الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur
et de la Recherche Scientifique
Université Akli Mohand Oulhadj - Bouira -
Tasdawit Akli Muḥend Ulḥağ - Tubirett -
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أكلي محند أولحاج
- البويرة -
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

**مطبوعة موجهة لطلبة السنة أولى الماستر في العلوم التجارية**

**تخصص: مالية وتجارة دولية**

**محاضرات في:**

# سياسات وإدارة مخاطر الصرف

**من إعداد الدكتورة: رشام كهينة**

السنة الجامعية: 2020/2019

## فهرس المحتويات


| الفهرس | الصفحة |
|---|---|
| فهرس الأشكال والجداول | 4، 5 |
| مقدمة | 6 |
| المحور الأول : مفاهيم عامة حول سعر الصرف | 09 |
| أولا: مفهوم سعر الصرف وآلياته | 10 |
| ثانيا: صيغ وانواع سعر الصرف | 13 |
| ثالثا: ميكانيزمات عملية الصرف | 16 |
| رابعا: العوامل المؤثرة في سعر الصرف | 16 |
| المحور الثاني: سوق الصرف | 21 |
| أولا: مفهوم سوق الصرف | 22 |
| ثانيا: المشاركون في سوق الصرف | 28 |
| ثالثا: وظائف سوق الصرف والعملات الصعبة المتعامل بها | 31 |
| رابعا: آلية عمل سوق الصرف | 34 |
| المحور الثالث: سياسات الصرف الأجنبي | 39 |
| أولا: مفهوم سياسات الصرف | 40 |
| ثانيا: سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة | 42 |
| ثالثا: سياسة رفع قيمة العملة | 46 |
| رابعا: سياسة الرقابة على الصرف | 47 |
| خامسا: سياسة مال موازنة الصرف | 49 |
| المحور الرابع : النظريات المفسرة لسعر الصرف | 51 |
| أولا: نظرية تعادل القوى الشرائية | 52 |
| ثانيا: نظرية تعادل أسعار الفائدة | 56 |
| ثالثا: نظرية كفاءة الاسواق | 59 |
| رابعا: نظرية كمية النقود ونظرية توازن المحفظة | 62 |
| المحور الخامس: أنظمة الصرف | 65 |

| | |
|---|---|
| أولا: نظام الصرف الثابت | 66 |
| ثانيا: نظام اسعار الصرف الحرة | 70 |
| ثالثا: انظمة الصرف الوسيطة | 73 |
| رابعا: نظام الرقابة على الصرف | 75 |
| المحور السادس: ماهية خطر الصرف | 77 |
| أولا: تعريف خطر الصرف وظروف نشأته | 78 |
| ثانيا: أسباب خطر الصرف ومصادره | 82 |
| ثالثا: خصائص خطر الصرف وأنواعه | 85 |
| رابعا: الآثار الناجمة عن خطر الصرف | 89 |
| المحور السابع: ادارة خطر الصرف | 92 |
| أولا: مفهوم ومبادئ ادارة المخاطر | 93 |
| ثانيا: تعريف ادارة خطر الصرف | 96 |
| ثالثا: مراحل ادارة خطر الصرف | 102 |
| رابعا: أهداف ادارة خطر الصرف | 104 |
| المحور الثامن: تقييم خطر الصرف وطرق قياسه | 106 |
| أولا: مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها | 107 |
| ثانيا: طرق تقدير خطر الصرف | 120 |
| ثالثا: قياس خطر الصرف | 122 |
| المحور التاسع: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف | 125 |
| أولا: اختيار عملة تحرير الفاتورة | 126 |
| ثانيا: الشروط الملحقة بالعقد التجاري | 127 |
| ثالثا: تسيير الآجال | 130 |
| رابعا: المقاصة | 131 |
| خامسا: الخصم من أجل الدفع المسبق | 135 |
| سادسا: تقنيات أخرى (تعظيم التدفقات، التغطية الفورية...الخ) | 135 |
| المحور العاشر: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف | 138 |
| أولا: التحوط في سوق الصرف الآجل | 139 |
| ثانيا: التسبيقات بالعملة الأجنبية | 145 |

| | |
|---|---|
| ثالثا: التحوط في سوق المستقبليات | 147 |
| رابعا: التحوط باستخدام عقود المبادلة | 154 |
| خامسا: التحوط باستخدام عقود الخيارات | 161 |
| الخاتمة العامة | 170 |
| قائمة المراجع | 172 |

## فهرس الأشكال


| رقم الشكل | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| 01 | أثر الافراط بالإصدار النقدي على رفع سعر الصرف الأجنبي | 19 |
| 02 | أهم المشاركين في سوق الصرف | 29 |
| 03 | سعر الصرف الفوري دولار/أورو والعائد المتوقع مقوما بالدولار | 37 |
| 04 | تحديد السعر التوازني دولار/أورو | 38 |
| 05 | الحلقة الفاضلة للعملة القوية | 40 |
| 06 | منحنى j | 45 |
| 07 | العوامل المؤثرة في تحديد سياسة الصرف | 101 |
| 08 | تشتت التدفقات النقدية في حالة التحوط وعدم التحوط | 105 |
| 09 | مراحل خطر صرف الصفقة | 108 |
| 10 | المقاصة الثنائية | 132 |
| 11 | تبسيط العلاقات والتدفقات النقدية في المقاصة متعددة الأطراف | 133 |
| 12 | حركة الأموال بدون مقاصة | 133 |
| 13 | حركة الأموال بعد مقاصة | 134 |
| 14 | السعر الفعلي المضمون في خيار الشراء وخيار البيع | 166 |

## فهرس الجداول


| رقم الجدول | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| 01 | سعر الصرف الفوري دولار/أورو والعائد المتوقع مقوما بالدولار الأمريكي على وديعة بالاورو | 37 |
| 02 | المسؤول عن تحديد سياسة سعر الصرف في المؤسسة | 98 |
| 03 | جدول وضعية صرف الصفقة | 110 |
| 04 | جدول وضعية صرف المؤسسة (س) | 111 |
| 05 | جدول وضعية صرف المؤسسة (س) حسب أجل الاستحقاق | 111 |
| 06 | الفرق بين طرق ترجمة القوائم المالية | 117 |
| 07 | تسيير الآجال حسب حالة سعر الصرف | 131 |
| 08 | الوضعيات الواجب اتخاذها في سوق المستقبليات | 152 |
| 09 | تسعير عقد تبادل الصرف | 157 |
| 10 | ملخص عقد خيار بيع الدولار مقابل الأورو بين المؤسسة وبنك CBC | 167 |
| 11 | ملخص عقد خيار شراء الدولار مقابل الأورو بين المؤسسة وبنك CBC | 169 |

**مقدمة**

يعتبر القطاع المالي والمصرفي من أهم وابرز القطاعات الاقتصادية ليس فقط لأنه يتفاعل تأثيرا وتأثرا بمختلف القطاعات الاقتصادية الأخرى، ولكن أيضا لان لهذا القطاع تأثيراته الاجتماعية التي تمتد إلى مختلف شرائح المجتمع بشكل مباشر وغير مباشر من خلال المهام التي تقوم بها مختلف المؤسسات والهيئات المالية وما يترتب عليها من نتائج اقتصادية واجتماعية.

وقد حظي هذا القطاع باهتمام مبكر ومتواصل حيث حقق نقلة نوعية ضخمة قانونية وتنظيمية وهيكلية، وعلى نحو جعلت منه واحدا من أكثر القطاعات تطورا وكفاءة وقدرة على التفاعل الايجابي والسريع مع مختلف التطورات المحلية والإقليمية والدولية.

إلا أنه ترتّب على العلاقات الاقتصادية الدولية مجموعة ضخمة من علاقات المديونية والدائنية التي يجب تسويتها بإجراء مدفوعات دولية، وعليه فإن درجة تطور العلاقات الاقتصادية الدولية و تطور التبادل الدولي وسد الاختلالات الطارئة في موازين المدفوعات و تحقيق الاستقرار النقدي العالمي تتطلب درجة عالية من الوفرة و الانسياب و التنوع في وسائل الدفع. وقصور تلك الوسائل عن أداء دورها سواء لعدم الوفرة أو لعدم التنظيم أو لعدم المرونة و التنوع بسبب عرقلة العلاقات و النشاطات الاقتصادية الدولية و الداخلية يخلق جوا من عدم الاستقرار الاقتصادي ولعل من أهم ما تثيره العمليات الاقتصادية التي تربط بين الدولة و العالم الخارجي مشكلة العلاقات بين النقد الوطني و النقد الأجنبي أو مشكلة الصرف الأجنبي. فحقل نشاط العناصر الاقتصادية يتجاوز حدود البلد الأصلي مما يوجب القيام بعمليات الدّفع لبلد لآخر مقابل سلع وخدمات أو أصول مالية ، وعندما تتم عمليات الدفع بعملة مغايرة لعملة صاحب النشاط من الضروري الرجوع إلى سوق الصرف، ولكن المعاملات الجارية في هذه السوق ليست بمجموعها نتيجة للعمليات القائمة في سوق السلع و الخدمات أو الأصول المالية. فهناك عرض وطلب للعملات القوية قائم بذاته بهدف إنجاز معاملات أو مضاربات.

ففي هذه السوق تتم مبادلة النقد المحلي والنقد الأجنبي حيث يتلاقى فيها عرض العملات الأجنبية طلبا للعملة المحلية مع الطلب على العملات الأجنبية عرضا للعملة المحلية، وفيها يتكون سعر المبادلة بين العملتين أو سعر الصرف.

هذا وقد شهدت الأسواق المالية ومنها سوق الصرف الأجنبي تغيرات جذرية خلال العقود الأخيرة وزيادة التقلبات غير المتوقعة في تلك الأسواق، أسهمت في زيادة تعرض المستثمرين أفرادا وشركات للعديد من المخاطر تتمثل في التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف التي تؤدي بدورها إلى تقلبات في

القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل مما ينعكس سلبا في قيمة الشركات، وذلك يفرض تحديا لتلك الشركات في السعي لمواجهة مخاطر أسعار الصرف والبحث عن السبل والتقنيات الكفيلة في تحييدها وتقليلها وإدارتها، والتي تعد القضية الهامة والرئيسة في مجال المالية الدولية التي حظيت باهتمام بارز من قبل المنظرين والباحثين في هذا المجال. كما قادت الابتكارات المالية خلال السنوات الثلاثين الأخيرة إلى تغيرات ثورية في النظام المالي الدولي، حيث نمت أسواق المشتقات وجعلت من الممكن أن تتحوط الشركات من الأنواع المختلفة للمخاطرة ، سواء كانت مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار السلع أو مخاطر سعر الصرف، إذ وجدت أنواع عديدة من المنتجات المالية التي يمكن أن تستخدم للتحوط ضد التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف، لغرض تقليل الخسائر المحتملة من تقلبات أسعار الصرف الاسمية في المقبوضات والمدفوعات النقدية بالعملة الأجنبية.

ان تعدد مخاطر سعر الصرف استوجب على الشركات ضرورة ادارة هذه المخاطر وتقييمها وقياسها الى جانب ابتكار اليات للتحوط و التغطية تمثلت في تقنيات داخلية وخارجية التي تنوعت وتطورت بتطور التعاملات المالية، حيث تتمثل عقود المشتقات أساسًا في العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة.

تهدف هذه المطبوعة إلى التعريف بطبيعة سعر الصرف وسوق الصرف الأجنبي بالتركيز على مخاطر الصرف المختلفة التي تواجهها المؤسسات وماهي السياسات الكفيلة لإدارتها والتقليل من حدة آثارها، حيث تحتوي هذه المطبوعة على عشرة محاور كما يلي:

المحور الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف

المحور الثاني: سوق الصرف

المحور الثالث: سياسات الصرف الأجنبي

المحور الرابع: النظريات المفسرة لسعر الصرف

المحور الخامس: أنظمة الصرف

المحور السادس: ماهية خطر الصرف

المحور السابع: إدارة خطر الصرف

المحور الثامن: تقييم خطر الصرف وطرق قياسه

المحور التاسع: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف

المحور العاشر: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع العربية والأجنبية التي تم اعتمادها في إعدادها وتهيئتها، متمنين بذلك للطلبة التوفيق والنجاح.

## المحور الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف

لكل دولة في العالم سواء كانت كبيرة أو صغيرة، متقدمة أو نامية عملة خاصة بها تعبر بها عن سيادتها على إقليم معين، وتمارس هذه العملة ضمنه ثلاثة أدوار رئيسية وحدة الحساب، وسيلة دفع ومخزن للقيمة، غير أن معظم العملات في العالم لا تستطيع أن تؤدي 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.

إن هذا التحويل يتم في إطار عمليات الصرف وباستخدام سعر الصرف الذي يصبح بمثابة القناة التي تربط الاقتصاد المحلي ببقية اقتصادات العالم.

من هذا المدخل فإن هذا المحور سيتم فيه تناول النقاط التالية:

**أولا:** مفهوم سعر الصرف، أشكاله وألياته.

**ثانيا:** صيغ وأنواع سعر الصرف.

**ثالثا:** ميكانيزمات عملية الصرف.

**رابعا:** العوامل المؤثرة في سعر الصرف.

**أولا: مفهوم سعر الصرف والياته**

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 الأداء هذه الوظيفة وتسهيل عملية المبادلة وفق أطر تنظيمية وأعراف متفق عليها.

**1. تعريف سعر الصرف:** هناك عدة تعاريف نذكر منها:

يعرف سعر الصرف على انه :"سعر عملة دولة بعملة دولة أخرى، أو نسبة مبادلة عملتين فإحدى العملتين تعتبر بمثابة سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمنا لها، وبهذا يعبر سعر الصرف عن الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى.[1]

كما يعرف على أنه: "يعبر عن كمية الوحدات من إحدى العملتين التي يتم مبادلتها بوحدة واحدة من العملة الأخرى".[2]

وهو أيضا :يمكن تعريفه بدلالة سعر الدولار مثلا، أي بدلالة العملة الأجنبية على أنه عبارة عن عدد وحدات الجنيه المصري التي تتبادل مع وحدة واحدة من الدولار الأمريكي، فإذا افترضنا أن دولارا أمريكيا يعادل 300 قرش مصري[3]، فإنه يقال في هذه الحالة إن سعر صرف الدولار الأمريكي بدلالة الجنيه المصري هو:

1 دولار أمريكي= 3 جنيهات مصرية.

كما يمكن تعريفه بدلالة العملة الوطنية، أي بدلالة الجنيه المصري، وفي هذه الحالة يقال إن سعر الصرف (ف 1) عبارة عن عند وحدات العملة الأجنبية (عدد وحدات الدولار الأمريكي) التي تتبادل مع وحدة واحدة من العملة الوطنية، وهنا يتحدد سعر الصرف طبقا للمعادلة التالية : ف1= $\frac{1}{ف}$

أي أن سعر العملة الوطنية يعادل القيمة التبادلية أو العكسية لسعر العملة الوطنية، وهو في مثالنا الحسابي،1 جنيه مصري =1/3 دولار أمريكي.

وأيا كانت المفاهيم المستخدمة في تحديد سعر الصرف فإنها تشترك في توضيح الآتي:

- أن لكل عملة سعر صرف معين مقابل العملات الأخرى؛

---

(1): مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ص 129.

(2): حاكم محسن محمد، أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعر الصرف، مجلة جامعة أهل البيت، العدد الأول، العراق، 2004، ص178.

(3): سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الدار المصرية، اللبنانية، مصر، 1994، ص24.

- يمكن التعبير عن سعر الصرف بعدد الوحدات أو القوة الشرائية؛
- تتعدد أسعار صرف العملة الواحدة بتعدد العملات المستخدمة في مقارنتها؛
- أن سعر صرف العملة مشابه تماما لسعر أي سلعة أخرى من ناحية آليات تحديده مع وجود عوامل أخرى إضافية تؤثر في هذا السعر.

**2. طرق ترميز وتسعير العملة:** تتميز معاملات الصرف بصفة عامة وسوق الصرف 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 العالمية ويعتبر الإلمام بها عامل أساسي لفهم مختلف العمليات في سوق الصرف.

**1.2. ترميز العملة:** معظم الأسواق تأخذ بعين الاعتبار المعيار iso لترميز العملات المتداولة، ووفقا 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 إسم العملة ووفقا لهذه القاعدة نجد مثلا أن عملة الولايات المتحدة الأمريكية يعبر عنها USD حيث أن:

US هي الترميز الدولي للولايات المتحدة الأمريكية

وD هو أول حرف في إسم العملة DOLLAR

ولا تعتبر هذه الطريقة الوحيدة في التعبير عن العملات المختلفة، وإنما هناك طريقة أخرى أقل استخداما، وتعتمد على إعطاء رموز وأشكال للعملات المختلفة، فبالنسبة لعملة المثال السابق نجد أنها تأخذ شكل الحرف اللاتيني S يتوسطة خطين متوازيينS.

**2.2. طريقة التسعير**: هناك طريقتين لتسعير العملات المختلفة:[1]

**1.2.2. التسعيرة غير الأكيدة:** وهي الأكثر استخداما وانتشار في العالم، وعلى أساسها يتم تحديد قيمة وحدة واحدة أو مئة وحدة أو ألف وحدة من العملة الأجنبية بعدد معين من العملة الوطنية في هذا النوع من التسعير، نجد أن العملة التي تكون ثابتة(وفقا لعدد الوحدات) هي العملة الأجنبية، أما العملة التي تتغير حسب العرض والطلب فهي العملة الوطنية فعلى سبيل المثال نجد في الصين أن التسعير يكون كالتالي:

1دولار (عملة أجنبية) يساوي عدد معين من الليوان(عملة وطنية)

**2.2.2. التسعيرة الأكيدة:** تستخدم التسعيرة الأكيدة في كل من دول منطقة اليورو، بريطانيا، نيوزيلندا أستراليا والسوق ما بين البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى عكس الطريقة السابقة، فنجد أن

---

(1): Michel Bailes et Autres , L'essentiel Sur L'économie , 4omé édition , Berti édition , paris, France , 2006 , p 235.

العملة الثابتة في التسعيرة هي العملة الوطنية أما المتغيرة فهي العملة الأجنبية فعلى سبيل المثال نجد في لندن أن البنوك تعلن عن أسعار الصرف بالشكل التالي:

1جنيه (عملة محلية) يساوي عدد معين من الليوان(عملة أجنبية).

وما تجدر الإشارة إليه، أنه لا يوجد أن منفعة مرجوة، من خلال المفاضلة بين الطريقتين السابقتين، فالهدف لكل النوعين هو الإعلان لسعر الصرف، كما أن إمكانية الانتقال من نوع إلى أخر هي عملية بسيطة جدا تقضي بحساب مقلوب سعر الصرف المعلن فيصبح بذلك مقلوب سعر الشراء في إحدى الطريقتين (التسعيرة غير الأكيدة مثلا) هو نفسه سعر البيع في الطريقة الأخرى(التسعيرة الأكيدة) والعكس صحيح.

**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:

USD/GBP = 0.8910-90

السعر السابق يعني أن واحد دولار أمريكي يشتري بـ 0.8910 جنيه إسترليني ويباع بـ 0.8990 وهناك قراءة ثانية وإن كانت قليلة الاستخدام، إلا أنه يجب الإشارة إليها فالسعر في المثال السابق حسب القراءة الثانية تصبح قراءته كالتالي، الرقم المدون على اليسار هو سعر الشراء بينما الرقم المدون على اليمين فيمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وعليه لتحديد السعر الأخير نقوم بإضافة 90 نقطة لسعر الشراء، فتحصل على 0.9000 كسعر بيع.

ولا تتقاضى البنوك عادة أي رسوم على معاملات الصرف الأجنبي، فهي تكتفي بما تحصل عليه من هامش بين سعري الشراء والبيع، ويطلق على هذا الفرق تسمية هامش الاتجار.[1]

ويجب أن يأخذ الهامش بعين الاعتبار النفقات والمخاطر المصاحبة لمعاملات الصرف الأجنبي فالهامش من المفروض أن يغطي تلك النفقات والمخاطر ويبقى جزء يمثل الربح الذي يحصل عليه البنك ويتم حساب هذا الهامس وفق للصيغة التالية:

---

[1]: جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسيني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية،2010، ص 66.

$$\text{هامش الاتجار} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر البيع}} \times 100$$

وفقا للمثال السابق نجد أن الهامش يقدر بـ 0.8978% وتجدر الإشارة أن هامش الاتجار لا يبقى ثابتا، بل يتغير استجابة لتغير الظروف السائدة في السوق، ونجد تفسير ذلك في مكونات الهامش وبالضبط المخاطر المصاحبة لمعاملات الصرف الأجنبي، حيث أن زيادة المخاطرة تؤدي إلى زيادة الهامش، والمخاطرة كما هو معلوم تزداد بزيادة التقلبات ولا يعتبر الخطر المحدد الوحيد للهامش المعتمد وإنما يوجد عامل أخر وهو المنافسة الموجودة بين البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يحدد الهامش دون الأخذ بعين الاعتبار العروض المقدمة من قبل منافسيه، لأن القيام بعكس ذلك يعني فقدان العملاء، وتوجههم نحو بنوك أخرى تعلن أسعار أفضل منه، ولتوضيح الفكرة نعطي المثال التالي:

البنكA 90-0.8910 الهامش 08978%

البنك b 95–0.8900 الهامش 1.0674%

هذا يعني أن العرض المقدمة من البنك A أحسن مقارنة بعروض البنك Bمما يجعله أكثر استقطابا للزبائن ، وعلى أساس ما سبق يمكن القول أن هامش الإتجار يتحدد عل أساس ما يلي:

- النفقات: وهي ترتبط أساسا بتكاليف الاتصال والتشغيل؛
- المخاطر: ترتبط تلك المخاطر باحتمال تغير الأسعار نتيجة للحالة المتقلبة في السوق؛
- المنافسة: وهي ترتبط بما يقدمه المنافسين من عروض؛

**ثانيا: صيغ وأنواع سعر الصرف:**

يأخذ سعر الصرف عدة أشكال لكل واحد منها غرض وهدف محدد.

**1. سعر الصرف الإسمي:** هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان إلى يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد أخر يتم تبادل العملات أو عمليات شراء وبيع العملات حسب أسعار هذه العملات بين بعضها البعض، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعا لتغير الطلب والعرض، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد. فارتفاع سعر عملة ما يؤشر على الامتياز بالنسبة للعملات الأخرى.

ينقسم صعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي، أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية، وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد.

**2. سعر الصرف الحقيقي:** يرتبط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي، من خلال ثلاثة أسواق هي: سوف السلع ،سوق الأصول، وسوق عوامل الإنتاج، فالسلع إما يتاجر بها او لا يتاجر بها، أي لا تدخل في التجارة الخارجية أي أن سوق السلع تنقسم إلى سوق محلي وسوق عالمي يتم التعامل فيهما بأسعار مختلفة يربط بينهما سعر الصرف.[1]

وفي هذا الإطار يمكن تعريف العلاقة بين السوق المحلي والسوق العالمي بسعر صرف حقيقيTCR يمثل نسبة سعر السلعة في الاقتصاد المحلي بالعملة المحلية على سعر السلعة في السوق العالمية بالعملة المحلية بسعر الصرف الحقيقي هو السعر النسبي للسلع المتبادلة إلى السلع غير المتبادلة ما يحدد من خلاله عدد وحدات السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية وبالتالي فهو يقيس القدرة على المنافسة هذه الأخيرة التي ترتبط بعلاقة عكسية بسعر الصرف الحقيقي، فكل زيادة في سعر الصرف الحقيقي تؤدي إلى انخفاض في القدرة التنافسية للاقتصاد المحلي والعكس صحيح.

ويمكن أن نعبر عن سعر الصرف الحقيقي بالعلاقة التالية:

$$TCR = \frac{TCN/PDdz}{1\$ /Pus} = \frac{TCN.us}{PDdz}$$

حيث:

TCR: سعر الصرف الحقيقي.

TCN: سعر الصرف الإسمي.

Pus: مؤشر الأسعار بأمريكا.

PDdz: مؤشر الأسعار بالجزائر.

**3. سعر الصرف الفعلي الإسمي:** وهو يعبر عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي الإسمي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو لسلة من العملات الأخرى[2]، ويمكن قياسه باستخدام مؤشر لاسبير للأرقام القياسية:

$$TCNE = \{ \sum_p Z_P X^P_0 (e_t^p / e_t^r) / \sum X^P_0 (e_0^p / e_0^r) \} 100$$

[1]عبد الرزاق بن الزاوي، ومحددات سعر الصرف الحقيقي التوازني للدينار الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية، العدد17 جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009،ص 93.

[2]: عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص105.

$$TCNE = \sum_p Z_p \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} * 100$$

$$TCNE = \sum_p Z_p \, INE\, R_{pr} * 100$$

حيث:

$(e^{pr})_t$ $(e^{pr})_0$ سعر صرف عملة البلد p بالعملة المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$INE\, R_{pr}$ : مؤشر سعر الصرف الثنائي الاسمي في سنة القياس مقارنة بسنة الأساس.

$e_t^p$،$e_0^p$ : سعر صرف عملة البلد مقارنة بالدولار في سنة القياس T أو سنة الأساس O.

$e_t^r$،$e_0^r$ : سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس.

$X^P_0$: قيمة الصادرات الى الدولة p في سنة الأساس ومقومة بعملتها، وهي تستخدم كوزن ثابت للدولة p في حساب مؤشر لاسبير.

$Z_p$: حصة الدولة p من اجمالي صادرات الدولة المعنية r مقومة لعملة هذه الاخيرة.

يمكن لسعر الصرف الفعلي أن يختلف من حيث قيمته، بالنظر إلى إمكانية اختلاف عدة عوامل مثل سنة الأساس، قائمة عملات البلدان المتعامل معها والأوزان المعتمدة في تكوين السلة، فإذا كان هدف المؤشر هو قياس أثر تغير سعر الصرف على عوائد الصادرات، فتستخدم الصادرات الثنائية في تحديد أوزان المؤشر، أما إذا كان الهدف هو قياس الأثر على ميزان المدفوعات فتستخدم الواردات الثنائية في تحديد الأوزان، وإذا كان الهدف هو قياس عوائد صادرات سلعة أو عدد محدود من السلع بالنسبة لبلد ما إلى العالم فتستخدم حصص البلدان للمنافسة من الصادرات العالمية في تكوين الأوزان في المؤشر،أما بالنسبة لسنة الأساس فيتم اختيار سنة يكون فيها اقتصاد البلد المعني قريبا من التوازن.

**4. سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** وهذا الأخير هو سعر إسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج، لابد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية .

ويمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:

$$TCRE = Z_p \frac{X^P_0 (e^{pr})_t / X^P_0 (e^{pr})_0}{(P_0^p / P_0^r) / (P_t^p / P_t^r)} * 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p \left\{ \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} * \frac{(P_t^p / P_t^r)}{(P_0^p / P_0^r)} \right\} * 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p \, IRER_{PR} * 100$$

حيث:

$P_0^p$، $P_t^p$: مؤشر أسعار الدولة p في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$P_0^r$، $P_t^r$: مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$IRER_{PR}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر صرف عملة الشريك التجاري بالعملة المحلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.

**ثالثا: ميكانيزمات عملية الصرف**

إن عملية الصرف هي عملية يمكن الحصول من خلالها في بلد ما، ومقابل عملة هذا البلد على وسائل دفع مقبولة في الخارج وتتم هذه العملية بطرق مختلفة.

**1. الصرف اليدوي:** المقصود بالصرف اليدوي تبديل كمية من النقود الوطنية بكمية من العملات الأجنبية أو العكس، ويتم هذا التبادل من يد ليد، ويلجأ غليها عادة السياح الذين يحضرون معهم كمية معينة من النقود الوطنية لمواجهة النفقات المستعجلة.

**2. الصرف المسحوب:** نظرا للتكاليف الضخمة التي يتطلبها إرسال الأوراق النقدية عن طريق البريد وما ينجر عنه من مخاطر تلجأ المؤسسات إلى الصرف المسحوب لتسوية المعاملات الدولية، اي عن طريق بيع وشراء صكوك أجنبية التي يقصد بها جميع المستندات التي تمثل دينا مقوما بالعملة الأجنبية كالكمبيالات والسندات الأذنية والشيكات والقيم المنقولة، التحويلات التلغرافية، والمفروض أن تكون هذه الصكوك ذات سيولة كبيرة، أي واجبة الدفع في الحال أو بعد وقت قصير، وهذا النوع من الصرف هو الأكثر شيوعا واستعمالا.

**رابعا: العوامل المؤثرة في سعر الصرف**

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على حركة سعر الصرف وتقلباته والتي نستشفها من الأحداث الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تحدث في عالم اليوم، حيث يمثل سعر الصرف مرآة عاكسة لها ويمكننا الإشارة إلى هذه العوامل في النقاط التالية:

**1. التغير في نسبة الصادرات والواردات:** يتأثر سعر الصرف بقيمة كل من الصادرات والواردات فعندما ترتفع قيمة الصادرات مقارنة بالواردات يؤدي ذلك الى ارتفاع قيمة العملة نتيجة لتزايد طلب الأجانب عليها والعكس صحيح بالنسبة للواردات.[1]

**2. أسعار الفائدة:** إن رؤوس الأموال الساخنة والودائع المعدة للإقراض الدولي حساسة تماما لتغيرات أسعار الفائدة إذ أنها تتدفق الى المناطق ذات العائد المتوقع الأعلى، فارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في

[1]: تقي عرفان الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن ، 1999، ص158.

دولة ما سيحفز رأس المال الأجنبي للانسياب إليها مؤديا إلى ارتفاع في سوق الصرف الأجنبي وانخفاض أسعار الفائدة المحلية سيكون له الأثر المعاكس[1].

**3. التضخم المحلي والعالمي:** يؤدي ارتفاع مستوى الأسعار المحلية مقارنة بالأسعار العالمية إلى زيادة كل من الواردات والطلب على النقد الأجنبي وانخفاض كل من الصادرات والنقد الأجنبي مما يدفع بسعر الصرف إلى الارتفاع ومنه يمكن اعتبار أن المستوى العام للأسعار من أهم العوامل التي تؤثر في تحديد سعر الصرف وتقلباته.

4. **النفقات السياحية:** إن زيادة إقبال السواح على دولة ما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملتها وبالتالي فإن سعر صرف هذه الدولة سوف يرتفع مقابل عملات الدول الأخرى.

**5. عجز الموازنة الحكومية والسياسية المالية:** تخلف السياسة المالية أثار متباينة على سعر الصرف فإذا اتخذت الحكومة سياسة مالية أكثر تقييدا لتحقيق فائض في الموازنة أو لتقليل العجز القائم على الأقل فإنها ستعمل على تخفيض الطلب الكلي وانخفاض الناشط الاقتصادي وهبوط معدل التضخم مما ينجم عن ذلك انخفاض في الواردات وزيادة في الصادرات يتجه الحساب الجاري إلى تحقيق فائض يرفع قيمة عملتها في أسواق الصرف وتخفيض سعر الصرف الأجنبي.

**6. الإشاعات والمعلومات الجديدة:** وفقا لنظرية كفاءة أسواق الصرف تتضمن أسعار الصرف الحالية كل المعلومات الخاصة بالمتغيرات الأساسية، وعليه فإن ما يسبب تقلبات أسعار الصرف هو وصول معلومات جديدة حول هذه المتغيرات الأساسية نموذجا يفسر دور المعلومات غير المتوقعة مؤكدين في ذلك أوجه التشابه بين أسواق musseو frenkl وقدم كل من العملة والأسواق الأخرى العادية الأصول وفقا لها كون التغير الحقيقي في أسعار الصرف عبارة عن مجموع التغيرات المتوقعة وغير المتوقعة والناتجة عن الأخبار والمعلومات الجديدة.[2]

**7. الاضطرابات والحروب:** تعتبر الاضطرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية من العوامل المؤثرة على سعر الصرف ولاسيما في المدى القصير وأحيانا في المدى البعيد، فهي تؤثر على أوضاع التجارة والصناعة والزراعة والمال التي من شأنها ان تغير الطلب على الصرف الأجنبي وبالتالي تغير سعر الصرف حيث يزداد الإنفاق في الاضطرابات العسكرية والأمنية وتنخفض كفاءات الوحدات الإنتاجية بسبب التدمير أو التعطيل فضلا عن الانخفاض في الصادرات وغيرها من التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والتي تؤدي في مجملها إلى فقدان الثقة بعملة البلد المعني.

---

[1]: عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011، ص65.

[2] : عبد الناصر بوثلجة، دور المعلومات في تحديد سعر الصرف، جامعة تلمسان، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، الجزائر، بدون سنة نشر، ص ص 157، 158.

**8. خبرة المتعاملين في أسواق الصرف وأوضاعهم:** يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية في ضوء مهاراتهم وخبراتهم بالسوق وأحواله بتحديد اتجاه أسعار الصرف وتحديد ما إذا كان من الضروري تعديلها أو إبقاءها على ما هي عليه، وبناءا على ذلك فإن أسعار الصرف تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين وبمهاراتهم فضلا عن قوتهم التفاوضية والأساليب المستخدمة في تنفيذ عملياتهم المختلفة.

**9. السياسة الضريبية:** إن الإجراءات الضريبية المختلفة التي قد تضع الأموال داخل جيوب افراد المجتمع أو قد تسحبها تؤثر على سعر العملة، إلا أنه في أوقات متعددة تكون مثل هذه السياسات والإجراءات مهمة ويجب أن تأخذ في الحسبان لما لها من أثار على الدخول وحوافز الإنتاج وبالتالي الأسعار والصادرات والميزان التجاري.

**10. كمية النقود:** لقد أخذ الاقتصادي الأمريكي ملتون فريدمان على عاتقه إعادة الحياة إلى نظرية كمية النقود ولكن بصورتها الجديدة في مقالته الشهيرة (عرض النقد وتغيرات الأسعار والناتج)، إذ يرى فريدمان أن حركات الأسعار تعكس بشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود، وان هناك علاقة وثيقة بين تغيرات كمية النقود لوحدة واحدة من الناتج، وحركات الأسعار أيضا، وفي ذلك يقول فيردمان(ليس هناك في حالة حصل فيها تغير أساسي في كمية النقود بالنسبة لوحدة من الناتج دون أن ترافقه تغيرات مهمة في مستوى الأسعار بنفس الاتجاه والعكس، ولا توجد مرة حدثت فيها تغيرات مهمة في مستوى الأسعار إلا وصاحبها تغير جوهري في كمية النقود لوحدة واحدة من الناتج في نفس الاتجاه)، وقد أشار إلى ما يفسر صحة العلاقة بين كمية النقود لكل وحدة من الناتج وتغيرات الأسعار هو وجود عاملين هما: [1]

– تغيرات الإنتاج والتي تعد متغيرا مستقلا ففي حالة ثبات كمية النقود وتضاعف حجم الإنتاج فإن الأسعار ستميل إلى الانخفاض بمقدار النصف تقريبا وتعليله لذلك هو هبوط كمية النقود بالنسب لوحدة من الناتج؛

– تغيرات كمية النقود التي ترغب الأفراد الاحتفاظ بها نسبة إلى دخولهم والتي تتوقف على :

*مستوى الدخل الحقيقي للفرد لذلك فإنها تزداد كلما إزداد الدخل الحقيقي والعكس صحيح .

* تكلفة الاحتفاظ بالنقود واليت تتحدد بسعر الفائدة على الموجودات الأخرى، من غير النقود كشكل من أشكال الثروة الذى يتخلى عنه الفرد نتيجة الاحتفاظ بالنقود.

ويرى فريدمان أن المضامين المهمة للسياسة النقدية في علاقتها بالنمو والاستقرار الاقتصادي هو ضرورية التناسب بين معدل نمو كمية النقود الكلية ومعدل نمو الإنتاج والسكان للإبقاء على أسعار مستقرة، وهذا يتطلب زيادة في كمية النقود تترواح بين **(3% –5%)** سنويا، وفي الأجل الطويل تعد هذه النسبة ضرورية لتجنب التضخم والانكماش، أي ان العامل المتغير الحاسم بالنسبة للسياسة النقدية هو كمية النقد كما يرى ذلك النقدويون.

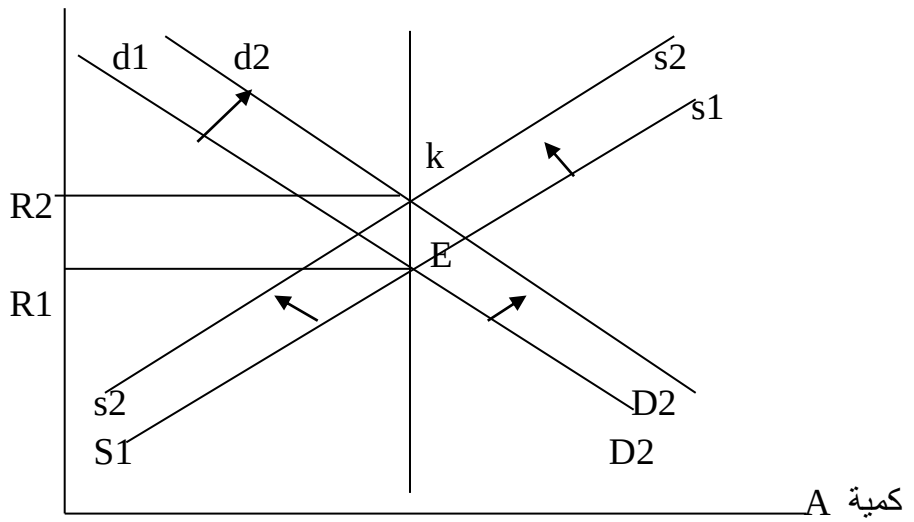
---

[1]: عبد الحسين جليل عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص62.

وما تقدم يتضح أن الأفراد في الإصدار النقدي، وتزايد كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار، وبالتالي جعل سلع الدول المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى مما يتسبب في زيادة الاستيرادات وانخفضا الصادرات، ويقابل ذلك زيادة في الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض في الطلب على العملة المحلية، مما ينتج عنها ارتفاع في أسعار صرف العملات الأجنبية.

إن السياسة النقدية المتبدلة بأي من أدواتها التي تستهدف التأثير في عرض النقد وحجم الائتمان تؤثر بشكل مباشر في سعر الصرف الأجنبي والشكل رقم (01) يوضح حالة دولتين هما الدولة a والدولة b حدث لدى هذه الأخيرة، إفراط في الإصدار النقدي.

**شكل رقم (01): أثر الإفراط بالإصدار النقدي على رفع سعر الصرف الأجنبي**




**المصدر**: عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف في ظل الأزمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع الأردن، 2011، ص63

من خلال الشكل رقم (01)، فإنه يتضح أن الافراط في الإصدار النقدي في الدولة B، وأن الأسعار في الدولة A مستقرة، بينما الدولة B سوف يتزايد فيها الطلب على منتجات A وعملتها من المنحنى D1 D 2 الى D2 D2، وتنخفض صادراتها إلى A مسببة انخفاض عرض عملة A من المنحنى S1 S2 إلى المنحنى $S_2$ $S_2$ بارتفاع سعر الصرف من $R_1$ إلى $R_2$

## المحور الثاني: سوق الصرف

تسود الاقتصاد العالمي علاقات متشابكة ومتداخلة في التعامل التجاري وإنشاء المشروعات الاستثمارية وغيرها، وتمثل العملات الأجنبية إحدى هذه العلاقات، ونتيجة للتعامل الواسع بين بلدان العالم المختلفة، تبرز مشكلة تبادل العملات الأجنبية، وتذبذب أسعارها من حيث الارتفاع والانخفاض مما ينعكس على إصدار القوائم المالية في نهاية الفترة المالية تبعا للعملة النقدية المعتمدة.

إن العملة النقدية تمثل وسيلة تداول معرفة بقانون، وشائعة التداول، وتعتبر وحدة قياس في الدولة التي يقوم باستخدامها وهناك العديد من العملات النقدية الأجنبية في العالم التي تختلف من بلد لأخر وحسب الدولة المصدرة لها، ولذلك يتعين على الأفراد والشركات أن تتعامل تلقائيا بالعملة النقدية المحلية وما يقابلها من قيمة مكافئة من العملات النقدية الأجنبية، باعتبار أن العملة النقدية في المجتمعات والدول تعتبر مخزونا للقيمة يتم التعبير بواسطتها عن الكم الهائل من المعاملات الاقتصادية بين القطاعات للمجتمع الواحد أو مع قطاع العالم الخارجي .

وفي السنوات الأخيرة ازداد التعامل بين شركات دول العالم،ولابد من دخول هذه الشركات بمعاملات أساسها العملة النقدية الأجنبية مثلما كان تصدر أو تستورد بضاعة أجنبية، ويكون الدفع في الحالتين بالعملة النقدية الأجنبية أو أنها تقرض أو تقترض عملات نقدية أجنبية، وتحقق أسواق الصرف في هذا الإطار حالة التوازن بين عرض العملات النقدية الأجنبية والطلب عليها، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المحور كما يلي:

**أولا:** مفهوم سوق الصرف.

**ثانيا:** المشاركون في سوق الصرف

**ثالثا:** وظائف سوق الصرف والعملات الصعبة المتعامل بها

**رابعا:** آلية عمل سوق الصرف.

**أولا: مفهوم سوق الصرف**

يعتبر سوق الصرف الأجنبي من أكثر الأسواق إتحادا وسعة في العالم، وتتوافر له وسائل اتصال فورية بين المراكز المالية العالمية، ويضم سوق الصرف مختلف أسواق العملة، والتي تتعامل مع سلع مثل الجنيهات الاسترلينية، الدولارات ، الينات، اليورو وغيرها.

**1. تعريف سوق الصرف الأجنبي:** هناك عدة تعاريف من بلينها نذكر:

يعرف على أنه: "السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق، ففي العادة ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول الكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال أو أقمار صناعية تم إنشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية مثل (روتير) وتعمل 24 ساعة على 24 ساعة، وهذا نتيجة اختلاف التوقيت في هذه الأسواق".[1]

كما يعرف على أنه: "شبكة العلاقات الموجودة بين وكلاء الصرف، وذلك في كل البنوك المنتشرة، عبر مختلف أنحاء العالم، بالإضافة إلى اللقاءات الفعلية بين وكلاء الصرف في أماكن خاصة بهم"[2].

وهو أيضا :"التلاقي بين الطلب على الصرف الأجنبي وعرض الصرف الأجنبي في مقابل ما يقوم به المقيمون من تصدير السلع واستيراد رؤوس الأموال ينساب الصرف الأجنبي إلى الداخل (عرض الصرف الأجنبي) حيث يستخدمونه في الحصول على السلع والخدمات التي يرغبون فيها من الخارج (الطلب على الصرف الأجنبي)." [3]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج انه الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك والسماسرة بشراء وبيع العملات الأجنبية، أو الصرف الأجنبي ، بدون توقف بشكل دائم وفي أن واحد من خلال الأسواق المحلية والعالمية، وتزداد استثمارات التجار أو تقل في قيمتها حسب تحركات العملة، كما يتم فيه استخدام وسائل الاتصال التقليدية والحديثة.

**2. خصائص سوق الصرف:** يمكن القول بأن أسواق الصرف الأجنبي تدخل ضمن طائفة الأسواق الكاملة التي تسودها خصائص المنافسة الكاملة، فالنقود، وهي السلعة المتبادلة، تتجانس تجانسا تاما بين

---

[1]: عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 107، 108.

[2]: لحلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للاثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصري للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2010، ص122.

[3]: سامي عفيفي حاتم، مرجع سبق ذكره، ص25.

جميع وحداتها فضلا عن أن أسعارها تتماثل بين أرجاء سوق الصرف، ويمكن توضيح هذه النتيجة كما يلي: [1]

– تجانس العملة الأجنبية (الدولار الأمريكي مثلا)،بطريقة لا يمكن على أساسها التفرقة بين دولار أمريكي وأخر لأسباب شخصية أو موضوعية، فجميع الوحدات النقدية لها نفس الإبراء القانونية، كما أنها تتماثل في الوزن في حالة النقود المعدنية، ولها نفس الخصائص في حالة النقود الورقية؛

– تتكفل عمليات التحكيم او المراجحة بالقضاء على ظاهرة اختلاف أسعار العملات بين أسواق الصرف الأجنبي مهما كان بعدها الجغرافي عن طريق زيادة الطلب على العملة الأجنبية في سوق الصرف الذي يشهد انخفاضا في سعرها، وزيادة عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف الذي يسجل ارتفاعا في سعرها فيرفع سعر الصرف في السوق الأول وتخفضه في السوق الثاني إلى أن يتحقق التوازن في أسعار الصرف بين الأسواق المختلفة.

بالإضافة للخصائص السابقة فإن سوق الصرف يتميز عن بقية الأسواق بما يلي:

– **مكان سوق الصرف:** ان مدلول المكان الذي يعتبر عنصر أساسي في قيام أي سوق ونجاحه تدعونا للتوقف عندما يرتبط ذلك بسوق الصرف، فواقع الحال يدل على أن سوق الصرف لا مكان معلوم له ولا يحتل حيز جغرافي كما هو حاصل في بقية الأسواق وإنما تواجده يكون في الاتصالات التي تحدث بين المتعاملين والفاعلين سواء كانو بنوك، سماسرة، أفراد أو شركات وهذه الاتصالات تحدث للإستعلام عن الأسعار، من أجل إعطاء الأوامر، وتتمثل وسائل الاتصال في كل من الهاتف، التلكس الفاكس والشبكات المعلوماتية التي ترتبط المتعاملين في هذا السوق، وسيتم من خلالها تبادل المعلومات والتعليمات وتخلق التعليمات المرسلة عبر هذه الوسائل العرض والطلب في سوق الصرف .

– **الأصل محل التبادل:** يعتبر الأصل محل التبادل في سوق الصرف ركنا أساسيا، له من الخصوصيات في هذا السوق ما جعله مختلف جذريا عن بقية المنتجات المتداولة في الأسواق الأخرى، فعلى سبيل المقارنة ، نجد أن في سوق السيارات يتم شراء وبيع هذا المنتوج مقابل النقود، فالسلعة المتمثلة في السيارات لها قيمة تتمثل في عدد الوحدات النقدية الواجب دفعها للحصول عليها، على خلاف ذلك نجد أن في سوق الصرف يتم تبادل عملتين كتبادل الدولار مقابل اليورو أو الدولار مقابل الين أو الين مقابل الجنيه....الخ من حالات التبادل والإشكال يتعلق بتعيين السلعة محل التبادل وثمنها أو قيمتها.

وعليه فان القاعدة في تحديد السلعة والثمن في سوق الصرف هي سلوك المتعامل، فإذا أردت أن تشتري الدولار مثلا في سوق الصرف، وكنت تملك اليورو، فهنا السلعة سوف تكون الدولار أما الثمن فهو اليرور، وبالتالي ستيم تحديد وحدة واحدة من الدولار بقدر متغير من اليورو على عكس من ذلك إذ أردت أن نشتري اليورو، وكنت تملك الدولار سوف تلاحظ تبادل الدورين السابقين بحث يصبح اليورو السلعة

[1] : سامي عفيفي حاتم، مرجع سبق ذكره، ص 26.

والدولار ثمنها وباعتبار أن لكل عملة قيمة شرائية معينة في اقتصادها فإن تحديد معدل التبادل والتغيرات التي تحدث عيله سوف تعتمد على التعامل الحاصل، والتغير الذي يحدث على القيمة الشرائية لكل عملة.

– **زمن افتتاح السوق:** ونقصد به الفترة الزمنية التي يستمر ضمنها النشاط في سوق الصرف فالمعلوم أن لكل سوق فترة معينة تعرض فيها السلع للتبادل، وله ساعة تتوقف فيها المتاجرة، الأمر مختلف تماما في سوق الصرف، حيث أن هذا السوق يعمل بشكل دائم ومستمر والمعاملات فيه تتم على مدار الساعة، 24 ساعة على 24 ساعة" والسبب وراء استمرارية النشاط في سوق الصرف هو التفاوت الزمني الموجود بين الدول، فمثلا لها يكون سوق الصرف في اوج نشاطه في أروبا يكون هذا السوق في نهاية الدوام في الأسواق الأسيوية ومغلق في الأسواق الأمريكية.

إن التحليل السابق يعبر بوضوح عن عالمية سوق الصرف، ولعل أحسن دليل يمكن تقديمه حول ذلك أن البنوك الدولية غالبا ما تقوم بإدارة العديد من غرف الصرف في أهم المراكز المالية، حتى تتمكن من متابعة الحاجات التجارية لزبائنها بدون توقف [1] فالعمليات في سوق الصرف تنجز محليا، ولكن في إطاره دولي عالمي، لهذا يصعب كثيرا التفريق بين مثلا سوق صرف فرنسا وسوق صرف إنجلترا، أو حتى بين السوقين السابقين وأسواق الصرف الأسيوية، نتيجة لذلك فقد كان سوق الصرف من أوائل الأسواق تأثرا بالعولمة، ويعتبر أحسن مجال لاستبيان مظاهر العولمة واستنباط مقاصدها وأثارها.

**3. عمل سوق الصرف:** يتصف سوق الصرف باللاشكلية والسرعة والفاعلية، ويمكننا أن نتصوره على شكل شبكة واسعة من الاتصالات البعيدة عبر العالم والمعاملات التي يجريها ذات طابع لا شكلي، وتتم عبر أجهزة التلفون ويتم تأكيدها عبر التلكس، وفي هذا السوق يؤدي سمعة المتدخلين والثقة المتبادلة بينهم دورا كبيرا، فالمتدخل الذي لا يحترم التزاماته الشفوية يطرد بسرعة من السوق، كما أنه لا يتدخل في السوق طريقة الصيرفي أي بشكل متشتت ومتقطع، بل بشكل دائم وطوال اليوم.

تتم المعاملات بأحجام ومهل موحدة في الغالب، والسوق أكثر اهتماما ببعض العملات الصعبة من غيرها، ولكن الأهمية النسبية لكل من هذه العملات تختلف باختلاف الأمكنة.

وتسمح بيانات الأسعار المسجلة على شاشات مهبطية، بشكل دائم من قبل المشاركين الرئيسين لأصحاب العمليات بتتبع تطورات السوق ومقارنة مختلف الاحتمالات قبل الدخول، وذلك كون بيانات الأسعار ليست إلا بمؤشرات ولا تصبح حقيقة إلا بعد تأكيدها باتصال تلفوني، كما أن كافة المشاركين يرتبطون بشبكات اتصال يستطيعون من خلالها أن يعلن كل مركز على مؤشرات الأسعار ،إن نوعية هذا

---

[1] :David Eietman et autres, Gestion Et Finance Internationale , traduction Michel- henry boucht et autres , 10éme Edition , Pearson Education , France , 2004, p136.

الإعلام يجعل السوق ذات طابع تنافسي فعال، فهذه الأسواق شديدة التوتر لأن عدد كبيرا من المتدخلين يستجيبون في كل لحظة لكل خبر جديد أو إشاعة. [1]

**4. أنواع سوق الصرف:** يوجد نوعين من أسواق الصرف الأجنبي تتمثل في:

**1.4. سوق الصرف العاجل:** ويعرف على أنه: "السوق الذي يتم فيه شراء وبيع العملات التي يجب أن تسلم على أكثر تقدير يومين مفتوحين، بعد تاريخ إتمام المعاملة. [2]

أو هي :" الأسواق التي يتم فيها التعامل على ساس أسعار الصرف الحاضرة". [3]

ويتم في هذا السوق تسليم الصرف الأجنبي المشترى والمباع في الحال، والسعر العاجل هو سعر الصرف الأجنبي لتلك المعاملات العاجلة، وعادة ما يتم شراء العملات الأجنبية في السوق الحاضرة لتمويل عمليات الاستيراد، شراء أحد الأصول الأجنبية مثل السندات، العقارات....إلخ هذا وتعكس أسعار السوق نقدا مختلف القوى الاقتصادية المؤثرة في النقد في وقت محدد وتتابع هذه الأسعار بعناية شديدة من قبل المحللين والمراقبين، وتؤدي قراءة أسعار الصرف أحينا إلى حدوث نوع من البلبلة، نظرا لوجود أسلوبين من التسعير. [4]

**1.1.4.الأسلوب الأول: التسعير بشكل مبهم (غير المؤكد):** يؤدي هذا الأسلوب إلى التعبير عن عدد الوحدات النقدية الضرورية للحصول على وحدة نقدية أجنبية مثلا في الجزائر يتم الحديث عن عدد الوحدات النقدية (الدينارات) الضرورية للحصول على دولار واحد ،أو أورو واحد أو جنتيه إسترليني واحد.

مثال: تسعير الدينار الجزائري مقارنة بالدولار الأميركي يتم كمايلي: USD/DZD 85,3570 وهذا يعني أن 1دولار أميركي يساوي 85.3570 دينار جزائري(1USD= 85.3570 DZD ).

**2.1.4. الأسلوب الثاني: التسعير بشكل واضح(مؤكد):** ويؤدي هذا الأسلوب إلى التعبير عن سعر وحدة نقدية وطنية بالعملة الأجنبية، ونجد بريطانيا، أستراليا نيوزيلاندا تعتمد هذا الأسلوب، حيث تعرض السلطات البريطانية عدد الوحدات من العملات الأخرى اللازمة للحصول على جنيه بريطاني واحد، مع الإشارة إلى أن هناك اتجاها متزايدا لعرض التسعيرة بالأسلوبين معا.

**مثال:** تسعير الدولار مقارنة بالاورو يتم على النحو التالي: eur/usd1.452 ، وهذا يعني 1أورو يساوي 1.452 دولار (1eur=1.452usd)

بالإضافة إلى هذين النوعين، نجد في سوق الصرف العاجل ما يعرف بسعري الشراء والبيع (ask- bid) وكذلك الأسعار المتقاطعة(les cours crpisées) والتي يمكن توضيحها فيما يلي:

---

[1]: فرانسوا لرو، ترجمة حسن الضيقة، الأسواق الدولية للرساميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، 1991، ص ص 43-44

[2] :Simon yves, Marché Des Changes Et Gestion Du Risque De Change , Edition Dalloz, Paris, 1995, p11

[3] : سامي عفيفي حاتم، مرجع سبق ذكره، ص38.

[4]: عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 112.

- **سعر الشراء(BID)** : وهو السعر الذي من خلاله يوافق الصيرفي على شراء العملة المرجعية.
- **سعر البيع(ASK):** وهو السعر الذي من خلاله يوافق الصيرفي على بيع العملة المرجعية .

**مثال:** لدنيا التسعير التالي:

EUR/USD= 1.2540/1.2545
BID=1.2540
ASK=1.2545

والفارق بين كل من سعر الشراء وسعر البيع يسمى بها مش التسعير(المسعر) "spreed"، وهو يخضع لقانون العرض والطلب على العملة، وكذلك لحجم الخطر المتخذ من طرف الصيرفي :وفي المثال فالهامش هو كما يلي:

SPREED= 1.2545-1.2540=0.0005

-**الأسعار المتقاطعة (les cours croisée)**: بشكل عام أسعار مختلف العملات في سوق الصرف العاجل تقوم أو تسعر بالدولار الذي يشكل العملة المرجعية، ومن أجل تحديد سعر عملتين غير الدولار نستعمل الأسعار المتقاطعة والتي تحدد بناء على تسعير هاتين العملتين مقابل الدولار.

**مثال:** مستورد جزائري يود تسديد فاتورته بالفرنك السويسري(chf)، فيرسل إلى بنك من أجل الحصول على سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدينار الجزائري المطبق من طرف البنك، لدينا التسعير التالي:

Usd/chf=5.1430/5.1435
Usd/dzd=85.4635/85.4640

وعليه سعر البيع لـ CHAF/DZD يحدد من خلال قسمة سعر البيع لـ USD/DZD على سعر الشراء بـ USD/CHF يكون كما يلي: 85.4640/5.1430=16.6175.

كما أن سعر الشراء لـDZD/ CHF يحدد من خلال قسمة السعر الشراء لـ: USD/DZD على سعر البيع لـ: USD/CHF يكون كما يلي: 16.6158= 85.4635/5.1435.

ومنه تسعير الدينار الجزائري مقابل الفرنك السويسري يكون كما يلي:

COTATION CHAF/DZD= 16.6185/16.6175.

**2.4. سوق الصرف الأجل:** وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل على أساس أسعار الصرف الآجلة، وهي التي يتم فيها من الآن الاتفاق على بيع أو شراء عملة أجنبية طبقا لسعر الصرف الأجل على أن يؤجل إتمام التسليم والتسلم إلى حين حلول الفترة المتفق عليها.

كما انه سوق غير محدد المكان، أين عمليات الصرف تعالج بواسطة التلكس أو الهاتف، وفيه يتم تثبيت سعر ومبلغ العملة المراد تبادلها بصفة تامة ونهائية غير أن التسليم يكون بتاريخ لاحق ومحدد مسبقا، حيث يتجاوز يومين مفتوحين من تاريخ إبرام العقد كأن يكون خلال شهر أو ثلاثة أشهر أو أكثر كما يأخذ الصرف الأجل الشكلين التاليين:

- **البيع الأجل للعملة (تغطية الصادرات)**:حيث أن المصدر الذي يتوقع الحصول على العملة ثمن التصدير ويهدف إنهاء وضعية الصرف الطويلة، فإنه بإمكانه التحوط ضد خطر الصرف من خلال البيع الأجل للعملة.

- **الشراء الأجل للعملة (تغطية الواردات)**: فالمستورد الذي يتوقع دفع مبلغ بالعملة، وبهدف إنهاء وضعية الصرف القصيرة، يقوم بالشراء الأجل للعملة.

**1.2.4. مميزات سوق الصرف الأجل**: في سوق الصرف الأجل: العمليات الآجلة قد تتراوح بين 3و7 أيام أو من شهر إلى 18شهرا، أو من 02 إلى 05 سنوات بالنسبة للاستحقاقات بين 3 أيام و 06أشهر فإنه بالإمكان على العموم الحصول على الأسعار الآجلة لكل العملات المستعملة في التبادل الدولي، وحتى عام واحد بالإمكان كذلك معالجة أغلبية العملات أما إذا بلغت المدة 05 سنوات فقط 05 عملات رئيسية يتم تداولها وهي: الدولار الأمريكي، واليورو، والجنيه الإسترليني، والفرنك السويسري والين الياباني.[1]

للقيام بعمليات الصرف الأجل، تشترط البنوك على العموم (إلا إذا كان التعامل مع بنوك أخرى) إيداع مبلغ للضمان، وإذا كانت التقلبات كبيرة فبإمكان البنك طلب ضمانات إضافية. العمليات الآجلة تتم مباشرة من بنك إلى بنك أو بواسطة السماسرة، فهي غير مسعرة في البورصة، كما لا يوجد سعر أجل رسمي .

فيما يتعلق بفترة الاستقرار تعتبر العمليات الآجلة أقل اهمية من عمليات الصرف العاجل بما يعادل10 مرات ،والسوق في الغالب ذو اتجاه واحد ،أي بمعنى أن الطلب يقل على العملات الضعيفة، كما يقل عرض العملات القوية، وبالتالي من الصعب إيجاد المقابل لهاتين الوضعيتين.

**2.2.4. تحديد سعر الصرف الأجل**: لا يوجد تسعير رسمي لأسعار الصرف الآجلة، بل يتحدد السعر بناء على العلاوة (report)،أو الخصم(déport) وللحصول على السعر الأجل نضيف هذه العلاوة أو نقض الخصم.

إذا تم تسعير الصرف الأجل مع العلاوة، هذا أن السعر الأجل يفوق العسر العاجل، أما إذا تم تسعير الصرف الأجل مع الخصم، فهذا يعني أن السعر الأجل يقل عن السعر العاجل، بينما إذا كان السعر الأجل يساوي السعر العاجل فيكون هناك تعادل بين السعرين.

**3.2.4. أسباب التدخل في سوق الصرف الأجل**: يتم التدخل في السوق الآجلة لثلاثة أغراض هي: التغطية، المراجحة والمضاربة.

- **التغطية**: تقدم السواق الصرف الأجل وسيلة للحماية من الأخطار الكامنة في تقلبات السعر العاجل نجد أن كثيرا من معاملات الصرف الأجنبي تقوم على توقعات لمدفوعات أو تحصيلات تنشأ من نشاطات تجارية أو مالية مستقبلية، لذلك يتعرض المتعاملون إلى خطر تغير السعر العاجل إذا بقوا في

---

[1] :Patrice Fontaine, Marché De Change , Ed Pearson , Paris, 2008, p28.

مراكز مكشوفة لحقوق جارية صافية أو التزامات جارية صافية بعملية أجنبية، يمكن إزالة هذه المخاطر عن طريق البيع أو الشراء الأجل لحصيلة الصرف الأجنبي المتوقعة.

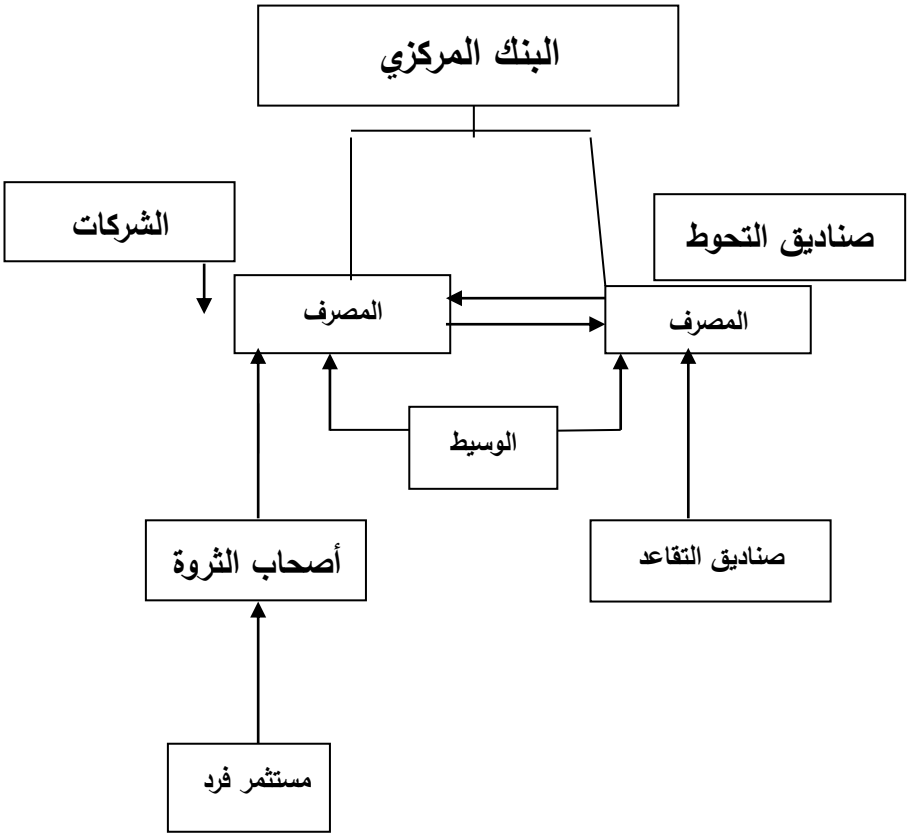
- **المضاربة:** على خلاف التغطية فإن المضارب يضع نفسه في مركز مكشوف حيث يهتم فقط بأن يستفيد من إمكانية حدوث تغيرات في السعر الأجل لإحدى تغيرات في السعر العاجل لأحدى العملات على مر الزمن، أي أنه يقبل على الخطر عمدًا.

- **المرجعة:** وتسمى كذلك بالتحكيم، وهو عملية الاستفادة من فروق أسعار العملة في أسواق الصرف المختلفة، يقوم المحكم بشراء عملة ما أين يكون سعرها منخفضا ويعيد بيعها في المكان الذي يكون سعرها مرتفعا، مستفيدا من الفارق في السعر، وهناك مصرفيون متخصصون في التحكيم يفاضلون بين أسوق الصرف، مسترشدين بقيام التفاوت بين أسعار العملة الواحدة في تلك الأسواق وتستمر هذه العملية إلى أن يتعادل السعران، ولهذا كله يعتبر التحكيم وسيلة تجعل من سوقين للصرف سوقا واحدة بفضل حرية انتقال العملة بينهما.

**ثانيا: المشاركون في سوق الصرف**

تعتبر البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والبنوك المركزية والمؤسسات التجارية وصناديق القوط، الشركات والأشخاص وافري الثراء والمستثمر الفرد من أهم المشاركين في سوق العملة، والشكل الموالي يوضح ذلك.

**شكل رقم (2) :أهم المشاركين في سوق الصرف**




**المصدر**: بسام الحجاز، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، لبنان، ص99.

وفيما نتناول دور كل منها:

**1. البنوك التجارية:** مع ازدياد النشاط الاقتصادي ،ازداد الطلب على الائتمان، فتحولت البنوك التجارية لتؤدي دور الوسيط بين المودع والمستثمر بالإضافة إلى ذلك تقوم البنوك التجارية بتحصيل مستحقات عملائها من مصادرها المختلفة ،كما تقوم باستبدال العملات الأجنبية بعملة وطنية وبالعكس.

وبالتالي فمن الطبيعي أن تكون البنوك التجارية وبنوك الاستثمار عاملة في سوق العملة ومن ثم نشأت علاقات بين كل من الأفراد والبنوك للاتجار بالعملة، بحيث تحول سوق الصرف إلى مصدر ربح هام بالنسبة للبنوك، ويتميز السوق الفوري بمخاطر إقراض محدودة ومخاطر السوق الأجل الائتمانية هي اقل من مخاطر الائتمان، ولأن اهتمام العالم يتركز على مجموعة محدودة من العملات، يتميز سوق الصرف بدرجة عالية من السيولة.[1]

**2. البنوك المركزية:** تعتبر البنوك المركزية من العملاء المهمين في سوق العملات الأجنبية فبالإضافة الى تعاملها مع السوق إما مشترية أو بائعة للعملات الأجنبية كجزء من عمليات إدارة احتياجات الدولة

[1] : بسام الحجار، نظام النقد العالمي واسعار الصرف، ار المنهل اللبناني، بيروت، بدون سنة نشر، ص100.

فإنها قد تجد نفسها إما مشترية او بائعة للعملات الأجنبية من أجل المحافظة على سعر صرف عملتها الوطنية[1]

وحتى في ظل النظام المعوم فإن البنوك المركزية تدخل أسواق العملات مشترية للعملات الأجنبية وبائعة لعملتها الوطنية عند حدوث طلب متزايد على العملة المحلية في السوق يرفع سعرها عن الحد المرسوم من قبل الدولة، أو قد تدخل بائعة للعملات الأجنبية ومشترية لعملتها الوطنية عند حدوث طلب متزايد على العملات الأجنبية في السوق يخفض سعر عملتها عن الحد المرسوم وما تجدر الإشارة إليه انه على الرغم من قلة تدخلات البنوك المركزية إلا أنها أثبتت قدرتها على التأثير على ميل سعر الصرف، وتعتمد هذه البنوك عن تنفيذ تدخلاتها من أجل زيادة فرص نجاحها على السرية والتنسيق مع بقية البنوك المركزية المعنية، اختيار الوقت المناسب، بالإضافة إلى ما سبق فإن وجود ما يعرف بالسوق المنظم يعطي للبنوك المركزية فرصة أكبر للتأثير على سعر الصرف فبالنظر لخصائص هذا السوق والمبالغ المتداولة فيه تجعل سعر الصرف حساسا لأي تغير في العرض والطلب مهما كان حجمه.

**3. السماسرة والوسطاء:** يتمثل السماسرة والوسطاء في أشخاص كفوئين ونشطين، يقوم هؤلاء بتركيز أوامر الشراء أو البيع للعملات الأجنبية في العديد من البنوك ويكون هؤلاء على اتصال مع البنوك ويقدمون البيانات عن أسعار بيع وشراء العملات النقدية الأجنبية دون الكشف عن اسم المؤسسات المشترية أو البائعة لهذه العملات ،كما لا يتخذ هؤلاء أي وضع خاص بالعملات النقدية الأجنبية في السوق[2]

وتشكل بيوت السمسرة نشاطات مهمة للغاية في المملكة المتحدة ،ففي لندن ونيويورك ينفذ جزء كبير من المعاملات بواسطة السماسرة المستقلين الذين يعملون لحساب البنوك .

**4. الأفراد والشركات:** تتدخل الشركات 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....إلخ.

**5-صناديق التحوط:** والتحوط يعني خفض عدم التيقن بأسعار السوق المستقبلية وذلك بتغطية رهان برهان مواز ومثال ذلك ،قد تقوم شركة بريطانية مثلا تستثمر أموالها في الخارج بمطابقة استثمارها في أحد البلدان مع ما يكافئها من قروض تجمع في البلد الذي يتم فيه الاستثمار.

---

[1]: شقيري نوري موسى، محمد عبد الرزاق الحنيطي، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2015، ص123.

[2]: سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية ،نظرية وتطبيق، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن ، 2010، ص112.

وتهدف من جراء ذلك خفض نسبة تعرضها لخسائر ناتجة عن تقلبات أسعار العملة فإذا نتج عن تقلبات سعر الصرف انخفاض في قيمة أصول الشركة مقومة بالجنيهات الإسترلينية، تنخفض فيه إلتزماتها بالجنيه الإسترليني بقدر متزامن وغالبا ما تستخدم حقوق البيع والشراء(الخيارات) كأداة للتحوط ولم تكن أسواق العملة في دائرة اهتمام صناديق التحوط، إلا من فترات ليست بعيدة، ولصناديق التحوط ينتمي الأشخاص من ذوي الثروات الضخمة والذين يقومون بإستثمارات لا تقل أحجام العقود فيها عن المليون دولار وباستخدام هذه المبالغ كغطاء تقوم هذه الصناديق بالاقتراض بما يفوق الاستثمار الأولي بعدة مرات وتتبع أي استثمار محتمل في أي بقعة من بقاع العالم ،حيث تودع أموالها بالاستثمار بالأداة واحدة أو عدة أدوات في نفس الوقت وهم بذلك يضخون في السوق كميات ضخمة من العملات مما يجعل سوق العملة على درجة عالية من السيولة. [1]

**ثالثا: وظائف سوق الصرف والعملات الصعبة المتعامل بها**

يؤدي سوق الصرف عدة وظائف أساسية تسمح من خلالها للمتعاملين بأداء احتياجاتهم بالطرية التي يرغبونها هذا إضافة إلى ان هناك عدة عملات صعبة متعامل بها.

**1. وظائف سوق الصرف:** وهي كما يلي:

**1.1. تحويل الأصول أو القوة الشرائية بين الدول:** الوظيفة الأساسية لأسواق الصرف الأجنبي هي تحويل الأموال أو القوة الشرائية من بلد لأخر، ويتم هذا عادة عن طريق التمويل التلغرافي telegraphic transfer، الذي هو عبارة عن شيك يرسل، ففي طريقة يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته غلى شبكة المراسل في مركز نقدي أجنبي بأن يدفع قدر معين من العملة المحلية السائدة، هناك الى شخص، منشاة أو حساب، ومع الإدخال الحديث لخدمة التلفون الدولي في أي مكان في العالم فإن التلكس قد أصبح اقل أهمية نسبيا.

**2.1. تقديم الائتمان للتجارة الخارجية:** الائتمان يحتاج إليه عادة عندما تكون السلع أو البضاعة في ترانزيت transit وليسمح أيضا للمشتري بالوقت الكافي لكي يبيع البضائع ويدفع الثمن، بشكل عام المصدرين يسمحون بـ 90 يوما لكي يدفع، ومع ذلك المصدر يقوم عادة بخصم التزام المستورد بالدفع لدى القسم الخارجي لبنكه التجاري، وكنتيجة لذلك يستلم المصدر مدفوعا في الحال، والبنك سيقوم مؤخرا بتحصيل المدفوع من المستورد عندما يستحق موعده.

**3.1. تزويد التسهيلات للتغطية والمضاربة:** مع خدمة التلفون الدولي في أي مكان في العالم، فإن أسواق الصرف الأجنبي قد أصبحت في الحقيقة عالمية بمعنى أن معاملات العملة الآن تستلزم فقط إجراء مكالمة تلفونية بسيطة وتتم على مدار 24س/ 24سا.

---

[1] بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

حيث تقوم أسواق الصرف بمساعدة المستثمرين الماليين على تنجب مخاطر الصرف والقيام بعمليات المراجحة والمضاربة، والجدير بالذكر أن 90% من المعاملات مالية بطبيعتها، بينما 10% فقط تمثل المعاملات التجارية، حيث تسيطر بعض العملات فقط على جملة المعاملات كالدولار الأمريكي، المارك البن، الجنية الاسترليني، الفرنك السويسري، وهذا ما يتم تناوله كما يلي:

**2. العملات الصعبة المتعامل بها في أسواق الصرف:**

تتميز بعض العملات بخصائص مميزة بسبب استعمالها الواسع في المدفوعات الدولية ونظرا لاستقرار قدرتها الشرائية تستعمل هذه العملات كرصيد احتياطي وهكذا كان الأمر بالنسبة لبعض العملات وفي ما يلي نعرض أهم العملات المتعامل بها في سوق الصرف وفقا للتطور التاريخي لظهورها:

**1.2. الجنيه الاسترليني sterling:** لقد احتل الاسترليني لطول القرن 19 وعلى الحرب العالمية الأولى مكانة الصدارة في تسديد المدفوعات الدولية، فقلد كانت الدول تسدد بالذهب أو الاسترليني فقط، وذلك لأن انجلترا كانت لها قوة اقتصادية لا يستهان بها نتجت عن تدفق الاستثمارات منها وتدفقت الواردات إليها، هذا ما أكسبه تطور اقتصادي هائل وثقة عالمية بسبب استناد الاسترليني لقاعدة الذهب الدولية، فهذه القوة وهذا النظام النقدي والمثالي جعل الجنيه أداة متوفرة ورئيسية في تمويل السيولة الدولية.

لكن مع الحرب العالمية الأولى تزعزعت الأوضاع الاقتصادية والنقدية في انجلترا مما دفعها إلى الخروج عن قاعدة الذهب وفشلت في العودة إليها ما بين 1930–1931 وانتهت إمكانية تحويل الجنيه إلى الذهب، فأصبح عملة ورقية فقط.

ونتيجة الأثار السلبية التي أعقبت الحرب العالمية الثانية تعرض الاسترليني لأزمات متعاقبة بسبب الخسائر التي تحتملها إنجلترا من هذه الحرب فأصبحت دولة مقترضة بهبوط رصيدها الذهبي كل هذا أثر على مركزه كعملة قوية وأجبره على التخلي عن الصدارة للدولار الأمريكي.

"وحاليا لكونه لم ينظم إلى مجموعة العملات المنظمة وتظهر قوته من خلال سعر صرفه مقابل الدولار بحيث أن 1 جنيه إسترليني = 1.58 دولار أمريكي". [1]

**2.2. الدولار الأمريكي :** بعد الحرب العالمية الثانية كانت أوربا في حاجة ماسة إلى المعدات الأمريكية لإعادة تعمير اقتصادياتها وما صحب مشروع مارشال1947 من انتقالات هامة للمدخلات والسلع الأمريكية نحو أوربا مما أدى إلى زيادة قيمة الصادرات الأمريكية وحقق الميزان التجاري فوائض هائلة آنذاك، هذا ما حدث أيضا مع " الرصيد الذهبي الامريكي الذي بلغ عام 1957 م ما قيمته 23 مليار دولار [2]

---

[1] : عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص110.

[2] : مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي، ،دار المعرفة الجامعية، الجزائر، 1996، ص292.

استمرار الفائض في ميزان المدفوعات الأمريكي دون أن يقابله خروج كافي لرؤوس الأموال إلى العالم الخارجي كان يعني استمرار سحب الدولار إلى أمريكا، هذا إضافة إلى العجز في موازين المدفوعات الأوروبي الذي أدى إلى قصور دائم في الموارد المالية الأوروبية من أمريكا في مواجهة احتياجات أوروبا من السلع الأمريكية وبالتالي ظهرت فجوة الدولار أي قصور عرض الدولار بالقياس إلى الطلب عليه وبهذا أصبح الدولار الدعامة الأساسية للتجارة الخارجية والذي تراجع أمامه الذهب والاسترليني إلى المرتبة الثانية.

خلال فترة الستينات بدأت تتدفق رؤوس الأموال الأمريكية إلى الخارج بحثا عن الأرباح وانقلب الوضع السابق من ندرة الدولار إلى وفرة وأصبح بذلك عملة الاحتياط الدولة الأولى وللثقة الدولية في إمكانيات أمريكا وفي الدولار ولم تطلب البنوك المركزية الأجنبية بتحويل الدولار إلى ذهب أنذاك.

"في 15 أوت 1971 فاجأ الرئيس نيكسون العالم بإعلانه عن تعويم الدولار وقد أعلن في خطبته أنه كاد أن يغير من قيمته في مواجهة العملات الأخرى والذهب" [1] مما أدى إلى تطور أسعار الصرف في صالح العملات الأخرى على حساب الدولار.

ونظرا لمشاكل اقتصادية أخرى وقعت فيها أمريكا من بطالة، أزمات ميزان المدفوعات فإن الدولار لم يدم تفوقه طويلا ومما ساعد على ذلك أن الدول التي خسرت الحرب العالمية كسبت السلام وتحسنت أوضاعها الاقتصادية ورغم ذلك كله استمر صعود الدولار في مواجهة العملات الأخرى وهذا راجع إلى عودة تدفق رؤوس الأموال إلى أمريكا بارتفاع أسعار الفائدة.

فما لا شك فيه أن الدولار يستخدم حاليا أكثر من الذهب أو أي عملة أخرى كوسيلة لأداء الالتزامات الدولية وتقييمها حيث أنه يستخدم في تسوية51% من التجارة العالمية وبـ 45% في إطار السندات الدولية ويسيطر على 50% من هيكل ديون الدول النامية و 60% من احتياط الدول من العملات الصعبة " [2]

**3.2. حقوق السحب الخاصة :DTS:** تعتبر حقوق السحب الخاصة بمثابة أصل جديد، أضافه صندوق النقد الدولي إلى الاحتياطات الدولية بمقتضى التعديل الأول المواد الاتفاقية المنشأة له وذلك عام 1963م.

و**DTS** هي وحدات نقدية حسابية تعطي الدول الحائزة لها الحق في الحصول على تسهيل ائتماني بعملات قابلة للتحويل من الدول الأعضاء للصندوق وتستمد قوة إبرامها في مجال المدفوعات الدولية من قبولها من كل عضو إذا ما قدمها له عضو أخر، على أن يدفع مقابلها عملة قابلة للتحويل، فهي تمثل

---

[1] : مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي نفس المرجع، ص 293.

[2] : عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص109.

إذن "إضافة إلى الأصول المستخدمة كاحتياجات دولية التي تقبلها الدول وتستخدمها في تسوية مدفوعاتها الدولية". [1]

وقامت هذه الوسيلة النقدية الجديدة dts بمهمة ثلاثية، فهي في نفس الوقت أداة قياس، أداة احتياط وأداة تسليف". [2]

وتحدد قيمة حقوق السحب الخاصة منذ1981 وفقا لسلة من العملات الدول الخمس الأعضاء للصندوق صاحبة النصيب الأكبر في تدفقات الصادرات وهذه العملات هي: الدولار الأمريكي، الين الياباني، المارك الألماني، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي. وتحدد قيمتها يوميا من قبل صندوق النقد الدولي.

**4.2. وحدة العملة الأوروبية eurro:** مع تطور السوق الأوروبية المشتركة كقوة اقتصادية عالمية ثالثة بعد الو. م. أ والاتحاد السوفيتي وازدياد دورها في محيط العلاقات الاقتصادية الدولية كان من الطبيعي أن تبدأ عملاتها وخاصة المارك الألماني الذي كان يشكل 12% من احتياطات الدول من العملة الصعبة سنة 1983 والفرك الفرنسي في أخذ مكانة في المساهمة في حل مشكلة السيولة الدولية بالإضافة إلى الموقع الجديد الذي أصبحت تمثله ارض اليورو حيث تمثل .20% من الناتج المحلي العالمي و7% من التجارة العالمية" .[3]

ونفس الظاهرة حدثت بالنسبة للين الياباني مع التطور الهائل للاقتصاد الياباني وتطور علاقاته الخارجية حيث تمثل اليابان 8% من الناتج المحلي العالمي و 8% من التجارة العالمية.

وهناك عملات أخرى ذات أهمية دولية حاليا مثل: الدولار الأوربي euro devise euro- dollar.

**رابعا: آليات عمل سوق الصرف**

تتم عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية بشكل واسع على مدار الساعة في الأسواق العالمية حيث يتم تنفيذ ملايين العمليات كل دقيقة في مختلف الأسواق العالمية، إذ أصبحت هذه الأسواق مرتبطة بشكل إلكتروني، وباستطاعة المتعاملين نقل هذه الأموال بسرعة فائقة عبر مختلف أنحاء العالم.

**1. فعالية سوق الصرف:** تعرف الفعالية حسب fama على أنها استعمال كل المعلومات المتوفرة سواء كانت عمومية أو خاصة تعتمد على معلومات ماضية.

وتعرف بدقة نسبة إلى الوحدات المعلوماتية لموازين السوق

---

[1] : عادل أحمد حشيش، أسامة محمد القولين، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1995، ص183.

[2]: ب برنيه وإ .سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1989، ص339.

[3] : عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 109.

ويعتبر fama السوق الفعال ذلك السوق الذي يستجيب كليا للمعلومات المتوفرة العامة والخاصة بحيث يصبح من المستحيل على موازين السوق أن يجنوا فوائد غير عادية .هذا وقد قسم fama فعالية السوق إلى 3 أنواع:

**1.1. سوق ذو فعالية ضعيفة:** هو السوق الذي يعتمد فقط على المعلومات الماضية، أي أن سوق صرف ما يوصف بضعف الفعالية، عندما لا يمكن للتاجر فيه يحقق عائدات أو أرباح عادية حين استعماله المعلومات الماضية.

**2.1. سوق ذو فعالية نصف قوية:** هو السوق الذي يعتمد على المعلومات الماضية، زائد المعلومات العمومية المتوفرة، هذه المعلومات تكون حول كميات العملات أو الصرف الأجنبي المعروض ومعدلات الفائدة والدخل.

**3.1. سوق ذو فعالية قوية:** هو السوق الذي يعتمد على المعلومات الماضية زائد المعلومات العمومية زائد المعلومات الخاصة، وهذه القوة تتحقق عندما يمكن للتاجر تحقيق عائدات غير عادية باستعمال قوانين التجارة المتعلقة إما بالمعلومات الخاصة أو العمومية.

إن المعلومات تؤدي دور كبير لتحديد أسعار الصرف الأجنبية، فإذا كانت هناك معلومات جديدة مهمة في أسواق الصرف الأجنبية فإنه من الممكن تنفيذ نماذج أسعار الصرف مثل :نموذج نظرية المحفظة والمال. وبصفة عامة توجد عدة أنواع من المعلومات في أسواق الصرف نذكر منها:

- المعلومات الاقتصادية والسياسية على المستوى العالي خاصة المتعلقة بالمفاوضات التجارية وأيضا تطور أسعار المواد الأولية ،كل الأحداث التي تؤثر على النظام المالي الدولي؛
- المعلومات المتمثلة في مجموعة الأرقام المعلنة من طرف بعض هيئات الدولة، والتي تمس الحياة الاقتصادية والمالية للبلد، ونظرا للدور الذي يؤديه الدولار الأمريكي على مستوى التجارة الدولية والتسويات الدولية والمكانة الكبيرة في الاستثمارات المالية، فمن الطبيعي أن تكون المعلومات المتعلقة بالاقتصاد الامريكي ملفتة للانتباه. وبطريقة مستمرة من قبل المهتمين والخبراء، ومن الجدير الاهتمام بالمعلومات التالية:
- عرض وطلب السلع والخدمات في الو.م.أ؛
- التطور المرتقب للدورة الاقتصادية بين امريكا واليابان.

**2. التوازن في سوق الصرف:** يكون سوق العملة في حالة توازن حين يكون سيان لدى المستثمرين الايداع بالدولار أو الأورو، وحين توفر الودائع بكلا العملتين نفس العائد مقوما بالعملة ذاتها. وفي هذه الحالة لن يكون هناك فائض في الكمية المعروضة أو الكميات المطلوبة من كلا العملتين.

لكن في حالة اذا ارتفعت الفائدة على الدولار الأمريكي قياس بالفائدة على الأورو، يجب ان نتوقع ارتفاع في سعر صرف الدولار الأمريكي، ويعود ذلك الى نشوء فائض طلب على الدولار من قبل المستثمرين

نتجة ارتفاع سعر الفائدة على الدولار. وتتطور الأمور بشكل معاكس فس حال انخفاض سعر صرف الدولار الامريكي مقابل الاورو.[1]

يظهر التحليل ان انخفاض سعر الصرف الفوري للعملة المحلية مقابل عملة أجنبية، يخفض العائد المرتقب على وديعة بالعملة المحلية مقاسة بعملة اجنبية . وعلى العكس من ذلك يؤدي ارتفاع سعر الصرف الفوري للعملة المحلية مع تحييد الأمور الاخرى، الى رفع معدل العائد المتوقع لوديعة بالعملة المحلية مقاسة بعملة اجنبية.

لشرح هذه العلاقة نقوم بتبيان كيف أن التغيرات في سعر الصرف الفوري للدولار مقابل اليورو مع بقاء العوامل الاخرى على حالها دون تغير يؤثر على العائد على وديعة باليورو مقومة بالدولار الأمريكي.

ولهذا نفرض أن سعر الصرف الفوري للدولار الأمريكي كان مساويا لسعر الصرف اليورو في فترة زمنية ما.

1eur = 1 usd

ولنفرض انه يتوقع ان يكون سعر الصرف الأجل: 1eur = 1.05 usd

في هذه الحالة يكون المعدل المتوقع لانخفاض سعر الصرف الدولار مقابل اليورو

$$1.05 - 1.00 / 1 = 0.05$$

أو 5 %محتسبة على اساس سنوي.

وهذا يعني ان من اودع باليورو، سوف يحصل على الفائدة على اليورو(irb) مضافا اليها علاوة وهي 5%.

ولو افترضنا أن سعر صرف الدولار الأمريكي سوف ينخفض إتجاه اليورو من 1.00إلى 1.03 دولار وبفرضية أن لا تغيرات في أسعار الصرف الأجلة، فيكون الانخفاض المتوقع في القيمة الخارجية للدولار مساوية :

$$1.05-1.03/1.03=0.019$$

أو ما يشكل 1.9% وهي أقل بطبيعة الحال من 5%

– **سعر الصرف التوازني:** من خلال ما سبق يتضح أن التساوي بين معدلات الفوائد على عملتين، تعتبر من أساسيات التوصل إلى التوازن في سوق العملة، كما توضح كيف تؤثر التغيرات في سعر الصرف الفوري على العائد المتوقع من إيداع بعملة أجنبية والاستنتاج الأساسي الذي يمكن الخروج به، أن التغيرات في سعر الصرف هي ردة فعل على التغيرات في أسعار الفائدة بين عملتين.

ولتبيان ذلك ،نفترض كما في السابق أن الفائدة على الدولار الأمريكي يرمز لها بالرمز، irs بينما للفائدة على اليورو irf أما سعر الصرف الأجل دولار/يورو فيرمز له بالرمز: SEusd/EUR .

---

(1): بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص 115.

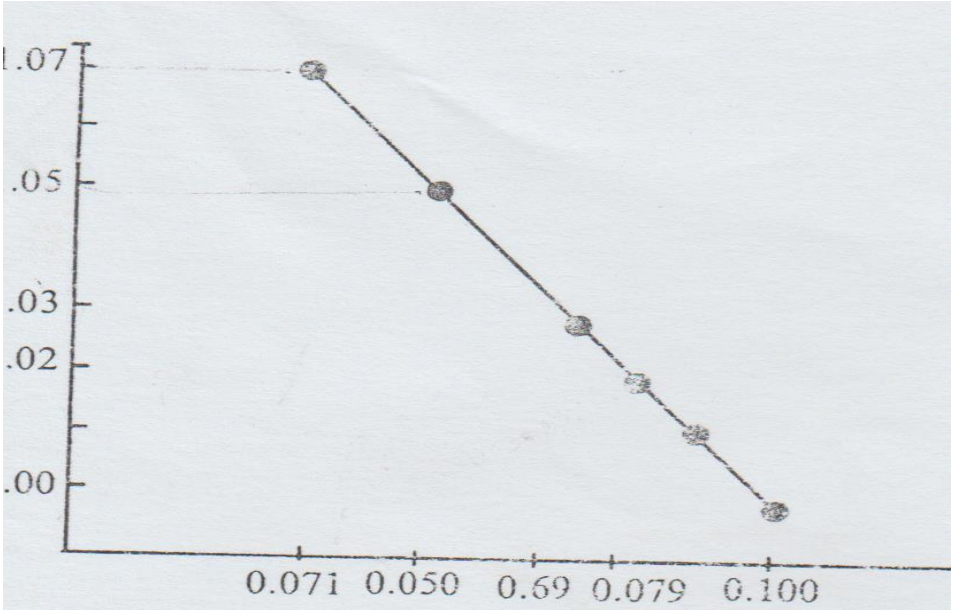
ولنوضح الأن آلية تحديد سعر الصرف دولار/ يورو في الرسم البياني رقم(1) في حال التغير في هذه الفرضيات، وللتوضيح نشير أن التغيرات في المنحنى مبنية على أساس المعطيات في الجدول رقم (1)

**جدول رقم (1) :سعر الصرف الفوري دولار/يورو والعائد المتوقع مقوما بالدولار الأمريكي على وديعة باليورون عند تون للسعر1.05 دولار مقابل اليورو.**

| سعر الصرف الفوري دولار/يورو Susd/ EUR | الفائدة على وديعة باليرورو IRF | معدل الانخفاض المتوقع للدولار مقابل اليورو (1−Susd/EUR)/Susd/EUR | العائد الدولاري المتوقع على وديعة باليورو IRF+(1.05-Susd/EUR) Susd/EUR |
|---|---|---|---|
| 1.07 | 1.05 | 1.019 | 1.031 |
| 10.5 | 0.05 | 0.00 | 0.05 |
| 1.03 | 0.05 | 0.019 | 0.069 |
| 1.02 | 0.05 | 0.029 | 0.079 |
| 1.00 | 0.05 | 0.05 | 0.10 |

**المصدر**: بسام الحجار، مرجع سبق ذكره ، ص118.

**شكل رقم (03):سعر الصرف الفوري دولار / يورو، والعائد المتوقع مقوما بالدولار**




**المصدر**: بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص 118.

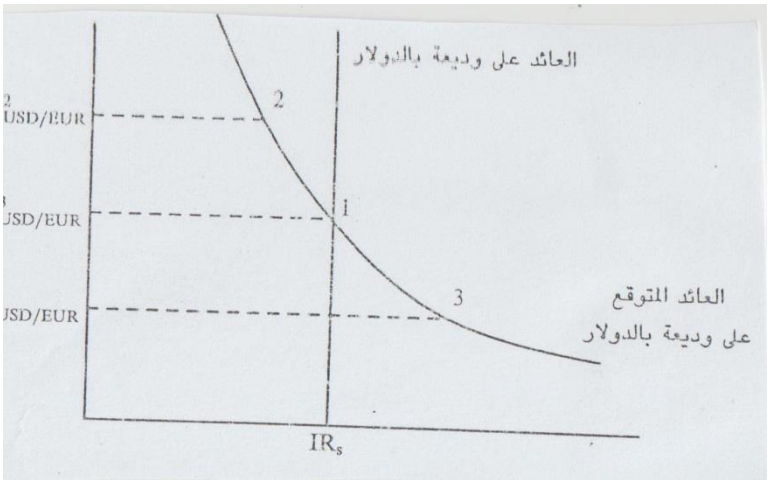
في الرسم البياني، المحور العمودي يعبر عن العائد مقوما بالدولار الأمريكي على وديعة بالدولار، ويتخذ هذا المنحنى ميلا انحداريا، ويظهر أن العائد الدولاري، على وديعة باليورو يرتبط أولا بسعر الصرف الفوري دولار/يورو.

$$\text{العائد المتوقع بالدولار} = irf + \frac{10.5 - \text{Susd}}{\text{Susd/EUR}}$$

وبالتالي فإنه عند مستوى معطى ومعدل فائدة irf=5.05 يؤدي الارتفاع في سعر صرف الدولار مقابل اليورو إلى ارتفاع معدل العائد الدولاري المتوقع على وديعة باليورو.

ويتحدد المستوى التوازني لسوق العملة، في النقطة(1) حيث يتساوي معدل العائد على كلا العملتين كما يوضحه الشكل الموالي.

**شكل رقم (04): تحديد السعر التوازني دولار/ يورو**




**المصدر:** بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص119.

– **استنتاج** :يعبر عن سعر الصرف بعدد وحدات العملة المحلية مقومة بعملة أجنبية ،ويحمل سعر الصرف أهمية كبيرة كونه يوفر لنا إمكانية مقارنة الأسعار في بلدين مختلفين.

- إن سعر الصرف يتحدد في سعر الصرف تبعا للكميات المعروضة والمطلوبة من العملة، ويتحدد الطلب على العملة الأجنبية بالعناصر المدينة في ميزان المدفوعات، بينما يتحدد العرض على العملة الأجنبية بالعناصر الدائنة، وأن تدخل البنك المركزي والبنوك التجارية ،يؤدي دورا كبيرا في عملية التأثير في تحديد أسعار الصرف.
- تؤثر التغيرات في معدلات الفوائد بين العملتين ،إلى تعديل أسعار الصرف تبعا للتغيرات في أسعار الفوائد.
- تؤثر التغيرات في أسعار الصرف على العائد المتوقع على وديع بعملة أجنبية.

## المحور الثالث: سياسات الصرف الأجنبي

هناك قرارات تتخذها السلطات النقدية والخاصة بأسعار الصرف، تسعى من خلالها إلى أن تكون تطورات سعر الصرف الأجنبي في الحدود التي يتطلبها تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للبلد وعلى رأسهم هو تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وتحقيق النمو الاقتصادي الحقيقي المستدام، فالقرارات التي تتخذها السلطات النقدية فيما يخص أسعار الصرف تختلف من دولة إلى أخرى حسب الأهداف والأولويات والأنماط الاقتصادية المختلفة، وتنوعت واختلفت الإجراءات التي يمكن أن تعتمد عليها السلطة النقدية اتجاه سعر صرف عملتها من دولة إلى أخرى ترمي في مجملها تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي ومن ثم كان لابد أحيانا من تطبيق سياسات صرف معينة قصد تحقيق الأهداف المرجوة، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المحور كما يلي:

**أولا:** مفهوم سياسات الصرف.

**ثانيا:** سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة.

**ثالثا:** سياسة رفع قيمة العملة .

**رابعا:** سياسة الرقابة على الصرف.

**خامسا:** سياسة مال موازنة الصرف.

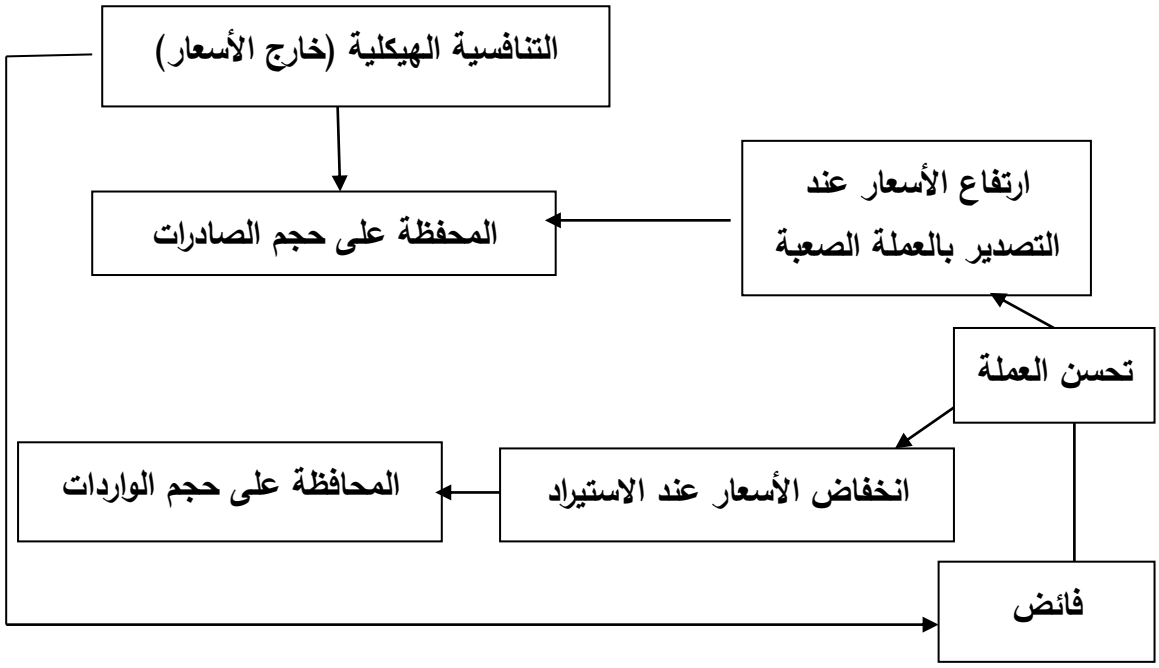
**أولا: مفهوم سياسات الصرف**

تعبر سياسة سعر الصرف عن مختلف الإجراءات التي يمكن للسلطات النقدية أن تتخذها في ظل أي نظام تتبناه قصد توجيه عملتها المحلية خدمة لاقتصادها وبرامجها التنموية، كما تعتبر سياسة سعر الصرف سياسة اقتصادية، تظهر من يوم الى أخر استقلاليتها عن السياسة النقدية وهذا من خلال تميزها بأهدافها وأدواتها.

**1. أهداف ساسة الصرف الأجنبي:** تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها: [1]

**1.1. مقاومة التضخم:** إن التحسن في سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، وفي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثرا ايجابيا على انخفاض مستوى التضخم، وتتضاعف أرباح المؤسسات وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية ومن ثم تحسين قدرتها التنافسية ، وهو ما يسمى بالحلقة الفاضلة للعملة القوية:

**شكل رقم (05) :الحلقة الفضلة للعملة القوية**




**استمرار التضخم**

**المصدر:** عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص132.

(1) عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 131-133.

**2.1. تخصيص الموارد:** من أهداف سعر الصرف الحقيقي توسيع قاعدة السلع الدولية، وهي السلع القابلة للتصدير من خلال تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية وزيادة إنتاج السلع التي كانت تستورد محليا من خلال استراتيجية إحلال الواردات، كما يؤثر سعر الصرف الحقيقي على إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، فانخفاضها يؤدي إلى زيادة استخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير.

**3.1. توزيع الدخل:** عند تحسن سعر الصرف الحقيقي وبالتالي ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي فإن ذلك يجعله أكثر ربحية ويعود هذا الربح إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيها القدرة الشرائية للعمال، وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الإسمي فإن ذلك يؤدي غلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية وبالتالي تنخفض من حجم استثماراتها.

**4.1. تنمية الصناعة المحلية:** من أجل دعم الصناعة المحلية وتنميتها يمكن للبنك المركزي أن يعتمد سياسة تخفيض سعر الصرف مثلما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة تخفيض العملة لحماية سوقها المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات رغم أنها غيرت سياستها ما بين 1970 و 1990 وتحت ضغط الولايات المتحدة الأمريكية بإعادة تقييم سعر الين إلا أن الفوائض التجارية استمرت في التزايد.

**2. أدوات سياسة سعر الصرف:** لتحقيق أهداف سياسة سعر الصرف تسعى السلطات النقدية إلى استخدام العديد من الأدوات أهمها:

**1.2. تعديل سعر صرف العملة:** إذا كانت السلطات النقدية تهدف إلى تعديل توازن ميزان المدفوعات فإنها تقوم بتخفيض قيمة العملة أو إعادة تقويمها.[1]

**2.2. استخدام احتياطات الصرف:** ويتم ذلك في ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة حتى تحافظ على سعر صرف عملتها فعند انهيار العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية أما إذا كانت احتياطات الصرف غير كافية فإن البنك المركزي يقوم بتخفيض قيمة العملة المحلية.

**3.2. استخدام سعر الفائدة:** ارتفاع سعر الفائدة في بلد ما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى هذا البلد فيزيد الطلب على عملته المحلية ويرتفع سعر الصرف.

**4.2. مراقبة الصرف:** تقضي هذه الأداة بإخضاع المشتريات والمبيعات من العملة الصعبة إلى ترخيص خاص، وتستخدم كذلك لمقاومة خروج رؤوس الأموال.

---

[1]: عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص134.

**5.2. وضع سعر صرف متعدد:** هدف هذا النظام إلى تخفيض أثار درجة التقلبات في الأسواق وتوجه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة، ومن أهم أشكال سعر الصرف المتعدد اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر لصرف أحدهما مغالي فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسي واردات قطاع معين مراد دعمه وترقيته أما السلع غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي.[1]

**ثانيا: سياسية تخفيض القيمة الخارجية للعملة**

هي تلك العملية التقنية التي تقوم بموجبها السلطات العمومية أو النقدية بتخفيض قيمة العملة المحلية اتجاه قاعدة نقدية معينة وبالتالي اتجاه جميع العملات[2] وبهذا المعنى يترتب عليه تخفيض الأسعار المحلية مقومة بالعملات الأجنبية ويرفع الأسعار الخارجية المقومة بالعملة الوطنية، ويراعى في هذه الحالة عدم الخلط بين اصطلاحي انخفاض قيمة العملة الذي يحدث نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب وتخفيض قيمة العملة الذي تتخذه الدولة بناء على سياسة مرسومة، لتحقيق أهداف معينة وعلى رأسها تشجيع صادراتها والحد من وارداتها، وبالتالي تفادي اللجوء إلى سياسات انكماشية في الداخل وتخفيض مستوى الدخل الوطني الحقيقي.

**1. أهمية سياسة التخفيض:** إن التخفيض يجعل من أسعار الصادرات تنخفض من منظور الأجانب وبالتالي فإن الطلب الأجنبي على المنتجات المحلية يميل إلى الارتفاع، اما بالنسبة للواردات فترتفع قيمتها بالنسبة للعملة الوطنية ،هذا ما يجعل من حجم الواردات تميل إلى الانخفاض ،وفي هذه الحالة فإن المنتجين يقومون بتحويل أو نقل عوامل الإنتاج إلى القطاعات التي تسمح لهم بتحقيق مردودية أكثر ولهذا يفضلون الإنتاج في قطاعي التصدير وإحلال الواردات، وفي هذا الإطار يمكن أن يكون سعر الصرف أداة تسيير للعرض والطلب والتخصيص الفعال للموارد، ولا يؤثر التخفيض في حساب التجارة المنظورة فحسب، حيث يساهم في تحسين من جهة أخرى وضعية حساب التجارة غير المنظورة، الراجع إلى زيادة إقبال الطرف الأجنبي على الخدمات المحلية التي يراها منخفضة التكلفة، ويحد من جهة أخرى إقبال الطرف المحلي على الخدمات الأجنبية ،كما يحدث هذا مع رأس المال الأجنبي الذي من دوره أن يساهم في تسحين وانتعاش حساب رأس المال. بالإضافة إلى التأثير المباشر على ميزان المدفوعات قد يكون للتخفيض شان في زيادة دخل الفئات المنتجة وتخفيف عبء مديونيتها وذلك لتسهيل تصريف منتجاتهم في الأسواق الخارجية أو ارتفاع أثمانها في الأسواق العالمية، وبالإضافة إلى حماية الصناعة الناشئة، قد يهدف التخفيض إلى علاج مشكلة البطالة في الاقتصاد الوطني، حيث ينتج عنه التوسع في الصناعات

---

[1]: موسى بخاري لحلو، مرجع سبق ذكره، ص127.

[2]: صفوة عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة 2000، ص33.

التصديرية وقد يقصد من التخفيض أحيانا زيادة موارد الخزانة العامة للدولة، بما يتضمنه إعادة تقويم رصيد الذهب المتاح لديها وفقا للسعر الجديد، كما قد تساهم هذه السياسة في تقليص من فجوة اوكيون.[1]

**2. أسباب تخفيض قيمة العملة:** هناك عدة اسباب تدفع بالسلطات النقدية لتخفيض قيمة العملة منها[2]:

- معالجة العجز في ميزان المدفوعات وذلك بتشجيع الصادرات وتقييد الواردات؛
- العمل على الحد من تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج وتشجيع استيرادها من الخارج؛
- قد يهدف التخفيض إلى زيادة دخل بعض الفئات المنتجة وتخفيف عبئ مديونيتها وذلك لتسهيل تصريف منتجاتها في الأسواق الخارجية أو لتدهور أثمانها في الأسواق العالمية؛
- حماية الصناعات الناشئة بالإضافة إلى علاج مشكلة البطالة في الاقتصاد الوطني، حيث ينتج عنه تشجيع التوسع في الصناعات التصديرية.

**3. شروط نجاح سياسة التخفيض:** إن مسالة فعالية تخفيض قيمة العملة المحلية في علاج الاختلال بالعجز في ميزان المدفوعات، ليست على الإطلاق بالبساطة التي يوحى بها التحليل المتقدم، فهناك أمور كثيرة وشروط دقيقة ومعقدة لابد من توافرها لكي تنجح هذه السياسة في تحقيق الهدف المنشود من ورائها. لقد حدد j.robinson (1737) نجاح سياسة التخفيض في حالة توفر المرونات الأربعة التالية:

**1.3. مرونة الطلب المحلي على الواردات:** إذا كان الطلب المحلي عديم المرونة فإنه لم يحدث نقص في الطلب على الواردات رغم ارتفاع أسعارها بالعملة الوطنية، أما إذا كانت المرونة محصورة ما بين الصفر (0) والواحد(1) فإن الطلب يكون مرن نسبيا ولكن انخفاض حجم الواردات يكون بنسبة أقل من نسبة التخفيض، وبالتالي فعالية التخفيض في هذه الحالة تكون محدودة، أما إذا كان الطلب مرن بنسبة أكبر من الواحد فإن حجم الواردات ينخفض بنسبة التخفيض.[3]

**2.3. مرونة الطلب الأجنبي على الصادرات:** في هذه الحالة نجد أن درجة مرونة الطلب الأجنبي على الصادرات لها علاقة مباشرة بالأسعار وبالتالي على استقرارها وعلى فعالية التخفيض، فإذا كان الطلب الأجنبي عديم المرونة فإنه تكون هناك زيادة في الصادرات رغم انخفاض أسعارها بالعملة الأجنبية، أما إذا كانت المرونة غير منعدمة فإن نسبة النجاح تتوقف على نسبة تغير الأسعار مقارنة بنسبة التخفيض.

**3.3. مرونة العرض المحلي للصادرات:** حيث أنه في هذه الحالة يجب أن يكون للدولة طاقات وقدرات لزيادة صادراتها وهذا لأجل مقابلة الزيادة في الطلب الأجنبي عليها، وبالتالي فهي بذلك تساهم في عدم

---

(1) : والتي يقصد بها الفرق الموجود بين الدخل الناتج عن التشغيل الكامل لوسائل الإنتاج والتشغيل الفعلي لوسائل الإنتاج.

(2): زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، الدار الجامع الجديدة، مصر، 2005، ص293.

(3): فرانسيس جيرونيلام، ترجمة محمد عزيز ومحمد سعد الفاخري، الاقتصاد الدولي، طرابلس، بدون سنة نشر، ص213.

زيادة أسعار الصادرات مما يسمح بنجاح سياسة التخفيض وهذا حسب درجة المرونة، أما إذا كانت السلع المصدرة تدخل في صناعتها مواد مستوردة فإن ذلك قد ينقص من فعالية التخفيض، كون أن هذه المواد المستوردة قد تزيد من تكلفة هذه السلع وبالتالي في أسعارها.

**4.3. مرونة العرض الأجنبي للواردات:** كلما قلت مرونة العرض الأجنبي للواردات كلما قل تأثير التخفيض على حجم الواردات، أما إذا كانت هذه المرونة أكبر من الواحد فان ذلك يساعد على نجاح سياسة التخفيض، ويتضح مما سبق أن التغير في حجم الصادرات والواردات يتوقف على درجة مرونة كل من العرض والطلب المحلي والأجنبي لكليهما.

إن اثر التخفيض لا يترجم بالضرورة بتحسين وضعية حساب المعاملات الجارية، الشرط الضروري لذلك هو شرط مارشال–ليرنر، الذي يستوجب من أجل أن يكون للتخفيض له أثر إيجابي والواردات(DX) على ميزان المدفوعات، أن تكون القيمة المطلقة موزع مرونات الطلب للصادرات (DM) أكبر من الواحد $|DX + DM| > 1$ [1]

وإذا أخذنا بعين الاعتبار عنصر الزمن فان أثر التخفيض يمكن ملاحظته في المنحنى(j) المقابل الذي يعبر عن مرحلتين، الأولى وهي في المدى القصير(أقل من سنة ) ويكون للتخفيض فيها أثر سلبي حيث يزيد من حدة العجز التجاري لان أسعار الواردات مقومة بالعملة الوطنية تزداد بسرعة بينما تبقى أسعار الصادرات والواردات بالعملة التي اتفق على التسوية بها، أما المرحلة الثانية وتظهر في المدى المتوسط( ما بين سنة وأربع سنوات)، ويكون للتخفيض فيها أثار ايجابية على الميزان التجاري، حيث يصبح البلد يستورد السلع الأجنبية التي اصبح سعرها مرتفع بكميات أقل، هذا من جهة ومن جهة ثانية ترتفع صادراته كون أن أسعارها بالعملة الأجنبية أصبحت منخفضة ،إن اشتراط ملائمة المرونات المتعلقة بالطلب الخارجي على الصادرات والطلب الداخلي على الواردات من خلال شرط"مارشال ليرنر" إلا أن الواقع يتطلب شروطا أخرى تتحكم بدرجة أو بأخرى في نجاح او فشل سياسة التخفيض:

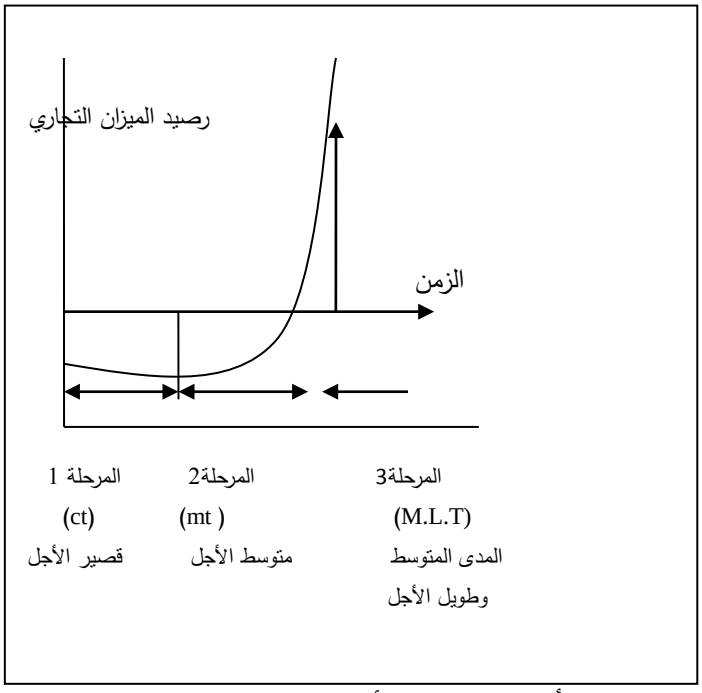
- عدم لجوء الدولة المنافسة لتخفيض عملتها؛
- درجة مرونة الجهاز الانتاجي المحلي قصد احلال الواردات؛
- عدم تجاوز الاتفاق الكلي نسبة الاستثمار وثبات الدخول ، مع ثبات الأسعار المحلية للتصدير؛

(1) سامي عفيف حاتم، مرجع سبق ذكره، ص190.

- عدم قيام الدول الأخرى بإجراءات
- من شأنها عرقلة الوصول

الى هدف التخفيض مثل تقييد الواردات.

**شكل رقم (06) : منحنى (j)**




**المصدر**: بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية – دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011/2010، ص95.

**4. أثار سياسة التخفيض:** تتمثل في: [1]

- لجوء المقيمين إلى ادخار عملات أجنبية بدل المحلية وميولهم إلى الاستهلاك نظرًا إلى ضعف الثقة في العملة المحلية؛
- انخفاض معدل الادخار الوطني مما يؤثر بشكل سلبي على إمكانية تمويل المشاريع التنموية؛
- ظهور المضاربات التجارية وتوجيه رؤوس الأموال إلى الاستثمار في المجالات ذات العائد السريع (الخدمات ...إلخ)؛
- عادة ما يؤدي التخفيض لزيادة عبء المديونية الدولية المعبر عنه بالعملة المحلية؛
- يحدث أثار تضخمية كبيرة وتضرر أصحاب الدخول الثابتة.

[1]: زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الفتح للطباعة والنشر، مصر، 2003، ص 305.

وهكذا فالتخفيض لا يعتبر وسيلة آلية لتسحين وضعية ميزان المدفوعات بل تتوقف الآثار النهائية له على عوامل عديدة متداخلة، فالتخفيض إذ يمهد لمثل هذا التحسن فإن الأثر النهائي له يتوقف على السياسة الاقتصادية اللاحقة للتخفيض.

**ثالثا: سياسة رفع قيمة العملة**

إن عملية رفع قيمة العملة هي عملية معاكسة لعملية تخفيض قيمة العملة حيث تشير إلى زيادة عدد الوحدات من العملات الأجنبية مقابل الوحدة النقدية الوطنية الواحدة.[1]

**1. أهداف الرفع من قيمة العملة:** وتهدف هذه العملية إلى تخفيض الفائض التجاري بعد رفع سعر النواتج المصدرة وتخفيض سعر النواتج المستوردة، ففائض ميزان المدفوعات المستمر لأمد طويل نسبيا يمثل فعليا بالنسبة للدولة التي تسجله مساوئ عدة نظرا لكونه يسبب تدفقا للسيولة التي تعتبر ضمن العوامل التضخمية، إضافة إلى ما تقدم إن الخطورة تتفاقم عندما تقود المضاربة في أسواق الصرف إلى اجتذاب رؤوس الأموال القصيرة الأجل نحو البلدان ذات العملات التي تقيم على أنها دون قيمتها الحقيقية بانتظار رفع تلك القيمة لاحقا[2].

أما مصطلح ارتفاع العملة فهو يشير إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية لبلد ما إزاء العملات الأجنبية الأخرى، ولا شك أن العوامل المؤدية إلى رفع قيمة العملة ستعاكس تلك المؤدية إلى انخفاض قيمة العملة التي أشرنا لها أنفا.

**2. أسباب رفع قيمة العملة:** من أهم الأسباب التي تدعو السلطات النقدية إلى رفع القيمة الخارجية لعملتها هي:

- وجود فائض في ميزان المدفوعات؛
- لمعادلة الارتفاع الحاصل في الأسعار العالمية لسلعة إستراتيجية، كما قامت به فرنسا حينما عملت على رفع الفرنك الفرنسي لمواجهة الارتفاع في أسعار النفط خلال فترة السبعينات؛
- لتدعيم العملات الأجنبية الأخرى كما فعلت ألمانيا واليابان حينما رفعتا قيمة عمليتهما لدعم الدولار الأمريكي عندما امتنعت الولايات المتحدة الأميركية تخفيض قيمة الدولار لأسباب معنوية تتعلق بسمعتها؛

ويمكننا القول في الأخير أن رفع قيمة العملة الوطنية هو من الإجراءات التي نادرا ما تقدم عليها الدولة بصورة طوعية وغالبا ما يكون تغيير سعر الصرف باتجاه تخفيض قيمة العملة الوطنية.

---

[1]: عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص 154.

[2]: وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2001، ص 293.

**رابعا: سياسة الرقابة على الصرف**

لقد ظهرت هذه السياسة منذ زمن بعيد في شكل منع استيراد وتصدير المعادن النفسية والمسكوكات فانتشرت أكثر بعد الحرب العالمية الثانية، وخاصة بعد انهيار قاعدة الذهب وأزمة الكساد العالمية بطرق مختلفة تتماشى مع التطورات والتغيرات الاقتصادية لهذه الدول.

**1. تعريف الرقابة على الصرف:** هي أداة لتنظيم الصرف من طرف الدولة، وفيه تكون كل المشتريات والمبيعات من العملات الأجنبية محتكرة من طرف البنك المركزي، كما يقوم هذا الأخير بتوزيعها على مختلف القطاعات، إن الرقابة الإدارية على موارد البلاد من الصرف الأجنبي وعلى وجوه استعمال هذه الموارد في شتى الأغراض، نظرا لما يترتب على إحداث التكافؤ باستمرار، بين إيرادات البلاد ومدفوعاته من تثبيت سعر صرف العملة الوطنية بالعملات الأجنبية عند المستوى المقرر.[1]

هي ذلك الإشراف الحكومي الذي ينظم عمليات طلب وعرض العملات الأجنبية، فلا يتيح للمتعاملين حرية التصرف به بل تفرض إجراءات تقييدية، بخصوص ما يتحصلون عليه من حقوق أجنبية وما يدفعونه للخارج.

في بداية الأمر كان نظام الرقابة يهدف إلى تحقيق ثبات واستقرار أسعار صرف العملة مقابل العملات الأجنبية لكن مع حصول اغلب الدول على استقلالها ومحاولاتها في إرساء التنمية الاقتصادية من خلال النظام الشامل، عمدت إلى اتخاذ نظام الرقابة باعتباره وسيلة من وسائل السياسة النقدية، .

**2. أهداف الرقابة على الصرف:** لقد حاولت الكثير من الدول إتباع هذه السياسة طمعا للوصول إلى نتائج إيجابية في التنمية الاقتصادية:

- تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، وذلك عن طريق قيام الدولة بالحد من الواردات غير الضرورية وتشجيع الصادرات ذات الأهمية الكبرى؛
- المحافظة على القيمة الخارجية للعملة الوطنية، كون أن التغير الذي يحث فيها ينعكس على حركة الصادرات والواردات وكذا رؤوس الأموال؛
- حماية الصناعات المحلية الفتية من المنافسة الخارجية وكذا التشجيع على استيراد السلع الضرورية والحد من استيراد السلع الكمالية، كل هذا يساهم في دعم خطط التنمية الاقتصادية؛
- توجيه رؤوس الأموال الأجنبية إلى الميادين الاستثمارية التي تنسجم مع اتجاهات السياسة الاقتصادية للبلد، كما يساهم هذا في تنمية الاحتياطي من العملات الأجنبية ويساعد في التخفيف من عبئ المديونية الخارجية؛
- تتخذ الدولة الرقابة على الصرف كأداة للتمييز في المعاملة، لا بين مختلف الطوائف السلعية ولكن حتى بين مختلف الدول على حسب الأولويات.

---

[1]: محمد زكي شافعي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1973، ص105.

**3. أشكال الرقابة على الصرف:** ويمكن القول أن هناك ثلاثة أشكال رئيسية للرقابة على الصرف:[1]

- **الرقابة الكمية على الصرف،** وتعتمد على التدخل الإداري المباشر في إحداث التكافؤ بين إيرادات الدولة ومدفوعاتها وعلى قرارات السلطة النقدية في توزيع الصرف على طالبيه، وتتمثل في إلزام الأفراد أن يعرضوا للبيع على السلطة كافة ما يتحصل عليه من عملة أجنبية أو من حقوق بالعملة الأجنبية، أو يتم إخضاع المعاملات لضرورة الحصول على ترخيص إداري سابق كما يمكن للبلد أن يمارس في هذا السياق سياسة التمييز في المعاملات؛
- **الرقابة السعرية أو تعدد أسعار الصرف،** التي تهدف للسيطرة على الطلب على الصرف الأجنبي عن طريق فرض سعر خاص لكل طائفة من طوائف المعاملات الاقتصادية أو لكل نوع منها وهي تمتاز بتعدد الأسعار التي تبيع أو تشتري به السلطات النقدية للصرف الأجنبي، وهذا على أساس تحديد سلسلة من أسعار صرف العملة الوطنية بالنسبة لكل عملة أجنبية حسب أهمية كل سلعة في الاقتصاد الوطني، .
- **الرقابة المختلطة أو المركبة،** ويعترف في ظلها لكل من سعر الصرف والتقدير الإداري بدور أساسي في الرقابة على المعاملات التي تتولد عنها مدفوعاتها.

**4. أساليب الرقابة على الصرف:** يمكن سرد أهمها على النحو التالي:

– **اتفاقية المقايضة:** من خلال قيام الدول باستبدال سلعها مقابل سلع معادلة لدولة أخرى، دون ان يترتب عن ذلك أي تحرك نقدي، وهذا النوع من الاتفاقيات طبع علاقات الدول الاشتراكية سابقا وكذا الدول النامية؛

- **اتفاقية الدفع:** ويقصد بها الاتفاق بين بلدين على تخصيص قروض ثنائية لمدة معينة وعلى أساس سعر صرف محددة وثابت ،هدفها تمويل التبادلات المختلفة؛
- **اتفاقية المقاصة:** بموجب هذه الاتفاقات يقوم صندوق التسوية بتحصيل مدفوعات مستورد معين ودفع مستحقات المصدر؛
- **اتفاقية القائمة:** قد تتفق بلدان في إطار المبادلات التجاري الثنائية على وضع قائمة من السلع التي يمكن استيرادها من خلال الالتزام بتقديم ترخيص الاستيراد فيما يخص المنتجات التي تم الاتفاق عليها؛
- **نظام سعر صرف الموحد:** يتم تحديد سعر صرف إداري رسمي يوميا، ويكون موحدا لجميع المعاملات مقابل العملات الأجنبية، تحدده السلطات النقدية على أساس السعر الحقيقي، لكن بالزيادة قصد تشجيع الصادرات ودخول رؤوس الأموال الأجنبية والحد من الواردات؛

---

[1]: محمد زكي شافعي، مرجع سبق ذكره، ص169.

- **سعر الصرف المتعدد:** هذه الأداة تمكن الدولة من تحقيق أغراض تنموية بفرضها لأسعار صرف تفضيلية بالنسبة لقطاعات تحظى بالتشجيع والأولوية، وتطبيق سعر الصرف المرتفع الذي تقصد من ورائه الدولة إتباع سياسة إحلال الواردات، والحد من استيراد بعض السلع التي تثقل كاهلها بالنظر إلى القيمة الإجمالية للوا رادات.

**5. أثار الرقابة على الصرف:** يمكن إيجازها فيما يلي: [1]

– تقف عائقا في وجه نمو المبادلات التجارية وذلك من خلال فرض قيود على حركة التصدير والاستيراد؛

– تعرقل حرية تنقل رؤوس الأموال من وإلى الخارج وهو ما يسبب تخوف المستثمرين من عدم إمكانية تحويل أرباحهم الأمر الذي يعيق جلب الاستثمارات الأجنبية؛

– يؤدي إلى التضخم المحلي والمغالات في تقييم العملة الوطنية كما تساعد على ظهور سوق صرف موازية؛

– يؤدي نظام الرقابة على الصرف إلى تشويه الحوافز الاقتصادية وفرض تكاليف على الاقتصاد من خلال سوء توزيع الموارد الإنتاجية والاستهلاكية.

**خامسا: سياسة مال موازنة الصرف**

عندما تركت بعض الدول نظام الذهب، بدأت قيم عملتها تتقلب في حدود واسعة مما أدى إلى إقبال المضاربيين على عمليات المضاربة في الصرف الأجنبي بقصد الربح، كما أخذت رؤوس الأموال تنتقل من دولة إلى أخرى سعيا وراء الأمن والطمأنينة، واجتنابا لتقلب أسعار الصرف فقد أنشأت انجلترا عام 1932، وتلتها الولايات المتحدة الأمريكية عام 1933 ما سمي بمال موازنة الصرف، تحتاجه السلطات النقدية حتى تتمكن من الحفاظ على سعر الصرف داخل الحدود المرغوبة، على أنه كلما اتسع المدى الذي ينقلب خلاله سعر الصرف، كلما أعطى ذلك دورا اكبر للتغيرات في هذا السعر، وفي نفس الوقت تزايد احتياج سوق الصرف بقدر أكبر من رصيد العملات لموازنة الصرف وذلك لمواجهة التقلبات الحادة والمفاجئة في سعر الصرف التي تخلقها قوى المضاربة.

**1. تعريف سياسة مال موازنة الصرف:** تحاول الدولة المحافظة على سعر الصرف الرسمي الثابت بإتباع سياسة موازنة سعر الصرف وذلك بأن تكون الحكومة رصيدا رسميا من الدولارات يتم التصرف فيه بالبيع والشراء، فاذا زاد الطلب على الدولار تتدخل السلطات النقدية وتبيع كمية من الدولارات من رصيدها

[1] : محمد أمين بربري، الاختبار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ، 2011/2010، ص 70.

الرسمي، أما إذا انخفض الطلب على الدولار تتدخل السلطات النقدية بالشراء ويتم تحديد سعر الصرف الرسمي عن طريق حدين حد أقصى مثلا 85 دينار وحد أدنى 65 دينار للدولار.[1]

**2. شروط نجاح سياسة مال موازنة الصرف:** لابد من:

- ضرورة توافر رصيد كافي لدى الحكومة من العملة الأجنبية كي تشتري وتبيع به العملة الأجنبية لموازنة سعر الصرف؛
- في حالة زيادة الطلب على الدولار مثلا تقوم الحكومة ببيع كمية من الدولارات لمنع سعر الصرف من الانخفاض عن الحد الأدنى؛
- إذا كان سعر الصرف داخل الحدود الرسمية لا تشتري ولا تبيع الحكومة، وهذا دليل نجاح الحكومة وهنا يظل احتياطي الدولار في حالة استقرار نسبي، إذ يتغير احتياطي الدولار زيادة أو نقصانا في حدود معقولة؛
- أما إذا أخطأت الحكومة في تقدير سعر الصرف الذي ينبغي المحافظة عليه وحددت سعر الصرف الحر أعلى بكثير أو أقل بكثير مما تقرره ظروف العرض والطلب فإنها ستواجه تقلبات شديدة في احتياطي العملة الأجنبية.

[1] : السيد محمد أحمد السريتي، اقتصاديات التجارة الدولية، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص ص 232، 233.

## المحور الرابع: النظريات المفسرة لسعر الصرف

يعتبر سوق الصرف متغير اقتصادي شديد الحساسية للعوامل الداخلية والخارجية، خصوصا بعد اتساع حصة التجارة الخارجية في الناتج المحلي الإجمالي وتطور أسواق المال وانفتاحها على المستثمرين الدوليين، ويعتبر سعر الصرف حلقة ربط مهمة بين الاقتصاد ومحيطه الخارجي ومقياسا هاما لحجم معاملاتها، وعاملا مؤثرا على تنافسيتها، لذلك يجب أن يؤدي دورا متناميا في تحقيق التوازنات الداخلية والخارجية للاقتصاد، وكما أن لسعر الصرف تأثير على بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية فإنه يتأثر بالمقابل ببعض المتغيرات الاقتصادية، وهو ما حاول بعض الاقتصاديين، تحديده، أمثال ،كاسل كينز، مارشال وفاما، من خلال تفسير التغيرات في أسعار الصرف، من خلال البحث في العلاقات السببية التي تربط هذا السعر ببعض المتغيرات الاقتصادية ،كالتضخم، معدلات الفائدة، ميزان المدفوعات..إلخ، ونتج عن هذه الجهود ظهور العديد من النظريات التي حاولت تفسير هذه التغيرات، وإن كانت هذه المحاولات تجد ما يفسرها في المدى المتوسط والطويل، فإن فريق أخر من الاقتصاديين والفنيين انطلاقا من قناعهم بكفاءة سوق الصرف وعشوائية التغيرات فيه، حاولوا تفسير التغيرات في أسعار الصرف على المدى القصير انطلاقا من سلوك المتعاملين في سوق الصرف وتكرار حدوثه وهذا ما سيتم تناوله في هذا المحور كما يلي:

أولا: نظرية تعادل القوى الشرائية

ثانيا: نظرية تعادل أسعار الفائدة

ثالثا: نظرية كمية النقود

رابعا: نموذج توازن المحفظة.

**أولا: نظرية تعادل القوى الشرائية**

ظهرت نظرية تعادل القوى الشرائية إلى حيز الوجود خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تلتها عندما أيثر التساؤل عن كيفية إعادة تحديد أسعار التعادل **pority** بين عملات الدول التي كانت قد تركت قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شيد في أسعار الصرف.

إن الفكرة الأساسية لنظرية تعادل القوى الشرائية اقترحت في كتابات الاقتصاديين ويلتي وريكاردو في العشرية الأخيرة منذ القرن التاسع عشر والتي قام بتطويرها بعد ذلك الاقتصادي السويدي كوستاف كوسل 19920 بعد الحربين العالميتين، ونسبتا إليه، وقد درست بعد ذلك من طرف عدة اقتصاديين وبالأخص النقديين منهم.

حاول الاقتصادي السويدي البرفيسور جوستاف كاسلgustav cassell أن يبحث عن أساسا جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى الأخرى بخلاف أساس الذهب، وقد خرج بنظريته "تعادل القوى الشرائية" التي تقوم على فكرة أن سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها الداخلية مع قوتها الشرائية في سوق دولة أخرى وذلك بعد تحويلها إلى عملة هذه الأخيرة وفقا لسعر الصرف الذي يحقق هذا التعادل.[1]

**1. فرضيات النظرية :** تتمثل فيما يلي:

– عبر كوسل عن مضمونها في الشكل التالي:" سيسود سعر صرف معين بين دولتين، إذا سادت حرية التجارة بينهما، وظل ثابتا مع استثناء تغيرات بسيطة طالما لم يطرأ أي تغير على القوى الشرائية لإحدى العملتين، أو طالما لم توضع عقبات دون التبادل، اما إذا أصيب اقتصاد الدولة الأولى بالتضخم ونقصت القوة الشرائية لنقدها في قيمة نقد الدولة الثانية تنخفض أيضا بنفس النسبة، وعلى ذلك فإن ارتفعت الأسعار في الدولتين فان سعر الصرف الجديد الذي يسود يكون مساويا للسعر الأصلي × النسبة بين درجة ارتفاع الأسعار في الدولتين؛[2]

– تفترض هذه النظرية أن أسعار السلع والخدمات، تعدل حيث سعر الصرف في البلدين اللذين يتاجران فيما بينهما يصبح متساويا؛

– تعتمد هذه النظرية على أساس معقول هو أن سعر الصرف وهو يؤدي إلى تحويل قدر من العملة الوطنية إلى قدر من العملة الأجنبية ينبغي أن يسمح بشراء نفس القدر من السلع والخدمات في الدولتين

---

[1]: مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997 ص129.

[2] : محمد الناشر، التجارة الداخلية والخارجية، منشورات جامعة حلب، سوريا، بدون سنة نشر، ص176.

أو بمعنى أخر أن القوة الشرائية للنقود إذ تم التعبير عنها بعملات مختلفة ينبغي أن لا تتغير من دولة الى أخرى؛ [1]

فإذا كان مستوى الأسعار منخفض جدا في دولة بالنسبة لدولة أخرى، فإنه من المربح شراء سلع من السوق الأول، وإعادة بيعه في السوق الثاني بهذا الفعل فإن الطلب على سلع الدولة الأولى سوف يرتفع مما يؤدي إلى ارتفاع سعر العملة لهذه الدولة مقارنة بسعر عملة الدولة الثانية، ولتوازن مستوى الأسعار ومعدلات الصرف لهذين البلدين يجب أن تكون القدرة الشرائية لوحدة نقدية محلية في بلد هي نفسها القدرة الشرائية لعملة البلد الثاني في الخارج.

بمعنى أنه عندما تكون للوحدتين النقديتين المختلفتين نفس القدرة الشرائية، أي يمكننا الحصول بكليهما على نفس الكمية من السلع والخدمات في كلا البلدين، فإن سعر الصرف بين هذين البلدين سوف يتساوى، أما إذا اختلفت أسعار الشراء لنفس اللسع في بلدين مختلفين فإن سعر الصرف يساوي سعر الشراء لسعة ما عند بلد ما مقارنة مع سعر الشراء لنفس السلعة عند الغير" .

وللنظرية صورتان: الصورة المطلقة والصورة النسبية .

**2. تعادل القوى الشرائية المطلق:** تقول النظرية في صورتها المطلقة أن سعر صرف أي عملة مقوما بوحدات من عملة أخرى يتوقف على القوة الشرائية للعملتين كل في بلدها، ومن ثم يتحدد سعر الصرف باستخراج النسبة بين مؤشرات الأسعار في البلدان المختلفة ويكون سعر صرف أي عملتين يساوي النسبة بين مؤشري الأسعار في بلدي العملتين.[2]

سعر الصرف = مستوى الأسعار في الخارج/مستوى الأسعار في الداخل.

تعادل القوى الشرائية المطلق يستعمل قانون السعر الموحد لسلة من السلع في إطار المقارنة الدولية هذا القانون يتضمن أنه إذا غابت تكلفة تحويل الأسعار، نفس السلعة تتساوى في مختلف البلدان بفعل المضاربة عند ما تكون على نفس السلعة.

ولتوضيح قانون السعر الموحد، نضع $P_I$ و $P_I^*$ على أنها أسعار بالعملة الوطنية والعملة الأجنبية على التوالي المادة I ( سلعة أو خدمة) و E هو سعر الصرف معرف كسعر العملة الأجنبية قانون السعر الموحد يعرف إذن كتالي : $P_I = EP_I^*$ [3]

ومن هذا فإن سعر الصرف يساوي $E = P_I/P_I^*$

بمعنى أن سعر الصرف= مستوى السعر الأجنبي /مستوى السعر المحلي

---

[1]: عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية ، الدار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص128.

[2] : مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 129.

[3]:Robert Laferrnce, Lawrence Schembre, Parité Du Pouvoir D'achat : Définition Interprétation , Revue De La Banque Du Canada, Octobre 2002, p31.

**مثال:** إذا افترضنا أن قانون السعر الموحد صحيح، سوف تكون في وضعية اين يكون فيها السعر يساوي 10 يبرزوسات أي 1$ =10 بيزوس

بالقانون السابق: سعر الدولار= مستوى السعر الأجنبي/مستوى السعر المحلي.

= 10.000 بيزوس/1000 $

1$ = 10 بيزوس

وبهذا المعدل سعر السلعتين سوف يكون متساويا في كلا البلدين، وبذلك نستطيع القول ان العملتين لهما نفس القدرة الشرائية.

تطبيقا ليس عاما ما نلاحظه، فسعر الصرف يخضع لعدة عوامل أخرى غير مستوى السعر ولعدة أسباب نري تعادل القوى الشرائية المطلق لا يمكن مراقبتها عمليا مما ينقص إستعمالها كنظرية لتحديد سعر الصرف وهذه الأسباب هي:

- تواجد السلع والخدمات غير متغيرة مهما كانت المضاربة؛
- تكاليف التحويل الهائلة التي ترافق تبادل السلع خاصة تكاليف النقل والحصول على المعلومات التعريفات، الضرائب ومختلف الحواجز التي تجعل المضاربة مكلفة؛
- التركيبة المختلفة لسلة من السلع والخدمات من بلد لأخر تشير إلى حجم مستوى الأسعار المحلي خصوصا في حالة المؤشرات التي تنشأ عن وظيفة الإنتاج أكثر من الاستهلاك؛

هذه الأسباب دفعت إلى تغيير نظرية تعادل القوى الشرائية المطلق بتعادل القوى الشرائية النسبي.

**3. تعادل القوى الشرائية النسبي:** إن نظرية تعادل القوى الشرائية النسبي عموما يمكن أن تطبق لإعادة الحساب أين تكون الأسعار الأجنبية والمحلية غير متساوية، حين ترتبط بعلاقة مستقرة$P^* = KEP$

أين:

$P^*$ : التضخم الأجنبي .

K : الفرق المستقر بين أسعار السلع المحلية والأجنبية.

P: التضخم المحلي.

فكل التغيرات في الأسعار المحلية والأجنبية يجب أن تعوض بـ: تغير نسبي(e) لسعر الصرف أين:

$er = e + P-P^* = O$ OU $^2e= P^*-P$

فهي ترى أن سعر الصرف يتطور بصفة تعكس التغيرات في مستويات الأسعار في زمن ما، لكن ليس بحاجة إلى إرجاع هذه المستويات للتساوي:

التغير في سعر الصرف= التضخم في الخارج/التضخم في الداخل

هذه العلاقة بين معدلات التضخم وقيمة التغيرات في معدلات الصرف تتضمن أن أسعار الصرف الحقيقية هي ثابتة وتدعى الصيغة النسبية لتعادل القوى الشرائية، وللتمييز بينها وبين الصيغة المطلقة التي تهتم بمستويات الأسعار وأسعار الصرف.

فبلد ما يعرف معدل تضخم مرتفع عن ما يجب أن يكون، فإن عملته يجب أن تخفض بقيمة تساوي الفرق في التضخم، عكسيا معدل التضخم محلي أقل ارتفاعا من الخارج، يجب أن يرتفع تقدير العملة المحلية مثلا: نفترض أن سعر الصرف 1 أورو= 0.8 دولار في بداية السنة وأن معدل التضخم لهذه السنة في منطقة الأورو هو 1.5% وفي الولايات المتحدة الأمريكية هو 2.5%، وإذا كان تعادل القوى الشرائية النسبي صحيحة فإن الأورو سوف يرتفع تقدير قيمته بـ:

1% بالنسبة للدولار وبذلك يرتفع من 0.8 $ إلى 0.88 $ [1]

إن تعادل القوة الشرائية النسبي هو مثله تعادل القوى الشرائية المطلق لأنها يمكن أن تكون صحيحة حتى إذا كانت تعادل القوى المطلقة غير ذلك، فإذا كانت العوامل تسبب تغيرات في تعامل القوى الشرائية المطلقة أكثر أو أقل استقرار في زمن ما، فإن التغيرات النسبية في مستويات الأسعار يمكن أن تقرب من التغيرات النسبية في مستويات الأسعار يمكن أن تقرب من التغيرات في أسعار الصرف.[2]

**4. انتقادات النظرية:** على الرغم من النتائج التي تستطيع أن تصل إليها هذه النظرية إلا أنها قد تعرضت لعدد من الانتقادات أضعفت من قيمتها وأدت إلى إهمالها والتخلي عنها، كنظرية تفسير تغيرات سعر الصرف، ومن أهم هذه الانتقادات نجد نوعان :الأول إحصائي والثاني اقتصادي.

فأما عن الإحصائي، فهو متعلق بفكرة قياس القوة الشرائية أو مستوى الائتمان ذاته فنحن نعرف أن الاقتصاديين يبحثون في هذا الصدد إلى استخدام الأرقام القياسية ولكن فكرة الأرقام القياسية لا تخلو من صعوبات نظرية وعملية، فمن الصعب الارتكاز على أساس مقبول لتكوين الأرقام القياسية.

والتضخم يقاس بمؤشر الأرقام القياسية عادة، أو هذا المؤشر يجمع مجموعة من السلع ويحدد بعدة طرق حسب كل دولة على حدى مثلا دولة الصين تعتمد كلية على مادة الأرز، وبذلك فإن مؤشرها ليس كمؤشر دولة تعتمد على البن أو غيرها، بالأخرى ليس هناك اتفاق حول الأرقام القياسية، أما عن الانتقاد الاقتصادي، فيتمثل فيما يلي:

- هذه النظرية تعتبر أن الأشخاص يرغبون في الحصول على العملات فقط لشراء السلع والخدمات بينما أحيانا الرغبة في العملة تكون الأشياء أخرى كالسياحة، وبالتالي فإن الطلب على العملة ليس فقط من جراء ما تشتريه من سلع وخدمات؛
- تعتبر النظرية غير واقعية لأنها لا تأخذ في الاعتبار تكاليف النقل المترتبة على التجارة الدولية؛
- تتجاهل وجود بعض السلع والخدمات التي تدخل ضمن نطاق التجارة الخارجية لعدة اعتبارات ومن ثم لا توجد وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية فيما بينها؛

---

(1): Bernard Ghilochon, Ammvie Kawechi, Economie International , Commerce Et Macro Economie, 1éme Edition , Dunod, Paris, 2003, p281.

(2) : عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 128.

- تعتبر هذه النظرية أن سعر الصرف له علاقة مباشرة بالأسعار، فإذا ارتفعت أو انخفضت يرتفع أو ينخفض بدورها الرغبة في الحصول على سعر الصرف، بمعنى إذا كانت الأسعار عادية بين دوليتين فإننا تشتري السلع وإذا انخفضت كذلك، أما إذا ارتفعت فإننا نقلل الطلب ومن هذا فإن النظرية قد تجاهلت أن يكون الطلب غير من مرن، وبالتالي حتى ولو ارتفعت الأسعار فإننا نشتري المواد الأساسية؛
- يوجد عوامل أخرى تؤثر في تحديد سعر الصرف مثل تغير أذواق المستهلكين وظهور منتجات بديلة؛
- لا تقدم النظرية تفسيرا مقنعا للتغيرات قصيرة الأجل التي تحدث في أسعار الصرف، فهذه النظرية تعكس قدرة أسعار الصرف في المدى الطويل أن تعوض الاتجاهات المختلفة بمستويات الأسعار في الدول المختلفة، عملة الدولة التي تتمتع بمعدل تضخم أعلى عرضة للانخفاض في قيمتها بنفس المعدل الذي يتساوى مع الفرق في معدلات التضخم؛
- نتائج هذه النظرية تتعارض مع واقع التجارب العملية، حيث أن الانتقادات وجهت إلى عدم وجود أي حالة يكون فيها سعر الصرف بين عملتين مماثلا للنسبة القوى الشرائية لكل منهما؛
- إلا أن كل هذه الانتقادات لا تعني أن النظرية خاطئة بصفة مطلقة، وإنما تتجه بصفة خاصة إلى تلك المحاولة التي ترتبط بصورة ميكانيكية ومطلقة وسعر الصرف والقوى الشرائية للنقود ولكن ذلك لا ينفي وجود علاقة بين مستويات الأسعار المحلية وأسعار صرف العملات، وأن القوى الشرائية تؤثر في سعر الصرف وأنها تعتبر من بين العناصر التي تتحكم في تحديده.

**ثانيا: نظرية تعادل أسعار الفائدة**

إن رؤوس الأموال تتجه نحو المراكز المالية ذات معدلات الفائدة المرتفعة بحثا عن أكبر عائد ممكن، وهو ما يؤثر بالضرورة في قيمة عملتي البلدين(البلد المستقبل لرؤوس الأموال والبلد المصدر لها) فلو افترضنا أن معدل الفائدة على أذونات الخزانة (الأخذ كمثال أذونات الخزانة راجع إلى كون هذه الأصول تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة جدًا، مما يعني أنها تلبي أحد فروض هذه النظرية والمتمثل في تماثل درجة المخاطرة) في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا هو 4% و6% على التوالي، فإن ذلك سيؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال من البلد الذي يكون فيه معدل الفائدة منخفض إلى البلد الذي يكون فيه هذا المعدل مرتفع وقد ينتج هذا السلوك من الأمريكيين المقيمين في الولايات المتحدة الأمريكية او من المستثمرين البريطانيين على حد سواء (من خلال سحب رؤوس أموالهم من الولايات المتحدة الأمريكية وتحويلها إلى بريطانيا)، إن هذا الانتقال الذي يعبر عن إعادة توزيع في الحوافظ المالية للمستثمرين الدوليين، سيؤدي إلى زيادة الطلب على الجنيه مما يجعل قيمته ترتفع في سوق الصرف.

مما سبق يتضح أن قرار المستثمرين بتحويل موطن الاستثمار يتأثر بفروق معدلات الفائدة ويؤدي تعديل سعر الصرف استجابة للتغير الذي يحدث في العرض والطلب في سوق الصرف وهو ما يعني أن معدلات الفائدة، تعتبر من المحددات الهامة لسعر الصرف، وتجدر الإشارة، إلى أن تأثير حركة رؤوس الأموال على سعر الصرف تكون بسب وجود فروق في معدلات الفائدة في أصول تتميز بدرجة مخاطرة متساوية [1] ويعود الفضل للاقتصادي الشهير كينز في تنظيم هذه العلاقة، وتحديد كيفية تأثير التغيرات في معدلات الفائدة على أسعار الصرف.

**1. مضمون النظرية:** ترى نظرية تعادل معدلات الفائدة بأنه لا يمكن للمستثمر أن يحصل على عائد أكبر في الخارج من العائد يحصل عليه في السوق المحلي، حتى وإن كانت معدلات الفائدة بينهما مختلفة لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الأجل فالمدخر الأمريكي في المثال السابق الذي يرغب في توظيف أمواله في السندات البريطانية يكون معرض لخطر الصرف، وينبع هذا الخطر من حدوث تغير في سعر الصرف الحاضر الذي يسود عند استحقاق السند عن الذي يتوقعه، وكما هو معلوم فإن هذا المستثمر ليستطيع تغطية خطر الصرف عن طريق التعامل في الأسواق الآجلة ببيع الجنيه الاسترليني الذي يتوقع أن يحصل عليه في المستقبل مقابل الدولار إن التعامل بالعقود الآجلة سوف يضمن لذلك المستثمر سعر صرف معين عند بلوغ السند تاريخ الاستحقاق وفي الوقت ذاته، ستتواصل عملية انتقال رؤوس الأموال حتى يحدث التوازن بين فروق معدلات الفائدة، والفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الأجل[2]

**2. فرضيات النظرية:** تقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية: [3]

- تماثل الأصول داخل وخارج البلد، حيث المخاطرة وأجال الاستحقاق؛
- عم وجود تكاليف إضافية على المعاملات؛
- حرية حركة رؤوس الأموال.

**3. صياغة النظرية:** انطلاقا من المثال السابق، نلاحظ بأن هناك خيارين أمام المستثمرين الخيار الأول يتمثل في توظيف رؤوس أموالهم (M) في السوق المحلي لمدة سنة مثلا، ويحصلون في النهاية على: [4]

$M(1+i_d)$.....(1)

حيث أن:

$i_d$ : هو معدل الفائدة في السوق المحلي.

M : المبلغ الموظف.

---

(1): Bernard Bermier Et Yves Simon , Initiation A La Macroéconmie , 8éme Edition , Dunod, Paris , France, 2001, p398.

(2) جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص 154.

(3): Richard Bailie Et Patrick Mc Machon, Le Marché Des Changes, Edition Eska , France 1997, p 145.

(4): Josette Peyrard, Risque De Change , Edition Vuibert, Paris , 1986, p74.

الخيار الثاني يتمثل في توظيف تلك الأموال في السوق الأجنبية والقيام بعملية التحوط، وبالتالي فإن ما يحصل عليه المستثمر في النهاية يمكن حسابه بالعلاقة التالية:

$$\frac{M}{c_c}(1+i_e)C_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث أن:

$C_C$ : يمثل سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية في السوق الحاضر.

$C_t$ : يمثل سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية في السوق الأجل.

$i_e$: هو معدل الفائدة في السوق الأجنبي.

$\frac{M}{c_c}$ : تمثل عملية تحويل المبلغ بالعملة الأجنبية إلى العملة المحلية في سوق الصرف الحاضر.

تعبر الصيغة رقم (2) عن المبلغ المكتسب بالعملة الأجنبية وهي معاملة غير معرضة لخطر الصرف على أساس أنها تحسب بدلالة سعر الصرف الأجل، إن المستثمر الذي يقوم بالتحوط من مخاطر الصرف يكون في الغالب مستعد على حد سواء للاستثمار في الأدوات المالية المحلية أو الأجنبية على أساس أن هناك تكافؤ في العائد المتوقع، ويمكن التعبير عما سبق بالصيغة الرياضية التالية:

$$M\,(1+i_d) = \frac{M}{c_c}(1+i_e)\,C_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

الصيغة السابقة تعني عدم وجود فرق بين العوائد الناتجة عن الاستثمار في السوق الدولي والعوائد الناتجة عن الاستثمار في السوق المحلي في حالة التحوط بصيغة أخرى ان المستثمر سواء قام بتوظيف أمواله في السوق المحلي أو الأجنبي فإنه في الأخير يتحصل على نفس المبلغ، حسب هذه النظرية عند تحويل الأموال إلى عملات أجنبية بسعر الصرف الحاضر وتوظيفها في الأسواق الأجنبية بمعدل فائدة مختلف وإعادة بيعها لأجل، فمن خلال المعادلة رقم (3) نحصل على:

$$\frac{C_t}{c_c} = \frac{1+i_d}{1+i_e} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

بطرح الواحد (1) من المعادلة رقم (4) نحصل على:

$$\frac{C_t - c_c}{c_c} = \frac{i_d - i_e}{1+i_e} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

وإذا اعتبرنا أن قيمة $_e$ معدل الفائدة الأجنبي صغير جدا يمكن كتابة المعادلة (5) بالشكل التالي:

$$\frac{C_t - c_c}{c_c} = i_d - i_e \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6)$$

يطلق على المعادلة السابقة اسم شرط تعادل سعر الفائدة المغطاة، ويعني هذا الشرط أن الفرق بين سعر الفائدة على الأصل المالي المحلي، وبين سعر الفائدة على الأصل المالي الأجنبي ينبغي أن يعادل تقريبا العلاوة الآجلة أو الخصم الأجل في سوق الصرف الأجنبي.

وهناك صيغة أخرى للنظرية تعرف بشط تعادل سعر الفائدة غير المغطاة، ومفاده أن المستثمر عوض التحوط من خطر الصرف سيعتمد على ترك المركز المالي الخاص به مفتوحا ويبني قراراته على أساس توقعاته بشأن سعر الصرف في المستقبل، وبنفس المنهجية السابقة مع تعويض سعر الصرف الأجل في المعادلات السابقة بالسعر المتوقع الذي نرمز له بـ$c^e$ نحصل على شرط تعادل معدلات القائدة غير المغطاة وفقا للصيغة التالية:

$$\frac{c^e - c_c}{c_c} = i_d - i_e \dots\dots\dots\dots (7)$$

إن تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة عبارة عن شرط يقوم على الربط بين الفروق في أسعار أدوات مالية متشابهة في بلدين وبين التغير المتوقع في سعر الصرف الحاضر بين عملتي هذين البلدين.

**4. انتقادات النظرية:** واجهت هذه النظرية عدة انتقادات ندرجها فيما يلي:

– الفائض من رأس المال المحتمل الذي يتم استعماله في عمليات التحكيم يتعرض إلى عدة قيود تتمثل في وجود اختلاف في شروط الاقتراض بين مختلف المراكز المالية، وكذلك حرية استعمال الأموال المقترضة في مختلف العمليات؛

– الرقابة على الصرف هي بالتأكيد عائق من عوائق النظرية، فهناك قيود بإمكانها التأثير بطريقة غير مباشرة على حركات رؤوس الأموال؛

– وجود عدة متغيرات نوعية لها تأثير على عمليات التحكيم بين الأسواق تتمثل في السيولة وكبر حجم المتعاملين في السوق، وعدم وجود احتكار، وكذلك سهولة عملية الافتراض؛

– وجود عامل المضاربة الذي يؤثر على عملية التحكيم إذا كانت أسعار الفائدة وأسعار الصرف غير حقيقية.

**ثالثا: نظرية كفاءة الأسواق**

إن نظرية كفاءة السوق التي جاء به fama عام 1965 أًصبحت تطبق على سوق الصرف ويعرف السوق الكفء بأنه:" ذلك السوق الذي تسود فيه المنافسة التامة وتكون المعلومات متوفرة لكل المشاركين بدون تميز ولا تكلفة إضافية" [1]

كما يعرف كذلك:" السوق التي تعكس فيها الأسعار جميع البيانات المتاحة."[2]

وتقوم هذه السوق على افتراض أن جميع العاملين والمشاركين في السوق قد حصلوا على البيانات، التي تشمل البيانات الاقتصادية الحالية والمتاحة مثل الإفصاح عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، وعجز الموازنات ومعدل تضخم الاقتصاد وغيرها.

---

(1): Emmanuel Nyahoho, Finances Internationales, Théorie, Politique Et Pratique , 2éme Edition, Presses De L'Université Du Québec, Canada , 2002, p128.

(2): سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية : نظرية وتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن ، ص167.

هذا وتفترض المنافسة التامة في سوق الصرف ألا تكون هناك رقابة على عمليات الصرف ولا عراقيل على حركة رؤوس الأموال حتى تحدث عمليات تحكيم فيما بين الأسواق.

**1. خصائص السوق الكفؤ:** تتميز السوق الكفؤة ببعض الخواص والمميزات الملازمة لها وهي:[1]

- أن تتضمن البيانات الجديدة مباشرة أسعار الصرف الفوري والأجل؛
- أن تكون تكاليف المعاملات منخفضة؛
- أن تكون تغيرات الأسعار محتملة وغير أكيدة؛

ويمكن أن تؤدي هذه الخواص إلى بعض النتائج التي تتمثل في :

- عدم التمكن من إجراء التنبؤ؛
- عدم تمكن المضارب من تحقيق أرباح على المدى الطويل؛
- يمكن أن يمثل السعر الأجل بصوفه مؤشر بدون انحراف السعر الفوري المستقبلي، وهذا يعني بعبارة أخرى بأن هناك فرص لارتفاع أو انخفاض السعر الأجل والسعر المستقبلي .

**2. صيغ السوق الكفؤة:** هناك جدل واسع بين المنظرين حول مسألة تحديد ما إذا كانت أسواق الصرف كفؤة نسبيا، فمن جانب يرى المنظرون أن الأسواق تعد كفؤة، ولكن اختبارات كفاءة السوق لا تتوصل دائما إلى النتائج نفسها، فهناك العديد من الدراسات مثل دراسة جيدي ودوفي 1975-1976،كان قد توصل إلى استنتاج كفاءة السوق، وهناك دراسات أخرى مثل دراسة هانت 1986، أوكرني وماكدونالد 1989 توصلت إلى استنتاج عدم الكفاءة النسبية لأسواق الصرف، ومن جانب أخر يرى العاملون والمشاركون في السوق بأن هناك العديد امن العوامل والمتغيرات تعد غير كفؤة ومن ثم لا تساعد على كفاءة السوق، إن هذه الاختلافات في الأراء والنتائج قد تكون ناجمة عن اختلاف الأفق الفكري للمنظرين عما يتوصل إليه العاملين في الأسواق من نتائج ومعلومات وبصفة عامة فكفاءة السوق تأخذ ثلاثة صيغ:[2]

- **الصيغة الضعيفة أو فرض السوق الكفأ في شكله الضعيف،** التي تقضي بأن تكون المعلومات التايرخية بشأن ما طرأ من تغيرات في السعر وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية.
- **الصيغة المتوسطة أو فرض السوق الكفأ في شكله شبه القوي:** التي تقضي بأن الأسعار الحالية لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات وإذا كانت أسعار للأصول تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر حتى

---

(1) سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص167.

(2) عاطف وليد أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006، ص 155.

وإن قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباح غر عادية على حساب الآخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة هؤلاء.

- **الصيغة القوية أو فرض السوق الكفأ في شكله القوي:** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة عامة كل المعلومات التاريخية، العامة والخاصة، وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها الحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

**3. مضمون النظرية:** بافتراض أن سوق الصرف كفء، فإن ذلك ينتج عنه حسب هذه النظرية مايلي: [1]

- استحالة التنبؤ بأسعار الصرف، لأنها تكون بشكل أو بأخر عشوائية الحركة؛
- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق بشكل دائم أرباح؛
- يمكن اعتبار سعر الصرف لأجل أداة تنبؤ غير متغيرة لسعر الصرف الحاضر المنتظر سريانه في المستقبل؛

انطلاقا من النقطة الأخيرة، واعتماد على نظرية تعادل معدلات الفائدة المغطاة وغير المغطاة، يمكن أن تثبت بأن سعر الصرف الأجل يكون مساوي لسعر الصرف الحاضر المتوقع فمن خلال الصيغة رقم 06 و07 نستخلص الصيغة رقم 08.

$$\frac{C_t - c_c}{c_c} = i_d - i_e = i_d - i_e = \frac{c^e - c_c}{c_c} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (08)$$

ومن ثم نجد:

$$C_t = c^e \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (09)$$

فإذا لم تتحقق المساواة السابقة، بحيث يكون هناك اختلاف بين سعر الصرف الأجل وسعر الصرف الحاضر المتوقع مستقبلا، عندئذ تكون هناك فرصة للمتعاملين للقيام بعمليات المراجحة في سوق الصرف، وانطلاقا من فرضية كفاءة سوق الصرف فإن أسعار الصرف سوف تتكيف مع المعلومات الجديدة حتى يتم إزالة الأرباح المتوقعة الناتجة عن عمليات المراجحة، ومن ثم فان نظرية كفاءة سوق الصرف ترى بأن سعر الصرف الأجل يعتبر أداة جيدة للتنبؤ بسعر الصرف الحاضر المنتظر سريانه في المستقبل، وهو ما يعني أن علاوة أو خصم التأجيل يجب أن تعادل المعدل المرتقب لانخفاض أو ارتفاع قيمة العملة.

---

(1): Josstte Peyrard , Opcit, p78.

**رابعا: نظرية كمية النقود ونظرية توازن المحفظة**

سيتم في هذا الإطار تناول كل من نظرية كمية النقود ونظرية توازن المحفظة كما يلي:

**1. نظرية كمية النقود:** تتلخص هذه النظرية في أن الزيادة في كمية بمعنى زيادة البنكنوت والودائع أي النقود الورقية والودائع المصرفة وكذلك الزيادة في سرعة تداول النقود كل هذا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تغير كبير في معامل التبادل الدولي.

فتتوقف بعض الدول عن شراء بعض السلع والخدمات من هذه الدولة، كما يتبين لرعايا هذه الدولة أن أسعار السلع والخدمات الأجنبية أصبحت أقل من أسعارها الداخلية فيقبلون على شراء عملات الدول الأجنبية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصرف في حالة حرية تحديدها أو يؤدي إلى خروج الذهب في حالة إتباع نظام الذهب فيترتب على ارتفاع اسعار العملات الأجنبية ارتفاع في أسعار السلع والخدمات الأجنبية فيقل الإقبال عليها، كما يترتب على انسياب الذهب إلى العالم الخارجي نقص في كمية النقود في الدولة مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض مستويات الأسعار للسع والخدمات.[1]

فهذه النظرية تفسر التغيرات في أسعار الصرف على أساس كمية النقود حيث أن الزيادة في كميتها تؤدي غلى ارتفاع مستوى الأسعار أي ارتفاع الأسعار الداخلية، مما يؤدي إلى نقص قدرتها على السلع الدول الأخرى، وكنتيجة حتمية سوف تزداد الواردات وتقل الصادرات وهذا يقابله زيادة في الطلب على العملات الأجنبية وانخفاض في الطلب على العملة المحلية من قبل الدول الأخرى، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية مقارنة بالعملة المحلية إلى انخفاض سعر صرف العملة المحلية.

**2. نظرية توازن المحفظة:** إن نموذج المحفظة يكون اليوم الإطار النقدي الذي يرجع إليه معظم المنظرين الصرفيين في الاقتصاد الدولي الذي يعد كمجموعة من أسواق الأصول خاصة النقدية والمالية والمتعاملون الاقتصاديون يفترضون التبادل في هذه الأسواق من أجل الحصول على أقصى مردودية بمحافظتهم المالية.

إذن سعر الصرف يرتفع ويتطور بمنطق الثروة التي تعبر عن المضاربة الدائمة بين الأصول المتداولة خصوصا في سوق الصرف، وقد نشأت هذه النظرية على يد الاقتصاديين توبين ومركويز سنة 1950، هذه النماذج تفسر التوزيع الأمثل للمحافظ الفردية بتوظيف الإيرادات والمخاطر النسبية في كل نوع من التوظيفات، أولى النماذج لتوازن المحفظة طورت من طرف كيمون 1969 وبرانس 1975 وكوري 1976.

وفي صيغتها الجد بسيطة نطبق النموذج على دولة ما فيها أعوان اقتصاديون لا يمكنهم البقاء دون الحصول على عملات أجنبية وهي كالتالي:

$M = a(i, i^*, r, r^*)\, w$ .....(1)

$B = b(i, i^*, r, r^*)\, w$ ..... (2)

---

[1] : محمد عبد العزيز عجمية، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية المصرية، 1977، ص ص 84-85.

$EF = c(i, i^*, r, r^*)w$ ……..…..…(3)
$W = M + B + EF$……..…..(4)

M: مخزون العملة المحلية.

B: عرض الأصول المحلية.

F: ملكيات الأصول الصافية بالعملات الأجنبية.

W: الثروة الكلية.

E: سعر العملة الأجنبية مفسرا بالعملة المحلية.

i,i*: أسعار الفائدة للسندات المحلية والأجنبية.

r,r*: الأخطار على السندات المحلية والأجنبية.

(1) و(3) تصف شروط التوازن في السوق وعوامل الطلب على العملة المحلية السند المحلي والسند الأجنبي الين هم الأصول الثلاث المسموحة للأعوان.

الطلب على هذه الأصول الثلاثة لها وظيفة إيجابية على الثورة الموجودة، ومن جانب أخر فهو بغرض أن الطلب على العملة المحلية يقدم بـ(1) فينخفض بارتفاع معدلات الفائدة سواء المحلية أو الأجنبية.

الطلب على السندات المحلية يقدم بالعلاقات (2) يرتفع بمعدل الفائدة المحلي والخطر على السندات الأجنبية وينخفض بمعدل الفائدة الأجنبي والخطر على السندات المحلية.

بالمثل: الطلب على السندات الأجنبية يقدم بالعلاقات (3) يرتفع بمعدلات الفائدة الأجنبية وأخطار السندات المحلية او ينخفض بمعدلات الفائدة المحلية والأخطار على السندات الأجنبية العلاقة المحاسبية "4" تعرف تكاليف الميزانية للمستثمرين مقاسة بثرواتها الكلية وبهذه العلاقة يمكننا رؤية: 1=C+B+A التي تخرج أن المعدلات من 1 ⟵ 3 منتقلة من جهة أخرىF.

ربما تكون موجبة أو سالبة فالدولة تعتبر مدينة ودائنة بالنسبة للخارج وبربط العلاقات من (1)⟵⟵(4) نجد النموذج التالي :

$EF = (1-a-b)W = f(I, i^*, r, r^*)W$ ……(5)

وهذه العلاقة يمكن أن تكتب بالشكل التالي:

$E = f(i, i^*, r, r^*)\, W/F$……(6)

الخاصية الأولى لهذا النموذج هي قيام apparaitre سعر الصرف كسعر الذي يعادل فورا لتأمين دوام التوازن في مجموعة من الأسواق الأصول النقدية والمالية كل التغيرات في العرض والطلب في سوق أو أخر من هذه الأسواق تتلف التوازن في المحفظة. (1)

(1) :Bernard Ghilochon , Annie Kawecki, Economie International : Commence Et Macroéconomie, 4éme Edition , Paris, 2003, p299.

العلاقة (06) تقوم باعتبار سعر الصرف كمتغير يحدد بتطور اختيار المحفظة التي تسمح بتوزيع الثروة بين العملة المحلية السندات المحلية والأجنبية بما يوافق رغبات المستثمرين بمعنى أخر سعر الصرف هو السعر الذي يؤمن التوازن في مختلف أسواق السندات المحلية والأجنبية.

في إطار نموذج اختبار المحفظة إذن يحدد سعر الصرف بعوامل مؤثرة في الطلب والعرض للأصول النقدية والمالية، وتعد المراقبة الفعلية لهذا النموذج صعبة لافتقاد المعطيات الإحصائية ولو وجدت فهي قليلة المتعلقة بتطور الثروة وبصفة خاصة ملكية الأصول الأجنبية.

الفائدة الأساسية للتقارب في معنى اختيار المحافظة هي إعطاء رؤيا ثرية وجد عامة لسير محددات سعر الصرف، وخصوصا بفضل الفرضيات كاستبدال ناقض للسندات لهذا السبب اختيار المحفظة يمثل اليوم إطار تحليلي.

## المحور الخامس: أنظمة الصرف

شهد الاقتصاد العالمي عدة أنظمة نقدية دولية، تهدف كلها إلى تنظيم المبادلات الدولية، وهذا بارتكازها أساسا على قاعدة نقدية حددت على أساسها أسعار صرف العملات، كما أن تعدد الأنظمة النقدية الدولية مرتبط أساسا بتعدد أنظمة الصرف، إلا أن جميعها يهدف إلى إيجاد او تجسيد قاعدة يمكن من خلالها تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى، وتنوع أنظمة الصرف في الزمان والمكان ناتج عن تنوع المقاييس التي تتخذها المجتمعات في حساب القيم الاقتصادية، وهو ما يعرف بالقاعدة النقدية، وقصد تسهيل المهمة التي جاء من أجلها نظام الصرف المتبنى، لابد على الحكومة أن تضع آليات، وإجراءات مناسبة، لتوفير الجو والمناخ الملائم لهذا النظام، لكي يؤدي مهامه في أحسن وجه.

وهذا سيتم تناوله في هذا المحور كما يلي:

أولا: نظام الصرف الثابت.

ثانيا: نظام الصرف الحر

ثالثا: نظام الصرف الوسيط.

رابعا: نظام الرقابة على الصرف

**أولا: نظام الصرف الثابت**

مما لا شك فيه أن هذا النظام غذى المعاملات التجارية الدولية لفترة طويلة متمثلا بقاعدة الذهب عبر مراحل تطورها المختلفة، كنظام الذهب الكامل، ثم نظام سبائك الذهب، ورغم ترك قاعدة الذهب في مطلع سبعينات القرن الماضي، فإن الصرف الثابت لم ينته بل استمر في صورة التثبيت إلى عملة رئيسية كالدولار والفرنك أو غيرها،،أو إلى سلة عمولات كسلة حقوق السحب الخاصة، أو أية سلة أخرى يراها القطر مناسبة لمعاملاته التجارية مع شركائه أو منافسيه التجاريين.[1]

**1. مفهوم أنظمة أسعار الصرف الثابتة:** هي أنظمة تكون فيها معدلات الصرف ثابتة، أو تحرك داخل هامش ضيق، وعملية التبادل تتم بأسعار محددة مسبقا من طرف السلطات النقدية التي تستند إلى معيار معين لتعريف سعر التدخل، ويتم تثبيت سعر الصرف إما إلى عملة واحدة، إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسية دون تعديلات إلا في حالات نادرة وتعلن مسبقا مقدار التعديل مقابل عملة الارتكاز.[2]

أو هو النظام الذي تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة عملات، تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسين، مع مراعاة نسب الأوزان في التجارة الخارجية لأن السعر بتأثر بحجم المبادلات وتدفقات رؤوس الأموال، ومن بين السلات المشهورة سلة حقوق السحب الخاصة، او الوحدة الأوروبية.

وتتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي بالبيع أو الشراء بأية كميات، بحيث تمنع سعر الصرف من الانحراف عن السعر المحدد بأكثر من نسبة معينة في الاتجاهين غالبا ما تكون النسبة في حدود **1%** من السعر المحدد.

ويدار نظام أسعار الصرف الثابتة بالطريقة نفسها، التي يتم بها التدخل في سوق سلعة معينة ففي ظل نظام طلب وعرض معنيين للعملة الأجنبية تقوم الجهة التي تحافظ على تثبيت السعر ببيع ما يعادل فائض الطلب، أو شراء ما يعادل العرض من العملة الأجنبية.[3]

ومن الواضح أن هذا يتطلب ضرورة الاحتفاظ بمخزون أو رصيد من العملة الأجنبية التي يمكن بيعها مقابل العملة المحلية إذا وجد فائض في الطلب، وبالمقابل فإنها تقوم بعملية الشراء إذا وجد فائض في العرض، ولكن السؤال المطروح هو: من الذي يحدد الكمية التي سيقوم البنك المركزي بشرائها أو بيعها من العملة الأجنبية عند سعر الصرف المحدد؟.

---

[1] : عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 84-85.

[2]: مشهور هذلول بربور، العوامل المؤشر في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن، (1985-2006)،أطروحة دكتوراه 2008، ص37.

[3] شقيري نوري موسى، محمد عبد الرزاق الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص164.

إن ميزان المدفوعات في الدولة هو الذي سيحدد هذا القدر، ومادامت لدى البنك المركزي الاحتياطات الضرورية، فإنه يستطيع أن سيتمر في التدخل في سوق الصرف الأجنبي كي يحافظ على سعر الصرف.

أما إذا كانت الدولة تعاني من عجز دائم في ميزان المدفوعات فسيواجه البنك المركزي نقص في العملة الأجنبية، وقد يقرر قبل وصوله إلى هذه النقطة أنه لم يعد يستطيع المحافظة على سعر الصرف وسيتم تخفيض العملة ويقصد بالتخفيض هنا تعديل سعر الصرف الثابت، بحيث تصبح قيمة العملة أرخص بالنسبة للعملات الأجنبية الأخرى.

**2. أنواع نظم الصرف الثابتة:** يأخذ نظام الصرف الثابت عدة أنواع نلخصها فيما يلي:

**1.2. ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة:** تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة في البلد هي عملة بلد أخر، أو أن يكون البلد عضوا في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة، فبالنسبة للشكل الأول، نعني به أن الدولة لا يكون لديها عملة خاصة بها، ولا تكون ضمن اتحاد نقدي يقضي باعتماد عملة مشتركة، وأحسن مثال على هذا النظام هو الدولرة ولقد عرف صندوق النقد الدولي هذا النظام، بأنه حيازة المقيمين لجزء كبير من أصولهم في شكل أدوات مقومة بالدولار.[1]

كما انه يشير إلى الميكانيزم الذي من خلاله يتم إحلال الدولار محل العملة المحلية لتأدية الأدوار التقليدية للنقود في ذلك البلد(مستودع للقيمة، وحدة حساب، ووسيلة دفع وتبادل). [2]

ولقد لاحظ rogoff و reinhart أن الدول التي تعرف معدلات تضخم مرتفعة تميل إلى تطبيق هذا النوع من الأنظمة كحل سريع لهذه الظاهرة، ولا يمثل الدولار عملة الإحلال الوحيدة المستخدمة بل أن بعض الدول اعتمدت على اليوور، ودول أخرى اعتمدت على عملات أخرى.

أما الشكل الثاني، فيكون البلد عضو في اتحاد نقدي مثل منطقة اليورو، أو إلى تعاونيات نقدية تتخذ عملة مشتركة يكون لها سعر رسمي في كل بلد عضو، مثل الاتحاد النقدي الكاريبي الشرقية، أو منطقة الفرنك.

---

[1]: سمير شرقوق، تطور أنظمة الصرف في الدول النامية، ومحددات اختيارها في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية مجلة البحوث والدراسات، االعدد5، سكديكدة ، ماي 2010، ص242.

[2] محمد جبوري، تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة قايد بن صالح ،تلمسان ، 2013/2012، ص46.

**2.2. 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 القانونية[1]

ومما 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، ويجب الإشارة في هذا المقام، أن اختيار هذا النوع من الأنظمة يرجع إلى ظروف اقتصادية صعبة يمر بها البلد مثل التضخم الجامحّ ويترتب عن هذا الالتزام عدم قدرة البنك المركزي على أداء وظائفه التقليدية، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير، غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي، حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة.

**3.2. ترتيبات تقليدية أخرى:** تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسميا أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثبات بعملة بلد أخر، أو نسبة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الماليين، مع إعطائها أوزانا ترجيحية 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%** حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره **2%** لمدة ثلاثة أشهر على الأقل، وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر(بيع /شراء النقد الأجنبي في السوق)أو التدخل غير المباشر، وتحظى السياسة النقدية في هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الاستقلالية رغم محدوديتها مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة وترتيبات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف، وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبيا.

**3. مزايا ونقائض أنظمة الصرف الثابتة:** لأنظمة الصرف الثابتة مزايا ونقائص يمكن ذكرها فيما يلي:

**1.3. مزايا أنظمة الصرف الثابتة:** إن مدى أهمية البنية لنظام دون أخر من أنظمة الصرف الأجنبي موضوع مناظرات طيلة الفترة الماضية، وكثير من الحجج طرحت في ها المجال، وفيما يلي أهم مزايا نظام سعر الصرف الثابت.[2]

– ضرورة استقرار أسعار الصرف لإحداث تنمية اقتصادية ونمو منهجي للتجارة الخارجية وعدم وجود مثل هذا الاستقرار يجعل المصدرين غير متأكدين من المبلغ الذي سيحصلون عليه، بينما يجعل الموردين متأكدين من المبلغ الذي سيدفعونه، وهذه الحالات من عدم التأكد وما يرافقها من مخاطر سيكون لها أثر

---

[1]: روبادوتاغوبتا، التحرك نحو مرونة أسعار الصرف، كيف متى وبأي سرعة؟، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص03.

[2]: فرانسيس جيروليلام، مرجع سبق ذكره، ص 217.

غير ملائم على التجارة الخارجية، ومن مزايا أسعار الصرف المستقرة أنها تقضي على حالات عدم التأكد المشار إليها؛

– إن اتصاف الدول النامية بأنها غالبا ما تعاني من عجز مستمر في موازين مدفوعاتها يلزمها بالضرورة إتباع نظام صرف ثابت، وذلك لتجنب التخفيض المستمر للقيمة الخارجي لعملتها؛

– استقرار أسعار الصرف يؤدي إلى جذب الاستثمارات الأجنبية، حيث أن الأجانب لا يتجهون للاستثمار في بلد تكون أسعاره غير مستقرة، وعليه فان استقرار الأسعار ضروري لزيادة الموارد المتاحة، والتعجيل في النمو الاقتصادي؛

– استقرار الصرف الأجنبي يؤدي إلى منع المضاربة؛

– يعتبر الاستقرار شرطا ضروريا لعمل المجموعات الإقليمية والتركيبات بين الدول، حيث تفوق قيمتها الناتج القومي الإجمالي في بعض الدول، بينما تصل في دول أخرى إلى نسبة **50 %** من قيمة الناتج القومي الإجمالي، فإن استقرار أسعار الصرف يضمن استمرار كل هذه الاقتصاديات بصورة سليمة؛

– إن استقرار أسعار الصرف يعتبر عاملا مهما لنمو سوق النقد الدولية وكذلك سوق رأس المال الدولي وتؤدي حالة عدم التأكد عند تطبيق نظام أسعار الصرف غير الثابتة إلى إحجام الأفراد، والمؤسسة عن الإقراض والاقتراض حتى السوق العالمي للنقود ورأس المال.

**2.3. نقائص نظم أسعار الصرف الثابتة:** أما فيما يخص نقائص نظام الصرف الثابت فيمكن ذكرها فيما يلي:

– يتطلب هذا النظام وجود احتياطات كبيرة للتدخل بها في أسواق الصرف الأجنبي بشراء العملة المحلية للحفاظ على قيمتها اتجاه الضغوط السوقية؛

– يمنع الدولة من إتباع السياسة النقدية المناسبة لأوضاعها الاقتصادية الداخلية، ويجبرها على إتباع تلك السياسة الكفيلة بتحقيق التوازن الخارجي؛

– في حالة حدوث تضخم في بلد الربط، فإنه يؤدي إلى نقل التضخم، والصدمات الخارجية بقوة إلى الاقتصاد المحلي؛

– تتعارض في كثير من الأحيان متطلبات السياسة الاقتصادية المحلية مع السياسة التي تمليها الظروف الخارجية للبلد، فمثلا قد يعاني البلد من كساد وبطالة، وعلى توازنه الخارجي إتباع سياسة انكماشية؛

– عند تثبيت قطر معين إلى عملة رئيسية، فإن حركات أسعار صرف عملة هذا القطر تتأثر بعوامل خارجية أكثر من ارتباطها بحاجات القطر الداخلية، ووضع ميزان مدفوعاته، أي أنها تعكس تطورات المدفوعات الخارجية لقطر عملة التثبيت بدلا من وضع التوازن الخارجي لذلك القطر.

**ثانيا: نظام أسعار الصرف الحرة**

عرفت دول العالم المختلفة نظام سعر الصرف الحر عقب خروج إنجلترا من قاعدة الذهب في 21سبتمبر 1931، وتبعها في ذلك كافة دول العالم، حيث ظهرت قاعدة النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب أو نظام سعر الصرف الحر، وفي ظل هذا النظام توقفت الدولة عن قابلية النقود للصرف بالذهب، ولا تصبح أوراق النقد قابلة للصرف بأي شيء، وبالتالي فإن العملة المتداولة لا تكون مرتبطة ارتباطا مباشرا أو غير مباشر بالذهب.

في ظل قاعدة العملة الورقية الإلزامية فإن تحديد سعر العملة مقوما بعملة أجنبية على أساس العرض والطلب دون تدخل السلطات العامة، كما يتميز هذا النظام بالتقلبات واسعة النطاق في أسعار الصرف.[1]

على الدولة في هذا النظام ان تحدد للأوراق النقدية المتداولة سعر إلزاميا، وأصبحت هذه النقود الورقية نقود نهائية لا يمكن تحويلها إلى ذهب أما عن سعر الصرف فيكون عرضة للتقلبات وفقا لقون عرض وطلب الصرف الأجنبي، وهنا أيضا تؤدي هذه التقلبات في أسعار الصرف إلى تحقيق التوازن بين الطلب والعرض على الصرف الأجنبي على المدى القصير، كما يتحقق التوازن في العلاقات الدولية في المدة الطويلة عن طريق التغيير في أثمان السلع الداخلة في التجارة الدولية، طبقا لارتفاع أو انخفضاض سعر الصرف الأجنبي.[2]

**1. أنواع أنظمة سعر الصرف المعومة:** تنقسم إلى قسمين هما:

**1.1. نظام التقويم المدار:** وهو الذي يسمح بتقلب سعر الصرف وفق الطلب والعرض، ولكن السلطة النقدية تتدخل لإدارة سعر الصرف عند الحاجة لمنع التقلبات الشديدة ولتحفيز النمو والتدخل في هذا النوع من الأنظمة لا تحكمه قاعدة نحو مجال أو نسبة معينة ولا يحدد وقت أو آلية معينة، ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف، مركز ميزان المدفوعات ومستوى الاحتياطات الدولية، وتطورات السوق الموازية لسعر الصرف الفعلي الحقيقي، ولا يجوز فيه ان تكون التعديلات تلقائية فقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشر أو غير مباشر.

وقد وضع صندوق النقد الدولي سنة 1978م بعض الشروط التي يستوجب مراعاتها عند تدخل البنك المركزي من أهمها:

- ألا تؤدي التدخلات إلى الزيادة من حدة التقلبات؛

---

[1] : سامي عفيفي حائم، مرجع سبق ذكره، ص55.

[2]: عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص142.

- ألا تهدف إلى التأثير على أسعار الصرف قصد جني الفوائد على حساب دول أخرى، بينما يمكنه التدخل للتأثير على سعر العملة، من أجل التأثير على حركة الصادرات والواردات وكذا على حركة رؤوس الأموال؛

وفي سنة 2006 هناك 53 دولة تتبنى هذه القاعدة منها، الأرجنتين، بنغلاداش ،كولومبيا أثيوبيا؛ البيرو، روسيا، سيريلنكا، تونس، تايلندا، الأوروغواي، اليمن.

**2.1. نظام التعويم الحر:** يتميز هذا النظام بعدم تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف بحيث يترك المجال لتفاعل العرض والطلب لتحدد سعر التوازن، وتخضع هذه التقلبات لتأثير توقعها وحاجيات المتعاملين في السوق، وكذا المؤشرات الاقتصادية والنقدية للبلد، ويتميز هذا النظام بالتعديل التلقائي فالسلطات النقدية لا تلجأ إلى معالجة لاختلال في موازين المدفوعات بل يتحقق التوازن في ظل هذا النظام بتساوي الكمية المعروضة من العملة الوطنية بالكمية المطلوبة منها في سوق الصرف، ويتغير سعر التوازن بتغير مستويات العرض والطلب أو إحداهما.

في سنة 2006 هناك 26 دولة تتبنى هذا النظام منها:[1]

- في إفريقيا: إفريقيا الجنوبية، الكونغو، سيراليون، اوغندا؛
- – الولايات المتحدة الأمريكية، كندا؛
- أمريكا الجنوبية، البرازيل، الشيلي؛
- في شرق أسيا، اليابان، كوريا الجنوبية، الفلبين؛
- في أوروبا، النرويج، سويسرا، بريطانيا؛
- الشرق الأوسط، تركيا، إسرائيل، أستراليا، نيوزيلندا.

وبعد سنوات من التجربة العملية لنظام تعويم العملات فإنه يلاحظ انه لم يحدث إبطاء الحركة التبادل الاقتصادي الدولي، ولا تشجيع لنشاط المضاربين على العملات على النحو الذي كان يخشاه خصوم نظام حرية سعر الصرف، لكنه يلاحظ من الناحية المقابلة أنه لم يتحقق أيضا ما كان يؤكده أنصار هذا النظام من قدرته على تحقيق التوازن التلقائي في ميزان المدفوعات لمختلف الدول، وضمان استقلال الدولة في رسم سياستها الاقتصادية والنقدية ووضع حد للمضاربة، ويبدو كما يرى هابرلر انه لا مفر في الأجل الطويل من السماح بقدر كبير من مرونة سعر الصرف طالما ظل من العسير تحقيق قدر كاف من التناسق ما بين السياسات الاقتصادية والنقدية المختلفة للدول.

---

[1] عمار جعفري، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية–دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر للفترة(2010–1990)، مذكرة ماجستير، في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013/2012، ص45.

**2. مزايا ونقائص سعر الصرف المرن:** يمكن تحديد مزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف المرن في النقاط التالية:

**1.2. مزايا أنظمة سعر الصرف المرن:** تتميز أنظمة سعر الصرف المرن فيما يلي:

– قيم كل العملات تتحدد عند أسعار يتساوى في ظلها الطلب والعرض على الصرف الأجنبي ومن ثم يمكننا الاعتماد على التقلبات في سعر الصرف لإعادة التوازن في ميزان المدفوعات؛

– السياسة النقدية تكون أداة فعالة لتحقيق الاستقرار الداخلي، فبافتراض زيادة عرض النقود، وهو يؤدي إلى فائض في عرض الأرصدة الحقيقية، وللوصول الى التوزان، يجب على أسعار الفائدة أن تنخفض ومستوى الدخل يزداد الى نقطة توازن جديدة كنتيجة لتحرك منحنى سوق النقد، فتصبح السوق السلعية والسوق النقدية في الأجل القصير متوازنة، كل ذلك يكون عند سعر الصرف الأصلي، غير أن انخفاض معدلات الفائدة، المحلية تؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج فتتدهور قيمة العملة ويؤدي هذا التدهور إلى زيادة أسعار الواردات وتصبح السلع المحلية أكثر تنافسية ليتوسع الطلب عليها، فيتحرك منحنى سوق السلع مرتفعا، ويواصل تحركه إلى أن يكون تدهور قيمة العملة قد أدى إلى رفع الطلب الكلي والإنتاج إلى مستوى التوازن الجديد، ففي ظل أسعار الصرف المرنة تكون الطريقة الأهم لتأثير السياسة النقدية على الاقتصاد هي التغيرات في الأجور الحقيقية والأسعار النسبية للسلع المحلية بالمقارنة مع الأجنبية، والتي تنتج عن تغير في سعر الصرف؛

– الاستجابة للصدمات التي تحدث انخفاض في الأسعار المحلية تكون أقل كلفة في نظام الأسعار العائم[1] وفي هذا الإطار يميز الاقتصاديين بين نوعين من الصدمات، الصدمات الاسمية والصدمات الحقيقية، فالصدمات الاسمية هي التي تنشأ عن اختلال مفاجئ في سوق النقد، سواء بزيادة الطلب على النقود أو انخفاض الطلب عليها، أما الصدمات الحقيقية فهي تصيب الأسعار المحلية لعدة أسباب نذكر منها تغير أذواق المستهلكين أو التغير التكنولوجي بما يؤثر على الأسعار النسبية للسلع المحلية والمستوردة، ويكون نظام الصرف العائم أكثر ملاءمة في حالة الصدمات الحقيقية.

**2.2. النقائص:** بالرغم من المزايا المتعددة لنظام الأسعار المرنة إلا أنه يتصف ببضع النقائص التي يمكن تحديدها في النقاط التالية:

- كثرة موجات المضاربة وتأثيرها السلبي على الاقتصاد، والتي تؤدي إلى الرفع في قيمة العملة حيث يفسر المضاربين هذا الارتفاع على انه مقدمة لارتفاع جديد فيقدمون على شرائها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها؛

---

[1] : فوزي سماعيلي، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصاديات الانتقالية البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد05، جامعة بسكرة، 2009، ص 66.

- زيادة حدة خطر الصرف فالبرغم من واقعية الفكرة السابقة إلا أن المدافعين عن نظام سعر الصرف المرن يعتقدون أن ارتباط المخاطر بتقلبات أسعار الصرف تجعلها غير مهمة إذا ما كانت هذه التقلبات صغيرة ويعللون ذلك بأنه من الناحية النظرية من المتوقع أن تكون أسعار الصرف العائمة تتضمن مستوى عال من الاستجابة للتغير في السعر، وفي ظل تلك الظروف فإن الأمر يتطلب فقط تغيرا بسيطا في السعر لإحداث استجابة في الكمية التي تكون ضرورية من خلال تغيير الظروف في طرفي السوق، وعليه فكلما كانت المرونة قريبة من الواحد، كلما كانت التقلبات في سعر الصرف منخفضة.

**ثالثا: أنظمة الصرف الوسيطة**

أول من اقترح أنظمة صرف تقع ما بين أنظمة الصرف الثابتة وأنظمة الصرف المرنة ويليامسون في 1998 ورينهارت في 2000، وأطلق عليها اسم الأنظمة الوسيطة والتي اعتبرت بمثابة أنظمة صرف تعطى فرصا معتبرة لاقتصاد البلد لمواجهة الصدمات الخارجية، والتي تضم عناصر ثابتة وأخرى مرنة.

وبعد أن أصبحت فرصة الخيارين النقيضين (النم الثابتة والنظم العائمة) متقادمة تاريخيا تصبح عندها النظم الوسيطة هي النظم الأكثر تداولا وهي تضم المناطق المستهدفة أسعار الصرف المتحركة الربط بسلة عملات والربط القابل للتصحيح، ومختلف عمليات المزج فيما بينها، ويصنف صندوق النقد الدولي أكثر من نصف أعضائه بأنهم يتبعون نظما تقع في مكان ما بين التعويم الحر والربط الجامد ومحاولات الاقتصاديين لتصنيف النظم التي تتبعها الدول فعلا مثل تصنيفات فرانكل 2008 م.[1]

**1. دوافع تبني الأنظمة الوسيطة:** يرى glick (2000) أن دوافع تبني الأنظمة الوسيطية قد تكون نتيجة محاولة الدولة المبادلة بين فوائد أنظمة الصرف المرنة والثابتة ويمكن أن تظهر تلك الدوافع من خلال معرفة أسباب ظاهرة الخوف من التعويم وتحديدا الخوف من انخفاض قيمة العمل ، وفيما يلي دوافع تلك الظاهرة على ضوء اختلاف الاقتصاديات النامية عن المتقدمة.

- إن تخفيض قيمة العملة في الدول النامية يؤدي الى انكماش عام بينما في الدول المتقدمة يؤدي إلى طفرة يقودها قطاع التصدير، كما أن التخفيض يؤدي إلى صعوبة تقديم القطاع المصرفي قروضا، إذا لم يمتلك تغطية للدائنين الأجانب؛

- يصاحب التخفيض في الدول النامية خسارة في تدفق رؤوس الاموال نتيجة الضعف في المصداقية وبالتالي التوقف عن عرض الائتمان الاجنبي مما يعزمن الانكماش في الدول النامية؛

- تأرجح العملة له تاثير كبير على التضخم المحلي لان التحركات السريعة لسعر الصرف الاسمي ستنعكس على الاسعار المحلية بالارتفاع في سبيل التعديل وعندها ستقل ميزة النظام المرن؛

---

[1] جيفري فرانكل، مجلة التحويل والتنمية ،عدد سبتمبر 2009، ص16.5

– بالإضافة الى هذا هناك سبب آخر يأتي نتيجة الخوف من ارتفاع قيمة العملة، ويتمثل بالخوف من التأثير على المركز التنافسي للدولة؛

وللأسباب السابقة يجادل رينهارت وكالفوس بأن العديد من الدول النامية التي تجد في تبني النظام الثابت خيارا امثلا علاوة على رفضها تبني النظام المرن، لذلك فهي تحاول منع التحركات الكبيرة فب سعر الصر، وبذلك فهي تبتعد عن الالتزام بسعر الصرف الثابت، وبالتالي سوف تميل الى تفضيل الوسيطية او التوسط بين النظامين القصويين لسعر الصرف.

**2. تقسيمات انظمة الصرف الوسيطة:** قسم المختصون أنظمة الصرف الوسيطة حسب الترتيبات التالية:

**1.2. الانظمة التعاونية:** تجتمع مجموعة من البنوك المركزية وتتفق على اسعار صرف ثنائية لعملاتها، ويتم اللجوء الى السياسة النقدية المحلية لاجراء التعديلات المناسبة على سعر الصرف.

**2.2. سعر الصرف الزاحف:** يحدد فيه سعر الصرف على القيمة الحالية او المتوقعة لفارق التضخم، أما بالنسبة للقيمة التعادلية للعملة فيمكن أن تتحدد بالنسبة لعملة واحدة أو سلة من العملات. كما تضع السلطات النقدية هامشا أو مجالا لتقلب العملة يمكن أن تتحرك فيه انخفاضا او ارتفاعا.

**3.2. المناطق المستهدفة:** يستخدم هذا النظام من اجل الحد من تقلبات سعر الصرف حيث تتدخل فيها السلطات عندما يصل سعر الصرف الى هوامش معلن عنها من قبل، أي من جانبي سعر التعادل المركزي، ويمكننا التمييز بين حالتين:

**الحالة الاولى:** يمكن لسعر الصرف أن يتحرك بحرية داخل الهامش (قيم ما بعد الفاصلة)، الا أنه في حالة ما اذا وصل هذا السعر حدا اعلى أو ادنى من الهامش المعلن تتدخل السلطات فورا لإرجاعه الى داخل الهامش المعلن عنه من جديد.

**الحالة الثانية:** يستلزم التدخل من قبل السلطات في حالة الهوامش الداخلية بحيث لا يمكن لسعر الصرف ان يصل الى طرفي الهامش من جانبي سعر التعادل، ومثال ذلك نظام النقد الاوروبي الذي يعمل في ظل هامش يتراوح بين حدي 21 % و 15 %، فاذا اقترب المعدل ووصل للحد، فان البنك المركزي يواجه اختيارات كما هو الحال بالنسبة لنظام الصرف الثابت.[1]

**3. إيجابيات ونقائص أنظمة الصرف الوسيطة:** إن لكل نظام صرف سواء كان ثابتا أو مرنا أ وسيطا إيجابيات وسلبيات، وتتمثل إيجابيات وسلبيات الأنظمة الوسيطة فيما يلي[2]

---

[1]: سعاد بليمان، اشكالية تسيير سياسة سعر الصرف في اقتصاد ناشئ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ص 51.

[2] : محمد أمين بربري، مرجع سبق ذكره ، ص56.

**1.3. إيجابيات الأنظمة الوسيطة:**

- تحافظ هذه الأنظمة على درجة من المرونة في سعر الصرف الذي يساهم في تعديل الأسعار بسبب الدور الذي يؤديه في تثبيت التغيرات الاسمية، بالمقارنة مع أنظمة الصرف الثابتة؛
- إن نظم الصرف الوسيطة تسمح لسعر الصرف الثابت أن يعدل التغيرات المؤقتة في الأسعار النسبية والمحافظة على درجة من الاستقلال النقدي؛
- تحقيق استقرار نسبي في معدل التضخم المحلي، بالمقارنة مع تطبيق نظام الصرف الثابت حتى ولو كانت وضعية التضخم غير مستقرة على مستوى اقتصاديات الدولة الشريكة.

**2.3. نقائص أنظمة الصرف الوسيطة:**

- إذا كان البنك المركزي يتدخل قصد إبقاء سعر الصرف قريبا جدا من المعدل المحوري لسعر الصرف قصد جعله يرتفع أو ينخفض في حدود مجالات معينة، معنى ذلك يصبح نظام الصرف المطبق هو نظام الصرف الثابت؛
- من أجل جعل سعر الصرف قريب من المعدل المحوري، أو معدل الصرف الحقيقي الذي يعكس واقع الاقتصاد الوطني، هذا الأمر الذي يجبر السلطات النقدية على توفير كمية معتبرة من النقد الأجنبي مثل ماهو جاري في نظام الصرف الثابت، وقصد جعل أنظمة الرصف الوسيطة توفق بين مزايا النظامين الثابت والمرن لابد من معرفة واقع اقتصاد البلد من حيث مصداقية وشفافية تنفيذ السياسة النقدية.

**رابعا: نظام الرقابة على الصرف**

ساد هذا النظام في ظل النقود الورقية وطبق إبان الحرب العالمية الأولى نتيجة للاضطرابات التي سادت التجارة الدولية أنذاك ،ثم انتشر بشكل واسع أثناء أزمة الكساد العالمي (1929-1933) ثم انتشر على نحو لم يعهده العالم من قبل في فترة الحرب العالمية الثانية وما بعدها، ومن الجدير بالذكر أن نظام الرقابة على الصرف يعتبر جزاء لا يتجزأ من النظم الاقتصادية العالمية وبمقتضى هذا النظام تحتكر الدولة شراء وبيع العملات الأجنبية، وذلك من أجل تعبئة الصرف الأجنبي المتاح، بكميات قليلة نسبيا وتوزيعه على وجوه الطلب الممكنة، بحيث يبقى الطلب على الصرف في حدود الكمية المعروضة منه ومن خصائص هذا النظام نذكر:[1]

- يمكن لسعر الصرف أن يظل ثابتا وذلك على الرغم من المغالاة فيه، ولا يتحدد سعر الصرف عند المستوى الذي يتوازن عنده عرض الصرف وطلبه، بل إن الطلب الفعلي على الصرف الأجنبي يحصر بواسطة الدولة في حدود الكمية المعروضة من هذا الصرف، وذلك على أساس سعر معين للصرف تحدده الدولة نفسها إداريا؛

[1] زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص ص88-89.

– كذلك فإن هذا النظام يعتمد في الواقع على التمييز الاقتصادي وسواء كان التمييز بين الدول أو بين السلع؛

– أيضا من صور الرقابة عل الصرف استخدام سعر صرف متعدد ويمكن استخدام هذه الطريقة سواء بالنسبة للسلع او للدول، وفي نفس الوقت له مظهران أساسيان، إما على مستوى بيع النقد الأجنبي، أو في شرائه، وقد يكون بطبيعة الحال في البيع والشراء معا؛

وتجدر الإشارة هنا، إلى انه يمكن في ظل الرقابة على الصرف أن يكون هناك تعدد في أسعار الصرف فإذا ما رغبت الدولة مثلا في تشجيع بعض أنواع الواردات التي تعتبر أساسية فإنها تقوم بهذه الحالة ببيع العملات الأجنبية اللازمة للحصول على هذه الواردات إلى المستوردين المحليين بثمن منخفض وبالعملة الوطنية.

وقد ترغب الدولة في تشجيع بعض أنواع الصادرات لأهميتها في الاقتصاد القومي ،عندئذ فإنها تدفع لمصدري هذه السلع ثمنا مرتفعا من العملة الوطنية مقابل النقد الأجنبي الذي يحصلون عليه من التصدير في حين أنها تدفع ثمنا أقل لشراء العملات المتحصلة من تصدير سلع أخرى.

إن تعدد أسعار الصرف في ظل الرقابة يتضمن إمكانية وجود أكثر من سوق للصرف، فتقييد حرية التعامل بالنقد الأجنبي ووجود حدود على الكمية التي يمكن أن يحصل عليها أي شخص إنما يؤدي إلى ظهور ما يسمى بالسوق السوداء والتي يكون فيها سعر الصرف أعلى من سعر الصرف التوازني.

## المحور السادس : ماهية خطر الصرف

إن التغيرات البيئة السريعة والمستمرة اقتصاديا تكنولوجيا، اجتماعيا وحضاريا تجعل المخاطرة تواجه كافة الشركات والأنشطة والفعاليات الاقتصادية حول العالم، كما أن محاولة استغلال الفرص المتنوعة التي توفرها البيئة الخارجية للمؤسسة تتضمن بالتأكيد نسبة مخاطرة ، وتختلف تقسيمات الخطر بحسب المعيار الذي يحكم التقسيم نفسه، فبالنظر إلى انتظام المخاطر وعدم انتظامها، يمكن تقسيمها إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة وباعتبار طبيعتها يمكن تقسيمها إلى مخاطر مالية ومخاطر تشغيل وأعمال... الخ .

ويندرج خطر الصرف ضمن العديد من تلك الأنواع، فهو من جهة خطر منتظم تتعرض له الشركات 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 الشركة، وينتج عنه عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات لاتجاه الغير، أو حدوث خلل في هيكلها التمويلي، كما أنه يعتبر من المخاطر الديناميكية القابلة للقياس .

وهذا ماسيتم تناوله في هذا المحور كما يلي :

أولا : تعريف خطر الصرف وظروف نشأته .

ثانيا : أسباب خطر الصرف ومصادره .

ثالثا : خصائص خطر الصرف و أنواعه .

رابعا: الأ ثار الناجمة عن خطر الصرف .

**أولا : تعريف خطر الصرف وظروف نشأنه**

ينشأ خطر الصرف بمجرد قيام المؤسسة بمعاملات بعملة أجنبية، كما أن المخاطر تعتبر العنصر المحوري المؤثر في السلوك المالي .

**1. تعريف الخطر**: يتعلق الخطر المستقبل وان حالة الخطر لا يمكن أن تقاس على ما وقع في الماضي وأن المستقبل كان ولا يزال حالة مجهولة بالنسبة للإنسان، ومن التعاريف التي أشار إليها الباحثون هي:

"أن الخطر هو حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها".[1]

وأنه أيضا "الشك المتعلق بوقوع حادث ما مسببا خسارة اقتصادية".[2]

إن التعريف الأول يفرق بين الخطر وحالة عدم التأكد من حيث إمكانية القياس، وهو عنصر أساسي وفاصل بينهما فالخطر حسب الباحثين يمكن قياسه عن طريق الأساليب الإحصائية والاجتماعية والكمية، بينما عدم التأكد فيه بحالة غير قابلة للقياس، ويبقى هذا التعريف مقصرا في كثير النواحي كعدم تطرقه للنتائج المحتملة وهو ما تناوله التعريف الثاني، من حيث أنه ركز على أن الخطر ينتج عن حادث ما يؤدي إلى وقوع خسارة معينة بالرغم من الإضافة التي جاء بها التعريف الثاني والمتمثلة في النتائج الناجمة عن وقوع الحادث، إلا انه يعاب عليه حصر تلك النتائج في الخسائر، فالواقع في كثير من الأحيان ينفذ هذه النتيجة الحتمية ويجعل وجود احتمالية تحقيق الخسارة مقابلة الإحتمالية تحقيق الربح وهو الأساس الذي تنطلق منه النظرية الاقتصادية في توصيفها للخطر، وجعل زيادة المخاطرة تقابل زيادة الفرصة في تحقيق عائد أكبر.

كما يمكن تعريف الخطر:" بأنه الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة".[3]

كما يعرف على أنه:" إمكانية أن يكون العائد المتحقق(الفعلي) مختلفا عن العائد المتوقع [4] والانحراف والاختلاف المذكورين في هذين التعريفين لا يقصد بهما حصرا الخسارة، بل قد يتضمن جانبا إيجابيا يؤدي إلى زيادة المنفعة والأرباح، فالمعلوم أن كل عملية استثمار تشمل على قدر كبير أو قليل من المخاطرة أو عدم التأكد وذلك تبعا لنوع الاستثمار، كما أن الأسلوب الرأسمالي للإنتاج بما يتطلبه من مقادير ضخمة من رأس المال الثابت يزيد في تعرضها للمخاطر.

---

[1]: محمد الهاشمي، مقدمة في مبادئ التأمين، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990، ص12.

[2]: علاء عبد الكريم البلداوي، أساليب مسح وتحليل مكامن الخطر في المنظمة، مجلة دراسات، محاسبة ومالية، المجلد2 العدد6، جامعة بغداد، العراق، 2008، ص66.

[3]: بن بلعزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد07، جامعة ورقلة الجزائر 2010/2009، ص331.

[4]: حيدر يونس الموسي، إدارة المخاطرة والسيولة المصرفية، دراسة تحليلية مقارنة في المصارف التجارية والإسلامية مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد 09، العدد02، العراق، 2011، ص 04.

وبصفة عامة فالخطر هو حالة من عدم التأكد الممكن قياسها والذي ينشأ نتيجة لعوامل أو وقوع حادث معين يؤدي إلى انحراف النتائج المتوقعة عن النتائج المحققة.

**2. تعريف خطر الصرف:** لقد أعطيت عدة تعاريف لخطر الصرف، ومن بينها نذكر.

يعرف خطر الصرف: الخسائر المحتملة التي من الممكن أن تمس بفعل تقلبات تعادل الصرف بين العملات أو أسعار صرف العملات الأجنبية ،عوائد المؤسسة المقومة بالعملة الأجنبية.

كما يمكن تعريفه أيضا: "على انه التأثير أو الواقع المالي لتقلبات أسعار العملات على معاملة أو على مجموعة وضعيات ونتائج المؤسسة. وترتبط أهمية الخطر بالعمليات المحررة والمقيمة بالعملات الصعبة للمؤسسة وتغيرات أسعار هذه العملات".[1]

أما MICHEL JURA فيعرفه بأنه:" مبلغ الموجودات والمطلوبات من العملة الوطنية الذي سوف يتأثر بالتغير في سعر الصرف".[2]

ومن جهته قدم PAUL GRAND JEAN تعريف مميز لخطر الصرف، حيث أنه اعتبره 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، ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية: [3]

$$G\ OU\ P = \sum (A - D) * (cct_0 - cct_n)$$

حيث أن:

G و P : هي الأرباح أو الخسائر.

D و A : الأصول والخصوم على التوالي.

$cct_O$ : قيمة الوحدة النقدية الخارجية يوم التوقيع على العقد

$cct_n$ : قيمة الوحدة النقدية الخارجية عند التسوية أو الجرد

لقد بين هذا التعريف الأخير أن خطر الصرف يصيب كل أصول وديون المؤسسة بشرط أن تكون بعملة أجنبية نتيجة لتغير قيمة العملة الوطنية ويتحقق في النهاية في شكل ربح أو خسارة صرف، وعلى العموم يمكن أن يعرف خطر الصرف بأنه تلك الخسارة المحتملة أو المتوقعة والتي تنجم عن التقلبات في أسعار صرف العملات مقابل العملة الوطنية.

**3. 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

---

(1): marc gaugain et autres , gestion de trésorerie ,economica, paris , 2007,p213.

(2): michel jure , technique financière internationale, ed dunod, 2éme, édition , paris ; 2003, p 158.

(3): paul grand jean, change et gestrin du risque de change , édition chihab, alger, 1995, p32.

يتعرضون له إلا إذا كانت بحوزتهم وضعيات أو مراكز صرف مفتوحة، ويصبح بالتالي أي تغير في سعر صرف العملة المحلية يؤثر على التدفقات النقدية والمستقبلية، 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.

**1.3. التعامل بالعملة الأجنبية:** لقد سبق وان 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 المؤسسة هذا يعني أن مؤسسة ألمانية مثلا، لا تكون عرضة لخطر الصرف إذ فوترت مبيعاتها باليورو، وتكون كذلك إذا اختارت عملة أخرى، فاليورو بالنسبة للشركة الألمانية، يعتبر العملة المرجعية المستخدمة في مسك حساباتها، لهذا فهي لا تختلف في أثارها عن أي معاملة تجارية محلية (تتم داخل ألمانيا) واستخدام عملة مرجعية بدل عملة وطنية، راجع إلى أن بعض الشركات (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 تيلكوم تمسك حساباتها بـ" الدينار الجزائري" وهو ليس بعملتها الوطنية، كما يمكن أن تكون العملة الوطنية بالنسبة لفرع مؤسسة معينة سببا في نشأة خطر الصرف، كأن يقوم فرع شركة أمريكية مقيم في البرازيل بفوترة صادراته إلى الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار، فهذه المعاملة بالرغم من أنها تمت بالعملة الوطنية، إلا أنها تعرض الفرع لخطر صرف ينتج عن تغير الدولار الأمريكي مقابل الريال البرازيلي.

وتجدر الإشارة إلى أن اتساع نطاق خطر الصرف جعل بعض الشركات معرضة له حتى وإن لم تتعامل بالعملة الأجنبية (حالة الشركات الأمريكية التي تتعامل بالدولار)، حيث أن الدراسات بينت بأن تغير سعر الصرف يؤثر على تنافسية هذه الشركات وهو ما يعرف بخطر الصرف الاقتصادي.

**2.3. التعامل بالأجل:** يحتاج التغير في سعر الصرف إلى فترة زمنية حتى يحدث، لهذا تعتبر عادة المؤسسة التي تستوفي التزاماتها المالية الناتجة عن العقد التجاري في نفس الوقت الذي توقع عليه(بمعنى أنها لا تعطي أو لا تتحصل على مهلة زمنية للتسوية) غير معرضة لخطر الصرف، على أساس أن سعر الصرف المستخدم في التسجيل المحاسبي للعملية هو نفسه المستخدم في التسوية والتحصيل.

بمعنى أخر، أن كل من المعاملة التجارية والتدفقات النقدية الناتجة عنها تحدث في نفس اللحظة وتستخدم نفس سعر الصرف، مما يجعل المعاملة تتم في حالة من التأكد واليقين، فيختفي بذلك خطر الصرف وأثاره، ورغم أن ما سبق ذكره صحيح في نوع محدد من خطر الصرف، إلا أننا سنعتمد عليه للتأكيد على ضرورة 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 وشرطا 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 بان نشأة الخطر تسبق التسجيل المحاسبي له، وتؤكد بأنه يظهر مع الحاجة التموينية او التمويلية من الخارج، وأيضا مع ظهور إمكانية تصريف المنتجات للخارج.

**3.3. نظام الصرف المطبق في البلد:** إن المتتبع لحال واقع النظام النقدي الدولي وتطوره، يلتمس أن شيوع خطر الصرف لم يكن ليحدث لو لم يختفي نظام التثبيت مع انهيار نظام بريتون وودز، وعلى أساس أن نظام الصرف هو الإطار الضابط لحركة أسعار الصرف، وأخذ بعين الاعتبار أن النظام المرن الذي حل محل النظام السابق هو نظام متعدد، يمكن الجزم بأن خطر الصرف تختلف حدته من نظام إلى أخر.

**1.3.3. خطر الصرف في نظم الصرف الثابتة:** تتفرع الأنظمة الثابتة كما سبق وأن أشرناه إلى أنظمة سعر الصرف بغير عملة قانونية مستقلة ونظام مجلس العملة، وضمن هذه النظم، تحاول السلطات النقدية إبقاء سعر الصرف ثابتا مع معيار معين، وبالرغم من أن خطر الصرف يكون غير مدرج في قائمة المخاطر التي تواجهها الشركات بسبب ثبات سعر الصرف إلا أن وجود إمكانية لتعديل أسعار الصرف(بتخفيض أو رفع قيمة العملة الوطنية) بحسب متطلبات الوضع الاقتصادي يؤدي إلى تحميل المتعاملين الاقتصاديين (خسائرأو أرباح) صرف يتفاوت حجمها بحسب التغير الذي يحدث في سعر الصرف، والتركيز هنا على الخسائر والأرباح يرجع إلى أن ثبات سعر الصرف لمدد طويلة في اقتصاد معين، يؤدي إلى عدم نشوء وتطور المنتجات المواجهة للتحوط من خطر الصرف، وإلى عدم وجود ثقافة إدارة المخاطر لدى المتعاملين في هذه الاقتصادات، وعكس ذلك يلاحظ في الاقتصادات التي تتبنى نظام التعويم أين يكون مفهوم الخطر وإدارته عنصر قار في أجندتها الإدارية كما أن عدم وجود تقنيات التحوط في الاقتصادات التي تثبت أسعار صرفها يجعل من خطر الصرف خطر غير قابل للإدارة.

**2.3.3. خطر الصرف في نظم الصرف الوسيطة:** يعتبر سعر الصرف في النظم الوسيطة غير ثابت ويتغير وفقا لما برمج له، لذلك نجد بأن خطر الصرف يظهر كلما حدث هذا التغير، كما أن بعض الهوامش التي تحددها السلطات النقدية، ضمن ما يعرف بنظم سعر الصرف الثابت ضمن نطاق أفقي، أو ضمن النطاق الزاحف، تكون متسعة بشكل كبير، مما يعني أن إمكانية تعرض المتعاملين لخسائر صرف كبيرة نتيجة لتغير السعر ضمن الهوامش المحددة تبقى قائمة وما تجدر الإشارة إليه، أن تبني الدول للأنظمة الوسيطة بدون أن تحترم مراحل التحول المنتظم، والتي نقصد بها تهيئة البيئة الملائمة والسليمة

وتوفير الوسائل والإمكانيات الضرورية لإدارة المخاطر المرافقة لمثل هذه الأنظمة، قد يكون كارثيا بالنسبة للمتعاملين.

**3.3.3. خطر الصرف في نظم الصرف العائمة:** على خلاف أنظمة الصرف الثابتة، نجد في نظم الصرف العائمة أن تدخلات السلطات النقدية وإن وجدت لا تستهدف بأي حال من الأحوال سعر صرف محدد وإنما الهدف منها هو تنظيم السوق وتسهيل المعاملات فيه، وعليه فإن الميزة الرئيسية لأنظمة الصرف العائمة، أن سعر الصرف ضمنها يتحدد على أساس العرض والطلب، مما يجعله يتغير يوميا وباستمرار تماشيا مع أحوال العرض والطلب في السوق، ومادام السعر سريع التغير ولا حدود نظريا لتلك التغيرات فإن درجة خطر الصرف ستكون مرتفعة.

**ثانيا: أسباب خطر الصرف ومصادره**

سيتم تناول كل من الأسباب المؤدية لحدوث خطر الصرف ومصادره.

**1. أسباب خطر الصرف:** والتي يمكن إدراجها في الفروع التالية:

**1.1. تقلب سعر الصرف:** هو سعر شراء الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية معبر عنها بالعملة المحلية أو هو ما يدفع من وحدات النقد الوطني للحصول على الوحدة أو عدد من وحدات النقد الأجنبي، وأهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف هي: [1]

**1.1.1. التضخم:** وبالتالي في الدول التي تعتمد على التمويل بالعجز حيث تلجأ إلى الإصدار النقدي لتمويل اقتصادها دون مقابل سلعي، وما يعتبر عن انخفاض القوة الشرائية لعملة هذا البلد، هذا التضخم يدفع الأفراد إلى طلب العملات الأجنبية والاحتفاظ بها لتمييز الاستقرار حيث إذا ارتفع معد التضخم في البلد وكان ثابتا في بلد أخر فإن هذا يؤثر على معدل الصرف، حيث يزداد لصالح الاقتصاديات المتحكمة جيدا في معدلات التضخم ومن ثمة فحسب نظرية الموازنة للقدرة الشرائية فإن ضعف عملات الدول المختلفة راجع إلى التضخم.

**2.1.1. سوق الأوراق المالية:** وبها توظف الفوائض المالية والاحتياطات الرسمية للدول، حيث أن تفاعل العرض والطلب على الأصول المالية يؤثر على أسعار الصرف لصالح الدول الصناعية، وهذا الطلب على الأوراق المالية محددة بالعملات الصعبة التي تتجه قيمتها نحو الارتفاع والزيادة لعرض الأوراق التي تتبع قيمتها نحو الانخفاض وهذه التقلبات في العرض والطلب تؤدي إلى تقلب سعر الصرف للعملات، لكن عند تغيير سعر الفائدة لهاته الأوراق يحصل العكس حيث تنخفض أسعار الأوراق التي يرتفع سعر عمولة فائدتها والعكس. [2]

---

[1] : محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار النشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص135

[2] : محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص135.

**3.1.1. سعر الفائدة:** حيث أن رفعه يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال الدولية قصيرة الأجل والتي تبحث عن مجال للتوظيف في البلدان ذات سعر مرتفع ،هذه الأموال يجب أن تستبدل إلى عملات هذه الدول قبل أن توظف في السوق وبالتالي يزداد عرض العملات الأجنبية في هذه الدول وترتفع معها قيمة عملة البلد ومنه فإن وجود تباين في أسعار الفائدة يؤثر على معدلات الصرف، في كثير من الحالات سعر الفائدة يرجع إلى ارتفاع معدل التضخم، مما يدفع البلد إلى تخفيض قيمة العملة ونسبة الفوائد.

**4.1.1. ميزان المدفوعات:** إذا كان رصيد المدفوعات موجب هذا يعني وجود زيادة في الطلب على عملة البلد المعين وبالتالي ارتفاع قيمتها الخارجية أما في حالة العكس، أي عندما يكون الرصيد سالبا فهذا يعبر عن وجود خسارة تؤدي إلى انخفاض القيمة الخارجية لعملة هذا البلد لذا تعمل الدول دائما ليكون ميزان مدفوعاتها موجبا.

**5.1.1. تخفيض العملة:** وتلجأ إليها الدول لإعادة توازن لقيمة عملتها وسعر صرفها (تصحيح الميزان التجاري مثلا)، وهذا الإجراء يؤدي إلى ارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية مما يعرض المؤسسات الأخرى للخطر، وقد كان أول تخفيض للدينار الجزائر في سبتمبر 1991 بنسبة % 22 ولم يكن قبله تخفيض نظرا لتوازن قيمة للدينار بسبب الاحتياط الموجود لدعم الأسعار أما التخفيض الثاني فقد كان في 10 أفريل 1994 وكان بنسبة 40.17%.

**6.1.1. انخفاض العملة:** وهو تدهور قيمة العملة نتيجة ظروف العرض والطلب على العملات الأخرى تفقد قيمتها الشرائية مع ارتفاع مستوى الأسعار كما يكون سعر صرفها منخفض مقارنة بالعملات الأخرى.

**1.2. التعاملات من الخارج:** العملات الخاصة بالاستيراد والتصدير، حيث يستوجب على كل مصدر ومستورد أن يمضي عقد تكون فيه الفاتورة تختلف عن عملة بلده وبالتالي التعرض لخطر الصرف الذي يظهر بين تاريخي الطلبية والدفع نقدا مثلا: المستورد عند ارتفاع سعر بين الطلبية وتاريخ الدفع يؤدي إلى خسارة، أما في الانخفاض فيحقق الربح والعكس بالمسبة للمصدر إذ عملة الفاتورة هي التي تحدد الخطر إما بالسلب أو بالإيجاب للمتعاملين أي المستورد أو المقترض، سيبحث عن العملة التي سوف تنخفض قيمتها أو المصدر أما المفترض يبحث عم العملة التي سوف ترتفع قيمتها.

**3.1. المضاربة:** وتتسب هذه الأخيرة شكلين من خطر الصرف:

**1.3.1. الخطر المرغوب فيه:** حيث عندما يتوقع المضارب ارتفاع قيمة عملة ما، يقوم بشراء الأصول لهذه العملة، أما توقع العكس فإنه يقوم باقتراض كمية منها، ثم يتخلى عنها مقابل عملة قوية يعاود شرائها (لاحقا بسعر منخفض).

**2.3.1. الخطر غير المرغوب فيه:** لأنه يتعارض وتطور الأسعار هذه التوقعات إضافة إلى أن القائمين على العمليات يخطئون كثيرا في تحديد الوقت الذي تحدث فيه هذه التغيرات ومنه (هذه التوقعات) فإن هذا السلوك يسبب خطرا أكيدا.

**4.1. الاستثمارات الأجنبية:** تظهر هذه الأخيرة في التعاون مع الخارج والذي يتطلب نفقة بالعملة الصعبة التي قد تتغير قيمتها بين تاريخ التسليم وتاريخ التسديد، وهذا ما يعرض المستثمرين لخطر الصرف وبالتالي كل مؤسسة لها فرع في الخارج أو تعامل الدائم مع مؤسسة أجنبية تواجه خطر الصرف في العمليات اليومية أو تجميع الحسابات.

**2. مصادر مخاطر الصرف:** من بين أهم مخاطر الصرف هي العمليات التجارية القائمة بين مختلف دول العالم ومنها المتعلقة بجانب الواردات ومنها ما يتعلق بالصادرات، ومنها ما يكون عند عرض مناقصة دولية. ومن مصادره أيضا ما يتعلق بالعمليات المالية.

**1.2. مخاطر الصرف على مستوى العمليات التجارية:**

**1.2.2. خطر الصرف والواردات:** فمثلا عند قيام مستورد بعملية استيراد عليه أن يدفع قيمة الصفقة التجارية عند موعد محدد ومبلغ معين بالعملة الأجنبية وعليه يعتبر 3 أسعار لتحديد مشترياته:

- سعر اليوم الذي يعقد المستورد فيه طلبيته مع المورد؛
- سعر يوم جمركة السلعة؛
- السعر الذي يشتري به العملات لدفع قيمة مشترياته.

فبعد التغطية للخطر يبقى العائد مجهولا بالنسبة للمستورد حتى وقت انتهاء عملية الاستيراد.

**2.2.2. خطر الصرف والصادرات:** إن المؤسسات قد تتعرض لخطر الصرف من جراء تصدير منتجاتها فهي تتعرض إلى خسارة عند انخفاض قيمة النقود التي تمت الفوترة بها قبل تاريخ الدفع أو التسوية، كما أنه يحقق ربحا في حالة ارتفاعها. وللتقليل من هذا الخطر على المصدر التقليل في الوقت الذي يفصل بين الاتفاق على إبرام العقد وتاريخ التسديد وإتمام الصفقة أو اللجوء إلى إحدى التقنيات المعروفة[1].

**2.2. خطر الصرف عند عرض مناقصة دولية:** إن خطر الصرف في هذا النوع من العمليات هو عشوائي ويصعب تسييره، وهو ناتج بينُ الفترة التي تعرض فيها المؤسسة المناقصة الدولية، ولحظة إرساء المناقصة على أحد الطالبين.

**3.2. مخاطر الصرف على مستوى العمليات المالية:** ان العمليات المالية التي تتم بين مختلف الدول تتعرض لمخاطر الصرف وندرجها فيما يلي:

**1.3.2. خطر صرف القروض بالعملات الأجنبية:** في حالة الاقتراض تقوم المؤسسة بتحويل القيمة الاسمية للقرض الأجنبي المحصل عليه بالعملة المحلية، وعند التسديد يقوم بالدفع بالعملات الأجنبية وكذلك بالنسبة للفوائد. إن المقترض بالعملات الأجنبية يتعرض إلى الصرف على الفوائد والأقساط

---

[1] سيد عيسى، أسواق وأسعار صرف العملات الأجنبية، مطبوعات معهد الدراسات المصرفية بالقاهرة، مصر، 1984، ص 59، 61.

المسدّدة مع كل ارتفاع في قيمة العملة المقترض بها في فترة تسديد القرض وبذلك يتحمل المقترض خسارة في الصرف.

**2.3.2. خطر صرف الاستثمار المباشر في الخارج:** إن عملية الاستثمار في الخارج عادة ما تكون في شكل خلق فروع جديدة أو شراء في الخارج ويتولد عن هذا خطر صرف يتمثل في:

- خطر صرف على قيمة الأصول والخصوم للفروع الموجود؛
- خطر صرف على التقنيات المالية الحاصلة بين الشركة الأم وروعها بالخارج.

**ثالثا: خصائص خطر الصرف وأنواعه:**

يتميز خطر الصرف بأنه خطر سوف ينتج عن تغير سعر الصرف، ويصيب التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة ويؤثر على ربحيتها، ويختلف خطر الصرف حسب العمليات التي أدت إلى نشأته وهذا ما سيتم تناوله كما يلي:

**1. خصائص خطر الصرف:** يمكن تحديد خصائص الصرف في النقاط التالية:

**1.1. المصدر:** نقصد بالمصدر العوامل المختلفة المؤدية للخطر وتكون منبعا له وسببا في حدوثه، عادة ما يتم ربط خطر الصرف بهذه العوامل للحكم على حدثه، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية.

فبالنسبة للعوامل الداخلية فهي كل الأحداث أو المسببات المتواجدة داخل المؤسسة والتي تؤدي إلى بروز خطر الصرف، وتتميز هذه العوامل بأنها تحت سيطرة المؤسسة وضمن مجال تأثيرها، ومن بين العوامل الداخلية نذكر التعامل بالنقد الأجنبي، عدد العملات المتعامل بها الأجل ...الخ. أما العوامل الخارجية فهي تتعلق بكل المسببات التي تتواجد في المحيط الذي تنشط فيه الشركات وهي عوامل خارج إرادتها ومجال تأثيرها، وأهم هذه العوامل هي مرونة حركة سعر الصرف، ومدى توفر تقنيات التحوط.

**2.1. استحالة إلغاء خطر الصرف (الغاية من الإدارة):** لا تهدف أي من الجهود التي تبذلها الشركات للتعامل مع خطر الصرف إلى إلغاء الخطر، بل أن التجارب أكدت استحالة تحقيق هذه الغاية، لأن هذا الخطر يعتبر خارج عن سيطرة المؤسسة التي لم يكن لها أي دور في نشأته، وهو يرتبط بعوامل كثيرة تزيد أو تنقص من حدته، ومعظمها لا تتحكم فيها. لهذا نجد الشركات عادة تهدف من وراء إدارة خطر الصرف، التقليل من آثاره والانتقال في حالة عدم التأكد إلى حالة اليقين النسبي. هذا الانتقال يتحقق باستخدام تقنيات التحوط المختلفة ويسمح للمؤسسة أن تحدد أسس سليمة ومعلومة لحساباتها، وتتمكن بفضل ذلك إعداد برامج وسياسيات وتسيطر استراتيجيات.

**3.1. العنصر المستهدف: يؤثر خطر الصرف على:**

- التدفقات المالية (الإيرادات بالعملة الأجنبية)؛
- قيمة المؤسسة؛

- تنافسية المؤسسة.

**4.1. النتيجة:** تظهر نتائج خطر الصرف عند تحققه في شكل خسارة أو ربح، والنتيجة الأولى هي ما تريد المؤسسة تفاديها والتقليل منها. ويمكن تعريف الخسارة بأنها فقدان المؤسسة لشيء تحوزه أو تظهره في شكل مكسب أقل مما كان متوقعا وتظهر عادة خسارة الصرف في ثلاث مستويات[1]:

- تأكل هامش الربح؛
- انخفاض قيمة الشركة؛
- فقدان بعض الأسواق نتيجة ارتفاع أسعار السلع المعروضة من قبل المؤسسة بالعملة الأجنبية بسبب ارتفاع سعر الصرف.

**5.1. التكرار:** يتمثل تقييم الخطر في مقارنة المخاطر المحتملة بمعايير مخاطرة معينة من أجل تحديد أهميته[2]: وبالتالي فإن تقييم المخاطر يهدف إلى تحديد المخاطر التي يجب التعامل معها وترتيبها بحسب الأولوية عند وضع المعالجة. أي يجب على الشركة قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوث تلك الخسارة، ثم ترتيب أولويات العمل من خلال ترتيب المخاطر حسب شدة وطأة الخسارة واحتمال الحدوث وتبدأ التعامل مع المخاطر التي تمثل أكبر تهديد لها.

وهناك معياريين لتقييم المخاطر، الأول يتمثل في قياس الحجم المحتمل للخسارة G (Gravité) وبالتالي احتمال حدوث الخطر P(probabilité de survenance) ولتقييم المخاطر يتم تصنيفها بحسب شدتها C(criticité) والتي تعبر عن ثنائية حجم الخسائر المحتملة واحتمال حدوث الخطر وفقا للصيغة التالية:

$$C = P * G$$

ويتم تقدير الحجم المحتمل للخسائر إلى أربعة مستويات، غير الهامة، هامشية حرجة وكارثية، أما احتمال حدوث الخطر فيمكن أيضا ترتيبها إلى أربعة مستويات غير محتمل، نادر، ظرفي ومتكرر، وفي هذا الإطار يمكن اعتبار خطر الصرف خطر متكرر ومستمر، ويبقى ذلك منوطا بحجم معاملات المؤسسة بالعملة الأجنبية، بحالة سوق الصرف وبنظام الصرف السائد في البلد الذي تنشط فيه المؤسسة.

**2. أنواع مخاطر عمليات الصرف الأجنبي:** حضي موضوع مخاطر الصرف الأجنبي بأهمية بالغة في الاقتصاديات الدولية الهائلة خاصة مع ظهور الأزمات المالية الدولية في السبعينات والتسعينات وتعددت هذه المخاطر بتعدد عمليات الصرف الأجنبي وتنوعها، ويمكننا التفريق بين مخاطر الصرف الأجنبي من خلال النقاط التالية:

---

(1) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، أفراد–إدارات–بنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص16.

(2): Vincent Localare Et Christophe Burin , Optimiser Les Risques De L'entreprise, Afnor, Paris, France, 2010, p49.

**1.2. مخاطر الصفقات:** تشير الأدبيات المالية والبحوث العلمية إلى تحركات أسعار الصرف مصدر مهم لعدم التأكد الذي يواجه الشركات والتي تؤثر على قيمتها وربحيتها من خلال التغير في أسعار وكميات كلا من مدخلات الشركة ومخرجاتها[1]، حيث تخلق التقلبات اليومية لأسعار الصرف مخاطر تستمر لأجل قصير للشركة العاملة في المجال الدولي، وإن معظم هذه الشركات لديها اتفاقيات تعاقدية لبيع وشراء البضائع في المستقبل القريب وبأسعار محددة وعملات مختلفة وإن مثل هذه الصفقات تتضمن عنصرا إضافيا للمخاطرة تبرز مخاطرة الصفقات عندما تكون للشركة التزامات تعاقدية ( Contractually Obligated) من أجل الحصول على مدفوعات نقدية في تاريخ معين بالمستقبل بعملة أجنبية وتعرف مخاطرة الصفقات على إنها تأثير التغيرات غير المتوقعة في سعر الصرف الاسمي على التدفقات النقدية المصاحبة للموجودات والمطلوبات المالية. وبذلك فإن مخاطرة الصفقات تقيس التغيرات بقيمة الالتزامات المالية القائمة التي تم تحملها قبل التغير بأسعار الصرف ولكنها لم تستحق التسوية إلا بعد حصول التغير بتلك الأسعار، ولذا فإن هذه المخاطرة تتعامل مع التغيرات بالتدفقات النقدية التي تنشأ من التزامات الأعمال القائمة. فالشركات العاملة في المجال الدولي وتحديدا تلك التي تصدر أو تستورد السلع والخدمات ينبغي أن تسلم أو تدفع لهذه المنتجات وتكون المدفوعات والمستحصلات بالعملة الأجنبية هي موضوع للتعرض لمخاطر الصرف الأجنبي، وإن هذا التعرض لمخاطر الصفقات.

**2.2. المخاطر التشغيلية:** تعد المخاطرة التشغيلية لأسعار الصرف أكثر أهمية للمركز المالي للشركة من تأثيرات مخاطرة الصفقات، فهي لا تشبه مخاطرة الصفقات التي تمتاز بسهولة تحديدها (بشكل مباشر من خلال عقود الصفقات)، فالمخاطرة التشغيلية تعتمد على تقييم أثر التغيرات في سعر الصرف على الصفقة التي لم يتم الاتفاق عليها بعد، ولتحديد هذه المخاطرة يكون من الضروري قياس التغير في التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة استجابة للتغيرات في سعر الصرف، وطالما إن الأسعار غير موضوعة أو محددة في الصفقة المستقبلية، تعتمد المخاطرة التشغيلية على أسعار الصرف الحقيقية وتعرف على أنها تأثير التغيرات غير المتوقعة لأسعار الصرف في التدفقات للموجودات والمطلوبات الحقيقية للشركة ومركزها التنافسي. .

**3.2. مخاطر التحويل:** يعد تحويل العملات الأجنبية واحدة من أصعب القضايا المثيرة للجدل التي تواجهها الشركات العاملة في المجال الدولي، وذلك نتيجة عولمة الأعمال أو لتقلبات في أسواق الصرف الأجنبي وأسواق الأوراق المالية العالمية، فلا يمكن للشركات ذات العمليات المهمة خارج الحدود أن تعد قوائما موحدة ما لم يعبر عن حساباتها فروعها بعملة واحدة، وعادة ما تكون العملة الواحدة هي عملة

---

[1]) :Jorion, Philppe, The Exchange Rate Exposure Of Us Multinational, The Journal Of Business, Vol 63 issue, 1990, p 331.

الشركة الأم[1]، ويطلق على مخاطرة التحويل أحيانا بالمخاطرة المحاسبي وهي التغيرات المحتملة بملكية المالكين، التي تنشأ من الحاجة إلى تحويل الكشوفات المالية بالعملة الأجنبية للفروع الأجنبية إلى عملة موحدة لتوحيد الحسابات، وبالتالي إمكانية إعداد الكشوفات المالية الموحدة على المستوى العالمي. وقد عرفت على أنها المخاطرة التي تتعرض لها قيم الموجودات والمطلوبات والأرباح بالعملة الأجنبية عند تحويلها بأسعار صرف محددة إلى العملة المحلية في تاريخ مستقبلي محدد.

**4.2. المخاطر المالية:** إن أكثر المخاطر وضوحا هي تلك الناشئة بسبب تغيرات قيمة العملة والتي تحدث بصفة مفاجئة وبحدة في بعض الأحيان، وهذه التقلبات تتكرر باستمرار في ظل نظام تعويم أسعار الصرف وقد جاء في أحد الإحصائيات أن تقلبات قيمة العملة خلال يوم واحد تراوحت بين 1.5 % و3% وأن التقلبات خلال ثلاثة شهور تراوحت بين 3.1% عام 1974 إلى 25% عام 1976[2].

**5.2. مخاطر التغيرات في أسعار الفائدة[3]:** مع بداية السبعينات أخذت التقلبات في أسعار الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة والمؤثرة في تحركات رؤوس الأموال الدولية، تتخذ مدى أوسع، كما أنها أصبحت أكثر سرعة في حدوثها مقارنة مع تذبذباتها السابقة في الخمسينات والستينات، حيث كانت تقلباتها تتم في حدود 2% و3% وترجع هذه التقلبات في أسعار الفائدة في هذه الدول إلى:

- التغير في معدلات التضخم؛
- التغير في معدلات النمو الاقتصادي؛
- حالة ميزان المدفوعات ومكوناته؛
- التضارب في توليفة السياسيات النقدية والمالية بين هذه الدول.

وقد أدى التحرير المالي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال الدولية حيث تتجه هذه الأخيرة نحو الدول التي تعطي أسعار فائدة أعلى بالتالي يزيد الطلب على عملات هذه الدول والعكس صحيح، إذن فالتقلبات في أسعار الفائدة ستشكل خطرا على عمليات الصرف الأجنبي.

**6.2. المخاطر الائتمانية:** وتسمى كذلك بخطر الطرف المقابل وينص عادة في عقود الائتمان الذي يمنح بالعملة الأجنبية على التزام كل طرف بتسليم العملة موضوع العقد للطرف الآخر بالسعر والموعد المتفق عليه في العقد، وهناك مخاطر تنشأ من احتمال عدم وفاء أي من الطرفين بالتزامه. وينقسم خطر الطرف مقابل إلى خطرين:

---

(1) : زايد محمد عصام الدين، حجاج أحمد حامد، المحاسبة الدولية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص231.

(2) : مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص134.

(3) : محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، مصر، 2004، ص 92.

**1.6.2. خطر التسليم:** هو عبارة عن خطر إفلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية وهو أخطر من خطر القرض لأنه يؤدي إلى خسارة كلية لمبلغ العملية؛

**2.6.2. خطر القرض:** ويتمثل في إمكانية إفلاس الطرف المقابل قبل حلول موعد استحقاق العملية.

ومما يزيد هذه المخاطر ثقلا هو إذا كانت القروض مقدمة بالعملات الأجنبية، فتعثر مثل هذه القروض وعدم القدرة على سدادها يدفع البنوك إلى الإحجام عن تقديم قروض بالعملة الأجنبية، الأمر الذي يؤثر بالسلب لاسيما في جانب عرض العملات الأجنبية وهو ما يدفع بأسعار صرفها إلى أعلى كما أنه ينعش السوق السوداء من جهة أخرى فترتفع أسعار هذه العملات.

**7.2. المخاطر الناجمة عن إعادة تقييم المراكز المفتوحة:** قد تحقق خسائر للبنك عند إعادة تقييم مراكز العملات الأجنبية المفتوحة لديه والتي تجرى عادة مرة كل شهر، وتختلف أساليب إعادة التقييم، إلا أن الأسلوب الأكثر إتباعا هو أن يتم تقييم كافة المراكز المفتوحة للعملات الأجنبية على أساس أعلى سعر معلن في السوق في نهاية عمل اليوم الذي يتم فيه إعادة التقييم.

**8.2. مخاطر المضاربة:** يعرف عالم المصارف وسوق الصرف الأجنبي تطورا هائلا في استخدام الحسابات الآلية وأجهزة الاتصالات حيث أضحت عمليات المضاربة أكثر انتشارا وأسرع مما كانت عليه ومن ثم أصبحت أكثر ضررا الأمر الذي نلمسه بوضوح في أسواق الصرف الأجنبي الفورية ما أعطى أهمية أكثر لعمليات العقود الآجلة والمبادلات وكذا عقود المستقبليات إضافة إلى عقود الخيار.

**رابعا: الأثار الناجمة عن خطر الصرف**

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

**1. على مستوى القطاع البنكي:** ما أثبتته التجارب أن لخطر الصرف أثر كبيرا خصوصا إذا ما تعلق بالأمر بقطاع يعتمد أساسا على الائتمان كالقطاع البنكي، حيث أنه وعلى خلاف الصرف الذي ينتهي عند صاحب العملة في حالة المؤسسات التجارية أو الإنتاجية، فإنه يؤثر على باقي المؤسسات المالية التي تتعامل مع البنك الذي حقق خسارة في الصرف، وهذا الشيء الذي لوحظ في قضية البنك الألماني herstatt، حيث أن إفلاسه بفعل قيامه بالمضاربة عاد إلى تسبب في الخسائر كثيرة لباقي البنوك الأخرى التي كانت تتعامل معه، بالرغم من عدم مساهمتها في المضاربة التي كانت تعاني كثيرا في اختيار القائمين على المصرف(الصيارفة) إلى جانب التقنيات الموجودة في سوق الصرف، أي أن يكون للعامل قاعدة من المعلومات الاقتصادية وهي عملية مكلفة للبنك.[1]

---

(1): Hinri Bourguinat, Gestion De Risque De Change , Ministère De L'éducation Natioanl , Economica, Paris , 1977, p 133-137.

**2. على مستوى القطاع المؤسساتي:** من أجل التغطية من خطر الصرف وضعت المؤسسات نظام سير سمح بالإدارة الجيدة لخطر الصرف مثل هذا النظام لم يكن له سبب قبل تقويم أسعار الصرف وأهم شيئ جاء به المحيط النقدي الدولي الجديد هو وجوب الحذر من التغيرات التي أصبحت يومية وباستمرار بسبب تطبيق التعديل بالسعر اي قانون العرض والطلب.

– أصبحت المؤسسات تعطي مهمة إدارة الخزينة بالعملة الصعبة لأشخاص أكفاء في ميدان العلاقات الاقتصادية العالمية، وهذا لتفادي خسائر كبيرة ولكن ذلك يكلفها؛

– المؤسسات أصبحت ترتكز في تعاملاتها على العملات الصعبة القوية نتيجة التغيرات الحادة في أسعار صرف العملات، ومنه من البديهي أن المتعاملين الاقتصاديين يحاولون كل من جهته أن يفوتر مشترياته بالعملة الوطنية وإن لم يكن فإنه يعمل من أجل تفادي خسائر كبيرة في الصرف ويعمل كذلك الفوترة بعملة قوية كالدولار الأمريكي أو الفرنك الفرنسي، ولكن ذلك يخلق علاقات سيئة بين الأطراف التجارية وخاصة في حالة قطاع احتكاري ويفقدهم هذا عدة أسواق وهذا بصفة خاصة.

أما القاعدة السارية المفعول حاليا من أجل فوترة المشتريات والمبيعات فيما يخص اختيار عملة الفوترة هي كون العملة قابلة للتحويل ومتعامل بها في سوق الصرف من أجل إعطاء الإمكانية لكلا المتعاقدين.

يمكن القول كذلك بأنه من أثار خطر الصرف نجد الربح والخسارة تحقق المؤسسة من خلال اتخاذ وضعية معينة، وكما سنذكر فيما بعد فإن هناك ثلاث وضعيات صرف تكون فيها المؤسسة معرضة لهذا الخطر وعلى هذا الأساس سوف نحاول الربط بين هذه الوضعيات والخطر المقابل.

– وضعية الصرف الصفرية: وفي هذه الحالة تكون المؤسسة بالعملة مساوية لخصومها بنفس العملة وعلى هذا الأساس فإن التغيرات في أسعار صرف العملات لا يكون لها أثر سلبي أو إيجابي على المؤسسة.

– وضعية الصرف المفتوحة : وهنا تكون:

* طويلة: اي أن المنتجات أكبر من الديون بالعملة الصعبة فإن تغير سعر الصرف نحو الانخفاض سوف يعطي المؤسسة خسارة في الصرف.

من جهة أخرى يمكن أن تكون لتغيير سعر الصرف اثر مصداقية العقد الموقع، وخصوصا إذا كانت هذه التغيرات كبيرة ومفاجئة (غير منتظرة) وهذا له علاقة مع هامش الربح الذي تطبقه المؤسسة هذا لشراء أيضا يضع إشكالية سعر البيع.

**3. على مستوى السوق:** من بين أخطار الصرف نلاحظ على تدهور الصرف لأجل وتطور الهندسة المالية وفي محيط تسوده العولمة المالية أصبحت إدارة المخاطر غير مرتبطة بنوعية المتعاقد معه وإنما بالتغيرات في اسعار الصرف، معدلات الفائدة، مؤشرات البورصة التي تعتبر من عموم المؤسسة العصرية

كما أن تقويم أسعار الصرف أدت إلى تطور سوق الصرف الآجل على حساب سوق الصرف الآني الذي عاني كثيرا من سيطرته إلى جانب ذلك فإن المنتجات المالية مثل الإمتيازات والقروض المتقاطعة موجهة ووجدت أصلا كوسيلة يستخدمها المسير في التغطية من مخاطر الأسواق.

## المحور السابع: إدارة خطر الصرف

إن إدارة المخاطر مدخل علمي إلى مشكلة التعامل مع المخاطر الصرفة التي يواجهها الأفراد والشركات، ومنشأ إدارة المخاطر، إدارة تأمين الشركات ومحورها هو إمكانية تعرض أصول ودخل الشركة للخسائر، ويوجد لدى كثير من منشآت الأعمال أفراد مدربون متخصصون في التعامل مع المخاطر البحتة، وفي بعض الأحيان يكون ذلك وظيفة بدوام كامل شخص واحد أو حتى إدارة كاملة داخل الشركة، ويكون المسؤولون عن كامل برنامج إدارة المخاطر الذي يشكل الشراء التأميني مجرد جزء منه همر مديرو المخاطر.

هذا ويمثل خطر الصرف في هذا السياق تهديدا حقيقيا للشركات، فهو من جهة يؤثر على ربحية العقود المبرمة مع الخارج ويزيد من مديونيتها، ومن جهة أخرى يؤثر على قيمتها حتى وإن لم يكن لها تعاملات بالعملة الأجنبية أمام هذه التهديدات كان لزاما عليها إدارة هذا الخطر والتحوط منه، وتندرج هذه الإدارة ضمن ما يعرف بإدارة المخاطر التي تمثل وظيفة هامة وجزء فاعل في الإدارة الاستراتيجية ،تحاول التحكم في خطر الصرف وتأمين الشركة وزيادة قيمتها بأقل كلفة ممكنة وهذا ما سيتم تناول في هذا المحور كما يلي:

أولا: مفهوم ومبادئ إدارة المخاطر.

ثانيا: تعريف إدارة خطر الصرف.

ثالثا: مراحل إدارة خطر الصرف.

رابعا: أهداف إدارة خطر الصرف

**أولا: مفهوم ومبادئ إدارة المخاطر**

يرتبط الخطر بالنشاط الاقتصادي الذي تمارسه الشركة، وهو أمر لابد من التعامل معه ومواجهته باتخاذ مجموعة من الإجراءات المنظمة والمتتابعة، قصد التعرف بالمخاطر المتنوعة وتحديد درجاتها المختلفة بهدف تصنيفها وتحديد طريقة للتعامل معها.

**1. نشأة إدارة المخاطر:** لقد بدأ الاتجاه العام للاستخدام الراهن لمصطلح إدارة المخاطر في أوائل الخمسينات، وكان من بين المطبوعات المبكرة التي أشير فيها للمصطلح هارفارد بيزنس رفيو عام 1956، حيث طرح المؤلف ما بدأ في ذلك الوقت فكرة ثورية وهي أن شخصا ما بداخل ينبغي أن يكون مسؤولا عن إدارة مخاطر المنظمة البحتة.

في ذلك الوقت، كان يوجد لدى عدد كبير من الشركات الكبرى بالفعل مركز وظيفي يشار له بإسم مدير التأمين وكان هذا المسمى ملائما لأن المنصب كان يستلزم عادة شراء ومسك ودفع مقابل محفظة من بوالص التأمين من أجل مصلحة الشركة، وتم توظيف، مديري التأمين الأوائل على يد أوليات المؤسسات العملاقة (وهي شركات السكك الحديدية والصلب) التي وظفت مديري التأمين في بداية القرن ومع تنامي الإستثمار الرأسمالي في الصناعات الأخرى أصبح التأمين بندا متزايد الأهمية في ميزانيات الشركات وبالتدرج تم إسناد وظيفة شراء التأمين كمسؤولية محددة لأخصائيين من داخل الشركات.

وفي عام 1929 عقد مشتروا التأمين اجتماعا غير رسمي في بوسطن لمناقشة المشكلات ذات الاهتمام المشترك، وفي 1931 قامت رابطة الإدارة الأمريكية بتأسيس قسم للتأمين تابع لها بهدف تبادل المعلومات بين الأعضاء، ونشر الأخبار والمعلومات موضع الاهتمام لكي يطلع عليها مشتروا التأمين المؤسسي وفي عام 1932، تم تنظيم مشتروا التأمين في نيويورك التي أصبح فيما بعد معهد أبحاث المخاطرة، وفي 1950 تم تأسيس رابطة مشتري التأمين القومية ثم تحولت الرابطة لاحقا إلى الجمعية الأمريكية لإدارة التأمين.[1]

ورغم أن إدارة المخاطر تستمد جذورها من شراء التامين المؤسسي إلا أن القول بأن إدارة المخاطر نشأت بشكل طبيعي من شراء التأمين المؤسسي ينافي الحقيقة والواقع أن ظهور إدارة المخاطر كان إيذانا بتحول درامي وثوري في الفلسفة وواكب ذلك حدوث تغيير في الاتجاهات نحو التأمين، وبالنسبة لمدير التأمين، كان التأمين دائما هو المدخل المعياري للتعامل مع المخاطر.

لقد بدت فلسفة إدارة المخاطر منطقية ومعقولة، وانتشرت من منظمة إلى أخرى، وبصفة عامة فقد نشأت إدارة المخاطر من اندماج بين تطبيقات الهندسة في البرامج العسكرية والقضائية والنظرية المالية والتامين.

---

[1]: طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره ، ص ص 46،47.

وانطلاقا مما سبق يمكن القول هناك مقاربتين لإدارة المخاطر حسب التسلسل الزمني لحدوثها المقاربة الساكنة أو التقليدية، والمقاربة الديناميكية أو الحديثة.

**1.1. المقاربة الساكنة:** تعني المقاربة الساكنة في إدارة المخاطر الاعتماد على المنتجات المقترحة من قبل شركات التامين في تحديد المخاطر المقبولة، وهو ما يعني أن المؤسسات كانت تعتمد على قائمة عقود تأمين تلك المؤسسات لتحديد المخاطر الممكن إدارتها، وكانت بطبيعة الحال المخاطر التي تتعرض لها وتكون قابلة للتامين لا تمثل بالنسبة لها أية مشكل، أما المخاطر التي لم تكن ضمن قائمة عقود التأمين فقد بقيت دون إدارة وبسبب الطابع المتغير والمتجدد للمخاطر فقد ازداد عدد المخاطر التي لا تؤخذ بعين الاعتبار في مجال التأمين وهو ما اعتبر في وقته تهديدا كبيرا للمؤسسات.

**2.1. المقاربة الديناميكية:** انطلاقا من كون الشركة منظمة في تفاعل مستمر مع المحيط الذي تنشط فيه، فهي تقوم باستخدام مواردها من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة بفضل نظام القيادة الذي تمتلكه، وفي إطار تقييم نشاطها وعملياتها تبرز المخاطر التي تهدد هذه المؤسسة وتتضح معالمها، ولا يمكن لها ان تنتظر شركات التأمين حتى عملية تقييم المخاطر الجديدة بل تصبح هذه المهمة من اختصاصها وتتوقف العديد من عوامل النجاح عليها، وبالتالي أصبحت المؤسسات تقوم بتقييم المخاطر من أجل اتخاذ الإجراءات المناسبة ،الأمر لم يبقى متعلقا من إمكانية التأمين من عدمه بل التساؤل أصبح حول مقبولية الخطر في المؤسسة فإذ كانت الإجابة نعم فسوف يتم قبول الخطر، أما إذا كانت النفي فهنا المؤسسة تتخذ الإجراءات المناسبة، لتخفيض تهديداته من خلال تقليل تكراره واثاره.

وعلى أساس ذلك أصبح تحليل الخطر ينجز في ضوء مدى تأثيره على أهداف المؤسسة، ويأتي اللجوء إلى شركات التأمين حسب المقاربة الحديثة في إدارة الخطر كمرحلة ثانية عندما يتم التأكد من عدم مقبولية الخطر، فإذا وجدت المؤسسة ضالتها في المنتجات التأمينية المتوفرة فسوف تقوم بتحويل الخطر، أما إذا لم تكن هناك منتجات لتأمين هذا الخطر فسوف تعيد النظر في طبيعة النشاط الذي يخلق مثل هذا الخطر.

**2. تعريف إدارة المخاطر:** المخاطر جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي، ولعل المخاطر التي تواجه الصناعة المالية تعد من أكثر أية مخاطر تواجهها النشاطات الاقتصادية الاخرى، لذا كان لا بد من ابتكار طرق حديثة تناط بها عملية ادارة هذه المخاطر التي تعرف ب:

ادارة المخاطر هي: " عبارة عن منهج او مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع، إلى الحد الأدنى. [1]

[1] طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره ن ص 51.

كما تعرف على أنها: "تحديد وتحليل والسيطرة الاقتصادية على هذه المخاطر التي تهدد الأصول أو القدرة الإرادية للمشروع".[1]

وتعرف أيضا: إنها تصف عملية تحديد وتقويم المخاطر واختيار الأدوات المناسبة وتنفيذها وفقا لنوع المخاطر إذ ينبغي تحديد نوع المخاطرة التي تتعرض لها الشركة أولا ومن ثم القيام بقياسها وتحديد السبل المناسبة لإدارة ذلك النوع من المخاطر لاحقا.

من القضايا الأساسية في إدارة المخاطرة القضية التي تتعلق بالنظرية الكلاسيكية لمودكلياني وميلر modigliani & miller التي تنص "على إن إدارة المخاطرة هي غير ذات علاقة بقيم المنشاة" فأصحاب المصالح يمكنهم القيام بذلك من خلال المحافظ المنوعة تنويعا جيدا وفي المقابل أشارت العديد من النظريات الحديثة إلى لتحوط كونه أداة من أدوات إدارة المخاطرة ويمثل استراتيجية لزيادة قيمة المنشأة.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن: إدارة المخاطرة على أنها عملية نظامية لتحديد وتقييم التعرض للخسائر الصافية التي تواجه الشركات أو الافراد لاختيار وتنفيذ التقنيات المناسبة لمواجهة هذه المخاطر، فهي الأنشطة المصممة لتدنية التأثير السلبي(الكلفة) لعدم التأكد(المخاطرة) مع الأخذ بالحسبان الخسائر الممكنة.

**3. أهمية إدارة المخاطر**: إن الإدارة المخاطرة اهمية كبيرة في تعظيم قيمة المنشأة حيث تؤدي إلى تحقيق الآتي:

– تساعد إدارة المخاطرة على استقرار التدفقات النقدية، وتعمل التدفقات النقدية المستقرة على تخفيض تقلبات العوائد المتوقعة ومن ثم تزيد من قيمة المنشأة، كما تعمل التدفقات النقدية المستقرة على تدنية المخاطرة الائتمانية والتعرض إلى الإفلاس أو مخاطرة عدم كفاية العوائد لتغطية مدفوعات الديون المتعاقد عليها؛

– كما تفيد إدارة المخاطر، إلى جانب تسهيل التخطيط للاستثمارات طويلة الأجل مع كلف تمويل منخفضة في تركيز الشركات على المخاطر الخاصة بأعمالها (المخاطر غير النظامية)؛

– يحقق المقرضون والعملاء مزايا من إدارة المخاطر، حيث تساعد على التوافق ما بين أصحاب المصالح.

**4. مبادئ إدارة المخاطر**: يتعين على إدارة المخاطر أن تحترم مجموعة من المبادئ من خلال جهاز شامل لإدارة المخاطر تحدد من خلاله كافة العمليات والأدوات والموارد والمسؤوليات المطلوبة، وفي هذا الإطار نجد أن المنظمة العالمية للمعايير ضمن المعيار 31000 حددت إحدى عشر مبدأ يستوجب على المؤسسات أخذها بعين الاعتبار في إطار إدارة المخاطر حتى تضمن فعالية هذه الأخيرة.:

[1] خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص 10.

– إدارة المخاطر تخلق القيمة وتحافظ عليها، بمعنى أن مجمل النشاطات المعتمدة في إطار إدارة المخاطر يجب في أن تاسهم بشكل ملموس في تحقيق الأهداف وتحسين أداء المنظمة، وهو ما ذهب إليه morlay سنة 2006 عندما اعتبر إدارة المخاطر عملية عرضية لخلق القيمة في المؤسسة؛ (1)

– إدماج إدارة المخاطر في العملية التنظيمية، هذا يعني انه يجب ان يدمج في نظام الإدارة الحالي وعدم محاولة فصله عنها أو تطويرها خارج هذا الإطار أو موازي له؛

– دمج إدارة المخاطر في عملية صنع القرار، واعتبار مستوى الخطر عامل مهم في تلك العملية؛

– تتناول إدارة المخاطر وتتعامل بشكل صريح مع حالة عدم التأكد بالتالي فإن هذه الحالة يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار في كل مراحل الإدارة تقييم، قياس وطريقة التعامل؛

– إدارة المخاطر عملية منتظمة، مهيكلة وتستخدم في الوقت المناسب من أجل ضمان فعالية، أهمية تناسق وموثوقية النتائج؛

– تعتمد إدارة المخاطر على أحسن المعلومات المتوفرة سواء المستخدمة في تحليل العمليات أو تلك المتعلقة بالبيانات والنماذج المستخدمة؛

– يجب مواءمة إدارة المخاطر مع مستوى المخاطرة والقدرات البشرية والإمكانيات المالية المتوفرة؛

– إدارة المخاطر تأخذ بعين الاعتبار العوامل الإنسانية والثقافية؛

– إدارة المخاطر يجب أن تتصف بالشفافية وان تشرك كل الأطراف ذات العلاقة سواء كانت داخل أو خارج المنظمة وعلى وجه الخصوص في مرحلة التقييم، لتحديد مدى مقبولية الخطر من عدمه؛

– إدارة المخاطر عملية ديناميكية، متكررة ومتفاعلة مع التغيرات التي تحدث سواء في طبيعة المخاطر التي تهدد المؤسسة أو الأدوات المتاحة لإدارته؛

– تسهيل ادارة المخاطر التحسين المستمر في أداء المؤسسة.

ونشير في النهاية أن المعيار الخاص بإدارة المخاطر جاء لتدعيم وظيفة إدارة المخاطر بحيث يمكن تطبيقها بسهولة في أي منظمة سواء تتبع القطاع العام أو الخاص، محلية كانت أو دولية، ومهما يكن النشاط الذي تنتمي إليه وبالتالي فإن هذا المعيار هو عبارة عن توجيهات عامة يأخذها المكلف بإدارة المخاطر بعين الاعتبار عند تصميم وتطبيق خطط ونظم إدارة المخاطر إضافة لخصائص البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

**ثانيا: تعريف إدارة خطر الصرف**

تندرج إدارة خطر الصرف ضمن وظيفة إدارة المخاطر، وبالتالي فهي ليست قرارا وقتي ولا ظرفيا، بل هي قرار قاعدي تفاعلي، قائم على أن هناك مجموعة من العناصر يجب التعامل معها، والتأثير عليها لتجنيب المؤسسة الدخول في نشاط هو بعيد عن صلاحياتها والسماح لها بالتفرغ لوظائفها من إبداع

(1): Nicolas Dufour Rt Gilles Teneau, La Gestion Des Risques , Un Objet Frontière, Edition L'harmattan, Paris France, 2013, p19.

وإنتاج وتسويق، ولا يعتبر إلغاء خطر الصرف معيار للدلالة على كفاءة الإدارة ولا هو يمثل أساسا هدفا لها، بل أن غايتها هي التخفيف من وطأته والتحكم في أثاره، ولقد عرفت josette peyrard هذه الإدارة بأنها وضع نظام معلومات، تحديد سياسة الصرف في المؤسسة واستراتيجيات التحوط وأخيرا مراقبة الإجراءات.[1]

**1.وضع نظام معلومات:** يمكن تعريف نظام المعلومات بانه مجموعة الموارد والوسائل والبرامج والأفراد والمعطيات والإجراءات التي تسمح بجمع ومعالجة وإيصال المعلومات في شكل نصوص، صور رموز....إلخ في المؤسسة، وبالتالي فإن هذا النظام سيسمح للمكلف بإدارة خر الصرف بحصر كل ما له علاقة بهذا الخطر، وتسخير الموارد البشرية والمادية لإتمام العملية على أكمل وجه فيتمكن بعد ذلك متخذ القرار من تحقيق وبناء سياسة جيدة لإداراته وفي الوقت ذاته تمكين العاملين معه سواء للقيام بواجباتهم الوظيفية، او بالقيام ببعض الأعمال المسندة إليهم وفقا لخطة العمل الموضوعة.

ويبقى ما سبق ذكر مرهون بقدرة نظام المعلومات على حسن عرض المعلومة الموفرة، وعلى إتاحتها في الوقت المناسب، وبالصورة والشكل المناسبين وبالتكلفة المناسبة، وكلما كانت البيانات معروضة ومتاحة كلما كانت هناك قدرة على حسن الإدارة. ومن بين البيانات الواجب تفصيلها وعرضها نذكر:

- المصادر المختلفة لخطر الصرف؛
- العمليات التي تخلق وضعيات صرف؛
- أسعار السلع المنافسة في السوق المحلي والدولي؛
- حالة سوق الصرف؛
- المنتجات المالية المتوفرة في سوق الصرف والتي يمكن أن تستخدم للتحوط؛
- القدرة التفاوضية للمؤسسة مقارنة بعملاتها وزبائنها؛
- التطورات الحالية والمستقبلية في العملات الأجنبية التي يتم التعامل بها؛
- تشريعات الصرف المطبقة في بلد إقامة المؤسسة وبقية الدول التي لها معها علاقات تجارية ومالية والغاية من وضع مثل هذا النظام هو مساعدة مدير المخاطر على اتخاذ القرارات السليمة بعد المفاضلة بين أكثر من بديل.

**2. تحديد سياسة الصرف واستراتيجيات التحوط:** يعتبر تحديد سياسة الصرف المناسبة لقدرات وإمكانيات المؤسسة إحدى أعمدة الإدارة الجيدة والسياسة لخطر الصرف، فهذه المرحلة تعبر عن التصور العام المستقبلي لتنفيذ الرؤية الاستشرافية لمتخذ القرار وفق برنامج زمني محدد المهام.

**1.2. المسؤول عن تحديد سياسة الصرف:** إن إعداد وتطبيق ومتابعة سياسة الصرف عمل يشارك فيه الجميع وعلى كافة المستويات بداية بالإدارة العامة التي توضح الاستراتيجية العامة وانتهاء بالعنصر

---

(1) :Josette Peyrard, Gestion Financière, Opcit, p 94.

التنفيذي القادر على القيام بالتكتيكات الموصلة لتنفيذ السياسات العامة الموضوعة، فمن 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%**.

**جدول رقم (02): المسؤول عن تحديد سياسة الصرف في المؤسسة**

| المسؤول | النسبة المئوية |
|---|---|
| المدير المالي | 32.4 |
| أمين الخزينة | 66.8 |
| المديرية العامة | 9.1 |
| لجنة | 3.9 |
| بدون رد | 3.9 |

**source** : Josette Peyrard, Gestion Financière International , 5éme Edition Vuibert Paris, France, 1999, p95.

هذه النتيجة توضح بصورة جلية أهمية إدارة خطر الصرف والأبعاد التي اكتسبتها في الممارسات الإدارية للمؤسسات حيث أن سعر الصرف أضحى جانبا مهما في تحديد مصير المؤسسة واستمراريتها لهذا أصبح متابعا عبر كل المراحل التي يظهر فيها ويؤثر عليها بدءا بالمفاوضات التجارية، مرورا بتحرير الفاتورة والتقييد المحاسبي للعملية ووصولا إلى الفصل بين التحوط وعدم التحوط.

**2.2. استراتيجيات التحوط:** يعد التنويع الدولي والتحوط من الاستراتيجيات الأساسية في إدارة المخاطر السوقية، ولكون تقلبات أسعار الصرف يمكن أن تكون دقيقة بعد أخرى، فهي أكبر من أن تعوض بالتنويع وعليه تتخذ الشركات العاملة في المجال الدولي ترتيبات مالية جديدة ومبتكرة لإدارة مخاطرها غير القابلة للتنويع، ويمثل التحوط أحد الأدوات المستخدمة في تقليل وتحييد المخاطر السوقية والي تمثل تحديا لأحد المبادئ الأساسية التي جاءت بها نظرية المحفظة الحديثة والمتمثلة في عدم إمكانية تخفيض المخاطر السوقية، وقد عرف التحوط بشكل عام على انه توفير الحماية من الخسائر المحتملة، وفي الأسواق المالية يرتكز التحوط على النشاط المتخذ للحد من المخاطر السوقية أو تقليلها والتخلص من الخسائر الناشئة من تقلبات الأسعار فالتحوط هو اتخاذ مركزين مختلفين بحيث إن الخسائر المتحققة لأحد المراكز ينبغي أن توازن أرباح المركز الأخر، والذي يعني الدخول في صفقة معاكسة لصفقة السوق النقدي لغرض تقليل مخاطر الخسائر المالية الناشئة من التغير في الأسعار وتدنية تكاليف إدارة الأعمال، حيث يمكن من خلال التحوط تجنب المفاجآت غير المرغوبة الناشئة من التحركات السوقية غير المواتية، هذا وتتمثل إحدى التطورات المهمة والكبيرة في الأسواق المالية خلال السنوات الحالية في نمو سوق المشتقات فقد قدر الحجم الحالي للسوق بما يزيد عن 200 ترليون دولار والتي تعادل 100 مرة عما كان عليه حجم

السوق في سبعينات القرن الماضي، حينما كانت معظم أدوات المشتقات غير متاحة. وإن هذا النمو في السوق قد ساعد وبلا شك في إيجاد الأدوات المالية غير التقليدية والمبتكرة والتي أسهمت بشكل كبير في تزويد المستثمرين والشركات بأدوات لإدارة التقلبات السعرية غير المواتية، حيث تمكن المستثمرين والشركات المتجنبين للمخاطرة من نقلها أو تحويلها إلى أطراف أخرى مستعدة لتحملها، فهي سوق فاعلة في إعادة تخصيص المخاطرة بين المتعاملين وتقوم اغلب الشركات بالتحوط لغرض تقليل تعرضها للتقلبات غير المتوقعة في الأسعار، وهذا يسهل عليها عملية التخطيط المالي وتقليل احتمال التعرض لمخاطر العسر المالي الذي ينجم عن العجز النقدي نتيجة التعرض للمخاطر السوقية، كما أنه يتيح للشركات ممارسة أعمالها بأمان أكبر لكون التحوط يساعد على تقليل التعرض للتقلبات المفاجئة للأسعار.[1]

وبصفة عامة فالتحوط، يعتبر نقطة نقاش وخلاف بين المتخصصين فالتحوط هو عملية تتمثل في اتخاذ وضعية أو مركز بغرض الحصول على تدفقات أو أصل ترتفع قيمته أو تنخفض لموازنة انخفاض أو ارتفاع قيمة الوضعية الحالية، وفي ظل انقسام استراتيجيات التحوط انقسمت أراء المتخصصين وتباينت ممارسات المؤسسات إلى ثلاثة رؤى مختلفة هي:

**1.2.2. الرؤية الأولى:** ترى بضرورة تطبيق التحوط الكلي الذي يهدف إلى تجنيب المؤسسة خطر الصرف بأدنى تكلفة من خلال المفاضلة بين تقنيات التحوط المختلفة، والاعتماد كلما سنحت الفرصة على التقنيات الداخلية وخصوصا المقاصة التي سوف تؤدي إلى تخفيض المبلغ الصافي الواجب تغطيته وتحرير الفاتورة بالعملة المحلية كلما كان ذلك ممكنا[2](سيتم التطرق لهذه التقنيات بالتفصيل في المحاور المقبلة).

**2.2.2. الرؤية الثانية:** تعتقد بضرورة استخدام المؤسسات لميزتها التنافسية، وقوتها التفاوضية، وتنوع المنتجات المتاحة في السوق في البحث عن موقع بين تخفيض الخسائر وتعظيم المكاسب الناتجة عن حركة أسعار الصرف، .

**3.2.2. الرؤية الثالثة:** تدعوا إلى ترك مراكز صرف المؤسسة مفتوحة لتحقيق مكاسب من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف، ويتم استخدام في سبيل تحقيق ذلك جملة من المنتجات والتقنيات المتطورة نذكر على سبيل المثال الخيارات والتنبؤ بأسعار الصرف.

ولكل من الاتجاهات الثلاثة السابقة أدلته التي يبرر بها وجهة نظره، فالاتجاه الأول يرى بأن ترك مراكز الصرف مفتوحة عبارة عن مضاربة وهو بعيد كل البعد عن نشاط المؤسسة ومجال عملها، إلى

---

(1) اعتصام جابر الشكرجي، محمد علي إبراهيم العامري، إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 23، جامعة بغداد، الفصل الثاني لسنة 2013، ص 27.

(2) :Alain Chevalier Et Georges Hirsch ,Le Risk Management , Pour Une Meilleures Maitrise Des Risques De L'entreprise, Edition Entreprise Moderne , Paris , France, 1982, p127.

جانب أن المتاجرة في العملة يتطلب حزمة من المؤهلات والمعارف التي لا تتوفر في معظم الأحيان في أمين الخزينة.

مبررات أنصار التحوط الاختياري، تتمحور حول أن تكاليف التحوط النظامي غالبا ما تفوق خسائر الصرف المتوقعة، مما يجعل المصلحة بإدارة الخطر، مركز تكلفة يعيق في كثير من الأحيان جهود باقي الإدارات في تحسين التنافسية وتعظيم الأرباح.

**3.2. مزايا وعيوب التحوط:** لقد أسفر سالف الذكر على تحديد مجموعة من المزايا والعيوب تكون أساسا للفصل في الاستراتيجية المختارة.

**1.3.2. مزايا التحوط :** من بين المزايا نذكر:

– إن انخفاض المخاطر التي تصيب التدفقات النقدية المستقبلية تزيد من قدرة المؤسسة على التخطيط المتوسط والطويل الأجل لنشاطاتها؛

– التحوط يخفض من احتمال تعدي التدفقات النقدية المستقبلية عتبة المشاكل المالية التي تعتبر 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 علة التحوط الاختياري من خلال التمييز بين المراكز التي يقوم بتغطيتها وتلك التي يتركها مكشوفة وبذلك يساهم في زيادة قيمة مؤسسته.

**2.3.2. 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 يحد المسير نفسه أمام خطر لا يمكن إدارته بالتنويع وهو ما يخلق نوعا من التصادم فيما بين الأهداف التي يصبوا إليها المساهم، وتلك التي يرغب المسير تحقيقها، فالمسير يرغب في تحييد خطر الصرف بتكلفة معلومة ومحددة، بينما المساهم يرى في هذا النشاط تكلفة لا تزيد في قيمة المؤسسة وأن باستطاعتهم إدارة هذا الخطر عن طريق التنويع؛[1]

– التحوط لا يضيف شيئا لقيمة المؤسسة بل أن تخصيص الموارد البشرية والمادية لإدارة خطر الصرف تؤدي إلى انخفاض قيمتها الصافية.

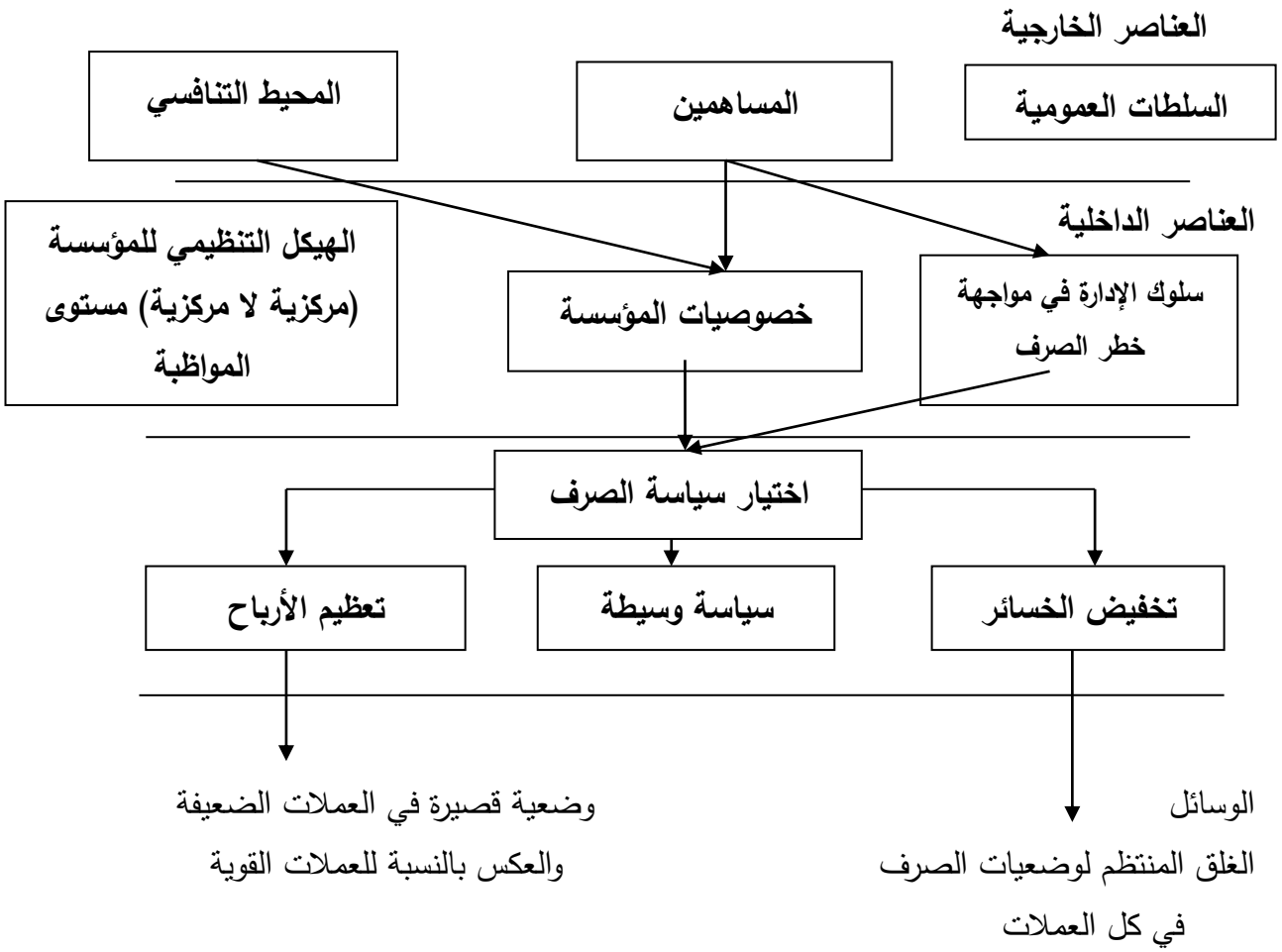
– التحوط في نظر بعض المختصين يهدف إلى تجنب ظهور خسائر الصرف في القوائم المالية.

**4.2. محددات اختيار سياسة الصرف:** يجب إعداد سياسة صرف فعالة في إطار من الترابط التشابكي الأدائي، يتم من خلاله دراسة وتحليل شامل لمحيط المؤسسة قصد تحديد العوام

(1): Michel Kalika Et Pierre Romelaer, Recherches En Management Et Organisation , Edition Economica , Paris , France, 2006, p109 .

ل المؤثرة في هذا البناء سواء كانت خارجية (سلطات نقدية، التشريعات ،المساهمين....) أو داخلية (القدرة على التفاوض، وجهة نظر الإدارة العليا.....).

**شكل رقم (07): العوامل المؤثرة في تحديد سياسة الصرف**




**Source:** Henri De Bodinat Et Autres, Gestion International De L'entreprise, Edition, Dalloz, Paris, France , 1978, p91.

وكل من العوامل السابقة تساهم في تحديد وزن المؤسسة وقدرتها على المناورة وبشكل مواز تحديد رد فعل المسيرين إزاء مخاطر الصرف، وعلى العموم يمكن تحديد مجموعة 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 هذه المنتجات؛

– تشريعات الصرف: تلك القوانين التي تجيز أو تمنع استخدام بعض التقنيات المستعملة كأدوات للتحوط من خطر الصرف.

– التكلفة: إن التقنيات المستخدمة في التحوط ليست مجانية وتتفاوت تكلفتها من أداة إلى أخرى وعلى المسير المفاضلة بينها بعد تحديد دقيق لمنافع كل واحدة؛

– طريقة تنظيم المؤسسة ودرجة المواظبة لدى العاملين: يقصد بها، وسائل الاتصال وعلاقة الإدارة العامة بالدائرة المكلفة بتسيير خطر الصرف، ومن هم الأفراد الذين سيعلمون فيها وما هي مؤهلاتهم وخبراتهم ودرجة المواظبة لديهم فالتنظيم يعتبر ركن أساسي ورئيسي في نجاح اي 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 مصلحة للتنبؤ بأسعار الصرف أو وجود إمكانية للحصول على هذه المعلومة من مكاتب متخصصة.

**3. مراقبة الإجراءات:** مراقبة الإجراءات تعني الحكم على فعالية وجدوى إدارة خطر المصرف ومدى تمكنها من تحقيق الأهداف المسطرة، وبالرغم من أن المسؤولية تقع على المكلف بالإدارة، إلا أن هذا لا يعفي فريق العمل من تحمل جزء منها ولا يمكن للإدارة العليا ان 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 المسؤول عن نجاحها وبعد ذلك تصبح سياسة المحاسبة والمكافئة سهلة التطبيق.

**ثالثا: مراحل إدارة خطر الصرف**

تحتاج 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 خيراته ومؤهلاته، ولقد كان ومازال للعديد من المؤسسات أنماط إدارية متنوعة وفعالة لتسيير خطر الصرف حققت من خلالها الكثير من النجاحات المتوالية، وبالرغم من أهمية هذه التجارب، وثرائها ،إلا أنها لا تعتبر قوالب نمطية جاهزة، أو وصفات يمكن اقتراحها ،بل تبقى تجارب خاصة استرشاديه يمكن البناء عليها لتحديد معالم إدارة خطر الصرف ومراحلها المختلفة.

وفي هذا الصدد، هناك العديد من البحوث والدراسات التي حاولت الخوض في تجارب هذه المؤسسات واستخلاص طرقها وأدواتها، وانتهت بتحديد ستة مراحل أساسية في إدارة خطر الصرف نوجزها فيما يلي:

**1. تحديد أهداف إدارة خطر الصرف:** ترتبط أهداف إدارة خطر الصرف بتحديد طبيعة الخطر المراد إدارته، المستويات المقبولة من المخاطر من وجهة نظر الإدارة عليا والمدى الزمني الذي تغطيه هذه الإدارة.

**2. التنبؤ بأسعار الصرف:** يحاول مدير المخاطر عادة التنبؤ بمسار سعر الصرف وتغيراته في المستقبل تلبية لمتطلبات استراتيجية التحوط الاختياري بغرض تحديد المراكز الواجب التحوط منها وتلك التي تترك مفتوحة.

فإذا كانت نتائج التنبؤ تشير إلى تغيرات في صالحه، اتخذ الإجراءات اللازمة للاستفادة من هذه التغيرات لتحقيق مكاسب صرف، وفي حالة نتائج التنبؤ تدل على تغيرات في غير صالحهن وجب عليه القيام باختياري إحدى تقنيات التحوط المتوفرة.

**3. قياس الوضعيات المفتوحة بالعملة** الأجنبية: من أجل قياس خطر الصرف يجب معرفة وتحديد العملة المرجعية ، تحديد ومعرفة خطر الصرف وأخيرا وضعية الصرف.[1]

**1.3. تحديد العملة المرجعية:** يعتبر تحديد العملة المرجعية أمرا أساسيا باعتبار أن خطر الصرف سوف يحدث نتيجة لتغير قيمة العملات الأخرى مع هذه العملة؛

**2.3. تحديد وضعية الصرف:** ونقصد بها عرض المبالغ المعرضة لخطر الصرف في شكل جداول موجزة لمختلف العمليات والعملات ولآجال مختلفة.

**4. تحديد استراتيجية لإدارة خطر الصرف:** في هذه المرحلة يتم تحديد الكيفية التي يتم التعامل بها مع هذا الخطر، ومن أحل اختيار الاستراتيجية على مدير المخاطر أن يسهر على أن تكون متناغمة مع الاستراتيجية العامة للمؤسسة، وأن يأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل المؤثرة على نجاح إدارة خطر الصرف. وعلى العموم يمكن تصنيف هذه الاستراتيجيات في ثلاثة مجموعات أساسية[2]، استراتيجية التغطية الأجلية، استراتيجية المضاربة والاستراتيجية الاختيارية.

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

---

(1) :Patrice Fontaine, Risque De Change, Gestion Et Couverture , Edition Economica , Paris , France , 2010 , p 69.

(2) عبد الحق بوعتروس"حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة الدول التي تمر بمرحلة انتقال"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة نعدد 12، 1999، ص113.

**6. تقييم فعالية إدارة خطر الصرف:** تحتاج القرارات المتخذة في إطار إدارة خطر الصرف من وقت إلى أخر، الى مراجعة وتقييم وبما ان هذه القرارات كانت تعمل للوصول الى نتائج معينة، تصبح هذه الأخيرة أساس للحكم عليها إن كانت سليمة وصائبة ام غير ذلك، ويحتاج الأمر الى تحليل علمي فعال، يأخذ في معطيا ته، ما طلب وما خصص لتحقيق ذلك.

على أساس ذلك فإن تقييم كفاءة إدارة خطر الصرف وفعاليتها ومدى تحقيقها للأهداف المعلنة، يجب أن يبدأ بتحديد الزاوية التي تنظر الإدارة العليا من خلالها لمصلحة إدارة خطر الصرف، فإن كانت تعتبر هذه المصلحة مركزا للربح، فإنها عادة تحدد لها سقف معين من المكاسب الواجب الوصول إليه، وتسمح للمسؤول عن الإدارة باستخدام منتجات متطورة وقبول مخاطر نوعا ما مرتفعة، فإذا تمكن من تحقيق ذلك السقف، بعد خصم تكاليف التشغيل(مصاريف العاملين، تكاليف الاتصال...إلخ) اعتبرت الإدارة كفؤة والعكس صحيح في حالة عدم تمكنها من تحقيق تلك الأرباح.

أما إذا كان ينظر للمصلحة على أنها مركز تكلفة، يصبح الحكم على فعالية الإدارة بعد المقارنة بين التكاليف الناجمة عن هذه المصلحة مع مصلحة أخرى غير منتجة في المؤسسة فإذا كانت تكاليفها أعلى اعتبرت الإدارة غير كفؤة والعكس في حالة إن كانت تكاليفها أقل.

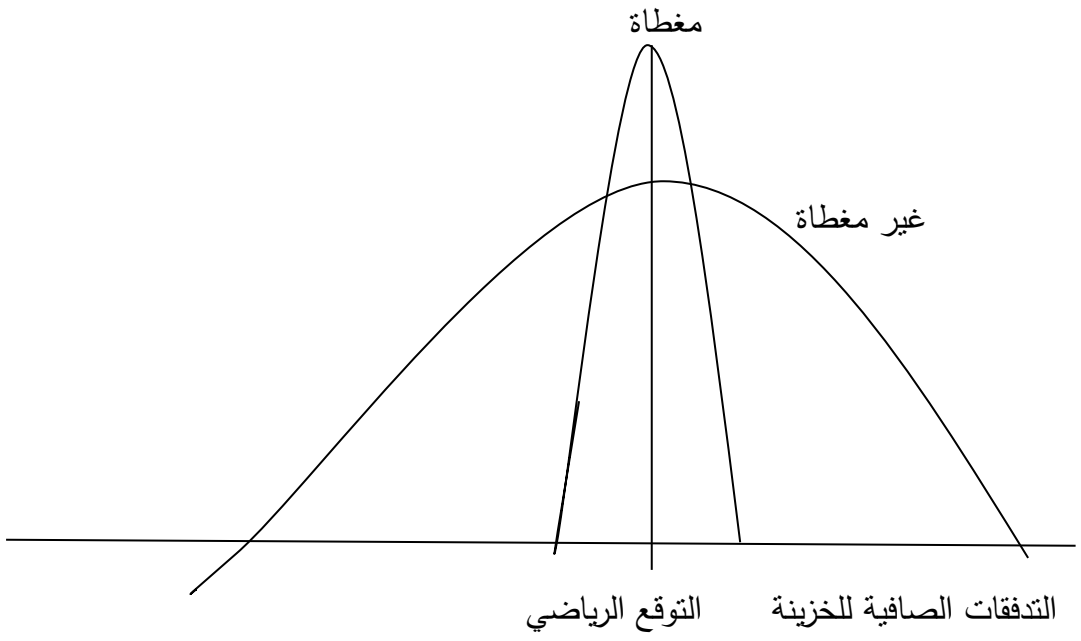
**رابعا: أهداف إدارة خطر الصرف**

إن أهداف إدارة خطر الصرف كثيرة متنوعة ومتفاعلة مع النشاط إلى تمارسه المؤسسة، ومؤثرة عليه فكلما كانت هذه الإدارة فعالة، كلما أدت الى زيادة كفاءة المؤسسة وسمحت لها بتحقيق الخطة الإنتاجية الموضوعة في جو من التأكد الخال من مهددات أسعار الصرف، وهو ما سوف يعكس ذاته في مجال تنمية الربحية وزيادة التنافسية مما يؤدي إلى تحسين صورتها ورفع وزيادة الطلب على اسمها وزيادة معدل تداولها وهو ما يعني زيادة قيمتها.

وترتبط أهداف إدارة خطر الصرف أليا بسياسة الصرف المعتمدة بمعنى أنها يجب أن تأخذ بعين الاعتبار البيئتين الداخلية والخارجية، فعلى سبيل المثال، نجد أن المؤسسات صغيرة الحجم، التي لا تمثل فيها العمليات بالعملة الأجنبية نسبة كبيرة تحدد لإدارة خطر الصرف تخفيض الحظر بأدنى تكلفة هدف أساسي، والعكس بالنسبة للشركات الكبيرة التي تمثل المعاملات بالعملات الأجنبية نسبة كبيرة في رقم أعمالها وعلى العموم فإن إدارة خطر الصرف تهدف إلى ما يلي:

– في حالة الاعتماد على استراتيجية التحوط الكلي أو الجزئي فإن إدارة خطر الصرف تهدف إلى تقليل تشتت التدفقات المستقبلية وهو ما يمكن توضيحه في الشكل البياني التالي:

**شكل رقم (08): تشتت التدفقات النقدية في حالة التحوط وعد التحوط**




**Source** : David Eiteman Et Autres, Gestion Et Finance Internationales, Traduction Michel- Henry Bouchet Et Autres, 10eme Edition, Pearson Education, Paris, France, 2004, p196.

من الشكل نلاحظ أن هناك من محنينين يعبران عن تشتت التدفقات النقدية المستقبلية أحدهما ينتج عن قيام المؤسسة بعملية التحوط من مخاطر الصرف والأخر عدم قيامها بذلك، وكما هو ملاحظ فإن عدم التحوط ينتج عنه تشتت أكبر في التدفقات النقدية المتوقعة، حيث نجد أن المنحنى الذي يعبر عن حال عدم التحوط أكثر تفرطحا من المنحنى الأخر، مما يعني أن احتمال تحقق تدفقات أكثر أو أقل من التدفقات المتوقعة احتمال كبير، إلى جانب أن هذا المنحنى يشمل بعض القيم التي تعتبر قيم شاذة في المنحنى الذي يعبر عن حالة التحوط ويعتبرها قيم ممكنة الحدوث.

على عكس هذا المنحنى نجد أن المنحنى الذي ينتج عن قيام المؤسسة التي تريد ضمان قيمة معينة وثابتة لتدفقاتها النقدية المستقبلية يجب عليها التحوط من مخاطر الصرف والسبب الكامن وراء ذلك هو بطبيعة الحال أن التغيرات في أسعار الصرف المستقبلية تصبح لا تؤثر على هذه التدفقات 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 تنافسيتها مع مثيلاتها في السوق.

## المحور الثامن: تقييم خطر الصرف وطرق قياسه

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

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

أولا: مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها.

ثانيا: طرق تقدير خطر الصرف.

ثالثا: قياس خطر الصرف.

**أولا : مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها**

تتفرع وضعية الصرف 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.

**1. وضعية صرف الصفقة:** إن التسمية التي أعطيت لهذه الوضعية استمدت من طبيعة العمليات التي تؤخذ بعين الاعتبار لحسابها وتكون عرضة لخطر الصرف، وتتمثل هذه العمليات في الصفقات التجارية والمالية المنجزة بالعملات الأجنبية وقد عرفت كما يلي:

" أنها الفرق الموجب أو السالب بين الذمم والالتزامات بالعملة الأجنبية".[1]

وعرفت أيضا أنها: الوثيقة التي تتولى مهمة جرد المبالغ بالعملات الأجنبية المستحقة والواجبة الدفع والناتجة عن الالتزامات المختلفة للمؤسسة.

على أساس التعريفين السابقين يمكن القول أن وضعية صرف الصفقة هي عبارة عن جول منظم موجز وجامع لكل المعاملات التجارية والمالية بالعملة الأجنبية، فوضعية الصرف هي:

– جدول منظم لأنه يقوم بتنظيم العمليات المختلفة وتبويبها حسب طبيعتها فنجد العمليات التجارية في خانة محددة يتم فيها التمييز بين عمليات التصدير والاستيراد، ونجد أيضا العمليات المالية مدرجة في خانة خاصة بها ويتم تقسيم هي الأخرى إلى عمليات الإقراض والاقتراض؛

– جدول موجز على أساس أنه يعامل المبالغ ذات الخصائص المتماثلة كمبلغ واحد بغض النظر عن عدد العقود التي أبرمت؛

– وهو في النهاية جدول جامع، لأنه يقوم بتجميع مختلف العمليات لاستخراج رصيد قد يكون موجبا أو سالبا بحسب المبالغ المدونة فيه.

**1.1. طرق إعداد وضعية صرف الصفقة:** لإعداد وضعية الصرف، يجب أولا تحديد العمليات الواجب إحصاؤها، ثم تحديد المدى الزمني للعملية، وأخيرا إعداد جدول وضعية الصرف.

**1.1.1. تحديد العمليات الواجب إحصاؤها:** إن تعدد العملات الأجنبية التي تتعامل بها المؤسسة مرتبط بتعدد نشاطها الدولي وتشابك علاقاتها وامتداد مصالحها، فالملاحظ أنه كلما زاد هذا النشاط زاد عدد العملات المتعامل بها، وكلما انخفض انخفض 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.

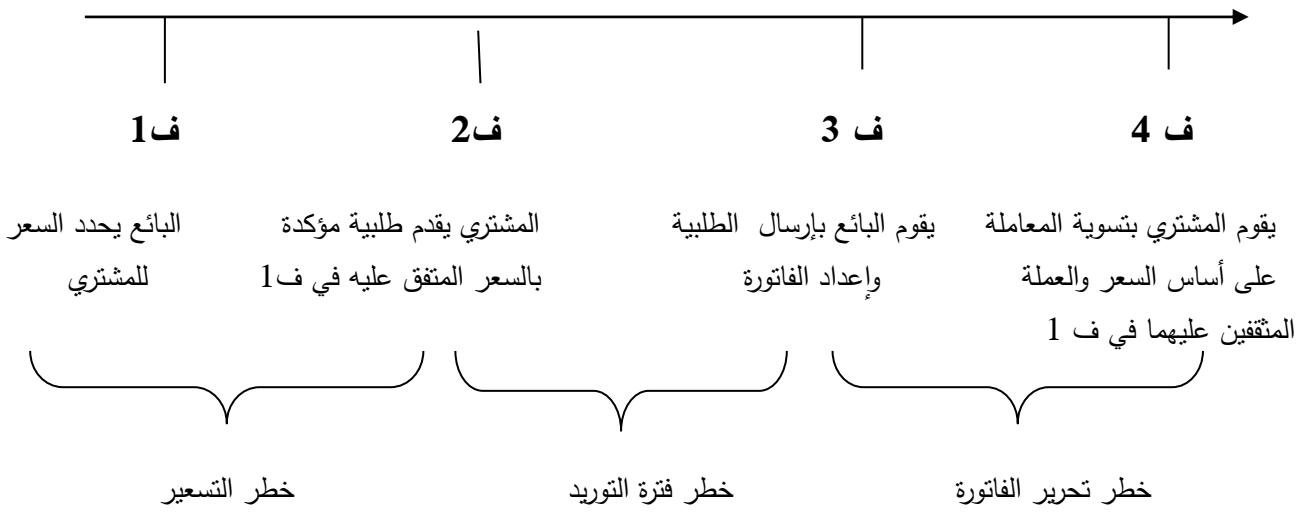
---

[1] :Farid Yaici, Précis De Finance Internationale , Avec Exercice Corrigés, Edition Enag , Alger, 2008, p92.

كما إن إشكالية الاعتماد على ما هو مسجل محاسبيا، أو الأخذ بعين الاعتبار العمليات التي لم تسجل بعد(الطلبيات) أو تلك التي يعتبر احتمال حدوثها في المستقبل عالمي، يطرح كثيرا لدى مدير المخاطر.

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

**شكل رقم(09): مراحل خطر صرف الصفقة**




**Source** : David Eiteman Et Autres, Opcit, p197.

من خلال الشكل يتبين لنا أن خطر صرف الصفقة يظهر:

- **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.
- **في شكل خطر التوريد:** الذي يعبر عن إمكانية تغير سعر الصرف ما بين فترتي تقديم الطلبية وإعداد الفاتورة.
- **في شكل خطر فوترة:** ينشأ نتيجة لاحتمال تغير سعر الصرف الذي اعتمدت عليه المؤسسة لإعداد الفاتورة والسعر الذي يكون أساس التسوية المالية لها.

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

من جانب أخر نجد أن مدير المخاطر الذي يود أن يدير خطر الصرف بشكل فعال، يبدأ هذه الإدارة حتى قبل حصول المؤسسة على الطلبية مستندا من جهة على دراسات السوق التي تقوم بها مصلحة التسويق، ومن جهة أخرى على وجود احتمال تأثير سعر الصرف على العملية حتى قبل تقييد العملية محاسبيا، وتبعا تقوم بعض المؤسسات بإعداد وضعية الصرف منذ تقديم الطلبية والبعض الأخر منذ ظهور احتمال حدوث العملية (الفترة الأولى).

**2.1.1. المدة الزمنية للمعلومات الواجب إحصائها:** عل العموم، لا توجد قاعدة عامة لتحديد الفترة التي يتوقف عندها مدير المخاطر عن جمع المعلومات، فهذه المدة ترتبط بعوامل عدة تبدأ بطبيعة النشاط التجاري، وتنتهي بالمدد المتداولة في المنتجات الموجهة للتحوط من خطر الصرف.

فإذا كانت المؤسسة مثلا تستخدم مرشد الأسعار، في مبيعاتها فيظهر بديهيا أن المدة التي يعتمد عليها لتحديد العمليات المدرجة في وضعية الصرف، لا يجب أن تقل عن المدة التي تنوي الحفاظ فيها على هذه الأسعار، كما أن المؤسسة تعفى 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 أنها لا تملك قدرة التأثير على هذه التدفقات.

**3.1.1. إعداد وضعية صرف الصفقة:** يتم عرض المبالغ المعرضة لخطر الصرف كما هو موضح في الجدول الموالي:

**جدول رقم(03): جدول وضعية صرف الصفقة**

| البيان | الدولار | الين | الجنيه | أخرى |
|---|---|---|---|---|
| – **تحرير الفاتورة التجارية**<br>الزبائن(+)<br>الموردون(–)<br>– **العمليات المالية**<br>الاقراض(+)<br>الاقتراض(–)<br>– **صفقات تجارية ومالية أخرى**<br>براءات الاختراع والتراخيص (+)أو (–)<br>تقديم عروض في المناقصات الدولية(+)<br>البيع وفق مرشد أسعار(+)<br>دفع او قبض الأرباح والفوائد (+) او (–)<br>– **نشاط التداول** (+أو (–) | | | | |
| **وضعية صرف الصفقة** | | | | |
| **طلبيات لم يتم فوترتها**<br>بيع<br>شراء<br>**عناصر أخرى تدخل في وضعية الصرف الاقتصادية** | | | | |
| وضعية الصرف الاقتصادية | | | | |

**Source** : Farid Yaici, Précis De Finance internationale , Avec Exercice Corrigés, Edition Enag, Alger, 2008, p112.

من الجدول نلاحظ أن :

- جرت العادة ان يتم إدراج الإشارة الموجبة(+) عندما يتعلق بمعاملة تؤدي إلى نقدي داخل وإشارة سالبة(–) عندما ينتج عن المعاملة تدفق نقدي خارج؛
- تتمثل العمليات التي تخلق وضعية صرف الصفقة حسب النموذج السابق في:
- العمليات التجارية تصدير واستيراد؛
- العمليات المالية توظيف واقتراض؛

- شراء او بيع تراخيص براءات الاختراع؛
- تقديم عروض في المناقصات الدولية؛
- البيع وفق مرشد أسعار؛
- دفع أو قبض الارباح والفوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية أو التوظيف والاقتراض من الخارج؛
- نشاط التداول: يمثل التداول عمليات شراء وبيع العملات؛
- خلو الجدول السابق من المعلومات المتعلقة بالتاريخ الذي تتم فيه تحديد وضعية الصرف وأجل الاستحقاق للمبالغ المدونة وتعتبر هذه المعلومات مهمة وضرورية ويجب إدراجها فيه كأن نقول مثلا جدول وضعية صرف المؤسسة س بتاريخ ي/ش/س لأجل معين، إلى جانب ذلك لم يتم الإشارة فيه إلى عمليات التحوط وبالتالي لا يمكننا تحديد نسبة التحوط من الجدول السابق.

**4.1.1. اختلاف أجال استحقاق الديون والذمم:** إن امتداد نشاط المؤسسة واحتياجاتها عبر الزمن يجعل أجال استحقاق وتحصيل 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 لمدير المخاطر خصوصا عند اتخاذ قرار التحوط.

فعلى سبيل التوضيح نفترض وضعية صرف المؤسسة (س) بالدولار الأمريكي

**جدول رقم (04): جدول وضعية صرف المؤسسة(س)**

| اصول | المبلغ | الديون | المبلغ |
|---|---|---|---|
| ذمة لـ 90 يوم | 120 | دين لـ 90 يوم | 80 |
| ذمة لـ 180يوم | 60 | دين لـ 180 يوم | 100 |

**Source :** J.P. Gourlaouen, Les Nouveaux Instruments Financiers, Edition Vuibert, Paris, France, 1988, p114.

يظهر تجميع البالغ دون الأخذ بعين الاعتبار أجال الاستحقاق تساوي مجموع الذمم(180) ومجموع الديون(180)، وهو ما يعني وجود تحوط طبيعي داخل الشركة وعدم تعرضها لخطر الصرف، غير أن إعداد جدول يأخذ بعين الاعتبار أجال الاستحقاق ينتج وضعا مختلف تماما.

**جدول رقم (05): وضعية صرف المؤسسة (س) حسب أجل الاستحقاق**

| أجل الاستحقاق 90 يوم | |
|---|---|
| الأصول | الديون |
| الذمم 120 | الديون 80 |
| وضعية الصرف لـ 90 يوم | |

| أجل الاستحقاق 90 يوم | |
|---|---|
| الأصول | الديون |
| الذمم 60 | الديون 100 |
| وضعية الصرف لـ 180 يوم | |

Source : J.P. Gourlaouen, Opcit, p115.

الوضع الجديد المحسوب على أساس أجل الاستحقاق يظهر أن هناك مبلغ يقدر بـ 40 وحدة كديون من جهة وذمم 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 أجنبية على إحدى.

يرتبط نجاح عملية التحوط بالتحديد الدقيق للمبالغ المعرضة لخطر الصرف، فهذه العملية كما هو معلوم تعتمد على قاعدة اتخاذ وضعية معاكسة تماما للوضعية المراد التحوط منها، مما يجعل الأجل يؤدي دورا محوريا في تحديد المبالغ الواجب التعامل معها وأخذا بعين الاعتبار كثرة أجال الاستحقاق وتقارب معظم العمليات زمنيا، أصبح مدير المخاطر يبوب المعاملات عادة ضمن مدد نمطية مثل شهر فما أقل وبين ثلاثة وستة أشهر وأكثر من ستة أشهر.

**2.1. أنواع وضعية صرف الصفقة وتأثير تغيرات أسعار الصرف عليها:** يتم حساب وضعية الصرف بطرح الديون من الذمم، وينتج عن هذه العملية حالتين:

- **الحالة الأولى:** الوضعية الصفرية وتنتج عندما يكون الرصيد مساو 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 ناتجة بطبيعة الحال عن كون الذمم أكبر من الديون، أما إذا كان الفرق سالبا، فتكون أمام وضعية قصيرة.

**2. وضعية صرف التحويل:** تواجه الشركات متعددة الجنسيات العديد من المشكلات المتعلقة بأنشطتها ومعاملاتها الدولية وطريقة تقييم فروعها، فالقوائم المالية لتلك الفروع تفرز خليط من القيم المالية غير المتجانسة التي تم التعبير عنها بعملات أجنبية مختلفة، مما يتطلب ترجمة لتلك القوائم المالية من العملة الأصلية إلى عملة الدولة التي يقع داخل إقليمها المركز الرئيسي للشركة، حتى يمكن دمجها مع بعضها البعض في قوائم مالية موحدة للمجموعة ككل وعند القيام بعملية توحيد القوائم المالية يظهر نوعا خاص من مخاطر الصرف يعرف بخطر التحويل سنحاول فيما يلي التعريف بعملية تجميع الميزانيات بطرقها المختلفة وأخيرا بخطر الصرف الذي ينتج عنها.

**1.2. مفهوم عملية توحيد الميزانيات:** يفرض القانون على كل مؤسسة شكل معين من أشكال السيطرة على مؤسسات أخرى (أجنبية كانت أو محلية) القيام في نهاية السنة المالية بتوحيد حسابات المؤسسات التي تسيطر عليها مع حساباتها، 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 "وifrs3 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 السيطرة: [1]" بأنها مقدرة المؤسسة على استخدام أو توجيه استخدام أصول مؤسسة أخرى لاكتساب منافع اقتصادية".

وتمس عملية توحيد الفروع بمختلف أنواعها سواء كانت محلية أو أجنبية. فبالنسبة للفروع المحلية فإن العملية لا تعدو إلا عملية حسابية بسيطة، أما إذا تعلق الأمر بالفروع الأجنبية، فالمؤسسة الموحدة للعمليات ستجد نفسها أمام مشكلتين، الأولى تتمثل في اختلاف السياسات المحاسبية المطبقة في المجموعة، والثانية في تعدد العملات، لهذا فإن عملية التوحيد سوف تبدأ بعملية ترجمة للقوائم المحاسبية من العملة الأصلية التي أعدت على أساسها إلى عملة المؤسسة الأم.

ولقد عرفت عملية ترجمة القوائم المالية بأنها: "إجراء يقصد منه ترجمة القوائم المالية المعدة بعملة أجنبية، لأحد الفروع الخارجية أو المؤسسات الأجنبية التابعة إلى قوائم مالية معدة بعملة القوائم المالية من أجل توحيدها مع القوائم المالية للمؤسسة".[2] وهناك متنوعة للقيام بهذه العملية وهو ما تحاول 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 ترجمها، وما هو سعر الصرف الملائم لهذه العملية والواجب استخدامه، وبعبارة أخرى هل يجب استعمال السعر الجاري(الإقفال) أو السعر التاريخي.

**1.2.2. طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة:** تميز هذه الطريقة بين نوعين من البنود في الميزانية البنود المتداولة التي تضم الأصول والخصوم المستحقة لأجل اقل من سنة ويتم ترجمتها على أساس سعر الصرف الجاري، في حين أن كافة الأصول الأخرى وحقوق المساهمين تترجم على أساس سعر الصرف التاريخي[3] (سعر الصرف الذي كان أساس لتسجيل هذه العمليات في محاسبة الفرع)، وفيما يلي نموذج لميزانية مؤسسة معروضة على أساس التفرقة بين الأصول المتداولة وغير المتداولة وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم 01:

---

[1]: راغب الغصين، المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون البيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في شركات تابعة، جمعية المحاسبين القانونين السورية، على الموقع:
w w w .kantakiji.com/media/2983/ias.27.doc 2019/07/04 بتاريخ اطلاع

[2] : نفس المرجع، ص 15.

[3] أحمد بسيوني شحاتة، وكمال الدين الدهراوي، المحاسبة المتقدمة، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص313.

**الأصول**

**الأصول غير المتداولة**

- الممتلكات والتجهيزات والمعدات
- الشهرة
- تراخيص التصنيع
- الاستثمارات في شركات زميلة
- أصول مالية أخرى

**الأصول المتداولة**

- المخزون
- الذمم التجارية المدينة والذمم المدينة الأخرى
- الدفعات الآجلة
- النقد والنقد المعادل

**إجمالي الأصول**

**الخصوم وحقوق المساهمين**

- رأس المال والاحتياطيات
- رأس المال المصدر
- الاحتياطيات
- الأرباح(الخسائر) المتراكمة
- حصة الأقلية

**الخصوم غير المتداولة:**

- قروض منتجة للفائدة
- ضريبة مؤجلة
- التزام منفعة التقاعد

**الخصوم المتداولة:**

- الذمم التجارية الدائنة والذمم الدائنة الأخرى
- القروض قصيرة الأجل
- الجزء الجاري من القروض التي تحمل فائدة
- مخصص الضمان.

**إجمالي الخصوم وحقوق المساهمين**

**2.2.2. 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 في ترجمة البنود النقدية كالحسابات النقدية، المدينون والديون قصيرة وطويلة الأجل، وأسعار الصرف التاريخية لترجمة الأصول والالتزامات غير النقدية وحقوق الملكية(الأموال الخاصة والاحتياطات).

فلسفة هذه الطريقة ،تقوم على أساس أن الأصول والالتزامات النقدية، لها خصائص وصفات متشابهة ومتماثلة فهي من جهة تمثل مقدارا ثابتا لا يتغير من الوحدات النقدية، ومن جهة أخرى أن تغير عملة التقرير لا يتكافأ مع تغير سعر الصرف، أما عن الفوارق التي تنتج عن عملية التحويل، فسوف ترحل كنواتج أو خسائر مالية في حساب النتائج، وبذلك فهي تساهم في تغيير نتائج المجموعة بدلالة التغيرات في أسعار الصرف.

**3.2.2. طريقة سعر الصرف المؤقت:** 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 المؤقت.[1]

وتقضي هذه الطريقة، بترجمة البنود النقدية على أساس سعر الصرف الجاري والبنود غير النقدية كالاستثمارات الثابتة الملموسة وغير الملموسة، المساهمات، المخزون، الأموال الخاصة وبقية البنود المدرجة في جدول حسابات النتائج سوف تعامل بطريقتين مختلفين:

- 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 تقييم على أساس السعر الحالي تستخدم السعر الجاري.

**4.2.2. طريقة سعر صرف الاقفال:** تعتبر من أسهل الطرق المستخدمة في ترجمة القوائم المالية للفروع وتقضي باستخدام سعر الصرف الجاري للقيام بعملية ترجمة معظم أصول وخصوم وجدول حسابات نتائج الفروع من العملة التي كانت أساسا في إعداد قوائم المالية، إلى عملة الشركة الام. ويتم على أساس ذلك القيام بالتحويلات التالية:

- **الأصول والخصوم:** كل الأصول وكل الديون يتم ترجمتها على أساس سعر صرف المسجل عند توحيد الميزانية.

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

- **الأموال الخاصة:** تترجم قيمة الأموال الخاصة المسجلة في الميزانية الافتتاحية على أساس سعر الصرف التاريخي السائد في تاريخ تقديم المساهمات، وفي تاريخ التخصيص (في الاحتياطات) بالنسبة للنتائج المحققة أما الأرباح المراد توزيعها فيتم ترجمتها على أساس سعر الصرف السائد في تاريخ اتخاذ قرار التوزيع.

**3.2. الفوارق الناجمة عن عملية التحويل:** لا تظهر في حساب النتائج الموحد للمجموعة وإنما تظهر في حساب الأموال الخاصة تحت بند "فوارق التحويل".

من مميزات طريقة سعر صرف الإقفال، أنها تؤثر في نتائج المجموعة بدلالة حسابات التحويل، كما أنها لا تعادل هيكل الفروع، 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.

**4.2. الفرق بين طرق ترجمة القوائم المالية:** يمكن إبراز أهم الفروقات بين مختلف طرق ترجمة القوائم المالية في الجدول التالي:

**جدول رقم(06): الفرق بين طرق ترجمة القوائم المالية**

| الطريقة / البنود والحسابات | البنود المتداولة وغير المتداولة | البنود النقدية وغير النقدية | سعر الصرف المؤقت | سعر الإقفال |
|---|---|---|---|---|
| النقدية | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| حسابات المدينين | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| الاستثمارات المالية قصيرة الأجل | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| المخزون السلعي | سعر الصرف الجاري | متوسط مرجح سنوي | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف الجاري |
| الأصول الثابتة | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف الجاري |
| الالتزامات قصيرة الأجل | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| الالتزامات طويلة الأجل | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف الجاري |
| حقوق الملكية | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف التاريخي |
| مصروفات مدفوعة مقدما | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| إيرادات مستحقة | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| مصروفات مستحقة | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |
| مصروفات محصلة مسبقا | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف التاريخي | سعر الصرف الجاري | سعر الصرف الجاري |

**المصدر**: ثناء القباني، المحاسبة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص64.

**5.2. أثر تغيرات أسعار الصرف على ميزانية المجموعة:** بعدما قمنا بتحديد مختلف الطرق التي تسمح لنا بترجمة القوائم المالية وتوحديها نصل في هذه النقطة إلى تبيان البنود التي تكون أو لا تكون معرضة لخطر الصرف، يمكن تلخيص إجمالي الحالات في الآتي:

– **طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة:** تتمثل في الحسابات التي تكون معرضة إلى خطر الصرف في كل من الاستثمارات الثابتة في جانب الأصول والقروض طويلة الأجل، حقوق الملكية والأرباح غير الموزعة في جانب الخصوم.

وتأخذ وضعية صرف المؤسسة شكلين، الأول عند تساوي البنود المتداولة المعرضة مع البنود غير المتداولة، وفي هذه الحالة نجد أن سعر الصرف لا يؤثر على وضعية المؤسسة، الحالة الثانية، هي عدم تساوي قيمة البندين، وهنا نميز بين وضعيتين، الأولى تكون طويلة والثانية قصيرة، فإذا كانت الأصول المتداولة أكبر من الخصوم المتداولة، فإن المؤسسة تكون في وضعية طويلة، أما في حالة العكس فتكون أمام وضعية قصيرة، وتجدر الإشارة إلى أن الوضعية المحسوبة تجد مدلولها في التحليل المالي تحت عنوان رأس المال العامل، واحتياجات رأس المال العامل.

- **طريقة البنود النقدية وغير النقدية:** في هذه الطريقة يكون كل من المخزون والاستثمارات في جانب الأصول وحقوق الملكية والأرباح غير الموزعة في جانب الخصوم.
- **طريقة سعر الصرف المؤقت:** الحسابات التي تكون معرضة لخطر الصرف هي المخزون والاستثمارات في جانب الأصول وحقوق الملكية والأرباح غير الموزعة في جانب الخصوم.
- **طريقة سعر صرف الإقفال:** تكون كل الحسابات معرضة لخطر الصرف فيما عدا حقوق الملكية والأرباح غير الموزعة.

وتجدر الإشارة إلى أن ارتفاع قيمة العملة المرجعية مقابل العملة الأجنبية يؤدي إلى تحقيق أرباح صرف إذا كانت المجموعة في وضعية طويلة وخسائر صرف إذا كانت في وضعية قصيرة.

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

**1.3. تعريف وضعية الصرف الاقتصادية:** يأخذ خطر الصرف الاقتصادي أيضا 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، ومن ثم على التدفقات النقدية المتوقعة، وبالتالي على القيمة السوقية للمؤسسة [1] فدراسة choi et prasad التي شملت 409 شركة متعددة الجنسيات، بينت أن **60%** من قيمة المؤسسات في علاقة طردية مع التغيرات في أسعار الصرف، النسبة المتبقية أي **40%** في علاقة كانت عكسية .

---

(1): Kent d. miller and Jeffrey, Rener , Asymmetric Corporate Exposures To Foreign Exchange Rate Change, Strategic Management, Journal, Volume 19 John Wiley And Sons Ltd, 1998, p184.

**2.3. طريقة تحديد وضعية الصرف الاقتصادية:** من التعريف السابق لوضعية الصرف الاقتصادية، يمكن أن نلتمس بأن العمليات التي تدرج في هذه الوضعية تتمثل في التدفقات النقدية المسجلة في محاسبة المؤسسة المعاملات المتوقعة، وأيضا التأثيرات النقدية على القيمة الإجمالية للمؤسسة، والصيغة العامة التي تسمح بحساب هذه القيمة هي:

$$VF = \sum_{t=1}^{m}\left[\frac{CF_{EUR}}{(1+r_{EUR})1^{t}} + \frac{CF_{USD}}{(1+r_{USD})1^{t}} USD//EURt + \frac{CF_{GBP}}{(1+r_{GBP})1^{t}} GBP/EURt + \ldots\right]$$

حيث أن:

Vf: القيمة الإجمالية للمؤسسة

$CF_{EUR}$: التدفقات النقدية باليورو (بالعملة المحلية).

$T_{EUR}$ : معدل الفائدة على اليورو.

$CF_{USD}$ : معدل الفائدة على اليورو.

$CF_{USD}$ $Cf_{GBP}$ : التدفقات النقدية بالدولار والجنيه على التوالي وفي هذه الحالة تعبر عن تدفقات نقدية بالعملة الأجنبية.

$T_{USD}$ $T_{GBP}$ : معدل الفائدة على الدولار والجنيه.

$USD/EUR_t$, $GBP/EUR_t$ : 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 الشركة بالعملة المرجعية والتغيرات في أسعار الصرف، على شاكلة النموذج التالي: (1)

$$\frac{\Delta v}{v} = a + b\frac{\Delta S}{S} + \varepsilon$$

حيث أن:

V: هي قيمة الشركة.

$\Delta v$: التغير في قيمة الشركة.

$a$: الثابت.

$b$: معامل الانحدار.

$S$: سعر صرف العملة الأجنبية المتوقع مقابل العملة المحلية.

$\Delta S$: التغيرات في سعر الصرف.

$\varepsilon$: أخطاء النموذج . résidue

(1): Patric Fontaine, Gestion Des Risques Internationaux, Edition Dalloz, Paris,France, 2006, p286.

**ثانيا: طرق تقدير خطر الصرف**

الطرق المستخدمة في التحليل الاقتصادي تختلف من محلل ومقدر اقتصادي إلى أخر وتنقسم إلى مجموعتين مميزتين، تعتمد على التحليل القاعدي لمحددات أسعار الصرف أو على التحليل التقني لسوق النقود المعتبرة.

**1. التحليل القاعدي:** يعتمد أساسا على تطبيق النظريات المالية الجديدة(تعد القوة الشرائية قانون التنبؤات) وتعتمد أساسا على المتغيرات المفسرة لمعدلات الصرف بالتركيز على الدراسات المعمقة الماضية وعموما هذه المتغيرات هي معدل التضخم، ومعدل نمو الكتلة النقدية، رصيد الميزانية التجارية أو الدفع الجاري ومعدلات الفائدة للمدى القصير، هذه المتغيرات تبنى عليها ترجمة جيدة لمعالجة رياضية في إطار نموذج اقتصادي هدفه التقييم الكمي وترجيح المتغيرات ومعدلات الصرف المسبقة كنتيجة لنظام المعدلات المختارة.

عموما هذه التغيرات شهرية ومقدمة كتعاليق لاحتمال ميول أسعار الصرف المحللة مرفقة بأسعار تقديرية في تواريخ مستقبلية وتكون عموما أجال هذه التقديرات لا تتجاوز السنة.

**2. التحليل التقني:**هو عبارة عن مقارنة تماما، حيث يتم البحث فيما يخص على التطور المستقبلي لسعر مركز الصرف ما مثلا (أسعار اصرف) وابتداء من تطوره السابق نركز على وجود مرحلة في السوق تتكرر وبالتالي نستنتج أنه عندما تكون هذه المراحل ملموسة فإنه من الممكن التكهن بميولات معدلات الصرف ويتم ذلك بطريقتين:

**1.2. الطريقة البيانية:** استعملت أولا على مستوى السلع لأجل، تغيرات وضعيتها بسبب النجاح الذي حققته في سوق الصرف مبدأها ملاحظة سلوك أسعار الصرف السابقة ومحاولة التعرف على التطورات أو المظاهر التي من شأنها أن تكرر مستقبلا، لهذا فإنه يجب على المقدر أو المتنبئ الاقتصادي أن يرتكز إما على تقنيات الإعلام الآلي المتطور جدا أو على بيانات أطلق عليها اسمchortisme وبحيث هذا التحليل يركز بالدرجة الأولى في تحديد نقاط الرجوع لميولات الحركة ومستويات الصمود في حالات:

- أسعار الصرف المتضمنة لمختلف المعلومات المتعلقة بتطوراتها؛
- المعلومات السابقة التي تسمح بتقدير المستقبل.

تعتبر هذه الطريقة ذاتية، تعتمد على تفسير ظاهري للبيانات، وكثيرا ما نسمع أن هذه الطريقة عبارة عن فن أكثر منه علما وقيمة تنبؤاتها تقدر حسب قيمة المقدر الاقتصادي، هامش التنبؤات لهؤلاء المتنبئين كبير جدا لأنه من الصعب تحضير البيانات المفسرة خاصة إذا كانت في بداية تكوينها غير أن التوتر الذي يرسمها ضعيف جدا لتكوين وسيلة مفيدة ودائمة.

**2.2. الطريقة الرياضية:** ترتكز على استعمال المتوسطات المتحركة لأسعار الصرف الجارية على فترتين مختلفتين من حيث المدة، فترة قصيرة وفترة طويلة وتوثق في تاريخ أخر أسعار الصرف معروف مثلا

فترة أقل من 10 أيام والأخرى أقل من 30 يوم، يتم معالجة المتوسطات المتحركة تحت صورتين باعتبار أن إشارة تغير الميولات هي نتيجة لتقاطع متوسطين متحركين أو تغير الفارق بين متوسطين متحركين.

- **تقاطع المتوسطات المتحركة:** ترتكز على فريضة التتبع التاريخي لأسعار الصرف هو نتيجة ميولات على مدى الطويل مقاسة عن طريق المتوسطات متحركة و ميولات على مدى القصير كانعكاس لهذه المتوسطات المتحركة القصيرة.

عندما تحمل هذين النوعين من المتوسطات على البيان فهي تتقاطع، هذا التقاطع يشير إلى ميل شراء أو ميل البيع، فإذا كانت ذروة المتوسطات المتحركة القصيرة تقع فوق ذروة المتوسطات المتحركة الطويلة وإذا كانت متجهة إلى أسفل وتقطعها، هنا سيتعلق الأمر بالإشارة للارتفاع وبالتالي ميل الشراءوإذا كان العكس، أي أن الذروة للمتوسطات القصيرة تقع تحت ذروة المتوسطات الطويلة، تتجه نحو الأعلى وتقطعها هنا فهي تشير إلى الانخفاض، وبالتالي ميل لاختيار البيع كلما تعرضت هذه النظرية للخطر في بعض الحالات في سوق الصرف يتضاعف الإشارة في الاتجاه المعاكس على مدى القصير، وبالتالي يجب عدم إعطاء إشارة لتغير ميولات بشكل واضح، كذلك المطبقين للتحليل تكملها مؤشرات أخرى موجهة لإعطاء مؤشرات مسبقة القياس، الفوارق متوسطتين متحركين يوميا وتقريبا أدنا لها لتطورات أسعار الصرف.

- **مؤشرات الفوارق للمتوسطات المتحركة:** المعادلة الأكثر استجابة تعتمد على الحساب اليومي لنسبة المتوسطات المتحركة القصيرة إلى المتوسطات المتحركة الطويلة، وتغيرات هذا المؤشر تقارب يوميا بتغيرات أسعار الصرف بالنسبة لليوم الماضي وبالتالي تكتشف تغير في ميولات عندما تتطور أسعار الصرف، إذا كان للقيمتين نفس الاتجاه في يوم معطى نستنتج ميل إشارة للشراء وفي حالة الانخفاض نستنتج إشارات للبيع.

تتغير مدة الحساب للمتوسطات المتحركة حسب تنظيمات التقديرات وتختلف حسب العملات واختياراتها الناجمة عن الملاحظة الجيدة لتسلسل الأرقام السابقة.

النجاح الذي حققه التحليل التقني في السنوات الأخيرة هو في الأصل الناتج مصداقية النظرية التقديرية هذا ما يقودنا إلى أن بعض التنظيمات المتخصصة لاستخدام سوى التحليل القاعدي وتقديم تقديرات بناءا على تحليلات تقنية، أمناء الخزينة لا يرفضون نظام التحليل القاعدي بل يعتبرون أن هذا التحليل يحتفظ بأهمية للتقديرات عل المدى الطويل، والنماذج الاقتصادية ترتكز على استقرار التفاعلات الداخلية للمتغيرات وترجيح هذه المتغيرات لا يتحقق على المدى القصير، على العكس فإن التحليل التقني أكثر صلاحية إذا طبق على المدى القصير إذن فهو يؤدي دور تكميلي ومساعد في أخذ القرارات الجيدة في حالة التقليل من خطر الخطأ في التحكم في الشراء أو البيع في الاتجاه المعاكس للميولات

الممكنة على مستوى السوق فالتحليل التقني وسيلة للاحتياط ولكنه لا يستطيع الاحتفاظ مستقبلا بمستوى النجاح المسجل إلى حد الآن.

**ثالثا: قياس خطر الصرف**

إن قياس خطر الصرف مقترن بطبيعة التعامل الذي تقوم به المؤسسة فهو مختلف حسب ما إذا كانت العملية تجارية أو مجموعة من عمليات مختلفة في تدفقات مختلفة بين المؤسسة وفروعها، وما سنتعرض إليه هو قياس خطر الصرف المتعلق بالعمليات التجارية، حيث يستلزم الأمر بالنسبة للمؤسسة معرفة وتقييم مركز صرفها. ويساوي مركز الصرف الإجمالي للمؤسسة إلى رصيد الحقوق أو (الموجوات) والالتزامات أو(الديون) بالعملة الصعبة لهذه المؤسسة، يمكننا أيضا تحديد مركز صرف بواسطة العملة الأجنبية التي يعمل بها الحساب بنفس الطريقة نقول عن مركز صرف أنه "مغلق "عندما يكون الرصيد المعرف سابقا معدوم على خلاف ذلك يكون المركز "مفتوح" إما طويل، إذا تجاوزت الموجودات الالتزامات، أو قصير، إذا كانت الموجودات أقل من الالتزامات.[1]

**1. تقييم مركز صرف المعاملات:** ينتج مركز صرف المعاملات عن العمليات التجارية والمالية المقومة بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل في سوق الصرف إلى العملة الوطنية للمؤسسة، وهو يخص كل من المشتريات والمبيعات بالعملة الأجنبية، عمليات الاقتراض والاستثمارات بالعملة الأجنبية، العقود والمنتجات المشتقة بالعملة الأجنبية، وبحسب مركز الصرف، بالنسبة للعملة المرجعية(بصفة عامة، هذه العملة هي العملة الوطنية (المحلية) للمؤسسة وبالنسبة للمجمعات هي عملة الشركة الأم) لأجل فترة محدودة، عملة بعملة.

**2. تقييم مركز صرف التوحيد:** ينتج مركز صرف التوحيد من أثر تغيرات أسعار الصرف عند توحيد ميزانيات فروع المجمع، هذه التغييرات تسجل عند كل تاريخ إقفال للميزانية، وتولد فروقات بالنسبة إلى القيم المحاسبية الأصلية لاقتناء أصول الفرع، غير أن فرق التحويل يمكن أن يلغى أو يخفض جزئيا عندما تظهر قيمة مناصب أصول أو خصوم ميزانية الفرع الموحدة في حالة صافية معدومة أو ضعيفة.

فخطر صرف التوحيد ينتج من التغير المحتمل في قيمة الأعمال المتولدة عن تحويل البيانات المالية للفروع التابعة في الخارج، ويكمن الغرض من التحويل في تقديم أو عرض القوائم المالية الموحدة للمجموعة بأكملها فهوة خطر محاسبي يخص عرض أداء المؤسسة، ويتوقف مركز صرف التوحيد على أهمية الفروع الأجنبية بالنسبة للشركة الأم، تموقع الفروع الأجنبية، الطرق المحاسبية المستعملة في توحيد الحسابات، مركز صرف التوحيد تعكسها عناصر الميزانية.

---

[1] : مريم أيت بارة، محمد صاري، تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة شركة أرسلور ميتال –فرع عنابة، مجلة الباحث، العدد14، ورقلة ،الجزائر ،2014، ص ص 235-236.

**3. تقييم مركز الصرف الاقتصادي:** ينتج هذا المركز عن التغير في القيمة الحالية للمؤسسة بعد التغير في التدفقات النقدية المتوقعة، هذه التغيرات تسببها التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف والتي قد تؤثر على مستوى المبيعات المستقبلية، الأسعار والتكاليف....الخ إنه خطر ذو طابع اقتصادي لأنه يؤثر على قيمة المؤسسة، وفي حين أن خطر صرف المعاملات ينشأ عن التدفقات النقدية المستقبلية الأكيدة بالعملات الأجنبية التي تم توقيع العقود عليها، فخطر الصرف الاقتصادي ينشأ من التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة بالعملات الأجنبية أيضا، ولكن غير المؤكدة بسب التغيرات الممكنة في أسعار الصرف والتي تفسد البيئة التنافسية.

إن تقييم مركز الصرف الاقتصادي ليس بالسهل، ومن أجل إدراك وضبط خطر الصرف الاقتصادي يجب التمسك بالقيام بدراسة استراتيجية واقتصادية للمؤسسة مثل تحليل أسواقها، خطط أعمالها ويجب أيضا محاولة تقدير مدى التأثير على التدفقات النقدية المستقبلية لتقلبات معدلات الصرف لبعض العملات وهذه المهمة هي نوعا ما صعبة ولا تدخل حقيقة ضمن الحقل الوظيفي لمسير الخزينة في المؤسسة.

**4. التنبؤ بأسعار الصرف:** إن الوعي بوجود خطر الصرف غير كاف بل يجب أيضا التمكن من تشكيل بعض التنبؤات والتوقعات حول الأسعار المستقبلية للعملات الصعبة التي تتعامل بها المؤسسة، حيث تشكل عملية التنبؤ عنصر أساسي لمساعدة المؤسسات في مجال التجارة الدولية على اتخاذ القرارات المتعلقة باختيار الاستراتيجية المناسبة والتقنية الفعالة للتغطية ضد خطر الصرف، وبطبيعة الحال التنبؤ هو عملية دقيقة للغاية إلا أن نتائجها لا تكون مضمونة، ولكن الدخول في سوق الصرف من دون توقع تطور أو تغيير في أسعار الصرف هو أيضا مصدر للخطر. ويمكن تحقيق هذا التوقع للتغيرات في أسعار الصرف باستخدام طريقتين متكاملتين، التحليل الاقتصادي والتحليل الإحصائي التقني.

هذا وتحدد وضعية الصرف المبالغ المعرضة لخطر الصرف، وتسمح لمدير المخاطر بتحديد مصدر هذا الخطر، إلا أنها تعتبر تقييما جيدا لدرجة الخطر الذي يهدده على أساس أنها تهمل 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 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، وبما أننا تطرقنا لتقنيات التنبؤ، ستقصر في هذه النقطة على دراسة العناصر المتبقية ونقصد بذلك الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

**1.4. الانحراف المعياري:** يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت وأفضل أداوت لقياس المخاطرة بأنه الجذر التربيعي لمجموعة 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 وفقا للصيغة التالية: [1]

$$\partial = \sqrt{\sum_{1}^{T} (R_t - R)^2 / (T-1)}$$

حيث أن:

G : هو الانحراف المعياري.

$R_t$: العائد في الفترة.

$\overline{R}$ : متوسط العوائد.

T : الفترة.

ويمكن تفسير انحراف معياري كبير بالنسبة لسعر صرف معين على أنه هناك تشتت كبير ما بين أسعار الصرف ووسطها الحسابي(متوسط العوائد)، وبالتالي هناك تقلبات كبيرة وهو م يعني زيادة حدة الخطر، والعكس عند انخفاض نسبة الانحراف معياري.

**2.4. معامل الاختلاف:** يكمن حساب معامل الاختلاف بقسمة الانحراف المعياري على التوسط الحسابي:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} \times 100$$

يعتبر معامل الاختلاف مقياس للتباين النسبي، والاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكل عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها، والقاعدة أن تسجيل معامل الاختلاف مرتفع يعني زيادة الخطر وتسجيل معامل اختلاف منخفض يعني خطر أقل.

[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 21و22أكتوبر 2012، ص06.

**المحور التاسع: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف.**

إن الكثير من الدول تعاني من مخاطر الصرف على مستوى العديد من القطاعات الاقتصادية لذا لابد عليها أن تساهم في تطوير الوسائل الكفيلة بتسيير هذه المخاطر ومراقبتها قصد التخفيف من حدتها وينصح الدولة التي تريد مغادرة نظام الصرف الثابت أن تراعي أصولها وخصومها من العملة الصعبة وخاصة أن نظام الصرف المرن هو الأكثر عرضة للكثير من المخاطر، فلابد من فرض رقابة وتسيير دائم لهذه الموارد. فيمكن أن تكون الانطلاقة من تكليف المؤسسات المالية الأخذ بهذه الحماية عن طريق الاهتمام أكثر بالمعلومة المتاحة، وتبني طرق محاسبية وتقنية تمكنهم من التحكم والتنبؤ بهذه الأخطار كما يجب عليها أن تقوم بإعداد سياسات وإجراءات احترازية داخلية للتصدي للآثار السلبية، فهناك تقنيات مختلفة يمكن أن تستعين بها المؤسسات للتحوط من خطر الصرف، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المحور كما يلي:

أولا: اختيار عملية تحرير الفاتورة؛

ثانيا: الشروط الملحقة بالعقد التجاري؛

ثالثا: تسيير الآجال؛

رابعا: المقاصة؛

خامسا: الخصم من أجل الدفع المسبق؛

سادسا: تقنيات أخرى (تعظيم التدفقات، التغطية الفورية ...الخ).

**أولا: اختيار عملة تحرير الفاتورة:**

كلما كانت درجة تقلبات العملات الصعبة كبيرة كلما كانت مخاطر صرف كبيرة، وللتقليل منها فإنه بالإمكان اختيار عملات صعبة قليلة التقلب لتسوية المبادلات التي تتم بها إن توفرت الفرصة لذلك. فالمؤسسات دولية النشاط يمكنها الفوترة بعملة قليلة التقلب أو سلة من العملات.

**1. الفوترة بالعملة الوطنية:** عملة الفوترة هي العملة التي يتم بها تحرير عقود البيع وعقود الشراء الدولية. ولتفادي خطر الصرف، فإن العديد من المؤسسات، خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تختار تحرير صادراتها بالعملة الوطنية وتحاول الحصول من موريها الأجانب على إمكانية التسديد لهم بالعملة الوطنية وخاصة عندما تكون قابلة للتحويل. وبذلك فإن المستورد الذي يتعاقد بعملته الوطنية يصبح يعرف تماما القيمة التي سيدفعها عند تاريخ الاستحقاق. ولتجنب كل خطر، يجب أن لا يحتوي العقد المحرر بالعملة على بند تصحيح الأسعار مؤشر بالنسبة لعملة صعبة مرجعية. فإذا أضاف الزبون أو المورد بندا ما، فإن العملية المحررة بالعملة المحلية تصبح مرتبطة بتقلبات أسعار العملة الصعبة المرجعية[1].

**2. الفوترة بعملة صعبة قليلة التقلب أو سلة من العملات:** في هذه الحالة كل من الطرفين يتحملان مخاطر الصرف بالنسبة للعملة المفوترة بها، مثل الدولار الأمريكي في شراء المواد الأولية والبترول، أو الأورو الذي يعرف استقرارا نسبيا.

**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. وبصفة عامة فالمؤسسة أثناء القيام بممارسة نشاط عليها أن تختار العملة، حيث:

**1.3. معايير اختيار العملة الأجنبية عند المصريين:** يعتمد مدير المخاطر على عدة معايير لاختيار عملة تحرير الفاتورة وهي:

**1.1.3. عملة قوية:** عرفت بأنها عملة ينتج عن حيازتها إمكانية الحصول على عدد أكبر من السلع والخدمات، كما عرفت بأنها كل عملة قابلة للتحويل ومستخدمة كثير في التسوية الدولية ويتم تداولها في سوق الصرف الآجل.

من وجهة نظر إدارة خطر الصرف، نجد أن التعريف الثاني هو المقصود، لأنه يتماثل مع تصور مدير المخاطر 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 يرتكز عليها لاختيار أو استبعاد عملة معينة.

---

[1] : مريم أيت بارة، محمد صاري، مرجع سبق ذكره، ص236.

**2.1.3. 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 (التسبيقات بالعملة الأجنبية) [1]. كما يمكنه أن يستفيد من معدل الفائدة المتدني لتقوية عرضه وزيادة تنافسيته.

**3.1.3. المقاصة:** يجب على الشركة أن تحاول تحرير فواتير صادراتها بنفس العملة أو العملات المستخدمة في الواردات حتى يتمكن مدير المخاطر بعد ترتيب آجال الاستحقاق من استخدام إيرادات المؤسسة بعملة معينة لتسوية دين بنفس العملة.

**4.1.3. عدد قليل من العملات:** الهدف الأساسي من محاولة حصر عدد العملات الأجنبية هو تسهيل عملية إدارة الخزينة، فعدم متابعة مدير المخاطر 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 وأنجع.

**2.3. معايير اختيار العملة الأجنبية عند المستوردين:** نفس المعايير السابقة يأخذها المستورد لاختيار عملة تحرير الفاتورة.

**1.2.3. 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 الأجل.

**2.2.3. معدل فائدة مرتفع:** يختار المستورد عملة يكون معدل فائدتها أعلى من معدل الفائدة على العملة المحلية للاستفادة من خصم التأجيل.

**3.2.3. المقاصة:** يجب على المؤسسة أن تختار نفس العملات المستخدمة في فوترة المبيعات للخارج.

**4.2.3. عدد قليل من العملات:** لا يختلف هذا العنصر عند المستورد والمصدر.

وكخلاصة لما سبق، يمكن القول أن اختيار عملة أجنبية مناسبة لفوترة المبيعات والمشتريات يساهم في تقليل حدة خطر الصرف من خلال تقليص المبلغ المعرض لهذا الخطر بفضل نظام المقاصة. كما أن اختيار عملة قوية مستقرة، سيجنبها التقلبات الحادة التي تميز عدد لا بأس به من العملات في العالم، ويعطيها إمكانية استخدام الأدوات المالية الموجهة للتحوط من هذا الخطر.

**ثانيا: الشروط الملحقة بالعقد التجاري**

يمكن تعريف الشروط الملحقة تلك الشروط التي تسمح بتثبيت السعر بدلالة التغيرات التي تحدث في بعض المؤشرات أو الأحداث. ولا توجد قوالب جاهزة أو وصفات محددة للتطبيق عندما يتعلق الأمر

---

(1): Jossette Peyrard, Gestion Financière, Opcit, p60.

بالعقد التجاري، فالأمر يبقى منوطا بما ينتج عن المفاوضات بين الطرفين. فكل طرف يحاول إدراج بعض الشروط، حتى يتفادى جزء من خطر الصرف أو كله لشروط الملحقة. ولقد أسفرت ممارسات المؤسسات العديد من الأمثلة التي يمكن أن نذكر بعضها في النقاط التالية:

**1. شرط تكييف الأسعار بدلالة تقلبات سعر الصرف:** عندما تكون عملة الفاتورة مختلفة عن العملة المرجعية، فإن هذا الأخير يقوم في بعض الحالات بإدراج شرط تكييف السعر على أساس التغير الحاصل في 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.

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 النفق.

**2. تكييف الأسعار نسبة لتقلبات الصرف مع إعفاء:** من خلال هذه التقنية يتفق كل من المصدر والمستورد على أن التقلبات في أسعار عملة الفوترة تحمل إلى المبلغ، لكن في حدود الإعفاء المتفق عليه[1].

**مثال:** نفترض أن مصدر أوروبي عقد اتفاقا تجاريا بـ 100000 دولار على أساس 1 دولار= 0.89 أورو، مع إضافة إعفاء بمقدار 0.03 +أو- أورو.

في هذه الحالة فإن تعديل الأسعار يبدأ فقط عندما يرتفع سعر الدولار بمقدار 0.03+ أي يصبح سعر صرف الدولار 1 دولار = 0,92 (0.89+0.03) أو عندما ينخفض الدولار بنفس المقدار 0.03- أي 1دولار = 0.86 (0.89-0.03).

**3.شرط اقتسام المخاطرة:** يتم وفقا لهذا الشرط اقتسام خسائر الصرف وقد تكون هذه القسمة عادلة أي لمناصفة أو قد تكون بنسب مختلفة تحددها القوة التفاوضية للطرفين. أو يتفق كل من المصدر والمستورد على التقاسم بالتساوي لجزء من تقلبات سعر الصرف بين تاريخ الفوترة (إعداد الفاتورة)، وتاريخ الدفع (التسديد).

**مثال:** إذا عقد مستورد أوروبي اتفاقا تجاريا مع مصدر أمريكي على أساس ما يلي:

---

[1] : محمد العيد صويلح، آليات تغطية البنوك لمخاطر سعر الصرف باستخدام المشتقات المالية دراسة حالة مجموعة بنك سوسيتي جنرال خلال الفترة (1998-2003)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015/2014، ص70.

1 دولار = 0.86 أورو.

- تقاسم الخطر بمقدار 50%.
- التسديد يتم على 5 دفعات متساوية.

فإذا كان سعر الصرف أثناء تسديد الدفعات الخمس كما يلي:

- تسديد الدفعة الأولى على أساس 1 دولار= 0.88 أورو.
- تسديد الدفعة الثانية على أساس 1 دولار= 0.90 أورو.
- تسديد الدفعة الثالثة على أساس 1 دولار = 0.92 أورو.
- تسديد الدفعة الرابعة على أساس 1 دولار = 0.94 أورو.

ومنه فإن متوسط سعر الصرف يكون على أساس 1دولار =0.92 اورو. فإذا تعرض المستورد لخسائر الصرف تعادل 0.06 اورو لكل 1 دولار، فإنه بناء على شرط تقاسم الخطر، يتحمل فقط ما مقداره 0.03 أورو لكل 1 دولار.

**4. شرط العملات المتعددة:** يسمى كذلك بالصرف المتعدد، والذي يسمح بصياغة العقد بالعديد من العملات، حيث يتم هذا فقط عند بلوغ الاستحقاق، أين يختار أحد أطراف العقد العملة التي يتم بها التسديد.

فبناءا على هذا الشرط بإمكان المصدر أو المستورد استعمال أو اختيار وفق شروط محددة عملة أخرى تختلف عن عملة الفوترة، كأن يطلب مثلا مصدر أوروبي التسديد بالفرنك السويسري في حالة ما إذا انخفض سعر صرف الدولار مقابل الأورو إلى 1 دولار = 0.98 عوض 1 دولار =0.86.

**5. إدخال شرط الصرف في العقد:** يتم فرض هذا الشرط في عقد البيع، لتثبيت سعر التعادل ما بين عملتين أو تحديده ضمن عتبة معينة لا يجوز تعديها. 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 للتسوية[1]. غير أن هذه الطريقة تعتبر قليلة الاستخدام بسبب التقلبات الحادة وعدم إتاحتها الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف، كما أنها لا توفر الحماية المثالية بسبب اشتراط ألا يبؤدي الشرط دوره، إلا إذا تجاوز الانخفاض في سعر الصرف حدا معينا متفق عليه في العقد.

**6. التقييس على عملة معينة أو سلة من العملات:** يربط المتعاقدون المبلغ الممكن دفعه بعملة ثالثة أو سلة من العملات مثل حقوق السحب الخاصة بشكل عام. ويعكس هذا الشرط مخاطرة أسعار الصرف

---

[1]: عبد الباسط وفاء محمد، المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها، أنواعها، أساليب تلاقيها، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص48.

على الطرفين في العقد. وكما أن الارتفاع أو الانخفاض المتوقع في سعر قائمة الحساب قد لا يؤثر إلا على نسبة معينة من المبلغ. مثال ذلك ارتفاع (أو انخفاض) أعلى من 3% أو 5% [1].

**ثالثا: تسيير الآجال**

إن الإجراء المسمى بـ Termaillge (LEADS and LAGS) يتمثل في تنويع آجال الدفع من أجل الاستفادة من التطورات الحاصلة في أسعار الصرف:

- LEADS: هي عبارة المدفوعات المسبقة.
- LAGS: هي المدفوعات المؤجلة.

هذه التقنية تعتمد على مبدأ التغيير في آجال أو تاريخ التسديد، وذلك سواء بتعجيل أو تأجيل آجال المدفوعات أو المقبوضات. والتحصيل بطريقة تسمح بالاستفادة من التغيرات في أسعار الصرف.[2]

وتعرف كذلك هذه التقنية على أنها تعديل تاريخ الدفع أو السحب لعملة صعبة تبعا لتطورها مقارنة بالعملة المرجعية المستعملة من طرف المؤسسة[3].

ويمكن تسمية هذه التقنية أيضا بأسلوب التعجيل والتلكؤ أو التباطؤ لارتباط المصطلح بتعديل الشروط الائتمانية السارية بين الشركات. فالتعجيل يقصد به سداد الالتزام قبل تاريخ استحقاقه، أما التباطؤ فهو سداد الالتزام بعد فترة من تاريخ استحقاقه. بمعنى آخر هذه التقنية تهتم بالفترة الزمنية التي ستسدد الفاتورة خلالها، وتتمثل في مجموعة الإجراءات والقرارات التي يحاول من خلالها مدير المخاطر التأثير على آجال التسوية، بتغييرها وتعديلها من أجل الاستفادة من التغيرات في أسعار الصرف.

ويختلف سلوك مدير المخاطر وتتباين ممارساته حسب الوضعية التي يكون فيها، والعمليات التي يود تعديل آجالها وفقا للتغيرات المرتقبة في أسعار الصرف. وعموما ما يمكن التمييز بين حالتين:

الحالة الأولى تتعلق بارتفاع قيمة العملة المحلية، والحالة الثانية انخفاض قيمتها كما يوضحه الجدول الموالي.

---

(1): سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص128.

(2): Josette Peyrard Et G. Soularue, Risque De Change Et Gestion De Trésorerie, Librairie Vuibert, Paris, 1989, p110.

(3): Op cit, p 109, 113

**جدول رقم (07): تسيير الآجال حسب حالة سعر الصرف.**

| العملة المحلية مقابل عملة تحرير الفاتورة | الصادرات | الواردات |
|---|---|---|
| عند الارتفاع | تسريع التحصيل | تأجيل الدفع |
| عند الانخفاض | تأجيل التحصيل | تسريع الدفع |

**المصدر:** مريم أيت بارة، محمد صاري، تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة شركة أرسلو رميتال، فرع عنابة، مجلة الباحث، العدد 14، ورقلة، 2014، ص246.

إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض قيمة العملة المحلية، فإن مدير المخاطر سوف يعجل مدفوعاته بالعملات الأجنبية ويؤخر مقبوضاته، أما إذا كانت تشير إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية فسوف يبطئ مدفوعاته بالعملات الأجنبية ويحاول تسريع عملية التحصيل، والغرض من ذلك هو إما تفادي الخسائر نتيجة التغيرات غير المرغوبة أو محاولة الاستفادة من أرباح محتملة إذا كانت التغيرات ملائمة.

**رابعا: المقاصة**

تعتبر المقاصة من الأساليب الأكثر تأثيرا على حجم التدفقات النقدية، وتتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق والالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر وبعملات مماثلة وتأخذ المقاصة أشكالا متنوعة. كما أنها عبارة إجراء يسمح لمتعامل معين بحوزته عملة صعبة على استخدامها لتسوية التزام بنفس العملة.

**1. المقاصة الداخلية:** تكون المقاصة داخلية، عند ما يتم استعمال المقبوضات بالعملة الأجنبية لتسوية الالتزامات أو المدفوعات من نفس العملة ولنفس الآجال، بدون الحاجة لاشتراك جهة أخرى في العملة. وتعرف هذه الطريقة بالتحوط الطبيعي الذي لا يحتاج اللجوء إلى أقسام سوق الصرف المختلفة ولتقنيات التحوط، وبالتالي فإن المقاصة الداخلية تعتبر تقنية مجانية تهدف إلى تجنيب المؤسسة تهديدات تقلبات أسعار الصرف من خلال تخفيض المبالغ المعرضة لهذا الخطر.

يجب على مدير المخاطر الذي يرغب في استعمال المقاصة الداخلية أن يوفر لها الشروط الموضوعية من خلال استعمال نفس العملات في عمليات التصدير والاستيراد، ومحاولة مطابقة تواريخ الاستحقاق للعمليات المتقابلة، بحيث تقوم بمنح مدد الائتمان التجاري مساوية مع تلك التي تحصلت عليها من مورديها.

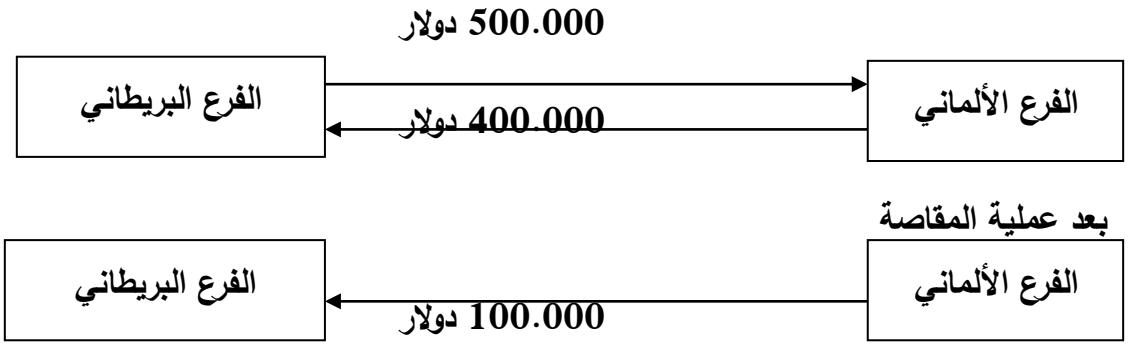
**2. المقاصة الثنائية:** مبدأ المقاصة هو القيام بمقاصة وضعيات الصرف لفرعين ينتميان إلى نفس المجمع متعدد الجنسيات، بما يؤدي إلى إظهار الوضعية الصافية لأحد الفرعين مقارنة بالآخر.

**مثال:** إذا كان الفرع الألماني لشركة أمريكية متعددة الجنسيات يملك حقوق بمقدار 500.000 دولار على الفرع البريطاني لنفس الشركة متعددة الجنسيات، والذي بدوره يملك هو الآخر حقوق على الفرع الألماني

400.000 دولار، فإن الوضعية الصافية بينهما تقدر بـ100.000دولار لصالح الفرع الألماني، والتي تتطلب من الفرع البريطاني التحوط من خطر الصرف.

والشكل الموالي يوضح عملية المقاصة الثنائية.

**شكل رقم (10): المقاصة الثنائية**

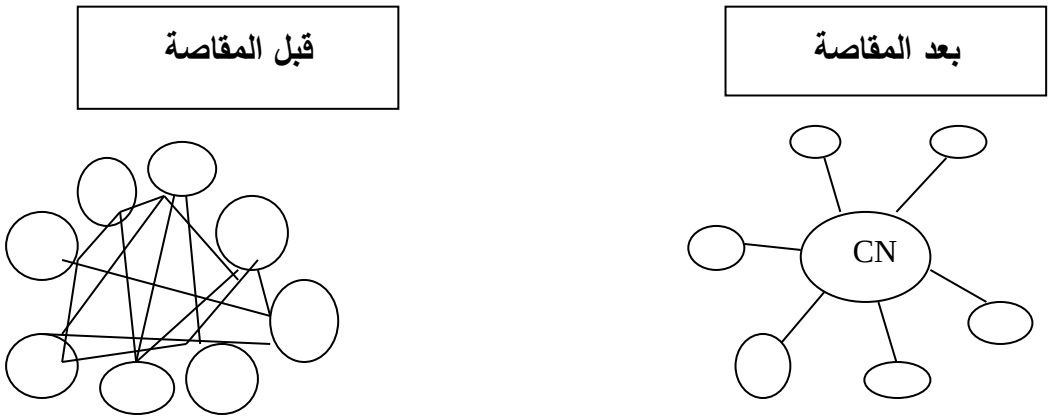



**Source:** Yves Simon, Delphine Lautier Et Autre, Finance Internationale, 10ème édition, Economica, Paris, 2009 p 450**.**

**3. المقاصة المتعددة الأطراف:** وهذه التقنية تطبق بشكل خاص على المؤسسات ذات الفروع المتعددة والمتواجدة في دول أجنبية وتكون بينهما روابط مالية أو تجارية، وبموجبها يتم تنظيم مقاصة بين ديون ومستحقات هذه الفرع ويسمح ذلك بتقليص عدد ومبالغ التحويلات فيما بينهما ويقتصر الأمر على دفع فوراق الديون. وهنا يجب الاتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع وكذا العملة المستعملة وسعر الصرف المتفق تطبيقه. وأنسب أسلوب إلى تطبيق هذه الطريقة هو إعداد بمصفوفه الدفع من طرف بنك أو مؤسسة مالية متخصصة. ومن نتائج هذه المقاصة المتعددة الأطراف تخفيض حجم المبالغ المحولة وما نتج عنه من اقتصاد في العمولات المصرفية المرتبطة بها.

بالإضافة إلى تفادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف والتي تكون في بعض الأحيان جد مكلفة. بالإضافة إلى أن وجود نظام مقاصة مركزي يساهم في تقليص التدفقات النقدية في المجموعة كما يوضحه الشكل الموالي:

**شكل رقم (11): تبسيط العلاقات والتدفقات في المقاصة متعددة الأطراف.**

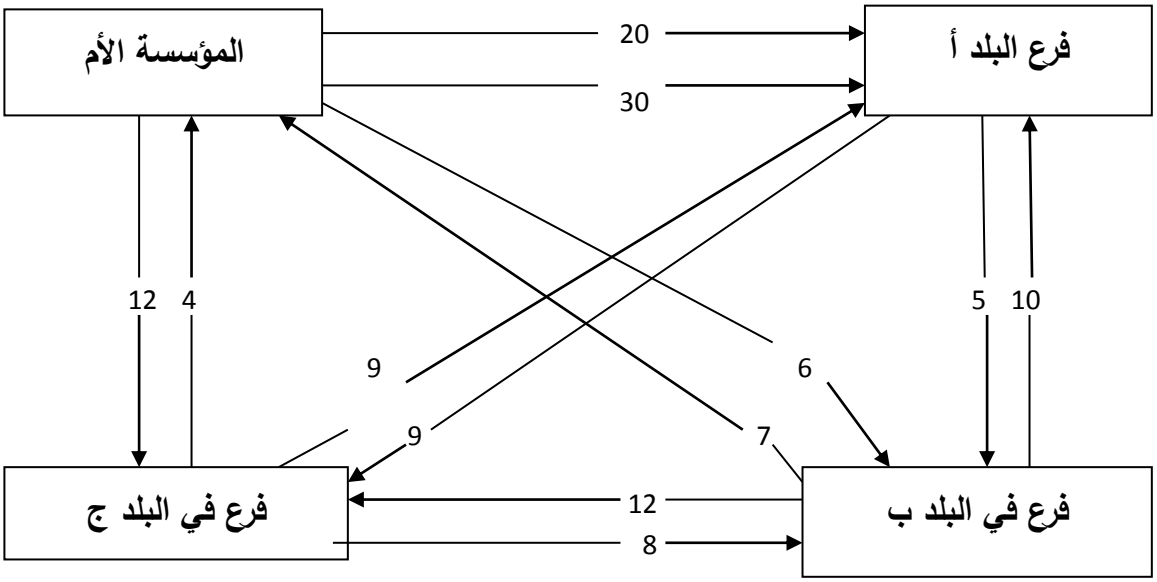



**المصدر**: عبد الباسط وفاء محمد، المخطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها، أنواعها أساليب تلاقيها، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص58.

من الشكل نلاحظ أن وجود مركز للمقاصة **center meting** يسمح بتقليص التدفقات النقدية البينية بحيث لا يتم تحويل إلا الرصيد. وبعبارة أخرى لا يظهر بعد إجراء المقاصة إلى الرصيد الصافي لكل مؤسسة في مواجهة المؤسسات الأخرى داخل المجموعة.

لتوضيح الفكرة نفترض مؤسسة أم لها فروع في ثلاثة في دول أ.ب.ج وكانت التزاماتهم البينية كما يلي:

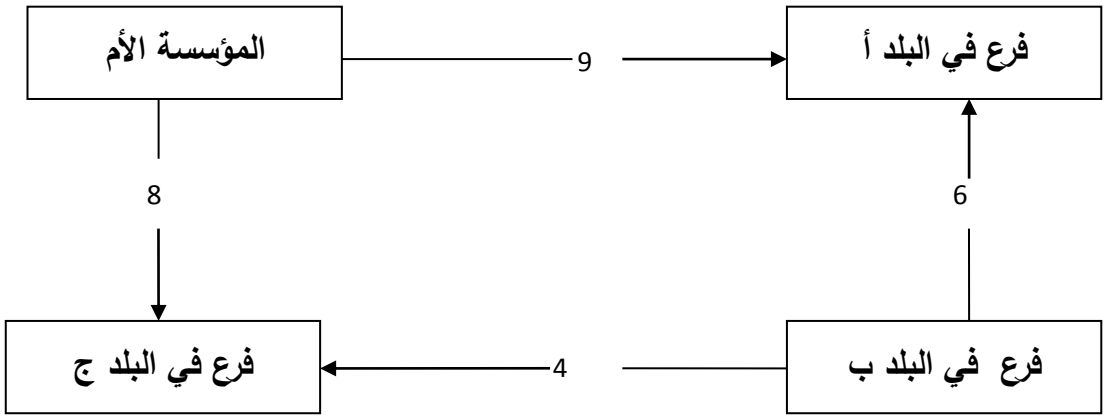
**شكل رقم (12): حركة الأموال بدون مقاصة.**




**Source** : Josette Peyrard, Gestion Financière International, 5eme Edition, Vuibert, Paris, 2003, p 108.

في حالة عدم اعتماد المجموعة على مركز للمقاصة، فإن هناك مبالغ كبيرة ومتعددة يتم تبادلها وكل مبلغ منها يخلق للمؤسسة وضعية صرف، أما إذا كان هناك مركز مقاصة فإن حجم المبالغ المتبادلة سينخفض.

**شكل رقم (13): حركة الأموال بعد المقاصة**




**Source :** Josette Peyrard, opcit, p 108.

من الشكل نلاحظ أنحكم المبالغ التي يتم تحويلها فيما بين المؤسسة الأم وفروعها تقلص بعد تطبيق نظام المقاصة. كما أن عدد التحويلات أصبح أربعة بعدما كان اثني عشر تحويلا.

فالمؤسسة الأم بعد تطبيق نظام المقاصة سوف تدفع 9 و ن الفرع البلد أ و8 و ن لفرع البلد ج فرع البلد ب سيدفع 6 و ن لفرع البلد أ و4 و ن لفرع البلد ج.

ويقوم 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 أهمها:

- إنقاص العمولات التي تتحصل عليها البنوك من عملية تحويل المبالغ من جهة إلى أخرى؛
- إنقاص العمولات البنكية في عمليات الصرف؛
- الحصول على أحسن الأسعار خصوصا إذا علمنا أن مركز المقاصة يعهد مهمة شراء العملة الأجنبية لجهة محددة وموحدة تتميز بحسن الأداء؛
- 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 المتعددة لهذا النظام، إلا أن تطبيقه يبقى متوقعا 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 العمليات. [1]

**خامسا: الخصم من أجل الدفع المسبق**

يستخلص مفهوم الدفع المسبق في دفع جزء 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 ذلك، 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.

فالمصدر يستطيع أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصما في مقابل قيام الزبون بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغيير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن. هذا المبلغ المخصوم يتناسب عادة وتكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، والنتيجة هي تفادي خطر الصرف، بالإضافة إلى حجم السيولة لدى المؤسسة المصدرة، وعدم ضرورة تحمل خطر الإقراض من جهة، ومن جهة أخرى قد يلجأ المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها.

**سادسا: تقنيات أخرى**

هناك تقنيات أخرى تستخدم لتغطية مخاطر الصرف نوردها فيم يلي:

1. **التغطية الفورية:** أحيانا يمكن تعويض الأصول أو الخصوم بالعملات الأجنبية بالمستحقات (أو الديون بنفس العملات الأجنبية إنها التغطية الفورية). هذا النوع من التغطية يفرض على المدين شراء كمية من العملات الأجنبية وإيداعها في البنك واستخدامها في الدفع لتاريخ غير محدد. المستورد يمكنه فعل ذلك ابتداءا من إبرام العقد إذا مخزونه من الأموال الخاصة يسمح أن يحتفظ بهذه العملات الصعبة المقترضة بدلا من بيعها، المصدر يقترض عملات صعبة مساوية لمستحقاته ويقوم ببيعها، ومنه يسدد قرضه عن طريق العملات الصعبة التي يتحصل عليها ومن المهم أن يتطابق تاريخ استحقاق القرض مع تاريخ القبض.

**مثال:** مصدر بريطاني يتوقع انخفاض الدولار، يمكنه اقتراض الدولارات من الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ مساوي لمستحقاته بالدولار، ثم يحولهم إلى جنيه ويستثمرهم في السوق البريطانية لمدة الديون عندما

[1] :سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص222.

يحين موعد الفائدة لأنه إذا كانت الأسواق فعالة، فإن التقلب في سعر الصرف يعوض التغير في معدل الفائدة. إجراءات التغطية هذه تسمح بالتغطية ضد خطر الصرف، ومنه نلاحظ أن هذه الطريقة:

- تتضمن تكاليف صفقات تجارية وتكاليف ادارية غير مهمة؛
- لا يمكن أن تطبق في الدول التي يوجد بها قوانين تنظم الصرف؛
- الخزينة تقوم بتحويل الأموال إلى عقارات في حين يمكن أن تقوم بعمليات أكثر ربحية؛
- تكاليف عملية التغطية مساوية للفرق بين فائدة الاقتراض وبين الفائدة المجناة من توظيف العملات الصعبة.

**2. L'endiguement**: وهو وسيلة من وسائل التغطية من خطر الصرف، كما أن هذا الأخير يرتبط بعمليات الاستيراد والتصدير ويرتبط أيضا بوجود فروع بالخارج، سندرس تأثير هذه الوسيلة من خلال حالة مستورد ومصدر أيضا لمجموعة فروع متعددة الجنسية في الخارج.

إذا افترضنا مستوردا قد سدد سلعة ما بعملة صعبة، ثم توقع انخفاضا في قيمة هذه العملة المتعامل وبالتالي فعدم انتظاره حتى هذا الانخفاض جعله يقع في خسارة، وحتى يعوضها فإنه سيقوم ببيع لأجل مبلغ من العملة الصعبة يعادل قيمة مخزون السلع الذي كان يملكه عند توقعه انخفاض سعر الصرف ومنه بعد تحصيل إيرادات هذا المبلغ فإنه يعوض خسارته، أما عن المصدر الذي يبيع سلعة بعملة صعبة، ولنفترض أن توقعاته كانت تفترض وجود ارتفاع في قيمة هذه العملة، أي أنه وقع في خسارة نتيجة عدم انتظاره عند بيع السلعة ارتفاع قيمة العملة ولتعويض هذه العملة فإنه سيحاول الحصول على فائدة من هذا الارتفاع عن طريق شراء لأجل مبلغ بنفس العملة الصعبة معادل لقيمة السلع المباعة وبالتالي يتمكن من التغطية ضد الخسارة[1].

هذه الوسيلة تعمل على تغيير العرض الإجمالي للمؤسسة وذلك بالتأثير مباشرة على بعض حسابات ميزانية الفروع المعبر عنها بالنقود الأجنبية، وللفروع عدة إمكانيات لتغيير العرض الصافي، مع افتراض أنه لا يعتبر كعرض مخزونات الإنتاج النهائية الاستثمارات والصندوق بالنسبة للخصوم والديون قصيرة ومتوسطة الأجل بالنسبة للخصوم، ومن بين الوسائل التي تتخذها هذه الطريقة:

- تقليص الأصول المعروضة بتحويلها إلى أصول غير معروضة (مخزونات المنتجات نصف النهائية المستوردة)؛
- منح الخصوم المعروضة باقتراض نقود محلية حتى يتم تعويض جزء من ديون المؤسسة الأم فتغيير العرض ومنه وضعية الصرف للمؤسسة ستقلص من خطر الخسارة ولكنها مكلفة.

**3. حسابات الاعتراض**: تستعمل هذه التقنية في فرنسا، فحساب الاعتراض حساب بنكي يقع خارج منطقة الفرنك، ويتم تخصيصه لتحصيل التحويلات المسدّدة بعملات زبائن هذا البلد ويوجد نوعين من هذا

(1) :Henri Bourguinat, Opcit, p25

الحساب: حسابات الإعادة، حسابات المباشرة. فبواسطة حسابات الإعادة يمكن لزبائن المؤسسة المصدرة المقيمين في بلدهم بإرسال تحويلاتهم مباشرة، إلى هذا البنك بدلا من إرسالها إلى فرنسا، حيث البنك بتسريع تحويلات رؤوس أموالهم ومن مزايا هذا النظام أن:

- التحويلات لا يمكن تنقلها إلا بالعملة المحلية لهذا البلد كما أنه لا يوجد لها أي مبلغ أدنى؛

أما الحسابات المباشرة فيمكن فتح حسابات في بنوك أجنبية أخرى وذلك بطلب من البنك المركزي، حيث يسمح هذا الإجراء بتسريع تحويلات رؤوس الأموال وتقليل المخاطر المصرفية وكذلك لتسوية عدّة نفقات مسدّدة للخارج.

**4. تخفيض حجم الحقوق والديون بالعملات الأجنبية:** تعتمد هذه الطريقة على تخفيض قيم المجاميع الخاضعة لخطر الصرف وتستعمل عدّة تقنيات في هذا المجال منها:

- الفوترة بالعملة الوطنية حيث أنها تلغي وجود أي خطر صرف بالنسبة للمؤسسات المحلية؛
- تأدية الحسابات، فكلما كانت نسبة الحسابات المدفوعة فوريا كبيرة كلما كانت نسبة حدوث أخطار الصرف على المؤسسة؛
- التغطية في الحسابات: فهي تتمحور في تعويض قيمة الأصول أو الخصوم بالعمليات الأجنبية بقيمة الديون أو الحقوق بنفس العملة، فإجراء هذه التغطية يسمح بالحماية ضدّ خطر الصرف؛
- أسواق التطبيق: هو إجراء يسمح للشخص أو المؤسسة التصرف بالعملة التي يستعملها لإتمام الدفع والتسديد بالعملة الأجنبية.
- المقاصة متعددة جوانب التسديد: تلجأ إلى هذه العملية غالبا داخل الشركات المتعددة الجنسيات وهي تقوم على إجراء الموازنة بين الديون والحقوق بين مختلف شركات المؤسسة، وهذا لتقليص المبالغ وعدد التحويلات بالعملات بين هذه الشركات كما سبق وأن رأينا.

## المحور العاشر: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف.

رغم أهمية التقنيات الداخلية في إدارة خطر الصرف من خلال تأثيرها على هيكل وضعية صرف للمؤسسة، إلا أنها غير كافية لحمايتها من تقلبات أسعار الصرف، لهذا يصبح الاستعانة بتقنيات أخرى أكثر من ضرورة، ولقد وجدت هذه المؤسسات ضالتها في الأقسام المختلفة لسوق الصرف والمنتجات فيه.

حيث تستخدم الأساليب الخارجية للتغطية على نطاق واسع من قبل الشركات، وذلك للحد من مخاطر أسعار الصرف، وبخاصة مخاطرة المعاملات، وقد تطورت بعض هذه الأساليب أو التقنيات خصوصا في السنوات الأخيرة، مثل الضمانات أو التغطية في الأسواق المستقبلية وخيارات العملات النقدية، والمبادلات.

ويلاحظ أن أساليب التغطية ليست متكافئة، وإنما تختلف بعضها عن البعض الآخر، فالبعض منها يعمل على ضمان سعر مستقبلي محدد، والبعض الآخر يحد من مخاطرة ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة نقدية معينة وذلك من خلال إفساح المجال للاستفادة من ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة النقدية وهناك أساليب أخرى تعمل على ضمان سعر عملة نقدية معينة في داخل مجموعة أسعار معنية. وهذا ما سيتم تناوله في هذا المحور كما يلي:

أولا: التحوط سوق الصرف الآجل.

ثانيا: التسبيقات بالعملة الأجنبية.

ثالثا: التحوط في سوق المستقبليات.

رابعا: عقود المبادلة.

خامسا: الخيارات.

**أولا: التحوط في سوق الصرف الآجل**

يمكن لطرفين من تخفيض مصدر المخاطر المتمثل بعدم التأكد في العوائد والكلف المتوقعة، إذا تمكنا من الدخول في اتفاقية للعقد الآجل، فالعقد الآجل إتفاقية لبيع أو شراء موجود ما في المستقبل بتاريخ وسعر محدد مسبقا، إذ تنشأ العقود الآجلة عندما يوافق أحد الطرفين على شراء سلعة ما بسعر وتاريخ محدد في المستقبل وعندما يوافق الطرف الثاني على بيع الموجود وعادة يستلم الموجود فعلا في تاريخ التنفيذ، وقد يكون هنالك مخاطر ائتمانية كبيرة ناجمة عن عدم قدرة أحد الأطراف في تنفيذ العقد خاصة إذا كانت هنالك تغيرات واضحة في سعر الموجود الأساس عندما يقترن موعد الاستحقاق.

يمكن للأفراد أو الشركات القيام بعملية بيع وشراء العقود الآجلة للعملات الأجنبية كأسلوب أو طريقة للتحوط ضد مخاطر تقلب العملات.

ففي السوق الآجل للصرف الأجنبي تشترى وتباع العملات مقابل التسليم المستقبلي، فالمتعاملون في هذا السوق سيدفعون أو يستلمون عملة أجنبية في تاريخ مستقبلي يمكنهم من حماية مراكزهم ضد المخاطر الناجمة عن التغيرات غير المرغوبة في أسعار الصرف عن طريق الشراء الآجل.

فالعقد الآجل للصرف الأجنبي يمثل اتفاقية لبيع أو شراء كمية محددة من الصرف الأجنبي بتاريخ محدد في المستقبل (**عادة شهر 12 شهر**) وبسعر محدد اليوم، وينتج عن ذلك حالتين:

**الحالة الأولى:** ففي حالة شراء العقد الآجل للعملة يتمكن المتحوطين من حماية أنفسهم ضد زيادة أو ارتفاع قيمة العملة.

**الحالة الثانية:** في حالة بيع العقد الآجل يتمكن المتحوطين من 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.

**1. آلية تشكيل سعر الصرف الآجل:** ما دام أن سعر الصرف الآجل يتم تشكيله على أساس سعر الصرف الحاضر ومعدلات الفائدة للعملتين المعنيتين، فهذا يعني أن سعر الصرف الآجل سوف يختلف عن سعر الصرف الحاضر، وذلك له علاقة مباشرة باختلاف معدلات الفائدة.

**1.1. الصيغة العامة لحساب سعر الصرف الآجل:** لحساب سعر الصرف الآجل نستخدم كل من سعر الصرف الحاضر للعملتين المعنيتين، ومعدلات الفائدة في السوق النقدي المحلي والدولي، ويتم حساب سعر الصرف الآجل بإضافة فروقات لسعر الصرف الحاضر:

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف الحاضر (+) أو (−) النقط .....(1)

بحيث أن النقط تمثل فروق معدلات الفائدة، فإذا كان سعر الآجل أكبر من سعر الصرف الحاضر تكون هناك مرابحة **Report** أو علاوة تقديم. أما إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحاضر فهناك وضعية **Déport** أو خصم التأخير.

وينتج خصم التأخير عندما يكون معدل الفائدة على العملة الأجنبية أكبر من معدل الفائدة العملة المحلية والعكس بالنسبة للمرابحة أو العلاوة. وهناك حالة ثالثة، يتساوى من خلالها سعر الصرف الآجل مع سعر الصرف الحاضر، فنقول أن التأجيل يتم بسعر التعادل **Au pair**، وهذه الحالة تنتج بطبيعة الحال عندما تتساوى معدلات الفائدة بين العملتين، وتسمح لنا الصيغة العامة التالية بحساب سعر الصرف الآجل[1].

$$CT = cc + \left[ cc \frac{(Tmo-Tdev)\,J}{1 + \frac{Tdev * J}{360000} \quad 36000} \right] \text{.....(1)}$$

**حيث أن: CT** : سعر الصرف الآجل؛

**cc:** سعر الصرف الحاضر؛

**Tmon:** معدل الفائدة للعملة المحلية في السوق المحلية،

**Tdev:** معدل الفائدة للعملة الأجنبية في السوق النقدي الدول؛

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

وبالرجوع إلى العلاقة رقم (1) نستخلص أن النقط التي تعبر عن خصم التأجيل أو علاوة التقديم والتي نرمز لها بالرموز (D/R) هي*:

$$D/R = \left[ cc \frac{(Tmon - Tdev)J}{1+ \frac{Tdev*j}{36000} \quad 360000} \right] \text{.....(02)}$$

**2.1. 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. ولفهم كيفية حساب سعر الصرف الآجل نفترض أن وضعية كل من سوق الصرف الحاضر والسوق النقدي للعملتين الدولار واليورو كانت كالتالي:

- سعر الصرف الحاضر USD/EURO = 1.5240/60؛
- معدل الفائدة على USD في السوق النقدي الدولي لستة أشهر 2.6-3.2؛
- معدل الفائدة على EURO في السوق النقدي المحلي لستة أشهر 1.8-1.5.

---

(1) :Nicolas Wapler, Trésorerie Et Cambisme, 20 Leçons Et Exercices Informatisés Lisibles Sous Windows, Avec 2 Disquettes, Edition Dolloz, 1995, p58.

* تم اشتقاق هذه الصيغة من الصيغة العامة لحساب سعر الصرف الآجل.

للحصول على أسعار الصرف الآجلة يقوم البنك في حقيقة الأمر بمجموعة من العمليات في السوق النقدي وسوق الصرف، ومن خلالها يتمكن من توفير العملة المحلية في حالة الشراء والعملة الأجنبية في حالة البيع، وفي سبيل ذلك يتبع ثلاثة مراحل أساسية:

- **المرحلة الأولى:** اقتراض القيمة الحالية للمبلغ بالعملة الأجنبية المراد شراؤه لأجل من السوق النقدي الدولي في هذه الحالة يقوم باقتراض الدولار بمعدل فائدة 2.6.

ويتم حساب القيمة الحالية لواحد دولار بالصيغة التالية:

$$VA = \frac{C}{1 + \frac{tn}{36000}}$$

**حيث أن:**

**VA:** القيمة الحالية؛

**C:** المبلغ المراد شراؤه في الأجل؛

**t:** معدل الفائدة على اقتراض الدولار؛

**n :** عدد أيام التوظيف.

ولقد استخدما الفائدة البسيطة لأن الأجل أقل من سنة، مما يعني أن الآجال التي تزيد عن السنة يتم فيها استخدام الفائدة المركبة، ويمكن حساب القيمة الحالية لواحد دولار بالصيغة التالية:

$$VA = \frac{1}{1 + \frac{2.6 * 180}{36000}} = 0.9872$$

أي أن البنك يقوم باقتراض 0.9872 دولار.

- **المرحلة الثانية:** تتمثل في بيع الدولار المقترض في السوق الحاضر بسعر الشراء، فتتحصل على مبلغ باليورو كالتالي:

0.9872 1.5045 = 1.5240 X يورو.

- **المرحلة الثالثة:** توظيف اليورو المتحصل عليه في السوق النقدي المحلي بمعدل الإقراض 1.5% ونستخدم قانون الفائدة البسيط لحساب المبلغ المكتسب:

$$CA = C + \frac{ctn}{36000}$$

بالتعويض نتحصل على:

$$CA = 1.5045 + \frac{1.5045*1.5*180}{36000}$$

$$= 1.5158$$

ويمثل الرقم 1,5158 السعر المشتري لسنة أشهر.

ويمكن الحصول على نفس هذه النتيجة من خلال تطبيق الصيغة التالية[1]:

$$CAT = CA + \left( CA \frac{(tmon_E - Tdev_p)}{1 + \frac{Tdev_p * J}{36000}} \frac{J}{36000} \right)$$

حيث أن

CAT : سعر الشراء الآجل؛

CA : سعر الشراء؛

$Tmon_E$: معدل إقراض العملة المحلية في السوق المحلية؛

$Tdev_p$: معدل اقتراض العملة الأجنبية في السوق النقدي الدولي.

**3.1. الصيغة التي تسمح بحساب سعر الصرف الآجل عند البيع:** نفس الطريقة المتبعة في سعر الشراء تستخدم لحساب سعر البيع، وعلى أساس ذلك فإن المراحل الثلاثة تتمثل في:

- المرحلة الأولى: اقتراض العملة المحلية في السوق النقدي المحلي؛
- المرحلة الثانية: شراء العملة الأجنبية في سوق الصرف الحاضر بسعر البيع؛
- المرحلة الثالثة: إيداع العملة الأجنبية في سوق الودائع للعملة الأجنبية.

أما الصيغة التي تسمح بسعر البيع فهي:

$$CVT = CV + \left( CV \frac{(tmon_p - Tdev_E)}{1 + \frac{Tdev * J}{36000}} \frac{J}{36000} \right)$$

CVT: سعر البيع الآجل

CV: سعر البيع.

[1] (:Nicolas Wapler, Trésorerie Et Cambisme, 20 Leçons Et Exercices Informatisés Lisibles Sous Windows, Avec 2 Disquettes, Opcit, p59.

**2. المخاطر**: من خلال سيرورة العمليات الآجلة، نلاحظ أن المتعاملين بهذه المنتجات يواجهون نوعين من المخاطر:

**1.2. خطر الجهة المقابلة:** يظهر هذا الخطر عندما لا يفي أحد الطرفين بالتزاماته، البنك أو الزبون وهو ما يجعل الطرف الآخر في مأزق يتمثل في حيازته لمبالغ سلة معينة لا يمكنه التخلص منها بدون مخاطر.

**2.2. خطر الصرف:** ينتج هذا الخطر عندما لا يستخدم هذه المنتجات للتحوط مما يجعل الطرف الذي قام بشراء أو بيع العملة لأجل في وضعية مفتوحة تكون عرضة للتغيرات في أسعار الصرف.

**3. كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل:** 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، ويكون ذلك حسب ما يلي:

**1.3. مبدأ التغطية في أسواق سعر الصرف الآجل:** وهو كما يلي[1]:

– يتعين على المصدر أن يبيع لأجل العملات النقدية المناظرة إلى مبلغ التصدير وذلك من أجل التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف الناجمة عن انخفاض محتمل في قيمة عملة نقدية معينة؛

– يتعين على المستورد أن يشتري لأجل العملات النقدية المناظرة إلى مبلغ الاستيراد، وذلك من أجل التحوط ضد مخاطرة أسعار الصرف الناجمة عن ارتفاع محتمل في قيمة عملة نقدية معينة.

**2.3. شروط نجاح التحوط:** حتى تكون عملية التحوط في سوق الصرف الآجل فعالة في تخفيض الخطر الذي يهدد المؤسسة، يجب أن تتوفر بعض الشرط التي تلخصها في التالي:

– ضرورة توافق المبلغ المشترى أو المبالغ 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؛

– ضرورة توافق أجل استحقاق الدين أو تحصيل الذمة مع أجل استيلام أو تسليم العملتين في سوق الصرف الآجل، فعلى سبيل المثال إذا منح المصدر الجزائري في المثال السابق مهلة 90 يوما لزبونه الأجنبي لتسوية العملية، فعليه أن يبيع هذا المبلغ في سوق الصرف الآجل لـ 90 يوما؛

– ضرورة توافق العملة المستخدمة في المعاملة التجارية أو المالية مع العملة المشتراة أو المباعة في سوق الصرف الآجل، وهذا يعين 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.

---

[1] :سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص240.

**3.3. استخدامات العقود الآجلة للتحوط من مخاطر الصرف:** على الرغم من تعدد استخدامات السوق الآجلة للعملات، إلا أن العقود الآجلة تعدّ أداة مناسبة للتحوط من تقلبات أسعار الصرف فهي تسمح بتثبيت سعر الصرف الآن لغرض تسويته في تاريخ مستقبلي، وأداة التحوط هذه يمكن أن تحمي هوامش الربح وتزيد من تنافس الشركة دوليا، فالمدفوعات والمقبوضات بالعملة الأجنبية يمكن التعاقد عليها في السوق الآجل لحمايتها ضد تقلبات العملة وهنالك مكونين للعقد الآجل هما:

- السعر الحاضر أو القيمة الحالية للعملة؛
- الاختلافات في سعر الفائدة بين عملتين.

تختلف عادة الأسعار الآجلة عن السعر الآني لأية عملة محددة، وإذا كان سعر الصرف الآجل يساوي سعر العملة الحاضر **(الآني)** وكانت أسعار الفائدة تختلف في القطرين: سوف يستطيع بعض المتعاملين **(بموجب افتراضات معينة)** استخدام المراجحة من أجل تحقيق عائدات أعلى من العائدات الممكنة التحقيق محليا من دون تحمل مخاطر إضافية، وبذلك فإن السعر الآجل سيكون محتويا على علاوة أو خصم تعكس الفرق ما بين سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبي[1]. وتستخدم العقود الآجلة بشكل واسع من قبل الشركات الكبيرة التي ترغب بالتحوط وإنها تعتمد العقود الآجلة بالعملات الأجنبية كوسائل لمعادلة تقلب العوائد المتوقعة في العملة الأجنبية لتحويط استثماراتها من الأسهم ومن فروعها الأجنبية ولإدارة تعرضها لمخاطر التقلبات في أسعار الصرف الأجنبية، ومن أجل استخدام التحوط بالعقد الآجل تقوم الشركة متعددة الجنسية بشراء تلك العملة المرتبطة بحساباتها القابلة للقبض آجلا، فمثلا إذا كان من الواجب أن تدفع الشركة متعددة الجنسية قاعدتها في الولايات المتحدة لمجهز سنغافوري 1000000 دولار سنغافوري خلال (30) يوما، تستطيع الشركة أن تطلب من أحد المصارف تنظيم عقد آجل خدمة هذا الدفع المستقبلي، ويوافق المصرف على تقديم الدولارات السنغافورية للشركة في (30) يوم في مقابل دولار أمريكية، وينص العقد الآجل على سعر الصرف الذي بموجبه سيتم تحويل العملتين وسعر الصرف هذا يسمى (سعر الصرف الآجل لمدة 30 يوما)،وتقوم الشركة متعددة الجنسية بتغطية مركزها بقيامها بتثبيت السعر الذي ستدفعه مقابل الدولارات السنغافورية خلال مدة 30 يوما. وهكذا تعلم الشركة الآن عدد الدولارات التي ستحتاجها في عملية التحويل للحصول على الدولارات السنغافورية، وإذا كانت الشركة تتوقع تحصيل مقبوضات بالدولارات السنغافورية خلال 30 يوما، فإنها ستكون راغبة في تثبيت السعر الذي بموجبه تستطيع بيع هذه الدولارات مقابل الدولار الأمريكي، وفي هذه الحالة يكون من الملائم محاولة البيع الآجل للدولارات السنغافورية، وتطبق العديد من الشركات متعددة الجنسية طريقة التحوط الآجل مثلا شركة

---

[1] : العامري محمد علي إبراهيم، سعر الصرف الأجنبي، مدخل نظري، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة بابل المجلد1، العدد2، 2001، ص47.

(دي بونت)، حيث تحتفظ بمبلغ لها يتراوح بين 300–400 مليون دولار أمريكي بشكل عقود آجلة في جميع الأوقات، وذلك لكي تغطي مراكزها المكشوفة المتعلقة بالعملة.

**4. تكلفة التحوط:** تتمثل تكلفة التحوط في سوق الصرف الآجل في الفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل باعتبار أن السعر الأول يختلف بين يوم تحرير الفاتورة ويم التسوية، فقد ظهر فريقين مختلفين في طريقة تحديد التكلفة:

**1.4. الفريق الأول:** يرى تكلفة التحوط تساوي معدل خصم التأجيل أو معدل علاوة التقديم ففي حالة خصم التأجيل فإنها تعبر عن خسارة صرف للمصدر (أو صاحب الوضعية الطويلة) والتي يتم حسابها بالطريقة التالية:

خسارة الصرف = المبلغ المستحق (وضعية الصرف) × سعر الصرف الحاضر × معدل التأجيل

وهي في الوقت نفسه تعبر عن تكلفة التحوط، أما في حالة المركز القصير، فإن خصم التأجيل سيكون مكسبا، يمكن الاستفادة منه بفضل دفع مبلغ أقل مما كانت المؤسسة ستدفعه. الحالة العكسية سوف نسجلها عندما يكون الأجل 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 شركته في الأسواق الدولية. أما بالنسبة للمستورد، فسوف يجد نفسه في هذه الحالة، مجبرا على دفع مبلغ أعلى مما كان سوف يدفعه. الفرق بين المبلغين، يمثل التكلفة التي يتحملها المستورد نظير تفاديه لخطر الصرف.

**2.4. الفرق الثاني:** يرى أن 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 حالة تساوي السعرين، فإنه لا توجد 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 رشادة قرار التحوط.

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 مدير المخاطر وفعالية قراراته من خلال توضيحها للخسائر التي تجنبتها المؤسسة أو الأرباح التي لم تستفد منها بفعل هذا القرار.

**ثانيا: التسبيقات بالعملة الأجنبية**

وهي تقنية موجهة للمؤسسات التي ترغب في تمويل حاجتها من السيولة وتغطية خطر الصرف في نفس الوقت، بمعنى أن التسبيقات بالعملة الأجنبية هي عبارة عن قروض تمنح لتمويل التجارة الخارجية يمكن أن تستخدم من قبل المصدرين لتغطية خطر الصرف نتيجة للخصائص التي تتمتع بها

فالمصدر سوف يعتمد على العملة الأجنبية التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الاستحقاق لتسديد القرض الذي تحصل عليه في البداية وهو ما يعفيه من التعامل بسعر الصرف الحاضر في تاريخ الاستحقاق. وإذا كانت هذه المؤسسة تريد أن تقضي نهائيا على خطر الصرف فعليها ألا تقترض إلا المبلغ الذي إذا أضفنا إليه الفوائد يساوي تماما المبلغ المرتقب تحصيله من الزبون[1]. وتجدر الإشارة إلى أن التسبيقات بالعملة الأجنبية لا يمكن استخدامها كتقنية تحوط بالنسبة للمستوردين، فهي تعتبر بالنسبة لهم وسيلة تمويل ومضاعف لخطر الصرف.

**1. طريقة التحوط عن طريق التسبيقات بالعملة الأجنبية:** يمكن استخدام التسبيقات بالعملة الأجنبية بالنسبة للمصدرين للتحوط من خطر الصرف وذلك بإتباع المراحل التالية:

- 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 أن هناك إمكانية لاستخدام 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 تحصيل نواتج الصادرات، تقوم باستخدام هذه المبالغ لتسوية التبيسق الذي تحصلت عليه دون المرور على سوق الصرف ولا على أسعاره.

وحتى تكون التسبيقات تقنية فعالة في التحوط من خطر الصرف، يجب توفر 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 بالتسبيقات بالعملة الأجنبية:** تعتمد آلية التسبيقات بالعملة الأجنبية 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 التالية:

التكلفة = معدل الفائدة للاقتراض + الهامش (الذي يتغير بدلالة نوعية المقترض وأهمية القرض).

ويمكن لمدير المخاطر التقليل من هذه التكلفة عن طريق التوصية بتوظيف المبلغ بالعملة المحلية الناتج عن الفرق الموجود بين عملية التنازل عن العملة الأجنبية في السوق النقدية المحلية، فتصبح بذلك التكلفة مرتبطة بمعدل الفائدة على العملة الأجنبية ومعدل الفائدة على العملة المحلية.

---

[1] :عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص9.

غير أنه يجب التنبيه إلى أن الاحتياجات التمويلية للمؤسسة قد لا تسمح لها بتجميد مثل هذا المبلغ خصوصا إذا كان كبيرا. كما أن ذلك يعني ضمنيا أن المؤسسة قد تنازلت عن التمويل الذي تحصلت عليه، فيصبح بذلك التسبيق وسيلة تحوط وليس تمويل.

**ثالثا: التحوط في سوق المستقبليات**

تعتبر العقود المستقبلية، سوقا خاصة من أسواق العقود الآجلة، حيث يتم التسعير بحسب American Terms، ويكون سعر الشراء للعملة موجودا لجهة اليسار، بينما سعر المبيع موجودا لجهة اليمين، وفي سبيل التوضيح، نورد المثال التالي، لو أعطيت تسعيرة مستقبلية لعقد بالبيان على شكل 0.8010- 0.8000 فهذا يعني أن الراغب في الشراء سيشتري عند السعر 0.8000، بينما الراغب في المبيع فعند السعر 0.8010.

**1. تعريف العقود المستقبلية:** أعطيت لها عدة تعاريف من بينها ذكر:

يعد عقد المستقبليات: "إحدى أدوات المشتقات المالية والذي تشتق قيمته من موجود أساس الذي قد يمثل سلعة مادية أو مؤشر مالي أو عملات أجنبية، فعقد المستقبلية هو التزام تعاقدي على استلام أو تسليم موجود ما بكمية ونوعية محددة بتاريخ معين في المستقبل وبسعر متفق عليه اليوم".[1]

العقد المستقبلي: "هو إتفاق بين طرفين: الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أو يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقدية أو أوراق مالية حكومية، أذون الخزينة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من العقد يطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين"[2].

وعرفت أيضا: "أنها عقود آجلة، شروطها نمطية، ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الطرفين من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة ليضاف لحساب الطرف الآخر"[3].

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن المستقبليات هي عقود آجلة قابلة للتداول في السوق المنظم، تمثل اتفاق بين طرفين لبيع أو شراء عقود نمطية لأجل معلوم يتم تسجيلها لدى غرفة المقاصة، وتكون محل تقييم يومي ينتج عنه عمليات لتسوية يتم من خلالها خصم الخسائر من حساب أحد الطرفين

---

(1) :Boudui Zwi Et Autres, Inves tisments, 5ed, Graw Hil Companies, Inc, 2002, p740

(2) : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص92.

(3) : سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص213.

لتضاف إلى حساب، وتنتهي هذه العقود، إما بتسليم واستلام الأصول محل العقد في أجل الاستحقاق، أو حل العملية بالقيام بعملية عكسية قبل حلول الأجل.

2. **خصائص العقود المستقبلية:** تتميز العقود المستقبلية ب:

– عقود آجلة، بمعنى أن تسليم واستلام الأصل والثمن على التوالي، يكون في وقت لاحق لليوم الذي تم فيه إبرام العقد المستقبلي؛

– عقود بيع وشراء، أي أنها عقود بيع أو شراء سلع معينة أو أصول مالية، ويتم التحديد الدقيق لكل من وقت التسليم، السعر، الكمية؛

– عقود موحدة يتم تداولها في السوق المنظم وفق شروط وخصائص ومواصفات محددة من قبل غرفة المقاصة، وهذا ما يجعل التفاوض الذي يحدث بين المشتري والبائع يرتكز فقط حول الثمن وعدد العقود؛

– عقود قابلة للتداول أو التحويل أي يحق لأحد طرفي العقد المستقبلي أن ينقل ملكية العقد إلى غيره ما لم يحل أجل الاستحقاق، وهذا ما يكسب السوق سيولة عالية؛

– تخضع العقود للتقييم اليومي من قبل غرفة المقاصة على أساس أسعار الإغلاق، مما يؤدي إلى زيادة قيمة العقود أو انخفاضها بحساب السعر المسجل، وهذا يعني أن أحد الطرفين سيتحمل خسائر والطرف الآخر سيجني أرباح.

**3. نشأة المستقبليات**[1]: تعتبر تجارة المستقبليات حديثة العهد نسبيا، ويعكس سوق العقود المستقبلية للسلع التي تعود إلى العام 1919، مع إنشاء Chicago Mercantile Exchange (CMF) وتضم الولايات المتحدة الأمريكية أكبر الأسواق المستقبلية في العالم وأهمها: سوق النقد الدولية، حيث أن العملات في هذا السوق، تقيم بالدولار الأمريكي، أي تباع وتشترى هذه العملات مقابل الدولار الأمريكي، وتسمى العملات في هذه الحالة العملات المباشرة.

ولم تبدأ التجارة بعقود العملات المستقبلية إلا في 16 أيار 1972، وتتألف هذه البورصة النظامية من ثلاثة أقسام:

- IMM: يتم في هذا السوق الإتجار بالعملة والفوائد المستقبلية والخيارات؛
- CME: ويتم في هذا السوق الاتجار بالمنتجات الزراعية؛
- (IOM): index and option MarKet هذا السوق تم إنشاؤه في عام 1982، يتم الاتجار فيه بالخيارات والمستقبليات المرتكزة على الأسهم ومؤشرات بورصية.

**4. عناصر عقود المستقبليات:** يمكن تحديد عناصر عقود المستقبليات في النقاط التالية:

**1.4. المشتري والبائع:** وهما طرفي العقد الأصليين، ونتيجة لطبيعة هذه السوق التي تفرض شروط للانضمام والتعامل فيها، نجد أن كل منهما (البائع والمشتري) يفوض شركة وساطة مالية لتمثيله. وقد

---

[1] :بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص ص179–180.

يكون المتعاملون في العقود المستقبلية إما مضاربون أو متحوطون. وتعتبر الفئة الأولى الأكثر عددا والأهم باعتبار أن كفاءة السوق مرهونة بوجودهم.

**2.4 شركة الوساطة المالية:** وهي شركة متخصصة عضو في غرفة المقاصة، تقوم بتنفيذ أوامر زبائنها سواء كانوا في وضعية مشتر أو بائع.

**3.4. بورصة العقود:** وهي المكان الذي تعقد فيه جلسات التداول، وتأخذ شكل شركة تطوعية لا تهدف إلى الربح، تقوم بسن وصياغة مجموعة من القوانين التي تحكم التعامل فيها، وتراقب مدى التزام الأعضاء بها. وتهدف القواعد المحددة، إلى خلق سوق يعمل بسلاسة يشعر فيه التجار بأن طلباتهم تنفذ بصورة صحيحة، وبموجب سعر عادل، بدون أن تكون هناك حالات غش أو تلاعب بالأسعار قد تسبب لهم خسائر معينة[1].

**4.4. غرفة المقاصة أو دار التسوية:** تم إنشاء أول غرفة مقاصة عام 1928 في شيكاغو، وهي عبارة عن شركة مستقلة مساهموها شركات التسوية الذين يتولون مهمة التوسط بين شركات الوساطة المالية وغرفة المقاصة أو التسوية. وتعتبر غرفة المقاصة وسيطا هاما، وضامنا أساسيا للعقد المستقبلي الذي تم إنشاؤه، ويتلخص دور غرفة المقاصة فيما يلي:

**1.4.4. التسجيل:** من بين الوظائف التي تمارسها غرفة المقاصة تسجيل جميع العقود التي تبرم، وحتى لا تتعرض غرفة المقاصة للخسائر، تطلب من طرفي المعاملة (المشتري والبائع) إيداع مبلغ معين يكون بمثابة ضمان على التزامهم ببنود العقد, ويعرف هذا المبلغ باسم الوديعة الابتدائية أو الهامش المبدئي الذي لا يتجاوز عادة **5%** من القيمة الإجمالية لعقد المستقبليات[2].

**2.4.4. التسويات السعرية اليومية:** تعرف التسويات السعرية اليومية بأنها عملية الرصد المحاسبي للأرباح والخسائر في حساب أطراف العقد، وهي تنجز يوميا وتأخذ بعين الاعتبار أسعار الإغلاق بحيث تكون هذه الأخيرة الأساس في تحديد القيمة الجديدة للعقد ومقارنتها بالقيمة القديمة نجد الأرباح والخسائر التي يتم إضافتها أو خصمها من حساب المتعامل لدى غرفة المقاصة. وينتج عن التسوية اليومية للحسابات أطراف رابحة وأخرى خاسرة، لهذا يعبر عن المعاملات في سوق المستقبليات على أنها لعبة ذات مجموع صفري.

**3.4.4. مراقبة هامش الصيانة:** إن حدوث خسائر في أسواق المستقبليات تجعل الوديعة الابتدائية تتأثر بها، ومع توالي هذه الخسائر قد يحدث أن تفوق المبلغ المودع في البداية، مما يجعل غرفة المقاصة

---

[1] محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص525.

[2] :هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص154.

معرضة للخسائر. لتفادي هذه الحالة، وضعت غرفة المقاصة نظام أو آلية هامش الصيانة والذي يجعلها في منأى عن الخسائر وهو يمثل نسبة مئوية ما بين 75 و85 من الوديعة الابتدائية.[1]

وينبغي على غرفة المقاصة أن تسهر بأن يكون المبلغ المتبقي في حسابات أصحاب العقود أعلى من هامش الصيانة، حتى تضمن سلامة سيرورة العقد. وفي سبيل ذلك، نجد أن غرفة المقاصة تطلب من العميل إعادة تشكيل الوديعة الابتدائية كلما انخفض المبلغ المتبقي عن هامش الصيانة، وهو ما يعرف بطلب الهوامش، التي تعني مطالبة غرفة المقاصة لأصحاب الحسابات بإيداع مبالغ إضافية (تعويضية) كلما انخفاض مبلغ الوديعة عن هامش الصيانة.

**5.4. سعر عقد المستقبليات:** هو ذلك السعر الذي يتفق عليه الطرفان (البائع والمشتري) على تداول الأصل في التاريخ المتفق عليه. ويسمى الفرق بين السعر الحالي لسلعة معينة أو أصل مالي معين في سوقه الحاضر وسعر عقد المستقبليات وهو تساوي السعرين في الأجل، بحيث يكون الفرق بين المركز الحقيقي والمركز في سوق المستقبليات مساويا للصفر[2].

**5. استخدامات العقود المستقبلية:** تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة، أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية كما يلي[3]:

**1.5. استخدام العقود المستقبلية للتجارة:** تعني كلمة التجارة هنا المضاربة على تغيرات الأسعار في المستقبل، مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مستقبلية وفقا لتنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار، إما صعودا أو هبوطا.

ويلاحظ أن المضارب لا يمتلك الأصل المالي الذي يريد بيعه ولا هو يرغب في شرائه أو امتلاكه وإنما كل هدفه هو انتهاز الفرصة لتحقيق الربح من هذه التجارة، فلو أن المضارب تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ العقد المستقبلي، فسوف يسعى إلى شراء تلك العقود، أي يأخذ مركزا طويلا عليها. أما إذا تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم ستكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس التاريخ، فسوف يعمل على بيع عقود مستقبلية أي يأخذ مركزا قصيرا.

**2.5. استخدام العقود المستقبلية للتغطية:** تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المعاكسة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم، وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما

---

[1]: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص528.

[2]: نفس المرجع، ص53

[3]: مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص ص182، 183.

للمركز الحالي الذي يراد تغطيته. فإذا رغب أحد التجار في صفقته شراء من السوق الحاضر في فترة مستقبلية، فإنه يستطيع أن يثبت سعرا أو مردودا ماليا مناسبا، وذلك بشراء عقود مستقبلية بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضر في تلك الفترة (أي انخفض المردود المالي). فإن أية خسارة ستترتب على ذلك سوف يقابلها تحقيق ربح عند بيه هذه العقود.

**6. أنواع العقود المستقبليات:** تتنوع عقود المستقبليات طبقا للأصل محل العقد إلى ما يلي[1]:

**1.6. العقود المستقبلية على السلع:** وهي العقود يكون محل التعاقد فيها سلع حقيقية نمطية يكون لها سوق نشط مثل البن، السكر، القمح، النفط والمعادن.

**2.6. العقود المستقبلية:** وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أوأصول نقدية مثل الودائع والعملات.

**3.6. العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** تعتبر العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم العالمية بمثابة التزام بين طرفي العقد، بأن يدفع أحدهما للآخر، مبلغ من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشرات في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم وبين المبلغ المتفق عليه، وهو يسمى بثمن الشراء.

**7. مستقبليات العملة الأجنبية:** لقد تم تداول هذه العقود لأول مرة في سوق النقد الدولي سنة 1972 الذي يمثل الآن أحد أقسام بورصة شيكاغو للتجارة، ثم انتشرت في بقية الأسواق، كالأسواق الأوروبية فرنسا، ألمانيا، ولندن والأسواق الآسيوية هونغ كونغ، سنغافورة وكوريا وأسواق أمريكا اللاتينية كالبرازيل والمكسيك.

**1.7. تعريف العقود المستقبلية على العملات:** عرفت بـ:

العقود المستقبلية على العملات هي: "العقود الآجلة التي يلتزم فيها المتعاملين بشراء وبيع كمية محددة من العملات، بسعر صرف وأجل محددين مسبقا"[2].

كما أنها: "التزام بشراء أو بيع كمية محددة من العملات النقدية في تاريخ مستقبلي وسعر يحدد في لحظة العقد"[3].

من خلال ما سبق يمكن القول بأن مستقبليات العملة الأجنبية هي عبارة عن عقود آجلة يتم تداولها في السوق المنظم، وتعبر عن التزام بشراء أو بيع العملة الأجنبية وفق شروط وخصائص نمطية وسعر يحدد لحظة الاتفاق.

---

(1) : السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، 2010، ص ص 253، 254.

(2) :Patric Fontaine, Gestion Du Risque De Change, Edition Economica, Paris, 1996, p34.

(3) : سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص249.

**2.7. كيفية التحوط في المستقبليات:** يتميز سوق المستقبليات بدرجة كبيرة من التوحيد القياسي الواجب أخذها بعين الاعتبار عند استخدام منتجاته 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.

**1.2.7. تحديد وجهة التحوط:** للتحوط في سوق المستقبليات يجب خلق وضعية معاكسة تماما للوضعية الابتدائية كما سبق وأن أشرنا، حتى يحدث تقاص بين الأرباح والخسائر، ولتحديد ما يجب على مدير المخاطر فعله في سوق المستقبليات، يجب تحديد طبيعة الوضعية المراد التحوط منها، فإذا كانت طويلة يجب بيع عقود بالعملة الأجنبية، وإن كانت قصيرة يجب شراء تلك العقود ويمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي:

**جدول رقم (08): الوضعيات الواجب اتخاذها في سوق المستقبليات.**

| الوضعية الابتدائية | الوضعية في سوق المستقبليات |
|---|---|
| المصدر: وضعية طويلة<br>الخطر: التخوف من انخفاض قيمة العملة | – يجب اتخاذ وضعية قصيرة<br>– يجب بيع عقود في سوق المستقبليات |
| المستورد: وضعية قصيرة<br>الخطر: التخوف من ارتفاع قيمة العملة الأجنبية | – يجب اتخاذ وضعية طويلة<br>– يجب شراء عقود في سوق المستقبليات |

**Source** : Josette Peyrard, Gestion Fimancière Internationale, 5éme Edition, Vuibert, Paris, 1999, p128.

من الجدول نلاحظ أن التحوط من خطر الصرف يتم عن طريق شراء أو بيع عقود في سوق المستقبليات، وفي هذا المجال يجب أن نشير إلى أن العقود في سوق المستقبليات يتم تداولها مقابل العملة المحلية، ففي سوق باريس يتم تداول هذه العقود بالعملات الأجنبية مقابل اليورو، نفس الشيء في سوق لندن أين يتم تداول عقود العملات الأجنبية مقابل الجنيه الإسترليني، هذا يعني أن المستورد في فرنسا إن أراد التحوط من خطر ارتفاع قيمة الجنيه مثلا، سيشتري عقود جنيه 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 تهديد بالنسبة للشركة.

**2.2.7. تحديد عدد العقود:** سبق وأن بينا بأن العملات المتداولة في سوق المستقبليات يحدد لها مبلغ ثابت يمثل قيمة العقد، بحيث لا يمكن تداول إلا هذا المبلغ أو مضاعف دقيق له، على هذا الأساس فإن مدير المخاطر بعد تحديد وضعية صرفه، عليه أن يحدد بدقة عدد العقود التي تجعله آمنا من التغيرات في أسعار الصرف. ولتوضيح الكيفية التي تسمح بتحديد عدد العقود، نستعين بحالة مصدر فرنسي قام بمعاملة تجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 1.000.000 دولار، مع منح ائتمان تجاري بـ 3 أشهر. من المعطيات السابقة، نلاحظ أن العملة الواجب التحوط منها هي الدولار الأمريكي، وللقيام بذلك في سوق المستقبليات، يجب على المصدر الفرنسي بيع عقود دولار أمريكي في سوق باريس، أو شراء عقود يورو في سوق IMM بالولايات المتحدة الأمريكية فإذا علمنا أن سعر الصرف الحاضر كان 0.2 دولار لكل واحد يورو وسعر العقد في سوق المستقبليات هو0.22 دولار لكل واحد يورو. فإن عدد العقود الواجب شراؤها يجب أن تترجم عند حلول أجل التسوية بعد ثلاثة أشهر ببيع 1.000.000 دولار.

بالأخذ بعين الاعتبار حجم العقد في سوق IMM هو 250.000 يورو يمكن إيجاد عدد العقود الواجب شراؤها أو بيعها بالصيغة التالية[1]:

$$NC=VA/VC$$

حيث أن:

CN : هو عدد العقود؛

VA: قيمة الوضعية المراد التحوط بها؛

VC: قيمة العقد في سوق المستقبليات.

من أجل تحديد عدد العقود يجب أولا البحث عن القيمة المقابلة لـ 1 مليون دولار باليورو.

$$4\ 545\ 454.5 = \frac{1000000}{0.22}$$

**عدد العقود الواجب شراؤها:**

$$\text{عقد } 18.18 = \frac{4\ 454\ 545\ .5}{250\ 0000}$$

هذا يعني أن شراء 18.18 عقد يورو يسمح للمؤسسة بالتحوط من خطر الصرف، غير أن ذلك غير ممكن في سوق المستقبليات، لهذا فإن مدير المخاطر يجب عليه شراء 18 عقد.

1( ) Yves Simon, Techniques Financières International, 4eme Edition, Economica, Paris, Frances, 1995, p332.

**3.2.7. 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 شراءه وبيعه لعقد المستقبليات، على أساس أن الوضعيتين تنتج عنهما نتيجتين مختلفتين فإن حققت إحداهما ربح حققت الأخرى خسارة، والعكس صحيح. ولمزيد من التوضيح نأخذ معطيات المثال السابق، ونظيف لها معلومة سعر الصرف عند حلول الأجل، أي بعد ثلاث أشهر، والذي نفترض أنه كان 0.24 دولار لكل 1 يورو.

لتبيين أن السعر الأخير لن يكون له أي أثر على الوضعية الإجمالية للمؤسسة، سوف تقوم بحساب النتيجة النهائية لكل من الوضعية المالية في عقود المستقبليات والوضعية الابتدائية الناشئة عن العملية التجارية[1].

- **على مستوى عقود المستقبليات:**
  - شراء اليورو بـ 0.22 دولار،
  - بيع اليورو بـ 0.24 دولار؛
  - 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:

5. 545 454 4 × 0.02 = 909 90 دولار.

وباليورو نتحصل على ربح يقدر بـ:

90909/0.24 = 5. 378 787 يورو

- **على مستوى الوضعية الابتدائية:** نجد أن تحويل ناتج الصادرات على أساس سعر الصرف الحاضر 0.24 سينتج عنه مبلغ يقدر بـ 7. 166 666 4 يورو وبإضافة الأرباح المحققة في الوضعية المالية في سوق المستقبليات والمتمثل في 5. 787 378 يورو نحصل على المبلغ المقدر في البداية والمتمثل في 5. 545 454 4 يورو.

**رابعا: التحوط باستخدام عقود المبادلة**

تعتبر عقود المبادلة إحدى أنواع المنتجات المشتقة التي يتم تداولها حصريا في السوق الحر حيث تستخدم في التحوط من مخاطر الأسواق، وسيتم التركيز هنا على دراسة عقود مبادلة الصرف والعملة الأجنبية، اللذان يعتبران من التقنيات المستخدمة للتحوط من خطر الصرف.

(1) :I bid, p334

**1. تعريف عقود المبادلة:** عرفت كما يلي:

بأنها: "عقود المبادلة من المشتقات التي يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر)، وذلك لفترة محددة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان"[1].

أو هي: " إتفاقية لمنح القروض بين بلدين أو أكثر، وتستخدم عمليات السواب في استبدال عملة وطنية بعملة أجنبية"[2].

وعرفت كذلك: "أنها عبارة عن عقد بين طرفين ليتبادل التدفقات النقدية وغير النقدية، كمبادلة الملكية أو الأسهم العادية، السلع، العقارات والرهانات خلال مدة دورية يتفق فيها الطرفان على عقد المبادلة وبطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد"[3].

وبصفة عامة يمكن القول بأن عقد المبادلة، هو عبارة عن مشتقات يتم تداولها حصريا في الأسواق غير المنظمة، وينتج عن اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل دوري لتدفقات نقدية وغير نقدية خلال مدة محددة، وفي ظل شروط تحدد بالتراضي بين الأطراف المتعاقدة، على أن تنتهي التزاماتهم بمجرد نهاية المدة المحددة.

**2. نبذة تاريخية عن ظهور عقود المبادلة:** يعتبر أول عقد مبادلة ما بين البنك الدولي وشركة IBM، في أوائل سنة 1979، والذي أتاح للطرف الأول الحصول على الفرنك السويسري دون الحاجة للتعامل في سوق النقدي السويسري[4]. ونتج عن هذه التجربة، ظهور الهيئة الدولية لتجارة المبادلة، والتي تغيرت تسميتها فيما بعد إلى هيئة المشتقات والمبادلة الدولية international Swaps and Dérivatives Association (I.S.D.A) والتوقيع على أول اتفاقية لتقنين عمليات المبادلة وتنظيمها.

في سنة 1981،حدث أول مبادلة على أسعار الفائدة بين مؤسسة students loan marketing Association ومؤسسة ITT وجرى بموجب هذه الاتفاقية مبادلة سعر فائدة ثابت مرتبط بعائد حوالات الخزينة لـ 3 أشهر، مع السعر العائم لمعدل الفائدة لديون الشركة في لندن ويعتبر سوق المبادلة، أحد أسرع الأسواق نموا في العالم، حيث وصلت هذه النسبة في بعض السنوات إلى **100%**.

---

(1) : هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص167.

(2): بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص168.

(3) : محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 595، 596.

(4) : محمد علي إبراهيم العمري، مرجع سبق ذكره، ص617.

**3. أنواع عقود المبادلة:** تشمل عقود المبادلة معظم المنتجات:[1]

**1.3. مبادلات أسعار الفائدة:** وهي تلك العقود التي تهتم بمبادلة أسعار الفائدة الثابتة مع أسعار الفائدة العائمة.

**2.3. مبادلات العملات:** في هذه العقود يتفق الطرفان على تبادل مبلغين مختلفين على أساس القيام بالعملية العكسية في الأجل.

**3.3. مبادلات الإحلال:** وهي ترتبط بتوقعات العوائد المتولدة خلال فترات قصيرة الأجل وبالمخاطر المترتبة على تحقيق هذه التوقعات، فتعمل المبادلة المعنية على توزيع الاختلالات (قصيرة الأجل) على الأصول ذات التعويض أو الإحلال الكامل لبعضها البعض من حيث الكوبون والنوعية وفترة التسديد باستثناء سعر السند الذي يحصل عليه أحد الطرفين بأقل من قيمته الاسمية، وكذلك كأسلوب لتجاوز الاختلالات المذكورة، وهنا تعتمد مكاسب رأس المال على التحول نحو سند بعائد أكبر، من خلال الاستفادة من بعض الاستثناءات المؤقتة في السوق بالنسبة للعائد الموزع بين أصول متعادلة (من حيث الكوبون والنوعية وفترة التسديد).

**4.3. مبادلات السلع:** حيث يكون محل التبادل في هذه العقود سلع.

كما أن هناك أنواع أخرى من المبادلة مثل مبادلات الضرائب، خيارات المبادلة، مستقبليات والنوعين السابقين يندرجان فيما يعرف بالمنتجات الهجينة.

**4. عقود مبادلة النقود:** في النقاط السابقة فإن أول عقد مبادلة أنجز كان من نوع عقود مبادلة النقود وتنقسم هذه الأخيرة إلى عقود مبادلة الصرف وعقود مبادلة العملة الأجنبية.

**1.4. عقود مبادلة الصرف:** ترتبط عقود مبادلة الصرف بتبادل عملتين بسعر معلوم لأجل معين لا يتعدى السنة.

**1.1.4. تعريف عقود مبادلة الصرف:** يمكن تعريف عقود مبادلة الصرف كما يلي:

"صفقة مالية يتعهد من خلالها الطرفين على تبادل عملات أجنبية اليوم (مثلا فرنك فرنسي مقابل دولار)، بالسعر 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 مسبقا[2]. نقصد بالطرفين في هذا التعريف، شركتين أو بنكين أو شركة وبنك.

من هذا التعريف نستخلص أن عملية المبادلة تتم من خلال إنجاز عمليتين في سوق الصرف، الأولى حاضرة والثانية آجلة، ويشترط فيهما تساوي مبلغي العملتين، والتي تقيم على أساس سعر الصرف

---

(1) : هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص171، 172

(2) :Patrice Fontaine, opcit, p 60

الحاضر أو تاريخ لاحق فسوف يستخدم فيها سعر الصرف الآجل بسعر قريب جدا منه[1]. أما العملية الثانية والتي تتم في تاريخ لاحق فسوف يستخدم فيها سعر الصرف الآجل.

إذن يمكن القول أن مبادلة الصرف هي عبارة عن المعاملة التي يقوم بها الصيرفي "Cambiste" والتي تدمج بين عملية الصرف العاجل "spot" وعملية الصرف الآجل "Forward" .

**2.1.4. أنواع عقود مبادلة الصرف:** على العموم نميز بين:

- **عقد مبادلة مقرض للعملة الاجنبية:** وهي توافق بيع العملة الاجنبية في السوق الحاضر وشراءها الآجل.
- **عقد مبادلة مقترض للعملة الاجنبية:** وهي توافق عملية شراء العملة الاجنبية في السوق الحاضر وبيعها الاجل.

**3.1.4. طريقة التسعير:** يتم تسعير عقود المبادلة بمبالغ موحدة قياسيا على الشكل التالي:

**جدول رقم (09): تسعير عقد تبادل الصرف.**

| سعر الصرف الحاضر | التعيين | 30 يوم | 90 يوم | 180 يوم |
|---|---|---|---|---|
| 5.000/40 | تسعيرة عقد مبادلة الصرف | 15/20 | 20/30 | 30/45 |
| 5.000/40 | التسعيرة المباشرة | 5.0015/60 | 5.0020/70 | 5.0030/85 |

**Source:** Patrice Fontaine, Gestion Du Risque De Change, Edition Economica, France, 1996, p 64.

الجدول السابق يلخص لنا طرق التسعير المستخدمة في عقود مبادلة العملة الأجنبية. الطريقة الأولى تعتمد على الإعلان المباشر عن سعر الصرف الآجل الذي يكون أساس إنجاز العملية في الأجل. فمن خلال العمود الموافق لأجل 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 الأجل، ووفقا لهذه الطريقة فإن النقط يعلن عنها بالشكل التالي: النقط لمدة معينة = x−y

[2] :Nicolas Wapler, opcit, p 30

حيث أن العدد الموجود على اليسار يتوافق مع عقد تبادل الصرف مقترض للعملة الأجنبية والرقم الموجود على اليمين عقد تبادل الصرف مقرض للعملة الأجنبية، وتستخدم الصيغة التالية في حساب النقط.

$$Pts = \left( cc \frac{(Tmon - Tdev)}{1 + \frac{Tdev * j}{36000}} \quad \frac{j}{36000} \right)$$

وعلى أساس انعدام خطر الجهة المقابلة في عقود المبادلة، نجد أن معدلات الفائدة المستخدمة في الحالات التطبيقية تكون أفضل بمقدار 1/16 عن تلك المستخدمة في السوق النقدي. عند قراءة نقط عقد المبادلة يمكن مصادقة حالتين:

**الحالة 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.

**2.4. عقود مبادلة العملة الأجنبية:** تدعى مبادلات سعر الصرف Currency Rate Swaps وقد ظهرت بعد مبادلات الصرف، والتي تهدف إلى المبادلة الفعلية للديون بالعملات: المبلغ المقترض، الفوائد والسداد.

**1.2.4. تعريف عقود مبادلة العملة:** من خلال عقد مبادلة العملة الأجنبية، يتفق الطرفان على مبادلة قرضين بعملتين مختلفتين، بحيث يتم تبادل مبلغي القرضين في المرحلة الأولى، ثم تبادل الفوائد والأقساط كلما حل أجل الاستحقاق ولقد ظهر هذا النوع من العقود كوسيلة للالتفاف على الرقابة الصارمة التي فرضتها السلطات النقدية في بعض الدول على حركة رؤوس الأموال في سنوات الستينات للحد من عمليات المضاربة على عملاتهم المحلية.

ومنه يمكن القول أن هذه العملية تسمح بالتغيير في نفس الوقت كل من وضعية الصرف ووضعية الفائدة كما أن عقد المبادلة للعملات يحدد[1]:

- المبلغ الوهمي أو النظري "national" للعملية؛

[1] : محمد العيد صلوح، مرجع سبق ذكره، ص ص88-89.

- معدل الصرف (العاجل والآجل)؛
- تاريخ انطلاق المبادلة (date de valeur)؛
- مدة العقد؛
- استحقاق "échéancier" التدفقات؛
- طبيعة معدلات الفائدة (ثابتة أو متغيرة).

**2.2.4. أنواع عقود مبادلات العملة:** يأخذ عقد مبادلة العملة الأجنبية ثلاثة أشكال:

- **مبادلة العملات بسعر فائدة ثابت مقابل سعر فائدة ثابت:** وفيها يقوم الطرفان بالاقتراض بمعدل فائدة ثابت لعمليتين مختلفتين، ثم القيام بمبادلة رأس المال ومعدل الفائدة.
- **مبادلة العملات بسعر فائدة عائم (متغير) مقابل سعر فائدة ثابت:** يقوم أحد الأطراف بالاقتراض بمعدل فائدة ثابت، في حين الطرف الثاني يقوم بالاقتراض بمعدل فائدة متغير للعملة الثانية، ثم القيام بمبادلة العملتين ومعدلات الفائدة.
- **مبادلة العملات بسعر فائدة متغير مقابل سعر فائدة متغير:** الطرفين يقومان بالاقتراض بمعدل فائدة متغير، ثم القيام بالمبادلة للعمليتين ومعدلي الفائدة. بمعدل فائدة عائم.

ويختلف عقد مبادلة العملة الأجنبية عن عقد مبادلات الفائدة، من حيث أن الأول يشترط اختلاف العملتين أما الثاني فيشترط اختلاف معدلات الفائدة. ولفهم آلية تنفيذ عقد مبادلات العملة الأجنبية والهدف منها نعطي مثال عن شركة فرنسية XYZ قامت إصدار 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.

وبعيدا عن مناقشة التساؤل حول قيام الشركتين بالاقتراض بالعملتين سابقتي الذكر، والذي يمكن حصره في مزايا كل شركة في سوق معين، نجد أن السبيل الوحيد لتلبية حاجات المؤسستين هو قيامها بعقد مبادلة العملة الأجنبية. ومن أجل ذلك فعلى الشركة الفرنسية أن تسلم الشركة الهولندية الدولار الذي اقترضته وتستلم منها اليورو، وعند حلول آجال استحقاق الفوائد تقوم الشركتين بتبادل الفوائد، وتتكرر 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 مسبقا.

وتقوم المؤسسات بإنجاز 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، والثاني لإدارة خطر الصرف في المدى الطويل.

**5. التحوط بعقود المبادلة:** تمر عقود المبادلة بمرحلتين أساسيتين، المرحلة الأولى تكون في السوق الحاضر يتم فيها تبادل العملتين على أساس سعر الصرف الحاضر، وفي المرحلة الثانية تقوم الجهتين بمبادلة عكسية لما تم تبادله في المرحلة الأولى باستخدام سعر الصرف الآجل، مما يجعل المتعاملين يعلمون مسبقا مقدار المبالغ التي سيتحصلون عليها في الأجل. وهو ما يعني إمكانية استخدام هذا المنتوج في التحوط من خطر صرف الصفقة، سواء لصاحب الوضعية القصيرة أو الطويلة.

**1.5. طريقة التحوط في وضعية طويلة:** سبق وأن قمنا بتحديد أنواع عقود المبادلة في كل من عقد مبادلة مقرض للعملة الأجنبية وعقد مقترض للعملة الأجنبية، وكل منهما يستخدم في التحوط من وضعية صرف معينة.

بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة (المصدر) فيجب عليه إنجاز 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.

لتوضيح ما سبق، نفترض أن شركة جزائرية قامت بتصدير منتجات بقيمة 1 مليون يورو إلى فرنسا بتاريخ 15 جانفي، ومنحت المستورد الفرنسي ائتمان تجاري لـ 6 أشهر. فإذا أرادت التحوط من خطر الصرف باستخدام عقود المبادلة، عليها أن تستخدم عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية. فذا كانت الأسعار في كل من السوق الحاضر والآجل بالشكل التالي:

- سعر الصرف الآجل: - EUR/DZD = 0.2400 – 0.2460
- سعر الصرف الحاضر: EUR/DZD = 0.2200 – 0.2290

في حالة المثال، نجد أن المؤسسة الجزائرية تقوم بتسليم البنك مبلغ 2. 366 812 4 دينار جزائري المحسوب على أساس سعر الصرف البائع وتحصيل واحد مليون أورو، ثم بعد ستة أشهر تسلم البنك مبلغ مليون أورو وتحصل مبلغ 6. 166 166 4 دينار جزائري وتم حساب المبلغ الأخير باستخدام سعر الشراء الأجل. وعند قيامها بالعمليات السابقة نجد أن المؤسسة الجزائرية قد تخلصت من خطر الصرف بعد تثبيت المبلغ الذي ستحصل عليه بعد ستة أشهر.

**2.5. 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 الرجعية) في المرحلة الأولى، والقيام بالعملية العكسية في المرحلة الثانية.

وعلى أساس ذلك، واعتمادا على نفس معطيات المثال السابق، مع اعتبار المؤسسة الجزائرية قامت بعملية استيراد بواحد مليون يورو، في هذه الحالة تعطي في المرحلة الأولى مبلغ 000 0000 1 يورو مقابل 5. 545 454 4 دينار جزائري، وفي الأجل تسترجع 000 000 1 يورو مقابل 65. 065 040 4 دينار. وتكون بهذا الشكل قد تحوطت من خطر الصرف على أساس أن المبلغ الذي سيدفع بعد ستة أشهر يكون معلوم.

**6. 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 الدورية.

**1.6. المزايا:** تتمثل في:

- تتميز عقود المبادلة بمرونة كبيرة مما يجعلها تتلاءم مع الحاجات الخاصة يالمتعاقدين؛
- تكلفة متدنية؛
- تعتبر أداة هامة (عقود مبادلة العملة الأجنبية) لإدارة خطر الصرف في المدى الطويل.

**2.6. العيوب:** تتمثل العيوب في التالي:

- يبقى خطر الجهة المقابلة موجودا خصوصا في الفوائد؛
- لها تأثير على الخزينة خصوصا عند دفع التدفقات؛
- 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 بعقود الخيارات**

أدى تعاقب الأزمات المالية، بالإضافة إلى انهيار العديد من الأسواق المالية الدولية والمحلية إلى تنامي سوق الخيارات في العقود الأخيرة من القرن العشرين، نتيجة للمخاطر المفرطة التي واجهت عموم المستثمرين في الأسواق الحاضرة، ولقد فتحت هذه المنتجات للمستثمرين زاوية لمحاولة الانتفاع من التغيرات السعرية الملائمة من جانب، وحماية استثماراتهم من خلال تخفيض المخاطر من جانب آخر.

**1. تعريف خيارات الصرف:** قبل التطرق إلى تعريف خيارات الصرف، سنتطرق أولا لتعريف الخيار بصفة عامة.

عرف الخيار أنه: "عقد بين طرفين يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين".[1]

وهو أيضا عبارة عن: "عقود ثانوية مشتقة من عقود أساسية تمنح لحاملها حق شراء أو بيع عدد من الأسهم بسعر محدد، وخلال مدة نفاذ معينة مقابل مبلغ محدد يسمى علاوة الخيار".[2]

كما يعرف على: "أنه عبارة عن إحدى الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للتحوط ضد مخاطر تغير أسعار الأصول العينية والمالية، ويستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح"[3].

في حين تعريف خيارات الصرف كما يلي:

"خيار العملات عقد قانوني يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عملات بسعر محدد خلال فترة معينة تحدد عادة بثلاثة شهور، وعقود الخيار هي عمليات آجلة وعملية مستقبلية، حيث أن الطرف المشتري في العقد له الحق في الاختيار بين إتمام العملية، أي تنفيذ مضمون العقد واستلام العملات بالسعر المتفق عليه، أو التخلي عن العملية مقابل علاوة غير قابلة للرد يدفعها المشتري للبائع مقدما عند التعاقد"[4].

كما عرف بأنه: "عقد بين طرفين، مشتري الخيار وبائع الخيار، ويكون للطرف الأول الحق في شراء أو بيع من الطرف الثاني كمية معينة من عملة بسعر معين وبتاريخ معين أو خلال فترة زمنية محددة حسب الاتفاق مقابل عمولة تسمى ثمن الخيار"[5].

وأيضا: "الخيارات على العملة عبارة عن عقود تعطي للشاري الحق ببيع أو شراء كمية من عملة أجنبية، وبسعر متفق عليه مسبقا، أو في وقت لاحق ضمن فترة منصوص عليها، وبدون أي ارتباط بالقيمة السوقية لهذه العملة، ولا يكون البائع ملزما بتسليم هذه العملة، وبحسب الشروط المتفق عليها إلا في حال رغب الشاري أن ينفذ الخيار".[6]

---

(1) : سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر 1999، ص453.

(2): أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2010 ص350.

(3) : سعد جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص258.

(4) : مدحت صادق مرجع سبق ذكره، ص164.

(5) : نجيب سمير، خريس، المتاجرة في العملات، تقدير اقتصادي إسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012 ص118.

(6) : بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص118.

من التعريفات السابقة يمكن القول بأن خيار الصرف هو عقد قانوني يعطي لحامله الحق وليس الضرورة في شراء أو بيع عملات بسعر محدد خلال فترة زمنية تحدد عادة بثلاثة شهور، وهي عقود يتم تداولها في السوقين المنظم والحر.

**2. نبذة تاريخية عن نشأة الخيارات:** تعود نشأة الخيارات إلى وقت مبكر من العام 1900 عندما قامت مجموعة من المؤسسات بإنشاء جمعية الوسطاء وسماسرة خيارات البيع والشراء.[1]

ومثلت هذه الجمعية الحاضنة الأساسية لتطور أسواق الخيارات، إذ كان باستطاعة أي عضو فيها أن يجد بائع لمن يرغب بشراء الخيار، وكان يمكن له أيضا أن يكون سمسار يتوسط في أي معاملة تتم بين طرفين، أو يتخذ مركز مفتوح في الصفقة.

غير أن المتاجرة في سوق مالية خاصة بها، لم يحدث إلا في 26 أفريل 1973 عندما أنشأت بورصة شيكاغو لتداول الخيارات[2]، وتم فيها تداول خيارات الشراء في بداية الأمر، ليتم إدراج خيارات البيع في جوان 1977م. وبهذا الإنجاز أصبح سوق شيكاغو نموذج تحتذي به بقية الأسواق لتداول مثل هذه المنتجات باعتبار أنه وفر الأطر المعيارية الضرورية للتداول.

بداية السوق كانت مع السلع لإتاحة الإمكانية للمنتجين بيع سلعهم ومنتجاتهم بالأسعار التي يرتضونها[3]، ثم انتشرت لتشمل أصول مختلفة كالأسهم، أسعار الفائدة، المعادن والعملات وتعدى استخدام هذه المنتجات من غرض التحوط إلى غرض المضاربة في الأسواق المالية، فصارت بذلك الخيارات تلبي حاجة المستثمرين والمضاربين معا. سواء في الأسواق المنظمة أو الحرة، ولم يتم إدراج خيارات الصرف إلا في سنة 1982 بشيكاغو.

**3. عناصر عقد الخيار:** هناك العديد من العناصر والمكونات الأساسية لعقد الخيار والتي لها تأثير مباشر على قيمة العقود نذكر منها، سعر التنفيذ، القيمة السوقية للأصل، مشتري العقد ومحرر العقد.[4]

**1.3. الأصل محل الخيار:** وهي السلعة التي من أجلها جرى عقد الخيار، ويشترط فيها بيان النوع والكمية.

**2.3. سعر التنفيذ:** ويسمى أيضا سعر الممارسة وهو السعر الذي يحق لمشتري الخيار أن يبيع أو يشتري الأصل به إذا رغب في ذلك، أو أنه السعر الذي تتم على أساسه التسوية بين طرفي العقد في

---

(1) : أرشيد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 346.

(2) : سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره،ص458.

(3) : حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص407.

(4) : محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2012 ص 257، 258.

تاريخ التنفيذ، ويعتبر سعر التنفيذ من بين العناصر المحددة لقيمة العلاوة.[1]

**3.3. تاريخ التنفيذ:** عقد الخيار عقد مؤقت بمدة معينة، وآخر يوم منها، هو ما اصطلح عليه ب تاريخ التنفيذ، أي الصفقة التي من أجلها عقد الخيار، وبعد هذا التاريخ تصبح القيمة الزمنية للخيار صفرية. وبالنظر الى أحقية مالك الخيار في تنفيذ خياره طيلة مدة صلاحيته أو عدم تمكنه من ذلك الا في آخر يوم، ينقسم الخيار الى نوعين، خيار أوروبي وخيار امريكي.

**4.3. العلاوة أو سعر الخيار:** من خلال شرح تعريف عقد الخيار تبين أن المشتري ملزم بدفع قيمة محددة لبائع الخيار، وبموجب ذلك يمتلك حق الشراء أو البيع. هذه القيمة هي سعر الخيار أو علاوته وهي مبلغ غير قابل للرد سواء نفذ العقد أو لم ينفذ.

ويعتبر تحديد قيمة سعر الاختيار مهم جدا، كون معقوليته وملاءمته يعتبران عاملا هاما في التسويق لعقود الخيارات والاستفادة من مزاياها، وما دفع الاقتصاديين لبذل جهود كبيرة لصياغة المعادلات الرياضية التي تسمح بحساب هذا السعر، ولقد طور العالمان ميرون سكولز وفيشر بلاك في عام 1973 بعض المعادلات الرياضية التي تحتسب أسعار حقوق الخيار، والتي تعتمد على كل من السعر الحالي في السوق للأداة المالية أو الأصل، السعر الضارب، مدة حق الخيار، الفرق بين سعري فائدة العملتين (بالنسبة لحقوق خيار العملات الأجنبية). والتذبذب المتوقع في أسعار الأداة المالية خلال حياة عقد الخيار. وتعتبر البنود الأربعة سهلة التحديد، ولكن البند الخامس هو سبب صعوبة احتساب سعر حق الخيار وبهذا فهو العامل الرئيسي للتسعير[2].

**4. أنواع الخيارات:** يمكن استخلاص الأنواع المختلفة للخيارات من خلال مدلول الخيار ومفهومه، فالقول بأنه عقد بين طرفي يعطي الحق في شراء أو بيع أصل معين، يدل في مضمونه أن هناك نوعين من الخيارات، خيارات الشراء وخيارات البيع، كما أن إضافة عبارة خلال مدة معينة أو تاريخ معين يدل على النوع الثالث والرابع من الخيارات، والمتمثل في الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي.

**1.4. خيارات الشراء وخيارات والبيع:** يعتبر الخيار من جهة مشتري الحق خيار شراء ومن جهة محرر العقد خيار بيع.[3]

---

[1] : مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع المملكة العربية السعودية، 2005، ص107.

[2] : محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: تطبيقات علمية، الطبعة الأولى، بنك الأردن، 1998، ص205.

[3] : محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، مرجع سبق ذكره، ص259.

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

**2.1.4. خيارات البيع:** يعتبر الخيار خيار بيع إذا كان موضوعه تمليك مشتريه حق بيع أصل معين بسعر معين وكمية معينة وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية، مقابل مكافأة تدفع للبائع الذي يلتزم بشراء الأصل في حالة تنفيذ المشتري لخياره.[1]

وخلاصة القول، وبغض النظر عن نوع الخيار بيعا كان أو شراء، فإن زمام المبادرة في ممارسة الحق في تنفيذ الخيار من عدمه هو بيد المشتري، وما على البائع إلا تنفيذ طلبات المشتري مقابل حصوله على المكافأة. وتجدر الإشارة إلى المستثمرين يلجؤون عادة إلى شراء عقود البيع في حالة توقعهم هبوط في مستوى أسعار تلك الأصول.

**2.4. الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية:** بالأخذ بعين الاعتبار موعد التنفيذ، نميز بين نوعين من الخيارات[2]:

**1.2.4. الخيارات الأوروبية:** يكون العقد خيار أوروبيا إذا كان مالكه ليس له سلطة ممارسة حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه إلا آخر يوم من مدة الاختيار، والذي اصطلح على تسميته بتاريخ التنفيذ.

**2.2.4. 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.

**5. التحوط بخيارات الصرف:** يقوم البنك في غالب الأحيان بإصدار نوعين من الخيارات، خيار بيع العملة الأجنبية وخيار شراء العملة الأجنبية، وعند تعاقد الشركة مع هذا البنك، يصبح لديها بموجب هذا الخيار حق بيع أو حق شراء العملة الأجنبية بكميات وبسعر محدد عند تاريخ تنفيذ العقد بالنسبة للخيار الأوروبي أو خلال المدة بالنسبة للخيار الأمريكي. ويمكن استخدام هذا المنتوج للتحوط من خطر الصرف

---

[1] شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق سوريا، 2002، ص226.

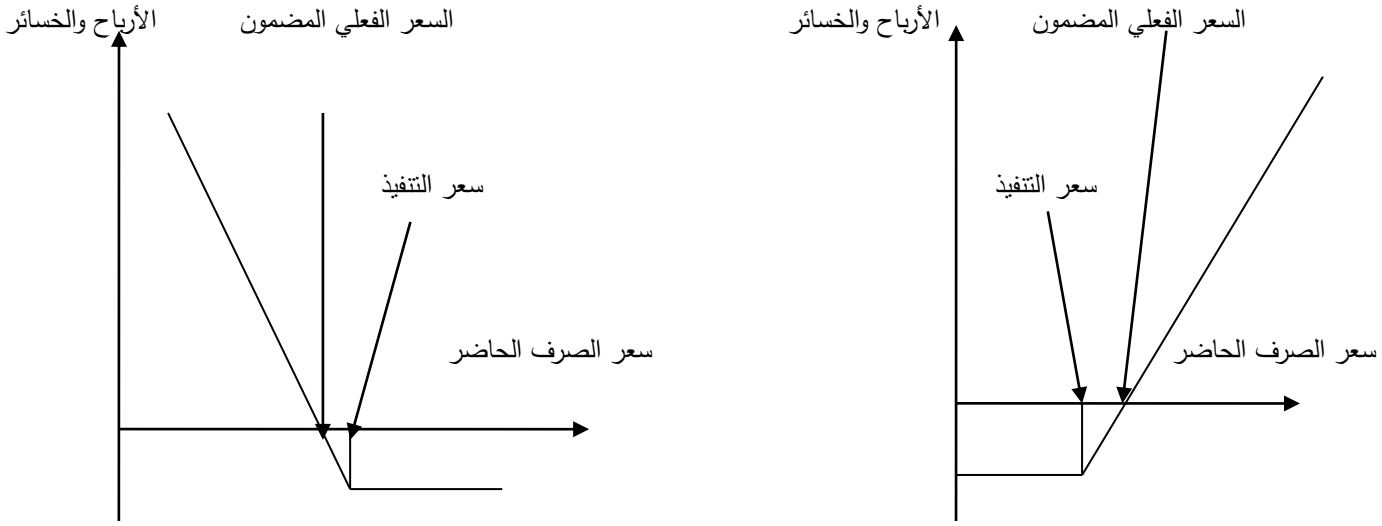
[2]: حاكم الربيعي، المشتقات المالية، عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص201.

الأكيد وخطر الصرف الشرطي، وقبل التطرق للاستراتيجيات المختلفة التي يمكن أن تستخدمها المؤسسات يجب أن نتطرق لمفهوم سعر الصرف الفعلي المضمون.

**1.5. 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 (14): السعر الفعلي المضمون في خيار الشراء وخيار البيع.**

**شراء خيار الشراء** **بيع خيار البيع**




**Source** : Josette Peyrard, Gestion Financière Internationale, Opcit, pp 127,128

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

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

حيث:

PM: هي عتبة المردودية أو السعر الفعلي المضمون؛

PE : سعر التنفيذ؛

P: العلاوة.

**2.5. التحوط من خطر الصرف الأكيد:** لتوضيح كيفية استخدام الخيارات في التحوط من خطر الصرف الأكيد سنميز بين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة.

**1.2.5. الوضعية الطويلة:** للتحوط من الوضعية الطويلة يجب شراء خيار بيع العملة الأجنبية أو بيع خيار شراء العملة الأجنبية:

- **شراء خيار بيع العملة الأجنبية:** في حالة وضعية طويلة (المصدر) وتشير التوقعات إلى إمكانية حدوث انخفاض كبير في سعر الصرف، فأحسن طريقة للتحوط هي شراء خيار بيع العملة الأجنبية. وتصبح نتيجة لذلك آمنة من الخسائر التي تنتج عندما ينخفض سعر الصرف الفعلي المضمون. وعلى سبيل التوضيح نعطي المثال التالي الخاص[1] بشركة بلجيكية قامت بتصدير يوم 01-08 ما قيمته 100.000 دولار من المنتجات الرياضية للولايات المتحدة الأمريكية يتم تحصيلها بعد ثلاثة أشهر. وللتحوط من خطر الصرف قامت بشراء خيار بيع الدولار الأمريكي من بنك CBC في بلجيكا. فمن خلال الجدول رقم (10) نجد حالتين ممكنتين في أجل الاستحقاق:

**الحالة الأولى:** سعر الصرف الحاضر في أجل الاستحقاق يكون أكبر من أو يساوي 0.88 دولار لكل واحد يورو، في هذه الحالة نجد أن سعر التنفيذ أحسن من سعر الصرف الحاضر، لهذا فإن المصدر يقوم بتنفيذ الخيار بمعنى أنه يحول 100.000 دولار على أساس 0.88 دولار لكل واحد يورو، فيحصل بذلك على مبلغ يقدر بـ 36. 836 113 يورو. وبخصم العلاوة نجد أنه يحصل على مبلغ 06. 390 111 يورو، وهو أكبر مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في الأجل.

**الجدول رقم (10): ملخص عقد خيار بيع الدولار مقابل اليورو بين المؤسسة وبنك CBC**

| | خيار البيع | الدولار مقابل اليوو |
|---|---|---|
| للمؤسسة الحق في البيع للبنك | الدولار | 100.000 |
| والشراء من البنك | اليورو | 119 047 .62 |
| سعر تنفيذ | | 0.88 |
| تاريخ تنفيذ الخيار | | 01-11-ن |
| تحت قيمة | | 04-11-ن |
| الساعة المحددة للتنفيذ | | 15 بتوقيت لندن |
| العلاوة المستحقة | | 0.17 دولار لكل لكل واحد يورو |
| العلاوة المسحوبة لصالح البنك | | 1 931 .82* دولار أو |
| من حساب المؤسسة | | 2246.30 |

(1) : CBC Banque, Professional Risque Du Change, Disponible Sur Le Site www.cbc.de visité Le: 15/07/201

* تم حساب المبلغ 82. 932 1 دولار بالشكل التالي: (000 00 1 /0.88)*0.017 = 82. 932 1 دولار، وباليورو يتم تحويل المبلغ السابق على أساس سعر الصرف السائد يوم 01- 08 – ن أي 0.86 لكل واحد دولار فنحصل على 30. 246 2 يورو.

**Source** : CBC banque : Professionnel, Risque de change, disponible sur le site www.cbc.be visite le15/07/2019

**الحالة الثانية:** سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل أقل من 0.88 يورو لكل واحد دولار، في هذه الحالة نجد أن المصدر لن ينفذ الخيار ويقوم بتحويل المبلغ المحصل على أساس سعر الصرف السائد يوم 01-11.

- **بيع خيار بيع العملة الأجنبية:** يتم التحوط بواسطة بيع خيار بيع العملة الأجنبية، إذا كانت التوقعات تشير إلى إمكانية حدوث انخفاض طفيف في سعر الصرف، أو أنها تتوقع ارتفاع الصرف فتقوم باتخاذ هذا المركز مستفيدة بذلك من العلاوة.

**2.2.5. الوضعية القصيرة:** مثلها مثل الوضعية السابقة أن هناك طريقتين للتحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف، الأولى تتمثل في شراء إذا ما كانت التوقعات تشير إلى إمكانية حدوث ارتفاع كبير في سعر الصرف، أما الثانية فتتمثل في بيع خيار شراء العملة الأجنبية إذا كانت التوقعات تشير إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعر الصرف أو أن هذا الأخير سينخفض.

وعلى سبيل التوضيح نعطي المثال التالي الخاص بنفس الشركة السابقة التي قامت باستيراد ما قيمته 100.000 يورو، ونجد بأن هناك حالتين ممكنتين الجدول رقم (11).

**الحالة الأولى:** سعر الصرف الحاضر في أجل الاستحقاق يكون أكبر من أو يساوي 0.84 دولار لكل واحد يورو، في هذه الحالة نجد أن سعر التنفيذ أحسن من سعر الصرف الحاضر، لهذا فإن المستورد ينفذ الخيار.

- **الحالة الثانية:** سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل أقل من 0.84 يورو لكل واحد دولار، في هذه الحالة نجد أن المستورد لا ينفذ الخيار.

**جدول رقم (11): ملخص عقد خيار شراء الدولار مقابل اليورو بين المؤسسة وبنك CBC**

| | خيار شراء | الدولار مقابل اليورو |
|---|---|---|
| للمؤسسة الحق في شراء من البنك والبيع | الدولار | 100.000 |
| من البنك | اليورو | 119 047 .62 |
| سعر تنفيذ | | 0.84 |
| تاريخ تنفيذ الخيار | | 01-11- ن |
| تحت قيمة | | 04-11- ن |
| الساعة المحددة للتنفيذ | | 15 بتوقيت لندن |
| العلاوة المستحقة | | 0.14 دولار لكل واحد يورو |
| العلاوة المسحوبة لصالح الزبون | | 1666.67* دولار أورو |
| من حساب المؤسسة | | 1937.99 يورو |

Source: cbc Banque, opcit.

**3.5. التحوط من خطر الصرف غير الأكيد:** تعتبر الخيارات 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 معلوم، وخارج الخيارات لا يمكن للمؤسسات المعرضة لمثل تلك المخاطر أن تقوم بإدارتها بالشكل الملائم.

* تم حساب المبلغ 1666.67 بالشكل التالي (0.84/100.000) 0.014=1666.67 دولار، وباليورو يتم تحويل المبلغ السابق على أساس الصرف السائد يوم 01-08-ن أي 086 يورو لكل واحد دولار فنحصل على 1.937.99 يورو.

**خاتمة**

نظرا للتطورات الاقتصادية نلمس يوم بعد يوم الأهمية الكبيرة للعملة ودورها الفعال في تسهيل وتطوير المبادلات التجارية وتشجيعها لربط العلاقات فيما بين دول العالم كاملة و بين الأفراد ومختلف المتعاملين الاقتصاديين. فسعر الصرف الأجنبي أداة هامة في تسوية المدفوعات الدولية و يتحدّد معدّله من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب عليه داخل سوق هي سوق الصرف ، هذه الأخيرة بأنواعها وطريقة عملها والمشاركين فيها و العملات المتداولة فيها لها فعالية كبيرة تزداد مع زيادة حركة الصادرات و الواردات ورؤوس الأموال و بوفرة المعلومات داخلها سواء كانت معلومات إضافية أو عمومية أو خاصة.

وهكذا فقد تطرقنا لماهية هذا المتغير الاقتصادي أي سعر الصرف ، فقد قمنا بإعطاء توضيحات عن أنظمته و تحديد قيمته في كل نظام مع عرض أهم النظريات المفسّرة مع تبيّان أهم سياساته و أدواته بالإضافة الى التركيز على مخاطره على المؤسسات وأهم التقنيات المستخدمة في ادارته، ومن النتائج المتوصل اليها ما يلي:

- يعتبر سعر الصرف الأجنبي آلية وإجراء يتم على أساسه تسوية المبادلات الاقتصادية التي تقوم بها الدولة مع العالم الخارجي، وتجتهد السلطة النقدية في اختيار قاعدة نقدية يمكن من خلالها تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى، والتي تختارها بالشكل الذي يتماشى مع أهداف السياسة الاقتصادية الكلية الأمر الذي كشف عن تنوع ترتيبات أنظمة الصرف الأجنبي؛
- يعتبر سعر الصرف أداة فعالة في التأثير على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية كتنافسية الصادرات وتكلفة السلع المستوردة ومستوى التضخم المحلي والقوة الشرائية للبلدان؛
- يسمح سوق الصرف الأجنبي بنقل القوة الشرائية من خلال عارضي العملات مع طالبيها وبالتالي تحدد أسعار جميع العملات؛
- تسعى السلطة النقدية لاتخاذ قرارات في شأن سياسة سعر صرف العملة في الحدود التي تتطلبها تنفيذ السياسة النقدية على وجه سليم، وتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للبلد، والتأثير على الأداء الاقتصادي بصفة عامة وعلى النمو الاقتصادي بشكل خاص؛
- إن نجاح أي نظام صرف ثابتا كان أم عائما مرهون بتوفير الشروط الملائمة لتطبيقه؛
- تكتسي إدارة مخاطر تقلبات العملات الأجنبية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ذات العلاقات الخارجية أهمية قصوى خصوصا في ظل الوضع الراهن المتميز بالتقلبات النقدية الحادة؛
- تهدف إدارة مخاطر الصرف إلى ترشيد النتائج المالية للمؤسسات؛
- إدارة مخاطر الصرف عملية معقدة إلى حد ما مما يتطلب مراجعة قواعد العمل بصفة دورية ومنتظمة من قبل المكلفين بتأديتها؛

- تؤثر تقلبات أسعار الصرف تأثيرا حاسما على مالية المؤسسة، مما يتطلب إيلاء إدارة المخاطر المرتبطة بتلك التقلبات الأهمية اللائقة بها؛
- غدت عملية تسيير خطر الصرف عملية أكثر تعقيدا مع نمو تقلبات أسعار الصرف العائمة وكذا زيادة حجم التبادلات الدولية؛
- إن تسيير خطر الصرف له هدف مزدوج: على المدى القصير، ينبغي أن تكون تكلفة تغطية خطر الصرف أقل من الخسارة التي تنتج في غياب التغطية. أما على المدى الطويل، فإن التكاليف تمثل جزء من خسائر الصرف الممكنة؛
- خطر الصرف عامل هام في تحديد أسعار التكلفة، مما ينبغي التحكم فيها بكل فعالية؛
- يتوقع أن يتم التوصل في المدى الطويل إلى تكنولوجيا جديدة تساعد على تحسين كفاءة الأسواق وبالتالي تخفيض تكلفة المعاملات، مما ينبغي على الدول النامية متابعة ومسايرة التطورات المستجدة في هذا المجال؛
- إن التطورات التي تمر بها الدول النامية في مجال التجارة الدولية و الاستثمار الخارجيين تولد الحاجة الماسة إلى تطبيق استراتيجية إدارة مخاطر سعر الصرف؛
- ينبغي على كل مؤسسة دولية النشاط أن تحدث مصلحة تتولى متابعة و تسيير مخاطر الصرف، و يمكن إيلاء هذه المهمة إلى مسؤول الخزينة أو المالية في المؤسسة ذاتها؛
- ينبغي تكوين لجنة متابعة و مراقبة الأداء المالي ( المتعلق بالعملات الأجنبية) بحيث تكون استشارية في الوقت ذاتها للمصلحة السابق الإشارة اليها، على أن تشمل أعضاء من مختلف المصالح ذات العلاقة بخطر الصرف؛
- نظرا للآثار الحساسة لمخاطر تقلب العملات الأجنبية على ثروة المؤسسة، ينبغي إيلاء أهمية خاصة للمكلف بالخزينة و إدخال استراتيجية إدارة المخاطر ضمن الاستراتيجية الشاملة للمؤسسة؛
- ينبغي على المسؤولين في أي دولة إدخال الاستراتيجيات المعاصرة لإدارة مخاطر الصرف ليس فقط على مستوى المؤسسات الاقتصادية بل على مستوى خزينة الدولة في حد ذاتها بغية مراعاة مخاطر الصرف عند إدارة المقبوضات و المدفوعات بالعملات الأجنبية التي تعرف تقلبات حادة وسريعة.

**قائمة المراجع:**

**أ- المراجع باللغة العربية:**

**1- الكتب:**

1- إبراهيم العامري محمد علي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010.

2- أحمد السريتي السيد محمد، اقتصاديات التجارة الدولية، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر والتوزيع مصر، 2009.

3- أحمد حشيش عادل، أسامة محمد القولين، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي دار الجامعة الجديدة للنشر، 1995.

4- أحمد حشيش عادل، العلاقات الاقتصادية الدولية ، الدار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2000.

5- إسلام البراوري شعبان محمد، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية دار الفكر، دمشق سوريا، 2002.

الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصري للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان 2010.

6- ب برنيه وإ .سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، 1989.

7- بسيوني شحاتة أحمد، وكمال الدين الدهراوي، المحاسبة المتقدمة، الدار الجامعية، مصر 1998.

8- بوخاري لحلو موسى، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للأثار

9- توفيق عبيد سعيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر 1999.

10- جيرونيلام فرانسيس، ترجمة محمد عزيز ومحمد سعد الفاخري، الاقتصاد الدولي طرابلس بدون سنة نشر.

11- الحجاز بسام، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، لبنان.

12- حسن عوض الله زينب، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الفتح للطباعة والنشر، مصر 2003.

13- حسين عوض الله زينب، الاقتصاد الدولي، الدار الجامع الجديدة، مصر، 2005.

14- دانيالز جوزيف و فانهوز ديفيد، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، ترجمة محمود حسن حسيني دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية،2010.

15- الربيعي حاكم، المشتقات المالية، عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
16- رضوان حسن سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
17- زكي شافعي محمد، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية القاهرة، 1973.
18- سمير نجيب خريس، المتاجرة في العملات، تقدير اقتصادي إسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
19- صادق مدحت، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997.
20- صالح الحناوي محمد و الشهاوي طارق، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2012.
21- عبد الحسن الغالبي عبد الحسين جليل، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2011.
22- عبد العال حماد طارق، إدارة المخاطر، أفراد-إدارات-بنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2003.
23- عبد العزيز عجمية محمد، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية المصرية، 1977.
24- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية مصر، 2001.
25- عرفان الحسيني تقي، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الأردن ، 1999، ص158.
26- عصام الدين زايد محمد، حجاج أحمد حامد، المحاسبة الدولية، دار المريخ للنشر المملكة العربية السعودية، 2004.
27- عفيفي حاتم سامي، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الدار المصرية، اللبنانية مصر 1994.
28- عوض الله صفوة عبد السلام، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
29- عيسى سيد، أسواق وأسعار صرف العملات الأجنبية، مطبوعات معهد الدراسات المصرفية بالقاهرة، مصر، 1984.

30- فؤاد التميمي أرشد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
31- القباني ثناء، المحاسبة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
32- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2005.
33- كمال الحمزاوي محمد، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، مصر، 2004.
34- لرو فرانسوا، ترجمة حسن الضيقة، الأسواق الدولية للرساميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، 1991.
35- متولي عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن 2010.
36- محسن محمد حاكم، أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعر الصرف، مجلة جامعة أهل البيت العدد الأول، العراق، 2004..
37- محمد آل سليمان مبارك بن سليمان بن، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع المملكة العربية السعودية، 2005.
38- محمد الداغر محمود، الأسواق المالية، دار النشر والتوزيع، الأردن، 2001.
39- محمود حبش محمد، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: تطبيقات علمية، الطبعة الأولى، بنك الأردن، 1998.
40- محمود شهاب مجدي، الاقتصاد الدولي، ،دار المعرفة الجامعية، الجزائر، 1996.
41- محمود شهاب مجدي، سوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان.
42- مشكور العامري سعود جايد، المالية الدولية : نظرية وتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن.
43- مشكور العامري سعود جايد، المالية الدولية ،نظرية وتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 2010.
44- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن 2009.
45- ملاك وسام، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان 2001.
46- الناشر محمد، التجارة الداخلية والخارجية، منشورات جامعة حلب، سوريا، بدون سنة نشر.
47- نوري موسى شقيري، محمد عبد الرزاق الحنيطي، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2015.

48- الهاشمي محمد، مقدمة في مبادئ التأمين، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990.
49- هذلول بربور مشهور، العوامل المؤشر في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن، (1985-2006)،أطروحة دكتوراه 2008.
50- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر 2003.
51- وفاء محمد عبد الباسط، المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها، أنواعها، أساليب تلاقيها، دار النهضة العربية، مصر، 1998.
52- وليد أندرواس عاطف، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2006.
53- وهيب الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.

**2- المجلات:**

1- أيت بارة مريم، محمد صاري، تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة شركة أرسلور ميتال - فرع عنابة-، مجلة الباحث، العدد14، ورقلة ،الجزائر ،2014.
2- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد07 جامعة ورقلة الجزائر2010/2009.
3- بن الزاوي عبد الرزاق، ومحددات سعر الصرف الحقيقي التوازني للدينار الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية، العدد17 جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009.
4- بوعتروس عبد الحق، حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة الدول التي تمر بمرحلة انتقال مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة نعدد 12، 1999.
5- جابر الشكرجي اعتصام، محمد علي إبراهيم العامري، إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 23، جامعة بغداد، الفصل الثاني لسنة 2013.
6- روبادوتاغوبتا، التحرك نحو مرونة أسعار الصرف، كيف متى وبأي سرعة؟، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006.
7- سماعيلي فوزي، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصاديات الانتقالية البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد05، جامعة بسكرة، 2009.
8- شرقوق سمير، تطور أنظمة الصرف في الدول النامية، ومحددات اختيارها في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية مجلة البحوث والدراسات، االعدد5، سكديكدة ، ماي 2010.

9- عبد الكريم البلداوي علاء، أساليب مسح وتحليل مكامن الخطر في المنظمة، مجلة دراسات محاسبة ومالية، المجلد2 العدد6، جامعة بغداد، العراق، 2008.
10- فرانكل جيفري، مجلة التحويل والتنمية ،عدد سبتمبر 2009.
11- محمد علي إبراهيم العامري، سعر الصرف الأجنبي، مدخل نظري، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة بابل المجلد1، العدد2، 2001.
12- يونس الموسي حيدر، إدارة المخاطرة والسيولة المصرفية، دراسة تحليلية مقارنة في المصارف التجارية والإسلامية مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد 09، العدد02، العراق، 2011.

**3- المذكرات والرسائل:**

1- بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية – دراسة حالة الجزائر–، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011/2010.
2- بليمان سعاد، اشكالية تسيير سياسة سعر الصرف في اقتصاد ناشئ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008.
3- بوثلجة عبد الناصر، دور المعلومات في تحديد سعر الصرف، جامعة تلمسان، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، الجزائر، بدون سنة نشر.
4- جبوري محمد، تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة قايد بن صالح ،تلمسان ، 2013/2012.
5- جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية–دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر للفترة(2010–1990)، مذكرة ماجستير، في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013/2012.
6- صويلح محمد العيد، آليات تغطية البنوك لمخاطر سعر الصرف باستخدام المشتقات المالية دراسة حالة مجموعة بنك سوسيتي جنرال خلال الفترة (2003–1998)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015/2014.

**4- مواقع الانترنيت:**

1- الغصين راغب، المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون البيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في شركات تابعة، جمعية المحاسبين القانونين السورية، على الموقع:
w w w .kantakiji.com/media/2983/ias.27.doc بتاريخ اطلاع 2019/07/04

2- CBC banque : Professionnel, Risque de change, disponible sur le site www.cbc.be visite le15/07/2019

**5- الملتقيات:**

1- طرطار أحمد، وشوقي جباري، إدارة مخاطر المحفظة المالية، الملتقى الوطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسسير، جامعة منتوري قسنطينة، أيام 21و22أكتوبر 2012.

**ب- المراجع باللغة الاجنبية:**

1- Bailes Michel et Autres , L'essentiel Sur L'économie , 4omé édition , Berti édition , paris, France , 2006 , p 235.
2- Bailie Richard Et Patrick Mc Machon, Le Marché Des Changes, Edition Eska , France 1997.
3- Bermier Bernard Et Yves Simon , Initiation A La Macroéconmie , 8éme Edition , Dunod, Paris , France, 2001.
4- Bourguinat Hinri, Gestion De Risque De Change , Ministère De L'éducation Natioanl Economica, Paris , 1977.
5- Chevalier Alain Et Georges Hirsch ,Le Risk Management , Pour Une Meilleures Maitrise Des Risques De L'entreprise, Edition Entreprise Moderne , Paris , France, 1982.
6- De Bodinat Henri Et Autres, Gestion International De L'entreprise, Edition, Dalloz, Paris, France , 1978.
7- Dufour Nicolas Rt Gilles Teneau, La Gestion Des Risques , Un Objet Frontière, Edition L'harmattan, Paris France, 2013.
8- Eietman David et autres, Gestion Et Finance Internationale , traduction Michel-henry boucht et autres , 10éme Edition , Pearson Education , France , 2004.
9- Fontaine Patric, Gestion Du Risque De Change, Edition Economica, Paris, 1996.
10- Fontaine Patrice, Marché De Change , Ed Pearson , Paris, 2008.
11- Fontaine Patrice, Risque De Change, Gestion Et Couverture , Edition Economica , Paris , France , 2010.
12- Fontaine Patric, Gestion Des Risques Internationaux, Edition Dalloz, Paris,France, 2006.
13- gaugain marc et autres , gestion de trésorerie ,economica, paris , 2007.
14- Ghilochon Bernard , Annie Kawecki, Economie International : Commence Et Macroéconomie, 4éme Edition , Paris, 2003.
15- Ghilochon Bernard, Ammvie Kawechi, Economie International , Commerce Et Macro Economie, 1éme Edition , Dunod, Paris, 2003.
16- Gourlaouen J.P., Les Nouveaux Instruments Financiers, Edition Vuibert, Paris, France, 1988.

17- grand jean paul, change et gestrin du risque de change , édition chihab, alger, 1995.
18- jure michel , technique financière internationale, ed dunod, 2éme, édition , paris ; 2003.
19- Kalika Michel Et Pierre Romelaer, Recherches En Management Et Organisation , Edition Economica , Paris , France, 2006.
20- Laference Robert, Lawrence Schembre, Parité Du Pouvoir D'achat : Définition Interprétation , Revue De La Banque Du Canada, Octobre 2002.
21- Localare Vincent Et Christophe Burin , Optimiser Les Risques De L'entreprise, Afnor, Paris, France, 2010.
22- Nyahoho Emmanuel, Finances Internationales, Théorie, Politique Et Pratique , 2éme Edition, Presses De L'Université Du Québec, Canada , 2002.
23- Peyrard Josette Et G. Soularue, Risque De Change Et Gestion De Trésorerie, Librairie Vuibert, Paris, 1989.
24- Peyrard Josette, Gestion Fimancière Internationale, 5éme Edition, Vuibert, Paris, 1999.
25- Peyrard Josette, Gestion Financière International , 5éme Edition Vuibert Paris, France, 1999.
26- Peyrard Josette, Risque De Change , Edition Vuibert, Paris , 1986.
27- Philppe Jorion, , The Exchange Rate Exposure Of Us Multinational, The Journal Of Business, Vol 63 issue, 1990.
28- Wapler Nicolas, Trésorerie Et Cambisme, 20 Leçons Et Exercices Informatisés Lisibles Sous Windows, Avec 2 Disquettes, Edition Dolloz, 1995.
29- Yaici Farid, Précis De Finance Internationale , Avec Exercice Corrigés, Edition Enag , Alger, 2008, p92.
30- Yves Simon, Delphine Lautier Et Autre, Finance Internationale, 10ème édition, Economica, Paris, 2009.
31- yves Simon, Marché Des Changes Et Gestion Du Risque De Change , Edition Dalloz, Paris, 1995.
32- Yves Simon, Techniques Financières International, 4eme Edition, Economica, Paris, Frances, 1995.
33- Zwi Boudui Et Autres, Investisments, 5ed, Graw Hil Companies, Inc, 2002.