

## عقود تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية

أ/ بن رجم محمد خميسي

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي سوق أهراس

### المُلخَص:

#### Résumé :

Après l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années soixante-dix et, par conséquent, du système de change fixe qui lui est associée, Et la mise en place d'un système de change flottant (flexible ou libre), dans les pays industrialisés, la gestion du risque de change dans ces pays est devenu le sujet de beaucoup de chercheurs dans Les études sur le domaine de la gestion financière internationale d'un point de vue général et des responsables de la trésorerie et de la finance au niveau des entreprises économiques internationale, en particulier. Suite aux conséquences constatés sur la finance de ces entreprises économiques et de la trésorerie de la trésorerie en matière de devises étrangères, ce qui a conduit les chambres responsables de ces institutions à développer une résistance face à ces risques de change.

Les institutions financières ont développé des produits financiers dans le but de préserver ces entreprises économiques, mais certaines entreprises économiques ont su exploiter les investissements rentables engendrés par ces produits. L'ignorance du but des produits financiers proposés et l'incapacité d'utilisés les sous produits ont conduit à leurs mauvaises exploitation et par conséquent à des risques financiers et non à un moyen de l'éviter.

بعد انهيار نظام بريتون وودز في بداية فترة السبعينات وبالتالي نظام الصرف الثابت المرتبط به، وحلول نظام الصرف العائم ( المرن أو الحر ) بدلا عنه وهذا في البلدان الصناعية، أصبح موضوع تسيير مخاطر الصرف في هذه الدول يشكل محور اهتمام العديد من الباحثين في ميدان الدراسات المتعلقة بالتسيير المالي الدولي بصفة عامة والمكلفين بالخزينة والمالية على مستوى المؤسسات الاقتصادية دولية النشاط بصفة خاصة، وذلك لما يخلفه هذا الموضوع من آثار بالغة الأهمية على مالية هذه المؤسسات أو بالأحرى على وضعية الخزينة وبالعملة الأجنبية، مما أدى إلى اجتهد الدوائر المسؤولة عن تلك المؤسسات إلى حد بعيد في مواجهة مخاطر الصرف.

لذلك نشطت المؤسسات المالية في تطوير منتجات ومشتقات مالية بهدف حماية المؤسسات الاقتصادية من تلك الأخطار، ولكن ذلك لم يمنع بعض المؤسسات من استغلال الفرص الاستثمارية المربحة التي خلقتها تلك المشتقات. وعلى الرغم من أن تلك المشتقات لم تستهدف خلق المخاطر لكن عدم فهم طبيعتها أو عدم القدرة بالتعامل معها يؤدي إلى سوء استغلالها وبالتالي قد تكون مصدراً للأخطار، بدلاً من أن تكون وسيلة لتجنبها.

## مقدمة:

لقد عرف ميدان العلوم المالية ثورة حقيقية منذ عدة سنوات حيث أن عدم الاستقرار والتطير - volatilité - في أسعار صرف العملات الصعبة، معدلات الفائدة وأسواق البورصات، عدم الانتظام السريع والمفاجئ في اغلب الأحيان لأهم الساحات المالية والتطورات السريعة والمؤثرة للتكنولوجيا تشكل كلها بلا شك أساس تقدم هذا العصر الذهبي من الابتكار والتجديد .

هذه السيرورات السريعة والمتواصلة للابتكارات والتعدد المتزايد في الأدوات المالية الحديثة جعلت في غالب الأحيان الملاحظين والمستعملين المحتملين لهذه الأدوات المالية الحديثة بصفة عامة والمؤسسات الاقتصادية ذات النشاط الدولي بصفة خاصة، يقعون في حيرة من أمرهم، لدرجة أن البعض يعتبر أن هذه الأدوات المالية الحديثة كمنتجات شيطانية ذات تصورات واسعة الخيال أو، بالعكس، مثل الحل العام والدواء الغير المأمول لمعالجة كافة الآلام .

وباعتبار أن المشتقات المالية (عقود الاختيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات) كأدوات مالية حديثة وهامة للإدارة المالية بالنسبة للكثير من المؤسسات حيث شهد الربع الأخير من القرن العشرين نموا غير مسبوق في استخدام وقبول الأدوات المالية المشتقة ويمكن إرجاع جانب كبير من هذا النمو إلى حقيقة أن المشتقات المالية عندما تستخدم وتراقب بشكل جيد فإنها تساعد المؤسسات ذات النشاط الدولي على تغطية المخاطر التي تواجهها أثناء ممارستها لأعمالها اليومية لاسيما خطر الصرف.

## أولا : التعريف بخطر الصرف :

## 1- مفهوم خطر الصرف.

يعرف خطر الصرف على انه ذلك التغيير الذي يحدث في نتائج المؤسسة بسبب التقلبات في أسعار صرف العملات الصعبة مقارنة بعملة الحساب أو العملة المرجعية.

(C. Dufloux , L. Margulic Avril 1992 , P. 407).

يمكن كذلك تعريف خطر الصرف، على انه " الأثر المالي لتقلبات أسعار الصرف على الصفقات أو على وضعية المؤسسة ". ( J.L.Amelon, gestion Financière, 1995, P.266 .)

مهما كان تعريف خطر الصرف، فإنه ينتج عن عنصرين هما :

- عنصر خارجي أو عشوائي، ويتمثل في تقلبات أسعار صرف العملات الصعبة مقابل العملة الوطنية أو العملة المرجعية، هذه التقلبات يمكن أن يكون لها تأثير مناسب، غير مناسب أو معدوم؛

- عنصر داخلي، وهو كنتيجة للتعرض لخطر الصرف.

قبل التطرق لتعرض المؤسسة لخطر الصرف، هناك عدة أسئلة تطرح :

♦ ما طبيعة خطر الصرف؟

♦ ما هي العوامل التي تؤدي إلى ظهور خطر الصرف؟

## 2- طبيعة خطر الصرف

يمكن أن ينتج خطر الصرف عن العمليات التجارية أو المالية للمؤسسة على المستوى الدولي. يمكن كذلك أن ينتج عن التطور الدولي للمؤسسة والاستثمارات المحققة في الخارج.

يوجد كذلك خطر اقتصادي الذي يظهر بسبب أثر تغيرات الصرف على القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية " Cash Flows " المنتظرة وكذلك بسبب أثر التغيرات في أسعار الصرف على التكاليف، الأسعار، حجم المبيعات ... الخ. يمكن إذن استنتاج عدة أنواع لخطر الصرف :

الخطر الناتج عن العمليات التجارية.

الخطر الناتج عن النشاطات المالية.

الخطر المرتبط بالاستثمارات المحققة بالخارج.

و أخيرا الخطر الاقتصادي، المسمى كذلك الخطر التنافسي.

## 2-1- خطر الصرف المرتبط بالعمليات التجارية :

كل مؤسسة تباشر عمليات تصدير أو استيراد مفوترة بعملة تختلف عن عملتها الوطنية فهي معرضة لخطر الصرف التجاري، حيث أن تسديد هذه العمليات يمكن أن يتم بسعر صرف مختلف عن سعر الصرف لحظة عقد الصفقة. خطر الصرف بذلك هو نتيجة الفارق الزمني الذي يمكن أن يوجد بين تسديد هذه العمليات والاتفاق عليها.

## 2-2- خطر الصرف المرتبط بالعمليات المالية :

كل مؤسسة تقوم بعمليات الإقراض أو الاقتراض بعملات صعبة أجنبية، معرضة إلى خطر صرف.

فالمؤسسة المقرضة، تجد نفسها مجبرة على تسديد رأس مال أكبر من المبلغ المقرض في حالة ارتفاع سعر العملة التي حرر بها عقد القرض.

نفس الشيء، المؤسسة المقرضة تخشى انخفاض سعر صرف العملة التي تم بها تحرير عقد الإقراض، الذي يؤدي إلى انخفاض رأس المال الذي سوف يسدده المقرض.

## 2-3- خطر الصرف المرتبط بالاستثمارات المحققة بالخارج :

تسرب الاستثمارات إلى الخارج بطريقة مباشرة عن طريق فتح فروع بالخارج أو بطريقة غير مباشرة عن طريق المساهمات في مؤسسات أجنبية، وبالتالي فخطر الصرف يظهر على مستوى العديد من العمليات :

قيمة الأصول والخصوم للفروع والمسجلة بالعملات الصعبة الأجنبية تخضع لتغيرات، وكذلك كون معدل التضخم الخاص بدولة المؤسسة الأم والفرع يتغيران بطريقة مختلفة. هذا الخطر سيتم تقييمه عند دراسة مركز (وضعية) صرف الاندماج " La Position de Change de Consolidation ."

كون مؤسسة تنشأ فروع تابعة لها في الخارج، فإن هناك سلسلة من التدفقات تدور بين المؤسسة الأم والفروع :

تدفقات مالية :

- من المؤسسة الأم نحو الفروع : مساهمات في رأس المال، تسبيقات، قروض... الخ.

- من الفرع نحو المؤسسة الأم : الأرباح، رسوم، ... الخ.

تدفقات تجارية : الصادرات والواردات بين المؤسسة الأم والفروع.

فضلا عن ذلك فإن هذه التدفقات هامة إذا كانت قطاعات النشاط للمؤسسة الأم والفروع متقاربة ومنتجاتها متكاملة، مثلا في حالة حصول المؤسسة الأم على منتجات نصف مصنعة من فروعها المتواجدة في الخارج لغرض استخدامها في إنتاج منتجات تامة

الصنع، أو في حالة بعض المجمعات الصناعية التي تنتج بواسطة فروعها الأجنبية منتجات موجهة للبيع داخل بلد المؤسسة الأم، (J. Peyrard) : *Gestion Financière Internationale*, 1999, P. 64)

## 2-4- خطر الصرف الاقتصادي ( أو الخطر التنافسي ) :

خطر الصرف الاقتصادي مرتبط بمستقبل المؤسسة. بالتعريف، فهو إذن صعب التقدير والقياس. حيث يتعين أخذ في الحسبان كل النتائج التي يمكن أن يحدثها تغير أسعار الصرف على المؤسسة (بمعنى على تكاليف الإنتاج، على رقم أعمالها ... الخ).  
إن مردودية المؤسسة وقدرتها التنافسية يمكن أن تقل بسبب حدوث تغيرات الصرف. إن خطر الصرف الاقتصادي هذا يمكن تسميته كذلك بالخطر التنافسي، الخطر الصناعي، أو الخطر الدفعي أو الإغرائي " *Risque Induit* " (Armand Dayan, 1999, P 243- 244.)

إن تطور سعر العملة له تأثير على رقم الأعمال أو هامش الربح للمؤسسة، فارتفاع قيمة العملة الوطنية تجعل عمليات التصدير صعبة، وتفضيل عمليات الاستيراد على التصدير. هذه الشروط تجعل المصدر في حالة تنافسية وتجبره على تخفيض الهوامش من أجل إبقاء أسعاره في حالة تنافس، حتى ولو تمت الفوترة بعملته الوطنية، وهذا بغية إبعاد خطر الصرف. فضلا عن ذلك حتى ولو كانت المؤسسة تنشط على المستوى المحلي أي تنتج وتبيع في السوق الوطني، من الممكن أن تتعرض إلى خطر تنافسي في حالة تدخل ممولين أجانب بعملة منخفضة القيمة (C. Dufloux, L, Margulili, Art, Cit, P.408)

على عكس الأنواع الأخرى للخطر المتعلقة بالخرينة، فإن الخطر الاقتصادي يتطلب تحليل استراتيجي على مستوى الإدارة العامة، لأنه ينشأ عن المحيط الاقتصادي للمؤسسة :

هيكل السوق، تنظيم المنافسين، حساسية الأسعار، النتائج وحصص السوق إلى تقلبات أسعار الصرف بدلالة نشاطها، منافسيها وأهمية الصفقات المبرمة بالعملة الصعبة.

**3- ظهور خطر الصرف :**

من أجل ضمان تسيير جيد لخطر الصرف، يجب تحديد تاريخ ميلاد أو ظهور خطر الصرف. لكن تجلى ميدانيا أن هذا التاريخ لا يمكن تحديده دائما بصفة مضبوطة. لقد كشفت الدراسة المتعلقة بمختلف أنواع أخطار المصرف أن خطر الصرف لا يولد فقط لحظة إتمام أو انعقاد الصفقة التجارية أو المالية المقومة بالعملة الأجنبية، لكن يولد غالبا حتى قبل وصول الوثائق المحاسبية إلى المؤسسة أو عدم ظهورها في محاسبة المؤسسة.

يمكن استنتاج عدة مراحل في وجود خطر الصرف، مما ينتج عنه تنوع في أخطار الصرف واختلاف طبيعتها.

**3-1- خطر الصرف العشوائي :**

يظهر خطر الصرف العشوائي بالنسبة للمورد، إذا لم يكن هناك التزام أو تعهد حازم ونهائي من جهته. بمعنى قبل تاريخ الطلبية.

بالنسبة للمصدر، خطر الصرف هو كذلك عشوائي. هذا المفهوم يمكن أن يأخذ أشكال مختلفة خصوصا لحظة تقديرات الميزانيات، تكوين جدول الأسعار (حالة البيع بالكتالوج) أو عند التحضير لتعهد يخص نداء أو إعلان عن عرض (C. Dufoux, L. Margulili, Art, Cit, P.408)

**3-2- خطر الصرف المشروط :**

يكون خطر الصرف مشروطا، في حالة توفر الالتزام النهائي لأحد الطرفين في التعامل، ولكن الطرف الآخر لم يبد نيته بعد، مثال ذلك عرض مقدم من طرف مستورد أو مصدر، توزيع كتالوج أو تعريف أسعار، كذلك عند التعهد يخص نداء عرض. (J. P. Jobard, P. Vavette, Ph. Raimbourg; 1994, P.29)

**3-3- خطر الصرف الحقيقي :**

يكون خطر الصرف حقيقي أو مؤكد، عندما يكون الالتزام في اتجاه واحد ومتبادل بين الطرفين، مثال ذلك في حالة إمضاء طلبيه، أو عندما يكون الرد على نداء عرض بالقبول.

### ثانيا: استخدام المشتقات المالية لتسيير خطر الصرف:

تعتبر المنتجات المشتقة كتقنيات للتغطية ضد خطر الصرف. مختلف هذه التقنيات التي تسمى بالتقنيات الخارجية يمكن أن يتم تجميعها في صنفين كبيرين: (J. P. Jobard, p. Vavatte , ph. Raim bourg., p. 311).

التقنيات التي هدفها التثبيت النهائي لسعر الصرف في الوقت الذي يخلق فيه خطر الصرف: العقود لأجل بالعملة الصعبة، العقود المستقبلية وعقود مبادلة العملات الصعبة.

التقنيات التي تسمح للمؤسسة بالتغطية ضد الارتفاع غير المرغوب فيه لسعر الصرف مع ترك إمكانية الاستفادة من ارتفاع مرغوب فيه، وهنا نعني أساسا التقنيات المعتمدة على استعمال خيارات الصرف " Les Options de Change " .

#### 1- التعريف بالمشتقات المالية

#### 1-1 مفهوم المشتقات المالية :

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد، فهي مشتقة من أدوات مالية تقليدية كالأسهم والسندات، وليست أصولا مالية أو أصولا عينية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر.

وقد عرف بنك التسويات الدولية Bank of International Settlements

التابع لصندوق النقد الدولي (FMI) المشتقات المالية بأنها: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري. (BIS,- Basle. 1995)

كما عرفت المجموعة الاستشارية " لنظم المحاسبية القومية " system national

accounts group(SNA) المشتقات المالية بصورة أكثر تفصيلا، فهي : أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر

المالية في الأسواق المالية . أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد . وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. (SNA, 1993. IMF. Working paper. PP 8-9).

من خلال التعريفات السابقة يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية:

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بأحد الأصول المالية
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد ( مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الورقة المالية الحالي أو سعر السلعة..الخ).
- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب العقود المالية للمشتقات عادة استثمارات مبدئية كبيرة
- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.
- تتيح العقود المالية للمشتقات تحديد أو تثبيت سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها أو تبادلها بهذا السعر في المستقبل.

### 1-2 أنواع المشتقات المالية :

على الرغم من التعدد والتنوع في المشتقات المالية ولكنها تتمثل أساسا في العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلة .

وتتداول عقود خيارات صرف العملات في الأسواق المنظمة، وأيضا في الأسواق غير المنظمة هي الأكثر نشاطا على أساس أن المتعاملين في تلك العقود عادة ما يكونوا مؤسسات اقتصادية أو مؤسسات مالية، ترغب في تفصيل عقود تناسب احتياجاتها، وهو مالا يوفره السوق المنظم.

### 1-2-1 العقود الآجلة :

لقد عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بالتالي: بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة، وفي

تاريخ معين، وبسعر تعاقد منفق عليه. والعقود الآجلة ليست عقودا مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين. (IMF. Working paper, march 1998, p. 11)

كما عرف العقد الآجل بالآتي :

" العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع. الأصل محل التعاقد، سعر التسوية وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين. وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المنفق عليه " (سمير عبد الحميد رضوان، 2005، ص 208)

ويلاحظ على العقود الآجلة أنها تفتقر إلى النمطية والى شروط محددة حيث يخضع كل عقد في شروطه للاتفاق بين طرفي العقد.

### 1-2-2 العقود المستقبلية:

جرى التعامل على العقود المالية للمستقبلات لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1972م وكان محل العقد عملات أجنبية. ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطورا مستمرا، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975م، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976م، وعقود مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980م، ومع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطلات. (أشرف محمد نواب، الموقع الإلكتروني :

(http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\_conf/2007/papers/28.swf)

ويعرف " Jeff Madura " العقد المستقبلي على الوجه التالي : العقد المستقبلي

المالي هو اتفاقية نمطية لتسليم أو استلام مقدار معين من أداة مالية معينة بسعر معين في تاريخ معين. ويضيف "Madura" أن العقود المستقبلية يتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة والتي تضع قواعد لها قوة الإلزام. (سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 215)

ويستفاد من التعريف السابق بأن العقود المستقبلية ماهي إلا عقود آجلة تم ترميمها من حيث تاريخ التسليم ومستوى جودة الأصل، وعدد الوحدات داخل العقد ولم تترك مجالاً للتفاوض سوى للسعر وعدد العقود. بينما في العقود الآجلة فلا توجد أي قيود حيث

تحدد بنود العقد وفقاً لاتفاق الطرفين. كما أن السعر في العقد الآجل يبقى ثابتاً طوال مدة العقد، بينما العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية، ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية.

### 1-2-3 عقود الخيارات:

نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973م، وسرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية، فالبورصات الأوروبية.

وقد الخيار هو عقد بين طرفين: مشتري ومحرر. ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة. هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغبر قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد. وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد، فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة (منير/إبراهيم هندي، 2007، ص 5-6)

ويمكن تصنيف هذه العقود وفقاً لما يلي: (سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 154 -

(182)

#### أ- تاريخ تنفيذ العقد :

#### أ/أ - الخيار الأمريكي American Options :

وهو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه .

#### أ/ب - الخيار الأوروبي European Options :

وهو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يتم ممارسته أو تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.

ب - ملكية الأصل الحقيقي أو المالي:

ب/أ - الخيار المغطى **Covered Option** :

هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأصل الحقيقي أو المالي الذي يتم التعاقد بشأنه.

ب/ب - الخيار غير المغطى **Uncoverd Option** :

هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه المستثمر ليس مالكا بالفعل للأصل الحقيقي أو المالي الذي يتم التعاقد بشأنه.

ج - نوع الصفقة :

ج/أ - خيار الشراء **Call Option** :

وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء عدد من وحدات الأصل الحقيقي أو المالي بسعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

وفي هذا النوع من الخيارات تختلف توقعات كل من مشتري الحق ومحرر العقد، فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأصل الحقيقي أو المالي مستقبلا، يتوقع محرر الحق انخفاض أسعاره مستقبلا. ويتيح هذا النوع من الخيارات فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأصل الحقيقي أو المالي التي يرغب المستثمر في شرائه مستقبلا، فمن حق المستثمر إلزام محرر عقد خيار الشراء بتنفيذ العقد إذا ما ارتفعت أسعار الأصل الحقيقي أو المالي، في خلال فترة التعاقد عن السعر المنفق عليه، وهو سعر التنفيذ .

وبذلك يضمن المستثمر حصوله على الأصل الحقيقي أو المالي محل الاتفاق من محرر حق خيار الشراء بسعر التنفيذ، بغض النظر عن قيمة الارتفاع في أسعار الأصل الحقيقي أو المالي عن سعر التنفيذ، ونظير ذلك يحصل محرر حق خيار الشراء على

مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر تحمل مخاطر ارتفاع الأصل الحقيقي أو المالي مستقبلاً .

وهكذا يحقق خيار الشراء حماية للمستثمر، فأرباحه لا حدود لها، إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للأصل الحقيقي أو المالي في وقت التنفيذ، أما خسارته فمحدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها لمحرر العقد، وعلى العكس من ذلك فإن أرباح محرر العقد تكون محدودة بمقدار المكافأة التي يحصل عليها من مشتري حق الخيار، أما خسائره فلا حدود لها، إذ تزداد مع ارتفاع القيمة السوقية للأصل الحقيقي أو المالي.

**ج/ب - خيار البيع Put Option:** وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من وحدات الأصل الحقيقي أو المالي بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

وفي هذا النوع من الخيارات يتوقع مشتري حق خيار البيع أن تنخفض أسعار الأصل الحقيقي أو المالي مستقبلاً، في حين يتوقع محرر حق خيار البيع أن ترتفع أسعار الأصل الحقيقي أو المالي مستقبلاً.

وعلى العكس من خيار الشراء فإن هذا النوع من الخيارات يتيح فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأصل الحقيقي أو المالي، فمن حق المستثمر إلزام محرر عقد خيار البيع بتنفيذ العقد إذا انخفضت أسعار الأصل الحقيقي أو المالي في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه وهو سعر التنفيذ. وبذلك يضمن المستثمر حصوله على الأصل الحقيقي أو المالي محل الاتفاق من محرر حق خيار الشراء بسعر التنفيذ، بغض النظر عن قيمة الانخفاض في أسعار الأصل الحقيقي أو المالي عن سعر التنفيذ مستقبلاً .

وهكذا يحقق خيار البيع حماية للمستثمر، فأرباحه تزداد بارتفاع القيمة السوقية للأصل الحقيقي أو المالي، أما خسائره فمحدودة دائماً بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لمحرر عقد الخيار، وتزداد هذه النسبة كلما طال الفترة التي تمضي من تاريخ التعاقد حتى تاريخ تنفيذ العقد، أما محرر الخيار فأرباحه محدودة بقيمة المكافأة، أما خسائره

فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للأصل الحقيقي أو المالي عند التنفيذ عن القيمة المتعاقد عليها مطروحا منها قيمة المكافأة .

**ج/ج - الخيار المزدوج أو المختلط Straddle :** وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء/ بيع عدد من وحدات الأصل الحقيقي أو المالي بسعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار، فهذا النوع يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع في عقد واحد.

#### 1-2-4 عقود المبادلة:

تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي: التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. (هاشم فوزي دباس العبادي، 2008، ص 86).

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات ( الأرباح أو الخسائر ) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. (محمد الصالح الحناوي وآخرون، 2007، ص 317)

#### 2- التثبيت النهائي لسعر الصرف:

في التقنيات التي تسمح بتجميد أسعار الصرف، فور ميلاد خطر الصرف، سوف ندرس :

- العقود الآجلة للعملات الصعبة.
- العقود المستقبلية للعملات الصعبة
- عقود مبادلة العملات الصعبة.

#### 2-1- العقود الآجلة للعملات الصعبة:

يقصد بالعقد الآجل للعملة الصعبة أو عقود الصرف الآجلة اتفاق بين طرفين (العميل والبنك مثلا) لشراء أو بيع كمية محددة من عملة ما في مقابل عملة أخرى، وذلك

عند سعر صرف ثابت وفي تاريخ محدد في المستقبل، يتضح من ذلك أن العقود الآجلة تعتبر أداة من أدوات التغطية لاحتمالات مخاطر العملة أو الحماية منها.

تعد عقود الصرف الآجلة الأداة الأكثر استخداماً لتغطية مخاطر الصرف من قبل المؤسسات الاقتصادية غير المالية. وقد اعتادت تلك المؤسسات على تثبيت سعر الصرف عند الشراء أو البيع الآجل للعملة. فعند الإقدام على إجراء صفقة تجارية مهمة، فإن العقد الآجل من شأنه القضاء على مخاطر العملة؛ نظراً لأن سعر الصرف في الصفقة المستقبلية قد تم تحديده بغض النظر عن التغيرات التي تطرأ على السعر الفوري في الفترة ما بين تاريخ العقد وتاريخ التسوية. (برايان كويل، 2006، ص 35)

## 2-2- العقود المستقبلية للعملة الصعبة:

تستخدم العقود المالية المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المعاكسة في أسعار الصرف وذلك عن طريق أخذ مركز \* مضاد في سوق العقود المستقبلية ومساو تماماً للمركز الحالي الذي يراد تغطيته.

إن شراء عقد مستقبلي للعملة الصعبة يسمح بالتغطية ضد ارتفاع العملة الأجنبية، أما بيع عقد مستقبلي للعملة الأجنبية يسمح بالتغطية ضد انخفاض العملة الأجنبية.

فالمصدر الأمريكي الذي يبيع بال EUR,GPB .....الخ، فإنه يقوم بالتغطية ضد خطر الصرف عن طريق بيعه لعدد من العقود بال EUR,GPB .....الخ مطابقة لمبلغ صادراته.

أما المستورد الذي يشتري بال EUR,GPB .....الخ، فإنه يقوم بالتغطية ضد خطر الصرف عن طريق شراءه لعدد من العقود بال EUR,GPB .....الخ مطابقة لمبلغ وارداته (J. Peyrard): op. Cit P. 122.

## 2-3- عقود مبادلة العملات الصعبة: (هاشم فوزي دباس العبادي، ص، 88-89)

وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحداهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر

المبادلة ( السعر الآجل ) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين، حيث يمكن احتساب ذلك بالصيغة الآتية:

الهامش التبادلي ( شراء أو بيع ) = السعر الفوري \* فرق الفائدة/ 100 \*

المدة/360

أما السعر الآجل ( شراء أو بيع ) = السعر الفوري + الهامش

التبادلي

وخلال سريان العقد، يدفع كل طرف للآخر فائدة العملات التي استلمها، حيث

تحتسب الفائدة لكلا العملتين بإحدى الطرق التالية :

- \* على أساس ثابت لكلا العملتين.
- \* على أساس متغير لكلا العملتين.
- \* على أساس ثابت لعملة مقابل سعر متغير للعملة الأخرى.

ومما ينبغي الإشارة إليه بهذا الصدد، يجب ملاحظة ما يلي:

- أن مبادلة العملات يتم عند إبرام العقد.
- يتم إعادة الأموال في الاستحقاق.
- يدفع كل طرف الفائدة للطرف الآخر حسب الاتفاق.

3- حماية سعر الصرف :

إن التقنيات التي تمت معالجتها آنفا تقوم بالتحصين ضد تطور غير مناسب لسعر الصرف لكن كذلك ضد ارتفاع مناسب. بتعبير آخر، فهي إذا سمحت بالتغطية ضد خطر الخسارة، فهي ستمنع كذلك من الاستفادة من فرصة الكسب ( الإيراد ) للصرف.

هذه القيود تجعل المؤسسات تلجأ إلى تقنيات تسمح بالحماية ضد خطر الصرف مع السماح بالاستفادة من فرصة الإيراد للصرف في حالة التطور المناسب لسعر الصرف، هذه التقنيات تتمثل بصفة خاصة في خيارات الصرف،

3-1- خيارات الصرف

يمكن تعريف خيار صرف العملات بأنه عقد قانوني يعطي حامله الحق في شراء أو بيع عملات بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة. وعقود الخيار هي عمليات آجلة

وعمليات مستقبلية إلا أن أهم ما تتميز به هو 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 (مدحت صادق، 1997، ص 164)

وتتداول عقود خيارات صرف العملات في الأسواق المنظمة، وأيضا في الأسواق غير المنظمة. غير أن الأسواق غير المنظمة هي الأكثر نشاطا على أساس أن المتعاملين في تلك العقود عادة ما يكونوا مؤسسات اقتصادية أو مؤسسات مالية، ترغب في تفصيل عقود تناسب احتياجاتها، وهو مالا يوفره السوق المنظم.

يمكن النظر لعقد الخيار على العملات على أنه عقد خيار شراء أو عقد خيار بيع:

#### أ - عقد خيار الشراء :

مشتري خيار شراء العملات الصعبة يكتسب الحق - وليس الالتزام - في شراء مبلغ معين من العملات الصعبة بسعر معين يسمى سعر الممارسة « Prix d'Exercice » خلال مدة معينة أو مدة محددة، مقابل التسديد الفوري لعلاوة لفائدة بائع خيار الشراء. علاوة الخيار يعبر عنها بنسبة مئوية

مشتري خيار بيع العملات الصعبة له الحق - وليس الالتزام - في بيع مبلغ معين من العملات الصعبة بسعر معين يسمى سعر الممارسة، خلال مدة زمنية معينة ( الخيار الأمريكي ) أو في تاريخ استحقاق محدد ( الخيار الأوروبي )، مقابل التسديد الفوري لعلاوة لفائدة بائع خيار البيع.

خطر مشتري الخيارات محدد في مبلغ العلاوة. بحيث " المشتري لعقود الخيار له الحق في ممارسة حقه في الخيار إما بإتمام العملية أو تركها، وفي مقابل اكتسابه هذا الحق، فإنه يدفع علاوة أو مكافأة للبائع على جعل الأصل محل التعاقد متاحا له طوال فترة العقد أو في تاريخ استحقاقه، وتدفع هذه العلاوة مقدما ولا ترد سواء مارس المشتري حقه في الخيار أو لم يمارسه (مدحت صادق، مرجع سابق، ص 168)

### ب عقد خيار البيع :

بائع الخيار يلتزم ببيع وشراء مبلغ معين من العملات الصعبة بـ - أو إلى غاية - تاريخ معين وبسعر محدد ( سعر الممارسة )، إذا مارس المشتري حقه في الخيار. - يتنازل عن حقه في الخيار ويتسلم علاوة بالتبادل.

خطر بائع الخيار مهم جدا إذا كان تطور العملات الصعبة غير مناسب بالنسبة له" البائع في عقد الخيار فإنه لا يملك الحق الذي يتمتع به المشتري في الاختيار، وعليه انتظار قرار المشتري حتى تاريخ استحقاق العقد ويتعين عليه تسليم العملة محل التعاقد بعد تلقئه أخطار الممارسة من المشتري وبالسعر المتفق عليه في العقد " (مدحت صادق، مرجع سابق، ص 168)

### الخاتمة

قدمنا في هذه المقالة الأدوات المالية الأساسية الحديثة (المشتقات المالية)، والتي يمكن للمؤسسة أن تستخدمها كوسيلة لتغطية خطر الصرف. لا توجد هناك أداة معجزة، وأن أحسن أداة هي تلك التي تتكيف مع الحاجات الخاصة لكل مؤسسة. لقد حاولنا تقديم الخصوصيات المرتبطة بتقنيات التغطية والتي تسمح بالإجابة على السؤال : « أي أداة ولأي مؤسسة؟ ».

إن المؤسسات التي تتساءل عن الأسلوب الذي يسمح لها بتغطية خطر الصرف، يجب عليها قبل كل شيء أن تأخذ بفكرة أنه لا توجد أداة تسمح بالربح المؤكد. إن غياب الحل " المعجزة " يقودنا إلى الاعتقاد بأن أحسن حل للتغطية هو ذلك الذي يتناسب مع نوع المعاملات أو الصفقات التي تواجهها المؤسسة.

## المراجع باللغة العربية

- 1 أشرف محمد دوابة، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، الموقع الإلكتروني [http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/28.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf)
- 2 برايان كويل، الحماية من مخاطر العملة، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة العربية الأولى 2006، ص 35
- 3 سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات - مصر، 2005.
- 4 مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع.
- 5 محمد الصالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 6 منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، منشأة المعارف الإسكندرية، 2007.
- 7 هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.

## المراجع باللغة اللاتينية

- 8 Armand Dayan. *Manuel De Gestion . Illipes / AUF. 1999, P P, 243- 244.*
- 9 BIS, *Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets – Basle Feb. 1995.*
- 10 C. Dufloux, L. Margulic, « *Evaluation du Risque de Change* » *Revue Banque N° 526 Avril 1992 , P. 407.*
- 11 MF. *Working paper, statistics department, march 1998, p. 11*
- 12 J.L.Amelon, *gestion Financière, Maxima Lournent du Mesnil éditeur 1995, P.266 .*
- 13 J. Peyrard : *Gestion Financière Internationale , Librairie Vuibert , 1999. P. 64*
- 14 J. P. Jobard, P. Vavette, Ph. Raimbourg. *Finance, Dalloz; 1994, P.299*
- 15 M. De Beauvais, Y. Sinnah, *La Gestion Globale du Risque De Change, Economica. 1992, P.113*
- 16 SNA, 1993. IMF. *Working paper. PP 8-9*

\* هناك نوعين من المراكز : المركز الطويل long position ويسمى كذلك بمركز المشتري الذي يقوم بشراء عقود مستقبلية اليوم كإحلال مؤقت للشراء الفعلي الذي سيتم في المستقبل. أما المركز القصير short position ويسمى كذلك بمركز البائع ويعني بيع عقود مستقبلية اليوم كإحلال مؤقت للبيع الفعلي في المستقبل.

1- خيار الشراء EUR/USD يمكن كتابته كذلك كما يلي : Call EUR/put USD