

# التحوط المالي لمخاطرة أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة المالية

أ.د محمد علي إبراهيم العامري  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة بغداد

أ.م.د صبيحة قاسم هاشم  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة بغداد

م.د أعتصام جابر الشكرجي  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة بغداد

## المستخلص

أن التغيرات الجذرية التي شهدتها الأسواق المالية ومنها سوق الصرف الأجنبي خلال العقود الأخيرة وزيادة التقلبات غير المتوقعة في تلك الأسواق أسهمت في زيادة تعرض المستثمرين للعديد من المخاطر غير التقليدية تتمثل أحداها في التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف الأجنبي والتي تؤدي بدورها إلى تقلبات في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل مما ينعكس سلباً في قيمة المنشأة وذلك يفرض تحدياً لتلك الشركات في السعي لمواجهة مخاطر أسعار الصرف والبحث عن السبل الكفيلة في تحييد تلك المخاطر وتقليلها والتي تعد القضية المهمة والرئيسية في مجال المالية الدولية التي حظيت باهتمام بارز من قبل المنظرين والباحثين في هذا المجال وتعد الطرق المستخدمة في عملية التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف الاسمية في الأجل القصير وتتمثل بشكل رئيس في استخدام أدوات الهندسة المالية (المشتقات) التي تشمل العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات والمبادلات ولغرض اختيار الطريقة الأفضل للتحوط ينبغي المناظرة بين عوائد وكلف كل منهما والتأثيرات الممكنة في تخفيض المخاطرة ومدى ملائمتها للبعد الزمني الذي تغطيه مخاطرة العملات فمن الطبيعي أن تقارن الشركات متعددة الجنسية والمستثمرين الدوليين التدفق النقدي الذي تتوقعه من كل طريقة مستخدمة في التحوط قبل اختيار أي منهما كما أن اختيار طريقة التحوط الملائمة يمكن أن تتغير عبر الوقت ويمكن أن تتغير المزايا النسبية لكل منهما .

## المقدمة

تعد إدارة المخاطر بشكل عام ومخاطره سعر الصرف بشكل خاص من الموضوعات التي نالت وما زالت تحظى باهتمام كبير على المستويين الأكاديمي والمهني وأن هذا الاهتمام المتزايد نابع من المتحويين (Hedgers) والمضاربيين. فضلاً عن تنوع وجهات النظر والطروحات على ما يتضمنه هذا الحقل إذ لم يعد يقتصر على النظريات والأدوات التقليدية بل استفادة من الكثير من الإبداعات والابتكارات المالية المتمثلة بالمشتقات المالية (Derivatives) وعليه فأن التحوط المالي باستخدام مشتقات العملة يمكن اعتماده كأداة لإدارة المخاطر المتعلقة بتحركات أسعار الصرف في الأجل القصير تلك المخاطرة المتمثلة بمخاطرة الصفقات. ويمكن استخدام عقود مشتقات الصرف الأجنبي المتمثلة في العقود الآجلة والمستقبليات والخيارات والمبادلات في إدارة مخاطر الصرف الأجنبي نتيجة التغيرات الجذرية التي شهدتها الأسواق المالية ومنها سوق الصرف الأجنبي خلال العقود الأخيرة وزيادة التقلبات غير المتوقعة في تلك الأسواق مما دفع الكثير من المستثمرين والمدراء الماليين البحث عن السبل الكفيلة في تحييد تلك المخاطر وتقليصها والتي تعد القضية المهمة والرئيسة للشركات التي تمارس أعمالاً دولية وعموماً إذا كانت الشركات تستخدم مشتقات العملة للتحوط مقابل تحركات سعر الصرف فأن استخدام المشتقات ينبغي أن يخفف من مخاطره العملة حينما يكون هناك تعرض إيجابي (Positive Exposure) ويزيد من تعرض الشركة لمخاطر سعر الصرف إذا كان للشركة تعرض سلبي (Negative Exposure) كما أن الشركة التي تستخدم المشتقات كأداة للتحوط فأن القيم المطلقة للمشتقات ينبغي أن ترتبط بشكل سلبي مع القيم المطلقة لمخاطر الصرف الأجنبي وإذا كانت الشركة تستخدم المشتقات لغرض المضاربة في سوق الصرف الأجنبي ينبغي أن تتوقع بأن هناك علاقة إيجابية ما بين القيم المطلقة للمشتقات المستخدمة والقيم المطلقة لمخاطر سعر الصرف وعليه جاء هذا البحث لتسليط الضوء على إدارة مخاطرة سعر الصرف وكيفية ألد منها باستخدام إستراتيجيات التحوط المالي.

## أولاً: التحوط المالي Financial Hedging

## ١- المفهوم والأهمية The Concept &amp; Importance

أن مخاطر سعر الصرف هي احتمال تحمل الخسائر بسبب التغيرات غير المواتية في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو العملة المرجعية ( Shapiro, 2003, 543). وعند تفحص الماضي القريب يلاحظ أن طرح المشتقات تزامن مع التزايد في مخاطرة سعر الصرف للعملات الأجنبية نسبة إلى العملات الأخرى في العديد من الأسواق. وأن تطور أسواق الصرف الأجنبي هو أمر طبيعي فليس هناك حاجة لإدارة المخاطرة حينما لا تكون هناك مخاطرة. وحينما تكون المخاطرة موجودة فمن المتوقع نشوء الأسواق وتطورها للتشجيع بالمشاركة الكفوة للمخاطرة. (Blqck.2002.7)

والتحوط هو أداة لتحويل المخاطرة. ووسيلة للحماية غير المؤاتية لأسعار الصرف في سوق صرف الأجنبي. والمشاركين\* في سوق الصرف الأجنبي. يبحثون عن الحماية ضد تقلبات سعر الصرف من خلال اتخاذ مركزين مختلفين باذ أن الخسائر المتحققة لأحد المركزين ينبغي أن توازن أرباح المركز الآخر. (Francis. 1991.219)

(Shapiro,1992) (عبيد، ٢٠٠٦، ٦٥)

أن زيادة تعرض الشركات والمستثمرين لمخاطرة أسعار الصرف الأجنبي بعد تبني نظام سعر السوق العائم في السبعينيات من القرن الماضي أدى إلى تطور عدد من التقنيات للتعامل وإدارة هذه المخاطرة. وقد قادت الابتكارات المالية خلال السنوات الثلاثين الأخيرة إلى تغيرات ثورية في النظام المالي الدولي إذ نحت أسواق المشتقات. وجعلت من الممكن أن تتحوط الشركات من الأنواع المختلفة للمخاطرة سواء كانت مخاطرة نقلات فائدة أم أسعار سلع أم مخاطرة سعر صرف (1. 2003. Spremann) إذ وجدت أنواعا عدة من المنتجات المالية التي يمكن أن تستخدم للتحوط ضد التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف. (Mcrate. 2000. 28)

\* يمكن تقسيم المشاركين في سوق الصرف الأجنبي إلى المستوردين، المصدرين مدراء المحافظ، الوسطاء، صناع السوق، المضاربين.

وعليه أن الاستثمار بوجود معين ذو عوائد الذي يمكنه أن يعكس التعرض لمصدر مخاطرة معينة يطلق عليه بالتحوط.

(Bodie. et.aL.

2002.45)

ويعرف التحوط فيما يتعلق بمخاطرة العملات على أنه استخدام مشتقات العملة لمواجهة التعرض لمخاطرة أسعار الصرف والذي يطلق عليه بالتحوط المالي .

(Pantzulis, et.al. 2001. 798)

فهو يمثل كل الأنشطة والجهود المتخذة من قبل الممولين لغرض عكس مراكز التعرض لمخاطر الشركة في عملة أو عدة عملات

(Povev & Stutzman, 2003,19)

وبالنتيجة فهم يكافحون من أجل إدارة مخاطرة التغيرات المؤاتية لسعر الصرف وهذا يختلف كثيراً عن الأشكال الأخرى من التأمين<sup>٢\*</sup> لكن في الواقع ليس هناك من شركة تأمين تغطي المخاطرة المتوقعة لأسعار الصرف. وهذا يختلف كثيراً عن شراء الأشكال الأخرى من التأمين ففي الواقع العملي ليس هناك من شركة تأمين تغطي مخاطرة سعر الصرف لأنه إذا تحركت أسعار الصرف بالضد من شركة التأمين فجميع الزبائن سيكونون دائنين وهذا غير ممكن عملياً لذلك فإن سوق الصرف الأجنبي يؤدي هذه الوظيفة فهو يسهل عملية تعلى مخاطر سعر الصرف من المحوطين إلى المضاربين وهدف المحووظ هو الوقاية ضد التقلبات غير المؤاتية لأسعار الصرف الأجنبي.

(ألسناوي، ٢٠٠٦، ٢٢١)

أن التحوط يعني اتخاذ مركزاً معاكساً للمركز الأصلي للعملة الأجنبية التي تتسبب بمخاطرة الصرف الأجنبي. وأن أي ربح أو خسارة من المركز الأول تعوض كاملة من المركز الثاني وبغض النظر عما سيحصل لسعر الصرف في المستقبل فإن التحوط يمكن أن يحمي الشركة من تحركات العملة غير المنظورة .

(Shapiro. 1992. 212) (عبيد، ٢٠٠٠،

٦٥)

إن الفكرة الأساسية للتحوط من مخاطر أسعار الصرف بشكل أساسي هو لتخفيض تقلبات التدفقات النقدية وبالتالي تحسين أداء الشركة، لذلك وجد الباحثين العديد من الإثباتات النظرية

\* يعد التحوط شكلاً من أشكال التأمين الذي يمكن من خلاله تقليل عائد المتعامل بمقدار كلف التأمين

لهذه العلاقة، ولكن الدليل التجريبي في تأثير التحوط في قيمة المنشأة ما زال محدوداً (Spremann, 2003: 2)، إذ تناولت العديد من الدراسات التجريبية علاقة تحركات أسعار الصرف وقيمة المنشأة وأظهرت النتائج صعوبة تحديد تلك العلاقة كما إن هنالك صعوبة في الحصول على البيانات الخاصة بمراكز التحوط، وأبرز تلك الدراسات كانت دراسة (Allayannis & Ofek, 1996) اللذان تمكنا من استخدام البيانات المسجلة على الأدوات المالية خارج الميزانية وأثرها في قيمة المنشأة. (Nydahl, 2002: 17)

ويعد الجدل القائم على ضرورة أن تتحوط الشركات والمستثمرين موضع اهتمام للعديد من الباحثين والمنظرين في المجال المالي ويشير إلى أن هناك أسباب لضرورة التحوط، في أنه أفضل وسيلة لإدارة مخاطر العملات تتمثل في الآتي:- (Brealy. Et, al., 2001: 682)

- أنها عملية غير مكلفة أو أنها تتطوي على كلف منخفضة نسبياً وقد تكون مساوية للصفر إذا كان سعر الصرف الآجل مساوياً لسعر الصرف الحاضر في المستقبل.
- إن سوق الصرف الأجنبي سوق كفوء، على الأقل بالنسبة للعملات الرئيسية فالمراجعة ينبغي أن تساوي صفرًا إلا إذا أمتلك المدراء الماليين والمتعاملين في ذلك السوق معلومات خاصة.

وتجدر الإشارة إلى أنه ليست جميع الشركات التي تتعرض لمخاطر أسعار الصرف يمكن أن تقوم بالتحوط، إذ وجدت الدراسات بأن نسبة ٤١% من أصل ٥٠٠ شركة تتعرض لتلك المخاطرة، يمكنها استخدام التحوط للحد منها أو تخفيضها، وقد وجد بأن الشركات الكبيرة ذات فرص النمو العالية أكثر احتمالاً للتحوط من الشركات التي تمتلك فرص نمو أقل، وذلك يشير إلى إن بعض الشركات تتحوط من أجل أن تضمن بأنها لديها النقد الكافي لتمويل ذلك النمو إلى جانب إن مثل تلك الشركات لديها كلف إفلاس غير مباشرة عالية وأن النمو يمكن أن يخفض من التعرض للمخاطر الائتمانية التي تمثل عدم القدرة على تسديد الديون للغير. (Ross, et., 2002: 883)

وعليه فإن التحوط المالي باستخدام مشتقات العملة يمكن اعتماده كأداة لإدارة المخاطر المتعلقة بتحركات أسعار الصرف في الأجل القصير، تلك المخاطر المتمثلة في (مخاطر الصفقات) ويمكن استخدام عقود مشتقات الصرف الأجنبي المتمثلة في العقود الآجلة والمستقبليات والخيارات والمبادلات.

(Popov & Stutzman, 2003: 22 )

إذ تستخدم مشتقات العملة بشكل فاعل في إدارة مخاطر الصرف الأجنبي (Bodie,et.,al:2002:664) ويتفق (Aabo & Simkins, 2003) مع ما ورد في أنه وبشكل عام، يركز المدراء الماليين على مخاطر قيامهم بالتحوط ضد مخاطر أسعار الصرف، وعلى التدفقات النقدية المتوقعة خلال الأجل القصير، وبشكل مخالف للتعرض للمخاطر التنافسية إذ تميل الشركات إلى استخدام مشتقات العملة الأجنبية في الفترات القصيرة.

(Aabo & Simkins, 2003: 5-6)

إذ يبرز التعرض لمخاطر الصفقات من احتمال تغير قيمة التدفقات النقدية المتوقعة بالعملة الأجنبية ما بين تاريخ التزام الشركة لحين تاريخ تنفيذ الصفقة الفعلي، ومن الواضح جداً أن الشركة ترى أن التعرض لهذه المخاطرة هو المشكلة وعلى الرغم من سهولة تحديد هذه المخاطر وإدارتها باستخدام المشتقات إلا إن هنالك تعقيداً في ذلك من الناحية العملية.

(Nydahl, 2002: 7-9)

ولكون القيمة الحقيقية للشركة تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية واذ إن القضية المركزية لنظرية إدارة المخاطرة تشير إلى إن قيمة الشركة يمكن أن تزداد من خلال اتخاذ المراكز المالية التي تجعلها تحقق ربحاً عندما تكون التدفقات النقدية للشركة أقل من المتوقع، لا بد للشركة ولغرض تنفيذ تقنيات إدارة المخاطر الناجحة أن تحدد أولاً كيف يمكن أن تتأثر التدفقات النقدية المتوقعة لتحركات أسعارها لصرف ومن ثم تحدد كيف يمكن التحوط لها.

(Stulz, 1996: 2)

وهناك إجماع واسع بأن تحركات أسعار الصرف تؤثر في التدفقات النقدية المتوقعة وبالتالي في عوائد الأسهم بسبب التغيرات في قيمة العملة المحلية لتلك العوائد (أو الكلف) بالعملة الأجنبية والمركز التنافسي للشركات متعددة الجنسية والشركات (ppp) فأن التعرض لمخاطر أسعار الصرف سيكون غير محدود للشركات ذات الأنشطة والمال الدولية وأن تركيز الشركة هو في استخدام مشتقات الصرف الأجنبي وأدوات التحوط الأخرى في إدارة تلك المخاطر وتؤمن حماية

التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية من التحركات غير المتوقعة في سعر الصرف والتي تتضمن بأن القيمة السوقية للشركة حساسة تجاه عدم التأكد في سعر الصرف.

(Doukas, et, al., 2003: 291- 292)

ومن خلال ما ورد يتضح بأن تحركات سعر الصرف عامل مهم في التأثير بقيمة الشركة التي تمارس أعمالاً دولية وأن مثل هذه المخاطر يمكن إدارتها باستخدام الأدوات المالية، أما التأثيرات الإستراتيجية أو التنافسية والتي تخلق التعرض للمخاطر التشغيلية فأنها تتطلب من الشركات أن تتبنى مدخلاً إستراتيجياً في إدارتها (Bradley & Moles, 2002: 28)، كما إن الاختبارات العملية لنظرية التحوط صعبة جداً بسبب عدم توفر البيانات بشكل عام عن أنشطة التحوط إذ أنه ولغاية تسعينيات القرن الماضي تعد البيانات الخاصة بالمشتقات معلومات خاصة جداً وتمثل مكوناً هاماً للمنافسة الإستراتيجية، أما في السنوات الحالية فقد تتطلب من الشركات أن تعلن عن مقدار الأدوات المالية المتعلقة بالمشتقات المستخدمة من قبل الشركة وبشكل هوامش في قوائمها.

#### ثانياً: استراتيجية التحوط لمخاطرة سعر الصرف

يعد التحوط المالي باستخدام مشتقات العملة إستراتيجية ملائمة لإدارة المخاطر المتعلقة بتحركات أسعار الصرف الأجنبي في الأجل القصير تلك المخاطر المتمثلة بمخاطرة الصفقات إذ يمكن استخدام عقود مشتقات الصرف الأجنبي المتمثلة في العقود الآجلة المستقبلية، الخيارات، إذ أن (Popov and Stutzman, 2003, 22) المبادلات،

أغلب الشركات الصناعية تستخدم مشتقات العملة لتقليل تعرضها لمخاطرة سعر الصرف الأجنبي وهذا يسهل عليه عملية التخطيط المالي ويقلل احتمال الانحسار الناشئ من العجز النقدي بسبب مخاطرة سعر الصرف. كما أنه يتيح للشركات ممارسة أنشطتها بأمان أكبر لأن التحوط باستخدام مشتقات العملة يزيل أو يقلل من حدة التقلبات لعوائد الاستثمار الأجنبية. (Brealy & Mayeyers, 1996, 708)

وهذا هو سبب الاهتمام بالتحوط المالي وهذا هو أحد الأسباب التي أدت إلى الاهتمام بالتحوط المالي باستخدام مشتقات العملة. وذلك لأن التغيرات التي تحدث في معدلات سعر الصرف الأجنبي في الممكن أن تخلق أرباكاً مكلفة في الأنشطة التشغيلية وعوائد الشركات حتى بالنسبة

للشركات ذات الأداء المميز وبالنتيجة أصبحت الشركات تتخذ وعلى نحو متزايد خطوات لوقاية نفسها حسب تقلبات سعر الصرف الأجنبي غير استخدام ترتيبات مالية جديدة مبتكرة.

(Ross. Et .al. 1998:642)

يطلق عليها مشتقات الصرف الأجنبي. وفيما يلي أدوات التحوط المالي الذي يمكن استخدامها من التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الصرف الأجنبي.

#### ١. العقود الآجلة للعملة Currency Forward

يمكن للطرفين من تخفيض مصدر المخاطرة المتمثل بعدم التأكد والكلف المتوقعة إذ تمكنا من الدخول في اتفاقية للعقد الآجل.

(Bodie. Et. Al. 2003.

740)

فالعقد الآجل هي صفقات يتفق فيها الطرفان على بيع وشراء موجود معين بتاريخ محدد في وقت ما في المستقبل فالعقد الآجل هو أداة قانونية منفردة يتم تصميمها بشكل يلبي الاحتياجات الشخصية للطرفين المتعاقدين، إذ تنشأ العقود الآجلة عندما يوافق أحد الطرفين على شراء سلعه ما بسعر وتاريخ محدد في المستقبل وعندما يوافق الطرف الثاني على بيع الموجود وعادة يستلم الموجود فعلاً في تاريخ التنفيذ وبما أن شروط العقد شخصية وخاصة ومحددة فليس هناك سوقاً ثانوياً لانشطة العقود الآجلة وبالتالي فأن كلا الطرفين يتحملان مخاطرة النكول (Brigham and Ehrhardt, 2002,921)

ولأن العقود الآجلة يتم التعامل بها في الأسواق الموازية (OTC) أو الأسواق غير المنظمة ويتم تصميمها على وفق رغبات الزبون من اذ الحجم وموعد التنفيذ (Eales,1994.49) فيمكن للمتعاملين البارزين بالعقود الآجلة من الشركات والأفراد القيام بعملية بيع وشراء العقود الآجلة للعملات الأجنبية كأسلوب أو طريقة للتحوط من مخاطرة تقلب العملات (Weston. Et. Al (1996). 773. ففي السوق الآجل للصرف الأجنبي تشتري وتباع العملات مقابل التسليم المستقبلي وأن أدراك المتعاملين بأنهم سيدفعون أو يستلمون عملة أجنبية في تاريخ لاحق (مستقبلاً) يمكنهم من حماية مراكزهم ضد المخاطرة الناجمة عن التغيرات غير المرغوبة في أسعار الصرف عن طريق الشراء بالآجل. (Brealy and Mayers,1996.966)

ففي حالة شراء العقد الآجل للعملة يتمكن المتحوظين من حماية أنفسهم ضد زيادة أو ارتفاع قيمة العملة. وفي حالة بيع العقد الآجل للعملة فيتمكن المتحوظين حماية أنفسهم ضد انخفاض قيمة العملة، فالعقد الآجل يثبت سعر الصرف الاسمي لغاية تاريخ تسوية العقد. وبالتالي فإن التحوط باستخدام العقود الآجلة يمنع التعرض لمخاطرة الصفقات (Sperman.2003.4).

ومن الجدير بالذكر أن أسواق الصرف الآجل للعملات تؤدي عدداً من الوظائف التي تلبى بعض الأهداف الاجتماعية تتمثل بالآتي. (Khowry. 1986. 273)

#### \* التحوط Hedging

منذ الوهلة الأولى فإن سوق الصرف الأجنبي للعقود الآجلة حققت هدف التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف الأجنبي فالعقد الآجل يعد أداة مناسبة للتحوط من تقلبات أسعار الصرف (Nace and Simthson.1993.267) وينظر إليها من قبل كثير من المستخدمين المحترفين بأنها أداة هامة للمعالجة والتعاطي مع مخاطرة سعر الصرف فهو يسمح بثبات سعر الصرف الآن لغرض تسويته في تاريخ مستقبلي وأداة التحوط هذه يمكن أن تحمي هوامش الربح وتزيد من تنافس الشركات دولياً فالمدفوعات والمقبوضات بالعملة الأجنبية يمكن التعاقد عليها في السوق الآجل لحمايتها ضد تقلبات العملة وبذلك فهناك مكونان للعقد الآجل هما

(Kolb. 2000. 2-5)

- السعر الحاضر أو القيمة الحالية للعملة.

- الاختلافات في سعر الفائدة بين عملتين.

تختلف عادة الأسعار الآجلة عن الأسعار الآنية لأية عملية فإذا كان سعر الصرف الآجل يساوي سعر العملة الحاضر وكانت أسعار الفائدة مختلفة في البلدين، سوف يستطيع بعض المتعاملين (بموجب افتراضات معينة) استخدام المراجعة من أجل تحقيق عائد أعلى من العائد الممكن تحقيقه محلياً من دون تحمل مخاطرة إضافية وبذلك فإن السعر الآجل سيكون متضمناً عادة على علاوة أو خصم يعكس الفرق مابين سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبي (العامري، ٢٠٠١، ٤٧). ونستخدم العقود الآجلة بشكل واسع من قبل الشركات الكبيرة التي ترغب بالتحوط وأنها تعتمد العقود الآجلة بالعملات الأجنبية كوسائل لمعادلة تقلب العوائد

المتوقعة في العملة الأجنبية لتحويط استثماراتها من الأسهم في فروعها الأجنبية وإدارة تعرضها لمخاطرة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبية وعلى وفق ما ورد يمكن تلخيصه أهم خصائص العقد الآجل للصرف الأجنبي بالآتي:

(Keith and

Dirk.2000.48)

• **العقد الآجل** هو ضمان لإمكانية الحصول على تحويل للعملة المطلوبة مستقبلاً لسعر الصرف المحدد مسبقاً.

- أن صفقة العقد الآجل يمكن تصميمها لكي تلازم وعلى وجه الدقة متطلبات أو شروط الزبون الأساسية من اذ مقدار العرض وموعد التسليم أي العملان المستخدمة .
- أن معظم الصفقات الآجلة يتم تداولها وعلى نطاق واسع في أسواق لندن ونيويورك وطوكيو وهونك كونغ وسنغافورا وهي أسواق موازية وكفاءة جداً وذات تكاليف منخفضة للمعاملات.
- يمكن استخدام العقود الآجلة لتحويط المقبوضات والمدفوعات المستقبلية بالعملة الأجنبية من قبل المصدرين والموردين والمقبوضات والمدفوعات عن الموجودات الرأسمالية مثل السندات الأجنبية والأسهم والودائع والقروض.

#### • **المراجحة : Arbitrage**

أن جميع المراجحين الذين يشتركون في سوق الصرف الأجنبي يحاولون تحويل رؤوس أموالهم بأسعار فائدة مختلفة عبر دول العالم للاستفادة من تحقيق أرباح الحالية من المخاطرة ولاسيما إذا كان هنالك اختلاف بين أسعار الصرف الآجلة عن السعر الآني لأية عملة محدودة فإذا كان سعر الصرف الآجل يساوي سعر العملة الآني وكانت أسعار الفائدة تختلف بين البلدين سوف يستطيع بعض المتعاملين بموجب افتراضات معينة باستخدام المراجحة من أجل تحقيق عائدات أعلى من دون تحمل مخاطرة إضافية بذلك فإن السعر الآجل سيكون محتوياً عادةً على علاوة أو خصم يعكس الفرق ما بين السعر المحلي وسعر الفائدة الأجنبي.

#### • **المضاربة Speculation**

ان الوظيفة الأخرى للعقد الآجل للصرف الأجنبي هو المضاربة والمضارب هو المتعامل الذي يدخل سوق الصرف الأجنبي في إطار السعي لتحقيق الأرباح وبذلك فهو شخص يحاول خداع السوق Our-Guess وعادةً يراهن على أن سعر الصرف الآجل سيكون مختلفاً عن سعر الصرف الذي سيسود للمدة المغطاة ضمن العقد الآجل ويفضل المضارب عادةً سوق الصرف

الآجل لكونه لا يتطلب رأس مال كثير، في حين المضاربة في سوق الصرف الآني يتطلب التزام بما نسبته ١٠٠% من قيمة العقد، ويمكن للمضارب أن يشتري الصرف الأجنبي أملاً منه في بيعه بربح مستقبلاً، فإذا توقع أن سعر الصرف الحاضر سوف ينخفض فإنه يقترض لغرض شراء العملة المنخفضة القيمة وبيعها فوراً، ويشتري لاحقاً العملة لغرض دفع قيمة القرض عند تاريخ الاستحقاق أو أن يسدد قيمته حين يجد أنه الوقت المناسب لذلك وعندما يحقق المضارب أرباحاً إذا انخفضت قيمة العملة فيما يحقق خسائر إذا ارتفعت قيمتها.

## ٢- مستقبليات العملة Currency Futures

(Sohnson) يوفر سوق المستقبليات طريقة أخرى للتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار ويعد عقد المستقبليات إحدى أدوات المشتقات المالية والذي تشتق قيمته من موجود (2000.17) (Brealy & Myers, 2000: 763) أساسي الذي قد يمثل سلعة مادية أو مؤشر مالي أو أسعار فائدة أو عملات أجنبية.

فالعقد المستقبلية هو التزام تعاقدي (commitment) على استلام أو تسليم موجود ما بكمية ونوعية محددة بتاريخ معين في المستقبل وبسعر متفق عليه اليوم (Khoury, 1980.149) أو أنها عقود نمطية لشراء أو تسليم سلعة ما بتاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد مسبقاً يسمى بسعر المستقبلية . (Bodie, et, al. 2002: 740)

ويبرم عقد المستقبلية ما بين ثلاثة أطراف ، البائع والمشتري ودار التسوية أو المقاصة (clearing House) ويمكن أن يدرك البائع والمشتري عقد المستقبلية الربح أو الخسارة على العقد في أي وقت وليس مجرد نهاية المدة إذ تتم التسوية حسب السوق.

\* تعد دار المقاصة جزءاً أساسياً من سوق العقود المستقبلية إذ يعين كل سوق غرضاً يتم خلالها تسجيل وتسوية جميع العقود، وهي مسؤولة عن مخاطر عدم التسديد وعدم تنفيذ الالتزامات من قبل الطرفين (حبش، ١٩٩٨: ٢٩٦) وبعد اتفاق الطرفين على عقد الصفقة يدخل دار المقاصة في عملية البيع والشراء، إذ يصبح المشتري لبائع العقد والبائع لمشتري العقد، ويتوقف البائع والمشتري عن التعامل المباشر (Giddy, 1994: 174) ويكون دار المقاصة الطرف الآخر في كل صفقة لتثبيت التزامات العقد إذا نكل أحد الطرفين، وبذلك تساعد دار المقاصة على تسهيل وجود سوق منظم للعقود المستقبلية فضلاً عن أنه يجعل السوق بعيداً عن الصفقة الشخصية (الجبوري، ٢٠٠٢: ٢٩).

(Van Horne,2004:764) (Marked to market)

فضلاً عن المحافظة على حدود الربح مع دار المقاصة لكي تعكس التحركات في الأسعار ( Mcrate, 1996: 87) ويتم التعامل بعقود المستقبلية في الأسواق المالية الرسمية المنظمة وهي عقود معيارية من ناحية حجم العقد وتاريخ التسليم والنوعية وتضمن السيولة العالية للموجودات ( Choi, 2003: 214 )، وتعد عقود المستقبلية للصرف الأجنبي أدوات مالية حديثة نسبياً للمتاجرة في الأسواق المنظمة (Eaker, et, al., 1996:114)، اذ بدأ سوق النقد الدولي (Imm) الذي يمثل المؤسسة الفرعية لسوق شيكاغو التجاري في تجارة عقود المستقبلية للعملة الأجنبية عام ١٩٧٢ وهي تمثل أسواقاً رسمية لمستقبلية الصرف الأجنبي إلى جانب بورصة لندن للمستقبلية. International Financial Futures exchange London. (Bodie, et, al., 2002:767) .

وقد عرف عقد مستقبلية الصرف الأجنبي على أنه اتفاقية أو عقد قياسي لشراء أو بيع مقدار محدد من العملة الأجنبية بسعر متفق عليه وفي تاريخ محدد في المستقبل (Hull, 2003:19) اذ يمثل التزام تام (Unconditional Commitment) لشراء أو تسليم كمية محددة من العملة في تاريخ محدد في المستقبل يمثل تاريخ انتهاء العقد وبسعر يحدد عندما يتم عقد الصفقة (Solnik, 1996:397) وهناك عادة طرفين بائع ومشتري، أما الطرف الذي يوافق على بيع العملة يعرف بأنه قد اتخذ مركزاً قصيراً في العقد (Short Position) (Giddy, 1994: 173)، اذ يكون المستثمرين الدوليين والشركات متعددة الجنسية عرضة إلى المخاطر التي تنطوي عليها المعاملات (مخاطر الصفقات) بمعنى تقلب أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات النقدية في عملة أجنبية ( Keith & Dirk, 2000:94) ويمكن استخدام عقود مستقبلية العملة لأغراض التحوط\* من المخاطر التي تعرف بأنها نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبية، اذ يعمل التحوط على تدنية المخاطر أو أزلتها حتى وأن كانت مدة التعرض لتلك المخاطر قصيرة جداً (Choi, 2003: 213). أن التحوط بعقد المستقبلية للصرف الأجنبي يكون من

\* تستخدم أسواق المستقبلية لأغراض المضاربة اذ يحاول المضارب استخدام عقد المستقبلية لتحقيق الأرباح نتيجة لتحركات الأسعار المستقبلية فإذا توقع بأن الأسعار سوف تزداد، فإنه يتخذ مركزاً طويلاً لتحقيق الأرباح وبالمقابل فإنه سوف يستثمر انخفاض الأسعار المتوقعة من خلال اتخاذ مركز (بيع عقد مستقبلية) (Bodie, et, al., 2002:750)

خلال اتخاذ مركزا محددًا في سوق المستقبلات (مركز طويل أو قصير) إذ يمكن التحوط من تدنية المخاطرة أو عدم التأكد الذي يتعرض له المركز النقدي للمتحوط في الموجود الأساسي، ويتم التعاقد المستقبلي على العملات الرئيسية في العالم والمتمثلة في الدولار الأسترالي والدولار الكندي والباوند البريطاني واليورو والفرنك السويسري والين الياباني والبيزو المكسيكي والدولار الأمريكي، ويعتمد تاريخ العقد المستقبلي على دورة تاريخ ثابتة تتمثل في الأربعاء الثالث من الأشهر آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول (Van Horne, 2004: 764) ويفرض سمسار السوق عملة قليلة جداً على الطرفين تتراوح ما بين (0.01%-0.05%) من قيمة العقد (McCrack, 1996:87).

أن الشركة التي تقوم بشراء عقد مستقبلي للعملة يتيح لها استلام مبلغ معين لعملة محددة بسعر محدد وتاريخ محدد لتحوط دفعات المستقبل وبعملات أجنبية، فقد ترغب الشركة في أن تشتري عقد مستقبلي (مركز طويل) يمثل العملة التي ستحتاجها بالمستقبل القريب. وباحتفاظها بهذا العقد فإنها تثبت المبلغ بعملتها الوطنية بهدف تسديد مدفوعاتها، وبالرغم من أن عقد المستقبلية للعملة يمكن أن يخفف من التعرض لمخاطرة الصفقات إلا إنه أحياناً يرتد عكسياً على الشركة، فإذا حوطت الشركة مدفوعاتها فإن السعر المستقبلي المنفق عليه للعملة يمكن أن يكون في نهاية العقد أعلى من السعر الحاضر للعملة بالمستقبل (إذا تناقضت العملة عبر الوقت)، فإذا توقعت الشركة أن تنخفض قيمة العملة عبر الوقت وأنها ستحتاج إلى تسديد مدفوعاتها فإنها تتخذ مركزاً طويلاً في عقد المستقبلية للعملة (Madura, 2000: 312) إما الشركة التي تبيع عقد مستقبلية للعملة (مركز قصير) فإنها سوف تبيع كمية محددة من عملة معينة وبسعر وتاريخ محدد، ولتحوط قيمة العملة من المقبوضات في المستقبل فإن الشركة قد ترغب ببيع عقد مستقبلية العملة يمثل العملة التي سوف تستلمها الشركة لذلك فإنها تعلم كم من العملة الوطنية سوف تستلم بعد تحويل المقبوضات بالعملة الأجنبية إلى العملة المحلية، فإن الشركة تحوط قيمة مقبوضاتها المستقبلية من تقلبات أسعار الصرف عبر الوقت ولكن يمكن أن يترك ذلك أثراً سلبية، إذ إن السعر الثابت لمستقبلية العملة والذي تبيع به الشركة العملة الأجنبية قد يكون في نهاية العقد أدنى من السعر الحاضر للعملة (إذا زادت قيمة العملة عبر الوقت) ومع ذلك وبسبب

عدم التأكد بقيم مستقبلية العملة فقد تكون الشركة في وضع أفضل بالتحوط من البقاء معرضة إلى مخاطرة أسعار الصرف (Madura, 2006: 297).

أن عقد المستقبلية يشبه العقد الأجل في كونه يثبت السعر الذي يتم فيه تداول العملة المستقبلية (Eaker, et, al.,1996: 114)، إلا أن هنالك ثلاث اختلافات رئيسة بين العقدين تتمثل في الآتي: (Brigham & Ehrhard, 2002:421).

- يتم تسوية العقود المستقبلية حسب السوق Market to Market وعلى أساس يومي والتي تعني بأن المكاسب والخسائر تسجل يومياً في العقد وينبغي أن تكون هنالك أموالاً لتغطية هذه الخسائر، وهذا يخفض بشكل عام من المخاطر الائتمانية التي تصاحب العقود الآجلة.
- في العقود المستقبلية لا يكون هنالك تسليم مادي للموجود الأساسي وتتم التسوية ما بين الطرفين نقداً، إذ تكون هنالك فروقات ما بين السعر المتفق عليه في عقد المستقبلية والسعر الفعلي عند تاريخ انتهاء العقد.
- عقود المستقبلية هي أدوات معيارية ويتم المتاجرة بها في الأسواق الرسمية في حين تنشأ العقود الآجلة على وفق طلب الزبون ولا يمكن المتاجرة بها بعد التوقيع عليها من قبل الطرفين.

وإذ أن عقد المستقبلية للصرف الأجنبي أحد أنواع عقود المستقبلية فهو عقد معياري من ناحية الحجم والنوعية وتاريخ التسليم ويضمن السيولة للعملاء، ونادراً ما يتم التسليم الفعلي للعملة الأجنبية من قبل باعة ومشتري العقود المستقبلية للصرف الأجنبي، ويمكنهم من بيع أو شراء عقوداً لعكس مراكزهم قبل تاريخ الاستحقاق، كما أن العقد يتم تسويته يومياً بحسب السوق ، وهنالك حدوداً للتحوط باستخدام مستقبلية العملة، تتمثل في (Bodie, et,al.,2002:767) عدم الموائمة بين استحقاقات العقد المستقبلي والموجود الأساس في السوق النقدي، كما قد تكون هنالك فروقاً ما بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر في مدة تنفيذ العقد، إذ تكون هنالك في الأغلب عدم موائمة بين مراكز العقود المستقبلية للعملة والمراكز النقدية وتمثل أطول مدة استحقاق للعقد المستقبلي سنة واحدة إذ لا تكون هذه العقود مناسبة للتحوط للآوقات الطويلة . (Hample & Simonson, 1994:615)

إلى جانب وجود متطلبات الهامش ومحدودية ساعات التعامل في الأسواق النظامية التي يقتصر بيع وشراء المستقبليات عليها ومن ثم فإن التعامل سيكون محدداً بأعضاء السوق فقط، كما أن بعض الأسواق تفرض حدوداً عليا أو دنيا لأسعار العقود المستقبلية ومن ثم فإنها تعاني من صعوبة التسجيل وتصبح غير ممكنة البيع في الأمد القصير (Eales, 1994:62)

يحسب سعر المستقبلي للعملة على وفق الصيغة الآتية: (Choi, 2003: 216)

$$F_1 - S_1 = B_1 \dots\dots\dots (1.35)$$

اذ أن:-

$$F_1 = \text{السعر المستقبلي للعملة}$$

$$S_1 = \text{السعر الحاضر للعملة}$$

$$B_1 = \text{الأساس لمستقبليات العملة، وهو الفرق ما بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي.}$$

ومن المعادلة يتضح بأن السعر المستقبلي خلال مدة العقد يمثل مجموع السعر الحاضر مضافاً إليه الأساس، وسواء كانت إشارة الأساس موجبة أم سالبة فإنها تعتمد على سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية. (الجبوري، ٢٠٠٢:٤٩)

وأن الأساس لعقد المستقبلية ينخفض وتصل قيمته إلى الصفر عند تاريخ التنفيذ اذ يتعادل السعر الحاضر مع السعر المستقبلي وفق المعادلة الآتية:-

(Bodie, et, al., 2002:750)

$$F_1 - S_1 = 0 \dots\dots\dots (1.36)$$

يتبين من المعادلة أن الأساس يكون صفراً عند تاريخ استحقاق العقد المستقبلي للعملة، أما خلاف ذلك أي قبل انتهاء مدة العقد يكون هنالك فرقاً بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي

ويمكن أن يتحمل المتحوط المخاطر الأساسية\*، ذلك لأن السعيرين لا يتحركان بنفس المقدار بشكل تام خلال مدة العقد وبذلك فإن الأرباح من الموجود الأساس (العملة النقدية) لا توازن الخسائر من العقد المستقبلي للعملة. ويحاول بعض المضاربين تحقيق الأرباح من التحركات في المخاطر الأساسية، فهم يحاولون المراهنة على اتجاهات عقد المستقبلية أو الأسعار الحاضرة وعلى الفروقات بينهما، فلو كان للمضارب مركز قصير في عقد المستقبلية والذي يقابل المركز الطويل في السعر الحاضر، يحقق المضارب الأرباح إذا كانت المخاطر الأساسية قليلة\* (Bodie, et., 2003:753). وعلى الرغم من وجود المخاطر الأساسية إلا أن عقد المستقبلية للصرف الأجنبي يعد أداة مناسبة جداً للتحوط في الأجل القصير ضد تقلبات أسعار الصرف الاسمية على التدفقات النقدية (Choi, 2003:213) عندما تكون علاقة الارتباط ما بين الأسعار المستقبلية والأسعار الحاضرة قوية جداً، يمكن استخدام نسبة التحوط البسيطة . (Naïve Hedge Ratio)

والتي تشتمل على اختيار عدد من عقود المستقبليات لأغراض التحوط والتي يمكن حسابها بالصيغة الآتية: (Keith & Dirk, 2000: 95)

$$Nf = \text{حجم العقد/ مركز السوق النقدي} (1.37) \dots\dots\dots$$

اذ إن  $Nf =$  عدد عقود المستقبليات لأغراض التحوط

كما يمكن حساب نسبة التحوط بالصيغة الآتية: (Spremann, 2000: 11)

$$\text{Hedge Ratio} = (N * \text{SIZE} * S) / V \dots\dots\dots (1.38)$$

اذ أن:

\* والذي يشير إلى الانحراف قصير الأجل الناتج من العلاقة الثابتة بين الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية في الأجل الطويل (Choi,2003:216).

\*\* يمكن توضيح ذلك بمثال، فإذا أمتك أحد المستثمرين ١٠٠ أوقية من الذهب يتخذ مركزاً قصيراً في سوق مستقبلات الذهب، وكان سعر الحاضر \$291 لكل أوقية، وأن سعر المستقبلية الذي يسلم في الشهر اللاحق \$296 لكل أوقية، ذلك يعني أن المخاطر الأساسية تمثل \$5 فإذا أزداد السعر الحاضر في اليوم التالي إلى \$294 بينما زاد سعر العقد المستقبلي إلى \$298.5 فإن المخاطر الأساسية انخفضت إلى \$4.5 بمعنى أن المستثمر ربح \$3 لكل أوقية من الذهب المحتفظ به لكنه خسر \$2.5 بينما زاد سعر العقد المستقبلي، ذلك يشير إلى زيادة الأرباح بانخفاض الأساس (Bodie, al., 2002: 767)

$N =$  عدد العقود المستقبلية

$SIZE =$  القيمة الأساسية للعقد

$S =$  السعر الحاضر للعملة

$V =$  القيمة السوقية لنسبة الموجودات / المطلوبات

فمن خلال المعادلة يمكن تحديد عدد العقود المستقبلية للصرف الأجنبي اللازمة لتغطية المركز النقدي، ويشير (Breuer, 1997) إلى أنه نتيجة المعيارية في الحجم وتواريخ الاستحقاق لعقود المستقبلية، تكون فرص التحوط التام\* (Perfect Hedge محددة وعادة غير ممكنة (Breuer, 1997:204) ويعد (Bodie, et .al,2002) عقد المستقبلية والموجود الأساس في السوق النقدي على إنها محفظة ممكن أن تكون خالية من المخاطر إن كان هنالك تحوطاً تاماً وبالتالي فإن مركز التحوط ينبغي أن يحقق معدل عائد مساوي لمعدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة وألا فإن المستثمر سوف يقتنص فرص المراجعة لغاية عودة الأسعار إلى وضعها الطبيعي . (Bodie, et,al.,2002:753)

### ٣- خيارات العملة Currency Options

لقد ظهرت عقود الخيارات في بورصة لندن للأسهم في القرن التاسع عشر ولكن المتاجرة بهذه العقود بشكل منظم بدأت عام 1973 في بورصة شيكاغو (Chicago Board (CBOE Options Exchange) وقد أصبحت ضرورية جداً للمتعاملين في الأسواق المالية وأسواق الصرف الأجنبي لأنها تناسب مختلف احتياجاتهم فيما إذا كان المتعاملون مستثمرين أو متحوظين (حبش، ١٩٩٨: ١٧٣) أو مضاربين، فالخيار يعطي الحق لحامله في شراء أو بيع موجود معين أو أداة مالية بسعر متفق عليه يسمى سعر التنفيذ (Exercise Price) أو سعر الصفقة (Strike Price) في أو قبل تاريخ محدد في المستقبل (Howells&Bain,2000:29) (Sarnat, 1990: 553) إذ تتاح أمام المستثمرين والمضاربين والمتحوظين عدة خيارات تتمثل

\*التحوط التام هو اتخاذ مركزين مختلفين على الموجود نفسه (أو العملة) و بالسعر نفسه ، باذ أن الأرباح المتحققة لأحد المراكز تساوي الخسائر المتحققة من المركز الآخر (Chance, 1998:770)، أما التحوط غير التام يعني اتخاذ مركزين مختلفين على الموجود نفسه (سلعة أو عملة أو أية أداة مالية) وبأسعار مختلفة، أي أن سعر البيع لا يساوي سعر الشراء (Fransic, 1990:221) وبذلك فإن الأرباح المتحققة من أحد المراكز قد تكون أعلى أو أدنى من الخسائر المتحققة في المركز الآخر (الجبوري، ٢٠٠٢، ٦١) .

في تنفيذ الخيار في أو قبل تاريخ التنفيذ ليصبح مالكا للموجود أو بيع عقد الخيار في السوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ أو ترك الخيار لتنتهي صلاحيته ويصبح بدون قيمة. (Rose, 1990:258)

يعد الخيار بحد ذاته ورقة مالية يمكن أن تباع وتشتري في الأسواق المنظمة للخيارات وأن قيمته تشتق من قيمة الورقة المالية أو الموجود الأساس (Underlying Security) فقد عرف على أنه أحد الأدوات المالية الذي يهدف إلى تسهيل التعامل بالأوراق المالية لأغراض عدة تشمل الاستثمار والمضاربة والتحويط من تقلبات الأسعار، ولأن قيمة الخيار تشتق أو تعتمد على قيمة الورقة المالية الأساسية يطلق على الخيارات الإبداعات الظرفية (Contingent Claims) وبسبب نجاحها المتميز يطلق عليها أحيانا بالابتكارات المالية (Financial Innovations) (العلي، ٢٠٠٢: ٤)

إن خيارات العملة تمثل أحد أنواع عقود الخيارات وقد بدأ التعامل بها لأول مرة في أواخر عام ١٩٨٢ بشكل نمطي في كل من أسواق فيلادلفيا وأمستردام ومونتريال، ومنذ ذلك الحين أصبح هذا النوع من الخيارات متوفراً في معظم أسواق الخيارات والمستقبليات على العالم و على أهم العملات الرئيسية كالباوند الإسترليني والدولار الكندي والين الياباني والفرنك السويسري والفرنك الفرنسي والدولار الأسترالي مقابل الدولار الأمريكي (Madura,2000: 125). وباستخدام عقد خيار العملة فإن مشتري العقد يحصل على حق وليس أُلزام في شراء أو بيع كمية محددة من العملة بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد بالمستقبل (Stipulated Data) (Giddy, 1989: 83) وأن العملة التي تباع وتشتري على وفق لعقد الخيار تسمى بالموجود الأساس (Underlying Assets) والتي يمكن تفسيرها من خلال سعر الصرف وهنالك نوعان من الموجودات الأساسية لخيارات العملة هما: (Hull, 2000: 285)

• العملة الآنية Spot Currency

• العملة المستقبلية Currency Futures

والفرق بينهما يتمثل في مدة انتهاء عقد الخيار ومع عملة آنية أساسية فإن مشتري الخيار يقوم بتحويل الأموال ما بين حسابات المصرف حال تنفيذ حق البيع أو حق الشراء، في حين عندما يكون الموجود الأساس عملة مستقبلية فإنه لا يكون هنالك تسليم للنقد، لكن يتم تسليم عقد

مستقبلية بسعر متفق عليه وبعد التسليم يمكن بيع أو شراء العملة المستقبلية في السوق، أن السعر المتفق عليه هو سعر الصفقة (Strike Price) أو سعر التنفيذ، وسعر الصفقة على خيارات العملة هو سعر الصرف الذي يعلى على أساسه عملة محددة حين يستخدم المشتري حق التنفيذ (Spremann, 2000:14) وإذا كان الخيار يعطي الحق للمشتري في شراء كمية محددة من العملة الأجنبية بسعر الصفقة قبل أو عند تاريخ الاستحقاق يسمى خيار شراء العملة (Call Option) وأن كان له الحق في بيع كمية محددة من العملة الأجنبية بالسعر المتفق عليه في أو قبل تاريخ محدد في المستقبل يسمى خيار بيع (Put Option) (Mcrate, 1996:67) (Sarnat, 1990:553).

وانسجاماً مع العقود المالية الأخرى فأن شراء خيار شراء العملة أو خيار بيع العملة يعني إن المشتري قد اتخذ مركز طويلاً في سوق المشتقات، وأن بيع خيار شراء العملة أو خيار بيع العملة يشير إلى أنه قد اتخذ مركزاً قصيراً في سوق المشتقات مقابل مركز طويل في سوق الصرف الأجنبي، وقد يكون لمشتري الخيار الحق بتنفيذه، أما عند تاريخ التنفيذ أو قبله وهذا يمثل أسلوب الخيار الأمريكي، وفي هذه الحالة فأن المشتري يسمح له في تنفيذ الخيار في أي وقت لغاية انتهاء صلاحية الخيار، أما الأسلوب الآخر فإنه يتمثل في الخيار الأوربي\* الذي يمكن المشتري من تنفيذ الخيار عند تاريخ محدد وعادةً يمثل تاريخ التنفيذ (Spearman, 2000: 124) (Madura, 2000: 16) ويمكن المتاجرة بالخيار الأمريكي والأوربي على حد سواء ولكن يعد الخيار الأمريكي أكثر تداولاً .

(Howells & Bain, 2000: 298)

وأكثر مرونة وبالتالي هنالك احتمالية لتحقيق أرباح إضافية لغاية مدة الاستحقاق، لذلك لا بد أن تكون الزيادة على الأقل أعلى من السعر على الخيار الأوربي وأن كانت تحمل الخصائص ذاتها المتمثلة في سعر الصفقة وتاريخ التنفيذ (Levi, 1990:60)، كما يمكن المتاجرة بخيارات العملة في الأسواق المالية المنظمة أو من خلال الأسواق الموازية (Over-The-Counter) ويتميز الأخير بالعلاقة المباشرة بين الطرفين وأن العقود مصممة على وفق حاجات الزبون المحددة، ولا توجد ضمانات ائتمانية بشكل عام والتي تعني بأن هنالك مخاطر محتملة من النكول والتي تعتمد

\* ليس لأسلوب الخيار علاقة بمكان تداوله إذ يمكن تداول الخيار الأمريكي في أوروبا وبالعكس.

بدورها على الشركاء المعنيين، وبالتالي فإن المؤسسات المالية قد تطلب بعض الضمانات من الأفراد أو الشركات التي ترغب في شراء أو بيع خيارات العملة في السوق الموازية (Madura, 123: 1999) وبالمقابل فإن الخيارات المسجلة (List Options) في الأسواق يمكن أن تجنب التعرض لمخاطر النكول بسبب وجود شركة المقاصة (Clearing Company) التي تتوسط ما بين البائع والمشتري والتي تأخذ على عاتقها مسؤولية الأستلام والدفع مقابل كلفة خصوصية العقد المرن (Giddy, 1994:209).

وهناك أربع محددات لخيار العملة هي:- (Madura,2006:131-136)(Giddy,1994:212)

#### • مستوى السعر الحاضر نسبة إلى سعر التنفيذ.

كلما ارتفع السعر الحاضر المتوقع نسبة إلى سعر التنفيذ فإن سعر خيار شراء العملة سيكون أعلى، ويعود ذلك إلى الاحتمالية الفعلية لشراء العملة بسعر منخفض نسبياً من السعر الذي يمكن بيعها فيه، وهذه العلاقة يمكن أن تحقق عند مقارنة علاوات الخيارات للعملة بتاريخ انتهاء أسعار التنفيذ المختلفة، وبالعكس بالنسبة لخيار بيع العملة فإن انخفاض السعر الآني المتوقع عن سعر التنفيذ يجعل قيمة خيار البيع أكبر وبهذا سيكون احتمال كبر لتنفيذ خيار البيع.

#### • طول المدة قبل تاريخ الانتهاء.

كلما طال وقت انتهاء الخيار (خيار شراء أو بيع) كلما زادت علاوة الخيار، إذ أن المدة الطويلة تخلق احتمالية أعلى للعملة بأن تتحرك ضمن المدى الذي سيكون من الممكن تنفيذ الخيار.

#### • التغيرات المحتملة للعملة

كلما أزداد التغير في قيمة العملة ازدادت احتمالية أن يتجاوز السعر الحاضر لسعر التنفيذ، وعليه فإن خيار الشراء على العملة الأقل تقلباً سيكون أعلى من خيار الشراء على العملة الأكثر تقلباً، وكذلك الحال بالنسبة لخيار بيع العملة إذ أنه كلما زادت تقلبات العملة أدى ذلك إلى زيادة قيمة علاوة خيار البيع عاكساً احتمالية أعلى لتنفيذ الخيار. أي أن أي تغير في هذه المحددات يؤدي إلى تغير في سعر الخيار، وهناك أربع مراكز أساسية ممكن أن تتولد مع الخيارات وذلك من خلال خيار الشراء وخيار البيع التي يمكن المتاجرة بها.

#### • شراء خيار لكي تؤمن ضد زيادة السعر الغير متوقعة .

- بيع خيار شراء يتم تحريره لغرض الحماية من انخفاض الأسعار المفاجئة.
- شراء خيار بيع لغرض الحماية من الانخفاض المحتمل من الأسعار المفاجئة
- بيع خيار بيع يتم تحريره لغرض الحماية ضد زيادة الأسعار الغير متوقعة.

وعلى وفق هياكل الأرباح والخسائر عند تاريخ التنفيذ إذا كان السعر الآتي ( الحاضر ) في تاريخ نفاذ الصلاحية للخيار مساوي أو أدنى من سعر التنفيذ، تكون أعظم خسارة لمشتري خيار الشراء محدودة في العلاوة التي سيدفعها ويكون الوصول لنقطة التعادل لهذا المركز عندما يكون السعر الآتي مساوياً لسعر التنفيذ مضافاً إليه العلاوة (Spere man, 18, 2000) وأي زيادة إضافية في الأسعار الحاضرة تؤدي إلى أرباح غير محددة بالنسبة لمشتري خيار الشراء وعلى العكس بالنسبة لبائع خيار الشراء، فإن أقصى الأرباح التي سيحصل عليها تتمثل في مبلغ العلاوة، ومن الممكن أن يحصل على أرباح جزئية إلى أن يصبح السعر الأعلى أقل من سعر التنفيذ مضافاً إليه العلاوة أما خسائره فهي غير محددة وإذا كان السعر الحاضر في تاريخ التنفيذ مساوي أو أعلى من سعر التنفيذ فإن أعظم خسارة بالنسبة لمشتري خيار الشراء تكون محددة في العلاوة المدفوعة، ويمكن الوصول إلى نقطة التعادل لهذا المركز إذا كان السعر الآتي مساوياً إلى سعر التنفيذ مطروحاً منه العلاوة، وأي انخفاض في السعر الآتي ينتج عنه أرباحاً للمشتري والتي قد تكون نظرياً غير محددة كما أنها تكون غير محددة في حالة انخفاض سعر الصرف الحاضر (Spremann,2000:18).

أن العلاقة ما بين سعر التنفيذ وسعر الموجود الحاضر يمكن تلخيصها كما يلي: (Giddy, 1994: 212)

- إذا كان الخيار يحقق أرباحاً في سعر التنفيذ المحدد والسعر الحاضر للموجود يطلق عليه ( In The Money) ITM داخل إمكانية الربح.
  - وإذا كان سعر التنفيذ لا يحقق أرباحاً فإنه يكون خارج إمكانية الربح. (Out The Money)(OTM).
  - إذا كان السعر الآتي يساوي سعر التنفيذ فإنه سيكون او ضمن إمكانية الربح (At the Money) (ATM) . (Giddy, 1994:212)
- وبالنتيجة فإن خيار الشراء سيكون (Itm) عندما يكون سعر التنفيذ أدنى من السعر الحاضر ويكون (OTM) عندما يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر الحاضر، ويكون (ATM) عندما يكون سعر الصفقة مساوياً للسعر الآتي. (Hill,2000: 154).

أما بالنسبة لخيار البيع ستكون بالعكس تماماً سيكون خارج إمكانية الربح عندما يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر الحالي للعملة (OTM) عندما يكون سعر الصفقة أدنى من السعر الحالي ويكون (ATM) عندما يتساوى سعر التنفيذ مع السعر الحاضر للعملة.

مما سبق يتضح بأن الخيارات تقود إلى مراكز مخاطر غير متماثلة بين البائع والمشتري لهذا العقد، فالمشتري تكون له فرصة تحقيق الأرباح من التغيرات المرغوبة في سعر الصرف الآتي، بينما لا يدفع البائع علاوة الخيار إلا أنه يواجه خسائر غير محددة لذلك فإن قيمة علاوة الخيار تمثل السعر الذي يعتمد عليه وحده مكون من جزأين:

● القيمة الحقيقية Intrinsic Value

● القيمة الزمنية Time Value

منذ عام ١٩٨٥ أصبحت خيارات العملة طريقة شائعة في التحوط ضد مخاطر الصرف الأجنبي في حالة كون اتجاه التحركات المستقبلية لأسعار الصرف غير مؤكدة (Mcrate, 1996:87) إذ يمكن استخدام خيارات العملة للتحوط ضد الخسائر الناجمة عن التحركات غير المتوقعة في سعر الصرف بين عملتين كما ويسمح بالاستفادة من التحركات الملائمة في سعر الصرف وخيارات العملة (Madura, 2006: 301) وعلى الرغم من أن تجارة العملة قد بدأت حديثاً إلا أن هنالك اعتماداً كبيراً عليها من قبل الشركات متعددة الجنسية والمستوردين والمصدرين والمستثمرين الدوليين للتحوط ضد التقلبات غير المتوقعة في أسعار العملة الأجنبية (Sarnat, 1990:552).

تستخدم الشركات متعددة الجنسية خيارات شراء العملة عادة لغرض تحويط مدفوعاتها بالعملة الأجنبية وعلى سبيل المثال إذا كان لشركة أم قاعدتها الولايات المتحدة ولديها مدفوعات مستحقة الدفع بالباوند البريطاني فيمكنها استخدام خيار الشراء لتغطية هذه المدفوعات فأن بقي السعر النقدي (الآتي) للباوند منخفضاً عن سعر التنفيذ خلال مدة الخيار للشركة ترك الخيار دون تنفيذ، وما عليها إلا شراء الباوندات حسب السعر الحاضر، ومن ناحية أخرى إذا كان السعر النقدي للباوند يرتفع بمرور الزمن فسوف يسمح خيار الشراء للشركة بشراء باوندات حسب سعر التنفيذ أي أن الشركة المالكة لخيار الشراء قد ثبتت أقصى سعر (سعر التنفيذ) لكي تدفع المستحقات

عليها، وتملك الشركة المرونة في تركها مدة الخيار تنتهي ثم تحصل على العملة حسب السعر الحاضر عندما يكون من الضروري استخدام العملة في التسديد (Madura, 20009:317).

كما هو الأمر في حالة خيار الشراء فإن خيار بيع العملة وسيلة قيمة من وسائل التحوط، ويمكن استخدام هذا الخيار من قبل الشركات لتحوط مقبوضاتها المستقبلية والعملات الأجنبية إذ أن هذا الخيار يضمن سعراً معيناً (سعر الصفقة) الذي بموجبه يمكن بيع مقبوضات العملة مستقبلاً، كما أنه لا يلزم مالكة بيع العملة بسعر معين فإذا كان السعر الحاضر للعملة الأجنبية أعلى من سعر التنفيذ عند استلام الشركة للعملة الأجنبية تستطيع الشركة بيع العملة المستلمة حسب السعر الحاضر وترك مدة خيار البيع تنتهي دون تنفيذ (Madura, 2006:302) ولأن قيمة خيار العملة يمكن أن تتغير دقيقة بعد أخرى في سوق الخيارات تبرز قضية مهمة تمثل في تسعير القيمة الأساسية للخيار.

يمكن تقييم الخيار الأوربي عموماً باستخدام أنموذج طور من قبل (German& Kohlogen) وهو امتداد لأنموذج تسعير الخيار لـ (Black&Schools) والمعتمد على خيار شراء السهم ذو الأسلوب الأوربي (Solnik,1996:460)، إذ يفترض الأنموذج غياب كلف العمولة والضرائب ومقسوم الإرباح وثبات سعر الفائدة الخالي من المخاطرة وأن العائد على الموجدات يتبع التوزيع الطبيعي، يستخدم أنموذج معدل لحساب سعر خيار العملة لتقييم تأثيرات التغيرات في المحددات التي ذكرت سابقاً، ويمثل الأنموذج المعدل لمعادلة (Black-Schools) بالصيغة الآتية: (Spremann, 2000: 40)(Solnik,1996:545)

$$\left[ Ca = e^{r^1} SN(d) - e^{-r^1} EN(d - \sigma\sqrt{t}) \dots \dots \dots (1.39) \right]$$

اذ أن :- Ca = قيمة خيار شراء العملة

e = أساس اللوغاريتم الطبيعي ويساوي تقريباً 2.71828

S = سعر الصرف (الذي يمثل سعر العملة المحلية لكل وحدة واحدة من العملة الأجنبية)

E = سعر التنفيذ

r.r\* = أسعار الفائدة المحلية والأجنبية

$E(x) =$  الأسعار الاحتمالية

$t =$  تاريخ تنفيذ الخيار

$$d = \frac{\ln(S / E) + (r - r^* + 0.5\sigma^2)t}{\sigma \sqrt{t}} \dots\dots\dots (1.40)$$

اذ أن :

$T =$  تاريخ التنفيذ

$\sigma =$  الانحراف المعياري للتغير النسبي في سعر الصرف

في حين يحسب خيار بيع العملة بالصيغة الآتية (Madura, 2006:156)

$$P = C_a + Ee^{-rt} + Se^{-r^*t} \dots\dots\dots (1.41)$$

اذ أن  $P =$  قيمة خيار بيع العملة

يؤخذ الفرق بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار الفائدة الأجنبية بالحسبان عند تقييم خيار العملة، ليس فقط أسعار الفائدة المحلية كما في خيار السهم، وأن هذا التعديل قد أجرى من قبل .

(Blanck, 1999: 23) (Fisher Blanck)

ويتضح من أنموذج تسعير لخيار العملة أنه يتطلب تحديد سعر الصرف الآتي، والفروقات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل الأجنبية والمحلية بين عملتين ومقدار انحراف سعر الصرف خلال مدة الخيار وتحديد مدة خيار العملة.

(Mcrate, 1996: 89)

وهناك عدد من المقاييس المستخدمة مع علاوة خيارات العملة ومخاطر أسعار الصرف تتمثل

(Mcrate, 1996: 88)

في الآتي :

- الدلتا (Delta) والتي تقيس حساسية علاوة الخيار للتغير في سعر الصرف الحاضر.
  - الكاما (Gama) والتي تبين معدل التغير في الدلتا مع الأخذ بالحسبان التغيير في معدل الصرف الحاضر.
  - الثيتا (Theta) القيمة المتناقضة لخيار الشراء مع مراعاة الأخذ بالحسبان الوقت المتبقي لحين انتهاء صلاحية العقد.
  - فيجا (Vega) والتي تبين حساسية قيمة علاوة الخيار مع الأخذ بالحسبان التغيرات في تقلبات أسعار الصرف.
- من المزايا التي يمكن تحقيقها لاستخدام خيارات العملة في التحوط المالي ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف هي ثبات كلفة التحوط المتمثل بالعلاوة، وكونه غير ملزم للتنفيذ إن كانت تحركات الأسعار غير مواتية وهو أداة تحوط وضمن ضد المخاطر أكثر من كونه أداة لتثبيت السعر (Spremann, 2000:27) كما يعد من الأدوات الأكثر مرونة قياساً بأدوات التحوط الأخرى إلا أنها متوفرة من قبل عدد محدود من المصارف (Ross, al., 1999:254).
- ويمكن الوصول إلى التحوط الفعال (Effective Hedging) باستخدام خيارات العملة وفق الصيغة الآتية:-

$$\eta = \frac{V_o}{\delta} \dots\dots\dots(1.42)$$

اذ أن :-

$$\eta = \text{عدد الخيارات المشتراة}$$

$$V_o = \text{الكمية المطلوبة من العملة للتحوط}$$

$$\delta = \text{الدلتا}$$

ومن خلال تحوط الدلتا باستخدام خيارات العملة تضمن بأن قيمة مركز الخيار يبني على أساس التغيرات في مركز سعر الصرف المحوط والتحوط باستخدام الدلتا يقود نظرياً إلى تحوط تام، فكل خسارة في مركز الموجب ————— الأساس ————— (العملة النقدية) يمكن تعويضها من خلال الأرباح باستخدام الخيار (Solnik, 1996:497) أن

المشكلة التي تبرز من خلال استخدام طريقة الدلتا للتحوط هي إن تغيرات الدلتا تمثل تغيرات سعر الصرف وبالتالي فأنها تحتاج إلى تعديلات مستمرة بشكل ضروري يطلق عليها إعادة موازنة (Rebalance) لعدد الخيارات التي ينبغي حملها وينتج عن ذلك كلف صفقات (معاملات) عالية، بينما التعديلات غير المتكررة تؤدي إلى تحوط غير تام (Imperfect Hedging) (Solnik, 1996:499) (Spearman, 2000:27) وأبعد من ذلك فإن هذه الطريقة تهدف إلى غلق مركز الخيار قبل تاريخ الاستحقاق (Giddy, 1994: 226).

ومن خلال ما ورد يمكن القول بأن خيارات العملة بنوعها خيار الشراء وخيار البيع يمكن اعتمادها في تحوط هذه التقلبات في أسعار الصرف وهي أدوات المشتقات المالية الأكثر مرونة مقارنة بالأدوات الأخرى ويمكن استخدامها لتغطية تلك المخاطر التي تحدث نتيجة تقلبات أسعار الصرف الاسمية غير المتوقعة ولأجل أطول نسبياً من العقود الأخرى.

### مبادلات العملة Curreney

تعد المبادلات طريقة أخرى لتخفيض المخاطر المالية، وهي التزامات لتبادل مدفوعات نقدية وفقاً للتفضيلات لكل شريك على شكل أو نمط المدفوعات التي ستتم مبادلتها (Brigham & Ehrhardt, 2002:934) فهي عقود غير نمطية تعد حسب رغبة الزبون من اذ حجم المبادلة والمبلغ الافتراضي (Notional Amount) ومدة المبادلة، اذ يمثل عقد المبادلة اتفاقية لتبادل تدفقات نقدية بأسعار فائدة عامة على قرض مقابل تدفقات نقدية بأسعار فائدة ثابتة وتحسب التدفقات على أساس المبلغ الذي لا يكون خاضعاً للتبادل (Stulz, 2004:6).

أن التغير الرئيس الذي حصل في سوق المبادلات يتمثل في العقود المعيارية والتي طورت لمعظم أشكال المبادلات وكان لذلك تأثيران هما:-

(Brigham & Ehrhardt, 2002: 934-

.935)

- خفضت العقود المعيارية من الوقت والجهود المطلوبة في اتفاقية المبادلة.
- إن المعيارية في عقود المبادلات قادت إلى سوق ثانوي للمبادلات والذي أدى إلى زيادة سيولة وكفاءة السوق.

نتيجة لزيادة تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية ونمو الأعمال الدولية والاستثمارات الأجنبية برزت عدة تقنيات للتعامل مع مخاطر العملة (Ross,et,2002:881) وقد برز سوق فاعل وكبير هو سوق مبادلات الصرف الأجنبي (Johnson,2000:790) اذ بدأ التعامل بمبادلات العملة ما بين شركة IBM والمصرف العالمي عام ١٩٨١ ، وتمثل العديد من المصارف الدولية أهم المتعاملين في سوق المبادلات اذ تمثل صانعي السوق وتقدم أسعار لأنماط معيارية عدة من العقود، كما يمكن أن تتخذ مراكزا لمقابلة لطرف آخر في عقد المبادلة كما يمكن للمصارف أيجاد الشريك الآخر في وقت لاحق، وهذا يجعل السوق أكثر كفاءة في عملياته (Brigham & ehrhard,2002:935) وقد تنامت أسواق المبادلات إذ بلغ حجم مبادلات العملة (4.509) تريليون دولار في سنة ٢٠٠٢ في حين بلغ (1.824) تريليون دولار في سنة ١٩٩٨ أي أن نسبة الزيادة قد بلغت 20% سنوياً تقريباً خلال السنوات الخمس الأخيرة (Goswami,et.al,2004:316) ومبادلة العملة الأجنبية هي تبادل العملة الأجنبية في السوق النقدي مع اتفاقية متزامنة لعكس المعاملات في السوق الآجل، وأن كلا من معادلات الصرف والتوقيت في معاملات السوق الآجل محددة بوقت الاتفاق على العقد (Johnson,2000:171). فالمبادلات هي عقود طويلة الأجل يمكن أن تستخدم للتحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة إلى جانب التحوط ضد مخاطر العملة (Sunders, 2000:572) اذ أنها تمثل طريقة أخرى للتحوط ضد مخاطر تحويل العملة وتمثل ترتيبات بين طرفين لمبادلة نوعين من العملات لموعد محدد في المستقبل بسعر صرف متفق عليه، فالمبادلة هي سعر صرف حاضر لمعاملة آجلة، فإذا قامت الشركة الأم (قاعدتها الأم في أمريكا مثلاً) بتحويل أموال بشكل مؤقت إلى الخارج لأحد فروعها على أن يعاد خلال ١٢٠ يوم فلكي تحمي الشركة نفسها من مخاطر صرف العملة يمكنها أن تدخل في عملية مبادلة مع تاجر أو شركة أو مصرف تجاري من خلال ترتيبات المبادلة، وهذه الترتيبات تضمن للشركة استرجاع أموالها بالدولار بعد ١٢٠ يوم، ويتم في ضوء هذه الاتفاقية تحديد سعر الصرف مسبقاً لتحديد كلفة المبادلة (هندي -600) 599:2005, (Bodie, et.al,2002:791)، فهي اتفاقية يمكن أن تستخدم للتحوط للمخاطرة المرتبطة بالصفقات في الآجل الطويل والمخاطرة الناتجة عن التأكد في أسعار الصرف، وأحد أنواع مبادلات العملة هو الذي يحقق توافقاً ما بين شركتين لهما احتياجات متباينة في الآجل الطويل (Madura,2000:328) على سبيل المثال تم استئجار شركة أمريكية لتأسيس خط

لأنابيب النفط في المملكة المتحدة، وهي تتوقع استلام مبلغ بالباونات البريطانية خلال خمس سنوات عند إكمال العمل، وفي الوقت نفسه هنالك شركة بريطانية يستأجرها مصرف في الولايات المتحدة بخصوص مشروع استثماري طويل الأجل وأن المدفوعات لهذه الشركة سيكون بالدولار الأمريكي، وسوف يكون هنالك مدفوعات خلال السنوات الخمس، إذ تستلم الشركة الأمريكية باونات بريطانية فيما تستلم الشركة البريطانية دولارات أمريكية خلال خمس سنوات، وتستطيع هاتان الشركتان الدخول في عقد مبادلة تسمح بتحويل الباونات إلى دولارات في مدة خمس سنوات وحسب سعر صرف معين يتم الاتفاق عليه، وبهذه الطريقة ستكون الشركة الأمريكية قادرة على تحديد عدد الدولارات الأمريكية التي سيتم تحويل مبلغ الباونات الإسترلينية إليها في مدة خمس سنوات، وبالمثل ستكون الشركة البريطانية قادرة على تجميد عدد الباونات التي سيتم تحويل مبلغ الدولارات الأمريكية المستلمة إليها (Madura,2006:304) ، ونتيجة لمبادلة العملة تمكنت الشركتين من الدخول في أسواق كان لا يمكن الدخول فيها والحصول على مصادر التمويل المطلوبة منها وذلك دون تحمل أية مخاطر لسعر الصرف وحققت الاقتراض بالعملة الأجنبية نتيجة الميزة التنافسية في الاقتراض من الأسواق من الأسواق المحلية بتكلفة أقل مما كان يمكنها الحصول عليها. (Choi,et.al,2001:432)

المبادلة أداة مهمة للتحوط ضد مخاطر FX المصاحبة للمدفوعات المستقبلية من مدفوعات الفائدة ورأس المال، وفي مبادلة العملة لا تكون هنالك مبادلة للقرض ذاته إنما هنالك مبادلة للعملة، لذلك لا أحد من الطرفين سيلتزم بدفع القرض للأخر (Mcrate,1996:93) وتنظم معظم عقود المبادلات من قبل المصارف الدولية والتي وجدت بأن وساطتها بين طرفي المبادلة هو من الأعمال المربحة. فمبادلة العملة هي الصفقة التي تربط بين الأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة فقد يبيع (يشترى) الفرد أو الشركة العملة الأجنبية بالسعر الحاضر ويوافق في الوقت ذاته على شراء (بيع) العملة ذاتها في تاريخ محدد في المستقبل وبالسعر الآجل، ويعرف الفرق بين أسعار البيع والشراء بسعر المبادلة .

(Hample&Simonson,1999:613) (Ross,et.al,2002:876)

وعموماً عند إبرام عقد مبادلة العملة ينبغي مراعات النواحي الآتية:

(العامري، ٢٠٠٥:٥٠-

(٥١

- أن مبادلة العملات عند أبرام العقد هو خيارى بين الطرفين.
- يتم إعادة الأموال فى الاستحقاق.
- يدفع كل طرف الفائدة للطرف الآخر حسب الاتفاق ولا يتم التفاضل لأن المبادلات تتم بعملات مختلفة.
- تقدم هذه المبادلات الفائدة لكل طرف، مثل تبادل الفوائد بسبب الميزة التي يتمتع بها كل طرف فى سوق معينة.
- وبشكل مشابه للعقود الآجلة فإن المبادلات وبشكل عام هي تعاملات معدة وفق رغبة المتعاملين أو الطرفين وتستخدم لتصحيح عدم التوازن ما بين الموجودات والمطلوبات من العملة الأجنبية (Johnson, 2000:171) كما تعد من الطرق السهلة فى إعادة هيكلة الميزانيات العمومية على سبيل المثال أن شركة ما تصدر سندات طويلة الأجل بقيمة اسمية ١٠ مليون دولار ويسعر فائدة ثابتة ٨% فإن الشركة تلتزم بمدفوعات فائدة بقيمة ٨٠٠٠٠٠٠ دولار سنوياً، فإن استطاعت الشركة أن تغير طبيعة التزاماتها بأسعار فائدة ثابتة إلى التزامات بأسعار فائدة عائمة من خلال الدخول باتفاقية مبادلة لدفع فائدة عائمة واستلام فائدة ثابتة، إذ تتمكن الشركة من إعادة هيكلة سريعة ورخيصة نسبياً للميزانية العمومية (Bodie, et.al, 2002:791-792) وتتمثل المنافع التي يمكن الحصول عليها بشكل عام من مبادلات العملة كما يأتي:
- (McRate, 1996:94)
- يمكن أن تستخدم مبادلات العملة لتخفيض كلفة الديون من خلال مراجعة القرض، والتي تزيد من قدرة الشركة على دخول الأسواق المالية.
- يمكن أن تؤدي المبادلات إلى إزالة التعرض لمخاطر العملة المصاحبة للقروض بالعملية الأجنبية خاصة العملات الصعبة (Hard Currency).
- يمكن أن تستخدم لزيادة المكاسب من العملات.
- وبشكل عام يلتزم أحد الطرفين بدفع مدفوعات بسعر ثابت مقابل سعر عائم أو التزام بدفع عملة معينة مقابل عملة أخرى، إذ يتم اتصال الفرد أو الشركة بطرف ثانى والذي يرغب فى استلام العملة الأجنبية فى موعد محدد فى المستقبل ويرغب فى إعطاء عملة محلية للمقترض بالمقابل وعندما يستحق العقد يجب دفع العملة للمقترض بالمقابل (Ross, 1999:695)، كما تعد

المبادلات بمثابة محفظة من العقود الآجلة (Stulz,2004:7)، إذ تشمل مبادلات العملة تبادل حالي أو آجل لعملتين وبأسعار محددة مقدماً، وتسمح المبادلات للشركات بدخول أسواق رأس المال والتي لم تكن تستطيع الدخول فيها بكلفة معقولة أو التحوط ضد مخاطر تغيرات أسعار العملات (زايد وحجاج، ٢٠٠٤: ٥٦٤ - ٥٦٥)، ويمكن استخدام المبادلة من قبل الحكومات والمصارف المركزية لتشجيع التجارة والاستثمار الدولي فإذا كانت الظروف الاقتصادية وسوق العملات غير مستقرة بسبب انخفاض قيم العملات فإن الحكومات هي الطرف الوحيد القادر على تحمل تلك المخاطر، ومن وقت لآخر تكون المصارف المركزية فعالة في مجال المبادلات كوسيلة لاستقرار عملاتها (Van Horne, 2004:766)، ويشير (Hill,2003) بهذا الصدد إلى أن عقود المبادلات تبرم بين شركات الأعمال الدولية ومصارفها أو بين المصارف ذاتها وبين الحكومات الراغبة باستبدال عملتها بعملة أخرى لمدة محددة دون تحمل مخاطر سعر الصرف. (Hill,2003:314)

### الاستنتاجات

١- أن مخاطرة سعر الصرف تحمل في ثناياها تأثير مزدوج إذ يمكن أن تترك آثار إيجابية وأخرى سلبية وفي المقبوضات والمدفوعات النقدية وفي قيمة المنشأة على وفق حجم تلك التدفقات واتجاهاتها للشركات العاملة خارج حدودها الدولية.

٢- تعدد الطرق المستخدمة في عملية التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف الأجنبي في الأجل القصير وتتمثل بشكل رئيس في استخدام أدوات الهندسة المالية المشتقات التي تشمل العقود الآجلة (Forward) والمستقبليات (Futwres) والخيارات (Options) والمعاملات Swaps وأن المفاضلة بين تلك الأدوات يجب أن يستند على بعد الكلفة / المنفعة والتأثيرات الممكنة في تخفيض المخاطرة ومدى ملائمتها للبعد الزمني.

٣- تلاؤم استراتيجية التحوط الماس باستخدام مشتقات العملية التعرض لمخاطرة الصفقات إذ توفر آلية التحوط بمشتقات العملة، الحماية من التقلبات غير المتوقعة وغير المواتية في أسعار الصرف الأجنبي والتي يمكن أن تحقق الاستقرار النسبي من التدفقات النقدية وتقليل الخسائر الناشئة عن تقلبات في تلك الأسعار.

٤- يؤدي استخدام أدوات التحوط المالي (مشتقات العملة، تخفيض تقلبات التدفقات النقدية، المتوقعة للشركات وتحقق مزايا تنافسية مما يؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة.

٥- أن التحوط المالي ضد مخاطر أسعار الصرف يتمثل باستخدام العقود المالية ضد التغيرات غير المرغوبة في معدلات الصرف الأجنبي ويمكن ان يتحقق ذلك من خلال تحديد المركز في السوق النقدي الذي يمثل التعامل الحقيقي والذي يؤدي على خسائر زيادة مخاطر سعر الصرف.

٦- يعد التحوط أداة لتحويل المخاطر، وهو وسيلة للحماية غير المؤاتية لأسعار الصرف في سوق الصرف الأجنبي، من خلال اتخاذ مركزين مختلفين باذ أن الخسائر المتحققة لأحد المراكز ينبغي أن توازن أرباح المركز الآخر.

٧- تعد مشتقات العملة من الابتكارات المالية الجديدة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتميز بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر وخاصة في مجال إدارة مخاطرة أسعار الصرف في المقبوضات والمدفوعات النقدية بالعملة الأجنبية.

## ثبت المصادر

### الكتب العربية

١. حبش، محمد محمود، الأسواق المالية وأدواتها المشتقة: تطبيقات عملية، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، ١٩٩٨.

٢. هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط٢، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، ٢٠٠٥.

### الكتب الأجنبية

3. Bodie, Zvi, Alex Cane, Marcus, Alan J, Investments, 5<sup>th</sup>.ed.,MC. Graw – Hill Companies, Inc, 2002.
4. Brigham, EugeneF. And Michael C.Ehrhardt, Financial Management: Theory and Practice, 10<sup>th</sup> ed., Australia: Thomson Learning, 2002.
5. Chio, Frederick D.S.,Frost, Carol Ann and Meek, Gary K., International Accounting, 4<sup>th</sup> .ed., Pearson Education INC., Upper Saddle River, New Jersey, 2002.

6. Eales, Brian A., Financial Risk Management, London: Mcgraw – Hill Book Company, 1995.
7. Giddy, Irselan H., Global Financial Markets, Mc Graw-hill/Irwin, 1989.
8. Keith, Cuthbroston & Dirk, Nitzsohe, Financial Engineerng: Derivativees & Risk Management, John Wiley & Sons, 2000.
9. Hample, George, H. and Simonson Donald G., Bank Management : Text & Cases, 5<sup>th</sup> .ed., John Wiley & Sons Inc., 1999.
- 10.Hill, Charles W.L. International Business: Competing in The Global Marketplace, 4<sup>th</sup> .Ed., Mc Graw-hill/Irwin, 2003.
- 11.Howells, Peterand Keith Bain, Financial Markets and Institution, 3<sup>rd</sup> .ed., UK: Prentice – Hall, 2000.
- 12.Khoury, Sarkisj., Speculative Markets, N.Y.:Macmillan Publishing Company, 1984.
- 13.Kolb, Robert W., Understanding Futures Markets,5<sup>th</sup>ed.,UK: Blackwell Publishers, 2000.
- 14.Madura, Jeff, International Financial Management, 5<sup>th</sup> .Ed., South-Western College Publishing, U.S.A.,1998.
- 15.McRae, T.W. International Business Finance, 1<sup>st</sup> ed., U.S.A: John Wiley & Sons, 1996.
- 16.Nobes, Loran L. and Parker, William D., International Accounting : Theory and Practice, The Dryden Press,2000.
- 17.Rose, Peter S., Commercial Bank Management t, Boston: Irwin/Mc Graw-Hill,1999.
- 18.Shapiro, Alan C., Multinational Financial Management, 4<sup>th</sup>ed., New York: Jonhn Wiley & Sons, 1992.
- 19.Solnik, Bruno, International Investments, 4<sup>th</sup>ed., Reading: Addison-Wesley, 2000.
- 20.Van Horne, James C., Financial Management and Policy, N.J. Prentice – Hall, 1998.
- 21.Weston, Fred J, Seott Besley, and Eugene F. Brigham, Essentials of Managerial Finance, 11<sup>th</sup> ed., Fort Worth: The Dryden Prss, 1996.
- 22.Yarbough, Beth V. and Yarbough , Robert M., The World Economy :Trade & Finance, 2<sup>nd</sup> .ed., The Dryden Press, USA,1991.

## الدوريات الأجنبية

- 23.Allayaninis, G.and Ofek, E., Exchange Rate Exposure, Hedging And The Use Of Currency Derivatives, Journal Of International Money & Finance, Vol,20.,2001.
- 24.Bradley, Katrina and Moles, Peter, Managing Strategic Exchange Rate Exposure :Evidence From UK Firms, Managerail Finance, Vul. 28, No.11,2002.

25. Chio, Jang J. and Prasad, Anita M., Exchange Rate Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm & Industry Analysis of US Multinational, Financial management, Vol. 24, 1995.
26. Chio, Myoun, Skik, A real Currency Future Hedging Instrument for the Very Short Exposure Risk, Applied Economics, Vol.32, 2003.
27. Doukas, John, Patricia, Hill and Larry, H.P., Exchange Rate Exposure at the Firm & Industry Level, Financial Markets : Institutions & Instruments, Vol, No. 5, 2003.
28. Larsen, Glen A. and Freeman Gary R., Hedging Foreign Currency Transaction Exposure, the Importance of Real Rates of Interest, Journal of Financial & Strategic Decisions, Vol, No. 1.1996.
29. Pantzalis, Christor, Betty J. Simkins and Paul Laux, Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations, Journal of International Business Studies., Vol. 32, 2001.
30. Stulz, Rene M. Rethinking Risk Management, Journal of Applied Corporate Finance, Vol.9,1996.

## شبكة المعلومات الدولية

31. Aabo, Tom and Betty J. Simkins, Interaction Between Real Option & Financial Hedging: Fact or Fiction in Managerial Decision Making, Special Issue on Real Option, 2003.
32. Nydahl, Stefan, Exchange Rate Exposure: Foreign Involvement and Currency of Firm- Some Swedish Evidence, 2002.
33. Popov, Vilkto and Stutzmann, Yann, How is Foreign Exchange Risk Management? An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies, 2003.
34. Spremann, Klaus, Hedging Foreign Exchange Rate: Theories & Evidence, 1993.