديث"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
32. عبد المطلب عبد الحميد: "اقتصاديات سعر الصرف وتخفيض وتعويم العملة و حرب العملات"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2016.
33. عبد الله بركات وآخرون: "نظرية التمويل الدولي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 376.
34. علاء عبد الحسين والهام جعفر الشاوي: "طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد 30، جامعة لبصرة، 2012.
35. علي جبران عبد علي: "قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، المجلد 455، عدد 2، 2010.
36. القرار المؤرخ في 23 رجب 1429 الموافق ل 26 يوليو 2008 المحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الصادر في الجريدة الرسمية رقم 19 بتاريخ 25 مارس 2009.
37. المتداول العربي: "المتوسطات المتحركة"، مدرسة الفوركس، شركة المتداول العربي، متوفر على الموقع التالي: <http://www.arabictrader.com/beta/ar/knowledge-base> تاريخ الاطلاع 2017/03/02 مصر العربية، 2004.
38. ضياء مجيد لموسوي: "تقلبات أسعار الصرف"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016.

39. مشهور هلهول بريور: "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن"، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، الأردن، 2008.
40. محسن أحمد الخضيرى: "حرب العملات"، إيتراك للطباعة والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014.
41. محمود عزت اللحام: "المالية الدولية"، الطبعة الأولى، جار الاعصار العالمي، عمان، الأردن، 2017.
42. منير البعلبكي: "المرد قاموس انجليزي عربي"، دار النشر غير مذكورة، الطبعة الثالثة، بيروت، 1970.
43. نوال محمود ياقوت: "فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية"، المجلة العلمية لكلية التجارة، فرع جامعة الازهر للبنات، عدد17، 2000.
44. Alain White : "**La consolidation direct, Principe de base**", 4^{ème} édition, De boeck, Bruxelles, Belgique, 2003.
45. Albert Ondo Ossa: "Économie monétaire internationale", Edition ESTEM, 1999, Paris.
46. Bernard Herodin et Thierry Benoist: "**Conditions Bancaires et Trésorerie en Date de Valeur**", édition Dunod, Paris, 1980.
47. Bernard Marois et Olivier L.Seigneur : "**Risque de change et trésorerie internationales**", 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 1982.
48. Brian Coyle : "**HedgingCurrencyExposures**", illustrée financial world publishing, 2000.
49. Bruno Solniket Richard Roll : "**système monétaire international et risque de change**", Edition Economica, Paris, 1978.
50. C.Maillet-Baudrier et A.Lemanh : "**Normes Comptables Internationales, IAS/IFRS**", édition Berti, Alger, 2007.
51. Carol Alexander : "**Value- At- riskModels**", John Wiley and Sons ltd, England, 2008.
52. Cyrille Mandou: "**Procédures de choix d'investissement: Principes et applications**", De Boeck Supérieur, 2009, p125.
53. DominickSalvator: "**Economie internationale**", traduction Fabienne Leloup et Achille Hannequart , 1^{ère} édition, De Boeck, 2008.
54. Ephraim Clark, Dilip Kumar Ghosh: "**Arbitrage, Hedging, and Speculation: The Foreign Exchange Market**", Greenwood Publishing Group, USA, 2004.
55. Frederic S. Mishkin: "**Monnaie, banque et marchés financiers**", traduction Christian Bordes et autres, 9^{ème} édition, Pearson Education, France, 2010.
56. G.M.F : "**Le risque client à l'international et le risque de change**", Revue Française de comptabilité, Novembre 1997, N°294.
57. Gerard La Fay : "**Comprendre la mondialisation**", 2^{ème} Edition, economica, Paris, 1997.
58. Gérard-Marie Henry : "**Dollar : la monnaie internationale, Histoire, mécanismes et enjeux** ", édition Studyrama, Paris, 2004.
59. Gille Nancy : "**Gestion du Risque de Change et Mouvements de Capitaux**", édition Economica, Paris, 1977.
60. J.Jobard et P.Gregory: "**Précis de gestion**", édition Dalloz, Paris, 1995.
61. Jack Blanc : "**Le marché des changes**", Revue notes et études documentaires, N°4625, la documentation française, Paris, 1981.
62. Jean-Louis Amelon, Jean-Marie Cardebat : "**Les nouveaux défis de l'internationalisation : Quel développement international pour les entreprises après la crise ?**", 1^{ère} édition, De Boeck Supérieur, 2010.
63. Josette Peyrard : "**gestion financière internationale**" 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, 1999.
64. Josette Peyrard : "**Gestion Financière Internationale**", 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, septembre 1995.
65. Karl Habermeier and others : "**revised system for the classification of Exchange rate arrangement**", Working Paper, international monetaryfund, 2009.
66. Larbi Dohni et Canol Hainaut : "**les taux de change**", édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004.
67. Laurence Abadie et catherine Mercier-Suissa, : "Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers", édition Armand Colin, Paris, 2011.
68. M. Debauvais et Y. Sinnah : "**La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques**", 2^{ème} édition, economica, France 1992.
69. Marc Gaugain : "**gestion de la trésorerie**", 2ème édition, Economica, Paris, 2007.
70. Marie-LouisseHolier : "**le risque de change : ses techniques de gestion**", Revue Banque, N°571, Juin 1996.
71. MariosNeroupos and others : "**Risk Management in EmergingMarkets:PracticalMethodologies and Empirical Tests**", Multinational Finance Journal, , vol. 10, no. 3/4, 2006.
72. Martine Massabie-Francois et Elisabeth Poulain : "**Lexique du commerce international**", édition Bréal, 2002.

73. Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah : "**la Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques**", 2^{ème} édition Economica, Paris, 1992.
74. Michael Ehrlich and AsokanAnandarajan : "**Protectingyourfirmfrom FX Risk**", the journal of corporateaccounting and finance, september/october 2008.
75. Michel Bialès et autres: "**L'essentiel sur l'économie**", 4^{ème} édition, Berti Edition, Paris, 2006.
76. Michel Kalika et Pierre Romelaer : "**recherches en management et organisation**", édition economica, Paris, 2006.
77. Mohamed Daouas et autres "**Techniques Financières Internationales et Couverture du Risque de change**", Centre de Publication Universitaire, Tunis, 2007.
78. Nicolas Wapler : "**les changes- cambisme et trésorerie devises**", 4^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1990.
79. Pascal Alphonse et autres : "**Gestion de portefeuille et marchés financiers**", édition Pearson Education, France, 2013.
80. Patrice Fontaine et Carole Gresse : "**gestion des risques internationaux**", édition Dalloz, Paris, 2003, p286.
81. Patrice Fontaine : "**Risque de Change, Gestion et Couverture**", édition Economica, 2010, Paris, p 69.
82. Paul Grand Jean : "**Change et Gestion du Risque de Change**", édition Chihab,Alger, 1995, p32.
83. Robert Reix : "**Traitement des informations**", édition Vuibert, Paris, France, 2001, p165.
84. Shevinpierre: "**Gestion du risque de change et pratiques européennes**", *op.cit*, p10.
85. Stephen R.godberg and Emily L.Drogt : "**managing foreign exchange risk**", journal of corporate accounting and finance, volume19 issue2, January/February, Wiley Periodicals Inc, 2008,p 52.
86. Stephen R.Goldbergand Joseph H.Godwin : "**A six –step program for managing foreign exchange risk**", journal of corporate accounting and finance, volume7, issue4, Summer 1996, Wiley Periodicals Inc, p103.
87. www.kantakji.com/media/2983/ias27.doc.2013-01-25 تاريخ الاطلاع ،
88. Yaïci Farid : "**Précis de Finance Internationale, avec Exercice Corrigés**", édition ENAG, Alger, 2008, p92.

