

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة - سطيف 1 - الباز

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط

في البلدان الناشئة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية

إشراف الأستاذ الدكتور:

إعداد الطالب:

مليانى عبد الحكيم

زياتة محادل

لجنة المناقشة:

مشرفا ومقررا	1	جامعة سطيف	أستاذ	مليانى عبد الحكيم	أ.د.
رئيسا	1	جامعة سطيف	أستاذ	جبار محفوظ	أ.د.
مناقشا	2	جامعة قسنطينة	أستاذ	بوعتروس عبد الحق	أ.د.
مناقشا	1	جامعة باتنة	أستاذ	زموري مسعود	أ.د.
مناقشا	1	جامعة سطيف	أستاذ	حاج صحراوي حمودي	أ.د.
مناقشا	1	جامعة سطيف	أستاذ محاضر أ	خبابة حسان	د.
عضوا مدعوا	1	جامعة سطيف	أستاذ	بوعظم كمال	أ.د.

لموسم الجامعي 2016/2017

قال الله تعالى

أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ اللَّهُ لَا إِلَهَ إِلَّا هُوَ الْحَيُّ الْقَيُّومُ لَا تَأْخُذُهُ سِنَّةٌ وَلَا نَوْمٌ لَهُ مَا فِي السَّمَاوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ مَنْ ذَا الَّذِي يَشْفَعُ عِنْدَهُ إِلَّا بِإِذْنِهِ يَعْلَمُ مَا بَيْنَ أَيْدِيهِمْ وَمَا خَلْفَهُمْ وَلَا يُحِيطُونَ بِشَيْءٍ مِّنْ عِلْمِهِ إِلَّا بِمَا شَاءَ وَسِعَ كُرْسِيُّهُ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضَ وَلَا يَئُودُهُ حِفْظُهُمَا وَهُوَ الْعَلِيُّ الْعَظِيمُ ﴾

صدق الله العظيم

سورة البقرة الآية 255

شكر وتقدير

" ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه
وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"

الشكر لله تعالى الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل ونسأله عز وجل أن يجعله خالصا لوجهه الكريم وأن يوفقنا لما يحبه ويرضاه في الدنيا والآخرة.

أتقدم بالشكر الجزيل والعرفان:

- إلى الأستاذ الدكتور **ملياني عبد الحكيم** الذي قبل مواصلة الإشراف على هذا العمل ولم يبخل علي بنصائحه وتوجيهاته القيمة.
- إلى الأستاذ الدكتور **بوعظم كمال** الذي قام بالإشراف المتواصل على هذا العمل منذ أن كان مجرد فكرة مبهمه إلى أن اكتمل في صورته النهائية، ولم يبخل علي بنصائحه وتوجيهاته القيمة ومتابعته المتواصلة طيلة إنجاز هذا البحث وحتى تقاعده.
- إلى الأساتذة الأفاضل **أعضاء لجنة المناقشة** الموقرة على قبولهم مناقشة هذا العمل.
- إلى الأستاذ الدكتور **قطاف ليلي** على مساعداتها القيمة.
- إلى كل أساتذتي وزملائي الأساتذة بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1.

جازاكم الله كل خير

إهداء

- إلى روح الوالدين الغاليين رحمة الله عليهما
- إلى زوجتي الأستاذة دومي سمرة
- إلى أولادي مارية، أميرة، عماد، أسامة حفظهم الله ورعاهم.
- إلى كل إخوتي وأخواتي.

الفهرس.

فهرس الجداول.

فهرس الأشكال.

فهرس الملاحق.

أ-ي	المقدمة.....
02	الفصل الأول: المخاطر الناشئة عن تقلب أسعار الصرف.....
03	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصرف وأهم النظريات المفسرة لتغيرات أسعاره.....
03	المطلب الأول: سعر الصرف مفهومه، أشكاله وآلياته.....
04	الفرع الأول: ماهية سعر الصرف.....
07	الفرع الثاني: طرق ترميز وتسعير العملة.....
08	الفرع الثالث: سعر المشتري وسعر البائع.....
09	الفرع الرابع: أسعار الصرف المتقاطعة.....
11	المطلب الثاني: سوق الصرف.....
11	الفرع الأول: تعريف سوق الصرف وخصائصه.....
20	الفرع الثاني: حجم سوق الصرف وأهم المراكز المالية.....
23	الفرع الثالث: العمليات في سوق الصرف.....
27	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف وأهم تقنيات التنبؤ.....
27	الفرع الأول: النظريات المفسرة لسعر الصرف.....
33	الفرع الثاني: طرق التنبؤ بأسعار الصرف.....
41	المبحث الثاني: تقلبات أسعار الصرف وعلاقتها بأنظمة سعر الصرف.....
42	المطلب الأول: المنظور التاريخي لتطور أنظمة سعر الصرف.....
42	الفرع الأول: ماهية النظام النقدي الدولي وأهدافه.....
43	الفرع الثاني: مراحل النظام النقدي الدولي.....
46	المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف، أنواعها ومحددات اختيارها.....
46	الفرع الأول: مفهوم نظام سعر الصرف وأنواعه.....
52	الفرع الثاني: مزايا وعيوب مختلف أنظمة سعر الصرف.....
55	الفرع الثالث: محددات اختيار نظام سعر الصرف.....
61	المطلب الثالث: طرق تحديد سعر الصرف في مختلف أنظمة سعر الصرف.....
61	الفرع الأول: طلب وعرض العملات الأجنبية.....
65	الفرع الثاني: سعر الصرف التوازني في أنظمة الصرف المرنة والثابتة.....

68	..... الفرع الثالث: التقييم الخاطئ لسعر الصرف وآثاره الاقتصادية
70	..... المبحث الثالث: ماهية خطر الصرف
70	..... المطلب الأول: تعريف خطر الصرف وظروف نشأته
70	..... الفرع الأول: مفهوم الخطر
75	..... الفرع الثاني: تعريف خطر الصرف
78	..... الفرع الثالث: ظروف نشأة خطر الصرف
80	..... المطلب الثاني: خصائص خطر الصرف وأنواعه
80	..... الفرع الأول: خصائص خطر الصرف
82	..... الفرع الثاني: أنواع خطر الصرف
84	..... المطلب الثالث: أثر خطر الصرف
84	..... الفرع الأول: أثر خطر الصرف على الشركات
85	..... الفرع الثاني: أثر خطر الصرف على البنوك
86	..... الفرع الثالث: أثر خطر الصرف على سوق الصرف
93	..... الفصل الثاني: إدارة خطر الصرف
94	..... المبحث الأول: مفهوم إدارة خطر الصرف أهدافها ومراحلها
94	..... المطلب الأول: مفهوم ومبادئ إدارة المخاطر
94	..... الفرع الأول: نشأة إدارة المخاطر
95	..... الفرع الثاني: تعريف إدارة المخاطر
97	..... الفرع الثالث: مبادئ إدارة المخاطر
99	..... المطلب الثاني: تعريف إدارة خطر الصرف
99	..... الفرع الأول: وضع نظام معلومات
100	..... الفرع الثاني: تحديد سياسة الصرف واستراتيجيات التحوط
104	..... الفرع الثالث: مراقبة الإجراءات
104	..... المطلب الثالث: مراحل إدارة خطر الصرف
106	..... المطلب الرابع: أهداف إدارة خطر الصرف
108	..... المبحث الثاني: تقييم خطر الصرف
108	..... المطلب الأول: مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها
108	..... الفرع الأول: وضعية صرف الصفقة
116	..... الفرع الثاني: وضعية صرف التحويل
122	..... الفرع الثالث: وضعية الصرف الاقتصادية
124	..... المطلب الثاني: قياس خطر الصرف
124	..... الفرع الأول: الانحراف المعياري
125	..... الفرع الثاني: معامل الاختلاف

125	..... الفرع الثالث: القيمة المعرضة للخطر
130	..... المطلب الثالث: تقدير حساسية وضعية المؤسسة لتغيرات أسعار الصرف
131	..... المبحث الثالث: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف
132	..... المطلب الأول: إختيار عملة تحرير الفاتورة
132	..... الفرع الأول: أنواع العملات المستخدمة في المعاملات الدولية
133	..... الفرع الثاني: المفاضلة بين العملة الوطنية والعملة الأجنبية
134	..... الفرع الثالث: معايير اختيار العملة الأجنبية
136	..... المطلب الثاني: الشروط الملحقة بالعقد التجاري
137	..... المطلب الثالث: تسيير الآجال
138	..... المطلب الرابع: المقاصة
138	..... الفرع الأول: المقاصة الداخلية
138	..... الفرع الثاني: المقاصة الثنائية
139	..... الفرع الثالث: المقاصة متعددة الأطراف
141	..... المطلب الخامس: الخصم من أجل الدفع المسبق
141	..... المبحث الرابع: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف
141	..... المطلب الأول: التحوط في سوق الصرف الآجل
142	..... الفرع الأول: تعريف سوق الصرف الآجل
142	..... الفرع الثاني: طريقة تحديد سعر الصرف لأجل
146	..... الفرع الثالث: حجم سوق الصرف الآجل
146	..... الفرع الرابع: خصائص العمليات الآجلة
148	..... الفرع الخامس: كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل وتكلفته
150	..... المطلب الثاني: التسيقات بالعملة الأجنبية
151	..... الفرع الأول: طريقة التحوط عن طريق التسيقات بالعملة الأجنبية
152	..... الفرع الثاني: تكلفة التحوط
152	..... الفرع الثالث: عيوب التسيقات بالعملة الأجنبية
153	..... المطلب الثالث: التحوط في سوق المستقبلات
153	..... الفرع الأول: ماهية المستقبلات
157	..... الفرع الثاني: مستقبلات العملة الأجنبية
160	..... الفرع الثالث: حجم سوق المستقبلات
161	..... الفرع الرابع: كيفية التحوط في سوق المستقبلات
164	..... الفرع الخامس: مزايا وعيوب التحوط في سوق المستقبلات
165	..... المطلب الرابع: عقود المبادلة
165	..... الفرع الأول: ماهية عقود المبادلة

167	.....	الفرع الثاني: عقود مبادلة النقود.....
171	.....	الفرع الثالث: حجم سوق عقود المبادلة
172	.....	الفرع الرابع: التحوط بعقود المبادلة.....
173	.....	الفرع الخامس: مزايا وعيوب التحوط بعقود المبادلة.....
173	.....	المطلب الخامس: الخيارات.....
174	.....	الفرع الأول: ماهية الخيارات.....
179	.....	الفرع الثاني: مكان تداول الخيارات.....
179	.....	الفرع الثالث: حجم سوق الخيارات.....
181	.....	الفرع الرابع: التحوط بخيارات الصرف.....
188	.....	الفرع الخامس: مزايا وعيوب التحوط بالخيارات.....
191	.....	الفصل الثالث: خطر الصرف وتأثيره على المؤسسات في الدول الناشئة.....
192	.....	المبحث الأول: واقع وتطور أنظمة الصرف في الدول الناشئة.....
192	.....	المطلب الأول: ماهية الدول الناشئة
193	.....	الفرع الأول: تعريف الدول الناشئة وخصائصها.....
197	.....	الفرع الثاني: معايير تصنيف الدول الناشئة
207	.....	الفرع الثالث: الفرق بين الدول الناشئة، النامية والمتقدمة.....
210	.....	المطلب الثاني: التوجهات الحديثة لأنظمة الصرف المطبقة في الدول الناشئة في ظل الأزمات.....
210	.....	الفرع الأول: أزمات الصرف في الدول الناشئة وتفسيراتها.....
213	.....	الفرع الثاني: فرضية الركن.....
217	.....	المطلب الثالث: تطور أنظمة الصرف في الدول الناشئة.....
219	.....	المبحث الثاني: مصدر خطر الصرف في الدول الناشئة.....
219	.....	المطلب الأول: العمليات التي تخلق وضعيات صرف في الدول الناشئة.....
219	.....	الفرع الأول: حجم المعاملات التجارية الخارجية
224	.....	الفرع الثاني: المعاملات المالية والقروض ما بين الشركات.....
226	.....	الفرع الثالث: الإصدارات بالعملة الأجنبية.....
229	.....	الفرع الرابع: الإستثمارات الأجنبية المباشرة.....
231	.....	المطلب الثاني: التقلبات في أسعار صرف عملات الدول الناشئة.....
231	.....	الفرع الأول: عينة الدراسة والمتغيرات المستخدمة
237	.....	الفرع الثاني: تحليل نتائج الدراسة.....
244	.....	المبحث الثالث: تأثير خطر الصرف على قيمة المؤسسات في الدول الناشئة.....
245	.....	المطلب الأول: منهجية الدراسة واجراءاتها.....
245	.....	الفرع الأول: التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة.....
246	.....	الفرع الثاني: عينة الدراسة وفترتها.....

250	..... الفرع الثالث: مصادر البيانات
250	..... المطلب الثاني: عرض النموذج
250	..... الفرع الأول: نموذج الإنحدار المتعدد
252	..... الفرع الثاني: نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بتجانس تباين الأخطاء المعمم GARCH
255	..... المطلب الثالث: معالجة البيانات والمعلومات
255	..... الفرع الأول: تحديد حساسية قيمة المؤسسات للتغيرات في أسعار الصرف باستخدام نموذج بعاملين
258	..... الفرع الثاني: مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء في نموذج الانحدار الذاتي
262	..... الفرع الثالث: تطبيق نموذج GARCH(1.1)
268	..... الفصل الرابع: تقنيات التحوط المتاحة لإدارة خطر الصرف في الدول الناشئة وسبل تطويرها
269	..... المبحث الأول: تقنيات التحوط المتاحة لإدارة خطر الصرف في الدول الناشئة
269	..... المطلب الأول: تقنيات التحوط المتاحة في الأسواق الحرة
269	..... الفرع الأول: الصرف الآجل
272	..... الفرع الثاني: عقود المبادلة
275	..... الفرع الثالث: عقود الخيارات
277	..... الفرع الرابع: العقود غير القابلة للتسليم
280	..... المطلب الثاني: تقنيات التحوط المتاحة في الأسواق المنظمة
281	..... الفرع الأول: تطور الأسواق المنظمة عالميا
282	..... الفرع الثاني: تطور الأسواق المنظمة في الدول الناشئة
285	..... المطلب الثالث: إدارة خطر الصرف في الدول الناشئة
285	..... الفرع الأول: مدى تعرض الشركات لخطر الصرف
289	..... الفرع الثاني: سياسة الصرف والمكلف بإدارة خطر الصرف
294	..... الفرع الثالث: اهداف وتقييم إدارة خطر الصرف
296	..... المبحث الثاني: تقييم تقنيات التحوط في الدول الناشئة
296	..... المطلب الأول: تقييم تقنيات التحوط الداخلية
297	..... الفرع الأول: اختيار عملة الفوترة
304	..... الفرع الثاني: تقنية المقاصة وتسيير آجال التسوية
307	..... المطلب الثاني: تقييم تقنيات التحوط الخارجية
307	..... الفرع الأول: أهمية المنتجات المشتقة
308	..... الفرع الثاني: استخدام عملات الدول الناشئة في سوق الصرف
309	..... الفرع الثالث: مستخدم مشتقات الصرف
310	..... الفرع الرابع: تكلفة التحوط
314	..... المطلب الثالث: تصنيف الدول حسب درجة تطور تقنيات التحوط
315	..... الفرع الأول: المجموعة الأولى

316	..... الفرع الثاني: المجموعة الثانية.
317	..... الفرع الثالث: المجموعة الثالثة.
319	..... الفرع الرابع: المجموعة الرابعة.
321	..... الفرع الخامس: المجموعة الخامسة.
322	..... المبحث الثالث: سبل تطوير تقنيات التحوط في الدول الناشئة.
322	..... المطلب الأول: سبل تطوير تقنيات التحوط الداخلية.
323	..... الفرع الأول: تطبيق السياسات التي تحفز الاستخدام الدولي لعملات الدول الناشئة.
333	..... الفرع الثاني: الإلغاء والتخفيف من القيود التشريعية.
334	..... المطلب الثاني: سبل تطوير تقنيات التحوط في سوق الصرف المنظم.
335	..... الفرع الأول: إلغاء القيود التشريعية وتحقيق قابلية تحويل العملة الوطنية.
336	..... الفرع الثاني: تطوير البنية التحتية للسوق.
340	..... الفرع الثالث: تحديث نظام التداول.
342	..... الفرع الرابع: تطوير نظام المقاصة والتسوية.
343	..... المطلب الثالث: سبل تطوير تقنيات التحوط المتداولة في السوق الحر.
343	..... الفرع الأول: دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري.
353	..... الفرع الثاني: قمة مجموعة العشرين في بيتسبرغ وإصلاح المشتقات المالية المتداولة في السوق الحر.
356	..... الفرع الثالث: سبل تطوير مشتقات الصرف المتداولة في السوق الحر في ضوء مخرجات قمة بيتسبرغ.
367	..... الخاتمة.
367	..... مناقشة النتائج في ضوء فرضيات الدراسة.
377	..... النتائج.
378	..... التوصيات.
379	..... آفاق البحث.
381	..... الملاحق.
374	..... قائمة المراجع.

الفصل الأول: المخاطر الناشئة عن

تقلب أسعار الصرف

تمهيد:

يمكن اعتبار قرار البرلمان البريطاني في سنة 1819 بإلغاء القيود التي كانت مفروضة على خروج القطع النقدية والسبائك الذهبية البذرة التي أدت إلى نشأة أول نظام نقدي دولي ونقصد بذلك نظام قاعدة الذهب، الذي استمر العمل به حتى بداية الحرب العالمية الأولى. وبفضل مساهمته في تحقيق الاستقرار في أسعار صرف العملات المختلفة، وتوفير المناخ الملائم لنمو التجارة الدولية والنتائج المحلي الإجمالي، استمرت الدول في تبني طبعات متتالية من أنظمة سعر الصرف الثابت حتى انهيار آخر نظام في سنة 1973. ويعتبر مؤتمر جمايكا عام 1976، محطة رئيسية تم فيها بلورة فكرة التغيير وتبني نظام يتميز بمرونة أكبر في حركة أسعار الصرف، لتتماشى مع مقتضيات الظروف والأداء الإقتصادي.

إن تغير قواعد النظام النقدي الدولي من خلال الانتقال نحو أنظمة أكثر مرونة أدى إلى نشأة مخاطر الصرف، التي أضحت منذ ذلك الحين من أبرز المخاطر المالية التي تعترض الشركات ذات النشاط الدولي. وتعتبر التغيرات في سعر الصرف السبب الرئيس لحدوث هذا الخطر الذي لا يقتصر تأثيره على التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية، بل يتعدى ليهدد ربحية المؤسسة وقيمتها السوقية. اذن في هذا الفصل سنبدأ بعرض المفاهيم المتعلقة بسعر الصرف وأهم النظريات المفسرة لتغيراته ثم ننتقل إلى تبين علاقة تقلبات سعر الصرف بأنظمة الصرف، وفي الأخير نتطرق إلى مفهوم خطر الصرف والعوامل التي تؤدي إلى ظهوره.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصرف وأهم النظريات المفسرة لتغيرات أسعاره

لكل دولة في العالم سواء كانت كبيرة أو صغيرة، متقدمة أو نامية عملة خاصة بها تعبر عن سيادتها على إقليم معين، وتتمارس هذه العملة ضمنه ثلاثة أدوار رئيسية وحدة الحساب، وسيلة دفع ومخزن للقيمة، غير أن معظم العملات في العالم لا تستطيع أن تلعب هذه الأدوار خارج اقتصاداتها، وبالتالي تصبح عملية تحويل القدرة الشرائية من عملة إلى أخرى مخرجا أساسيا لتمكين المتعاملين في مختلف أقطار العالم من إنجاز معاملاتهم، سواء كانت تجارية أو مالية. إن هذا التحويل يتم في إطار عمليات الصرف، وباستخدام سعر الصرف الذي يصبح بمثابة القناة التي تربط الإقتصاد المحلي ببقية إقتصادات العالم.

المطلب الأول: سعر الصرف مفهومه، أشكاله وآلياته

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

الفرع الأول: ماهية سعر الصرف

أدت زيادة أهمية سعر الصرف على الصعيد المحلي الإقليمي والدولي إلى تعدد أشكاله، وظائفه وأدواره، فسعر الصرف الإسمي الذي يعبر عن تعادل قيمة العملة المحلية مع العملات الأجنبية في سوق الصرف لم يعد كافيا لوحده للتعبير عن العلاقات الترابطية بين قيمة العملة ومختلف المؤشرات الإقتصادية الكلية، لهذا سنقوم بعد تعريف سعر الصرف بالبحث عن الأشكال المختلفة لهذا السعر.

أولاً-تعريف سعر الصرف: أدى قيام التجارة والتبادل فيما بين الدول وانتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى للإستفادة من فروقات العوائد والمزايا الإستثمارية إلى ظهور الحاجة إلى مبادلة العملة المحلية إلى العملات الأجنبية، وهنا ظهر سعر الصرف لأداء هذه الوظيفة وتسهيل عملية المبادلة وفق أطر تنظيمية وأعراف متفق عليها. ويمكن تعريف سعر الصرف، بأنه سعر وحده العملة الأجنبية بدلالة العملة المحلية¹، أو أنه سعر عملة دولة ما إزاء عملة دولة أخرى²، كما يعرف بأنه يعبر عن كمية الوحدات من إحدى العملتين التي يتم مبادلتها بوحدة واحدة من

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

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

العملة الأخرى¹. وهذه التعريفات موحدة ومتفق عليها تقريبا، فسر الصرف هو سعر إحدى العملتين بالعملة الأخرى، أو بعبارة أكثر دقة هو ما يدفع من وحدات بعملة ما للحصول على وحدة واحدة من العملة الأخرى، ويصبح وفقا لهذا التعريف سعر الصرف الآليات الهامة التي تستند إليها المعاملات في سوق الصرف، والهدف منه هو تسهيل عملية المبادلة فيما بين العملات المختلفة وتحويل القدرة الشرائية من عملة إلى أخرى. فمبادلة على سبيل المثال الدينار الجزائري بالدينار التونسي ما هو في حقيقة الأمر إلا تحويل للقدرة الشرائية بالدينار الجزائري إلى القدرة الشرائية بالدينار التونسي، وهو ما ينتج عنه إمكانية تلبية الحاجات المختلفة عند الانتقال إلى بلد آخر (في هذه الحالة تونس).

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

أ- سعر الصرف الإسمي: يعرف سعر الصرف الإسمي الثنائي بأنه ذلك السعر النسبي بين عملتين²، أو أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، وينتج عن التعادل الذي يحصل بين العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي³. ويعتبر هذا السعر الأكثر شيوعا واستخداما بين عامة الناس، باعتباره الأساس الذي تتم على أساسه المبادلة، وهذا يعني من جهة أخرى، أن سعر الصرف الإسمي لا يهتم بالقيمة الحقيقية للعملة، ولا يعبر في كثير من الحالات عن قدرتها الشرائية، لهذا فهو كثيرا ما يغيب عند تسطير السياسات الاقتصادية، ولا يؤخذ بعين الاعتبار لدى معدي هذه السياسات.

ب- سعر الصرف الحقيقي: لقد بدأ استخدام أسعار الصرف الحقيقية بدلا من أسعار الصرف الإسمية على إثر تسارع معدلات التضخم في العالم، ولتتبع آثار السياسة الاقتصادية على القدرة التنافسية للاقتصاد المحلي في التحليل الاقتصادي. ويهتم سعر الصرف الحقيقي بأسعار السلع والخدمات في البلدين والتغيرات التي قد تطرأ عليهما، وعليه فهو يقوم بتعديل سعر الصرف الإسمي طبقا للتغيرات في مستوى أسعار الدول، أي أنه يقيس القوة الشرائية للسلع والخدمات المحلية مقابل السلع والخدمات الأجنبية، ويعرف بأنه نسبة الأسعار المحلية بالعملة المحلية إلى الأسعار الأجنبية بالأسعار المحلية⁴. والتعريف السابق يعني أن سعر الصرف الحقيقي يعكس المقدار الحقيقي لانخفاض أو ارتفاع سعر صرف عملة ما بدلالة قوتها الشرائية.

ولتوضيح هذه الفكرة، سيتم الإعتماد على تأثير فروقات الأسعار في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والبرازيل على سعر الصرف الإسمي في الفترة الممتدة بين جانفي 2000 وجوان 2002⁵. ففي السنة الأولى، كان مؤشر الأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية 110.4، أما في البرازيل فكان 133.9، ثم انتقل في المرحلة الثانية

¹ حاكم محسن محمد: "أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف"، مجلة جامعة أهل البيت، العراق، العدد الأول، 2004، ص178.

² شهاب الدين حمد الناعمي: "تحليل تأثير مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا الأردن نموذجا"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 22، 2008، ص161.

³ مجدي محمود شهاب وسوزي عدلي ناشد: "أسس العلاقات الاقتصادية الدولية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص129.

⁴ عبد الحسين جليل الغالبي وليلي بديوي خضير: "تقلبات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة، مصر دراسة حالة للمدة 1984-2006"، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة واسط، العراق، المجلد الأول، العدد 5، 2011، ص49.

⁵ Paul Krugman et autres, op.cit, p67.

على التوالي إلى 118.1 و 163.5. هذا الانتقال، قياساً بالنسبة المئوية، سيعطينا أن معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال هذه الفترة بلغ 7%، أما في البرازيل فكان 22.1%. وما دام أن القوة الشرائية للريال قد انخفضت أكثر من انخفاض القوة الشرائية للدولار، فيظهر لنا بديهياً، أن سعر الصرف الحقيقي بين الدولار والريال سوف يرتفع.

من خلال المثال السابق يمكن استنتاج أن أسعار الصرف الحقيقية لا يقع التعامل بها في الأسواق، بل هو نوع من المؤشرات التي يتم حسابها باستخدام الصيغة التالية¹:

$$SR = S_t (P_t^A / P_t^B)$$

حيث أن:

SR سعر الصرف الحقيقي.

S_t سعر الصرف الإسمي للعملة A مقابل العملة B (سعر صرف الدولار مقابل الريال).

P_t^A مستوى الأسعار في بلد العملة A (الولايات المتحدة الأمريكية في المثال السابق).

P_t^B مستوى الأسعار في بلد العملة B (البرازيل في المثال).

بتطبيق الصيغة السابقة على حالة الولايات المتحدة الأمريكية والبرازيل، نجد أن سعر الصرف الحقيقي بين الدولار والريال، هو عبارة عن حاصل ضرب سعر الصرف الإسمي للعملة B في مستوى الأسعار في أمريكا على مستوى الأسعار في البرازيل.

ج- سعر الصرف الفعلي: تعتبر أشكال سعر الصرف التي تم التطرق لها في النقاط السابقة أسعار ثنائية تقيس قيمة العملة بالنسبة لقيمة عملة أخرى، هذا يعني أن هذه الأسعار لا تعطينا سوى معلومة تحسن أو ضعف قيمة العملة مع عملة أخرى، غير أن الواقع يظهر أن قيمة أي عملة ترتفع مقارنة ببعض العملات وتنخفض مقابل عملات أخرى، وتبقى ثابتة مع العملات المتبقية. وللالتفاف عن عدم قدرة الأسعار الثنائية في تحديد مدى تحسن أو ضعف العملة مع عدد معين من العملات الأخرى، يستخدم الإقتصاديين سعر الصرف الفعلي.

بشكل عام يسمح هذا السعر بمعرفة هل العملة أصبحت أكثر قوة أو أكثر ضعفاً، ويصبح بالتالي أداة مهمة ومقياس لتحديد ارتفاع أو انخفاض عملة معينة مقابل سلة من العملات الأجنبية (بشكل خاص عملات أهم الشركاء التجاريين). انطلاقاً مما سبق يمكن تعريف السعر الفعلي بأنه عبارة عن مقياس للقيمة المتوسطة المرجحة لعملة في مقابل عملتين أو أكثر²، أو أنه المعدل الموزون لأسعار صرف العملة المحلية وعملات الشركاء التجاريين الأكثر أهمية³. وللحصول على سعر الصرف الفعلي، يجب أولاً تحديد سلة العملات التي يتم على

¹ جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز: "اقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 69.

² نفس المرجع، ص 67.

³ علي جبران عبد علي: "مقياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، المجلد 455، عدد 2، 2010، ص 283.

أساسها قياس هذا السعر وثانياً تحديد سنة الأساس. فطبيعة العملات المدرجة في السلة وعددها، يقيان أمراً نسبياً يختلف من بلد إلى آخر ويرتبط بالحاجة والهدف من وراء حساب سعر الصرف الفعلي. فعلى سبيل المثال لا الحصر، إذا أردنا دراسة تنافسية اقتصاد معين، يظهر لنا من البديهي أن السعر الفعلي المناسب لهذه الدراسة يجب أن يأخذ بعين الاعتبار عملات أهم الشركاء التجاريين لهذا البلد. أما تحديد سنة الأساس فالغرض منه تأطير المدى الزمني لحساب التغيرات التي تحدث في سعر الصرف. إنّ المرحلتين السابقتين، تعتبران كافيتين لمعرفة سعر الصرف الفعلي في حالة تساوي أهمية العملات المشكّلة للسلة، أما في حالة العكس، فيجب تحديد الأهمية النسبية لكل عملة بإدراج ما يعرف بمعامل الترجيح، الذي يعني إعطاء تركيز أكبر للعملات الأكثر أهمية في سلة العملات، وتركيز أدنى للعملات الأقل أهمية. فعلى سبيل التوضيح لو مارست الجزائر 45% من تجارتها مع فرنسا و30% مع الولايات المتحدة الأمريكية و25% مع اليابان فهذا يعني أن 45% من قيمة مؤشر سعر الصرف الفعلي سيرتبط باليورو، و30% بالدولار و25% بالين. ويمكن حساب سعر الصرف الفعلي باستخدام مؤشر Laspeyres للأرقام القياسية¹:

$$FER_{y0} = \sum W_{Cn} \cdot \frac{ER_{CnY}}{ER_{CnY_0}}$$

حيث أنّ:

FER_{y0} : هو سعر الصرف الفعلي في سنة Y المراد حسابه.

W_{Cn} : معاملات الترجيح للعملة n.

ER_{CnY} : سعر الصرف في السنة Y.

ER_{CnY_0} : سعر الصرف في سنة الأساس.

على العموم، تقوم جهات عديدة بحساب ونشر أسعار الصرف الفعلية للعديد من العملات، ويأتي على رأس هذه الهيئات صندوق النقد الدولي.

د- سعر الصرف الفعلي الحقيقي: سعر الصرف الفعلي الحقيقي، هو عبارة عن سعر صرف فعلي مبني على أسعار الصرف الحقيقية بدلا من أسعار الصرف الإسمية، معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية². ولا تختلف طريقة حساب هذا السعر عن الطريقة السابقة إلا باستبدال السعر الإسمي بالسعر الحقيقي.

ثالثا-وظائف سعر الصرف: هناك عدة وظائف لسعر الصرف نوجزها في الآتي³:

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

¹ عبد المجيد قدي: "مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية-دراسة تحليلية تقييمية-"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص.105
² الحلو موسى بوخاري: "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية قياسية للأثار الاقتصادية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2010، ص.120.
³ عبد الكريم جابر العيساوي: "التمويل الدولي مدخل حديث"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص.273.

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

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

الفرع الثاني: 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.

أولاً- **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 ب USD.

حيث أن: US هي الترميز الدولي للولايات المتحدة الأمريكية.

و D هو أول حرف في اسم 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 يتوسطه خطين متوازيين \$.

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

أ- **التسعير غير الأكيد:** وهي الأكثر استخداما وانتشارا 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:

USD/CNY

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

* International Organization for Standardization.

¹ Michel Bialès et autres: "L'essentiel sur l'économie", 4^{ème} édition, Berti Edition, Paris, France, 2006, p235.

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

GBP/CNY

ويعني أن 1 جنيه (عملة محلية) يساوي عدد معين من اللوان (عملة أجنبية). وما تجدر الإشارة إليه، أنه لا يوجد أي منفعة مرجوة من خلال المفاضلة بين الطريقتين السابقتين، فالهدف لكلا النوعين هو الإعلان عن سعر الصرف. كما أن إمكانية الانتقال من نوع إلى آخر هي عملية بسيطة جدا تقضي بحساب مقلوب سعر الصرف المعلن فيصبح بذلك مقلوب سعر الشراء في إحدى الطريقتين (التسعير الغير أكيد مثلا) هو نفسه سعر البيع في الطريقة الأخرى (التسعير الأكيد) والعكس صحيح.

الفرع الثالث: 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 الإلكترونية 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 استرليني ويبيع 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 والبيع، وعليه لتحديد السعر الأخير نقوم بإضافة 90 نقطة لسعر الشراء، فنحصل على سعر 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 الإتجار¹. 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 الهامش وفقا للصيغة التالية²:

¹ جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² Peijie Wang: "The Economics of Foreign Exchange and Global Finance", springer edition, Berlin Germany, 2005, p8.

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

وفقا للمثال السابق نجد أن الهامش يقدر بـ 0.8978 %، وتجدر الإشارة أن هامش الإيجار لا يبقى ثابتا، بل يتغير استجابة لتغير الظروف السائدة في السوق. فكلما كانت هذه الأخيرة متقلبة كلما زاد الهامش¹ والعكس صحيح، ونجد تفسير ذلك في مكونات الهامش وبالضبط المخاطر المصاحبة لمعاملات الصرف الأجنبي، حيث أن زيادة المخاطرة تؤدي إلى زيادة الهامش، والمخاطرة كما هو معلوم تزيد بزيادة التقلبات. ولا يعتبر الخطر المحدد الوحيد للهامش المعتمد، وإنما يوجد عامل آخر لا يقل أهمية عن العامل السابق 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 نفور العملاء وتوجههم لبنوك أخرى تعلن أسعار أفضل منه ولتوضيح الفكرة نعطي المثال التالي:

البنك A	0.8910-90	الهامش	0.8978%
البنك B	0.8900-95	الهامش	1.0674%

هذا يعني أن العروض المقدمة من قبل البنك A أحسن مقارنة بعروض البنك B مما يجعله أكثر استقطابا للزبائن، وعلى أساس ما سبق يمكن القول أن هامش الإيجار يتحدد على أساس ما يلي:

- **النفقات:** وهي ترتبط عادة بتكاليف الإتصال والتشغيل.
- **المخاطر:** ترتبط تلك المخاطر باحتمال تغير الأسعار نتيجة للحالة المتقلبة في السوق.
- **المنافسة:** وهي ترتبط بما يقدمه المنافسين من عروض.

الفرع الرابع: أسعار الصرف المتقاطعة

يعرف سعر صرف المتقاطع أيضا بتسمية سعر الصرف المشتق، ويدعى كذلك عندما لا تكون العملة المحلية طرفا في عملية التبادل²، ويمكن حساب هذه الأسعار من خلال مقارنة تسعيرة عملتين معينتين بعملة ثالثة متخذة كأساس³ تكون في الغالب الدولار الأمريكي، لما يتمتع به من مزايا جعلته يمثل عملة محورية للمعاملات في سوق الصرف. ويمكن تبين طريقة حساب سعر الصرف المتقاطع بالمثال التالي:

نفترض التسعيرتين التاليتين:

¹ Mohamed Daouas et autres: "Techniques Financières Internationales et Couverture du Risque de change", Centre de Publication Universitaire, Tunis, 2007, p115.

² محمد كمال الحمزاوي: "سوق الصرف الأجنبي"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص27.

³ سعود جايد مشكور العامري: "المالية الدولية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص121.

$$\begin{aligned} USD/_{EUR} &= CA_{USD/_{EUR}} - CV_{USD/_{EUR}} \\ USD/_{DZD} &= CA_{USD/_{DZD}} - CV_{USD/_{DZD}} \end{aligned}$$

حيث أن:

$CA_{USD/_{EUR}}$ سعر المشتري دولار مقابل اليورو.

$CV_{USD/_{EUR}}$ سعر البائع دولار مقابل اليورو.

$CA_{USD/_{DZD}}$ سعر المشتري دولار مقابل الدينار.

$CV_{USD/_{DZD}}$ سعر البائع دولار مقابل الدينار.

إن سعر التقاطع يعني استخدام سعري الصرف السابقين $USD/_{EUR}$ و $USD/_{DZD}$ لحساب سعر صرف اليورو مقابل الدينار $EUR/_{DZD}$. ومن أجل القيام بذلك يجب حساب كل من سعر الشراء $CA_{EUR/_{DZD}}$ وسعر البيع $CV_{EUR/_{DZD}}$ بالكيفية التالية:

$$CA_{EUR/_{DZD}} = \frac{CA_{USD/_{EUR}}}{CV_{USD/_{DZD}}}$$

$$CV_{EUR/_{DZD}} = \frac{CV_{USD/_{EUR}}}{CA_{USD/_{DZD}}}$$

ومن ثم نحصل على سعر الصرف التالي:

$$EUR /_{DZD} = CA_{EUR/_{DZD}} - CV_{EUR/_{DZD}}$$

ومعنى الحسابات السابقة أنه للحصول على وحدة واحدة من اليورو (أي بكم سنشتري اليورو مقابل

الدينار)، يجب القيام بما يلي (نظرياً):

- شراء الدولار وبيع الدينار.
- بيع الدولار وشراء اليورو.

ويصبح إجمالي المرحلتين السابقتين كالتالي: شراء الدولار مع بيع الدولار يتولد عنها وضعية صفرية بالدولار ويبقى المركز المفتوح فيما يخص شراء اليورو وبيع الدينار، ونقوم بعكس العمليتين السابقتين إذا أردنا معرفة بكم سنبيع اليورو بالدينار.

أما عن أسباب استخدام الأسعار المتقاطعة، يمكن الجزم بأن اللجوء لهذه الأسعار ليس خيار بل ضرورة فرضتها ممارسات المتعاملين في سوق الصرف، واستحالة مقابلة كل عروض وطلبات العملات المختلفة في سوق الصرف، لهذا تم الاكتفاء بمقابلة عروض وطلبات كل عملات العالم مع عملة تتمتع بالقبول العام (وفي هذا الصدد نجد أن الدولار الأمريكي قد لعب هذا الدور نتيجة للأسباب التي ذكرناها في بداية العنصر) ثم إن أردنا الحصول على سعر صرف خارج العملة الوسيطة نستخدم الصيغتين السابقتين.

المطلب الثاني: سوق الصرف

يعتبر سوق الصرف من أكبر الأسواق وأوسعها تداولاً وسيولة، إذ يقدر حجمه حسب إحصائيات 2013 بأكثر من 5 تريليون دولار يومياً، ولقد عرف هذا السوق تطوراً كبيراً بعد انهيار نظام بريتون وودز في 1973، وأصبح إضافة للمعاملات الحاضرة يحتضن المعاملات الآجلة والمنتجات المشتقة. ولا يمكن وصف سوق الصرف بالمحلي لأنه سوقاً عالمياً بامتياز تتوزع معاملاته عبر كل قارات العالم بدءاً بالمراكز المالية في آسيا مثل هونغ كونغ وسنغافورة وطوكيو، وعبوراً بمركز دبي في الشرق الأوسط ولندن وفرنسا وفرنكفورت في أوروبا، وانتهاءً بنيويورك وشيكاغو وتورنتو في أمريكا الشمالية ولاما وريو دي جانيرو وأمريكا اللاتينية. هذا الانتشار جعل من سوق الصرف سوقاً لا حدود زمنية ومكانية له. في هذا المطلب سنقوم بالتعريف بكل من سوق الصرف، أهم المتعاملين فيه، وحجمه والعمليات التي تتم فيه.

الفرع الأول: تعريف سوق الصرف وخصائصه

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

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

مما سبق يمكن تعريف سوق الصرف بأنه سوق نقدي ذو طابع عالمي يتم فيه مبادلة العملات بعضها ببعض بدون توقف وباستخدام وسائل الاتصال التقليدية والحديثة. ويتميز سوق الصرف عن بقية الأسواق بما يلي:

أ-مكان سوق الصرف: إن 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

¹ دومينيك سلفاتور، مرجع سبق ذكره، ص 146.

² خليل احمد الكايد: "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 86.

جغرافي كما هو حاصل في بقية الأسواق¹، وإنما تواجهه يكون في الاتصالات التي تحدث بين المتعاملين والفاعلين سواء كانوا بنوك، سماسرة، أفراد أو شركات. وهذه الاتصالات تحدث للإستعلام عن الأسعار، ومن أجل إعطاء الأوامر. وتتمثل وسائل الإتصال في كل من الهاتف، التلكس، الفاكس والشبكات المعلوماتية التي تربط المتعاملين في هذا السوق، ويتم من خلالها تبادل المعلومات والتعليمات. وتخلق التعليمات المرسلة عبر هذه الوسائل العرض والطلب في سوق الصرف.

ب-الأصل محل التبادل: يعتبر الأصل محل التبادل في سوق الصرف ركنا أساسيا، له من الخصوصيات في هذا السوق ما يجعله مختلف جذريا عن بقية المنتجات المتداولة في الأسواق الأخرى. فعلى سبيل المقارنة، نجد أن في سوق السيارات يتم شراء وبيع هذا المنتج 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 وثنها أو قيمتها.

وعليه فإن القاعدة في تحديد السلعة والتمن 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 اليورو وبالتالي فسيتم تحديد قيمة وحدة واحدة من الدولار بقدر متغير من اليورو. على العكس من ذلك، إذا أردت أن تشتري اليورو وكنت تملك الدولار سوف تلاحظ تبادل الدورين السابقين، بحيث يصبح اليورو السلعة والدولار ثمنها. وباعتبار أن لكل عملة قيمة شرائية معينة في اقتصادها فإن تحديد معدل التبادل والتغيرات التي تحدث عليه سوف تعتمد على التعادل الحاصل والتغير الذي يحدث على القيمة الشرائية لكل عملة.

ج-زمن افتتاح السوق: بعد أن قمنا بالتعقيب عن البعد الجغرافي لسوق الصرف، وماهية السلعة وثنها، نصل الآن إلى البعد الزمني لسوق الصرف، ونقصد بهذا البعد 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 المحتضنة لسوق الصرف، فعلى سبيل التوضيح، عندما يكون سوق الصرف في أوج نشاطه في أوروبا يكون هذا السوق في نهاية الدوام في الأسواق الآسيوية ومغلق في الأسواق الأمريكية. وبمجرد فتور النشاط في أوروبا، نجد أنه يكون في أوج نشاطه في أمريكا ومغلق في آسيا، وهكذا دواليك.

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

¹ Brian Coyle: "Foreign Exchange Markets, Currency risk management", Taylor & Francis, Chicago, USA, 2001, p7.

الحاجات التجارية لزبائنها بدون توقف¹. فالعمليات في سوق الصرف تنجز محليا، ولكن في إطار دولي عالمي، لهذا يصعب كثيرا التفريق بين مثلا سوق صرف فرنسا وسوق صرف إنجلترا أو حتى بين السوقين السابقين وأسواق الصرف الآسيوية. نتيجة لذلك فقد كان سوق الصرف من أوائل الأسواق تأثرا بالعمولة ويعتبر أحسن مجال لاستبيان مظاهر العمولة واستنباط مقاصدها وآثارها.

ثانيا-المتدخلون في سوق الصرف: اعتمادا على حجم المبالغ، يمكن تقسيم سوق الصرف إلى قسمين رئيسيين، قسم عرفه بعض الكتاب بأنه سوق الجملة للعمليات، ويتم فيه تبادل مبالغ كبيرة جدا وتنجز فيه معظم المعاملات وأهمها، وهو في الأصل سوق ما بين البنوك. القسم الثاني هو أقل أهمية يتم فيه تبادل المبالغ الصغيرة ما بين البنوك وزبائنهم بواسطة ما يعرف بالسماسة. وللتحكم في سعر الصرف نجد أن البنوك المركزية تتدخل في هذا السوق من فترة إلى أخرى اعتمادا على احتياطاتها من النقد الأجنبي، وعليه يمكن القول أن سوق الصرف ينشط فيه أربعة متدخلين رئيسيين*:

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

1-البنوك صانعة السوق "market makers": يعتبر صانعي السوق من أهم الفئات المشاركة في سوق الصرف والأكثر تأثيرا على المعاملات فيه. وتضم هذه الفئة أهم وأكبر البنوك في المركز المالي، وتتولى مهمة ضمان السيولة في السوق من خلال توفير العملات الأجنبية التي يتخصصون فيها لبقية البنوك، وعلى أساس ذلك نجد بأنهم يعتبرون مرجعا أساسيا لأسعار الصرف المتداولة.

ومن أجل القيام بهذه الوظيفة على أحسن وجه، يكون صانع السوق مجبرا على اتخاذ وضعيات صرف بعمليات متعددة في حدود ما تسمح به سياسة البنك وتوجيهات البنك المركزي. كما أن صانع السوق يقوم بكل النشاطات الممكن ممارستها في السوق مثل عمليات التحكيم، التحوط والمضاربة². وتمثل الأرباح التي يجنيها المتداول من خلال المتاجرة بالعملات الأجنبية ما بين 10 و20% من الأرباح السنوية المحققة لدى بعض البنوك³.

¹ David Eiteman et autres : "Gestion et Finance Internationales", traduction Michel-Henry Bouchet et autres, 10^{ème} édition, Pearson Education, Paris, France, 2004, p136.

* بعض الكتاب مثل David Eiteman يرون بأن العدد يصل إلى خمسة والسبب في ذلك هو اعتمادهم على تصنيف وظيفي للمتدخلين فمثلا نجد من بين المتدخلين حسبهم، المضاربين والمراجحين. وبالتدقيق في الجهة التي تقوم بهذه المعاملات نجدها إما بنك أو المؤسسات أو الأفراد، لهذا اكتفينا بحصر العدد في أربعة متدخلين.

** اعتمدنا في ترجمة كلمة Trader إلى متداول بدل صراف اعتمادا على قاموس الأسواق والأوراق المالية لكتابه تحسين التاجي الفاروقي، مكتبة لبنان ناشرون، 2004، بيروت، ص310.

² Christophe Godlewski et autres : "Gestion des risques et institutions financières", 2^{ème} édition, Pearson éducation, Paris, France, 2010, p35.

³ David Eiteman et autres, op.cit, p136.

2-آخذوا السعر: تتعامل البنوك التجارية والإستثمارية المتوسطة والصغيرة الحجم مع البنوك صانعة السوق في شراء وبيع العملات الأجنبية إما لصالحها أو لصالح عملائها من خلال الإتصال بالعديد من البنوك صانعة السوق للإطلاع على الأسعار واختيار السعر الأحسن. وتتحصل هذه البنوك عادة على عمولة معينة إذا كانت المعاملة لصالح عميل معين أو توسيع هامش المتاجرة بإضافة عدد من النقاط لسعر البيع وطرح عدد من النقاط من سعر الشراء¹.

وما تجدر الإشارة إليه أن 75% تقريبا من المعاملات في سوق الصرف يستحوذ عليها عدد قليل من البنوك (صانعة السوق) كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم(01): عدد البنوك المستحوذة على 75% من العمليات المنجزة في سوق الصرف

البلد	1998	2001	2004	2007	2010	2013
سويسرا	7	6	5	3	2	3
الدنمارك	3	3	2	2	3	3
السويد	3	3	3	3	3	3
فرنسا	7	6	6	4	4	4
كندا	6	5	4	6	5	5
ألمانيا	9	5	4	5	5	5
أستراليا	9	10	8	8	7	7
الولايات المتحدة الأمريكية	20	13	11	10	7	7
اليابان	19	17	11	9	8	9
إنجلترا	24	17	16	12	9	10
سنغافورة	23	18	11	11	10	11
هونغ كونغ	26	14	11	12	14	13
كوريا	21	14	12	12	16	17

Source: Bank for International Settlements (BIS): " Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, p 9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول السابق، نلاحظ أن هناك تركيز كبير للمعاملات في سوق الصرف حيث أن عدد قليل من البنوك يستحوذ على 75% من إجمالي المبالغ المتداولة، كما أن هذا العدد في تناقص من سنة إلى أخرى. فعلى

¹ شقيري نوري موسى وآخرون: "إدارة المخاطر"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص234.

سبيل التوضيح، نجد أن عدد البنوك التي تستحوذ على النسبة المذكورة أعلاه في السوق الأمريكي انخفض بين سنة 1998 و2013 من 20 بنك إلى 7 بنوك، وهي حالة عامة ملاحظة في كل الأسواق المشمولة في الجدول. وتجدر الإشارة إلى اختلاف الدول من حيث درجة التركيز حسب إحصائيات 2013، فالنسبة الأعلى سجلت في كل من سويسرا، الدانمارك والسويد، وأدنى نسبة سجلت في كوريا بواقع 17 بنك.

ب-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... الخ. وما تجدر الإشارة إليه أن حجم هذه المعاملات صغير جدا ولا يمثل إلا نسبة ضعيفة من إجمالي ما يتم تداوله في سوق الصرف.

ج-البنوك المركزية: الأصل أن البنك المركزي لا يتاجر بالعملة الأجنبية في سوق الصرف، وتدخلاته في هذا السوق تأتي في إطار سياسة الحفاظ على نسبة التبادل أي سعر الصرف. ويختلف حجم وطريقة تدخل هذه البنوك حسب نظام الصرف المعتمد، ففي الأنظمة العائمة نلاحظ أن التدخلات المباشرة للبنوك المركزية في سوق الصرف قليلة، وتعتمد عوض ذلك للتأثير في سعر الصرف على أدوات السياسة النقدية مثل معدل الفائدة.

في الأنظمة الثابتة، نجد أن تدخل البنوك المركزية أمرا ثابتا في سياستها ويتكرر كلما حاد سعر الصرف عن السعر الثابت، ويتطلب ذلك استخدام البنك المركزي أداة السوق المفتوح للتأثير على مسار العرض والطلب، ومن ثم على ميل سعر الصرف. وتهدف البنوك المركزية من خلال تدخلاتها إحداث التوازن بين العرض والطلب في سوق الصرف عند مستويات مضبوطة من سعر الصرف. وبالقيام بمقارنة بسيطة بين حجم الإحتياطات المركزية لدى هذه البنوك في سنة 2013 والمقدرة بـ 11.6 تريليون دولار¹ والحجم اليومي المتداول في سوق الصرف الذي يتعدى 5 تريليون دولار، نلاحظ أن هناك فرق شاسع بين الرقمين، مما يدفعنا إلى التساؤل: كيف يمكن لمبالغ ضئيلة أن تؤثر على تدفقات كبيرة؟

بالرغم من ضآلتها أثبتت تدخلات البنوك المركزية قدرتها على التأثير على ميل سعر الصرف، وتعتمد هذه البنوك عند تنفيذ تدخلاتها من أجل زيادة فرص نجاحها على السرية والتنسيق مع بقية البنوك المركزية المعنية، واختيار 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 الضئيلة المتداولة فيه تجعل سعر الصرف حساسا لأي تغير في العرض والطلب مهما كان حجمه.

¹ International Monetary Fund (IMF), "Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve (COFER)", IMF Data, available on IMF website, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>, accessed February 02, 2015.

إضافة لما سبق ذكره فإن البنك المركزي في إطار إدارته لاحتياجاته يقوم باستثمار موجوداته من النقد الأجنبي من خلال توظيفها في سوق رؤوس الأموال الدولية أو تشكيل محفظة من الأصول المالية¹ (السندات الحكومية على وجه الخصوص).

د- السماسرة: يعتبر السماسر broker أو الوسيط، وكيل في صفقة أوراق مالية ينفذ أوامر العملاء لشراء أو بيع أوراق مالية أو سلع مقابل تقاضي عمولة أو رسم يسمى رسم الوساطة ويمكن للوسيط أن ينتمي إلى شركة عضو في البورصة أو أن يكون هو نفسه عضو². من التعريف السابق، نجد أن هذه الوظيفة لا تختلف بالنسبة للوسيط في عمليات الصرف، مما يعني أن السماسر في سوق الصرف يقوم بالتوسط بين المشتري والبائع ويسهر على إتمام المعاملة متحصلا على عمولة تمثل نسبة مئوية في الغالب من حجم الصفقة. وفي إطار عمله، يسهر على عدم الكشف عن المشتريين أو البائعين المحتملين عند تقديم أسعار الشراء أو البيع للجهة المتصلة، لأن في ذلك ضررا محتملا سواء للسماسر أو للجهة العارضة أو الطالبة للعملة الأجنبية. إضافة إلى دور الوساطة فإن السماسر يمارس وظيفة نقل المعلومات في سوق الصرف وترويج الإشاعات.

نتيجة للدور الفاعل والمؤثر للسماسر في سوق الصرف، فقد تشكلت منذ فترة ليست بالبعيدة بيوتا للسمسرة أقلمت نشاطها مع تطور تقنيات الإتصال وشيوع الإنترنت من خلال انشاء مواقع إلكترونية خاصة بالمعاملات في سوق الصرف، ويمكن رسم خريطة دقيقة حول تطور السمسرة في التسلسل الزمني التالي:

- **قبل سنة 1995:** منذ بداية أولى عمليات الصرف وحتى منتصف تسعينيات القرن الماضي انحصرت السمسرة في مجموعة من الأفراد تولوا عملية التوسط بين المتعاملين في سوق الصرف، وكانت وسيلة الإتصال الأكثر استخداما الهاتف.

- **بعد سنة 1995:** أثر تطور تكنولوجيات الإتصال على وظيفة السمسرة في سوق الصرف، وأدى إلى ظهور ما يعرف بالسمسرة الإلكترونية خصوصا بعد سنة 1998، والتي ساهمت إلى حد بعيد في تسهيل المعاملات في هذا السوق وتوسيع دائرة المتعاملين معه لتشمل فئات من المستثمرين الصغار. ولقد كان لظهور السمسرة الإلكترونية ثلاثة نتائج مهمة للغاية³: **النتيجة الأولى** إمكانية دخول الصيرافة بشكل مباشر للعديد من البنوك من خلال المنصات الإلكترونية، **النتيجة الثانية** ظهرت في إمكانية إتمام المعاملات بشكل آلي بفضل منصات التداول التي ساهمت بشكل ملحوظ في تقريب أوامر الشراء وأوامر البيع وتوفير التأكيد الآني للمعاملة. **النتيجة الأخيرة** تمثلت في استفادة كل زبون في نظام السمسرة الإلكترونية من أفضل الأسعار المعلنة على الشاشة بدون أي تمييز بين المتعاملين.

وتعتبر كل من (E.B.S) Electronic Broking Services و Reuters شبكتين رائدتين في مجال السمسرة الإلكترونية، فعلى سبيل المثال نجد أن E.B.S بدأت نشاطها في سبتمبر 1993 بـ 144 مؤسسة مالية

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص235.

² منير البعلبكي: "المرد قاموس انجليزي عربي"، الطبعة الثالثة، دار النشر غير مذكورة، بيروت، 1970، ص130.

³ Yves Simon et autres : "Finance internationale", 10^{ème} édition, economica, Paris, France, 2009, p11.

وفي جانفي 1996 كانت نسبة المعاملات التي توسطت فيها E.B.S تمثل 4% من حجم السمسرة الإجمالي. في الوقت الراهن، تربط الشبكة المتداولين والمتعاملين في أكثر من 50 دولة في العالم، وتخصص في كل من الصرف الحاضر والعقود الآجلة الغير قابلة للتسليم على عملات الدول الناشئة، وأصبح عدد البنوك المشتركة في هذا النظام 650 بنك والحصصة السوقية تقدر بـ33%¹. النظام الثاني الذي يحتل الرتبة الأولى من حيث نسبة التغطية هو نظام Reuters، ورغم المنافسة الشديدة التي عان منها السمسرة التقليديون إلا أنهم مازالوا يتوسطون في 15% من المعاملات حسب إحصائيات بنك التسوية الدولية لسنة 2013².

ثالثاً-وظائف سوق الصرف: يقوم سوق الصرف بالوظائف التالية:

أ-تحويل القدرة الشرائية: يسمح سوق الصرف بتحويل القدرة الشرائية بين عملتين مختلفتين، بفافتراض أن مستورد من البلد A قام باستيراد سلعة معينة من البلد B، لتسديد قيمة ما استورد لا يستطيع في معظم الأحيان أن يستخدم عملته، لهذا فإنه سوف يستخدم عملة المصدر مما يفرض عليه أن يقوم بتحويل عملته إلى عملة المصدر. العملية السابقة تعني بأنه قام بتحويل القدرة الشرائية لعملته الوطنية بقدرة شرائية لعملة أخرى ليتمكن من تسوية مشترياته³. انطلاقاً مما سبق، يمكن القول أن سوق الصرف يسمح بنقل القدرة الشرائية من دولة إلى أخرى، ويسمح بالتالي بتسوية المدفوعات الناشئة عن المعاملات التجارية أو المالية من خلال استخدام آليات الدفع والتحويل المعروفة كالحوالات التلغرافية والمصرفية أو وسائل الدفع والدين كالكيميالة والسفتجة.

ب-تحديد أسعار صرف العملات المختلفة: كغيره من الأسواق، فإن سوق الصرف يسمح بتحديد السعر التوازني للعملات المختلفة من خلال مقابلة العرض والطلب⁴، وفي هذا الإطار يجب التنبيه إلى أن معظم العملات تسعر مقابل الدولار الأمريكي، وأسعار الصرف خارج الدولار يتم الحصول عليها عن طريق الأسعار المتقاطعة. ج-توفير الائتمان: بغرض تحفيز التصدير ظهرت العديد من التقنيات لتمويل المهلة التي يمنحها المصدر للمستورد لتسوية مستحقاته، وكل هذه التقنيات تستخدم سوق الصرف للحصول على الأموال اللازمة، فعلى سبيل المثال لا الحصر نذكر قرض المشتري، قرض المورد وتقنية تعبئة الديون الناشئة عن التصدير⁵.

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

¹ Electronic broker system: "EBS at a glance", available on the EBS Web Site, <http://www.ebs.com/about-us/ebs-at-a-glance.aspx>, accessed February 12, 2015.

² Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010", Basel, Switzerland, December 2010, available on the BIS website, <http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>, accessed August 05, 2015.

³ Dominick Salvatore: "Economie internationale", traduction Fabienne Leloup et Achille Hannequart , 1^{ère} édition, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2008, p510.

⁴ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي: "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 38.

⁵ Dominick Salvatore, *op.cit.*, p514.

رابعاً- خصائص سوق الصرف: يمكن حصر الخصائص الرئيسية لسوق الصرف في النقاط التالية:

أ- حجم التداول الكبير: يعتبر سوق الصرف من أنشط أقسام السوق النقدي من حيث حجم المبالغ المتداولة على الإطلاق، فيكفي أن نقوم بمقارنة بسيطة بين ما يتم تداوله في سوق الصرف والتجارة الدولية أو بين حجم التداول اليومي في سوق الصرف والنتائج المحلي للولايات المتحدة الأمريكية لتأكيد هذا الأمر. فحسب إحصائيات 2013 قدر حجم التداول اليومي في سوق الصرف أكثر من 5 تريليون دولار وهو بهذا الرقم يمثل أكثر بقليل من ثلث الحجم السنوي للتجارة العالمية التي قدرت في سنة 2013 بـ 18.6 تريليون دولار¹، وثلث الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية المقدر بأكثر من 16.9 تريليون دولار². وما يثبت سرعة تطور ونمو السوق أنه كان في سنة 2004 يوازي سدس الإقتصاد الأمريكي³.

ب- سوق تغلب عليه المعاملات ما بين البنوك: بالرغم من وجود العديد من الفاعلين في سوق الصرف، إلا أن هذا السوق تغلب عليه العمليات ما بين البنوك. فحسب إحصائيات بنك التسويات الدولية BRI لسنة 2013 نجد أن 86.6% من المعاملات في الواقع تتم فيما بين البنوك والمؤسسات المالية⁴. كما أن عدد قليل جدا منها أي ما بين 50 و80 بنك⁵ تستحوذ على معظم المعاملات في سوق الصرف على المستوى الدولي نذكر من أهم البنوك العالمية كل من Citibank, Nat West, Barclays, H.S.B.C, Morgan, Jp chase, Bank of america... الخ. وتلعب هذه البنوك دور صانع السوق كما سبق وأن ذكرنا.

ج- السوق الحر والسوق المنظم: يتميز سوق الصرف بأن المعاملات تنجز حسب الخيار في سوقين أحدهما يكون حر O.T.C وفيه يكون العقد المبرم بين الجهتين شريعة المتعاقدين، والآخر منظم ضمن أطر وتحت وصاية جهة معينة، قد تكون البنك المركزي أو غرفة المقاصة في البورصة. وتختلف أهمية كل سوق حسب نوع وطبيعة المنتج والبلد الذي يحتضنه، فبينما نجد أن دور السوق المنظم في المعاملات الحاضرة هامشي وفي سوق عقود المبادلة منعدم، نجد بأنه سوق أساسي للمتاجرة بالمستقبليات والخيارات. كما أن أهمية السوق المنظم تختلف من بلد إلى آخر، فبينما في البلدان المتقدمة نجد بأن أكثر المنتجات المشتقة يتم تداولها في السوق الحر نجد بأن هذه المنتجات يتم تداولها في الأسواق المنظمة في دول أخرى كالبلدان الناشئة.

د- هيمنة الدولار على المعاملات في سوق الصرف: يعتبر الدولار الأمريكي العملة الرائدة أو العملة الدولية الأكثر استخداماً في المعاملات الدولية، ويمثل العملة الأكثر تداولاً في سوق الصرف حيث أنه يستحوذ على أكثر من 87% من حجم المعاملات في هذا السوق. ويرجع سبب هيمنة الدولار على المعاملات في سوق

¹ قاعدة بيانات منظمة التجارة العالمية OMC متوفرة في موقع المنظمة، http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/statis.htm تاريخ الاطلاع 2014/04-15.

² قاعدة بيانات متوفرة في الموقع التالي: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>

³ Dominick Salvatore, **op.cit**, p513.

⁴ Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010", Basel, Switzerland, December 2010, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 05, 2015.

⁵ Yves Simon et autres, **op.cit**, p16.

الصرف إلى حجم الإقتصاد الأمريكي والواقع الذي خلفه نظام بريتون وودز من خلال اعتماده التام على الذهب والدولار الأمريكي أين تم اعتبار هذه العملة جيدة مثل الذهب¹ وكانت العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى هذا المعدن بمعدل 35 دولار لكل أوقية واحدة². إلى جانب ذلك، فالدولار حالياً يمثل أكبر سوق للائتمان قصير الأجل في العالم، ويتفرد سوق المال الأمريكي بخاصية العمق والاتساع والسيولة التي لا مثيل لها في سوق آخر، ويساعده حجم ضخم جدا من أدوات الدين التي تمكن دول العالم من استخدام الدولار كعملة احتياط من جانب، والانتفاع بالعوائد المحققة من تلك الاحتياطيات من خلال توظيفها في أدوات الدين الأمريكي قصير الأجل من جانب آخر.

الجدول رقم (02): أهم العملات المتداولة سوق الصرف*

الوحدة: نسبة مئوية

العملات	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
الدولار	82	83.3	87.3	90.4	88	85.6	84.9	87
اليورو**	55.2	59.7	52.5	37.6	37.4	37	39.1	33.4
الين الياباني	23.4	24.1	20.2	22.7	20.8	17.2	19	23
الجنيه الإسترليني	13.6	9.4	11	13.2	16.5	14.9	12.9	11.8
الدولار الأسترالي	2.5	2.7	3.1	4.2	6	6.6	7.6	8.6
الفرنك السويسري	8.4	7.3	7.1	6.1	6	6.8	6.4	5.2
الدولار الكندي	3.3	3.4	3.6	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6
دولار هونغ كونغ	1.1	0.9	1.3	2.3	1.8	2.7	2.4	1.4
عملات أخرى	10.5	9.2	13.9	19	19.3	24.9	22.4	25

Sources:

- Bank for International Settlements (BIS) (BIS): "Triennial central bank survey, report on foreign exchange and derivatives market activity in 2001", Basel, Switzerland, March 2002.

-Bank for International Settlements (BIS) (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, December 2013.

ونتيجة لهيمنة الدولار على سوق الصرف، اعتبر فريق من الكتاب أن هذا السوق هو في حقيقة الأمر

سوق الدولار مقابل العملات الأخرى. ومع ظهور اليورو، وبروز عملات أخرى التي أصبحت تمثل في سنة

¹ Bruce Russett and others: "World Politics: The Menu for Choice", Cengage Learning, 2009, p382.

² David Hénaux : "Les mouvements internationaux de capitaux – comprendre les crises financières", édition educagri, France, 2009, p57.

* من الجدول السابق نلاحظ أن مجموع النسب هو 200 وليس 100، والسبب في ذلك أن الصيغة الواحدة تقيد وتحسب مرتين، مرة بالنسبة لعملة التسعيرة ومرة أخرى للعملة المسعرة. فمثلاً نأخذ معاملة بالدولار مقابل اليورو بقيمة 500. سوف نلاحظ أن المبلغ 500 سيسجل مرتين مرة بأنه معاملة تمت بالدولار والمرة الثانية أنه معاملة تمت باليورو.

** تتعلق الاحصائيات الخاصة باليورو لسنوات 1992، 1995 و1998 بكل من العملات التي عوضت باليورو مثل الفرنك، المارك الألماني والعملة الأوروبية الموحدة ECU.

2013 نسبة 25%* في المعاملات الدولية كعملات الدول الناشئة، بدأت هذه الهيمنة تنخفض تدريجياً، حيث أن نسبة المعاملات التي يكون فيها الدولار طرفاً انخفضت من 90% سنة 2001 إلى 87% سنة 2013. على هذا الأساس أصبح التساؤل عن مصير هيمنة الدولار في سوق الصرف مبرراً، خصوصاً إذا أخذنا بعين الاعتبار أن الإنخفاض المستمر في قيمة العملة الأمريكية خلال السنوات القليلة الماضية دفع بعض الدول إلى البحث عن بدائل جديدة وعملات أخرى لتسعير بعض المنتجات كالمحروقات، المعادن والمواد الغذائية، مما يؤدي إذا تحقق هذا الأمر إلى استبعاد عناصر داعماً للدور الريادي للدولار على المستوى الدولي.

الفرع الثاني: حجم سوق الصرف وأهم المراكز المالية

يعتبر سوق الصرف من أضخم الأسواق على المستوى الدولي وأسرعها نمواً على الإطلاق، ونتيجة للحجم الكبير من التداول فإن الإحصائيات تعطى على أساس التداول اليومي. ويتوزع نشاط سوق الصرف على العديد من المراكز المالية الدولية والتي جعلت بسبب تباعدها الجغرافي سوق الصرف مستمر النشاط على مدار الساعة، في هذه النقطة سنحاول التعرف على حجم التداول في سوق، وما هي أهم المراكز المالية.

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

الجدول رقم (03): حجم التداول اليومي في سوق الصرف بين سنتي 1992 و 2013

الوحدة: مليار دولار

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

Sources:

1- Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): " **Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 1995**", Basel, Switzerland, May 1996, available on the BIS website, www.bis.org, accessed July 01, 2015.

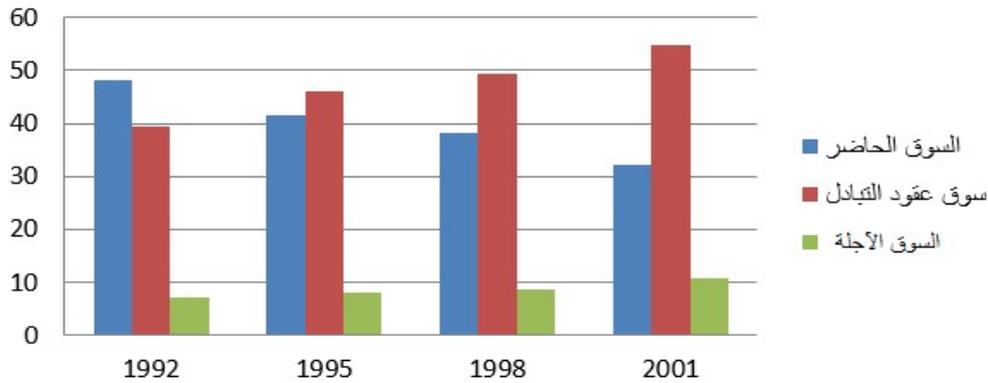
* من بين أهم العملات نجد عمالات بعض الدول الناشئة مثل البيسيطة المكسيكية 2.5% اللوان الصيني 2.2% الروبل الروسي 1.6% الليرة التركية 1.3%.

من الجدول نلاحظ النمو السريع في سوق الصرف، حيث أن حجم التداول اليومي تضاعف بستة مرات ما بين سنة 1992 و2013، الإستثناء الوحيد كان ما بين 1998 و2001 حيث لاحظنا أن حجم التداول اليومي قد انخفض بنسبة 14% ويمكن تفسير ذلك بالعوامل التالية¹:

- ظهور اليورو² في سنة 1999 وتعويضه لإحدى عشر عملة أوروبية، مما يعني أن الصفقات التي كانت تنجز في هذه الدول وتدرج ضمن حجم التداول اليومي في سوق الصرف قد اختفت بعد اعتماد اليورو، وحسب بعض الإحصائيات فإن ظهور اليورو أدى إلى انخفاض بـ 8% من إجمالي الصفقات والمعاملات؛
- ظهور السمسة الإلكترونية واتساع مساهمتها في معاملات الصرف؛
- حصول عمليات إندماج ضخمة ما بين البنوك في تلك الفترة مما يعني أن العمليات التي كانت تدرج في سوق الصرف بين بنكين أصبحت لا تحسب باعتبار أن العمليات أصبحت تعتبر داخلية؛
- أدت أزمات الصرف وخصوصا في خريف 1998، إلى تبني البنوك للعديد من الإجراءات الاحترازية لإدارة المخاطر فانخفضت نتيجة لذلك كل من عمليات الإقراض بالعملة الأجنبية وعمليات المضاربة.

وما تجدر الإشارة إليه أن الانخفاض الملاحظ في الفترة سابقة الذكر لم يشمل كل أقسام السوق وإنما خص سوق الصرف الحاضر وهو ما يمكن توضيحه في الشكل التالي:

الشكل رقم (01): انخفاض حجم التداول في سوق الصرف الحاضر بين سنتي 1998 و2001



Source: Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, p 9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الشكل نلاحظ أن حجم التداول في سوق الصرف الحاضر إنخفض تمثيله في حجم التداول الكلي من 47% سنة 1992 إلى أقل من 33% في سنة 2001. هذا الانخفاض عوض بارتفاع حصة كل من الأسواق

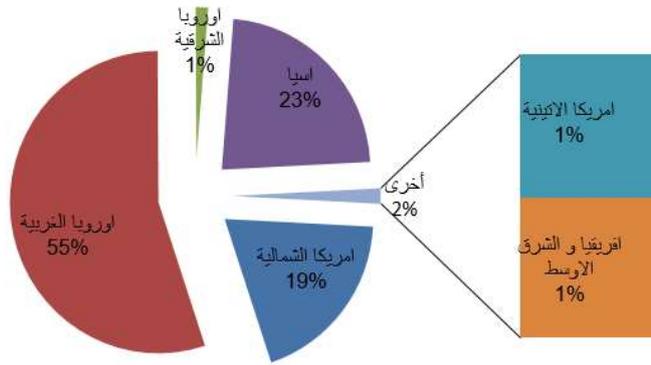
¹ Emmanuel Nyahoho : " **Finances Internationales** " : Théorie, Politique et Pratique", 2^{ème} édition, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2002, p100.

² Gérard-Marie Henry : " **Dollar : la monnaie internationale, Histoire, mécanismes et enjeux** ", édition Studyrama, Paris, France, 2004, p122.

الآجلة وعقود المبادلة. فبالنسبة لسوق عقود المبادلة فقد ارتفعت نسبته من 39% إلى أكثر من 54%، أما السوق الآجل فقد أصبح يمثل أكثر من 10% من حجم سوق الصرف في سنة 2001.

ثانيا- أهم المراكز المالية في سوق الصرف: يمكن تقسيم سوق الصرف إلى 6 مجموعات جغوية، أوروبا الغربية، أمريكا الشمالية، جنوب شرق آسيا، أوروبا الشرقية، أمريكا اللاتينية وإفريقيا والشرق الأوسط، ومساهمة كل جهة من هذه الجهات في حجم التداول في سوق الصرف حسب إحصائيات 2013 يمكن تبيينها في الشكل التالي:

الشكل رقم (02): التوزيع الجغرافي لسوق الصرف في سنة 2013



Source: Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الشكل نلاحظ أن 98% من سوق الصرف متواجد في كل من أوروبا، أمريكا الشمالية وآسيا مما يعني بالضرورة تواجد أهم المراكز المالية في هذه المناطق حسب ما بينه الجدول الموالي:

الجدول رقم (04): ترتيب أهم المراكز المالية في العالم حسب إحصائيات سنة 2013

الوحدة: مليار دولار

المركز المالي	حجم التداول اليومي		المركز المالي	حجم التداول اليومي	
	2013	النسبة		2013	النسبة
بريطانيا	2726	40.86	سويسرا	216	3.24
و.م.أ	1262	18.93	فرنسا	190	2.85
سنغافورة	383	5.74	أستراليا	182	2.72
اليابان	374	5.61	هولندا	112	1.68
هونغ كونغ	274	4.12			

Source: Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول نلاحظ أن أهم مراكز سوق الصرف متواجدة في كل من بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، سنغافورة وهونغ كونغ. من حيث الترتيب، نجد بأن لندن تحتل الرتبة الأولى بحجم تداول يومي يزيد عن 2.7 تريليون دولار، تليها مباشرة الولايات المتحدة الأمريكية بأكثر من 1.2 تريليون دولار وفي الرتبة الثالثة سنغافورة بـ 383 مليار دولار.

الفرع الثالث: العمليات في السوق الصرف

يمكن التمييز بين ثلاثة عمليات ضمن النشاطات التي يقوم بها المتعاملون في سوق الصرف، النشاط الأول يتمثل في التحوط الذي يهدف إلى التحكم في مخاطر الصرف، الثاني المجازفة من أجل تعظيم الأرباح، وأخيراً المراجحة للاستفادة الآنية من فروقات الأسعار بين الأسواق.

أولاً-التحوط: تعد تقلبات أسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة بها إحدى أهم المشكلات التي تواجه الشركات على اختلاف أنواعها، وفي مختلف دول العالم، فضلاً عن ذلك تعاني الشركات التي لها أنشطة دولية على وجه الخصوص من تقلبات غير متوقعة في أسعار صرف العملات الأجنبية الأمر الذي يؤدي إلى حدوث خسائر في نشاط تلك الشركات ومن أجل تفادي ذلك وجب عليها أن تتحوط من خطر الصرف.

أ- مفهوم التحوط: لقد طورت تقنيات عديدة لمساعدة الشركات والمستثمرين على التقليل من درجة التعرض لمخاطر أسعار الصرف عن طريق إغلاق المراكز المفتوحة سواء كانت في حسابات الشركة أو في السوق. وقد قادت تلك الابتكارات المالية إلى تغييرات كبيرة في خريطة النظام المالي الدولي وأدواته، فانتشرت بفضل ذلك المشتقات المالية وزاد استخدامها للتحوط ضد التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف. فعملية الإستثمار في أصل معين ذو عوائد والذي يمكنه أن يعكس التعرض لمصدر مخاطرة معين يدعى التحوط. ويمثل التحوط أحد الأدوات المستخدمة في تقليل وتحييد المخاطر النظامية، وقد عرف بشكل عام بأنه الإجراءات المتخذة لتقليل أو إلغاء المراكز المعرضة للخطر¹، وهو ما يعني اتخاذ مركزين مختلفين بحيث أن الخسائر المحققة لأحد المراكز ينبغي أن توازن أرباح المركز الآخر.

وتتمة لما سبق نجد أن التحوط من خطر الصرف يعرف بأنه اتخاذ مركزاً معاكساً للمركز الأصلي بالعملة الأجنبية التي تتسبب بالخطر وأن أي ربح أو خسارة من المركز الأول تعوض كاملة من المركز الثاني²، وبغض النظر عما يحصل لسعر الصرف في المستقبل، فإن التحوط يثبت قيمة العملة المحلية وبهذه الطريقة يحمي الشركات من تحركات العملة غير المتوقعة، فالفكرة الأساسية للتحوط من مخاطر أسعار الصرف بشكل أساسي هو تخفيض

¹ Brian Coyle : "Hedging Currency Exposures", Global Professional Publishing, London, United Kingdom, 2000, p14.

² اعتصام جابر الشكرجي ومحمد علي إبراهيم العامري: "إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي دراسة تحليلية تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد الثامن، العدد 23، الفصل الثاني 2013، ص27.

تقلبات التدفقات النقدية وبالتالي تحسين أداء الشركات. ونتيجة لاستخدام المتحوط عادة مجموعة من المنتجات مثل الصرف الآجل، الخيارات، المستقبلات وعقود المبادلة، نجد من يعرفه بعملية بيع وشراء العملات الأجنبية أو التعاقد على بيعها أو شرائها مستقبلاً دون الدخول في اتفاقيات مالية معينة بقصد التخلص من أرباح وخسائر غير محسوبة ناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف لتلك العملات¹.

اتفقت التعريفات السابقة كلها بأن التحوط هو غلق للمراكز المفتوحة بغية تقليل الخسائر المرتبطة بتغيرات أسعار الصرف، غير أن التقلبات في أسعار الصرف لا تنتج عنها بالضرورة خسائر، بل على العكس فقد يكون أثرها إيجابياً وينجم عنه تحقيق أرباح، وهو ما يدفع ببعض الشركات إلى محاولة الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف وبالتالي تحقيق الأرباح أخذاً بعين الاعتبار خصائص بعض المنتجات المشتقة مثل الخيارات التي تتيح لها إمكانية إلغاء احتمال الخسارة والإبقاء على احتمال الربح، وهو ما لم تشر إليه التعريفات السابقة، كما أنها لم تتطرق لمختلف التقنيات المستخدمة في التحوط وخصوصاً الداخلية منها مثل إختيار عملة الفوترة، المقاصة وتسيير أجال التسوية أو ما يعرف بالتحوط الطبيعي، كما أن قرار التحوط من عدمه تحكمه مجموعة من العوامل يأتي في مقدمتها سياسة الصرف المعتمدة داخل المؤسسة، وهو ما يجعل هذه التعريفات منحصرة نوعاً ما في التحوط الخارجي الذي يستعين بالمنتجات الآجلة و المشتقة وبالتالي لا يعبر بصدق عن فلسفة التحوط ومقاصده، على أساس ما سبق يمكن القول أن التحوط هو أحد أهم مراحل إدارة خطر الصرف ويتمثل في اتخاذ مجموعة من الإجراءات قصد التحكم في مركز صرف الشركة بما يتلاءم وسياسة الصرف المعتمدة باستخدام مختلف التقنيات داخلية كانت أو خارجية ويهدف تخفيض تقلبات التدفقات النقدية المستقبلية أو تعظيمها من خلال الاستفادة من التقلبات الملائمة في أسعار الصرف.

وحسب التعريف السابق نجد بأن التحوط مرحلة أساسية من مراحل إدارة خطر الصرف باعتبار أنه السبيل الوحيد للتعامل مع المخاطر المنتظمة، وبدونه تبقى التدفقات النقدية المستقبلية للشركة مرتبطة بتقلبات أسعار الصرف، كما أن مجموعة الإجراءات المتخذة يجب أن تكون ضمن سياسة الصرف المعتمدة ومحترمة لحدودها، إلى جانب ذلك فالهدف من التحوط ليس إلغاء أو تخفيض الخسائر المحتملة بل أيضاً قد يكون منه الهدف الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف وبالتالي تحقيق أرباح.

ب- أساليب التحوط وأشكاله: هناك أسلوبان للتحوط، التحوط الساكن والتحوط المتحرك، فبالنسبة للأسلوب الأول فيعني تغطية المخاطر لحظة اتخاذ القرار فقط بدون متابعة، أي أن الهدف من التحوط هو تثبيت الوضع الحالي عند القيام بالعملية حتى تاريخ الاستحقاق². أما الأسلوب الثاني فيقصد به تعديل المراكز المتحولة لتحقيق

¹ علاء عبد الحسين والهام جعفر الشاوي: "طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد الثامن، العدد 30، 2012، ص161.

² انعام عبد الزهرة دوش: "التحوط باستخدام العقود الآجلة دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإسلامية الجامعة، العراق، عدد 30، 2014، ص677.

أرباح إضافية وتخفيض مخاطرة السوق نتيجة تغيير أسعار كل من أداة السوق وأداة التحوط عبر الوقت وهذا يعني أن يتابع المتحوط سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية¹. كما أن التحوط يأخذ شكلين رئيسيين²:

-التحوط الكامل: فالتحوط الكامل بمفهومه العام يعني اتخاذ مركزين مختلفين على نفس الموجود لسلمة أو أداة وبنفس السعر، ومن ثم فإن الأرباح المتحققة لأحد المراكز تساوي الخسائر المحققة للمركز الآخر³، لهذا يعرف التحوط الكلي بأنه التحوط لكل فقرات الميزانية وبصورة مجمعة.

-التحوط الجزئي: أو التحوط غير الكامل فيعني اتخاذ مركزين مختلفين على نفس الموجود وبأسعار مختلفة، أي أن سعر البيع لا يساوي سعر الشراء وبهذا فإن الأرباح أو الخسائر المتحققة لأحد المراكز قد تكون أعلى أو أدنى من الأرباح أو الخسائر المحققة في المركز الآخر⁴، لهذا يعرف التحوط الجزئي أيضا بأنه التحوط لجزء محدود من فقرات الميزانية وبالتالي ترك جزء منها معرض للخطر⁵.

ثانيا-عمليات المراجعة أو الموازنة: تؤدي عدم كفاءة سوق الصرف إلى حدوث فروقات في أسعار صرف نفس العملات في المراكز والمواقع المختلفة، وبالتالي تتيح هذه الفروقات للمتعاملين فرص لتحقيق أرباح. إن عملية شراء العملة في سوق يكون فيه سعرها منخفض، وإعادة بيعها في سوق آخر يكون فيه سعرها مرتفع، تسمى بعملية المراجعة أو الموازنة. وينتج عن هذه العملية بالنسبة للعميل الذي قام بها، أرباح بدون مخاطرة، أما بالنسبة للسوق، فسوف تعيد توازنه من خلال إعادة ضبط العرض والطلب بحيث ينتج عنهما سعرا مساويا أو قريبا من الأسعار المتداولة في الأسواق الأخرى. ويمكن التمييز بين نوعين من المراجعة⁶:

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

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

لا يتحمل المراجح سواء في عملية المراجعة الثنائية أو المتعددة أي خطر مهما كان نوعه، باعتبار أنه يتعامل على أساس أسعار صرف معلومة ومعلنة. كما أنه لا يتخذ أي وضعية مفتوحة، فالوضعية الناشئة عن

¹ جليل كاظم مدلول العارضي: "توظيف استراتيجيات المستقبلات لأغراض التحوط والمضاربة، دراسة استشرافية في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص"، مجلة دراسات إدارية، جامعة البصرة، العراق، المجلد 6، عدد 6، 11، 2013، ص162.

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

³ جليل كاظم مدلول العارضي: "توظيف استراتيجيات المستقبلات لأغراض التحوط والمضاربة، دراسة استشرافية في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص" مرجع سبق ذكره، ص162.

⁴ نفس المرجع، ص163.

⁵ جليل كاظم مدلول العارضي: "توظيف العقود الآجلة لأغراض التحوط دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، عدد 3، سنة 2010، ص40.

⁶ Josette Peyrard : "Gestion Financière Internationale", 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, septembre 1995, pp 55,56.

عملية الشراء في أحد السوقين، ستغلق في نفس اللحظة في سوق الثاني عندما يقوم بإعادة بيع العملة. ولا تقتصر المراجعة على سوق بعينه، وإنما قد تحصل على كل المنتجات المتوفرة في سوق الصرف.

ثالثاً-عمليات المجازفة: المجازفة في مفهومها عكس التحوط، وتعني تعرض المتعامل إراديا للخطر نظير أرباح كبيرة يتوقعها في المستقبل¹، كما أنها تعرف بأنها تحمل درجة عالية من المخاطرة ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية². وغالبا ما يرتبط سلوك المجازف بالتوقعات، فيقوم اعتمادا على ذلك بفتح مركز بعملة ما في سوق الصرف على أمل أن يحدث تغير ملائم في سعر الصرف فيحقق أرباح، وفي الوقت نفسه يقبل باحتمال تحقيق الخسارة. بمعنى آخر، أن المجازف على الصعود على سبيل المثال، يقوم بشراء العملة الأجنبية على أمل أن يرتفع سعر صرفها (قيمتها)، فيقوم ببيعها، ويحقق من وراء ذلك أرباح، وفي حالة عدم تحقق توقعاته، سوف يحقق خسارة. وبالمطابقة، نجد أن المجازف على الإنخفاض سوف يقوم ببيع العملة، ثم يقوم بشرائها عند انخفاض سعرها. وتجدد الإشارة إلى ضرورة تميز المجازف بالفتنة واليقظة حتى لا يجد نفسه في وضعية سيئة، فاتخاذ القرار السليم في الوقت المناسب يعتبر من أهم خطوط دفاع المجازف. وغالبا ما يجب على المجازف اتخاذ بعض القرارات ضمن ما يعرف باستراتيجية إيقاف الخسارة، ففي حالة عدم تحقق توقعاته، عليه ألا يحاول تصحيح مسار السعر، لأن تلك المحاولات ستضعف من وضعيته الأساسية وبالتالي تؤدي إلى مضاعفة خسائره، فالتصرف السليم في هذه الحالة هو التخلص من الوضعية بخسائر معينة معلومة. ويتميز المجازفون بمجموعة من الخصائص نلخصها في النقاط التالية³:

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

في الأخير يجب الإشارة إلى أن عبارة المجازفة لدى الكثير من الأفراد لها سمعة سيئة، بسبب ارتباطها في كثير من الحالات والأزمات مالية، بل أنها كانت في غالب الأحيان السبب الرئيسي لنشوبها. غير أن هذا الضن يعتبر صحيح في حالة المجازفة في سوق الصرف الحاضر، أما في الأسواق الأخرى كالخيارات والمستقبليات، فالمجازفة تعتبر بمثابة الوقود الذي من دونه لا يمكن للسوق أن يتحرك أو يتطور، بفضله ما توفره من سيولة تساهم بشكل كبير في استمرار النشاط في هذه الأسواق كما أنها تساهم في توفير تقنيات التحوط للمتعاملين في سوق الصرف⁴.

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

² رمضان زياد سليم: "مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص14.

³ جليل كاظم منلول العارضي وآخرون: "استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة، مدخل استراتيجي، دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي العراقي"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 9، العدد 4، 2007، ص78.

⁴ Pierre-Antoine Dusoulier: " Guide complet du Forex: Investir et gagner sur le marché des devises", Editions Maxima, Paris, France, 2009, p244.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف وأهم تقنيات التنبؤ

يعتبر سعر 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 الإقتصاد ومحيطه الخارجي ومقياسا هاما لحجم معاملاتهما، وعاملا مؤثرا على تنافسيتهما، لذلك نجد أنه يلعب دورا متناميا في تحقيق التوازنات الداخلية والخارجية للإقتصاد. وكما أن لسعر الصرف تأثير على بعض المؤشرات الإقتصادية الكلية فإنه يتأثر بالمقابل ببعض المتغيرات الإقتصادية مثل التضخم، معدلات الفائدة، ميزان المدفوعات وحركة رؤوس الأموال، وهو ما حاول الإقتصاديين تحديده من خلال البحث في طبيعة العلاقات التي تربطه بمختلف هذه المتغيرات. 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 آخر من الإقتصاديين والفنيين انطلقا من قناعتهم بكفاءة سوق الصرف وعشوائية التغيرات التي تحدث فيه حاولوا تفسير التغيرات في أسعار الصرف في المدى القصير انطلاقا من سلوك المتعاملين في سوق الصرف وتكرار حدوثه. في هذا المطلب سنعرض أهم النظريات المفسرة لسعر الصرف في المطلب الأول ثم نتطرق في المطلب الثاني لتقنيات التنبؤ به.

الفرع الأول: النظريات المفسرة لسعر الصرف

لقد حاول الكثير من الإقتصاديين أمثال كاسل، كينز، مارشال وفاما تفسير التغيرات في أسعار الصرف من خلال البحث في العلاقات السببية التي تربط هذا السعر ببعض المتغيرات الإقتصادية كالتضخم، معدلات الفائدة أو حالة ميزان المدفوعات أو ببعض المفاهيم المرتبطة بكفاءة الأسواق المالية وعلى وجه الخصوص سوق الصرف.

أولا-نظرية تعادل القوة الشرائية: يعود أصل نظرية تعادل القوة الشرائية إلى قانون السعر الواحد الذي مفاده أن سعر السلع المتجانسة في مختلف الأسواق يجب أن تكون بسعر واحد في حالة السوق التنافسي وباستثناء تكاليف النقل والحقوق الجمركية، ويمكن التعبير عن السعر الواحد بالعلاقة التالية¹:

$$S * P = P^*$$

حيث أن:

S سعر الصرف الإسمي الذي يحدد قيمة العملة الأجنبية بالعملة المحلية؛

P سعر المنتج معبر عنه بالوحدة المحلية؛

P^* سعر المنتج معبر عنه بالعملة الأجنبية.

¹ Paul R Krugman et autres : "Economie Internationale", 9^{ème} édition, Pearson éducation, France, 2012, p450.

ويعتبر الإقتصادي السويدي Gustave Cassel أول من قام بصياغة نظرية تعادل القوة الشرائية في سنة 1922¹، ويرى من خلال نظريته أن سعر صرف أية عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لقدرتها في الأسواق الخارجية، ومن ثم فإن العلاقة بين عملتين تتحدد تبعاً للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كلا الدولتين، وعلى أساس ذلك تعكس التغيرات التي تحدث في مستوى أسعار الصرف التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين²، ويصبح سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في فترة ما يعبر عن تساوي القوة الشرائية للعملتين. وتظهر هذه النظرية في صيغتين K الصيغة المطلقة والصيغة النسبية.

أ-الصيغة المطلقة: تقوم هذه الصيغة على مجموعة من الفرضيات³ مثل وجود المنافسة التامة في السوق، عدم وجود الحواجز الجمركية، عدم وجود تكاليف النقل وتجانس السلع في كل الدول، وهي تعتبر امتداد لقانون السعر الواحد وترى انطلاقة من ذلك أن سعر الصرف يتحدد وفقاً للشكل التالي⁴:

$$S = P/p^* \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن S هو سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية و P و P* تشير على التوالي إلى مستوى الأسعار في كل من البلد المحلي والبلد الأجنبي.

وتحقق الصورة المطلقة لهذه النظرية يفترض أن يكون سعر الصرف الحقيقي مساوياً للواحد، فسعر الصرف الحقيقي SR كما تم تعريفه سابقاً* هو عبارة عن حاصل قسمة سعر الصرف الإسمي على نسبة المستوى العام للأسعار للبلد المحلي إلى المستوى العام للأسعار للبلد الأجنبي، أي وفقاً للصيغة التالية⁵:

$$SR = \frac{S}{P/p^*} = \frac{SP^*}{P} \dots \dots \dots (2)$$

وعند تعويض S بـ P/p* (الصيغة (1)) نجد أن SR يساوي الواحد.

ونشير إلى أن عدم تعبير سعر الصرف الإسمي عن القوة الشرائية للعملتين سوف يخلق عمليات تحكيم على أسعار السلع حتى تتعادل الأسعار في السوقين.

ولقد عرفت هذه الصيغة صعوبات تطبيقية كبيرة نتيجة وجود اختلاف بين أسعار السلع في مختلف الأسواق بسبب الصعوبات التي تواجه المبادلات التجارية الدولية وعدم منطقية الفروض التي قامت عليها⁶. ومن منطلق هذه الصعوبات ظهرت الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية.

¹ حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة"، مكتبة النهضة، مصر، 1998، ص46.

² Josette Peyrard, " **Risque de change**", édition Vuibert, Paris, France, 1986, p130.

³ Jean Pierre Allegret: "**Economie monétaire internationale**", Hachette éducation, Paris, France, 1997, p129.

⁴ Mondher Chérif: "**Les taux de change**", la revue banque, Paris, France, juin 2002, p45.

* أنظر سعر الصرف الحقيقي، ص ص 6-7.

⁵ Ibid.

⁶ عثمان أبو حرب: "الاقتصاد الدولي"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص54.

ب-الصيغة النسبية: تفترض الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية أن التغير في سعر الصرف عبر فترة من الزمن يجب أن يكون مناسباً مع التغيرات النسبية في أسعار السلع في كلا البلدين عبر نفس الفترة من الزمن¹، وبالتالي فإن هذه الصيغة هي امتداد للصيغة السابقة، وتربط التغيرات في أسعار الصرف خلال فترة ما بالتغيرات التي تحدث في المستوى العام للأسعار خلال نفس تلك الفترة، والاختلاف يكمن في أن العلاقة بين سعر الصرف والأسعار لا تتحقق في مستوى معين وإنما على أساس وجود تغير². فإذا افترضنا أن 0 ترمز للفترة الأولى و1 للفترة اللاحقة فإن صيغة نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية تكون كالتالي³:

$$S_{ab1} = \frac{P_{a1}/P_{a0}}{P_{b1}/P_{b0}} S_{ab0} \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن:

- S_{ab} سعر الصرف عملة البلد a مقابل عملة البلد b في الفترة 1.
- S_{ab} سعر الصرف عملة البلد a مقابل عملة البلد b في الفترة 0.
- P_{a1} مستوى الأسعار في البلد a في الفترة 1.
- P_{a0} مستوى الأسعار في البلد a في الفترة 0.
- P_{b1} مستوى الأسعار في البلد b في الفترة 1.
- P_{b0} مستوى الأسعار في البلد b في الفترة 0.

ويمكن التعبير عن الصيغة رقم (3) بالصيغة التالية⁴:

$$S' = \Pi - \Pi^*$$

حيث أن S' هو نسبة تغير سعر الصرف و Π, Π^* معدل التضخم المحلي والأجنبي على الترتيب.

ويتضح من الصيغة النسبية أن التضخم هو العامل الأساسي المؤثر في أسعار الصرف، فكلما ارتفع معدل التضخم في دولة ما مقارنة بشركائها التجاريين كلما انخفض الطلب على منتجاتها وخدماتها، ويؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة عملتها الوطنية.

ثانياً-نظرية تعادل أسعار الفائدة: إن رؤوس الأموال تتجه نحو المراكز المالية ذات معدلات الفائدة المرتفعة بحثاً على أكبر عائد ممكن، وهو ما يؤثر بالضرورة في قيمة عمليتي البلدين (البلد المستقبل لرؤوس الأموال والبلد المصدر لها). فلو افترضنا أن معدل الفائدة على أذونات الخزانة* في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا هو

¹ سامي خليل: "الاقتصاد الدولي"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص970.

² Larbi Dohni et Carol Hainaut: "Les taux de change, Déterminants, Opportunités et Risques", 1^{ère} édition, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2004, p153.

³ سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص971.

⁴ جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص94.

* الأخذ كمثال أذونات الخزانة راجع إلى كون هذه الأصول تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة جداً، مما يعني أنها تلبى أحد فروض هذه النظرية والمتمثل في تماثل درجة المخاطرة.

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 أو 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 الحوافز المالية للمستثمرين الدوليين، سيؤدي إلى زيادة الطلب على الجنيه مما يجعل قيمته ترتفع في سوق الصرف.

كما سبق، يتضح أن قرار المستثمرين بتحويل موطن الاستثمار يتأثر بفروق معدلات الفائدة ويؤدي إلى 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 بسبب وجود فروق في معدلات الفائدة في أصول تتميز بدرجة مخاطرة متساوية¹. ويعود الفضل للإقتصادي الشهير كينز في تنظير هذه العلاقة، وتحديد كيفية تأثير التغيرات في معدلات الفائدة على أسعار الصرف.

أ-مدلول النظرية: ترى نظرية تعادل معدلات الفائدة بأنه لا يمكن للمستثمر أن يحصل على عائد أكبر في الخارج من العائد الذي 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 الآجل. فالمدخر الأمريكي في المثال السابق الذي يرغب في توظيف أمواله في السندات البريطانية يكون معرضاً 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 يستطيع 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 الآجل².

ب-فرضيات النظرية: تقوم هذه النظرية على الفروض التالية³:

- تماثل الأصول داخل وخارج البلد من حيث المخاطرة وآجال الاستحقاق؛
- عدم وجود تكاليف إضافية على المعاملات؛
- حرية حركة رؤوس الأموال.

ج-صياغة النظرية: انطلاقاً من المثال السابق، نلاحظ أن هناك خيارين أمام المستثمرين، الخيار الأول يتمثل في توظيف رؤوس أموالهم (M) في السوق المحلي لمدة سنة مثلاً، ويحصلون في النهاية على⁴:

¹ Bernard Bernier et Yves Simon : "Initiation à la macroéconomie", 8^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2001, p398.

² جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص154.

³ Richard Baillie et Patrick McMahon, "Le marché des changes", Edition ESKA, Paris, France, 1997, p 145.

⁴ Josette Peyrard, *op.cit*, p74.

$$M(1 + i_d) \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:

i_d هو معدل الفائدة في السوق المحلي؛

M المبلغ الموظف.

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:

$$\frac{M}{C_c} (1 + i_e) C_t \dots \dots \dots (2)$$

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 الآجل؛

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.

تعتبر الصيغة رقم (2) عن المبلغ المكتسب بالعملة الأجنبية وهي معاملة غير معرضة لخطر الصرف على أساس أنها تحسب بدلالة سعر الصرف الآجل. إن المستثمر الذي يقوم بالتحوط من مخاطر الصرف يكون في الغالب مستعد على حد سواء للإستثمار في الأدوات المالية المحلية أو الأجنبية على أساس أن هناك تكافؤ في العائد المتوقع، ويمكن التعبير عما سبق بالصيغة الرياضية التالية¹:

$$M(1 + i_d) = \frac{M}{C_c} (1 + i_e) C_t \dots \dots \dots (3)$$

الصيغة السابقة تعني عدم وجود فرق بين العوائد الناتجة عن الإستثمار في السوق الدولي والعوائد الناتجة عن الإستثمار في السوق المحلي في حالة التحوط، بصيغة أخرى أن 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:

$$\frac{C_t}{C_c} = \frac{1+i_d}{1+i_e} \dots \dots \dots (4)$$

ب طرح الواحد (1) من المعادلة رقم (4) نحصل على:

$$\frac{C_t - C_c}{C_c} = \frac{i_d - i_e}{1 + i_e} \dots \dots \dots (5)$$

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

$$\frac{C_t - C_c}{C_c} = i_d - i_e \dots \dots \dots (6)$$

¹ Ibid.

يطلق على المعادلة السابقة إسم 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 الآجل في سوق الصرف الأجنبي.

وهناك صيغة أخرى للنظرية تعرف بشرط تعادل سعر الفائدة غير المغطاة، ومفاده أن المستثمر عوض التحوط من خطر الصرف سيعتمد على ترك المركز المالي الخاص به مفتوحا ويبنى قراراته على أساس توقعاته بشأن سعر الصرف في المستقبل. وبنفس المنهجية السابقة مع تعويض سعر الصرف الآجل في المعادلات السابقة بالسعر المتوقع الذي نرسم له ب C^e نحصل على شرط تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة وفقا للصيغة التالية¹:

$$\frac{C^e - C_c}{C_c} = i_d - i_e \dots \dots \dots (7)$$

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 عمليتي هذين البلدين.

ثالثا- نظرية كفاءة سوق الصرف: إن فرضية كفاءة السوق التي جاء بها FAMA عام 1965 أصبحت تطبق على سوق الصرف، ويعرف السوق الكفاء بصفة عامة بأنه ذلك السوق الذي تسود فيه المنافسة التامة وتكون المعلومات متوفرة لكل المشاركين بدون تمييز ولا تكلفة إضافية². 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. بعبارة أكثر دقة، السوق الكفء هو السوق الذي تتكيف فيه الأسعار بسرعة طبقا للمعلومات الجديدة والملائمة³، ويأخذ السوق الكفاء ثلاثة صيغ⁴:

أ- الصيغة الضعيفة أو فرض السوق الكفاء في شكله الضعيف: التي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في السعر وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية.

ب- الصيغة المتوسطة أو فرض السوق الكفاء 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 الأوراق المالية تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر حتى وإن قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء .

ج- الصيغة القوية أو فرض السوق الكفاء في شكله القوي: وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات التاريخية، العامة والخاصة، وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين

¹ جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص162.

² Emmanuel Nyahoho, op.cit, p128.

³ جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص164.

⁴ عاطف وليد اندراوس: " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص155.

استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الإستثمار.

وبافتراض أن سوق الصرف كفاء، فإن ذلك ينتج عنه حسب هذه النظرية ما يلي¹:

- إستحالة التنبؤ بأسعار الصرف لأنها تكون بشكل أو بآخر عشوائية الحركة؛
- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق بشكل دائم أرباح؛

- يمكن اعتبار سعر الصرف الآجل أداة تنبؤ غير متحيزة لسعر الصرف الحاضر المنتظر سريانه في المستقبل.

إنطلاقاً من النقطة الأخيرة، واعتماداً على نظرية تعادل معدلات الفائدة المغطاة وغير المغطاة، يمكن أن

نثبت أن سعر الصرف الآجل يكون مساوي لسعر الصرف الحاضر المتوقع، فمن خلال الصيغة رقم 6 و 7 نستخلص الصيغة رقم 8:

$$\frac{C_t - C_c}{C_c} = i_d - i_e = i_d - i_e = \frac{C^e - C_c}{C_c} \dots \dots \dots (8)$$

ومن ثم نجد أن:

$$C_t = C^e \dots \dots \dots (9)$$

فإذا لم تتحقق المساواة السابقة، بحيث يكون هناك اختلاف بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الحاضر المتوقع مستقبلاً، عندئذ تكون هناك فرصة للمتعاملين للقيام بعمليات المراجحة في سوق الصرف، وانطلاقاً من فرضية كفاءة سوق الصرف فإن أسعار الصرف سوف تتكيف مع المعلومات الجديدة حتى يتم إزالة الأرباح المتوقعة الناتجة عن عمليات المراجحة. ومن ثم فإن نظرية كفاءة سوق الصرف ترى بأن سعر الصرف الآجل 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.

الفرع الثاني: طرق التنبؤ بأسعار الصرف

أضحت التقلبات في أسعار صرف العملات من بين أهم مسببات خطر الصرف بعد انهيار نظام بريتون وودز، ويهدد هذا الخطر الشركات دولية النشاط ويسبب لها إضافة للخسائر المحتملة فقدان جزء من قيمتها السوقية. وأمام هذه التهديدات تبنت الشركات استراتيجيات مختلفة لإدارته والتخفيف من وطأته وآثاره، وتبدأ عملية الإدارة بتقييم الخطر وتحديد احتمال حدوثه من خلال التنبؤ بالتغيرات المحتملة في أسعار الصرف قصد اتخاذ الإجراءات المناسبة في الوقت المناسب، ويستعين المكلف بإدارة خطر الصرف في هذه المرحلة بالتقنيات المختلفة المستعملة للتنبؤ بأسعار الصرف.

ولا تعتبر عملية التنبؤ بأسعار الصرف من الممارسات السهلة بل أن الإقتصاديين انقسموا بين فئة تعتقد بعدم امكانية التنبؤ بأسعار الصرف وفئة أخرى ترى بأن هذه العملية ممكنة رغم صعوبتها. وانقسمت الفئة

¹ Josette Peyrard, *op.cit*, p78.

الأخيرة، بين مجموعة تأخذ بالعوامل الاقتصادية كمفسر لسعر الصرف المستقبلي وتحاول تحليل التغيرات في أسعار الصرف انطلاقاً من بعض المؤشرات الاقتصادية الأساسية مثل ميزان المدفوعات، معدل التضخم ومعدل الفائدة. ومجموعة تهتم بتحليل سلوك سعر الصرف وحجم التعامل في فترة ماضية، في محاولة لإيجاد نمط معين يحدد سلوك هذا السعر يمكن الاستفادة منه في عملية التنبؤ بأسعار الصرف المستقبلية. الطرق المستخدمة من قبل المجموعة الأولى تسمى التحليل الأساسي أما طرق المجموعة الثانية فتسمى التحليل الفني¹:

أولاً- التنبؤ باستخدام التحليل الأساسي: لا شك أن قيمة العملة تتأثر بالوضع الاقتصادي للدولة صاحبة العملة وبمختلف التغيرات التي تطرأ على مؤشرات الاقتصاد الكلية والتعديلات التي تمس سياساتها الاقتصادية، وحقيقة الأمر أن من يريد التنبؤ بأسعار الصرف المستقبلية، لا يمكنه تجاهل أساليب التحليل الأساسي وخصوصاً في المدى المتوسط والطويل، أين يميل سعر الصرف للتعبير عن التغيرات الحاصلة في وضع الاقتصاد.

على أساس ذلك، نجد أن المتعاملون يتابعون العديد من المتغيرات الاقتصادية والسياسات التي ثبت تأثيرها على قيمة العملة وسعرها في السوق مثل معدل التضخم، معدل الفائدة، وضع ميزان المدفوعات، أدوات السياسة النقدية والمالية، معدل غلاء المعيشة، معدل البطالة ومعدل نمو الدخل المحلي الإجمالي ومؤشر أسعار المنتجين ومؤشر مبيعات التجزئة. وعند بناء نموذج للتنبؤ بأسعار الصرف يستحسن استخدام هذه المؤشرات مجتمعة لتحديد مستوى حساسية سعر الصرف للتغيرات التي تحدث فيها، لأن تجاهل أحد هذه العوامل قد يؤدي إلى زيادة العوامل الغير مدرجة في النموذج (الأخطاء) وما ينجم عنه من مشاكل في التقدير كوجود التجانس في أخطاء النموذج أو انخفاض معدل التحديد أو ابتعاد معامل واطسون عن حدوده المعيارية.

ثانياً- التنبؤ باستخدام التحليل الفني: بالرغم من أن المؤشرات الاقتصادية قد تنجح أحيانا في تفسير تحرك أسعار العملات، إلا أنها كثيرا ما خيبت آمال المتعاملين والمحللين، وهي بالتأكيد غير كافية وحدها في توقع أسعار الصرف حتى على المدى الطويل. ويرجع المحللين ذلك إلى أن أسعار الصرف تتأثر بكثير من العوامل الأخرى بخلاف العوامل الاقتصادية مثل العوامل النفسية لجمهور المتعاملين والمعلومات التي تصل إليهم، ومن هنا جاءت أهمية التحليل الفني في التنبؤ بأسعار الصرف.

إن الافتراض الأساسي للتحليل الفني، هو أن جميع العوامل التي تؤثر على السعر هي أصلا معكوسة فيه (في أسعار الماضي) وليس بالضرورة أن كل المعلومات المتضمنة في الأسعار التاريخية مستغلة ومستهلكة بالكامل، وهذا يعني من جهة أن هناك بعض المعلومات غير المستغلة ومن جهة أخرى صعوبة اتفاق المتعاملين في السوق على رأي واحد في غالب الأحيان حول مآل المعلومة وتأثيرها على اتجاه السعر، لذلك نجد مثلاً أن بعض المتعاملين يبيعون لسبب معين وآخرون يشترون للسبب عينه.

¹ عبد الباسط وفاء محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها- أنواعها- أساليب تلافيها"، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص 36.

ويجب التأكيد، أن التحليل الفني لا يبحث في مسببات تحرك سعر الصرف، بل ينظر إلى السوق على أنه وعاء كبير تذوب فيه كل العوامل المؤثرة لينتج عنها في النهاية السعر. وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد مختلف طرق التحليل الفني التي يمكن تقسيمها إلى طرق بيانية وأخرى إحصائية¹:

أ- الطرق البيانية: يعتبر التحليل البياني من أهم الطرق التي يعتمد عليها التحليل الفني ويرتكز على نظرية ch downs المطبقة لأول مرة على مؤشرات البورصة. وتركز هذه الطرق على ثلاثة دعائم رئيسية: **الأولى** أن جميع العوامل المؤثرة على حركة العملة موجودة في السعر ولا أحد بإمكانه الإحاطة بجميع تلك العوامل، **الثانية** أن حركة السعر سوف تكون إما صعود، هبوط أو ثبات، والتحليل البياني يحاول معرفة أي من هذه الحالات الثلاثة ستتحقق. **الدعامة الثالثة والأخيرة** تتمثل في أن التاريخ يعيد نفسه وسلوك المتعاملين يتكرر بتكرر حدوث العامل المؤثر. ومن أجل القيام بالتنبؤ بيانياً يجب إختيار طريقة العرض البياني، ثم محاولة تحديد واستنباط الأشكال وتحليل مدلولها².

1- إختيار طريقة العرض البياني: هناك ثلاثة طرق مستخدمة لعرض أسعار الصرف طريقة المنحنيات، الأعمدة والشموع.

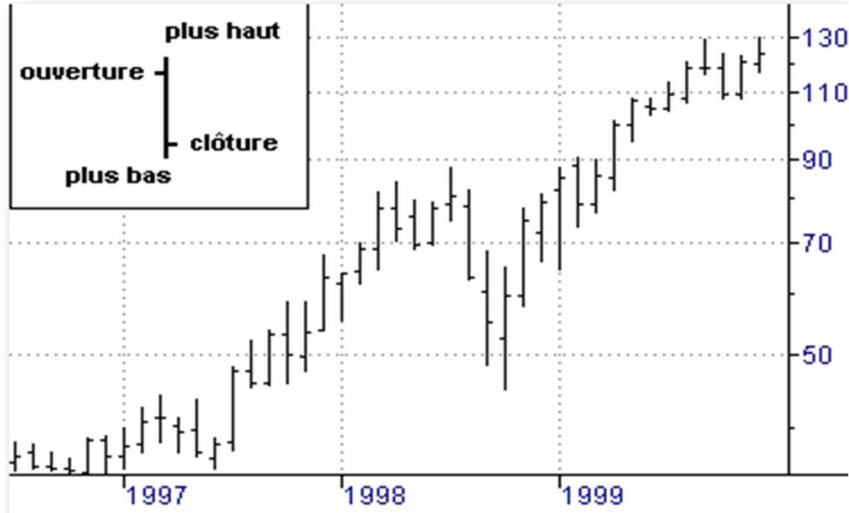
- طريقة المنحنيات: بالنسبة لطريقة المنحنيات يتم تمثيل الزمن على المحور السيني وسعر الإغلاق على المحور الصادي، ويتم ربط النقط الممثلة لأسعار الإغلاق ليتشكل لنا منحنى يعبر عن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف. وتعتبر هذه الطريقة بسيطة جداً تحمل الكثير من المعلومات والبيانات في سلسلة أسعار الصرف، كحالة السوق وواقع وميل تحرك السوق خلال فترة زمنية معينة، ونتيجة لذلك ظهرت طريقة الأعمدة والشموع للإلتفاف على عيوب طريقة المنحنيات.

- التمثيل بالأعمدة: طبقاً لهذه الطريقة يتم تمثيل الزمن في المحور السيني وكل من سعر الإغلاق سعر الإفتتاح أعلى سعر وأدنى سعر في المحور الصادي، بحيث أن معلومات الأسعار تظهر في شكل عمود ويمكن توضيح ذلك في الشكل البياني التالي:

¹ Maurice de Beuvais et Yvon S, **op.cit**, p187.

² Ibid, p188.

الشكل رقم(03): التمثيل البياني لأسعار الصرف بطريقة الأعمدة



Source : abc bourse: "analyse technique comment lire les graphiques boursiers ?", disponible sur le site d'abc bourse, http://www.abcourse.com/apprendre/11_comment_lire_un_graphique.html, page consultée le 03 Mai, 2015.

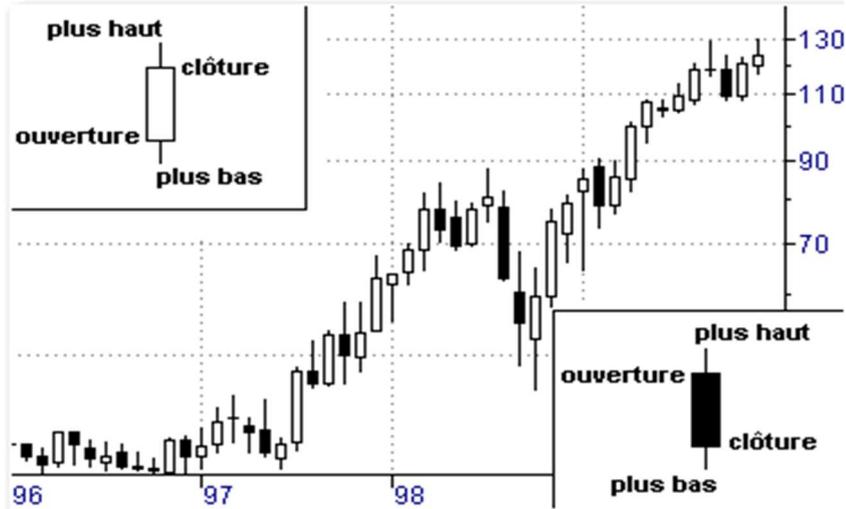
ويتم رسم المعلومات الموضحة في العمود من خلال تحديد الحد الأعلى الذي وصل إليه السعر في ذلك اليوم في نقطة والحد الأدنى في نفس ذلك اليوم في نقطة ويتم التوصيل بينهم بخط عمودي، كما يتم وضع خطين صغيرين أفقيين على يسار ويمين العمود للتعبير عن سعر الإفتتاح بالنسبة للأول وعلى سعر الإغلاق بالنسبة للثاني¹. ويمكن ملاحظة أن طول الأعمدة غير متساو، وفي ذلك دلالة على الفرق الذي سجل بين أعلى وأدنى سعر خلال اليوم ويعبر عن حالة السوق، فإذا كان العمود طويلا نسبيا دل ذلك على حالة من عدم الإستقرار أما إذا كان قصيرا فهو يدل على حالة هدوء تميز بها السوق خلال الجلسة.

– التمثيل بالشموع: ظهرت هذه الطريقة في اليابان في القرن الثامن عشر² وهي تشبه الطريقة السابقة بحيث يتم تمثيل أسعار الصرف خلال يوم ما في شكل شمعة توضح أهم أربعة أسعار في اليوم سعر الإفتتاح، سعر الإغلاق، أعلى سعر وأدنى سعر، كما هو موضح في الرسم البياني التالي:

¹ نوال محمود ياقوت: "فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية"، المجلة العلمية لكلية التجارة، فرع جامعة الأزهر للبنات، مصر، عدد 17، 2000، ص312.

² abc bourse: "Analyse technique comment lire les graphiques boursiers ?", disponible sur le site d'abc bourse, http://www.abcourse.com/apprendre/11_comment_lire_un_graphique.html, page consultée le 03 Mai, 2015.

الشكل رقم (04): التمثيل البياني لسعر الصرف بطريقة الشموع



Source : abc bourse: "analyse technique comment lire les graphiques boursiers ?", disponible sur le site d'abc bourse, http://www.abcourse.com/apprendre/11_comment_lire_un_graphique.html, page consultée le 03-05-2015.

من الشكل نلاحظ أنه يتم تحديد كل من أعلى وأدنى سعر في نقطتين يتم التوصيل بينهما بخط عمودي، أما سعر الإفتتاح وسعر الإغلاق فيشكلان لنا مستطيل يأخذ اللون الأبيض في حالة صعود السعر واللون الأسود في حالة هبوطه، والشكل العام للعرض البياني يشبه الشمعة ومنه جاءت التسمية. والملاحظ أن هذه الطريقة في العرض تعتمد على الأثر الحسي البصري من خلال سهولة تحديد الأيام التي انخفض أو ارتفع فيها السعر.

2-تحليل واستنباط النتائج من الأشكال: بعد عرض البيانات تأتي مرحلة تحليل الرسوم البيانية ومحاولة الكشف عن الأشكال النمطية التي يعني ظهورها إما تغيير في ميل تحرك سعر الصرف أو يدل على ثباته، وقبل التطرق لهذه الأشكال يجب الإحاطة بمفهوم خط الدعم وخط المقاومة.

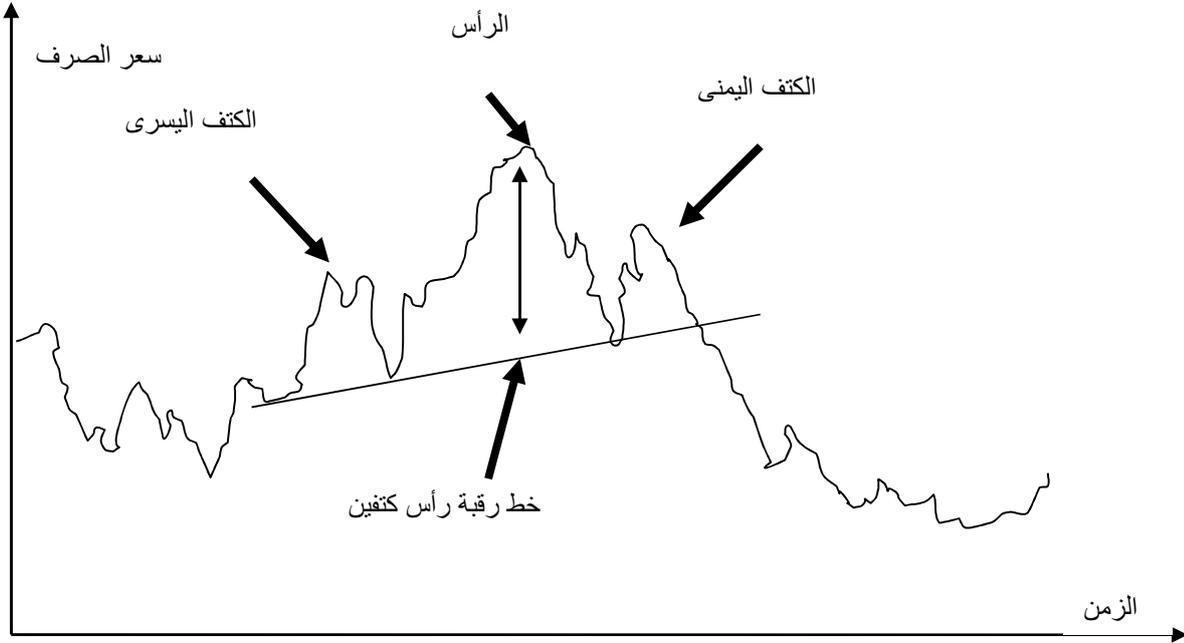
-خطوط الدعم وخطوط المقاومة: يمثل خط الدعم، الحد الأدنى الذي يمكن أن يصل إليه السعر في لحظة زمنية معينة. ويمكن إيجاد هذه الخطوط برسم خط مستقيم يصل بين الحدود الدنيا التي وصل إليها السعر سابقا وقد يأخذ خط الدعم ثلاثة حالات، الحالة الأولى يكون فيها الخط مائلا للأسفل، والثانية يكون مائلا للأعلى، والثالثة يكون فيها الخط موازيا للمحور السيني. أما خطوط المقاومة فهي عبارة عن خط مستقيم يصل بين عدة قمم وصلها السعر سابقا¹.

-بعض الأشكال ودلالاتها: من بين الأشكال ذات الدلالة في سوق الصرف نجد شكل رأس كتفين والذي يعني أن السوق يشهد تغير مضاد في حركة السوق، ويمر السعر أثناء ذلك بثلاثة قمم أكثرها ارتفاعا قمة الرأس، ويعني ظهور الكتف الأيسر ثم الرأس أنه لا يزال هناك إمكانية لإرتفاع الأسعار في وقت قريب، ذلك الذي يمثله

¹ نوال محمود ياقوت، مرجع سبق ذكره، ص313.

بدء ظهور الكتف الأيمن. وعندما يكتمل تكوين شكل الرأس والكتفين في السوق يمكننا أن نرسم خطا في النقاط الأكثر انخفاضا للرأس والأكتاف، ويسمى خط رقبة الرأس كتفين كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (05): شكل رأس كتفين

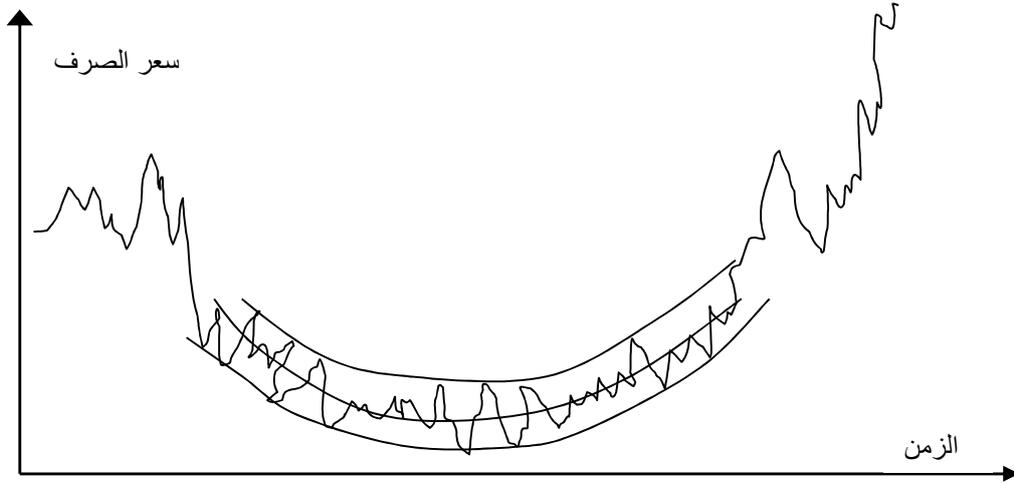


المصدر: عبد الباسط وفاء محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها - أنواعها - أساليب تلافيها"، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص38.

وبمجرد عبور السعر هذا الخط من أسفل الكتف الأيمن تبدأ حركة الأسعار في الهبوط مرة أخرى بمقدار لا يقل عن المسافة التي تفصل ذروة الرأس عن خط رقبة الرأس كتفين¹. وهناك شكل آخر شائع في سوق الصرف وهو شكل الصحن ويظهر نتيجة حدوث تغير بطيء جدا ينخفض من خلاله (أو يرتفع) السعر تدريجيا يوما بعد يوم، ثم يستقر قليلا، ثم يبدأ في الارتفاع أو (الإنخفاض) تدريجيا يوما بعد يوم، كما هو موضح في الشكل التالي:

¹ عبد الباسط وفاء محمد، مرجع سبق ذكره، ص 37.

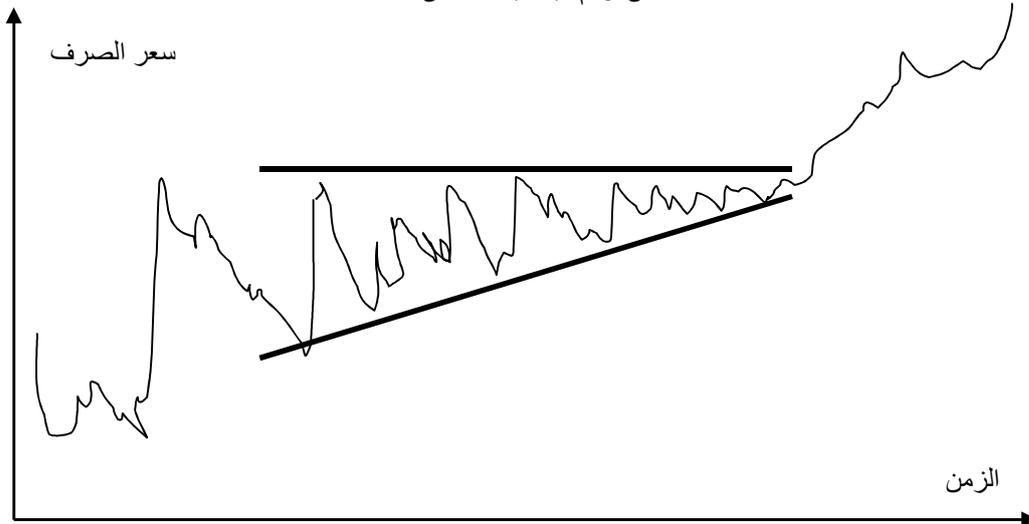
شكل رقم (06): شكل الصحن



Source: Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa : "**Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers**", édition Armand Colin, Paris, France, 2011, p 86.

نحصل على منحنى مفتوح إلى الأعلى (أو إلى الأسفل) عند رسم خط يربط بين الحدود الدنيا (أو القصوى) للأسعار، ويكون شكله يشبه الطبق أو الصحن. وظهور هذا الشكل يعتبر إشارة إلى تغير اتجاه السوق من الهبوط إلى الإرتفاع أو العكس¹. كما يعتبر شكل المثلثات من الأشكال الشائعة في تحليل توجهات سوق الصرف والتغيرات التي تحدث في أسعاره رغم صعوبة تحليله.

شكل رقم (07): شكل المثلثات



Source : Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa : "**Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers**", édition Armand Colin, Paris, 2011, France, p86.

¹ نوال محمود ياقوت، مرجع سبق ذكره، ص331.

من التمثيل البياني السابق نلاحظ أن المثلثات تظهر عندما يتقاطع كل من خط المقاومة وخط الدعم مشكلين بذلك مثلثا قد يكون صاعد، هابط أو متماثل، ويدل ظهور المثلث أن هناك استقرار سيعقب فترة تقلب كبيرة في السعر، كما يمكن أن يعطي إشارة تنفيذ بتغير الاتجاه في السوق¹.

ب- الطرق الإحصائية: هناك عدة طرق تستخدم للتنبؤ بأسعار الصرف نذكر منها المتوسطات المتحركة، المذبذبات ومؤشر القوة النسبية.

1- المتوسطات المتحركة: يقوم هذا الأسلوب على حساب الوسط الحسابي لأسعار الإغلاق، على أساس وضع أساس زمني محدد يتم تغير مكوناته بطرح يوم من بداية الفترة وإضافة يوم جديد بحيث يظل طول الفترة ثابت ومن أكثر المتوسطات المستخدمة هي 20، 50، 89، 150، 200 يوم². ومن أجل تحديد ميل السوق يتم عادة حساب نوعين من المتوسطات المتحركة، أحدهما يكون في المدى القصير (مثلا 10 أسعار) والثاني في المدى الطويل (30 سعر)، ويتم تمثيل الأسعار ومنحنيات المتوسطات المتحركة في نفس الشكل البياني، وعندما يقطع منحنى المتوسط المتحركة قصيرة الأجل منحنى المتوسط المتحركة متوسطة الأجل ويتجاوزه صعودا، فإن ذلك يعد إشارة على أن السوق يتجه صعودا والعكس صحيح³، ونظرا لأهمية الأسعار الأقرب فإن الكثير من المحللين يستخدمون ما يعرف بالمتوسطات المتحركة الأسية⁴.

2- المذبذبات: تسمح هذه الطريقة بتحديد فيما إذا كان السوق بائع أكثر مما يجب أو مشتري أكثر مما يجب ويتم حساب هذا المؤشر بالصيغة التالية⁵:

$$\text{المذبذبات} = \frac{\text{عدد أيام الصعود}}{\text{عدد أيام الهبوط}} * 100$$

فاذا كانت النسبة أكبر من 100% دل ذلك على أن السوق مشتري أكثر مما يجب لأن أيام الإرتفاع أكثر من أيام الهبوط، والعكس صحيح.

3- مؤشر القوة النسبية: هو مؤشر يقوم على مقارنة قوة الصعود بقوة الهبوط لفترة زمنية محددة ويحول الناتج إلى نسبة مئوية تتراوح بين 0 و 100 ويتم حسابه بالصيغة التالية⁶:

¹ Laurence Abadie et catherine Mercier-Suissa, : "Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers", édition Armand Colin, Paris, France, 2011, p86.

² المتداول العربي: "المتوسطات المتحركة"، مدرسة الفوركس، شركة المتداول العربي، متوفر على الموقع التالي: <http://www.arabic-trader.com/beta/ar/knowledge-base> تاريخ الاطلاع 2015/03/02.

³ Laurence Abadie et catherine Mercier-Suissa, **op.cit**, p88.

⁴ المتداول العربي، مرجع سبق ذكره.

⁵ نوال محمود ياقوت، مرجع سبق ذكره، ص 342.

⁶ نفس المرجع، ص 345.

$$100 - \frac{100}{1 + \frac{\text{معدل الإرتفاع اليومي}}{\text{معدل الهبوط اليومي}}}$$

حيث أن نسبة معدل الإرتفاع اليومي على معدل الهبوط اليومي تمثل القوة النسبية. وعلى أساس نتيجة المؤشر يتم الحكم إن كان السوق مشتري أكثر من اللازم أو بائع أكثر من اللازم، والقاعدة إذا كان المؤشر أكبر من 70 فإن السوق يعتبر مشتري أكثر من اللازم، وإذا كان أقل من 30 فإن السوق مباع أكثر.

المبحث الثاني: تقلبات أسعار الصرف وعلاقتها بأنظمة سعر الصرف

إن قيام البرلمان البريطاني في سنة 1819، بإلغاء القيود التي كانت مفروضة منذ زمن طويل على خروج القطع النقدية والسبائك الذهبية، كان بمثابة البذرة التي أدت إلى نشأة أول نظام نقدي دولي ونقصد بذلك نظام قاعدة الذهب¹، الذي استمر العمل به حتى بداية الحرب العالمية الأولى. وبفضل مساهمته في تحقيق الإستقرار في أسعار صرف العملات المختلفة، حاولت الدول بعد نهاية الحرب العالمية الأولى استنساخ هذا النظام، أو تبني نظام جديد يكون مشابها له فتم اعتماد نظام قاعدة الذهب في مؤتمر جنوة عام 1922، وبعد نهاية الحرب العالمية الثانية اتفقت الدول على تبني نظام بريتون وودز الذي يعد آخر نظام في حقبة الأنظمة الثابتة واستمر العمل به حتى سنة 1973.

ويعتبر مؤتمر جمايكا عام 1976، محطة رئيسية تم فيها بلورة فكرة التغيير وتبني نظام يتميز بمرونة أكبر في حركة أسعار الصرف، وبالتالي السماح بتغييرها حسب مقتضيات الظروف والأداء الإقتصادي، كما أن التعديل الذي تم على بنود اتفاقية صندوق النقد الدولي أعطى للدول حرية أكبر في إختيار نظام سعر الصرف الذي يلائمها وهو ما نتج عنه خليط من الأنظمة تتراوح بين التثبيت الجامد إلى التعويم الحر. واقتترنت التغييرات في أسعار الصرف بالتغييرات التي حدثت في أنظمة سعر الصرف، فانحياز نظام بريتون وودز لدى بعض الدول كان بمثابة القطيعة مع أنظمة سعر الصرف الثابت، بينما دول أخرى لأسباب متعددة أبقى على ثبات سعر صرف عملتها المحلية. هذه الخيارات خلقت على أرض الواقع تباينات واضحة في تقلبات أسعار الصرف، فبعض العملات كانت بسبب أنظمة سعر الصرف العائم تتغير باستمرار بينما عملات أخرى في ظل أنظمة سعر الصرف الثابت كانت جامدة لا تتحرك.

¹ Paul Krugman et autres, op.cit, p526.

المطلب الأول: المنظور التاريخي لتطور أنظمة سعر الصرف

شهد العالم منذ ظهور أول نظام نقدي دولي سنة 1870 مرحلتين أساسيتين، المرحلة الأولى امتدت حتى سنة 1973 وعرفت بمرحلة الأسعار الثابتة، والمرحلة الثانية لا تزال سارية المفعول حتى الوقت الراهن. إذن في هذا المطلب سنحاول قبل التطرق لمراحل النظام النقدي الدولي التعريف به وتحديد أهدافه.

الفرع الأول: ماهية النظام النقدي الدولي وأهدافه

ظهر أول نظام نقدي دولي عند انهيار نظام المعدنين واعتماد الدول المختلفة في تحديد قيمة عملتها إما على الذهب أو الفضة.

أولاً-تعريف النظام النقدي الدولي: يمكن تعريف النظام النقدي الدولي بأنه الإطار المؤسسي للتبادلات الدولية وهو يتشكل من مجموعة من القواعد والآليات التي تؤطر إصدار، إدارة ومراقبة العملة الدولية¹. وتجدر الإشارة في هذا المقام إلى عدم ثبات النظام النقدي الدولي، فمنذ نشأته سنة 1870 حدثت فيه تغيرات جذرية وعميقة وتطورات مستمرة ومتلاحقة مست ثلاثة عناصر أساسية:

- المعيار المستخدم في تحديد أسعار الصرف، الذي بدأ بإلزام الدول بمعيار معين - الذهب- ثم توسع ليشمل كل من الجنيه والدولار إضافة إلى الذهب، لينتهي بفتح المجال أمام الدول لاختيار المعيار الذي يناسبها بدون أن يكون الذهب؛
- التغيرات مست أيضا شكل النظام، فمن نظام بدون مؤسسات، إلى نظام بمؤسسات أوكلت لها مهمة مراقبة التزام الدول الأعضاء ببنود الإتفاقيات الدولية من أجل تشجيع التشغيل الكامل وتحقيق الاستقرار في الأسعار بغية زيادة نسب النمو وتعميم الرخاء والازدهار لدى كل دول العالم؛
- التطور الأهم كان الانتقال من نظام صرف وحيد القطب إلى نظام صرف متعدد الأقطاب يتميز بالتعقيد والتشابك².

ثانياً-أهداف النظام النقدي الدولي: إن الدور الأساسي الذي يلعبه النظام النقدي الدولي، هو توفير الشروط التنظيمية والإجراءات الملائمة للتوزيع الأمثل للموارد بين الدول عن طريق تنشيط التجارة الخارجية وزيادة وتيرة الإستثمار الدولي. ولا يعد النظام النقدي إلا عامل واحد من عوامل عدة، إلا أن اختلاله سيكون له انعكاسات كبيرة على الأوضاع الاقتصادية العالمية. ويمكن حصر الأهداف التي يسعى لتحقيقها النظام الدولي فيما يلي:

¹ Josette Peyrard : "Gestion financière internationale", 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 1999, p5.

² Yves Simon et Delphine Lautier : "Finance internationale", 9^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2005, p108.

- قابلية تحويل العملات بعضها ببعض وتحديد القواعد في مجال الصرف¹؛
- توفير السيولة الدولية ومحاولة تفادي حدوث تضخم أو انكماش دولي، وهو ما يسمح للدول من تصحيح العجز بدون شل الإقتصاد، ويجعلها مطمئنة بأن آليات التعديل تعمل بشكل جيد وأن الإحتياطات الدولية تحتفظ بقيمتها المطلقة والنسبية²؛
- تنمية التجارة الدولية على أساس الميزة النسبية، وتحرير تدفق رؤوس الأموال، وهو ما يساهم في تحسين إنتاجية عوامل الإنتاج على المستوى الدولي، ويتم ذلك في الغالب، من خلال تطوير وزيادة المبادلات بشكل متوازن بين الإقتصادات المختلفة؛
- تعيين آليات لإعادة التوازن لموازن مدفوعات الدول بأقل كلفة، وفي حدود زمنية مقبولة؛
- توفير المناخ المالي المناسب لتنمية وتطوير الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء المساهمة في تشجيع مستوى عال من العمالة والدخل الحقيقي والمحافظة عليه.

الفرع الثاني: مراحل النظام النقدي الدولي

لقد مرّ النظام النقدي الدولي بمرحلتين أساسيتين، الأولى تمتد من 1870 إلى 1973 وتميزت أسعار الصرف ضمنها بالثبات، أما الثانية فقد بدأت بعد انهيار نظام بريتون وودز وتعويم معظم الدول أسعار صرف عملاتها.

أولاً-نظام الأسعار الثابتة: لقد حكم هذا النظام العلاقات النقدية الدولية لأكثر من مئة سنة، امتدت من انهيار نظام المعدنين سنة 1870، وحتى إعلان التخفيض الثاني للدولار سنة 1973. وتميزت أسعار الصرف في ظل هذا النظام بالثبات والإستقرار وعدم حدوث أزمات كثيرة خصوصاً فيها يتعلق بالصرف، ولقد عرف نظام الأسعار الثابتة أربعة مراحل متتابعة:

أ-قاعدة الذهب: في ظل هذا النظام تحدد قيمة كل العملة بوزن معين من الذهب، ولحساب سعر الصرف كان يكفي أن يتم قسمة المحتوى الذهبي للعملة، وكان يعبر عن سعر الصرف آنذاك بالتبادل الذهبي. ولقد تمكن هذا النظام من الحفاظ على استقرار أسعار الصرف بفضل آلية خروج ودخول الذهب التي تمكنت من الربط بين القيمتين السلعية والنقدية للذهب.

ب-قاعدة الصرف بالذهب: تقرر الإنتقال إلى قاعدة الصرف بالذهب في مؤتمر جنوة بمشاركة غالبية الدول الأوروبية وغياب الولايات المتحدة الأمريكية³. وخرج المجتمعون بنظام جديد تكون بمقتضاه كل من بريطانيا

¹ David Hénaux , *op.cit*, p48.

² Dominick Salvatore, *op.cit*, p777.

³ J Bourget et Y Zenou : "*Monnaies et systèmes monétaires dans le monde au 20^{ème} siècle*", 8^{ème} édition, édition Bréal, France, 1995, p51.

والولايات المتحدة الأمريكية بمثابة مراكز ذهب بفضل التزام بنكيهما المركزيين بضمان قابلية تحويل عملاتهما إلى ذهب، أما الدول الأخرى فتحتفظ بهاتين العملتين في احتياطياتهما في شكل حسابات بنكية، سندات قصيرة الأجل أو حوالات مصرفية، وسمي هذا النظام، بنظام سعر الصرف بالذهب¹. ويشبه هذا النظام، النظام السابق في العديد من الجوانب، خصوصا فيما يتعلق بدور الذهب المركزي. فإدراج الدولار الأمريكي والجنيه الاسترليني ضمن السيولة الدولية كان الهدف منه تدعيم دور الذهب في تسوية المعاملات الدولية، فمخزون الذهب وإنتاجه لم يعد قادرا بعد نهاية الحرب العالمية الأولى على تغطية احتياجات التجارة الدولية. ويعتبر الاحتياطي الكبير من الذهب الذي تمتلكه كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية السبب الرئيسي في إختيار هاتين العملتين لتلعب دور العملة الدولية. ولزيادة ثقة بقية الدول في هاتين العملتين أدرج بند في الإتفاق يلزم كل من البنك الفدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا بتحويل احتياطيات الدول الأخرى من عملتيهما إلى سبائك ذهبية في حالة طلب البنوك المركزية ذلك.

ج- نظام التعويم المدار: إن أزمة الكساد في سنة 1929، بينت بوضوح مساوئ نظام التثبيت خصوصا فيما يتعلق بعدم استقلالية السياسة النقدية. فعدم قدرة الدول في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة على تطبيق سياسات نقدية ملائمة لإنقاذ البنوك المتعثرة أثناء الأزمة، أدى في النهاية إلى إفلاس تلك البنوك، وزيادة تعقيد الأزمة العالمية وانتشارها في معظم اقطار العالم. كما أن استفحال الأزمة، دفع الدول إلى تطبيق السياسات الحمائية وتقييد حركة رؤوس الأموال كحل سريع لمعالجة البطالة المتفشية، والدفع بعجلة النمو للخروج من الركود الإقتصادي. غير أن هذه الإجراءات والمجهودات، أتت بنتائج عكسية عثدت أكثر فأكثر المشاكل التي تتخبط فيها الدول، خصوصا بعد تعميم هذه الإجراءات وتطبيقها في معظم الإقتصادات.

ولعبت عمليات المضاربة بين البنوك على العملات، دورا مهما في تعويم أسعار الصرف وتبني سياسة الرقابة على الصرف، والتي زادت صرامتها بعد قيام بريطانيا بإلغاء قابلية تحويل الجنيه إلى ذهب وتعويم الإسترليني. ولم يبقى إلا عدد قليل من الدول* تحت مضلة قاعدة الذهب.

وما تجدر الإشارة إليه أن هذه الحقبة الزمنية سميت بنظام سعر الصرف "المدار"، لأنّ سعر الصرف أستعين به لإكساب الإقتصاد حيز من التنافسية يمكن من خلالها تصريف المنتجات المتكدسة، وتحريك العجلة الإنتاجية، ومن ثم التخفيف من ضغوطات البطالة على الدولة. غير أن هذا المنهج، اتبع من طرف أكثر من دولة لهذا لوحظ أن الدول المختلفة أصبحت تتسابق في عملية تخفيض قيمة عملاتها.

د- نظام بريتون وودز: إن تنافس الدول في الفترة التي تلت أزمة 1929 وامتدت حتى بداية الحرب العالمية الثانية أثبتت للكل، أنّ معالجة الأوضاع الإقتصادية الدولية لا يمكن أن يكون خارج الإطار التعاوني، وأنّ التركيز على المصالح الذاتية دون الأخذ بعين الاعتبار المضار التي قد تتسبب فيها للغير لا يمكن أن تكون إلا سببا في أحداث

¹ Frédéric Teulon : "Le système monétaire international", Edition seuil, Paris, France, 1996, p 55.

* عرفت هذه الدول بجبهة الذهب gold bloc وكانت تضم كل من فرنسا، بلجيكا، هولندا، سويسرا وإيطاليا.

الأزمات أو تعقيدها. لذلك نجد، أن تصورات مصممي النظام النقدي الدولي الذي أسس بعد نهاية الحرب العالمية الثانية، أخذت بعين الاعتبار هذه المساوئ وحاولت بناء نظام يحد على الأقل من إمكانيات استخدام العملة كسلاح لزيادة تنافسية الإقتصاد مقابل العالم الخارجي. ففي سنة 1944، اجتمع ممثلو 44 دولة للإتفاق على القواعد التي تنظم العلاقات النقدية الدولية بعد الحرب. ولقد كان الهدف من وراء صياغة قواعد النظام الجديد، هو تحقيق الإستقرار في العلاقات النقدية الدولية عن طريق استبعاد عمليات التخفيض التنافسي في قيمة العملات، ومن ثم تحقيق نمو متوازن في التجارة والإقتصاد وتوزيع عادل للثروات على كل أقطار العالم. ويتميز نظام بريتون وودز بالخصائص التالية¹:

- الدولار جيد مثل الذهب وهو العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى الذهب بمعدل 35 دولار لكل 1 أوقية* من الذهب؛
- كل العملات تكون قابلة للتحويل إلى الدولار وفقا لسعر تعادل رسمي يُحطَر به صندوق النقد الدولي؛
- يجب على الدول الأعضاء أن تحافظ على سعر صرف عملاتها مقابل الدولار في حدود هوامش ضيقة لا تزيد عن 1% صعودا ونزولا، وهو ما يعني ضرورة تدخل البنوك المركزية كلما حاول سعر الصرف تعدي هذه الهوامش.

ثانيا- نظام الأسعار العائمة: منذ منتصف الخمسينيات بدأت مشاكل الإقتصاد الأمريكي تبرز مع استرجاع الدول الأوروبية واليابان قدراتها الإنتاجية، ومع زيادة العجز في ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية بدأ عدد متزايد من الإقتصاديين يتبنون فكرة تخفيض الدولار الأمريكي كمخرج لعلاج الإختلال خصوصا بعد قيام بريطانيا بتخفيض قيمة الجنيه في نهاية سنة 1967. ولقد بدأت بوادر انهيار نظام بريتون وودز بعد أن بدأت الدول بتعزيز احتياطياتها من الذهب في البنوك المركزية كرد فعل طبيعي لظهور علامات غير صحية في الإقتصاد الأمريكي، وكنتيجة لفقدان ثقتهم في قدرة الدولار على المحافظة على مركزه وقيمته. ومع تتالي الأحداث، ورغم الجهود المبذولة لإنقاذ النظام، إنهار نظام بريتون وودز بعد إعلان الرئيس الأمريكي نيكسون عن إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وحل محله نظام الأسعار العائمة.

ويعتبر مؤتمر جمايكا عام 1976 محطة رئيسية تم فيها بلورة فكرة النظام المرن كنظام رسمي بحكم الواقع، وأعطت هذه المحطة، الإشارة الخضراء للمرونة في حركة سعر الصرف والسماح بتغييرها حسب مقتضيات الظروف والأداء الإقتصادي. ولقد أدرجت الاتفاقية تعديلات جذرية في النظام النقدي الدولي تمثلت في الآتي:

- احتفاظ البلد العضو بقيمة لعملة تحدد بالنسبة لحقوق السحب الخاصة أو بالنسبة لمعيار آخر غير الذهب؛

¹ Jean pierre Allegret : "Monnaies, Finance et mondialisation", 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 2008, p51.

* الأوقية وحدة لقياس الوزن تقدر بـ 28.31 غرام من الذهب.

- ترتيبات تعاونية يحدد الأعضاء فيها قيم عملاتهم بالنسبة لقيمة عملة أو عملات أعضاء آخرين؛
- ترتيبات نظم صرف يختارها البلد العضو.

يتضح مما تقدم، أن اتفاق جمايكا جعل من الأنظمة النقدية المختلفة التي تجيز حرية الحركة لسعر الصرف أنظمة قانونية وليست أمرا واقعا فحسب. كما يلاحظ في خيارات الأنظمة المطروحة أمام الدول استبعاد الذهب بوصفه معيار للتعبير عن قيمة عملة أي دولة عضو في صندوق النقد الدولي، وبهذا الشكل تم تهميش دور الذهب في النظام النقدي الدولي لأول مرة في التاريخ، بعبارة أخرى نهاية الإرتباط المباشر بين النظام النقدي والذهب.

المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف، أنواعها ومحددات اختيارها

إن انهيار نظام بريتون وودز قد أفرز نظاما نقديا دوليا متعدد الأقطاب، فأصبحت الدول في ظله مخيرة بين أكثر من نظام سعر صرف. ولقد قام الإقتصاديين بتصنيف هذه الأنظمة ضمن ثلاثة مجموعات رئيسية، تضم المجموعة الأولى الأنظمة الثابتة، والمجموعة الثانية الأنظمة الوسيطة والمجموعة الأخيرة الأنظمة المرنة، كما قاموا في نفس الإطار بتحديد النظام الأمثل الواجب تطبيقه في ظل مجموعة من الشروط والمتطلبات للاستفادة من مميزاته المتعددة. ولقد لخصت مقولة جيفري فرانكل Jeffrey A. Frankel "عدم وجود نظام سعر صرف عالمي أو أبدي" إشكالية إختيار نظام سعر الصرف، وهذه المقولة جاءت كنتيجة للأبحاث المتعددة التي قام بها واستخلص أنه لا يمكن بأي حال من الأحوال أن يستقر اقتصاد معين على نظام سعر صرف واحد لأن شروط تطبيقه لا يمكن توفيرها في كل الأوقات، وهو ما يفسر لنا جزئيا أسباب انتقال الدول من نظام سعر صرف إلى آخر.

الفرع الأول: مفهوم نظام سعر الصرف وأنواعه

سنتطرق في هذه النقطة لمفهوم نظام سعر الصرف ثم إلى مختلف أنظمة سعر الصرف المطبقة حاليا في العالم لنختتم وفي الأخير إلى تطور تصنيف صندوق النقد الدولي لأنظمة سعر الصرف في العالم.

أولا- مفهوم نظام سعر الصرف: يمكن تعريف نظام سعر الصرف بأنه القواعد المؤسسية التي توضح بدقة كيف يتحدد سعر صرف عملة ما مقابل العملات الأخرى¹، إن هذا التعريف ينص على أن نظام سعر الصرف ليس نظاما فوضويا بل يشمل بنية ضمنية تحدد كيف تحدد الدول قواعد وأسعار الصرف، فالنظام بهذا الشكل يعبر عن مجموعة المؤسسات والقواعد التي تحدد كيفية إدارة السلطات لعملتها المحلية والعلاقات التي تربطها مع الدول الأخرى وعملاتها.

¹ Larbi Dohni et Carol Hainaut, *op.cit*, p19.

كما يمكن تعريف نظام سعر الصرف بأنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي وكيفية تأثيرها على سلوك سعر الصرف¹، ويعتبر هذا النظام جزءاً رئيسياً في تحديد معالم سياسة الصرف، كما يشكل حلقة ربط بين البلد وباقي أنحاء العالم، سواء في أسواق السلع أو أسواق الأصول الإنتاجية، وأي تقدير سيء لهذه السياسة سوف يعطي صورة خاطئة عن الفرص الحقيقية، ومن ثم يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد. ويسمح نظام سعر الصرف بتحديد التزامات البنك المركزي، وكيفية إدارته للعملة المحلية، كما أنه يسمح بمعرفة العوامل المؤثرة في قيمة العملة المحلية.

ثانياً- تطور تصنيفات صندوق النقد الدولي لأنظمة سعر الصرف: لقد كان للنظام النقدي الدولي أثراً بارزاً في تشكيل معالم أنظمة سعر الصرف المطبقة في الدول المختلفة وخصوصاً بعد انهيار نظام بريتون وودز، ونظراً لعدم صدق الكثير من الدول فيما تصرح به من أنظمة وسياسات، أصبح صندوق النقد الدولي يقوم دورياً بتعيين المعلومات الخاصة بالدول المختلفة وإدخال معايير جديدة لتحديد نوع نظام سعر الصرف المطبق، حتى تكون الدراسات المنجزة على أساس هذه التصنيفات ذات مصداقية وواقعية.

وفي إطار هذه الجهود، لوحظ أن تصنيف صندوق النقد الدولي عرف مرحلتين أساسيتين: الأولى قبل سنة 1999، كان فيها التصنيف يعتمد على تصريجات الدول وسمي بأنظمة سعر الصرف بحكم القانون، والثانية بعد سنة 1999، واعتمدت على قيام خبراء الصندوق بالتدقيق في مختلف القرارات التي تتخذها الدول وسياساتها المختلفة، وتحليل سلوك سعر الصرف وتقلباته لتحديد نوع نظام سعر الصرف المطبق، وعرف هذا التصنيف بأنظمة سعر الصرف بحكم الواقع².

أ- أنظمة سعر الصرف بحكم القانون: قبل سنة 1971، معظم الدول كان لديها سعر صرف يتغير في حدود هوامش لا تزيد عن 1% صعوداً وهبوطاً، وكانت السلطات النقدية ملزمة بالدفاع عن هذا السعر والمحافظة عليه باستخدام مجموعة من الأدوات كالرقابة على الصرف وسياسة السوق المفتوحة. غير أن هذه الإلتزامات اختفت بمجرد انهيار نظام بريتون وودز وأصبحت الدول بعد ذلك مخيرة في تبني نظام سعر الصرف الذي يلائم وضعها ونسبها الإقتصادي. وكنتيجة لذلك تعددت أنظمة سعر الصرف المطبقة وتنوعت بين التثبيت والتعويم. وحتى سنة 1998، كان صندوق النقد الدولي يرتب أنظمة سعر صرف أعضاءه على أساس تصريجاتهم الرسمية، وعرف هذا التصنيف باسم أنظمة سعر الصرف بحكم القانون، ولقد شمل هذا التصنيف أربعة أنواع من أنظمة سعر الصرف:

- نظام الربط بعملة واحدة أو بمجموعة من العملات؛
- المرونة المحدودة؛
- التعويم الموجه؛

¹ لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص134.

² جعفري عمار: "إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر للفترة (1990-2010)"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013، ص51.

- التعويم المستقل.

ما يعاب على هذه الطريقة من التصنيف، أنها تأخذ فقط بتصريحات الدول ولا تحاول البحث فيها غير أن الواقع أثبتت أكثر من مرة اختلاف المطبق من الأنظمة على المصرح به، فعلى سبيل التوضيح نجد أن الدول التي من المفروض أنها تتبع النظام المرن بحكم القانون، نجد في الواقع أن سعر صرفها يتغير في حدود ضيقة، أو أن الدولة التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت بحكم القانون هي في الواقع تقوم بتعديله بشكل دوري، وهو ما يعتبر مساسا بمصدقية التصنيف وإمكانية الإعتماد عليه للقيام بالدراسات والبحوث المختلفة.

ب- أنظمة سعر الصرف بحكم الواقع: لقد أصبح معلوم أن التصنيف بحكم القانون لم يعد يعطي صورة دقيقة وحقيقية عن واقع أنظمة سعر الصرف الفعلية المطبقة، لذلك ظهرت العديد من الدراسات التي حاولت تصنيف أنظمة سعر الصرف بحكم الواقع. ومن بين الدراسات نذكر دراسة كل من Ghosh Reinhart et Rogoff و L.Y.S. وتصنيف صندوق النقد الدولي، ونتج عن هذه الجهود العديد من التصنيفات التي ارتبط اسمها بالجهة أو باسم الكاتب الذي قام بإعدادها.

فيما يخص تصنيف صندوق النقد الدولي فمنذ 1999 أصبح يعتمد على تحين هذا التصنيف بشكل دوري، ويعتمد حاليا في إعداد تقريره الذي ينشر سنويا في مجلدات تحت اسم "التقرير السنوي لترتيبات أسعار الصرف" A.R.E.R.A.R* على مزج المعلومات المتوفرة حول أسعار الصرف وإطار السياسة النقدية مع السياسة الرسمية وغير الرسمية للسلطات، مع معطيات حول أسعار الصرف الإسمية وحركة الإحتياطات. ونتج عن هذه الطريقة من التصنيف 8 أنواع من أنظمة سعر الصرف. وما تجدر الإشارة إليه أنه حدث تعديل في أنواع أنظمة سعر الصرف المعتمدة من قبل صندوق النقد الدولي منذ 2008 حيث أنه تم إلغاء بعض الأنظمة وتعويضها بأنظمة أخرى، فأصبح منذ ذلك التاريخ عدد أنظمة سعر الصرف يقدر ب 10 أنظمة.

ثالثا- أنواع أنظمة سعر الصرف: رغم وجود اختلافات بين تصنيفات الإقتصاديين لأنظمة سعر الصرف إلا أنها تتقاطع في تبويب أنظمة سعر الصرف حسب درجة المرونة إلى ثلاثة مجموعات رئيسية، تبدأ بالأنظمة الثابتة وتمر عبر الأنظمة الوسيطة ثم تنتهي في الأنظمة العائمة، وفي كل مجموعة من المجموعات السابقة هناك العديد من الأنواع. وتفاديا لخروج العمل عن إطاره، سنقوم بعرض أنواع أنظمة سعر الصرف حسب التصنيف المعتمد من قبل صندوق النقد الدولي منذ سنة 1999.

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

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

* Annual Report on Exchange Rate Arrangement and Restriction (ARERAR).

عملة قانونية موحدة. فبالنسبة للشكل الأول، نعي به أن الدولة لا يكون لديها عملة خاصة بها، ولا تكون ضمن اتحاد نقدي يقضي باعتماد عملة مشتركة، وأحسن مثال على هذا النظام هو الدولار. ولقد عرف صندوق النقد الدولي هذا النظام، بأنه حياة المقيمين لجزء كبير من أصولهم في شكل أدوات مقومة بالدولار¹، كما أنه يشير إلى الميكانيزم الذي من خلاله يتم إحلال الدولار محل العملة المحلية للعب 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 الأنظمة³ كحل سريع لهذه الظاهرة. ولا يمثل الدولار عملة الإحلال الوحيدة المستخدمة بل أن بعض الدول اعتمدت على اليورو، ودول أخرى اعتمدت على عملات أخرى، فوفقاً للإحصائيات المتوفرة في سنة 2013 نجد أن عدد الدول التي تتبع هذا النظام هو 13 دولة أي ما نسبته 6.8% من إجمالي دول العالم. وضمن هذا العدد نجد أن 9 دول اعتمدت على الدولار، 3 على اليورو واثنين على عملات أخرى⁴. 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 الإتحاد النقدي الكاريبي الشرقية أو منطقة الفرنك⁵.

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 القانونية⁶. وما سبق يعني أن مجلس العملة يكون ضمن إطار قانوني يضمن بشكل دائم أن العملة المحلية تظل مكفولة باحتياطي من الدولار، أو أية عملة قوية أخرى. ويجب الإشارة في هذا المقام، أن إختيار هذا النوع من الأنظمة يرجع إلى ظروف اقتصادية صعبة يمر بها البلد مثل التضخم الجامح⁷. ويترتب عن هذا الإلتزام، 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 العملة⁸.

ب- الأنظمة الوسيطة: تتراوح الأنظمة الوسيطة من الربط القابل للتعديل، الذي تستطيع في إطاره السلطات النقدية تعديل عمليات الربط الخاصة بها، إلى النطاقات المستهدفة، التي تتدخل فيها السلطات النقدية عندما

¹ شقرق سمير: "تطور أنظمة الصرف في الدول النامية ومحددات اختيارها في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، سكيكدة، عدد 5، ماي 2010، ص242.

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

³ Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff: "Cette fois, c'est différent: Huit siècles de folie financière", traduction française Michel Le Séac'h, Pearson Education France, 2010, p214.

⁴ International Monetary Fund (IMF): "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2013", Washington D.C, USA, 2013, p5, available on the IMF website <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>.

⁵ جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص112.

⁶ روبا دوتاغوبتا، وآخرون: "التحرك نحو مرونة أسعار الصرف: كيف، متى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص3.

⁷ مسعود مجيطة: "دروس في المالية الدولية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص79.

⁸ روبا دوتاغوبتا، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص3.

يصل سعر الصرف إلى هوامش معلنة عنها من قبل. وبين النظامين يوجد العديد من الأنظمة التي تتفاوت بحسب درجة المرونة.

1- ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت: تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسمياً أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر، أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الممالين، مع إعطائها أوزاناً تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية. وفي هذه الحالة يكون السعر المركزي قابلاً للإلغاء، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن 1% صعوداً وهبوطاً حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة 3 أشهر على الأقل¹. وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الإقتضاء، للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/ شراء النقد الأجنبي في السوق)، أو التدخل غير المباشر (الإستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد سطحية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى). وتحظى السياسات النقدية في هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الإستقلالية رغم محدوديتها مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة، وترتيبات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية إمكانية تعديل مستوى سعر الصرف، وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبياً².

2- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية: تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاق لا يقل عن 1% صعوداً وهبوطاً حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%. ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية في النظام النقدي الأوروبي والتي خلفتها آلية سعر الصرف الأوروبية الثابتة في 1 جانفي 1999. ويتيح هذا النظام قدراً محدوداً من الصلاحية الإستثنائية في تنفيذ السياسة النقدية، تبعاً لمدى اتساع نطاق التقلب³.

3- نظم الربط الزاحف: وفقاً لهذا النظام، تعدل قيمة العملة تعديلاً دورياً طفيفاً بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائياً لاستبعاد أثر التضخم (على أساس استرجاعي)، أو تحديد سعر صرف ثابت معلن سلفاً و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة (على أساس استشرافي). ويفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقدية⁴.

¹ Karl Habermeier and others : "Revised system for the classification of Exchange rate arrangement", Working Paper, international monetary fund, 2009, p12.

² International Monetary Fund (IMF) : " Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks", Washington D.C, USA, December 2004, p12, available on the IMF website, <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm>.

³ روبا دوتاغوبتا، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص5.

⁴ Karl Habermeier and others, *op.cit*, p13.

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

ج- الأنظمة العائمة: تتضمن الأنظمة التالية:

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

2-التعويم المستقل: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر من أجل تلطيف التقلبات القوية في سعر الصرف¹، وعادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف، والحيلولة دون حدوث تقلبات مفرطة، بمعنى أن تحديد مستوى معين لسعر الصرف لا يدخل في أجندة ولا حسابات السلطات النقدية.

وما تجدر الإشارة إليه أن الحد الفاصل بين الأنظمة الثابتة والوسيط، هو ما إذا كانت السياسة إلزامية إلى التثبيت، والحد الفاصل بين الأنظمة الوسيطة والعائمة هو ما إذا كان هناك نطاق مستهدف محدد تتدخل ضمنه السلطات النقدية².

ولقد قام صندوق النقد الدولي في سنة 2009 بتعديل منهجية التصنيف، ونتج عن ذلك إلغاء كل من نظام التعويم المدار (الموجه) والتعويم المستقل، وتعويضهما بأربعة أنواع جديدة تتمثل في الأنظمة الشبيهة بأنظمة الربط الزاحف، أنظمة صرف مدارة أخرى، التعويم الحر، وبهذا التعديل أصبح عدد الأنظمة المعتمدة في صندوق النقد الدولي منذ تصنيف سنة 2008 يقدر بعشرة أنظمة.

¹ أبت يحي سميير: "التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد9، 2011، ص62.

² بربري محمد أمين: "ميررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 7، جامعة حسيبية بن بوعلي، الشلف، السداسي الثاني 2009، ص27.

الفرع الثاني: مزايا وعيوب مختلف أنظمة سعر الصرف

الجدل القائم حول مزايا وعيوب كل من الأنظمة الثابتة والعائمة ليس وليد الساعة، فأول من بدأ هذا النقاش كان الاقتصادي الأمريكي ميلتن فريدمان عام 1953 بعدما نادى بضرورة تعميم نظام الأسعار العائمة الذي رأى فيه الحل للمشاكل النقدية الدولية. الخلافات بين أنصار التثبيت وأنصار التعويم، ازدادت بعد اختيار نظام بريتون وودز وزيادة حركة رؤوس الأموال الدولية. ومن خلال آراء المؤيدين والمعارضين لكل نظام، يمكن استخلاص مزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف المختلفة.

أولاً-مزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف الثابت: في هذه النقطة سنتطرق لمزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف الثابت:

أ-مزايا نظام الأسعار الثابتة: يمكن تحديد مزايا الأنظمة الثابتة في النقاط التالية:

1-قدرة الأنظمة الثابتة وعلى وجه الخصوص مجلس العملة والدولة على مقاومة التضخم وضبطه، وهو ما أكد عليه Ghosh حين لاحظ أن التضخم يكون أقل في الدول التي تتبع النظم الثابتة، ويحدث الإستثناء الوحيد حين يتم الربط بسعر مقوم بأقل من قيمته، ولا يكون البلد قادراً على تعويض النمو في عرض النقود الذي يحدث عندما تترجم الفوائض المستمرة من الحسابات الجارية، والتراكم المترتب عن ذلك من احتياطات العملة الأجنبية إلى نمو نقدي مفرط. وفي مثل هذه الحالة، وهي نادرة الحدوث، لا يحقق الربط فائدة للتضخم¹.

2-الإستقرار الملاحظ في أسعار الصرف، سينعكس على استقرار المبادلات التجارية مما يؤدي إلى تطورها ونموها، وفي الوقت نفسه يؤدي إلى التوزيع الأمثل للموارد، كما يساعد الحكومات على تبني سياسة اقتصادية صارمة².

3-انخفاض المخاطر، ونقصها بما المخاطر المتعلقة بتقلب قيمة العملات أو ما يعرف بمخاطر الصرف، مما يعطي نوع من الضمانات للمتعاملين في المجال الدولي، فيزيد في نسبة إقبالهم على المعاملات الدولية.

ب-عيوب أنظمة سعر الصرف الثابت: تتميز أنظمة سعر الصرف الثابت بمجموعة من العيوب:

1-تسمح الأسعار الثابتة بالمضاربة بدون مخاطرة³، فبافتراض أن سعر الصرف الثابت بين الدولار والعملة المحلية هو 6 وحدات، فإذا لاحظ المتعاملين أن هناك اختلال مزمن في الميزان التجاري الخارجي، وأن السلطات غير قادرة على التحكم في معدلات التضخم، فيستوقعون انخفاض قيمة العملة المحلية، وهو ما يدفعهم إلى المضاربة على ارتفاع قيمة العملة الأجنبية من خلال شراء هذه العملة وبيع العملة المحلية في سوق الصرف الحاضر. هذه العملية ستخلق ضغوط على قيمة العملة المحلية وتجعل البنك المركزي يتدخل في السوق للحفاظ على ثبات سعر الصرف. ومع استمرار عمليات المضاربة، تبدأ الإحتياطات المركزية بالإنخفاض، فيضطر البنك المركزي نتيجة

¹ أتيش غوش وجوناثان أوستري: "اختيار نظام لسعر الصرف"، التمويل والتنمية، المجلد 46، عدد04، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2009، ص39.

² Mondher chérif, **op.cit**, p 87.

³ Yves Simon et Delphine Lautier, **op.cit**, p 112.

لذلك على تخفيض قيمة عملته، وفي هذه الحالة سيحقق المضاربين أرباحاً مساوية للفرق بين قيمة العملة الجديدة وقيمتها القديمة. الأرباح المحققة من قبل المضاربين تقابلها خسائر لدى البنك المركزي. ويعتبر حجم الإحتياطات العامل الرئيسي في تحديد درجة مقاومة البنك المركزي، فكلما كانت الإحتياطات كبيرة، كلما زادت مقاومته والعكس صحيح. وتجدر الإشارة إلى أن امتناع البنك المركزي عن تخفيض قيمة عملته لن تحدث خسائر تذكر للمضاربين، فأقصى خسارة ممكنة بالنسبة للمضارب في هذه الحالة تكون مساوية للفرق بين سعر الشراء وأحد حدي التموج.

2- لا تؤثر السياسة النقدية على أسعار الفائدة والنتاج المحلي مهما كانت درجة حرية حركة رؤوس الأموال، ففي ظل الحركة التامة لتتقل رؤوس الأموال تشجع الفروقات في معدلات الفائدة على تدفق رؤوس الأموال، ومنه يصبح من غير الممكن للبنوك المركزية أن تأخذ سياسة نقدية مستقلة في ظل سعر الصرف الثابت. ولملاحظة ذلك، نجد أن الدولة التي تريد رفع معدلات الفائدة، سوف تتبع سياسة نقدية كبحية، وهو ما ينتج عنه نقل حاملوا الأرصدة بسرعة عبر العالم ثروتهم ليستفيدوا من المعدل المرتفع لسعر الفائدة. ونتيجة لتدفق رؤوس الأموال يسجل ميزان المدفوعات فائضاً، وهو ما يدفع بسعر الصرف للتحسن ويجبر البنك المركزي على التدخل للحفاظ على ثبات سعر الصرف، وسوف يقوم بشراء النقد الأجنبي مقابل النقد المحلي. إن هذا التدخل يجعل مخزون النقود المحلي يرتفع، وتنتهي العملية عندما يصبح معدل الفائدة على النقد المحلي مساوياً لمعدل الفائدة على النقد الأجنبي.

والخلاصة أن السلطات النقدية لا تستطيع استعمال سياسة نقدية مستقلة في ظل سعر صرف ثابت وحركة تامة لرؤوس الأموال، ولا يمكن لسعر الفائدة أن يتحرك بعيداً عن الخط الذي تحدده السوق العالمية¹. فهذا النظام يكرس السياسة النقدية وأدواتها لتحقيق هدف التأكد من أن مستوى سعر الصرف الثابت هو في مستوى التوازن. لذلك لا تستطيع السياسة النقدية التحكم في عرض النقود² الذي يكون في ترابط قوي مع ميزان المدفوعات، فالفائض يستلزم توسعاً نقدياً والعجز يستلزم انكماشاً نقدياً.

3- ضرورة احتفاظ البنوك المركزية باحتياطات صرف كبيرة بهدف التدخل في السوق للحفاظ على قيمة العملة المحلية، وهذا يدل على حالة من عدم التشغيل التام للموارد. فالأصل أن أصحاب الفوائض في موازين المدفوعات يمولون أصحاب العجز، في ظل نظام الأسعار الثابتة تصبح هذه العملية غير ممكنة باعتبار أن تركيز البنك المركزي منصب على الاحتفاظ بتلك الإحتياطات لوقت الحاجة.

4- إن محاولات البنك المركزي للحفاظ على سعر الصرف بالرغم من الأحوال الإقتصادية المحلية غير الملائمة لمثل هذا التوازن، قد تجعل سعر الصرف الإسمي يحدد عن قيمته الحقيقية، وكلما زادت الهوة بين السعيرين السابقين زاد احتمال حدوث عملية تصحيحية لسعر الصرف الإسمي عن طريق التخفيض أو الرفع في قيمة العملة المحلية بنسبة كبيرة نوعاً ما، وهو ما يعرض الإقتصاد إلى صدمة كبيرة ومفاجئة. كما أن غياب تقنيات التحوط وعدم

¹ تومي صالح: "مبادئ التحليل الإقتصادي الكلي"، الطبعة الثالثة، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص. 223.
² محمد كمال الحمزاوي، مرجع سبق ذكره، ص. 111.

توفرها تعيق جهود الأعوان الإقتصاديين لإدارة المخاطر الناشئة عن هذه التعديلات وتجعلهم يسجلون خسائر صرف كبيرة في ميزانياتهم وقوائمهم المالية.

ثانيا-مزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف العائم: يمكن تحديد مزايا وعيوب أنظمة سعر الصرف المرنة في النقاط التالية:

أ-مزايا أنظمة سعر الصرف العائم: تتميز أنظمة سعر الصرف العائم بما يلي:

1-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.

2-السياسة النقدية تكون أداة فعالة لتحقيق الإستقرار الداخلي، فبافتراض زيادة عرض النقود، وهو ما يؤدي إلى فائض في عرض الأرصدة الحقيقية. وللوصول إلى التوازن، يجب على أسعار الفائدة أن تنخفض ومستوى الدخل يزداد إلى نقطة توازن جديدة كنتيجة لتحرك منحى سوق النقد، فتصبح السوق السلعية والسوق النقدية في الأجل القصير متوازنة. كل ذلك يكون عند سعر الصرف الأصلي، غير أن انخفاض معدلات الفائدة المحلية يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج، فتدهور قيمة العملة. ويؤدي هذا التدهور إلى زيادة أسعار الواردات، وتصبح السلع المحلية أكثر تنافسية ليتوسع الطلب عليها، فيتحرك منحى 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 الإقتصاد هي التغيرات في الأجور الحقيقية والأسعار النسبية للسلع المحلية بالمقارنة مع الأجنبية والتي تنتج عن تغير في سعر الصرف¹.

3- الإستجابة للصدمات التي تحدث انخفاضا في الأسعار المحلية المعنية تكون أقل كلفة في نظام الأسعار العائم²، وفي هذا الإطار يميز الإقتصاديين بين نوعين من الصدمات، الصدمات الإسمية والصدمات الحقيقية. فالصدمات الإسمية 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 ملائمة في حالة الصدمات الحقيقية.

ب-العيوب: بالرغم من المزايا المتعددة لنظام الأسعار المرنة إلا أنه يتصف ببعض العيوب التي يمكن تحديدها في النقاط التالية:

1-كثرة موجات المضاربة وتأثيرها السلبي على الإقتصاد والتي تؤدي إلى الرفع أو المبالغة في قيمة العملة حيث يفسر المضاربين هذا الإرتفاع على أنه مقدمة لإرتفاع جديد فيقدمون على شرائها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها³.

2-زيادة حدة خطر الصرف، فبالرغم من واقعية الفكرة السابقة إلا أن المدافعين عن نظام سعر الصرف العائم، يعتقدون أن ارتباط المخاطر بتقلبات أسعار الصرف تجعلها غير مهمة إذا ما كانت هذه التقلبات صغيرة. ويعلمون

¹ تومي صالح، مرجع سبق ذكره، ص232.

² سماعلي فوزي: "تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصاديات الانتقالية، البدائل الممكنة لنشوء الإقتصاد الجزائري"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد 05، 2009، ص66.

³ شرقرق سمير، مرجع سبق ذكره، ص243.

ذلك بأنه من الناحية النظرية من المتوقع أن تكون أسعار الصرف العائمة تتضمن مستوى عال من الإستجابة للتغير في السعر. وفي ظل تلك الظروف، فإن الأمر يتطلب فقط تغييرا 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-مزايا وعيوب أسعار الصرف الوسيطة: تتمثل مزايا وعيوب الأنظمة الوسيطة في:

أ-المزايا: يتميز هذا النظام ب:

1-مقارنة بالأنظمة الثابتة، نجد أن الأنظمة الوسيطة تتميز بدرجة من المرونة التي تسمح بتعديل سعر الصرف الإسمي مع المحافظة على درجة معينة من استقلالية السياسة النقدية، أما مقارنة بالأنظمة العائمة فنجد أن هذا النظام يحافظ على تقلبات محدودة في أسعار الصرف، وهو ما يساعد السلطات النقدية في استهداف الأسعار الداخلية.

2-تحقيق استقرار نسبي في معدل التضخم¹.

3-الأنظمة الوسيطة تحقق أحسن أداء للنمو مقارنة بالأنظمة العائمة والثابتة².

ب-العيوب: ما يعاب على هذا النوع من الأنظمة³:

1-إذا كان البنك المركزي يتدخل للإبقاء على سعر الصرف قريب جدا من السعر المحوري فسيميل هذا النظام نحو الأنظمة الثابتة، ويفقد بالتالي ميزة المرونة التي تكلمنا عنها في النقطة السابقة، ويصبح غير قادر على لعب دوره في تحقيق التوازن في الأسعار المحلية، ولا قادرا على تحقيق الإستقرار النقدي.

2-قد يتطلب جهد الإبقاء على سعر الصرف قريب من الأسعار المحورية تسخير كم كبير من الإحتياطات للتدخل في سوق الصرف.

3-تعتبر هذه الأنظمة أكثر عرضة للمضاربة.

الفرع الثالث: محددات إختيار نظام سعر الصرف

لقد عرفت أنظمة سعر الصرف تطورا كبيرا في السنوات الماضية، جعلت الدول المختلفة غير قادرة على تحديد نوع النظام الذي تتبعه، ويكون قادرا على تحقيق الإستقرار الإقتصادي. لهذا لوحظ اختلاف كبير في قرارات الدول في هذا الجانب، وامتد الإختلاف إلى الأكاديميين والباحثين في هذا الميدان. ويمكن الإستناد إلى

¹ بربري محمد أمين: "الإختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الإقتصادي في ظل العولمة الإقتصادية-دراسة حالة الجزائر-" أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص56.

² أنيش غوش وجوناثان أوستري، مرجع سبق ذكره، ص39.

³ بربري محمد أمين: "الإختيار الأمثل لنظام سعر الصرف ودوره في تحقيق النمو الإقتصادي في ظل العولمة الإقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص56.

مقولة Frankel بأنه لا يوجد نظام صرف واحد ومثالي يمكن تطبيقه في كل الدول¹، لتلخيص إشكالية إختيار نظام سعر الصرف وتبيان أن نوع نظام سعر الصرف المطبق يتغير من فترة إلى أخرى متأثراً بتغير مسببات تطبيقه، وانطلاقاً مما سبق نستخلص أن هناك العديد من المحددات لاختيار نظام سعر الصرف المناسب:

أولاً-مثلث اللاتوافق لماندل: إن السؤال الذي يطرح، كيف نتمكن في اقتصاد مفتوح من تحقيق استقرار في أسعار الصرف أو الأسعار مع حركة واسعة لرؤوس الأموال، وسياسة نقدية تهدف إلى تحقيق الإستقرار على مستوى الإقتصاد الكلي الداخلي. الجواب نجده في الأبحاث التي أنجزها ماندل Mundell في سنة 1961 وأكدت استحالة اجتماع الأصناف الثلاثة سابقة الذكر، ونقصد بذلك حرية حركة رؤوس الأموال، استقلالية السياسة النقدية ونظام سعر الصرف الثابت. فالبلدان لا تستطيع أن تختار سوى توليفة من هدفين فقط، إما الأسعار الثابتة مع حرية في حركة رؤوس الأموال، وهنا تفقد السلطات النقدية استقلاليتها، أو أن تختار حرية في حركة رؤوس الأموال مع استقلالية السياسة النقدية، غير أن سعر الصرف ينصرف نحو التعويم. والدليل الذي يستند عليه هي مرحلتها قاعده الذهب وبريتون وودز، ففي قاعده الذهب ساهمت التوليفة المتمثلة في حرية حركة رأس المال وسعر الصرف الثابت مع تهميش السياسة النقدية، في انتعاش نمو الإقتصاد العالمي، غير أن النظام إنهار بمجرد محاولة الدول تطبيق سياسات نقدية للوصول إلى التشغيل التام. نظام بريتون وودز الذي حاول الجمع بين نظام سعر الصرف الثابت واستقلالية السياسة النقدية مع تقييد حركة رؤوس الأموال، انهار بسبب الصعوبات التي ظهرت نتيجة هذا التقييد².

ويرجع سبب البدء بالثالوث المستحيل كأهم معيار في إختيار نظام سعر الصرف إلى أن كل دولة ستجد نفسها أمام إشكالية المفاضلة بين التثبيت والتعويم في ظل حرية حركة رؤوس الأموال واستقلالية السياسة النقدية، وعليها التضحية بالثبات إن أرادت تطبيق السياسات النقدية الملائمة وحرية حركة رؤوس الأموال. وما تجدر الإشارة إليه، أن الثالوث المستحيل لماندل كان الأساس الذي استندت عليه الكثير من الدراسات للقول بأن أنظمة سعر الصرف متوجهة لا محال إلى ثنائية القطب، ونقصد بذلك إما تثبيت أسعار الصرف أو تعويمها. ولقد دعم هذا التوجه بالتطبيق المتسارع للإجراءات المتعلقة بتحرير حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي.

ثانياً-منطقة العملة المثلى: ظهرت نظرية منطقة العملة المثلى على يد ماندل في سنة 1961، والتي حدد من خلالها الظروف التي تُمكن مجموعة من الدول من تشكيل اتحاد نقدي (على شاكلة الإتحاد النقد الأوروبي) وتبني

¹ Mohamed Sami Ben Ali: "Libéralisation du compte de capital et choix d'un régime de change, quelle portée pour la flexibilité en Tunisie ?", Revue tiers monde, N°188, Octobre-Décembre 2006, p866.

² مايكل بورديو: "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، ندوة مشتركة بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي حول نظم وسياسات أسعار الصرف، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 16-17 ديسمبر 2002، ص27.

عملة موحدة. ولقد عرفها **فرانكل** بأنها المنطقة التي من الأمثل أن تكون لها عملة واحدة وسياسة نقدية واحدة¹. ويعني هذا الإتحاد بالنسبة للدول الأعضاء، التخلي عن ميزة استخدام سعر الصرف الإسمي كأداة في سياستها الإقتصادية، لهذا جاءت نظرية ماندل للبحث عن أسس وأدوات جديدة تعوض الدول عما فقدته من مزايا تطبيق سعر الصرف المرن، وتستطيع أن تحل محله بفعالية وتقوم بدوره في إعادة التوازن بعد حدوث هزات وصدمات داخلية كانت أو خارجية، أي الرفع من مزايا نظام الأسعار الثابتة. ولقد تمكن ماندل عند الإعلان عن نظريته، من تحديد درجة مرونة حركة عناصر الإنتاج كبديل للدولة عن تخليها عن مزايا نظام التعويم. وفي هذا المجال يقول²، بأن العامل المحوري للإتحاد النقدي هو مدى قدرة عناصر الإنتاج على التنقل بين الأقاليم داخل الدولة الواحدة أو بين دول مختلفة، وهو بالتالي يمثل الآلية الطبيعية لإعادة الإقتصاد لتوازنه الإبتدائي بعد حدوث اختلال نتيجة لتعرضه لصدمة معينة. لهذا السبب اعتبر ماندل، أن حرية انتقال عناصر الإنتاج تعتبر معيار أساسي للإتحاد النقدي، وهو ما يعني أن الحد من قدرة انتقال عناصر الإنتاج، تجعل هذا الإتحاد غير مرغوب فيه ويمكن أن يعني ذلك، أيضا، انهيار اتحاد نقدي قائم.

ويمكن التعبير عن الوصف السابق بأن المعيار الأساسي للإتحاد النقدي حسب اندل هو درجة تنقل عناصر الإنتاج، وانخفاض درجة هذا التنقل تلغي المزايا الممكنة تحصيلها من خلاله، وهو ما يؤدي إلى انسحاب الدول من عضويته وانهيائه في آخر المطاف.

إن المعيار الذي أتى به ماندل لم يكن كافيا في نظر **ماكينون** (1963) لتشكيل الإتحاد النقدي، فحسب مقالته الموسومة بمناطق العملة المثلى³، والتي تعتبر ثاني أكبر مساهمة له في الإتحادات النقدية، حدد الكاتب درجة انفتاح الإقتصاد كمعيار أساسي للإتحاد النقدي، وبدونها لا يمكن إعادة التوازن للإقتصاد عن طريق حركة عناصر الإنتاج. ويقصد **ماكينون** بالإنفتاح الإقتصادي، نسبة السلع القابلة للإتجار إلى السلع غير قابلة للإتجار في الإنتاج القومي (المحلي)⁴. واعتبر أن التكاليف المرتبطة بالتخلي عن سعر الصرف كأداة للسياسة الإقتصادية تنخفض كلما زادت درجة الإنفتاح الإقتصادي وأهمية التجارة البينية. وعليه فإنه يرى، بأن الدولة التي تتميز بدرجة عالية من الإنفتاح الإقتصادي يكون في مصلحتها تبني نظام سعر صرف ثابت لتفادي التغيير البيئي للأسعار، ما بين السلع القابلة للإتجار والسلع غير القابلة للإتجار، ويُرجع ذلك إلى سببين رئيسيين⁵:

¹ مايكل بوردو، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² Leila Haouaoui Khouni : "Les déterminants du choix d'un régime de change dans les pays émergents", thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques et de gestion de Tunis, université Tunis El Manar, 2005, p32.

³ Ronald I. Mckinnon : "Optimum currency areas", The American Economic Review, Vol. 53, No. 4, September, 1963, p717.

⁴ لحو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 137.

⁵ Safia mohamed daly : "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", MPRA Paper, N°4075, Munich, 2007, p20.

السبب الأول: إن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر بشكل كبير على الأسعار المحلية في الإقتصاد المنفتح، وبالتالي يصبح تثبيت سعر الصرف يسمح بتقليص هذا التأثير أو إلغائه، ولقد استخدم كينون مصطلح **السراب النقدي** واعتبر أن التثبيت يقلص هذه الظاهرة.

السبب الثاني: هو أن فعالية سياسة الصرف تنخفض عندما تكون درجة انفتاح الإقتصاد كبيرة، على أساس أن الآثار المتوقعة لعملية التخفيض في قيمة العملة (انخفاض الواردات وزيادة الصادرات) تكون ضئيلة جدا، بمعنى آخر أن أثر التخفيض على معدلات التضخم تكون أقل وضوحا. على النقيض من ذلك، نجد أن الإقتصادات المغلقة نسبيا هي التي تستطيع أن تستخدم أداة سعر الصرف بشكل فعال، وقد قدم Heroin حجة على ذلك تتعلق بالإتحاد النقدي الأوروبي، فجميع الدول الأعضاء فيه تعتبر من بين الإقتصادات المنفتحة، إذا أخذنا كمعيار نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ما فتئت متطلبات الوحدة النقدية أن توسعت بفضل مساهمات الإقتصاديين عبر السنوات الماضية، ويمكن أن نذكر على سبيل المثال لا الحصر مساهمة Kinen التي أضافت تنوع الإنتاج لقائمة المتطلبات. وفي هذا الصدد يرى كينن أن زيادة تنوع منتجات اقتصاد معين تؤثر على تقلبات أسعار الصرف التي تصبح أكثر استقرارا. وعليه فإن الدول التي تتمتع بتنوع في الإنتاج، يمكن لها أن تتبنى نظام سعر صرف ثابت، وبإمكانهم أيضا الإنضمام إلى الإتحاد النقدي¹.

فرنكل وروز Frankel et Rose أضافا كل من معيار كثافة التجارة بين البلدين، وتمائل دورات نشاطهم كمتطلبات أساسية للتكامل بين الدول، ويرون بأن زيادة هذين العنصرين تعني زيادة الحاجة للإتحاد النقدي. وبعيدا عن تعداد مساهمات الإقتصاديين في هذا المجال التي قد يتطلب لوحده عمل منفرد، سوف نحاول بإيجاز عرض أهم معايير ومتطلبات الإتحاد النقدي:

- معيار سهولة انتقال عناصر الإنتاج؛

- معيار الإنفتاح الإقتصادي وتنوع النسيج الإنتاجي؛

- معيار تمائل الرغبات؛

- معيار درجة مرونة الأجور والأسعار.

الثالث-الصدمات: يقصد بالصدمات مجموعة الأحداث التي تؤثر سلبا على الإقتصاد، والتي قد تكون ذات طبيعة نقدية أو مالية ومصدرها داخلي أو خارجي. فالصدمات النقدية عادة ما تأخذ شكل زيادة أو نقصان في الطلب على النقود نسبة إلى المعروض منها، وقد عرفت بأنها التغير المقصود أو غير المقصود في أحد المتغيرات النقدية (عرض النقد، الطلب على النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف، الإئتمان)، وما ينجم عنه من آثار مباشرة وغير مباشرة على المتغيرات الإقتصادية². وتنتج الصدمات الحقيقية عند اعتماد تكنولوجيا جديدة أو منتج جديد

¹ Ibid, p22.

² عبد الحسين جليل الغالبي ولبلبي بديوي مطوق: "العلاقة التبادلية بين الصدمات النقدية وأسعار الصرف في العراق"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 28، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص207.

أو حدوث تقلبات في أسعار المواد الأولية.

وتتعرض العديد من الدول إلى هذا النوع من الصدمات التي تحدث عندما يكون هناك حدث مفاجئ في سوق السلع والخدمات مما يؤثر على الناتج المحلي الإجمالي¹، ويعبر عنها بتذبذب العلاقة بين أسعار الصرف الحقيقية والإسمية لعملة ما. أما الصدمات الخارجية، فهي تسلك طريق الدورات الاقتصادية للانتقال من البلد مصدر الأزمة إلى بلدان أخرى بفضل القنوات النقدية والمالية والتي تعتبر أفضل وسيلة للانتقال للأزمة².

وعلى العموم، فإن اختيار نظام سعر الصرف يعتمد على طبيعة الصدمات التي تواجه الاقتصاد، بمعنى آخر أن الدول تختار نظام سعر الصرف الذي يقلل آثار الصدمات على اقتصادها.

وتجدر الإشارة إلى عدم وجود نظام صرف مثالي يحفظ الاقتصاد من الصدمات مهما كانت طبيعتها، وإنما أفضلية الحماية ترتبط بمعرفة مدى ملائمة نظام صرف معين لطبيعة الصدمات التي تصيب اقتصاد معين. ولقد تمكنت العديد من الدراسات من تحديد بعض المعايير في اختيار نظام سعر الصرف اعتمادا على طبيعة الأزمات ومصدرها وعليه³:

- إذا كانت الصدمات حقيقية سواء كانت خارجية أو داخلية، فإن أحسن نظام صرف يقلل من آثارها هو نظام سعر الصرف المرن؛

- إذا كانت الصدمات نقدية داخلية فالنظام الأحسن هو النظام الثابت؛

- إذا كانت الصدمات نقدية خارجية فالنظام الأحسن هو النظام المرن.

ويمكن تلخيص ما سبق في أن نظام سعر الصرف الثابت يكون أكثر ملائمة للصدمات النقدية أما النظام المرن فيتلاءم أكثر مع الصدمات الحقيقية⁴.

رابعا-المعايير المرتبطة بخصائص الاقتصاد: تلعب خصائص الاقتصاد دورا مهما في تحديد نظام سعر الصرف الملائم للبلد، مثل حجم الاقتصاد، درجة انفتاحه على الخارج، التضخم، التكامل الأقليمي والتركيز الجغرافي للمعاملات الدولية للدولة.

أ-حجم الاقتصاد ودرجة تنوع هيكل الإنتاج والتصدير: يفضل تطبيق أنظمة سعر صرف مرنة في الإقتصادات كبيرة الحجم، لما تتميز به من ترابط كبير مع الإقتصاد الدولي، وحصّة ضئيلة للتجارة الخارجية في ناتجها المحلي الإجمالي. وبالعكس نجد أن الإقتصادات ذات الحجم الصغير، والتي تكون التجارة الخارجية مكون أساسي في الناتج المحلي الإجمالي يفضل أن تطبق الأنظمة الثابتة⁵. إن الأنظمة الثابتة وإن كانت تلائم كما سبق ذكره الإقتصادات الصغيرة، إلا أنها تفقد مصداقيتها وأسباب وجودها إذا كان الإقتصاد (كبيرا كان أو صغيرا) يتميز

¹ محمد صالح سلمان: "قياس وتحليل الصدمات في الاقتصاد العراقي للفترة 1980-2005 دراسة قياسية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 16 العدد 58، جامعة بغداد، 2010، ص143.

² عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص118.

³ Leila Haouaoui Khouni, *op.cit*, p36.

⁴ Mohamed Sami Ben Ali, *op.cit*, p866.

⁵ محمود حميدات: "مدخل للتجليل النقدي"، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص71.

بدرجة تركيز كبيرة سواء في هيكل الإنتاج أو الصادرات، وهو ما يعني أفضلية للأنظمة المرنة، والسبب في ذلك هو أن التغيرات في أسعار السلع المصدرة سيُحدث اختلال كبير في موازين المدفوعات، مما يعني أن إعطاء مرونة أكبر لسعر الصرف، سيسمح له بعملية تصحيح هذا الاختلال. بالمقابل نجد أن نظام سعر الصرف المرن يلاءم أكثر الدول التي تتميز بتنوع كبير في هيكل الإنتاج والتصدير، على أساس أن هذه الإقتصادات تكون غير معرضة بشكل كبير للصدمات الحقيقية الخارجية (تغير الأسعار).

ب- التضخم: يفضل بالنسبة للدول التي يكون لديها معدل التضخم أعلى من شركائها التجاريين، أو تكون تعاني من معدلات تضخم مرتفعة جدا (مثل البرازيل سنة 1989 بمعدل تضخم يزيد عن 180%) أن تعتمد على نظام سعر الصرف الثابت، لأنه يمثل أحسن أداة للتحكم في ظاهرة التضخم واحتواء آثارها. ولقد أكدت العديد من الأبحاث، أن التضخم يكون أقل ما يمكن في الأنظمة الثابتة مقارنة بالأنظمة العائمة والوسيطه، من بين هذه الدراسات نذكر دراسة Ghosh سنة 2003 و Reinhart et Regoff سنة 2004.¹

التفسير الأهم لأفضلية أداء نظام سعر الصرف الثابت مقارنة بأداء الأنظمة العائمة والوسيطه، يكمن في الإنضباط النقدي الذي ينطوي عليه تبني نظام سعر الصرف الثابت، حيث أن الدول التي تتبنى هذا النوع من الأنظمة تعرف نموا ضعيفا في الكتلة النقدية مترجمة بالتالي أثر القواعد التنظيمية والمصادقية التي تحدثها هذه الأنظمة². كما تعتبر برامج التثبيت باستعمال سعر الصرف كمثبت، بمثابة برامج لمحاربة التضخم، والتي تحتوي على مسار معنن لحدود تغيرات أسعار الصرف الإسمية. تم تطبيق أهم هذه البرامج في دول جنوب أمريكا ذات معدلات التضخم العالية، ودول شرق أوروبا المعروفة بالدول ذات الإقتصادات المتحولة والتي شهدت موجات تضخم بعد انهيار أنظمة الإقتصاد المخطط. هذه التجارب أدت إلى تخفيض معدلات التضخم بعدما كانت تزيد عن 100%، وتدل على نجاعة استخدام أنظمة سعر الصرف الثابت في تخفيض التضخم³.

ج- الإنفتاح الإقتصادي: يقصد بالإنفتاح الإقتصادي درجة انكشاف الدولة للخارج، وهناك العديد من المؤشرات التي تقيس درجة الإنفتاح الإقتصادي من أهمها مؤشرات الإنفتاح التجاري، الذي يقاس بنسبة التجارة الخارجية إلى الناتج القومي الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر مدى حساسية الإقتصاد للتغيرات التي تحدث في التجارة الخارجية سواء كان مصدرها داخليا أو خارجيا⁴.

ويتميز الإقتصاد المنفتح بزيادة أهمية قطاع التجارة الخارجية في تكوين الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بباقي القطاعات، وهو ما يؤدي إلى زيادة حساسية الأسعار المحلية للتغيرات في أسعار الصرف، وهو ما يعني عدم ملاءمة نظام سعر الصرف العائم لمثل هذا النوع من الإقتصادات، ويصبح نظام الأسعار الثابتة هو الأكثر

¹ Leila Haouaoui Khouni, *op.cit*, p50.

² محمد جبوري ومحمد بركة: "تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على التضخم - تحليل العلاقة باستخدام بيانات *Panel Data*"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، عدد 06، 2014، ص27.

³ بلقاسم العباس: "سياسات أسعار الصرف"، جسر التنمية، عدد 23، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، نوفمبر 2003، ص24.

⁴ مشهور هلهول بربور: "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن 1985-2006"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص52.

ملائمة. فما هو معلوم أن الأنظمة المرنة لا تؤدي إلى حدوث فرط تقلب أسعار الصرف الإسمية فحسب، بل ستتقل هذه التقلبات إلى أسعار التكلفة والأسعار المحلية، وهو ما يؤدي إلى اضطرابات حادة في الإقتصاد وزيادة البطالة. بالمقابل نجد أن الدول ذات الإقتصاد المغلق تتلاءم أكثر مع الأنظمة المرنة.

د- التركيز الجغرافي للمبادلات التجارية: إذا كان هناك تركيز كبير للمبادلات التجارية لدولة ما مع دولة كبيرة أخرى، يصبح نظام التثبيت عن طريق الربط التقليدي أكثر ملاءمة لاقتصادها بسبب تأثير تغيرات قيمة تلك العملة على اقتصادها. أما إذا كان هناك تنوع في الشركاء التجاريين، فيصبح الربط بسلة عملات تعكس العلاقات التجارية مع هؤلاء الشركاء هو النظام الذي يلائم ذلك الإقتصاد¹.

هـ- التكامل الإقليمي ودرجة العلاقات المالية والنقدية: ساعد التوجه نحو مزيد من التكامل الإقتصادي بين المجموعات الإقليمية الدولية في ارتفاع تثبيت أسعار صرف عملات الدول الأعضاء المتكاملة من أجل الاستفادة من شفافية منظومة الأسعار، كلفة معاملات أقل، زيادة حالة اليقين وتعزيز تنافسية الدول الأعضاء² وهو ما تنص عليه نظرية منطقة العملة المثلى كما سبق الإشارة إليه.

وانطلاقاً من ذلك، نجد أن وجود تكامل كبير بين الأسواق المالية والمحلية، سيؤدي إلى تلازم كل من السياسة النقدية وسياسة الصرف، وينعكس ذلك على أنظمة سعر الصرف التي يمكن أن توصف بقاعدة التدخل في سوق الصرف، التي تحدد مشتريات ومبيعات السلطات النقدية من النقد الأجنبي استجابة لابتعاد سعر الصرف عن المستوى المرغوب.

المطلب الثالث: طرق تحديد سعر الصرف في مختلف أنظمة سعر الصرف

يتحدد سعر الصرف على أساس العرض والطلب في كل أنواع أنظمة الصرف، إلا أنّ الشروط أو الظروف التي يتحدد من خلالها تختلف من نظام إلى آخر. ففي نظام سعر الصرف الثابت، نجد أن السلطات النقدية تتدخل بشكل مستمر في سوق الصرف للموازنة بين العرض والطلب كلما حدث اختلال. في الأنظمة العائمة، نظرياً البنوك المركزية لا تتدخل للتأثير على سعر الصرف، على أساس أن التغيرات التي تحدث في السوق تعبر عن التغيرات في النشاط الإقتصادي.

الفرع الأول: طلب وعرض العملات الأجنبية

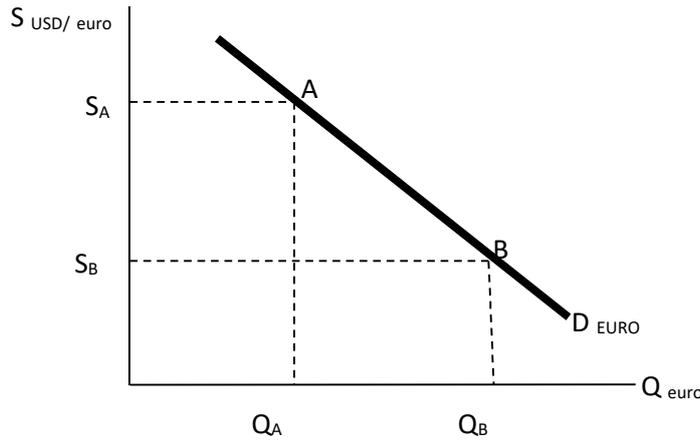
يعد طلب وعرض العملات مشتقاً من طلب وعرض المقيمين وغير المقيمين للعملات المختلفة الناتجة عن المعاملات التجارية والمالية، باعتبار أن الوظيفة الأساسية للعملة هي تسيير تلك المعاملات.

¹جعفري عمار، مرجع سبق ذكره، ص80.
²عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص ص109-110.

أولاً-الطلب على العملة: ينتج الطلب على العملات الأجنبية مما يلي¹:

- طلب المقيمين على السلع الأجنبية (زيادة الواردات)؛
 - خروج رؤوس الأموال للإستفادة من فروقات معدلات الفائدة التي تكون في صالح العملة الأجنبية؛
 - المضاربة في حالة توقع المستثمرين إنخفاض في قيمة العملة المحلية، فيقبلون على تحويلها (أي طلب) إلى عملة أجنبية لإعادة بيعها عندما ينخفض السعر، وحدوث توجه عام لدى عموم المستثمرين على شراء العملات الأجنبية قد يتسبب في خلق أزمات صرف في اقتصاد العملة المستهدفة، وهو ما حصل في فرنسا عام 1962 والبرازيل عام 1995 ودول جنوب شرق آسيا عام 1997.
- ويعبر منحني الطلب عن إجمالي التحويلات من العملة المحلية إلى العملة الأجنبية التي يقوم بها المقيمين وغير المقيمين لتغطية احتياجاتهم من النقد الأجنبي في إطار العمليات سابقة الذكر، ويؤثر هذا الطلب بطبيعة الحال على سعر الصرف، بحيث أنه يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الأجنبية، ويمكن تمثيل العلاقة التي تربط الطلب على النقد الأجنبي بسعر الصرف وفقاً للشكل البياني التالي:

الشكل رقم(08): العلاقة بين سعر الصرف والطلب على العملة الأجنبية



المصدر: جوزيف دانيالز و ديفيد فأنهوز: "إقتصاديات النقود و التمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 81.

الشكل يعبر عن منحني طلب المقيمين في الولايات المتحدة الأمريكية وغير المقيمين على العملة الأوروبية اليورو في السوق الأمريكي، ويُظهر لنا أن زيادة هذا الطلب يؤدي إلى ارتفاع قيمة اليورو، وهو يعني في التسعير الأكيد (USD/EURO) انخفاض سعر الصرف، وفي هذا النوع من التسعير، العلاقة بين سعر الصرف والطلب على النقد الأجنبي علاقة عكسية، عكس ما سبق ذكره، نجد في التسعير غير الأكيد. ففي الجزائر مثلاً ارتفاع

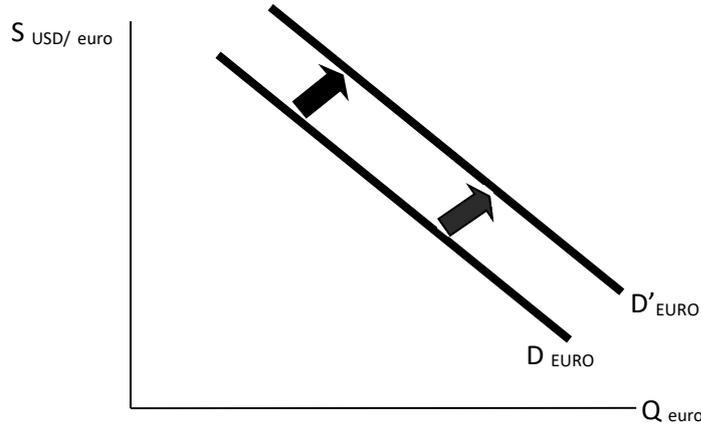
¹ عبد الرزاق الرحاحلة وزاهد محمد دبيري: "دراسة معمقة في إدارة الأعمال الدولية"، الطبعة الثانية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص126.

الطلب على اليورو، يؤدي إلى ارتفاع قيمة هذه العملة وإلى ارتفاع سعر الصرف، لهذا يجب التأكيد على ضرورة الإلتباه لطريقة التسعير (أكيد أو غير أكيد) عند تحليل العلاقة بين الطلب وسعر الصرف أو العرض وسعر الصرف.

وبالرجوع إلى الشكل السابق، نلاحظ أن أي نقطة في منحنى الطلب تعبر عن التوليفات المختلفة والممكنة بين سعر الصرف والطلب على اليورو بافتراض ثبات العوامل الأخرى* المؤثرة على طلب النقد الأجنبي من غير سعر الصرف¹، لهذا فإن انخفاض سعر الصرف من النقطة A إلى النقطة B مثلا، سيجعل المنتجات الأوروبية المقومة باليورو تبدو أرخص من المنتجات الأمريكية المقومة بالدولار، مما يزيد في طلب الأمريكيين على السلع الأوروبية والذي ينعكس في انتقال الكميات المطلوبة من اليورو من النقطة QA إلى النقطة QB، والعكس يحدث، أي أن ارتفاع سعر الصرف سيزيد في تكلفة المنتجات المستوردة².

وقد يحدث أن ينتقل منحنى الطلب يمينا أو يسارا متأثرا ببعض العوامل كتحسن أو انخفاض الإنتاجية في البلد مقارنة بالعالم الخارجي.

الشكل رقم (09): الزيادة في الطلب على اليورو



المصدر: جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز: "إقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 82.

من خلال الشكل، نلاحظ أن منحنى الطلب على اليورو قد انتقل نحو الأعلى، وهو ما يعني أن نفس المستوى من سعر الصرف سوف يقابله طلب أكبر على العملة الأجنبية، أما إذا كان الانتقال إلى الأسفل، فسنجد أن نفس سعر الصرف سيقابله طلب أقل على العملة الأجنبية.

* نذكر هنا على سبيل المثال لا الحصر ارتفاع الإنتاجية في البلد، معدلات التضخم، معدلات الفائدة، إختلال ميزان المدفوعات ...الخ.

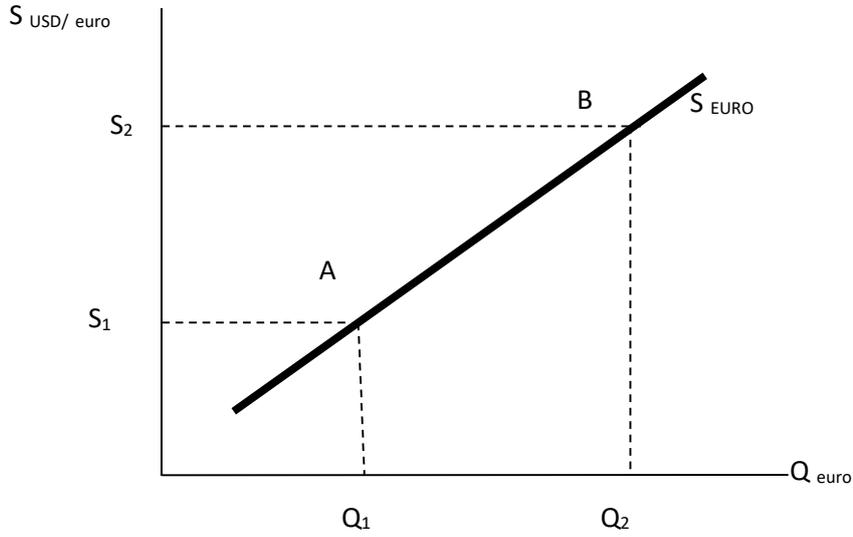
¹ مندور أحمد: "مقدمة في الاقتصاد الدولي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، 1990، ص124.

² زكراوي لخضر: "تطور نظام الصرف في الجزائر، أسباب وأثار تخفيض قيمة الدينار"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2000، ص40.

ثانياً- عرض العملة: ينتج عرض العملة الأجنبية مما يلي:

- زيادة طلب غير المقيمين على السلع المحلية (زيادة الصادرات)؛
 - دخول رؤوس الأموال للإستفادة من فروقات معدلات الفائدة التي تكون في صالح العملة المحلية؛
 - المضاربة على انخفاض العملة الأجنبية، والذي ينتج عنه عمليات تحويل لهذه العملة مقابل العملة الوطنية.
- إن الشكل رقم (10) يبين لنا عرض اليورو من قبل المقيمين والغير مقيمين والعلاقة التي تربط بين الكميات المعروضة من اليورو وسعر الصرف هي علاقة طردية.

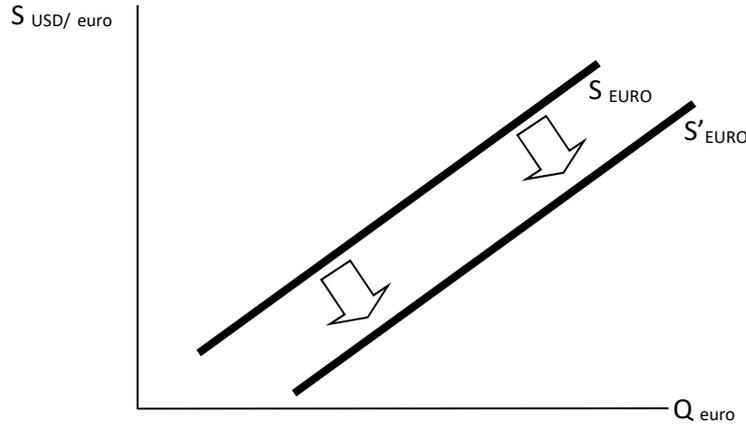
الشكل رقم (10): العلاقة بين سعر الصرف وعرض العملة الأجنبية



المصدر: جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز: "إقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص83.

فعند مستوى سعر الصرف S_1 نجد أن الكميات المعروضة من اليورو هي Q_1 ، فإذا ارتفع سعر الصرف إلى S_2 ، فهذا يعني أن السلع في الولايات المتحدة الأمريكية ستكون أرخص من أسعارها في أوروبا فيزيد الطلب عليها، وبالتالي يزيد عرض اليورو والطلب على الدولار في سوق الصرف. ومثله مثل منحنى الطلب، قد ينتقل منحنى العرض، بحيث أن نفس المستويات من أسعار الصرف تصبح تقابل عرض أكبر أو أقل لتصبح ملائمة للظروف التي أدت إلى هذا الانتقال، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (11): زيادة عرض اليورو



المصدر: جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز: "إقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص84.

الفرع الثاني-سعر الصرف التوازني في أنظمة الصرف المرنة والثابتة: يمكن تعريف سعر الصرف التوازني، بأنه ذلك السعر الذي يتحدد وفق قانون الأثمان في النظرية الإقتصادية على ضوء تقاطع منحنى عرض العملة الأجنبية مع منحنى الطلب عليها كحال أي سلعة أخرى¹. وغالبا ما يتم ربط سعر الصرف التوازني بسعر الصرف الحر أو العائم، ويعتبرون هذا الأخير بمثابة السعر التوازني²، وحثتهم في ذلك عدم تدخل السلطات النقدية في التأثير عليه. وفي حقيقة الأمر أن الربط السابق، يعد خلط واضح بين مفهوم التوازن وحقيقة تعبير سعر الصرف عن قيمة العملة الحقيقية. فعدم تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، يمكن أن يجعل سعر الصرف يعبر عن القيمة الحقيقية للعملة، وتدخله يمكن أن يؤدي إلى خلق فجوة بين القيمة الإسمية والقيمة الحقيقية، فسعر الصرف التوازني كما نجده في نظام الأسعار العائمة نجده في نظام الأسعار الثابتة، وهو في كلا الموضوعين يعبر عن توازن الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة.

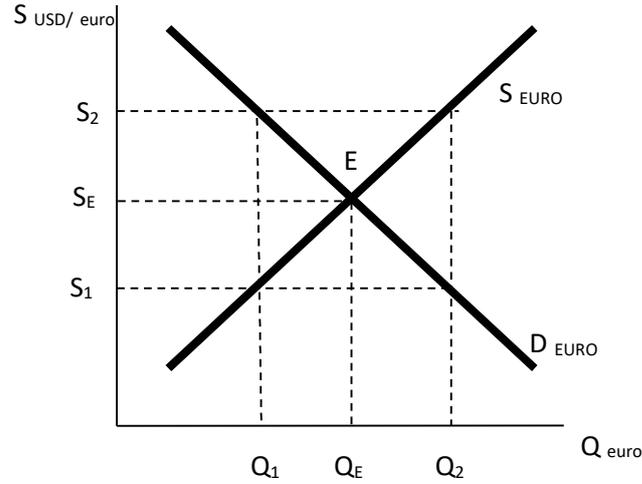
أولاً-تحديد سعر الصرف التوازني في النظام المرن: يتحدد سعر صرف العملة في النظام المرن بتفاعل قوى العرض والطلب على تلك العملة³، فالشكل رقم (12) يبين لنا تقاطع كل من منحنى الطلب على اليورو ومنحنى عرض اليورو، ونقطة التقاطع تعبر عن وضع التوازن في سوق الصرف. لهذا يعبر عادة عن النقطة E بأنها سعر الصرف التوازني S_E ، والذي يمكن تعريفه، بأنه ذلك السعر الذي تتساوى عنده الكميات المطلوبة من عملة معينة مع الكميات المعروضة من نفس تلك العملة.

¹ صباح نوري عباس: "أثر التضخم على سعر الصرف التوازني للدينار العراقي خلال المدة 1990-2005، بحث تطبيقي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد السابع، 2008، ص64.

² نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ مشهور هلهول بريور، مرجع سبق ذكره، ص45.

الشكل رقم (12): تحديد سعر الصرف التوازني في نظام الأسعار المرنة



المصدر: جوزيف دانيالز وديفيد فانوز: "إقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص85.

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

ثانياً-تحديد سعر الصرف التوازني في النظام الثابت: يتحدد سعر صرف العملة في النظم الثابتة بتقاطع منحنى الطلب على العملة الأجنبية مع منحنى عرضها عند سعر مركزي محدد مسبقاً من قبل السلطات النقدية¹. فإذا كان هذا السعر يعبر بشكل ما عن سعر التوازن والتكافؤ بين عرض وطلب العملات، فسوف تكون مهمة الحفاظ على ثباته سهلة وغير مكلفة، أما إذا اختلف مع الوضع التوازني، فسوف تزيد تدخلات السلطات النقدية وتصبح العملية صعبة ومكلفة للاقتصاد.

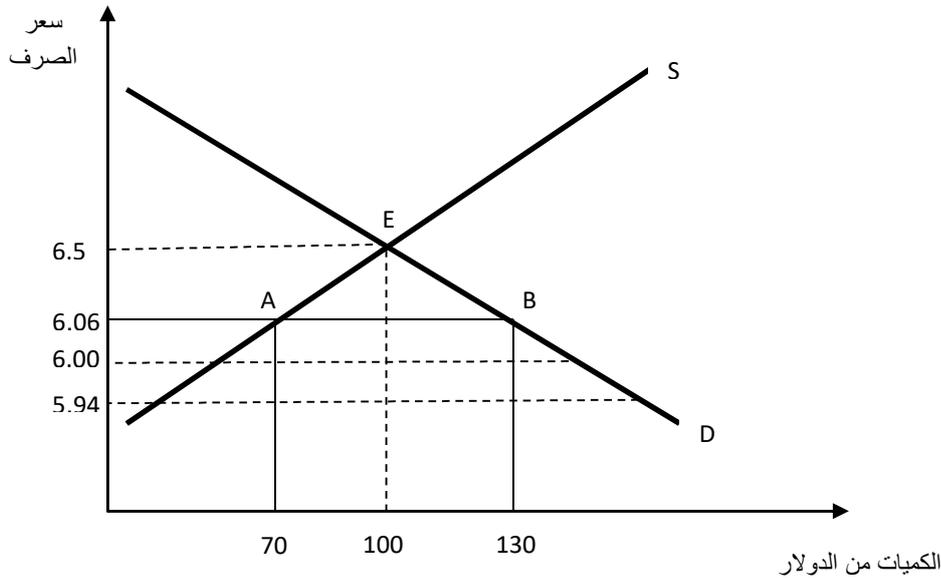
فما هو معلوم أن تدخل البنك المركزي في سوق الصرف له تأثير مباشر على الكتلة النقدية، حيث أن شراء العملة الأجنبية ينتج عنه طرح مزيد من النقد المحلي، مما يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية المتداولة، ويحدث انكماش في حالة إقدامه على بيع العملة الأجنبية. بعبارة أخرى، أن هذه التدخلات تخلق ضغوطات تضخمية على الاقتصاد، لهذا يجب على البنك المركزي أن ينجز عمليات تعقيم، والتي تعني انجاز البنك المركزي عمليات

¹ نفس المرجع، ص38.

ذات تأثير عكسي على الكتلة النقدية في السوق النقدي كلما تدخل في سوق الصرف، فعلى سبيل المثال، إذا قام البنك المركزي بشراء العملة الأجنبية في سوق الصرف يجب عليه أن يقوم ببيع سندات وأوراق مالية في السوق النقدي لامتناع الفائض من السيولة والعكس صحيح¹.

ويعتبر نظام بريتون وودز أحسن مثال لتطبيق نظام الصرف الثابت، فبافتراض أن سعر الصرف الثابت للفرنك هو 6.00 فرنكات لكل واحد دولار، وأن هامش التغير محدد بـ 1% صعودا وهبوطا، فإن السلطات النقدية في فرنسا تكون ملزمة بالحفاظ على سعر الصرف ضمن الحد الأعلى 6.06 فرنك والحد الأدنى 5.94 فرنك. وهذا يعني من جهة أن البنك المركزي، يتدخل عارضا للعملة الأجنبية لإعادة التوازن بين الكميات المطلوبة والمعروضة، كلما حاول سعر الصرف، مدفوعا بزيادة الطلب، تحطي حاجز 6.06، ومن جهة أخرى يتدخل طالبا للعملة الأجنبية كلما حاول سعر الصرف، مدفوعا بزيادة العرض، تحطي حاجز الـ 5.94 فرنك. نفترض الآن حدوث اختلال في ميزان المدفوعات، أو وجود فروقات كبيرة في معدلات التضخم بين فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية، هذه الوضعية ستجعل سعر الصرف التوازني يتحدد على سبيل المثال (كرد فعل لهذه الاختلالات) عند 6.5 فرنك.

الشكل رقم (13): تحديد سعر الصرف التوازني في نظام الأسعار الثابتة



Source : Bernard Bernier et Yves Simon: "Initiation à la macroéconomie", 9^{ème} édition, Dunod, Paris, France, p389.

يعبر السعر 6.5 عن توازن العرض والطلب عند حدود 100 وحدة نقدية، غير أنه خارج الحدود المسموح بها، وهو ما يعني تدخل السلطات النقدية لتصحيح الخلل الموجود بين العرض والطلب لإبقاء سعر الصرف عند

¹ Charles Wyplosz et Michael Burda : " Macroéconomie, Une perspective européenne", traduction Jean Houard, 3^{ème} édition, De Boeck Supérieur, Bruxelles, Belgique, 2002, p 217.

الحد الأعلى، في مثالنا هذا 6.06. وعند هذا السعر أي 6.06، نلاحظ أن العروض تقدر بـ70 والطلبات بـ130 وحدة نقدية، أي أن هناك نقص في جانب العرض بمقدار 60 وحدة نقدية، وهو المبلغ الذي سوف يتدخل به بنك فرنسا لإعادة التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة عند سعر صرف 6.06¹.

التحليل السابق، يبين لنا أهمية الإحتياطات الرسمية للبنوك المركزية في نظام أسعار الصرف الثابتة ودورها المحوري في الحفاظ على ثبات أسعار الصرف، ولقد بينت بعض الدراسات أن الحجم الأمثل من الإحتياطات هو الذي يغطي قيمة مستوردات البلد لأربعة أشهر².

ولمساعدة السلطات النقدية في أداء مهمتها والحفاظ على ثبات سعر الصرف، وفر النظام النقدي الدولي إبان حكم الأنظمة الثابتة، آليات لتمويل العجز في موازين المدفوعات (الذي يعتبر السبب الرئيسي في حدوث الخلل بين العرض والطلب في سوق الصرف)، كالتسهيلات الائتمانية الخاصة بصندوق النقد الدولي، أو الاقتراض من الأسواق المالية الدولية.

غير أن استمرار العجز وتفاقمه يستوجب إحداث تعديل في سعر الصرف سواء بتخفيضه أو رفعه، وهي إجراءات استثنائية، قد تكون ضرورية في الكثير من الحالات لتصحيح الاختلالات الملاحظة في سوق الصرف³، وإيجاد توازنات جديدة بين العرض والطلب في هذا السوق⁴، ومعالجة المشاكل والمعضلات على مستوى الكلي. ويعد التدخل في سوق الصرف أحد الوسائل للحفاظ على ثبات سعر الصرف، غير أن ضعف حجم الإحتياطات تدفع السلطات النقدية للإعتماد على أسلوب آخر للتقليل من حجم الطلب على العملة الأجنبية إلى حد التوازن مع المعروض منها، ويعرف هذا الأسلوب بالرقابة على الصرف.

الفرع الثالث: التقييم الخاطئ لسعر الصرف وآثاره الإقتصادية

أعطى تنوع أنظمة الصرف في الوقت الراهن الحرية للدول في اختيار النظام الذي يلاءم ظروفها الإقتصادية، ففي الوقت الذي ارتأت فيه الدول الصناعية أن تعوم عملاتها، على أساس أن واقع إقتصاداتها وآلياته ينسجم مع نظام التعويم، لجأت الدول النامية لأسباب موضوعية عديدة، إلى الأنظمة الثابتة والوسيلة لتحديد سعر الصرف. دول أخرى، استبعدت نظام التعويم وتبنت الأنظمة الوسيطة لا لشيء سوى لتخوفها من هذا النظام كما أثبتت ذلك العديد من الدراسات. غير أن اعتماد نظام التثبيت بمختلف أشكاله، أو الإعتماد على الأنظمة الوسيطة رغم المزايا التي توفرها لهذه الإقتصادات والمتمثلة في الإستقرار، فإنهما لا يكادان يخلوان من العيوب، ولعل أكثرها تأثيراً على الإقتصاد المغالاة في قيمة العملة الوطنية.

¹ Bernard Bernier et Yves Simon: "Initiation à la macroéconomie", 9^{ème} édition, Dunod, Paris, France, p389.

² Dwight H. Perkins et autres: "Économie du développement", traduction Bruno Baron-Renault, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2008, p586.

³ Ibid, p587.

⁴ Marc Montoussé: "Macroéconomie, cours méthodes, exercices corrigés", 2^{ème} édition, Bréal, France, 2006, p278.

ويعد تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لدعم العملة المحلية من بين الأسباب الرئيسية المؤدية لتضخم قيمة العملة الوطنية. فهذا التدخل كما رأينا سابقاً، يهدف في الكثير من الأحيان إلى تقويم الإختلال الحاصل بين العرض والطلب، وما دام أن هذا الأخير يكون سببه في الغالب عدم قدرة الجهاز الإنتاجي في هذا البلد على التصدير، وعدم قدرة الإقتصاد على جذب رؤوس الأموال، فإن التصحيح الذي ينتج عن تدخل البنك المركزي سيحول دون انتقال هذا الخلل إلى سعر الصرف. ومع تمادي البنوك المركزية في التدخل، تزيد الفجوة بين سعر الصرف الإسمي والحقيقي، وينتج عن هذه الفجوة خلل وظيفي في كل الإقتصاد، ويمكن تحديد النتائج السلبية للتقييم الخاطئ في سعر الصرف في النقاط التالية¹:

- يؤدي التقييم المرتفع لسعر الصرف إلى ضعف حوافز إنتاج السلع الموجهة للتصدير، باعتبار أنها ستفقد قدرتها على المنافسة، كما أن الواردات ستكون أرخص من المنتجات المنتجة محلياً (في ظل عدم وجود الرسوم الجمركية) مما يؤدي إلى توقف الإنتاج، فيزيد معدل البطالة والمشاكل الاجتماعية المرافقة لهذه الظاهرة؛

- التقييم المرتفع في قيمة العملة الوطنية يؤدي إلى استمرار العجز في ميزان المدفوعات، وفي ظل عدم توفر الإحتياطات اللازمة لدعم قيمة العملة الوطنية، فسوف تلجأ السلطات النقدية إلى الإقتراض وما ينتج عنه من زيادة في معدل خدمة الدين وتأزم مشكل المديونية؛

- ظهور السوق الموازية كنتيجة حتمية لندرة العملة الأجنبية ووجود فجوة بين القيمة الإسمية والحقيقية للعملة، وفي ظل وجود هذا السوق يصبح من الصعب على السلطات النقدية الإستفادة من كل موارد البلد من العملة الأجنبية بسبب تفضيل الكثيرين التعامل في السوق الموازية؛

- تفاقم أعباء الدين العام الداخلي، إذ أن التقييم المرتفع لسعر الصرف يمثل إلتزامات مالية على الدولة سددها وأداؤها كشرط رئيسي لاستعادة سعر الصرف وضعه الطبيعي. فالكتلة النقدية المتداولة والتي تتمثل دين داخلي على الدولة، لا يمكن أن تنخفض كميتها إلى المستوى الذي يعيد التوازن بين السعر الرسمي والسعر الحقيقي إلا بقيام الدولة بسداد قيمة التزاماتها بالنقد الأجنبي، وهو ما يتطلب مبالغ كبيرة من العملات الأجنبية. أي أن سعر الصرف الرسمي المنفصم عن حقيقته يضاعف من أعباء الدين العام الداخلي؛

- إن المغالاة في سعر الصرف لا تساعد على كبح التضخم خصوصاً إذا كانت المستوردات المقيمة بالسعر الرسمي لا تشكل نسبة كبيرة من سلة تكاليف المعيشة، ومن ثم فإن دعم أسعارها لا يؤدي إلى إحداث أثر مهم على كبح التضخم. وحتى لو نجح قرار الإبقاء على التقييم المرتفع لسعر الصرف في تقليل معدلات التضخم، إلا أن التخفيض المرتقب (الواقع حتماً) فيما بعد سيخلق ضغوط تضخمية كبيرة تؤدي إلى إلغاء فوائد سعر الصرف المرتفع.

¹ نوزاد عبد الرحمن الهيتي ومنجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص130.

المبحث الثالث: ماهية خطر الصرف

إن التغيرات البيئية السريعة والمستمرة اقتصادياً، تكنولوجياً، اجتماعياً وحضارياً تجعل المخاطرة قدراً تواجهه كافة الشركات والأنشطة والفعاليات الاقتصادية حول العالم كما أن محاولة اقتناص الفرص التي توفرها البيئة الخارجية للمؤسسة تتضمن بالتأكيد نسبة مخاطرة، سواء كانت تلك المحاولات في شكل إنتاج سلعة أو خدمة جديدة أو الدخول في سوق جديد، التوسع بالسوق الحالي، أو تنوع السلع والخدمات المقدمة أو التعامل مع الأسواق الدولية تجارياً ومالياً. وتختلف تقسيمات الخطر بحسب المعيار الذي يحكم التقسيم نفسه، فبالنظر إلى انتظام المخاطر وعدم انتظامها، يمكن تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة¹، وباعتبار طبيعتها يمكن تقسيمها إلى مخاطر مالية ومخاطر تشغيل وأعمال، أما من حيث مصدرها فتقسم إلى مخاطر الأعمال، مخاطر التشغيل، مخاطر الإدارة، المخاطر القانونية... الخ². والملاحظ أن هذه التقسيمات متنوعة ومتداخلة وتختلف بحسب الزاوية التي تدرس من خلالها المخاطر، مما يوحي بتشعب الموضوع وصعوبته.

ويندرج خطر الصرف ضمن العديد من تلك الأنواع، فهو من جهة خطر منتظم تتعرض له كل 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 تجاه الغير أو حدوث خلل في هيكلها التمويلي، كما أنه يعتبر من المخاطر الديناميكية القابلة للقياس. في هذا المبحث سنحاول بعد إعطاء تعريف دقيق للخطر بصفة عامة، التطرق إلى مفهوم خطر الصرف أسبابه والعوامل التي تؤدي إلى نشأته وآثاره سواء على الشركات البنوك أو الأسواق.

المطلب الأول: تعريف خطر الصرف وظروف نشأته

ينشأ خطر الصرف بمجرد قيام المؤسسة بعمليات بعملة أجنبية، وهو كغيره من المخاطر يتميز بمجموعة من الخصائص التي سنحاول توضيحها إضافة إلى تبين العمليات التي تخلق وضعيات الصرف.

الفرع الأول: مفهوم الخطر

يرتبط الخطر بصفة عامة بالعديد من المعاني بحسب الزاوية التي ننظر إليه من خلالها.

أولاً-التعريف اللغوي: المخاطر في اللغة مشتقة من كلمة "حَطَرَ" والتي تعني عند الرازي الإشراف على الهلاك، يقال: خاطر بنفسه، أي أوشك على إيصال نفسه للهلاك. والخطر يعني أيضاً السبق الذي يتراهن عليه، وخطره

¹ عز الدين نايف عنانزه: "تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة الدراسات الإدارية، جامعة البصرة، المجلد 6، عدد 11، 2013، ص 115.

² بديسي فهيمه وشيلي وسام: "المخاطر المالية واحتمالات الفشل المالي في المؤسسة"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012، ص 3.

على كذا. وخطراً الرجل قدره ومنزلته. كما يقال خطر الرمح أي اهتز ورمح خطار، أي ذو اهتزاز، ورجل خطار بالرمح أي طعان، وفي نفس المعنى يقال خطر الرجل أي اهتز في مشيه وتبختر¹. واستعملت كلمة خطر للتدليل عن مثل الشيء وعدله وفي هذا المعنى قال الشاعر في ظل عيش هنى ما له خطر أي ليس له مثل وعدل². ويتضح مما سبق أن كلمة خطر في اللغة تقترب من معنى المجازفة والتردد بين الرفع والخفض وبمعنى التماثل والتعادل أما في الفقه فقد وردت بمعان متعددة كالمقامرة، الغرر والضمان. فاستخدام عبارة المقامرة جاءت لأنها تقع على أمر قد يحدث أو لا يحدث، أما الضمان على اعتبار أن الفقهاء يستخدمون الضمان بمعنى تحمل تبعه الهلاك، والغرر لأنها ترتبط بعوامل تدفع إلى عدم اليقين³.

ثانياً-تعريف المخاطر في المعاجم الإقتصادية: جاءت كلمة المخاطرة في معظم المعاجم الإقتصادية بمعنى الريبة والاحتمالية، ففي المعجم الإقتصادي الإسلامي عرفت هذه الكلمة بأنها الخوف من التلف وبأنها المماثلة والمعادلة⁴.

ثالثاً-التعريف الإقتصادي: يعتبر الخطر من المفاهيم التي كتب عنها الكثير من الباحثين، إلا أنهم لم يتفقوا على ماهيته ووضع تعريف محدد له. وعلى الرغم من عدم وجود اتفاق بينهم بسبب اختلاف وجهات النظر، إلا أنهم أجمعوا على أن الخطر يتعلق بالمستقبل وأن 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، أن الخطر هو حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها⁵، أو أنه الشك المتعلق بوقوع حادث ما مسبباً خسارة إقتصادية⁶.

إن التعريف الأول يفرق بين الخطر وحالة عدم التأكد من حيث إمكانية القياس وهو عنصر أساسي وفاضل بينهما، فالخطر حسب الباحثين يمكن قياسه عن طريق الأساليب الإحصائية والإحتمالية والكمية، بينما عدم التأكد فهي حالة غير قابلة للقياس، ويبقى هذا التعريف مقصراً في كثير من النواحي كعدم تطوره 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 أنه يعاب عليه حصر تلك النتائج في الخسائر. فالواقع في كثير من الأحيان يفند هذه النتيجة الحتمية ويجعل وجود احتمالية

1 عدنان عبد الله محمد عويضة: "نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تأصيلية تطبيقية"، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010، ص26.

2 موسى عمر مبارك أبو محميد: "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2008، ص17.

3 عبد الكريم أحمد قندوز: "مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية"، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية -التحوظ وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية -النسخة الرابعة، الخرطوم، السودان، 5 و6 أفريل 2012، ص ص4-5.

4 أحمد الشرياصي، "المعجم الإقتصادي الإسلامي"، بيروت دار الجليل، بيروت، لبنان، 1981، ص65.

5 محمد الهاشمي: "مقدمة في مبادئ التأمين"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990، ص12.

6 علاء عبد الكريم البلداوي: "أساليب مسح وتحليل مكامن الخطر في المنظمة"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 02، عدد06، 2008، ص66.

تحقيق الخسارة مقابل احتمالية تحقيق الربح، وهو الأساس الذي تنطلق منه النظرية الاقتصادية في توصيفها للخطر وجعل زيادة المخاطرة تقابل زيادة الفرصة في تحقيق عائد أكبر.

وانطلاقاً مما سبق يمكن تعريف الخطر أيضاً بأنه الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة¹، أو أنه إمكانية أن يكون العائد المتحقق (الفعلي) مختلفاً عن العائد المتوقع²، والانحراف والاختلاف المذكورين في التعريفين السابقين لا يقصد بهما حصراً الخسارة بل قد يتضمن جانبا إيجابيا يؤدي إلى زيادة المنفعة والأرباح. فالمعلوم أن كل عملية استثمار تشتمل على قدر كبير أو قليل من المخاطرة أو عدم التأكد، وذلك تبعاً لنوع الاستثمار وماهيته، كما أن الأسلوب الرأسمالي للإنتاج بما يتطلبه من مقادير ضخمة من رأس المال الثابت يزيد في تعرضها للمخاطر.

وتلعب المخاطرة دوراً هاماً ليس بالنسبة لرجال الأعمال والمسير فحسب، بل بالنسبة للمجتمع ككل، فلولا المخاطرة التي يقوم بها هؤلاء لما استفاد المجتمع من نتائج الاستثمارات ولما زادت رفاهيته وغطيت حاجاته ومتطلباته. ويقابل استعداد المستثمرين لتحمل المخاطر أمل عريض بالنجاح وتحقيق أرباح عالية من خلال زيادة الإنتاج، أو ابتكار سلع جديدة، أو تخفيض تكاليف الإنتاج، أو الدفع بمبتجاتهم إلى أسواق أجنبية، ولذلك ينظر أكثر الاقتصاديين إلى الربح أنه عائد المخاطرة، فالمخاطرة بحسبهم ليست مرغوبة لذاتها ما لم تؤدي إلى تعظيم أرباح المستثمرين. ومثله مثل التعاريف السابقة لم يتطرق التعريفين السابقين إلى مختلف العوامل الناشئة للخطر، على أساس ما سبق وأخذاً في الاعتبار أن التأمين هو الأكثر اهتماماً بالخطر بل أن هناك من ينظر إليه بأنه صناعة خالصة للخطر سنقدم بعض التعاريف الواردة في كتابه.

وتجدر الإشارة قبل ذلك إلى أن مختلف التعاريف الواردة في هذا المجال لا تكاد تختلف عن بعضها البعض ولا تكاد تحيد عن المعنى العام المراد اعطاؤه لمفهوم الخطر بأنه عبارة عن تلك الخسائر المادية المحتملة لوقوع حادث معين³ أو أنه الخسارة المادية المحتملة والخسارة المعنوية التي يمكن قياسها نتيجة لوقوع حادث معين مع الأخذ في الاعتبار جميع العوامل المساعدة لوقوع الخسارة⁴.

إن تركيز التعريفين السابقين على الخسائر يرجع إلى نظرة شركات التأمين للخطر بأنه يتمثل في الفرق بين الخسائر المتوقعة والتي تم على أساسها حساب قسط التأمين الصافي، والخسائر الفعلية التي تلتزم شركة التأمين بتعويضها لحملة وثائق التأمين الذين لحقت بهم حوادث الأخطار المؤمن ضدها. كما أن التعريف الثاني يتميز بأنه أثار إشكالية وجود بعض العوامل المؤدية للخطر والمساعدة على وقوعه وضرورة وجود إمكانية القياس وبالرغم من ذلك فإنه يعاب عليهما حصر نتائج الخطر في الخسارة وربطه بالضرر.

¹ بلعزوز بن علي: "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07، 2009-2010، ص331.
² حيدر يونس الموسوي: "إدارة المخاطرة والسيولة المصرفية، دراسة تحليلية مقارنة في المصارف التجارية والإسلامية"، مجلة جامعة كربلاء العلمية، العراق، المجلد 09، العدد 02، 2011، ص4.
³ محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف: "مبادئ إدارة الخطر والتأمين"، الطبعة الأولى، دار الكتب الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2004، ص13.
⁴ أسامة عزمي سلام وشفيق نوري موسى: "إدارة الخطر والتأمين"، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص22.

وقصد إعطاء تعريف شامل للخطر اقترح أحد الكتاب بأن الخطر ما هو إلا مجموع الحوادث التي يمكن أن تؤدي إلى خسارة مالية للشركة¹، وبالرغم من شمولية التعريف السابق وانطباقه على العديد من الأنواع للمخاطر إلا أنه يعاب عليه ربط الخطر بالخسارة المالية، وبالتالي فإن بعض المخاطر التي تواجه الشركات أو الأفراد وتؤثر على صورتهم في المجتمع (أثر معنوي) لا يمكن إدراجها ضمن هذا التعريف.

إضافة لما سبق وردت تعريفات للخطر في مجالات وعلوم أخرى نذكر منها ما جاء في المجال القانوني بأنه احتمالية وقوع حادث مستقبلاً، أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرر منه². أما في مجال الرقابة فالخطر يعرف بأنه يمثل الأثار غير الموازية الناشئة عن أحداث متوقعة أو غير متوقعة تؤثر على ربحية المؤسسة ورأس مالها³.

كما سبق الإشارة إليه، فإن النظرية الاقتصادية تنظر بإيجابية للخطر ومن الإستعداد لتحمل المخاطرة، وترى فيمن يتحملها شخص مؤهل ليكون من المسيرين. فالمخاطر التي يقوم بها المسير تعتبر السبب المنشئ للربح وتمثل عنصر انتاجي من نوع خاص، فالمسير يتحمل عبء المخاطرة بأموال الشركة ويتخذ القرارات التنظيمية ويعتمد على التقديرات الشخصية وعلى توقعاته للنفقات والايادات التي قد تصدق أحياناً فيحقق الربح، وقد تحيب أحياناً أخرى فيمضي بخسارة، وعلى أساس وجود فاصلا زمني بين بدء الإنتاج وبين الطلب على المنتج في السوق فإن سلوك المسير يرتبط عادة بظاهرة عدم اليقين، وهو لذلك يتحمل عبء المخاطرة، ومن ثم يكون الربح عائد المخاطرة مقابل أدائه لهذه الوظيفة الهامة في النشاط الإقتصادي وهو جوهر نظرية الربح التي ترى أن تحمل المسير للمخاطرة هو مصدر الربح⁴. بل أن بعض الإقتصاديين مثل هيرشمان ربط التخلف بعدم القدرة على المخاطرة الذي يترجم إلى ضعف القرار الإستثماري وتردده وخوفه من الخسارة⁵.

وطبقاً لنظرية المعرفة فإن مفهوم الخطر عند الانسان يكون متوافقاً مع مدى علمه بهذا الخطر ومن ثم فكلماً زاد هذا الإدراك زاد التقبل والتعامل مع الخطر. أما النظرية الشخصية فتري أن اختلاف المفاهيم إنما يعود إلى اختلاف الشخصية فهناك الإنسان الذي يتوق للخطر ويرحب بتعرضه له وهناك من يحاول بكل إمكانياته تفادي الخطر. وترى النظرية السياسية أن الاختلاف في إدراك مفهوم الخطر وتقديره نابع من الصراعات حول المصالح الذاتية.

بينما تذهب النظرية الثقافية إلى أن مفهوم الخطر ينبع من داخل الفرد، فبدافع من غريزة البقاء وحماية الحياة حسب هذه النظرية، يختار الإنسان ما يراه خطراً ويقوم بتقدير حجمه، وبالتالي فإن الإهتمام بالخطر يتم بطريقة انتقائية تؤثر عليها المعتقدات والقيم الاجتماعية⁶.

¹ Laurent David et Luc Barnaud : "Quels risques assurer ?", les presses de l'école des mines, Paris, France, 1997, p8.

² بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص331.

³ عبدلي لطيفة: "دور ومكانة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته سعيدة"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2011-2012، ص7.

⁴ عدنان عبد الله محمد عويضة، مرجع سبق ذكره، ص34.

⁵ نفس المرجع، ص37.

⁶ سوزان كلنر: "البيئة المخاطر والأخطار"، ترجمة أحمد طلعت البشيشي، دار المعرفة الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011، ص197-198.

ونخلص من كل ما تقدم إلى الآتي:

- **الخطر وحالة عدم التأكد:** في كثير من الأحيان يصعب التمييز بين الخطر وعدم التأكد من النتائج المستقبلية، إلا أن المصطلحين مختلفين ويتلخص الفرق بينهما في نقطتين أساسيتين:
الأولى تتمثل في إمكانية القياس والثانية إمكانية تسجيل النتائج والتنبؤ بمسبباتها. فبالنسبة لإمكانية القياس فالمخاطر على عكس عدم التأكد قابلة للقياس، وهو ما أكد عليه **جون داونز** بأن المخاطرة هي إمكانية الخسارة أو عدم المكسب التي يمكن قياسها، وتختلف المخاطرة عن عدم التأكد الذي لا يمكن قياسه¹.
الثانية فتعني أن المخاطرة يمكن تسجيل نتائجها والتنبؤ بالتغير الذي تسبب في حدوثها، وعدم التأكد عكس ذلك وهو ما أكد عليه **ثورن هيل** حين اعتبر أنه من الناحية الفنية المخاطرة ليست عدم التأكد من حيث ان المخاطرة يمكن تسجيل جميع النتائج المترتبة عنها والتغير الذي تسبب في حدوثها من الممكن التنبؤ به، ومهما كان الأمر فعندما تكون النتيجة المطلوبة والتغير الذي أحدثها لم يتم مقابلهما فإننا نكون بصدد عدم التأكد²، فوضعية غير أكيدة تعتبر فريدة من نوعها لا يمكن اختزالها في مجموعة من الحالات المماثلة وبالتالي فهي لا تخضع للقوانين الاحتمالية ولا يمكن التنبؤ بها³؛
- هناك اختلاف أكيد في معنى الخطر بين المتخصصين في مختلف العلوم والفروع وبين نتائج واحتمال وقوعه، فالخطر عند الجيولوجيين يختلف عن الخطر عند الإقتصاديين ويختلف عن الخطر لدى القانونيين؛
- الخطر جزء لا يتجزأ من المحيط؛
- ينتج عن الخطر ربح أو خسارة: لكي نكون أمام خطر بالمفهوم الإقتصادي يجب أن ينتج عن النشاط الذي نقوم به نتيجتين محتملتين مختلفتين، فلو كانت الخسارة على سبيل المثال هي النتيجة المعروفة مسبقا للنشاط المنجز فلا مجال للحديث عن الخطر، بل أن المصطلح الملائم الواجب استخدامه هو قيمة الخسارة، ولتوضيح هذه الفكرة نذكر الإنخفاض الذي يحدث في قيمة أصول الشركة بسبب الإهلاك، فقيمة الخسائر الناتجة عن تقادم تلك الأصول تكون معروفة مسبقا بالنسبة للمسير وبالتالي هي لا تمثل له خطر، في المقابل نجد أن إمكانية ظهور آلات أكثر تطورا تجعل ذلك المسير يواجه خطر لأنه لا يعلم مسبقا إمكانية حدوث مثل ذلك التطور وبالتالي تكون الخسائر التي تنتج عن هذا الحادث خسائر متوقعة وليست أكيدة، ولتعميم هذه الفكرة نقول أن الخطر يكون عندما تكون النتائج غير محسومة؛

¹ سامي حبيلي: " إدارة مخاطر السوق باستخدام عقود المشتقات المالية دراسة فقهية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2008، ص16.

² نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ Nathalie Moureau et Dorothee Rivaud-Danset : "L'incertitude dans les théories économiques", édition la découverte, Paris, France, 2004, p7.

- وراء كل خطر حادث: يعتبر الحادث أو الحادث المتسبب الرئيسي في وقوع الخطر¹ فعلى سبيل المثال لا الحصر نذكر خطر الأسعار فهذا الأخير لا يقع إلا إذا تغيرت الأسعار وبالتالي التغيرات التي تحدث في السوق هي الحادث الذي يؤدي إلى وقوع الخطر، من جهة أخرى يمكن القول أن عدم وجود إمكانية لتغير السعر يعني ببساطة عدم وجود الخطر.

- إمكانية التنبؤ بالحادث وتقديره: يعتبر هذا العنصر الحد الفاصل بين الخطر وعدم التأكد وبالتالي إذا كانت العوامل المؤدية للحادث ممكن التنبؤ بها وتقديرها فنحن أمام خطر، ونكون أمام حالة عدم تأكد عندما لا نستطيع فعل ذلك.

وانطلاقاً مما سبق يمكن تعريف الخطر بأنه حالة من عدم التأكد الممكن قياسها والذي ينشأ نتيجة لعوامل أو وقوع حادث معين يؤدي إلى انحراف النتائج المتوقعة عن النتائج المحققة.

ويوضح التعريف السابق أهم فرق بين الخطر وعدم التأكد من حيث أن الأول قابل للقياس والثاني ليس كذلك، كما أنه يوضح بأن الخطر ينتج عن عوامل مختلفة تكون سبباً مباشراً في حدوثه إلى جانب أن النتائج المتوقعة تتمثل في انحراف واختلاف النتائج المحققة عن تلك التي كانت متوقعة.

الفرع الثاني: تعريف خطر الصرف

أعطى لخطر الصرف العديد من التعريفات من بينها التعريف الذي قدمه كل من Bernard Marois وOlivier L.Seigneur ويرون فيه أن خطر الصرف هو التأثير المالي للتغيرات النقدية على صفقة أو الوضعية الإجمالية للمؤسسة ونتائجها². ما يؤخذ على هذا التعريف، عدم دقته في تحديد طبيعة التغيرات النقدية، إلى جانب تركيزه على الآثار دون التطرق للعمليات التي تجعل المؤسسة معرضة لهذا الخطر.

التعريف الثاني الذي سنعرضه قدمه Laurence Abadi وأعتبر فيه أن خطر الصرف هو خطر الخسارة المرتبط بتغير أسعار الصرف، هذه التغيرات لها أثر (إيجابي أو سلبي) على نفقات وإيرادات الشركة (تكلفة المواد الأولية، الإيرادات المتأتية من بيع المنتجات وأيضا التدفقات المالية المتعلقة بعمليات الإقراض والتوظيف بالعملة الأجنبية)، وعلى مردودية الشركة وعلى قيمتها المحاسبية³.

التعريف السابق حاول تبين أسباب نشأة خطر الصرف، العمليات التي تجعل الشركة معرضة له وأخيراً آثاره. فبالنسبة لأسباب ظهور هذا خطر، نجد أنه حددها بدقة كغيره من التعاريف من خلال ربط خطر الصرف بحركة الأسعار وعدم استقرار الأسواق، فيصبح ظهور الخطر نتيجة حتمية لهذه التغيرات، كما بين ظروف تعرض المؤسسة لهذا الخطر من خلال تعاملها بعملة أجنبية سواء في نشاطها التجاري أو المالي.

¹ أسامة عزمي سلام وشقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² Bernard Marois et Olivier L.Seigneur : "Risque de change et trésorerie internationales", 2^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 1982, p 57.

³ Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, *op.cit*, p 95.

وتدرج التعريف في تبين آثاره على المؤسسة، بدءاً بزيادة أو تخفيض التدفقات النقدية (إيرادات ونفقات) المتعلقة بالنشاط التجاري والمالي، مروراً بتأثير مردودية المؤسسة بهما وانتهاءً بتأثير قيمتها بهذا الخطر. ونجد ما يبرر هذا التسلسل في الواقع والحالات العملية، حيث أن خطر الصرف يبدأ بالتأثير على كل عملية بشكل منعزل، ثم مع استمرارية نشاط المؤسسة وتوالي العمليات مع الخارج، تتأثر بطريقة آلية مردوديتها وربحيتها، وهو ما يؤدي في النهاية إلى زيادة أو انخفاض قيمة المؤسسة.

غير أن حصر العناصر التي تجعل الشركة منكشفة أمام خطر الصرف في عنصري النشاط التجاري والعمليات المالية، يعتبر غير دقيق، على أساس أن هناك نشاطات أخرى تجعل الشركة غير آمنة من التغيرات في أسعار الصرف، نذكر على سبيل المثال لا الحصر، وجود فرع في الخارج. فخطر الصرف يحدث بمجرد أن تتعامل المؤسسة، تستثمر، تستدين أو تحقق عمليات بعملة تختلف عن تلك التي تمسك بها حساباتها.

من جهته قدم Paul Grand Jean تعريف يميز 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، يمكن التعبير عنهما بالعلاقة التالية¹:

$$G \text{ ou } P = \sum (A - D) * (CCT_0 - CCT_n)$$

حيث أن:

G و P هي الأرباح أو الخسائر؛

A و D الأصول والخصوم على التوالي؛

CCT₀ قيمة الوحدة النقدية الخارجية يوم التوقيع على العقد؛

CCT_n قيمة الوحدة النقدية الخارجية عند التسوية أو الجرد.

لقد بين التعريف السابق 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.

تعريف آخر لخطر الصرف نجده في كتاب برايان كويل، والذي يرى بأنه تلك المخاطر الناجمة عن التحركات العكسية لأسعار الصرف، والتي من شأنها أن تقلل الدخل المرتقب أو ترفع النفقات المتوقعة لأية شركة تقوم بشراء العملة الأجنبية أو بيعها أو اقتراضها أو إقراضها، ويتوقف تعرض الشركات لمخاطر العملة على حجم الدخل الوارد لها ونفقاتها وحجم الاقتراض والإقراض لكل عملة².

¹ Paul Grand Jean : "Change et Gestion du Risque de Change", édition Chihab, Alger, 1995, p32.

² برايان كويل: "أسواق العملات الأجنبية"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2005، ص09.

ما يعاب على هذا التعريف، تركيزه على نتائج وآثار الخطر وعدم تناوله للعمليات التي تجعل الشركات معرضة لخطر الصرف، إلا عندما ذكر عمليات الشراء والبيع والاقتراض والإقراض. مما سبق ذكره يمكن استخلاص ما يلي:

- خطر الصرف هو خطر منتظم ينتج عن تغير أسعار صرف العملات الأجنبية في سوق الصرف؛
 - يظهر خطر الصرف في كل العمليات التي تنجزها المؤسسة مع الخارج سواء كانت في صورة معاملات مالية أو تجارية أو استثمارية؛
 - تتضمن الاستثمارات الأجنبية كل من الاستثمارات الأجنبية مباشرة أو الإستثمار في المحفظة المالية؛
 - يحدث خطر الصرف عندما يتغير سعر الصرف بين فترة التوقيع على العقد التجاري أو المالي أو خلق الإستثمار وفترة التسوية المالية للعملية أو الجرد؛
 - أثر خطر الصرف على المؤسسة يكون في ثلاث صور رئيسية، الصورة الأولى تحقيق أرباح أو خسائر صرف في العمليات المبرمة مع الخارج، الثانية انخفاض أو زيادة مردودية المؤسسة والثالثة انخفاض أو ارتفاع قيمة المؤسسة؛
 - حدة خطر الصرف تزيد وتنقص بزيادة ونقصان التغيرات في أسعار الصرف والمبالغ المعرضة للخطر. بالأخذ بعين الاعتبار النقاط المدونة أعلاه، يمكن تعريف خطر الصرف بأنه من "أهم المخاطر المالية المنتظمة التي تنتج عن تغير أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل العملة المرجعية للمؤسسة، واحتمل أن تؤثر على كل معاملات المؤسسة التجارية والمالية بالعملة الأجنبية، وعلى فروعها المتواجدة في الخارج، وينتج عند تحققه، أرباح أو خسائر تزيد أو تنقص من ربحيتها ومن ثم على قيمتها السوقية".
- هذا التعريف يحدد طبيعة خطر الصرف من خلال تصنيفه بأنه خطر مالي وخطر سوق للدلالة على طبيعة التقنيات الممكن استخدامها لإدارته، كما أنه يحدد المسببات الثلاثة لظهور خطر الصرف في المؤسسة بدءا بالمعاملات التجارية ثم المعاملات المالية وأخيرا وجود فرع للمؤسسة في الخارج.
- وأخيرا يبين النتيجتين الممكنتين لخطر الصرف ونقصد بذلك الربح في حالة تغيرات ملائمة والخسارة في الحالة العكسية، وتصيب هاتين النتيجتين كل من مردودية المؤسسة وربحيتها وكذا قيمتها السوقية. فخطر الصرف كما هو معلوم لم يبقى أثره محصورا في الخسائر والأرباح بل امتد ليؤثر على قيمة المؤسسة، وهو ما توصل إليه الكثير من الباحثين في دراساتهم*.

*لقد قام الكثير من الباحثين بدراسات تأثير خطر الصرف الاقتصادي على قيمة المؤسسة ومن بينهم:

Gaston Fornes : "Foreign Exchange Exposure in Emerging Markets, How Companies Can Minimize It", Palgrave, Macmillan, London, United Kingdom, 2009.

Ding Du and Ou Hu: "Foreign Exchange Volatility and Stock Returns ", Working Paper Northern Arizona University, Series 12-05/October 2012.

الفرع الثالث: 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 الإقتصاديين لا يتعرضون له إلا إذا كانت مجوزتهم وضعيات أو مراكز صرف مفتوحة، ويصبح بالتالي أي تغير في سعر صرف العملة المحلية يؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية. على أساس ذلك، يمكن الجزم بأن خطر الصرف لا يظهر إلا بعد التعامل بالعملة الأجنبية وتأجيل التسوية، مع تطبيق السلطات لنظام صرف يسمح بتغير سعر الصرف.

أولاً-التعامل بالعملة الأجنبية: لقد سبق وأن بينا في التعريفات السابقة أن خطر الصرف ينشأ نتيجة تغير سعر الصرف ويؤثر على كل العمليات التي تتم مع الخارج بعملة تختلف عن العملة المرجعية لحسابات المؤسسة¹. هذا يعني أن مؤسسة ألمانية مثلاً، لا تكون عرضة لخطر الصرف إذا 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 آثارها 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 تيليكوم تمسك حساباتها بـ"الدينار الجزائري" وهو ليس بعملتها الوطنية. كما يمكن أن تكون العملة الوطنية بالنسبة لفرع مؤسسة معينة سبباً 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 قيمة 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 الإقتصادي.

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

¹ Cyrille Mandou: "Procédures de choix d'investissement: Principes et applications", De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2009, p125.

بمعنى آخر، 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 وآثاره. 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 الإتفاق 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 بأن نشأة الخطر تسبق التسجيل المحاسبي له، وتؤكد بأنه يظهر مع الحاجة التموينية أو التمويلية من الخارج، وأيضا مع ظهور إمكانية تصريف المنتجات للخارج.

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

- خطر الصرف في نظم الصرف الثابتة: تنفرع الأنظمة الثابتة كما سبق وأن أشرنا، 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 الإقتصادي¹ يؤدي إلى تحميل المتعاملين الإقتصاديين خسائر (أو أرباح) صرف يتفاوت حجمها بحسب التغيير الذي يحدث في سعر الصرف. والتركيز هنا على الخسائر والأرباح يرجع إلى أن ثبات سعر الصرف لمدد طويلة في إقتصاد معين، يؤدي إلى عدم نشوء وتطور المنتجات الموجهة للتحوط من خطر الصرف، وإلى عدم وجود ثقافة إدارة المخاطر لدى المتعاملين في هذه الإقتصادات. وعكس ذلك يلاحظ في الإقتصادات التي تتبنى نظام التعويم أين يكون مفهوم الخطر وإدارته عنصر قار في أجندتها الإدارية². كما أن عدم وجود تقنيات التحوط في الإقتصادات التي تُثبِت أسعار صرفها يجعل من خطر الصرف خطر غير قابل للإدارة.

¹ Marc Montoussé, *op.cit*, p229.

² Cem Karacadag et autres : "Des taux fixes aux taux flottants : une aventure à tenter", Finances & Développement, Vol 41, n°4, Fond Monétaire International (FMI), Décembre 2004, p23.

- **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.

- **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 فيه¹. 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. وما دام **السعر سريع التغير ولا حدود نظريا لتلك التغيرات فإن درجة خطر الصرف ستكون مرتفعة.**

المطلب الثاني: خصائص خطر الصرف وأنواعه

يتميز خطر الصرف بأنه خطر سوق ينتج عن تغير سعر الصرف، ويصيب التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة ويؤثر على ربحيتها. ويختلف خطر الصرف حسب العمليات التي أدت إلى نشأته، فهناك خطر الصرف التجاري، المالي، خطر صرف الصفقة وخطر التحويل. إذن في هذه النقطة بعد تحديد خصائص خطر الصرف سنتطرق لأنواعه المختلفة.

الفرع الأول: خصائص خطر الصرف

يمكن تحديد خصائص خطر الصرف في النقاط التالية:

أولا-المصدر: نقصد بالمصدر العوامل المختلفة المؤدية للخطر وتكون منبعا له وسببا في حدوثه، وعادة ما يتم ربط خطر الصرف بهذه العوامل للحكم على حدته، 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، من بين العوامل الداخلية نذكر التعامل بالنقد الأجنبي، عدد العملات المتعامل بها، الأجل. أما العوامل الخارجية فهي تتعلق بكل المسببات

¹ Yves Simon et autres, **op.cit**, p109.

التي تتواجد في المحيط الخارجي الذي تنشط فيه الشركات وهي عوامل خارج إرادتها ومجال تأثيرها، وأهم هذه العوامل هي مرونة حركة سعر الصرف، ومدى توفر تقنيات التحوط.

ثانياً-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 سيطرة المؤسسة التي لم يكن لها أي دور في نشأته، وهو يرتبط بعوامل كثيرة تزيد أو تُنقص من حدته، ومعظمها لا تتحكم فيها. لهذا نجد الشركات عادة تهدف من وراء إدارة خطر الصرف، التقليل من آثاره والانتقال من 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 من إعداد برامج وسياسات وتسطير استراتيجيات.

ثالثاً-العنصر المستهدف: يؤثر خطر الصرف على:

- التدفقات المالية (الإيرادات والنفقات بالعملة الأجنبية)؛
- قيمة المؤسسة؛
- تنافسية المؤسسة.

رابعاً-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 قد تظهر في شكل مكسب أقل مما كان متوقعاً¹ وتظهر عادة خسارة الصرف في ثلاث مستويات:

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

خامساً-التكرار: يتمثل تقييم الخطر في مقارنة المخاطر المحتملة بمعايير مخاطرة معينة من أجل تحديد أهميته²، وبالتالي فإن تقييم المخاطر يهدف إلى تحديد المخاطر التي يجب التعامل معها وترتيبها بحسب الأولوية عند وضع المعالجة. أي أنه يجب على الشركة قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوث تلك الخسارة ثم ترتيب أولويات العمل من خلال ترتيب المخاطر حسب شدة وطأة الخسارة وإحتمال الحدوث وتبدأ التعامل مع المخاطر التي تمثل أكبر تهديد لها.

وهناك معيارين لتقييم المخاطر، الأول يتمثل في قياس الحجم المحتمل للخسارة (Gravité) G والثاني احتمال حدوث الخطر (probabilité de survenance) P، ولتقييم المخاطر يتم تصنيفها بحسب شدتها (criticité) C والتي تعبر عن ثنائية حجم الخسائر المحتملة واحتمال حدوث الخطر وفقاً للصيغة التالية³:

¹ طارق عبد العال حماد: "إدارة المخاطر: أفراد-إدارات-بنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص16.

² Vincent Lacolare et Christophe Burin: " Optimiser les risques de l'entreprise", Afnor, Paris, France, 2010, p49.

³ Bernard Barthélémy et Philippe Courrèges : " Gestion des risques : méthode d'optimisation globale", 2^{ème} éditions, édition d'Organisation, Paris, France, 2004, p84.

$$C = P * G$$

ويتم تقدير الحجم المحتمل للخسائر إلى أربعة مستويات، الغير هامة، هامشية، حرجة و كارثية أما احتمال حدوث الخطر فيمكن أيضا ترتيبها إلى أربعة مستويات، غير محتمل، نادر، ظرفي ومتكرر¹، وفي هذا الإطار يمكن اعتبار خطر الصرف خطر متكرر ومستمر، ويبقى ذلك منوط بحجم معاملات المؤسسة بالعملة الأجنبية، بحالة سوق الصرف وبنظام الصرف السائد في البلد الذي تنشط فيه المؤسسة.

الفرع الثاني: أنواع خطر الصرف

تخلق العمليات بالعملة الأجنبية للشركات وضعيات صرف مختلفة الأشكال والخصائص، وكل واحدة منها تعبر عن نوع محدد من المخاطر، فالعمليات المالية تُنشأ على سبيل المثال خطر صرف مالي والتجارية تُنشأ خطر صرف تجاري وهكذا. وعلى العموم، يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من خطر الصرف:

أولاً- خطر صرف الصفقة: خطر صرف الصفقة هو خطر الخسارة أو الربح الذي يمكن أن يصيب الشركة، والنتائج عن ممارستها التجارية والمالية مع الخارج بسبب التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف². ويعتبر هذا النوع من المخاطر من أكثر المخاطر المألوفة على الإطلاق، وينتج عن ممارسة الأنشطة الدولية المعتادة للمؤسسات والتي تتطلب التعامل الفعلي بعملة أخرى غير العملة المرجعية. وينشأ خطر صرف الصفقة من نوعين من النشاطات:

- **النشاطات التجارية:** تصدير واستيراد؛
 - **النشاطات المالية:** إقراض واقتراض.
- ويشترط لتحقيق خطر صرف الصفقة:
- المعاملات يجب أن تكون مع جهة غير مقيمة في نفس البلد؛
 - المعاملات يجب أن تحرر بعملة أجنبية؛
 - يجب أن يكون هناك فرق زمني بين تاريخ الإتفاق على الصفقة وتاريخ التسوية.
- وينقسم خطر صرف الصفقة إلى النوعين التاليين³:

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

¹ Octave Jokung Nguéna : "Management des Risques", édition Ellipses, Paris, France, 2008, p70.

² David Eiteman et Autres, *op.cit*, p193.

³ Nicolas Wapler : "Les changes- cambisme et trésorerie devises", 4^{ème} édition, Dalloz, Paris, France, 1990, p72.

الأولى، خطر صرف تكون فيه المبالغ وآجال الإستحقاق معلومة، وهو يعتبر من أسهل المخاطر قياسا وإدارة؛

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

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

الأول يتم فيه قبول عرض المؤسسة فيتحول بذلك خطر الصرف الشرطي إلى خطر صرف أكيد؛
الثاني لا يتم قبول العرض فيختفي الخطر.

وما تجدر الإشارة إليه أن هذا الخطر سمي شرطي، لأنه مشروط بقبول العرض، وهو يفترض بالشركات اتخاذ الإجراءات الضرورية لتفاديه والتحوط منه، حتى لا تتكبد خسائر قد تفوق هامش الربح الذي حددته في حالة قبول عرضها.

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

ثالثا- **خطر الصرف الإقتصادي**: يعتبر هذا النوع أشمل أوسع وأعقد أنواع خطر الصرف، فعلى خلاف الأنواع السابقة لا يتطلب التعرض له التعامل بالعملة الأجنبية، مما يعني أن أي مؤسسة تتأثر مبيعاتها بتغيرات أسعار الصرف² حتى وإن لم تكن محررة بالعملة الأجنبية تكون عرضة لهذا الخطر. فالكثير من الشركات التي كانت تعتبر

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

² Mohamed Daouas et d'autres, *op.cit*, p176.

نفسها غير معنية بخطر الصرف، بسبب عدم ممارسة نشاطات وإبرام عقود بالعملة الأجنبية أو لاعتمادها على عملتها المرجعية في تسوية معاملاتها الدولية (حالة الشركات الأمريكية)، وجدت نفسها معرضة لهذا الخطر ولآثاره غير المباشرة، خصوصا فيما يتعلق بفقدانها لجزء هام من الأسواق المحلية والدولية، بسبب منافسة المنتجات المستوردة. ويمكن القول أن خطر الصرف الإقتصادي، هو ذلك الخطر الذي يعبر عن تأثير تغيرات أسعار الصرف على قيمة المؤسسة.

المطلب الثالث: أثر خطر الصرف

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

الفرع الأول: أثر خطر الصرف على الشركات

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

أولاً- إقامة نظام لتسيير خطر الصرف وابتكار بعض التقنيات المساعدة في تقليل حجم المبالغ المعرضة لخطر الصرف، نذكر منها على سبيل المثال، تغيير آجال التسوية للإستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف والإشتراك في الشبكات المعلوماتية للإستعلام عن أسعار الصرف قبل التفاوض في تفاصيل العمليات الدولية. مثل هذا النظام لم يكن له وجود في الماضي¹ على أساس أن أسعار الصرف كانت ثابتة ولا تمثل أي تهديد بالنسبة للشركة ومعاملاتها.

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

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

¹ Nicolas Wapler, *op.cit*, p2.

² Bruno Solnik et Richard Roll : "Système monétaire international et risque de change", édition Economica, Paris, France, 1978, p3.

رابعاً-على ربحية العقود والمعاملات: إن تقلب أسعار الصرف قد تزيد أو تخفض في ربحية الشركات، كما أنها قد تؤدي إلى محو الأرباح المتوقعة من العقود الموقعة، فأحدى الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية أثبتت من خلال استبيان مقدم إلى مسيري الشركات المصدرة والمستوردة، أن تغير غير ملائم في سعر الصرف بـ 10 بالمئة يؤدي إلى إلغاء الأرباح المتوقعة لتلك الشركات بشكل كامل¹. كما أن اعتماد هامش ربح يزيد عن 10 بالمئة يضعف تنافسيتها أمام الشركات الأخرى غير المقيمة في الولايات المتحدة الأمريكية، مما يجعل من إدارة خطر الصرف الحل الوحيد للبقاء والمنافسة.

الفرع الثاني: أثر خطر الصرف على البنوك

بعد فشل البنك الألماني Herstatt في عمليات المجازفة التي قام بها في سوق الصرف وإفلاسه نتيجة لذلك، تبين أن كل المتعاملين الإقتصاديين مع ذلك البنك من مؤسسات وأفراد وبنوك تكبدوا خسائر كبيرة بالرغم من عدم مشاركتهم له في عمليات المجازفة². ولقد أكدت هذه التجربة، أهمية البنوك ووضعها المتميز في المنظومة التمويلية والإقتصادية. ونظرا لتغير قواعد اللعبة في سوق الصرف، والحساسية العالية للمتعاملين لكل ما يمكن أن يحدث للبنوك، اتخذت السلطات النقدية في كل الدول حزمة من الإجراءات الرقابية والعقابية لتفادي تكرار تجربة البنك الألماني، ومن بين هذه الإجراءات نذكر:

أولاً-تحديد وضعية الصرف القصوى: إن شراء وبيع العملات الأجنبية في سوق الصرف تعتبر من النشاطات الرئيسية في البنوك ومصدر دخل لا يستهان به، ولتفادي تمادي البنوك في هذه المعاملات واتخاذ قرارات عالية الخطورة، حددت السلطات النقدية وضعية الصرف القصوى المسموح للبنوك اتخاذها في سوق الصرف*، ويهدف هذا الإجراء إلى تقليص المبالغ المعرضة لتغيرات الصرف وبالتالي الحد من الخسائر المحتمل حدوثها لدى البنك. ولم تكتفي البنوك بالمحاذير، والترتيبات المعتمدة من قبل السلطات النقدية بل أن إجراءات احترازية اعتمدت من قبل إدارة البنك والصارفة. على أساس ما سبق يمكن أن نميز بين ثلاث مستويات تتدخل في تحديد وضعية الصرف:

¹ Michael Ehrlich and Asokan Anandarajan : "Protecting your firm from FX Risk", the journal of corporate accounting and finance, Vol 19, Issue 6, September/October 2008, p26.

² Jack Blanc : "Le marché des changes", Revue notes et études documentaires, N°4625, la documentation française, Paris, France, 1981, p80.

* نقصد بوضعية الصرف الفرق بين المبالغ المشتراة والمبالغ المباعة من النقد الأجنبي في سوق الصرف.

- **المستوى الأول:** يتمثل في القوانين والتشريعات الصادرة عن السلطات النقدية لتحديد وضعية الصرف القسوى، فعلى سبيل المثال نجد في ألمانيا أن هذه الوضعية حددت ب 5/1 الأموال الخاصة¹، وحددت هذه النسبة في الجزائر بـ 30% من الأموال الخاصة²؛
- **المستوى الثاني:** تقوم الإدارة العامة للبنك في إطار ما يسمح به التشريع، بتحديد وضعية الصرف القسوى المسموح بها بالبنك والتي تكون بطبيعة الحال أقل أو مساوية لتلك الوضعية المسموح بها في التشريع؛
- **المستوى الثالث:** الوضعية الأخيرة يتم تحديدها من قبل المتداول والذي يأخذ بعين الاعتبار عند تحديدها كل من وضعية الصرف المحددة من قبل الإدارة العامة، حالة السوق وإمكانيات البنك.

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

الفرع الثالث: أثر خطر الصرف على سوق الصرف

لقد أصبحت إدارة المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف، معدلات الفائدة ومؤشرات البورصة من المهام الرئيسية في الشركة³، وأدت إلى خلق حاجات متزايدة من الأدوات المالية المستخدمة في التحوط، وهنا برز دور الهندسة المالية، التي قامت بابتكار حزمة من المنتجات التي لم يكن لها وجود قبل شيوع هذه المخاطر. ونخص بالذكر خطر الصرف، فبعد انهيار نظام بريتون وودز، ظهرت أولى عقود المستقبلات على العملة الأجنبية، وفي سنة 1982 أدرجت العملات الأجنبية في سوق الخيارات. كما أن عقود المبادلة التي كان يقتصر التعامل بها فيما بين البنوك المركزية، أصبحت بفعل زيادة حدة خطر الصرف من أهم الأدوات المستعملة فيما بين البنوك والشركات.

ويرى بعض الإقتصاديين، ومن بينهم Gille Nancy أن نظام التعويم بالرغم من مساهمته في زيادة حالة عدم الإستقرار في الأسواق وبالتالي في المخاطر، إلا أن وجود سوق الصرف الآجل وظهور أسواق أخرى تعرف

¹ G.Dagonet et M.Louvet: "Gestion de la Trésorerie en Devise", édition Clet, Paris, France, 1981, p37.

² Banque d'algerie: "Instruction N°78/95 du 26 décembre 1995 portant règle relatives aux positions de change article 3".

³ Sid Ali Boukrami : "L'ingénierie Financière et les Swaps", Revue Monnaie et Banque, Institut d'Economie Douanière et Fiscale (IEDF), Alger, Septembre 1996, p08.

بالأسواق المشتقة قد خفف من هذا العيب على الشركات¹. ومن ثم فإن اقتران ظهور هذه الأسواق بزيادة خطر الصرف، ساهمت في طمأنة الشركات وحسنت قدراتهم في إدارة هذا الخطر.

أولاً- مفهوم المشتقات المالية: يمكن تعريف المشتقات المالية، بأنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أداة مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى². كما يمكن تعريفها، بأنها تلك العقود التي تشتق قيمها من قيم الأصول الإستثمارية كالأسهم، السندات أو العملات الأجنبية³. ولم يختلف التعريف المتوفر في موسوعة بازل حيث أنه اعتبر هذه المنتجات عبارة عن عقد مالي تعتمد قيمته على قيمة واحد أو أكثر من الأصول المالية والمؤشرات⁴. من التعاريف السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- تجرى عقود المشتقات المالية على كل من الأسهم، السلع، السندات، المؤشرات، العملات وأسعار الفائدة، وهي لا تمثل مستند ملكية على أساس أن الغرض منها ليس تملك تلك الأصول، بل فصل المخاطرة عنها ونقلها من طرف إلى آخر؛

- تحدد قيمة عقود المشتقات المالية انطلاقاً من الأصول التي تجرى عليها، وقيمتها ليست هي قيمة تلك الأصول، بل هي قيمة مشتقة بطرق معينة عن قيمة هذه الأصول، وهذا هو سبب تسميتها بالمشتقات المالية أي أن قيمتها مشتقة من قيمة الأصل الذي عُقدت عليه؛

- عقود المشتقات المالية هي من العقود الصرفية، فما يربحه أحد طرفي العقد هو بالضرورة ما يخسره الطرف الآخر، وهذا ما يجعل حاصل جمع الربح والخسارة في العقد مساوياً للصفر. وفي هذا الإطار، يصرح الرئيس السابق للمجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، أن المشتقات في العموم هي لعبة صرفية مادام أن الخسارة في القيمة السوقية لأحد الطرفين هي الربح السوقية للطرف الآخر⁵؛

- يتوزع مكان تداول الأسواق المشتقة بين الأسواق المنظمة والأسواق الحرة؛

- تختلف طبيعة المتعاملين في عقود المشتقات المالية بين المتحويين والمجازفين، والفئة الأخيرة هي الأكثر نشاطاً في هذا السوق.

ثانياً- أنواع عقود المشتقات المالية: نظراً لما تقوم به الهندسة المالية الحديثة، التي أضحت تصدر العقد المبتكر تلو الآخر، فإن المشتقات المالية لها أنواع وصيغ كثيرة لا يمكن أن تستوعبها دراسة على تعبير الدكتور سمير عبد الحميد رضوان حسن. غير أن أشهر أنواع المشتقات المالية (أساس المشتقات الأخرى الهجينة) هي الخيارات، المستقبلات، العقود الآجلة، والمبادلات.

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

² فريد النجار: "المشتقات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 19.

³ هوشيار معروف: "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 151.

⁴ نيبيل حشاد: "دليلك الى إدارة المخاطر المصرفية موسوعة بازل"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2005، ص 174.

⁵ سامي بن إبراهيم السويلم: "التحوط في التمويل الإسلامي"، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 30.

وفيما يلي تعريف وجيز لكل نوع من هذه الأنواع، على أن نرجع لها في النقاط اللاحقة بنوع من التفصيل.

أ-الخيارات: هي عبارة عن عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع أصل معين بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين¹.

ب-المستقبليات: اتفاق بين الطرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، ويتم فيه تعيين كل من: نوع الأصل المتداول، حجم الأصل، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ والسعر الواجب دفعه².

ج-العقود الآجلة: هي اتفاقية بين طرفين، أحدهما مشتري والآخر بائع، لشراء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وسعر متفق عليه عند إنشاء العقد³.

د-المبادلات: هي عقد يتضمن تبادلاً لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات⁴.

ثالثاً-مؤيدي ومعارض المشتقات المالية: تتباين المواقف اتجاه المشتقات المالية ما بين مؤيد ومعارض لها.

أ-مؤيدي المشتقات المالية: استند مؤيدي المشتقات المالية لجملة من الحجج لتدعيم موقفهم يمكن أن نوجزها فيما يلي⁵:

- عقود المشتقات المالية تنقل المخاطر من الطرف المنتج إلى الطرف الآخر، أو من الطرف الأقل قدرة على التحمل إلى الطرف الأكثر قدرة، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تفرغ الطرف الأول إلى وظيفته الأساسية، فإن كان صناعي تفرغ للإنتاج وإن كان مؤسسة فلاحية تفرغت للزراعة، وبذلك يزيد في مردوديته وإنتاجه بدون أي تخوف من السعر الذي سيتعامل به؛
- عقود المشتقات المالية وإن كانت عقود صفرية إلا أن محصلتها إيجابية بالنظر إلى الراحة والأمان اللذان تمدهما للجهة المتحوطة؛
- نظرياً المشتقات المالية لا يمكن أن تجعل الإقتصاد في وضع أسوأ مما هو عليه، باعتبار أنها تقتصر على نقل المخاطر من طرف لآخر، فما يخسره أحدهما هو ما يكسبه الآخر، ولا يمكن أن تؤدي في المحصلة إلى خسارة صافية؛
- تعتبر المشتقات المالية بالنسبة للبنوك أداة لإدارة المخاطر ومصدر دخل، وعلى هذا الأساس فإن حسن استعمالها سيؤدي إلى زيادة العائد في حدود درجة مخاطرة مقبولة. إن استخدم المشتقات المالية بشكل فعال يمكن مسيري البنوك من تخفيض تكاليف التمويل وزيادة عائد بعض الأصول.

¹ Marc Chesney et autres: "Les options de change, évaluation et utilisation", édition Economica, Paris, France, 1995, p9.

² خالد وهيب الراوي: " إدارة المخاطر المالية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص 298.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص514.

⁴ عادل محمد رزق: " الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2004، ص117.

⁵ سامي حبيلي، مرجع سبق ذكره، ص38.

ب-المعارضون: من بين الحجج التي قدمها معارضي المشتقات المالية ما يلي:

- إن حجة المؤيدين المتمثلة في أن المشتقات المالية تستخدم للتحوط قد دحضها الواقع، باعتبار أن 3% فقط من العقود المشتراة والمباعة، تستعمل لإدارة المخاطر. النسبة المتبقية، تستعمل للمجازفة. فالأسباب التي من أجلها أنشأت العقود المشتقة، أصبحت ثانوية في التداول، أمام تفشي ظاهرة المجازفة. وفي هذا المعنى يقول كينز قد لا يكون للمضاربين ضررا إذا كانوا مجرد فقاعة على تيار النشاط الإقتصادي، لكن الوضع يختلف إذا أصبح النشاط الإقتصادي هو نفسه مجرد فقاعة على دوامة المضاربات المالية. وعليه فإن المشتقات المالية، بدل أن تدفع المخاطر أضحت من أكثر العقود جلبة لها لغلبة جانب المجازفة فيها؛
- قد تكون المشتقات المالية إيجابية إذا كانت متلازمة في الحجم مع عقود الإنتاج الحقيقي، غير أن وجود هوة كبيرة بينهما (حجم المشتقات أكبر بكثير)، بسبب النمو المتسارع للمشتقات بالنظر إلى طبيعتها، جعل أغلب العقود التي تجري سلبية النتيجة؛
- وجود إمكانيات الإستثمار في المشتقات المالية أدى إلى حدوث انتقال رؤوس الأموال من الإقتصاد الحقيقي المنتج إلى مجال المجازفة الغير منتج*؛
- نتيجة لتمييز العديد من الأسواق بوجود تفاوت في المعلومات، ونقص في الكفاءة زادت درجة المخاطر مع حدوث الإختلال في أداء السوق وتشوه الأسعار، ومنبع كل ذلك هي المخاطر الأخلاقية؛
- إن المغزى من عقود المشتقات هو الفصل بين المخاطر والأصول الحقيقية، مما يجعل من زاوية معينة المخاطر سلعة تتداول ويحقق المتعاملون فيها أرباح، وهذا يؤدي بالضرورة إلى حرص هذه الفئة (المجازفين) على إيجاد سوق خاصة للمشتقات، الأمر الذي ينتج عنه زيادة المخاطر وحجم تداولها، وهو يتناقض مع المقصد والهدف المنشود من المشتقات المالية، والمتمثل في الحد من المخاطر وتقليلها. مما سبق يبدو الأمر وكأن هناك صناعة خاصة بالمخاطر، فإذا كانت الجهات التي قامت بصناعة المخاطر، هي ذاتها التي قامت بصناعة أدوات التحوط فيصبح واضحا أن دور الهندسة المالية ودوائر البحث والإبتكار في خلق أدوات مالية جديدة تجني من ورائها أرباحا وفيرة¹؛
- المشتقات المالية تؤدي إلى تركيز المخاطر بدلا من تفتيتها ومن ثم زيادة تقلبات الأسواق وحدوث الفقاعات²؛
- هناك فرق بين القدرة على تحمل المخاطر وبين الرغبة في تحملها وأكثر المجازفين لا قدرة لهم بل لهم الرغبة نظرا لما تتطلبه المشتقات من مبالغ قليلة مقارنة بما يتطلبه الإنتاج الحقيقي، أضف إلى ذلك سرعة المكسب للطرف المجازف إذا صدقت توقعاته.

* بالنظر إلى خصائص توظيف الأموال في المشتقات المالية فهي لا تتطلب أموالا بمعدل الأموال التي يتطلبها الإنتاج الحقيقي.

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 297.

² سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 49.

خلاصة الفصل:

يعتبر سعر الصرف الآلية التي تربط الإقتصاد بالعالم الخارجي، ويسمح بتحويل القدرة الشرائية من عملة إلى عملة أخرى لتمكين المتعاملين في مختلف أقطار العالم من انجاز معاملاتهم، سواء كانت تجارية أو مالية. ولم يكن سعر الصرف في بدايات النظام النقدي الدولي يمثل مشكلا كبيرا بالنسبة للعلاقات النقدية الدولية حيث أنه كان يعبر عن تعادل ذهبي بين عملتين. غير أن فك الإرتباط تدريجيا بين قيمة النقود والذهب، منح الدول حرية أكبر في تحديد قيمة عملاتها، وهو ما أدى إلى تعقيد المعاملات الدولية التي أصبحت بحاجة أكثر من أي وقت مضى إلى إطار منظم للعلاقات النقدية الدولية، وهو ما تجسد في مختلف الإتفاقيات التي حددت الأطر العامة للنظام النقدي الدولي كاتفاقية جنوة عام 1922، اتفاقية بريتون وودز عام 1944 واتفاقية جامايكا عام 1976.

ويعتبر اختيار نظام بريتون وودز حدثا بارزا في تاريخ العلاقات النقدية الدولية ونظمها المختلفة، فالتغيرات التي أدرجت كان لها أثرا كبيرا على نمط إدارة سعر الصرف في معظم دول العالم، فنظام الصرف الثابت الذي طبق لفترة زمنية طويلة جدا ترك مكانه لأنظمة أكثر مرونة تتحكم في تحديد أسعارها قوى العرض والطلب في السوق، كما أن تعديل بنود اتفاقية صندوق النقد الدولي في سنة 1976 فتح الباب واسعا أمام الدول لاختيار نظام الصرف الذي يلائم وضعها الإقتصادي ومتطلباته. ونتج عن ممارسات الدول في هذا المجال، تطبيق العديد من الأنظمة التي تراوحت بين التثبيت الجامد والتعويم الحر، وبين هذا وذاك ما يزيد عن الستة أنظمة صنفت على أنها أنظمة وسيطة. إن هذه التغيرات الجوهرية في النظام النقدي الدولي أدت إلى زيادة التقلبات في أسعار صرف العملات المختلفة وتحولت نتيجة لذلك حالة الإستقرار في أسعار الصرف إلى حالة من عدم اليقين خيمت على مجمل المعاملات على المستوى الدولي. وأصبحت الشركات ابتداء في كل معاملة تأخذ بعين الإعتبار خطر تغير سعر الصرف وتأثيره على تلك المعاملات.

ويرتبط تحديد نوع خطر الصرف الذي يهدد الشركة وآثاره المحتملة بالمعاملات المسببة لنشأته، وعلى أساس ذلك يمكن تقسيمه إلى ثلاثة أنواع رئيسية، النوع الأول يعرف بخطر صرف الصفقة وينشأ نتيجة لوجود وضعية صرف تجارية أو مالية وينحصر تأثيره على ربحية العقود المبرمة، أما النوع الثاني ينشأ نتيجة لوجود فرع للمؤسسة في الخارج، ويظهر في نهاية كل سنة مالية عندما تقوم بتوحيد ميزانيتها مع ميزانيات الفروع التي تملكها، ويمتد تأثير هذا الخطر ليؤثر على قيمتها ونتائجها، وتزيد حدته عندما تتواجد الفروع في الدول ذات التضخم المرتفع. والنوع الأخير يرتبط بقيمة الشركة ويؤثر على تنافسيتها ويعرف بخطر الصرف الإقتصادي.

إن النقاط السابقة حصرت تأثير الخطر على الشركات، في حين أن أثره امتد ليشمل سوق الصرف بأقسامه المختلفة أين حدثت ثورة إبداع بأتم معنى الكلمة، لتلبية الحاجات المتزايدة للمتعاملين الإقتصاديين من منتجات التحوط، وقد نتج عن هذه الثورة تعدد منتجات الصرف مثل العقود الآجلة، المبادلات، الخيارات

وعقود المستقبلات وارتفاع حجم التداول اليومي ليتعدى في الوقت الراهن ثلث إجمالي التجارة الدولية السنوية. انطلاقاً مما سبق توصلنا إلى أن خطر الصرف يعتبر من أهم المخاطر المالية التي تواجه الشركات في الوقت الراهن والذي يستوجب منها أن تأخذه بعين الاعتبار وأن تقوم بإدارته حتى تتمكن من التحكم فيه وتخفيض تأثيراته السلبية وهو ما سنتطرق له في الفصل القادم.

الفصل الثاني: إدارة خطر الصرف

تمهيد:

لقد تبين لنا من الفصل السابق أن الشركة أصبحت تعمل في محيط متقلب مليء بالمخاطر، وأنها تمارس نشاطها في ظل أوضاع هي بطبيعتها مقلقة وفي مناخ هو بطبيعته عالي التغيير. ومن ثم فإن قرار إدارة هذه المتغيرات يتعدى نطاق الممارسات اليومية والقرارات الظرفية، إلى آفاق من الحسابات ذات الأبعاد والجوانب التي تحتاج منها إلى فهم عميق ووعي إدراكي شامل للصعوبات التي تواجهها والحلول المتوفرة لديها.

وبالنظر لما يمكن أن يسببه خطر الصرف على الشركة من زيادة في الأعباء والتكاليف والخسائر ونقص في التنافسية والقيمة الإجمالية، زادت الحاجة إلى وجود عملية إدارية شاملة وكاملة محددة الأهداف والأبعاد، عملية أساسية ناجحة في تنمية العائد وزيادة المردود وخفض المخاطر وحصر الآثار، وهي بذلك مجموعة متشعبة من المهام، ممنهجة في المراحل، تسعى في النهاية إلى تحقيق هدف حماية الشركة من المخاطر، وهو ما نحاول النظر فيه في هذا الفصل من خلال تحديد مفهوم إدارة خطر الصرف أهدافها ومراحلها، ثم عرض طرق تقييم خطر الصرف ليتم تخصيص المبحث الثالث والرابع لعرض تقنيات التحوط الداخلية والخارجية.

المبحث الأول: مفهوم إدارة خطر الصرف، أهدافها ومراحلها

يمثل خطر الصرف تهديدا حقيقيا للشركات، فهو من جهة يؤثر على ربحية العقود المبرمة مع الخارج ويزيد في مديونيتها، ومن جهة أخرى يؤثر على قيمتها حتى وإن لم يكن لها تعاملات بالعملية 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 الإستراتيجية، تحاول التحكم في خطر الصرف وتأمين الشركة وزيادة قيمتها بأقل كلفة ممكنة.

ولا يمكن حصر إدارة خطر الصرف في تقنيات التحوط بل هي عملية منهجية متتابعة في المراحل تبدأ بتعريف الخطر وعوامله، ثم تمر عبر تقييمه والتعامل معه واتخاذ الإجراءات المناسبة للتقليل من آثاره وأخيرا تقييم ما تم اتخاذه من قرارات وما تم اتباعه من خطوات.

المطلب الأول: مفهوم ومبادئ إدارة المخاطر

يرتبط الخطر بالنشاط الاقتصادي الذي تمارسه الشركة وهو أمر لا بد من التعامل معه ومواجهته باتخاذ مجموعة من الإجراءات المنظمة والمتتابعة قصد التعريف بالمخاطر المتنوعة وتحديد درجاتها المختلفة بهدف تصنيفها وتحديد طريقة للتعامل معها في إطار ما هو متوفر من أدوات ومسموح به من سياسات. وفي إطار النقطة الأخيرة نجد أن هناك سبل واسع من الأدوات والتقنيات المتوفرة للتقليل من المخاطر المختلفة وآثارها السلبية تبدأ بتجنب المخاطرة مروراً بتشكيل مخصصات تسمح بتقليل عامل المفاجئة وانتهاء بتحويل أو نقل الخطر نحو جهة تكون أكثر استعدادا للتعامل معه من خلال التأمين عليه أو التعامل بالمشتقات المالية. ولا تنتهي الإجراءات السابقة إلا بعد القيام بمتابعة دورية ومراجعة شاملة لمختلف المراحل السابقة. إجمالي هذه المراحل هو ما يعرف بإدارة المخاطر التي سنحاول تفصيلها في النقاط اللاحقة.

الفرع الأول: نشأة إدارة المخاطر

ترجع نشأة إدارة المخاطر إلى اندماج تطبيقات الهندسة في البرامج العسكرية والفضائية، والنظرية المالية والتأمين في القطاع المالي، وكان التحول من الإعتماد على إدارة التأمين إلى فكر إدارة المخاطر المعتمد على علم الإدارة في تحليل التكلفة والعائد والقيمة المتوقعة، والمنهج العلمي لاتخاذ القرار في ظل ظروف عدم التأكد، أول ظهور لمصطلح إدارة المخاطر كان في مجلة هارفارد بيسنس ريفيو عام 1956، وكانت البنوك من بين أولى المؤسسات المالية التي قامت بإدارة مخاطرها، حيث ركزت على إدارة الأصول والخصوم وتبين منذ ذلك الحين أن هناك طرقاً أنجع (من التأمين) للتعامل مع المخاطرة بمنع حدوث الخسائر، والحد من نتائجها عند استحالة تفاديها¹.

¹ عصماني عبد القادر: "أهمية بناء أنظمة إدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف1، أيام 20 و21 أكتوبر 2009، ص4.

وانطلاقاً مما سبق يمكن القول بأن هناك مقاربتين لإدارة المخاطر حسب التسلسل الزمني لحدوثها، المقاربة الساكنة أو التقليدية، والمقاربة الديناميكية أو الحديثة¹:

أولاً-المقاربة الساكنة: تعني المقاربة الساكنة في إدارة المخاطر الإعتماد على المنتجات المقترحة من قبل شركات التأمين 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 للتأمين 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 الإعتبار في مجال التأمين²، وهو ما أعتبر في وقته تهديدا كبيرا للمؤسسات.

ثانياً-المقاربة الديناميكية: إنطلاقاً 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 وتوضح معالمها، ولا يمكن لها أن تنتظر شركات التأمين حتى تتولى 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، فالأمر لم يبقى متعلقاً بإمكانية التأمين من عدمه بل التساؤل أصبح حول مقبولية الخطر في المؤسسة. فإذا كانت الإجابة نعم فسوف يتم قبول الخطر، أما إذا كانت بالنفي فهنا المؤسسة تتخذ الإجراءات المناسبة لتخفيض تهديداته من خلال تقليل تكراره وآثاره.

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.

الفرع الثاني: تعريف إدارة المخاطر

تعرف إدارة المخاطر بأنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى³، ما يميز هذا التعريف عنصرتين أساسيتين:

¹ Octave Jokung Nguéna, *op.cit*, pp 37-38.

² تجدر الإشارة أن شركات التأمين عند تقديمها لمنتجاتها تعتمد على مخاطر ثبت وقوعها في الماضي، وهذا يعني أن عقود التأمين تتبع الواقع ولا تسبقه، كما أن اعتماد مؤسسات التأمين على تأمين المخاطر التي تتصف بأنها متوسطة يجعل منها غير قادرة على تلبية احتياجات المؤسسات التي تخرج من هذا النطاق وهي خاصية المؤسسات المبدعة.

³ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص51.

-الأول: أن إدارة الخطر هي منهج يستند على الأساليب والطرق العلمية، ويتبع مجموعة من الخطوات المعدة مسبقاً (قبل حدوث الخطر وتجسد الآثار) ضمن خطط مدروسة تستخدم من خلالها المؤسسة مختلف الأساليب الكمية والنوعية لتقييم الخطر ومعالجته.

-الثاني: الاعتراف بأن الهدف من إدارة الخطر ليس التخلص من المخاطر بل التقليل من آثارها السلبية. ورغم أهمية العنصرين السابقين في التعريف السابق إلا أنه يعاب عليه حصر نتائج الخطر في الخسائر وهو ما انعكس في أهداف إدارة الخطر التي حصرها في تقليل إمكانية حدوث الخسارة أو تقليص الأثر المالي للخسائر إلى الحد الأدنى، كما أنه أهمل عنصر التكلفة الذي يصاحب عادة إدارة المخاطر.

التعريف الثاني يرى بأن إدارة المخاطر هي عبارة عن تقليل الآثار السلبية للمخاطر إلى الحد الأدنى بأقل تكلفة ممكنة من خلال التعرف عليها وقياسها والسيطرة عليها¹. ما يعاب على هذا التعريف أنه اقتصر على تحديد الهدف من إدارة المخاطر ووصف مراحلها دون التطرق لعملية إدارة المخاطر، وبالرغم من ذلك فقد أثار عنصر جد مهم في إدارة الخطر والمتمثل في أن الخطر يجب أن يدار بأقل تكلفة ممكنة.

في نفس السياق نلاحظ أن هناك تعريفات أخرى ركزت على خطوات إدارة الخطر، نذكر منها أن إدارة المخاطر هي العمليات التي تتضمن تعريف المخاطر التي تواجه المؤسسة، وتحديد الأثر المالي الذي يمكن أن يحدثه كل خطر بالنسبة للمؤسسة، ثم اتخاذ قرارات مدروسة لتجنب تلك المخاطر أو تخفيضها أو تحويلها، أو قبولها كما هي². ما يميز هذا التعريف أنه تطرق إلى ردة فعل المؤسسة إزاء الخطر والتي تكون مبنية على أساس التقييم الخاص المعد مسبقاً حول طبيعة الخطر وحدته وآثاره المحتملة، وتأخذ ردة فعل المؤسسات أربعة أشكال مختلفة: **-الشكل الأول:** تجنب المخاطر خصوصاً إذا كانت غير قابلة للقياس أو للإدارة؛

-الشكل الثاني: تخفيض مستوى المخاطر باستخدام مختلف التقنيات وتوفير شروط السلامة والأمان؛

-الشكل الثالث: تحويل المخاطر لجهة أخرى تمتلك الوسائل المادية والبشرية لتحمله كالمؤسسات المالية وشركات التأمين أو الأسواق؛

-الشكل الرابع: قبول الخطر خصوصاً إذا كانت آثاره لا تعيق مهام الشركة.

إنطلاقاً من التعريفات السابقة يمكن القول أن إدارة المخاطر هي فرع من علم الإدارة وواحدة من أهم وظائف المؤسسة³ وجزء فاعل في الإدارة الإستراتيجية داخل الشركة تحاول التحكم في المخاطر التي تهدد توازنها المالية ووجودها، من خلال تقييم تلك المخاطر وتسهيل عملية اتخاذ القرار المناسب لكل حالة على حدا، وفق منهج يستند على أساليب وطرق علمية واضحة وخطة مدروسة، يكون الهدف منها تأمين

¹ برييش السعيد وطبيب سارة: "إسهام إدارة المخاطر في تحقيق أهداف المؤسسة الاقتصادية"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و22 أكتوبر 2012، ص.8

² ماهر علي الشامام: "إستخدام محاسبة الحماية (التحوط) في إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال"، مجلة تنمية الرافدين، مجلد 34، عدد 107، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، 2012، ص.52

³ هاشم فوزي ودباس عبادي: "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2008، ص.307

المؤسسة وزيادة قيمتها بأقل تكلفة ممكنة مع القيام بالمراجعات الدورية للسياسات المطبقة والأدوات المستخدمة لتحسين أداء هذه الإدارة.

التعريف المقترح يأخذ بعين الاعتبار كل المصطلحات التي لها علاقة بإدارة المخاطر، بداية يضع هذه الإدارة ضمن الوظائف الحيوية داخل الشركة والتي لا يمكن الإستغناء عنها في الوقت الراهن، ويبين الترابط والتفاعل القائم بينها وبين الإدارة الإستراتيجية، كما أنه لا يهمل الطابع المنهجي والعلمي لإدارة المخاطر، بسبب إتمادها على التحليل الواقعي لهيكلية المخاطر والاستعانة بالنماذج القياسية والحسابية واستعمالها للعديد من العلوم والتخصصات مثل الرياضيات، الإحصاء، الإحتمالات، المحاسبة، والتحليل المالي قصد تقييم حقيقي للتهديدات التي تتعرض لها المؤسسة.

ولم يستثنى هذا التعريف مراحل إدارة المخاطر وأهدافها، فبالنسبة للمراحل فقد حددها في مرحلتين حاسمتين، الأولى تتمثل في تقييم المخاطر والثانية في اتخاذ القرار المناسب بشأنها، أما بالنسبة للأهداف فقد حصرها في تأمين المؤسسة من التهديدات وتعظيم قيمتها. وخاتمة التعريف كانت التأكيد على أن إدارة الخطر لا يمكن أن تكون فعالة إلا إذا أخذت بعين الاعتبار التكاليف المرافقة لها، مما يؤدي إلى تحقيق الأهداف المذكورة أعلاه ضمن أدنى تكلفة ممكنة، مع القيام بالمراجعات الدورية للسياسات المطبقة والأدوات المستخدمة.

وانطلاقاً مما سبق، نلاحظ أن إدارة المخاطر وفقاً للمفهوم السابق تأخذ طابع وقائي، إستكشافي وتصحيحي¹:

- الطابع الوقائي: تصمم وتنفذ وفقها السياسات والإجراءات للوقاية من النتائج غير المرغوب فيها قبل حدوثها؛
- الطابع الاستكشافي: تصمم السياسات والإجراءات وفقها للتعرف على النتائج غير المرغوب فيها عندما تحدث، وعن طريقها يتم التعرف على الأخطاء بعد حدوثها؛
- الطابع التصحيحي: يتم التأكد وفقها من اتخاذ السياسات والإجراءات التصحيحية لرصد النتائج غير المرغوب فيها، أو للتأكد من عدم تكرارها.

الفرع الثالث: 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 مبدأً يستوجب على المؤسسات أخذها بعين الاعتبار في إطار إدارة المخاطر حتى تضمن فعالية هذه الأخيرة²:

¹ عبد الرشيد بن ديب وعبد القادر شلالى: "مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر"، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الإقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، يومي 25-26 نوفمبر، 2008، ص.4
² Flaus Jean-Marie: "Analyse des risques des systèmes de production industriels et de services : Aspects technologiques et humains", Lavoisier, Paris, France, 2013, pp61-62.

- إدارة المخاطر تخلق القيمة وتحافظ عليها، بمعنى أن مجمل النشاطات المعتمدة في إطار إدارة المخاطر يجب أن تساهم بشكل ملموس في تحقيق الأهداف وتحسين أداء المنظمة، وهو ما ذهب إليه Morlay في سنة 2006 عندما اعتبر إدارة المخاطر بأنها عملية عرضية لخلق القيمة في المؤسسة¹؛
 - إدماج إدارة المخاطر في العملية التنظيمية، هذا يعني أنه 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؛
 - تناول إدارة المخاطر وتعامل بشكل صريح مع حالة عدم التأكد، وبالتالي فإن هذه الحالة يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار في كل مراحل الإدارة تقييم، قياس، وطريقة التعامل؛
 - إدارة المخاطر عملية منتظمة، مهيكلية 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 الإعتبار العوامل الإنسانية والثقافية؛
 - إدارة المخاطر يجب أن تتصف بالشفافية، وأن 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؛
 - تسهل إدارة 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 تمارسه والقطاع الذي تنتمي إليه. وبالتالي فإن هذا المعيار هو عبارة عن توجيهات عامة يأخذها المكلف بإدارة المخاطر بعين الإعتبار عند تصميم وتطبيق خطط ونظم إدارة المخاطر إضافة لخصائص البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

المطلب الثاني: تعريف إدارة خطر الصرف

تدرج إدارة خطر الصرف ضمن وظيفة إدارة المخاطر وبالتالي فهي ليست قرارا وقتيا ولا ظرفيا، بل هي قرار قاعدي تفاعلي، قائم على أن هناك مجموعة من العناصر يجب التعامل معها والتأثير عليها لتجنب المؤسسة

¹ Nicolas Dufour et Gilles Teneau : " La gestion des risques, un objet frontiere", éditions L'Harmattan, Paris, France, 2013, p19.

الدخول في نشاط هو بعيد عن صلاحياتها والسماح لها بالتفرغ لوظائفها من إبداع 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 آثاره. ولقد عرفت Josette Peyrard هذه الإدارة بأنها وضع نظام معلومات، تحديد سياسة الصرف في المؤسسة واستراتيجيات التحوط وأخيرا مراقبة الإجراءات¹.

الفرع الأول: وضع نظام معلومات

يمكن تعريف نظام المعلومات بأنه مجموعة الموارد والوسائل والبرامج والأفراد والمعطيات والإجراءات التي تسمح بجمع ومعالجة وإيصال المعلومات في شكل نصوص، صور، رموز... الخ في المؤسسة². وبالتالي فإن هذا النظام سيسمح للمكلف بإدارة خطر الصرف بخصر كل ما له علاقة بهذا الخطر، وتسخير الموارد البشرية والمادية لإتمام العملية على أكمل وجه، فيتمكن بعد ذلك متخذ القرار من تحقيق وتنفيذ وبناء سياسة جيدة لإدارته وفي الوقت ذاته تمكين العاملين معه سواء للقيام بواجباتهم الوظيفية، أو بالقيام ببعض الأعمال المسندة إليهم، وفقا لخطة العمل الموضوعية.

ويبقى ما سبق ذكره مرهون بقدرة نظام المعلومات على حسن عرض المعلومة المفردة، 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 والمعلومات 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 بعملائها وزبائنهم؛
 - التطورات الحالية والمستقبلية في العملات الأجنبية التي يتم التعامل بها؛
 - الوضع الإقتصادي الكلي للدول التي تربطها علاقات تجارية ومالية مع المؤسسة؛
 - 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.

¹ Josette Peyrard, *Gestion financière, op.cit*, p94.

² Robert Reix : "*Traitement des informations*", édition Vuibert, Paris, France, 2001, p165.

الفرع الثاني: تحديد سياسة الصرف واستراتيجيات التحوط

يعتبر تحديد سياسة الصرف المناسبة لقدرات وإمكانيات المؤسسة إحدى أعمدة الإدارة الجيدة والسليمة لخطر الصرف، فهذه المرحلة تعبر عن التصور العام المستقبلي لتنفيذ الرؤية الإستراتيجية لمتخذ القرار وفق برنامج زمني محدد المهام.

أولاً-المسؤول عن تحديد سياسة الصرف: إن إعداد وتطبيق ومتابعة سياسة الصرف عمل يشارك فيه الجميع وعلى كافة المستويات، بداية بالإدارة العامة التي توضح الإستراتيجية العامة وانتهاء بالعنصر التنفيذي القادر على القيام بالتكتيكات الموصلة لتنفيذ السياسات العامة الموضوعية. 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%.

الجدول رقم (05): المسؤول عن تحديد سياسة الصرف في المؤسسة

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

Source : Josette Peyrard : "Gestion financière internationale" 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 1999, p95.

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

ثانياً-استراتيجيات التحوط: يعتبر التحوط 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 إنخفاض أو ارتفاع قيمة الوضعية الحالية، وفي ظل انقسام استراتيجيات التحوط انقسمت آراء المتخصصين وتباينت ممارسات المؤسسات إلى ثلاثة رؤى مختلفة¹:

¹ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, *op.cit*, p285.

-**الرؤية الأولى:** ترى بضرورة تطبيق التحوط الكلي الذي يهدف إلى تجنب المؤسسة خطر الصرف بأدنى تكلفة من خلال المفاضلة بين تقنيات التحوط المختلفة، والإعتماد كلما سنحت الفرصة على التقنيات الداخلية وخصوصا المقاصة التي سوف تؤدي إلى تخفيض المبلغ الصافي الواجب تغطيته وتحرير الفاتورة بالعملة المحلية كلما كان ذلك ممكنا¹؛

-**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؛

- **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 الإتجاهات الثلاثة السابقة أدلته التي يبرر بها وجهة نظره، فالإتجاه الأول يرى بأن ترك مراكز الصرف مفتوحة عبارة عن مضاربة وهو بعيد كل البعد عن نشاط المؤسسة ومجال عملها، إلى جانب أن المتاجرة في العملة يتطلب حزمة من المؤهلات والمعارف التي لا تتوفر في معظم الأحيان في أمين الخزينة.

مبررات أنصار التحوط الإختياري، تتمحور حول أن تكاليف التحوط النظامي غالبا ما تفوق خسائر الصرف المتوقعة، مما يجعل المصلحة المكلفة بإدارة الخطر، مركز تكلفة يعيق في كثير من الأحيان جهود باقي الإدارات في تحسين التنافسية وتعظيم الأرباح².

ثالثا-مزايا وعيوب التحوط: لقد أسفر النقاش سالف الذكر على تحديد مجموعة من المزايا والعيوب تكون أساسا للفصل في الإستراتيجية المختارة³:

أ -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 أرحح للقبول من قرار المساهمين؛

¹ Alain Chevalier et Georges Hirsch : "Le Risk Management, pour une Meilleure Maîtrise des Risques de L'entreprise", édition Entreprise Moderne, Paris, France, 1982, p127.

² Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah : "La Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", 2^{ème} édition Economica, Paris, France, 1992, p128.

³ David Eiteman et Autres, **op.cit**, p195.

- قد يعتمد المسير في ظروف معينة على التحوط الإختياري من خلال التمييز بين المراكز التي يقوم بتغطيتها وتلك التي يتركها مكشوفة وبذلك يساهم في زيادة قيمة مؤسسته.

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

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

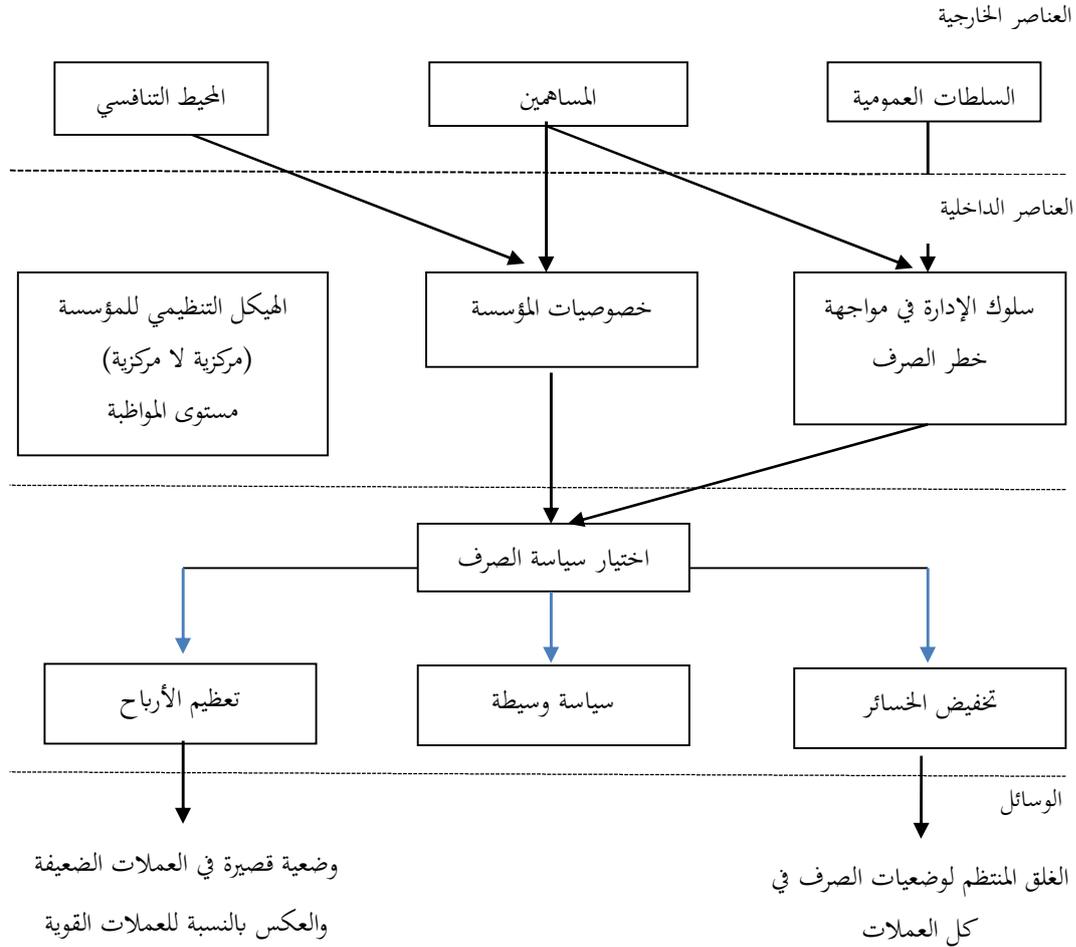
- التحوط لا يضيف شيئا لقيمة المؤسسة بل أن تخصيص الموارد البشرية والمادية لإدارة خطر الصرف تؤدي إلى انخفاض قيمتها الصافية؛

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

رابعا- محددات إختيار سياسة الصرف: يجب إعداد سياسة صرف فعالة في إطار من الترابط التشابكي الأدائي، يتم من خلاله دراسة وتحليل شامل لمحيط المؤسسة قصد تحديد العوامل المؤثرة في هذا البناء سواء كانت خارجية (سلطات نقدية، التشريعات، المساهمين ... الخ)، أو داخلية (القدرة على التفاوض، وجهة نظر الإدارة العليا...).

¹ Michel Kalika et Pierre Romelaer : "Recherches en management et organisation", édition Economica, Paris, France, 2006, p109.

الشكل رقم (14): العوامل المؤثرة في تحديد سياسة مصرف



Source : Henri de Bodinat et autres : "Gestion internationale de l'entreprise", édition 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 مصرف، وعلى العموم يمكن تحديد مجموعة العناصر التي تؤثر على اختيار سياسة مصرف 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 مصرف وما إمكانية استخدام هذه المنتجات؛
- **تشريعات مصرف:** تلك القوانين التي تجيز أو تمنع استخدام بعض التقنيات المستعملة كأدوات للتحوط من خطر مصرف؛

- **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 سيعملون فيها وما هي مؤهلاتهم وخبراتهم ودرجة المواظبة لديهم. فالتنظيم يعتبر ركن أساسي ورئيسي في نجاح أي عمل إداري بصفة عامة وإدارة خطر الصرف بصفة خاصة؛
- **أهمية خطر الصرف في المؤسسة:** كلما كان خطر الصرف مهما ومؤثرا كلما زادت أهمية الإختيار 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.

الفرع الثالث: مراقبة الإجراءات

مراقبة الإجراءات تعني الحكم على فعالية وجدوى إدارة خطر الصرف ومدى تمكنها من تحقيق الأهداف المسطرة. وبالرغم من أن المسؤولية تقع على المكلف بالإدارة، إلا أن هذا لا يعني فريق العمل من تحمل جزء منها. ولا يمكن للإدارة العليا أن تراقب مدى إلتزام هذه المصلحة والعاملين فيها بالإجراءات المناسبة، إلا إذا قامت في وقت سابق بوضع خطة محددة زمنيا ومرحليا يتم فيها تحديد إحتياجات ومستلزمات كل مرحلة وتحديد المسؤول عن نجاحها وبعد ذلك تصبح سياسة المحاسبة والمكافئة سهلة التطبيق.

المطلب الثالث: 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 خبراته، ومؤهلاته. ولقد كان ومازال للعديد من المؤسسات، أنماط إدارية متنوعة وفعالة لتسيير خطر الصرف، حققت من خلالها الكثير من النجاحات المتتالية. وبالرغم من أهمية هذه التجارب، وثنائها، إلا أنها لا تعتبر قوالب نمطية جاهزة، أو صفات يمكن اقتراحها، بل تبقى تجارب خاصة إستشادية 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 الصرف¹ نوجزها فيما يلي:

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

أولاً-تحديد أهداف إدارة خطر الصرف: ترتبط أهداف إدارة خطر الصرف بتحديد طبيعة الخطر المراد إدارته، المستويات المقبولة من المخاطر من وجهة نظر الإدارة العليا والمدى الزمني الذي تغطيه هذه الإدارة؛

ثانياً-التنبؤ بأسعار الصرف: يحاول مدير المخاطر عادة التنبؤ بمسار سعر الصرف وتغيراته في المستقبل، تلبية لمتطلبات استراتيجية التحوط الإختياري¹ 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 أن نتائج التنبؤ تدل على تغيرات في غير صالحه، وجب عليه القيام باختيار إحدى تقنيات التحوط المتوفرة.

ثالثاً-قياس الوضعيات المفتوحة بالعملة الأجنبية: من أجل قياس خطر الصرف يجب معرفة وتحديد العملة المرجعية، تحديد ومعرفة خطر الصرف وأخيراً تحديد وضعية الصرف²:

-تحديد العملة المرجعية: يعتبر تحديد العملة المرجعية أمراً أساسياً باعتبار أن خطر الصرف سوف يحدث نتيجة لتغير قيمة العملات الأخرى مع هذه العملة؛

-تحديد خطر الصرف: نقصد بتحديد خطر الصرف تحديد مختلف العمليات المسببة لخطر الصرف ومحاولة التنبؤ بأسعار الصرف؛

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

رابعاً-تحديد استراتيجية لإدارة خطر الصرف: في هذه المرحلة يتم تحديد الكيفية التي يتم التعامل بها مع هذا الخطر، ومن أجل إختيار الإستراتيجية الملائمة، على مدير المخاطر أن يسهر على أن تكون متناغمة مع الإستراتيجية العامة للمؤسسة، وأن يأخذ بعين الإعتبار بعض العوامل المؤثرة على نجاح إدارة خطر الصرف. وعلى العموم يمكن تصنيف هذه الاستراتيجيات في ثلاثة مجموعات أساسية³، استراتيجية التغطية الأجلية، استراتيجية المضاربة والإستراتيجية الإختيارية.

خامساً-الرقابة الداخلية: يتمثل دور الرقابة الداخلية في التأكد من قانونية الأعمال التي ينجزها مدير المخاطر، وخياراته خصوصاً ما تعلق منها بالمشتقات المالية التي تستطيع أن تخلق مخاطر أخرى إذا ما أسيء إستخدامها. كما أنها تراجع طريقة إعداد التقارير ومدى مطابقتها للواقع واحترامها للدورية، والمعايير والإستمرارية. فرغم أهمية

¹ Stephen R.Godlberg and Emily L.Drogt: "Managing foreign exchange risk", journal of corporate accounting and finance, volume19 issue2, January/February, Wiley Periodicals Inc, 2008,p52.

² Patrice Fontaine : "Risque de Change, Gestion et Couverture", édition Economica, Paris, France, 2010, p69.

³ بوعتروس عبد الحق: "حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة الدول التي تمر بمرحلة انتقال"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 12، 1999، ص.113

جرأة المسير وفعاليته في إدارة خطر الصرف، إلا أنها تحتاج إلى ضوابط حاكمة وقيود متحكمة حتى لا تحدث تأثيرات سلبية غير محمودة العواقب وهو ما تحاول تفاديته الرقابة الداخلية.

سادسا-تقييم فعالية إدارة خطر الصرف: تحتاج القرارات المتخذة في إطار إدارة خطر الصرف من وقت إلى آخر، إلى مراجعة وتقييم، وبما أن هذه القرارات كانت تعمل للوصول إلى نتائج معينة، تصبح هذه الأخيرة أساسا للحكم عليها إن كانت سليمة وصائبة أم غير ذلك، ويحتاج الأمر إلى تحليل علمي فعال، يأخذ في معطياته ما طلب وما خصص لتحقيق ذلك.

على أساس ذلك، فإن تقييم كفاءة إدارة خطر الصرف وفعاليتها، 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.... الخ)، أعتبرت الإدارة كفاءة والعكس صحيح في حالة عدم تمكنها من تحقيق تلك الأرباح.

أما إذا كان يُنظرُ 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 أعتبرت الإدارة غير كفاءة، والعكس في حالة إن كانت تكاليفها أقل¹.

المطلب الرابع: أهداف إدارة خطر الصرف

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

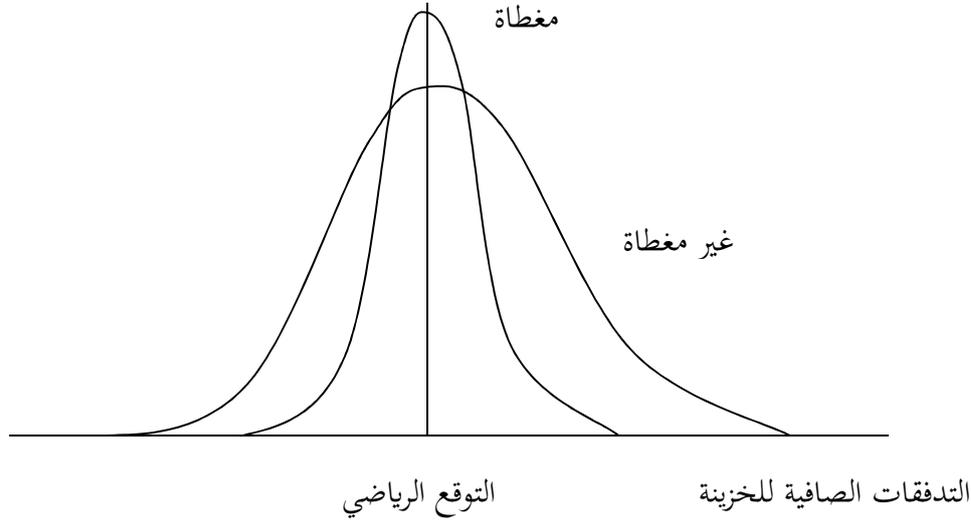
وترتبط أهداف إدارة خطر الصرف آليا بسياسة الصرف المعتمدة، بمعنى أنها يجب أن تأخذ بعين الاعتبار البيئتين الداخلية والخارجية، فعلى سبيل المثال، نجد أن المؤسسات صغيرة الحجم، التي لا تمثل فيها العمليات بالعملة الأجنبية نسبة كبيرة، تحدد لإدارة خطر الصرف تخفيض الخطر بأدنى تكلفة هدف أساسي، والعكس بالنسبة للشركات الكبيرة التي تمثل المعاملات بالعملات الأجنبية نسبة كبيرة في رقم أعمالها.

وعلى العموم فإن إدارة خطر الصرف تهدف إلى ما يلي:

¹ David Eiteman et Autres, **op.cit**, p204.

- 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:

الشكل رقم (15): تشتت التدفقات النقدية في حالة التحوط وعدم التحوط



Source : David Eiteman et Autres : "Gestion et Finance Internationales", traduction Michel-Henry Bouchet et autres, 10^{ème} édition, Pearson Education, Paris, France, 2004, p196

من الشكل نلاحظ أن هناك منحنيين يعبران عن تشتت التدفقات النقدية المستقبلية، أحدهما ينتج عن قيام المؤسسة بعملية التحوط من مخاطر الصرف والآخر عدم قيامها بذلك. وكما هو ملاحظ فإن عدم التحوط ينتج عنه تشتت أكبر في التدفقات النقدية المتوقعة، حيث نجد أن المنحنى الذي يعبر عن حالة عدم التحوط أكثر تفرطاً من المنحنى الآخر، 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 بعمليات التحوط تكون فيه القيم أقل تشتتاً وهو ما يعني زيادة حالة التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية.

ومما سبق نستنتج أن 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.

المبحث الثاني: تقييم خطر الصرف

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

المطلب الأول: مفهوم وضعية الصرف وطرق حسابها

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

الفرع الأول: وضعية صرف الصفقة

إن التسمية التي أعطيت لهذه الوضعية أُستمدت من طبيعة العمليات التي تؤخذ بعين الاعتبار لحسابها وتكون عرضة لخطر الصرف، وتمثل هذه العمليات في الصفقات التجارية والمالية المنجزة بالعملات الأجنبية.

أولا-تعريف وضعية صرف الصفقة: لم يختلف الكتاب والمختصون كثيرا في تعريفهم لوضعية صرف الصفقة حيث أنهم اتفقوا بأنها الفرق الموجب أو السالب بين الذمم والإلتزامات بالعملة الأجنبية¹، أو أنها الوثيقة التي تتولى مهمة جرد المبالغ بالعملات الأجنبية، المستحقة والواجبة الدفع، والناجمة عن الإلتزامات المختلفة للمؤسسة². إن التعريف الأول لخص لنا الهدف من إعداد وضعية الصرف، من حيث أنها تبين الرصيد المعرض لخطر الصرف، في حين أن التعريف الثاني، ركز على تبيين طبيعة وضعية الصرف من حيث أنها وثيقة، تعد من قبل جهات

* نجد لكلمة position ترجمتين الأولى في قاموس الأسواق والأوراق المالية هي المركز فنقول على أساس ذلك مركز الصرف والثانية نجدها في القاموس الإنكليزي العربي بالوضع فنقول على أساس ذلك وضعية الصرف وبالنظر لشيوع استخدام كلمة الوضعية عن المركز فقد اعتمدنا على هذه الترجمة.

¹ Yaïci Farid : "Précis de Finance Internationale, avec Exercice Corrigés", édition ENAG, Alger, 2008, p92.

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

مختصة غالبا ما تكون دائرة أو مصلحة المالية والمحاسبة، في شكل جدول منظم وموجز لكل العمليات التي المبرمة بالعملة الأجنبية لإعطاء صورة دقيقة عن المبلغ الفعلي المعرض لخطر الصرف.

على أساس التعريفين السابقين يمكن القول أن وضعية صرف الصفقة هي عبارة عن جدول 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 والإستيراد ونجد أيضا العمليات المالية مدرجة في خانة خاصة بها ويتم تقسيمها هي الأخرى إلى عمليات الإقراض والإقتراض؛
- 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.

ثانيا- طرق إعداد وضعية الصرف: تختلف طريقة إعداد وضعية الصرف بحسب الغرض المنشود من الإدارة، فإن كانت الإدارة تهدف إلى تجنب خطر الصرف، يصبح الغرض من تحديد وضعية الصرف هو تعيين المبالغ الواجب تغطيتها. أما إذا كانت تهدف إلى تحقيق مكاسب معينة، فإن وضعية الصرف وطريقة إعدادها تصبح تهدف إلى تبين السيناريوهات المحتملة لتغير سعر الصرف وتأثيره على العمليات. وتباعا لما سبق، نجد أن الطريقة الثانية تأخذ عمليات أوسع وأكثر تنوعا عن تلك التي تأخذها بعين الاعتبار الطريقة الأولى.

ولإعداد وضعية الصرف، يجب أولا تحديد العمليات الواجب إحصاؤها، وثانيا تحديد المدى الزمني للعملية، وأخيرا إعداد جدول وضعية الصرف.

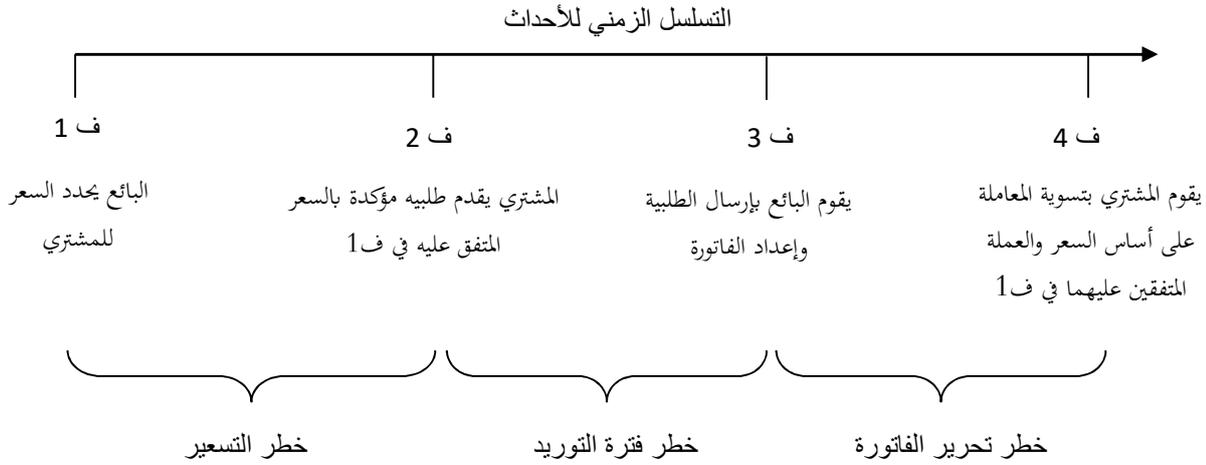
أ- تحديد العمليات الواجب إحصاؤها: إن تعدد العملات الأجنبية التي تتعامل بها المؤسسة مرتبط بتعدد نشاطها الدولي وتشابك علاقاتها وامتداد مصالحها، فالملاحظ أنه كلما زاد هذا النشاط زاد عدد العملات المتعامل بها، وكلما أنخفض العدد. وهذا يعني أن المؤسسة لا تقوم بإعداد وحساب وضعية صرف واحدة، وإنما تقوم بإعداد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

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

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

الشكل التالي:

الشكل رقم (16): مراحل خطر صرف الصفقة



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

من خلال الشكل يتبين لنا أن خطر صرف الصفقة يظهر:

- أولاً: 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؛
- ثانياً: في شكل خطر التوريد، الذي يعبر عن إمكانية تغير سعر الصرف ما بين فترتي تقديم الطلبية وإعداد الفاتورة.

-ثالثاً: في شكل خطر فوتر، ينشأ نتيجة لاحتمال تغير سعر الصرف الذي اعتمدت

عليه المؤسسة للإعداد الفاتورة والسعر الذي يكون أساس التسوية المالية لها.

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

من جانب آخر، 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 إلى وجود احتمال تأثير سعر الصرف على العملية حتى قبل تقييد العملية محاسبيا. وتبعاً لذلك، تقوم بعض المؤسسات بإعداد وضعية الصرف منذ تقديم الطلبية والبعض الآخر منذ ظهور احتمال حدوث العملية (الفترة الأولى).

¹ بوعظم كمال وزيات عادل: "خطوات تشخيص خطر الصرف في المؤسسة"، المؤتمر الوطني الأول حول التشخيص المالي في المؤسسة الاقتصادية، يومي 23/22 ماي 2012، المركز الجامعي سوق أهراس، ص14.

ب-المدة الزمنية للمعلومات الواجب إحصائها: على 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 بديها 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 تُعَفَى على سبيل المثال، من إدراج التدفقات النقدية المستقبلية في المدى المتوسط والطويل عند إعداد وضعية الصرف، إذا كانت تقنيات التحوط في هذين المديين غير متوفرة في سوق الصرف، باعتبار أنها لا تملك قدرة التأثير على هذه التدفقات.

ج-إعداد جدول وضعية الصرف: هناك طريقتين لعرض المبالغ المعرضة لخطر الصرف الأولى تتسم بنوع من الجمود والثانية لها أبعاد ديناميكية تحاول محاكاة وضعية المؤسسة وفقا لتقلبات أسعار الصرف.

1-النموذج الأول:

الجدول رقم (06): جدول وضعية الصرف الصفقة النموذج الأول

البيان	الدولار	الين	الجنبيه	أخرى
- تحرير الفاتورة التجارية الزبائن(+) الموردون(-)				
- العمليات المالية الإقراض(+) الإقتراض(-)				
- صفقات تجارية ومالية أخرى براءات الإختراع والتراخيص(+أو-) تقديم عروض في المناقصات الدولية(+) البيع وفق مرشد أسعار(+) دفع أو قبض الأرباح والفوائد(+أو-)				
- نشاط التداول(+أو-)				
وضعية صرف الصفقة				
طلبات لم يتم فوترتها بيع شراء				
عناصر أخرى تدخل في وضعية الصرف الإقتصادية				
وضعية الصرف الإقتصادية				

Source : Yaïci Farid : "Précis de Finance Internationale, avec Exercice Corrigés", édition ENAG, Alger, 2008, p112.

من الجدول يمكن أن نبدي الملاحظات التالية:

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

2- تتمثل العمليات التي تخلق وضعية صرف الصفقة حسب النموذج السابق في:

- العمليات التجارية تصدير واستيراد؛
- العمليات المالية توظيف واقتراض؛
- شراء أو بيع تراخيص براءات الاختراع؛
- تقديم عروض في المناقصات الدولية؛
- البيع وفق مرشد أسعار؛
- دفع أو قبض الأرباح والفوائد الناتجة عن الإستثمار في الأوراق المالية الأجنبية أو التوظيف والإقتراض من الخارج؛
- نشاط التداول: يمثل نشاط التداول عمليات شراء وبيع العملات.

3- خلو الجدول السابق من المعلومات المتعلقة بالتاريخ الذي تم فيه تحديد وضعية الصرف وأجل الإستحقاق 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.

2- النموذج الثاني: النموذج الموالي يعتبر أكثر حيوية وديناميكية ويتوافق مع رغبة مدير المخاطر في تبني سياسة التحوط الاختيارية، لهذا نجده يدرج عمليات كثيرة لم تظهر في الجدول السابق*.

* هذه الملاحظة لا يمكن اعتبارها بأي شكل من الأشكال انتقاصا من صحة الجدول السابق أو جدواه، وإنما تعبر عن الممارسات المختلفة والمتباينة للمؤسسات في مجال إدارة خطر الصرف كما سبق وأن أشرنا إليها.

الجدول رقم (07): جدول وضعية صرف الصفقة النموذج الثاني

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

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

من خلال الجدول يمكن ملاحظة ما يلي:

1-العمليات التي تخلق وضعية صرف تنبع من ثلاثة تدفقات:

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

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

2- يحدد الجدول ثلاث أشكال مختلفة من المعاملات بحيث أن كل منها يرتبط بنوع معين من خطر الصرف، فالمجموعتين الأولى والثانية تخلقان على التوالي كل من خطر الصرف التجاري وخطر الصرف المالي، ومعاً يشكلان خطر صرف الصفقة والمجموعة الأخيرة تعبر عن رد فعل المؤسسة لمواجهة خطر الصرف، وتضم بالتالي كل العمليات المستخدمة للتحوط من هذا الخطر. ويجمع كل العمليات السابقة نحصل على وضعية الصرف الإجمالية.

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

4- يوفر الجدول معلومات مهمة للإدارة العليا، ومصالحة المراجعة لتقييم جهد مدير المخاطر ومدى إلتزامه بالسياسة المعتمدة، والحدود المسطرة خصوصاً فيما يتعلق بالمبالغ، العملات، تقنيات التحوط المستعملة، الآجال ونسبة التحوط.

د- اختلاف آجال استحقاق الديون والذمم: إن إمتداد نشاط المؤسسة واحتياجاتها عبر الزمن يجعل آجال إستحقاق وتحصيل الديون والذمم بالعملة الأجنبية تختلف هي الأخرى. فإذا ما تم إعداد وضعية صرف جامعة لكل العمليات غير المتماثلة في تواريخ الإستحقاق والتحصيل، أصبح الجدول غير مفيد مدير المخاطر خصوصاً عند اتخاذ قرار التحوط.

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

الجدول رقم (08): وضعية صرف المؤسسة س

الوحدة: وحدة نقدية

المبلغ	الديون	المبلغ	أصول
80	دين ل 90 يوم	120	ذمة ل 90 يوم
100	دين ل 180 يوم	60	ذمة ل 180 يوم

Source : J.P Gourlaouen : "Les nouveaux instruments financiers", édition Vuibert, Paris, France, 1988, p114.

يظهر تجميع البالغ دون الأخذ بعين الإعتبار آجال الإستحقاق 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 الإعتبار آجال الإستحقاق ينتج وضعاً مختلف تماماً.

الجدول رقم (09): وضعية صرف المؤسسة س حسب أجل الإستحقاق

الوحدة: وحدة نقدية

أجل الإستحقاق 180 يوم		أجل الإستحقاق 90 يوم	
الأصول	الديون	الأصول	الديون
الذمم 60	الديون 100	الذمم 120	الديون 80
وضعية الصرف لـ 180 يوم		وضعية الصرف لـ 90 يوم	

Source : J.P Gourlaouen : "Les nouveaux instruments financiers", édition Vuibert, Paris, France, 1988, p115.

الوضع الجديد المحسوب على أساس آجال الإستحقاق يُظهر أن هناك مبلغ يقدر بـ 40 وحدة كديون من جهة وذمم من جهة أخرى معرض لخطر الصرف. إنطلاقا مما سبق، ولتحسين أداء إدارة خطر الصرف، يجب على المؤسسة أن تقوم بإعداد وضعية صرف بحسب أجل الإستحقاق ولكل عملة أجنبية على حدى.

الجدول رقم(10): آجال الإستحقاق لوضعية الصرف

العمليات	أجل الإستحقاق					
	أقل من شهر	من 1 إلى شهرين	من 2 إلى 3 أشهر	من 3 إلى 6 أشهر	من ستة أشهر إلى سنة	أكثر من سنة
I العمليات التجارية + ذمم - ديون						
وضعية الصرف على العمليات التجارية I						
II العمليات المالية + إقراض (توظيف) - اقتراض						
وضعية الصرف على العمليات المالية II						
III وسائل التحوط + وضعية طويلة (شراء العملة الأجنبية الآجل، شراء خيارات... الخ) - وضعية قصيرة (بيع الآجل شراء خيارات بيع... الخ)						
الوضعية الصافية I+II+III						

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

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 يلعب دورا محوريا في

تحديد المبالغ الواجب التعامل معها. وأخذا بعين الإعتبار كثرة آجال الإستحقاق وتقارب معظم العمليات زمنيا، أصبحت مدير المخاطر يبوب المعاملات عادة ضمن مدد نمطية مثل شهر فما أقل وبين ثلاثة وستة أشهر وأكثر من ستة أشهر¹ كما هو مبين في الجدول أعلاه.

ثالثا-أنواع وضعية صرف الصفقة وتأثير تغيرات أسعار الصرف عليها: يتم حساب وضعية الصرف بطرح الدين من الذمم، وينتج عن هذه العملية حالتين:

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

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

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

الجدول رقم (11): أثر تغير سعر الصرف على وضعية الصرف

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

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

الفرع الثاني: وضعية صرف التحويل

تواجه الشركات متعددة الجنسيات العديد من المشكلات المتعلقة بأنشطتها ومعاملاتها الدولية وطريقة تقييم فروعها. فالقوائم المالية لتلك الفروع، تفرز خليطا من القيم المالية غير المتجانسة التي يتم التعبير عنها بعملات أجنبية مختلفة مما يتطلب ترجمة لتلك القوائم المالية من العملة الأصلية إلى عملة الدولة التي يقع داخل إقليمها المركز الرئيسي للشركة، حتى يمكن دمجها مع بعضها البعض في قوائم مالية موحدة للمجموعة ككل. وعند

¹ Laurence abadie et Catherine Mercier-Suissa, **op.cit**, p 104.

القيام بعملية توحيد القوائم المالية يظهر نوعا خاص من مخاطر الصرف يعرف بخاطر التحويل. سنحاول فيما يلي التعريف بعملية تجميع الميزانيات بطرقها المختلفة وأخيرا بخاطر الصرف الذي ينتج عنها.

أولاً- مفهوم عملية توحيد الميزانيات: يفرض القانون على كل مؤسسة تمارس شكل معين من أشكال السيطرة على مؤسسات أخرى (أجنبية كانت أو محلية) القيام في نهاية السنة المالية بتوحيد حسابات المؤسسات التي تسيطر عليها مع حساباتها¹، بحيث تؤدي هذه العملية في النهاية إلى إظهار تلك القوائم وكأنها خاصة بمؤسسة واحدة. ولقد تم تحديد المفاهيم المتعلقة بعملية توحيد القوائم المالية في المعيار المحاسبي الدولي رقم 27 "القوائم

المالية الموحدة" و ifrs3، وتم ضمن هاذين المعيارين توضيح ما يلي:

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

وتقس عملية التوحيد الفروع بمختلف أنواعها سواء كانت محلية أو أجنبية. 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 أُعدت على أساسها، إلى عملة المؤسسة الأم.

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

ثانياً- 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 والإلتزامات

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

² راغب الغصين: "المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون البيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الإستثمارات في شركات تابعة"، جمعية المحاسبين القانونيين السوريين، متوفر في موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط التالي:

www.kantakji.com/media/2983/ias27.doc تاريخ الإطلاع 2013.-01-25

³ نفس المرجع، ص.15

التي يتم ترجمتها، وما هو سعر الصرف الملائم لهذه العملية والواجب استخدامه، وبعبارة أخرى هل يجب استعمال السعر الجاري (الإفقال) أو السعر التاريخي¹.

أ- طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة*: تتميز هذه الطريقة بين نوعين من البنود في الميزانية، البنود المتداولة التي تضم الأصول والخصوم المستحقة لأجل أقل من سنة، ويتم ترجمتها على أساس سعر الصرف الجاري، في حين أن كافة الأصول الأخرى وحقوق المساهمين فتترجم على أساس سعر الصرف التاريخي² (سعر الصرف الذي كان أساساً لتسجيل هذه العمليات في محاسبة الفرع). وفيما يلي نموذج لميزانية مؤسسة معروضة على أساس التفرقة بين الأصول المتداولة وغير المتداولة وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم 01:

الأصول

الأصول غير المتداولة

- الممتلكات والتجهيزات والمعدات
- الشهرة
- تراخيص التصنيع
- الإستثمارات 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
- الإحتياطيات
- الأرباح (الخسائر) المتراكمة
- حصة الأقلية

¹ أحمد بسيوني شحاتة وعبد الوهاب نصر علي: "المحاسبة المالية المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص359.
* يصنف أصل معين على أنه أصل متداول حسب المعيار المحاسبي الدولي رقم 1 عندما يتوقع أن يتحقق أو يحتفظ به للبيع أو الإستهلاك أثناء الدورة التشغيلية العادية للمؤسسة، أو عندما يحتفظ به بشكل رئيسي لأغراض المتاجرة على المدى القصير ويتوقع أن يتحقق خلال اثني عشر شهراً من تاريخ الميزانية أو عندما يكون نقداً أو أصلاً نقدياً معادلاً ولا توجد قيود على استعماله، خارج هذه الحالات تعتبر الأصول غير متداولة.
² أحمد بسيوني شحاتة وكمال الدين الدهراوي: "المحاسبة المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص313.

الخصوم غير المتداولة

- قروض منتجة للفائدة
- ضريبة مؤجلة
- إلتزام 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

ب- طريقة البنود النقدية وغير النقدية أو طريقة سعر الصرف التاريخي: تقوم هذه الطريقة بالتركيز على الطبيعة النقدية وغير النقدية للأصول والإلتزامات 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 والإلتزامات غير النقدية وحقوق الملكية (الأموال الخاصة والاحتياطات)¹.

فلسفة هذه الطريقة، تقوم على أساس أن الأصول والإلتزامات 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.

ج- 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 المؤقت².

وتقضي هذه الطريقة، بترجمة البنود النقدية على أساس سعر الصرف الجاري والبنود غير النقدية كإستثمارات الثابتة الملموسة وغير الملموسة، المساهمات المخزون، الأموال الخاصة وبقية البنود المدرجة في جدول حسابات النتائج سوف تعامل بطريقتين مختلفتين³:

¹ أمين السيد أحمد لطفي: "المحاسبية الدولية والمؤسسات متعددة الجنسيات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص138.

² أحمد بسيوني شحاتة وكمال الدين الدهراوي، مرجع سبق ذكره، ص315.

³ Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, *op.cit*, p106.

- على أساس سعر الصرف التاريخي الذي يصادف التسجيل المحاسبي للعملية، إذا كان الأساس المعتمد في تقييمهم يرجع إلى أحداث سابقة (وبهذا المعنى فهم غير معرضون لخطر الصرف)؛

- على أساس سعر الصرف الحالي، إذا كان التقييم يعتمد على عوامل وأحداث حالية أو مستقبلية، فمثلا المخزونات المقيمة على أساس التكلفة التاريخية، تترجم باستخدام السعر التاريخي وتلك التي تقيم على أساس السعر الحالي تستخدم السعر الجاري.

وتعتبر هذه الطريقة هي التي توصي بها المعايير المحاسبية الدولية في المعيار رقم 21 الذي يحدد البنود الواجب التصريح بها¹:

- النقدية بالعملة الأجنبية باستخدام سعر الإغلاق؛

- غير النقدية المحتفظ بها بالتكلفة التاريخية والمحددة بعملة أجنبية باستخدام سعر الصرف بتاريخ المعاملة؛

- غير النقدية المحتفظ بها بالقيمة العادلة والمحددة بعملة أجنبية باستخدام أسعار الصرف السائدة عند تحديد تلك القيمة.

د- طريقة سعر صرف الإقفال: تعتبر من أسهل الطرق المستخدمة في ترجمة القوائم المالية للفروع، وتقضي باستخدام سعر الصرف الجاري للقيام بعملية ترجمة معظم أصول وخصوم وجدول حسابات نتائج الفروع²، من العملة التي كانت أساسا في إعداد قوائمها المالية، إلى عملة الشركة الأم.

ويتم على أساس ذلك القيام بالتحويلات التالية³:

- **الأصول والخصوم:** كل الأصول وكل الديون يتم ترجمتها على أساس سعر صرف المسجل عند توحيد الميزانية؛

- **الأموال الخاصة:** تترجم قيمة الأموال الخاصة المسجلة في الميزانية الافتتاحية على أساس سعر الصرف التاريخي السائد في تاريخ تقديم المساهمات، وفي تاريخ التخصيص (في الاحتياطات) بالنسبة لنتائج المحققة. أما الأرباح المراد توزيعها فيتم ترجمتها على أساس سعر الصرف السائد في تاريخ اتخاذ قرار التوزيع؛

الفوارق الناجمة عن عملية التحويل: لا تظهر في حساب النتائج الموحد للمجموعة وإنما تظهر في حساب الأموال الخاصة تحت بند "فوارق التحويل".

من مميزات طريقة سعر صرف الإقفال، أنها لا تؤثر في نتائج المجموعة بدلالة حسابات التحويل، كما أنها لا تعدل هيكل ميزانية الفروع⁴. أما عيوبها فتتمثل في أن القيمة المحاسبية للأصول تصبح متغير تابع لقيمة العملة الأجنبية مع العملة المحلية. وينتج عن ذلك أرباح صرف إصطناعية خصوصا إذا كانت العملة المرجعية ضعيفة.

¹ C.Maillet-Baudrier et A. Le Manh, **op.cit**, p179.

² Alain White : "La consolidation direct, Principe de base", 4^{ème} édition, De boeck, Bruxelles, Belgique, 2003, p61.

³ David Eiteman et Autres, **op.cit**, p246.

⁴ Ibid.

و-الفرق بين طرق ترجمة القوائم المالية: يمكن إبراز أهم الفروقات بين مختلف طرق ترجمة القوائم المالية في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): الفرق بين طرق ترجمة القوائم المالية

سعر الإفقال	سعر الصرف المؤقت	البنود النقدية وغير النقدية	البنود المتداولة وغير المتداولة	الطريقة البنود او الحسابات
سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	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 الجاري	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	الاستثمارات المالية قصيرة الأجل
سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	متوسط مرجح سنوي	سعر الصرف الجاري	المخزون السلعي
سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف التاريخي	الأصول الثابتة
سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	الالتزامات قصيرة الأجل
سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	الالتزامات طويلة الأجل
سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف التاريخي	حقوق الملكية
سعر الصرف الجاري	سعر الصرف الجاري	سعر الصرف التاريخي	سعر الصرف الجاري	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 التاريخي	سعر الصرف الجاري	مصروفات محصلة مسبقا

المصدر: ثناء القباني: "المحاسبة الدولية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص64.

ثالثاً- أثر تغيرات أسعار الصرف على ميزانية المجموعة: بعدما قمنا بتحديد مختلف الطرق التي تسمح لنا بترجمة القوائم المالية وتوحيدها، نصل في هذه النقطة إلى تبيان البنود التي تكون أو لا تكون معرضة لخطر الصرف، ويمكن تلخيص إجمالي الحالات في الآتي:

-طريقة البنود المتداولة وغير المتداولة: تتمثل 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 فنكون أمام وضعية قصيرة. وتجدر الإشارة إلى أن الوضعية المحسوبة تجد مدلولاً لها في التحليل المالي تحت عنوان رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل.

-طريقة البنود النقدية وغير النقدية: في هذه الطريقة يكون كل من المخزون والإستثمارات في جانب الأصول وحقوق الملكية والأرباح غير الموزعة في جانب الخصوم.

-طريقة سعر الصرف المؤقت: الحسابات التي تكون معرضة لخطر الصرف هي المخزون والإستثمارات 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.

الفرع الثالث: وضعية الصرف الإقتصادية

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

أولاً-تعريف وضعية الصرف الإقتصادية: يأخذ خطر الصرف الإقتصادي أيضا تسمية الخطر التشغيلي أو خطر القدرة التنافسية¹، ويتم تقديره باستخدام وضعية الصرف الإقتصادية التي تهم 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 للمؤسسة². 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% فالعلاقة كانت عكسية³.

ثانياً-طريقة تحديد وضعية الصرف الإقتصادية: من التعريف السابق لوضعية الصرف الإقتصادية، يمكن أن نلتزم بأن العمليات التي تدرج في هذه الوضعية تتمثل في التدفقات النقدية المسجلة في محاسبة المؤسسة،

¹ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, *op.cit*, p287.

² Kent D. Miller and Jeffrey J. Reuer : "Asymmetric Corporate Exposures To Foreign Exchange Rate Changes", Strategic Management Journal, volume19 ,Issue12, John Wiley & Sons, Ltd, 1998, p1184. Available on Purdue University website, <http://docs.lib.purdue.edu/ciberwp/103> , accessed February 08, 2012.

³ Jongmoo Jay Choi and Anita Mehra Prasa : "Exchange Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm and Industry Analysis of U.S", Multinationals Financial Management, Vol.24, No.3, Autumn 1995, p87.

المعاملات المتوقعة، وأيضا التأثيرات النقدية على القيمة الإجمالية للمؤسسة. والصيغة العامة التي تسمح بحساب هذه القيمة هي¹:

$$VF = \sum_{t=1}^n \left[\frac{CF_{EUR}}{(1+r_{EUR})^t} + \frac{CF_{USD}}{(1+r_{USD})^t} USD/EUR_t + \frac{CF_{GBP}}{(1+r_{GBP})^t} GBP/EUR_t + \dots \right]$$

حيث أن:

VF القيمة الإجمالية للمؤسسة؛

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

r_{EUR} معدل الفائدة على اليورو؛

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

r_{GBP} r_{USD} 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 الإقتصادية، يستعين المختصون بالطرق الإحصائية، ويجاولون تحديد العلاقة

التي تربط قيمة الشركة بالعملة المرجعية والتغيرات في أسعار الصرف، على شاكلة النموذج التالي:²

$$\frac{\Delta V}{V} = a + b \frac{\Delta S}{S} + \varepsilon$$

حيث أن:

V هي قيمة الشركة؛

ΔV التغير في قيمة الشركة؛

a الثابت؛

b معامل الانحدار؛

S سعر صرف العملة الأجنبية المتوقع مقابل العملة المحلية؛

ΔS التغيرات في سعر الصرف؛

ε أخطاء النموذج *résidue*.

المطلب الثاني: قياس خطر الصرف

تحدد وضعية صرف المبالغ المعرضة لخطر الصرف، وتسمح لمدير المخاطر بتحديد مصدر هذا الخطر،

إلا أنها لا تعتبر تقييما جيدا لدرجة الخطر الذي يهدده على أساس أنها تحمل أحد أهم عوامل خطر الصرف

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

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

والمتمثل في تقلبات أسعار الصرف. على أساس ما سبق، ولتقييم الخطر بطريقة جيدة تسمح لمدير المخاطر بتسطير منهجية واضحة للتعامل مع الخطر واستخدام الأدوات الملائمة للتخفيف من وطأته، يجب تقدير كل من الحجم المحتمل للخسارة واحتمال وقوع الحدث.

ومن الأدوات التي تسمح لنا بذلك نجد تقنيات التنبؤ بأسعار الصرف، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف والقيمة المعرضة للخطر. وعلى أساس أننا تطرقنا لتقنيات التنبؤ في الفصل السابق، سنقتصر في هذه النقطة على دراسة العناصر المتبقية ونقصد بذلك الانحراف المعياري، معامل الاختلاف والقيمة المعرضة للخطر.

الفرع الأول: الانحراف المعياري

يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت وأفضل أداة لقياس المخاطرة ويعرف بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويسمح لنا بتحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة. ويمكن حساب الانحراف المعياري وفقا للصيغة التالية¹.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{I}^T (R_t - \bar{R})^2 / (T - 1)}$$

حيث أن:

σ هو الانحراف المعياري؛

R_t العائد في الفترة t ؛

\bar{R} متوسط العوائد؛

T الفترة.

ويمكن تفسير إنحراف معياري كبير بالنسبة لسعر صرف معين على أن هناك تشتت كبير ما بين أسعار الصرف ووسطها الحسابي (متوسط العوائد)، وبالتالي هناك تقلبات كبيرة، وهو ما يعني زيادة حدة الخطر، والعكس عند انخفاض نسبة الانحراف المعياري.

¹ أحمد طرطار وشوقي جباري: "إدارة مخاطر المحفظة المالية"، الملتقى الوطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و22 أكتوبر 2012، ص6.

الفرع الثاني: معامل الاختلاف

يمكن حساب معامل الإختلاف بقسمة الإنحراف المعياري على الوسط الحسابي:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} * 100$$

يعتبر معامل الإختلاف مقياساً للتباين النسبي، والإعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكل عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها. والقاعدة أن تسجيل معامل إختلاف مرتفع يعني زيادة الخطر وتسجيل معامل إختلاف منخفض يعني خطر أقل.

الفرع الثالث: القيمة المعرضة للخطر

يعتبر البنك الأمريكي JP Morgan أول من استخدم القيمة المعرضة للخطر ضمن نظامه Risk Metrics ووضع لها طرق للتقدير في بداية تسعينات القرن الماضي لتقييم وقياس مخاطر السوق التي يتعرض لها، ثم زاد مجال استخدامها بعد نجاح هذا النظام، لتشمل معظم المخاطر. ونتيجة لأهمية هذه الطريقة مقررات بازل2 في سنة 2004 توجيهات للبنوك باعتماد القيمة المعرضة للخطر أو طريقة أخرى مشابهة لها، لتقدير المخاطر لديها.

أولاً-تعريف القيمة المعرضة للخطر إصطلاحاً: يكمن سر نجاح القيمة المعرضة للخطر في كونها على عكس الطرق القياسية الأخرى، قادرة على تلخيص المخاطر المؤثرة على حافظة مالية أو وضعية ما في رقم واحد وسهل التفسير، أو انها تحاول أن تحدد بشكل كمي، في مجال ثقة محدد (عادة 95 أو 99%) الخسائر المحتملة أن تصيب وضعية منعزلة محددة، حافظة مالية، أو الوضعية الإجمالية للبنك خلال فترة قصيرة (عادة لا تتعدى 10 أيام بالنسبة لمخاطر السوق وسنة بالنسبة لمخاطر القروض)¹.

وقبل اعتماد تسمية القيمة المعرضة للخطر استخدمت مصطلحات متعددة، مثل الدولار المعرض للخطر، ورأس المال المعرض للخطر والعوائد المعرضة للخطر إلا أن كل هذه التسميات لم تتمكن من التعبير عن مدلول الطريقة والوعاء الذي تطبق عليه، لهذا أصبحت التسمية الأولى هي الأكثر قبولاً واستخداماً. ويمكن تعريف القيمة المعرضة للخطر بأنها الخسارة القصوى التي لا يمكن تجاوزها عند مجال ثقة معينة إذا حافظت المحفظة المالية قد أبقت على نفس التشكيلة².

¹ Roland Portait et Patrice Poncet : "Finance de marché, instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques", 3^{ème} édition, Dalloz, Paris, France, 2012, p886.

² Carol Alexander : " Value- At- risk Models", John Wiley and Sons ltd, London, United Kingdom, 2008, p13.

كما يمكن تعريفها بأنها الخسائر القصوى التي يمكن أن تصيب حافظة مالية معينة خلال فترة زمنية محددة ضمن مستوى احتمالي معين¹.

ومما سبق يمكن إستنتاج ما يلي:

- القيمة المعرضة للخطر تهتم بالخسائر دون الأرباح؛
- يمكن أن تستخدم القيمة المعرضة للخطر لتقدير الخطر في وضعية واحدة أو في حافظة مالية أو لمؤسسة أو لبنك؛
- القيمة المعرضة للخطر هي عبارة عن مبلغ محدد واحد يتم حسابه ليعبر عن الخسائر القصوى المتوقعة؛
- القيمة المعرضة للخطر ترتبط بمستوى احتمالية معين أو بمجال ثقة تتمتع ضمنه القيمة المحسوبة بمعنوية إحصائية، ويعبر عن المستوى الإحتمالي ب الرمز α ويأخذ عادة إما 95% أو 99%؛
- القيمة المعرضة للخطر ترتبط بمدى زمني معين تحسب ضمنه، ومن أكثر المدد استخداما نجد القيمة المعرضة للخطر ليوم ولعشرة أيام. ورغم أن الفترتين السابقتين هما الأكثر استخداما، إلا أن ذلك لا ينفي إمكانية حساب هذه القيمة لفترات أطول، فالمدة تتحدد بالأساس تماشيا مع متطلبات المستثمر، ومع طبيعة الأصل المعرض للخطر؛
- من الملاحظتين السابقتين نستنتج أن القيمة المعرضة للخطر ترتبط بمعلمتين الأولى هي الفترة الزمنية والثانية مستوى الدلالة، فإذا ما قمنا بتثبيت الزمن يمكننا حساب العديد من القيم في مستويات دلالة مختلفة، والعكس أيضا يعتبر صحيح حيث أنه بتثبيت مستوى الدلالة يمكننا تقدير قيم مختلفة بدلالة الفترة الزمنية. أي أنه يمكن حساب القيمة المعرضة للخطر ليوم، أسبوع أو عشرة أيام بمستوى دلالة 5% مثلا؛
- يمكن استخدام القيمة المعرضة للخطر للمقارنة بين درجة المخاطرة فيما بين محافظ مالية مختلفة أو وضعيات مختلفة بشرط أن تكون القيم المقدرة مشتركة في المعلمتين التي تم تحديدهما في النقطة السابقة أي الإحتمال والزمن؛
- الحافظة المالية (أو الوضعية) هي الوعاء الذي تستند عليه القيمة المعرضة للخطر لتحديد الخسائر القصوى المتوقعة، لهذا يفترض في هذا الوعاء أن يبقى ثابتا من حيث الأصول التي يتشكل منها والمبلغ الإبتدائي للوضعية خلال الفترة المشمولة بالحساب. واشتراط ثبات تشكيلة الحافظة يفسر لنا الفترة الزمنية القصيرة نسبيا التي تحسب فيها هذه القيمة، فعادة المستثمرين لا يحتفظون لفترات طويلة بنفس الحافظة.

¹ Marios Neroupos and others : " Risk Management in Emerging Markets: Practical Methodologies and Empirical Tests", Multinational Finance Journal, vol 10, N° 3/4, 2006, p195.

ويرمز للقيمة عند الخطر بالصيغة التالية:

$$VaR(h, p)$$

حيث أن:

h هو المدة الزمنية؛

p هو الاحتمال أو مجال الثقة.

فعلى سبيل التوضيح، إذا كانت h هي يوم واحد و p 95% فإن القيمة عند الخطر تكتب بالشكل التالي:

$$VaR(1,0.95) = X$$

وتقرأ قيمة الخسارة الممكنة تحقيقها خلال يوم واحد وباحتمالية تحقق مساوية ل 95% هي X .

وما تجدر الإشارة إليه في هذا الجانب أن القيمة المعرضة للخطر تحسب على أساس سلسلة العوائد، وهذه الأخيرة تحسب على أساس سلسلة الأسعار التاريخية. وتحسب العوائد عن طريق العائد الحسابي أو العائد اللوغاريتمي الطبيعي. وتفضل الطريقة الثانية عن الأولى خصوصاً عندما يتعلق الأمر بسلسلة زمنية مالية، لما لها من مزايا إحصائية تتلاءم وطبيعة هذه السلاسل الزمنية.

واستناداً إلى أن العوائد قد تأخذ قيم موجبة أو سالبة، يمكن القول بدون تعميم أن القيم السالبة تعبر عن الخسائر والقيم الموجبة تعبر عن الأرباح، واهتمام القيمة المعرضة للخطر ينصب على الجانب السلبي من الخطر أي الخسائر.

ثانياً- المفهوم الرياضي للقيمة المعرضة للخطر: كما تم ذكره سابقاً يفضل التعامل باللوغاريتم الطبيعي لأسعار سلسلة زمنية مالية عوض التعامل بالأسعار بشكلها الطبيعي، هذه القاعدة تنطبق أيضاً عند حساب القيمة المعرضة للخطر. ويعبر اللوغاريتم الطبيعي عن التغيرات التي تحدث في الأسعار أو بمعنى آخر عن العوائد ويحسب بالطريقة التالية²:

$$r_i = L_n P_i - L_n P_{i-1} = L_n \left(\frac{P_i}{P_{i-1}} \right)$$

حيث أن:

r_i العوائد؛

L_n هو اللوغاريتم الطبيعي؛

P_i سعر الصرف الحالي؛

P_{i-1} سعر الصرف السابق.

² Pierre Claus : "Gestion de portefeuille, une approche quantitative", édition Dunod, Paris, France, 2011, p64.

وتأخذ العوائد ثلاثة قيم:

القيمة الموجبة عندما تكون $P_i > P_{i-1}$ وهي غالبا تعبر عن الأرباح G_h ؛

القيمة السالبة عندما تكون $P_i < P_{i-1}$ وهي تعبر عن الخسائر ونرمز لها بالرمز L_h ؛

القيمة المعدومة ونحصل عليها عندما يكون $P_i = P_{i-1}$ و تعبر عن انعدام العوائد.

ويتم تقييم خطر الخسارة باستخدام التوزيع الإحتمالي للخسائر L_h فإذا رمزنا للعوائد ب R_t ولدالة التوزيع ب F_{R_t} نحصل على:

$$F_L(R_t) = \text{Proba}(L_h \leq R_t)$$

و لحساب القيمة المعرضة للخطر نستخدم مقاييس الموضع *les mesures de position* أو *les morceaux* *quantiles* والتي يرمز لها عادة بالرمز Q ، هذا يعني أن القيمة المعرضة للخطر هي عبارة ببساطة عن رتبة مجزئة معينة عند مستوى دلالة معين أي:

$$\text{VaR}=p\text{-quantile}$$

بعبارة أخرى وفي حالة المتغير المتصل فإن القيمة عند الخطر تقابل احتمال أن تكون الخسائر أقل من أو يساوي القيمة المقابلة لمجزئة بعد ترتيب المشاهدات ترتيبا تصاعديا.

وإعتامادا على ذلك يمكن التعبير عن القيمة المعرضة للخطر إحصائيا بالطريقتين التاليتين¹:

$$\text{Proba}(L_h \leq \text{VaR}(h, p)) = P \dots \dots \dots (1)$$

أو

$$\text{Proba}(L_h \geq \text{VaR}(h, p)) = 1 - P \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

Proba الاحتمال؛

L_h الخسائر؛

h المدة الزمنية؛

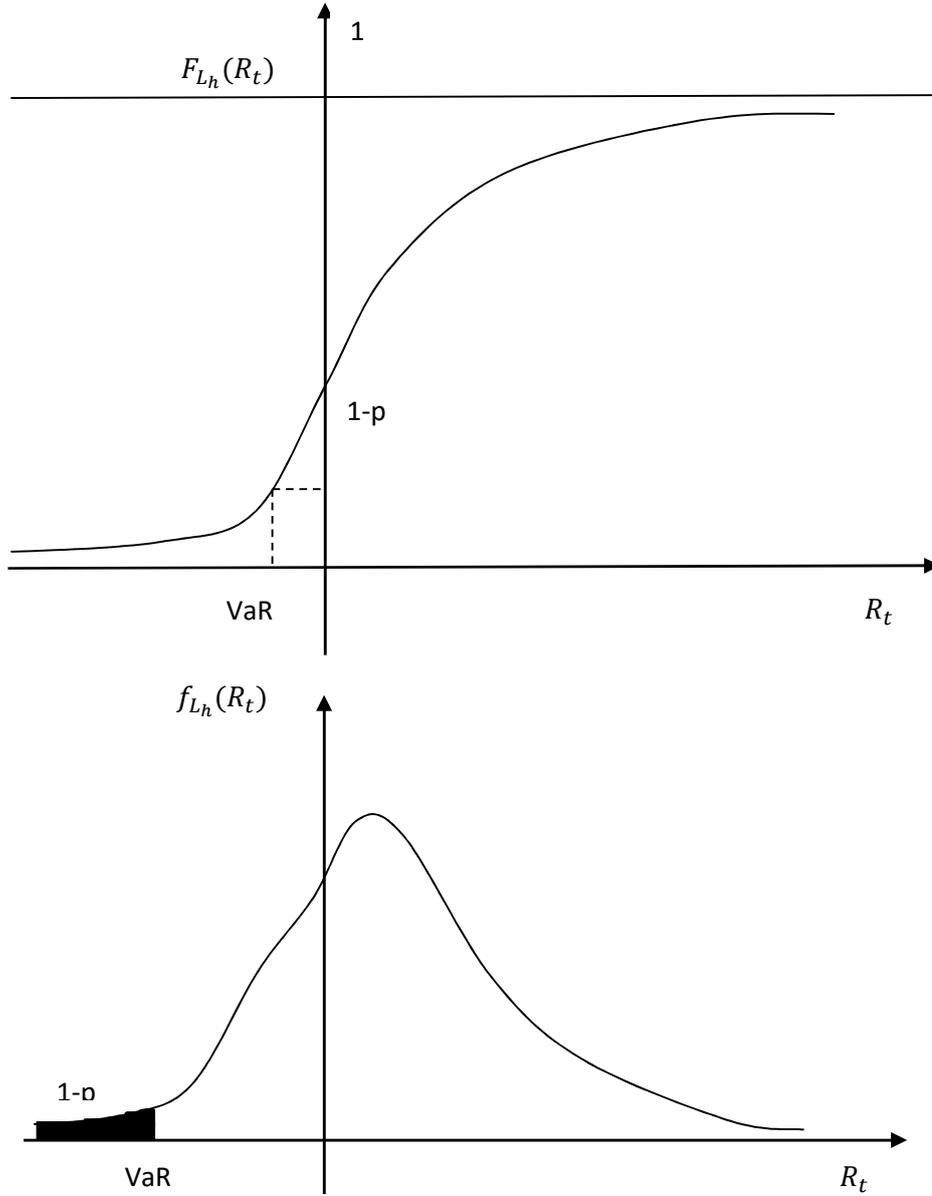
p مستوى الدلالة.

تختلف الصيغتين السابقتين من حيث أن الأولى تشير إلى احتمال p بأن يكون مبلغ الخسائر خلال الفترة h القادمة أقل من أو يساوي القيمة عند الخطر، بينما الثانية تشير إلى أن هناك احتمال $p-1$ بأن تكون الخسائر أكبر من أو تساوي القيمة عند الخطر.

وتعتبر الصيغة الثانية الأكثر استخداما في حساب القيمة المعرضة للخطر لأنها تتعلق بتحديد الخسائر القصوى المحتملة، وهو صميم ما تبحث عنه القيمة المعرضة للخطر. واعتمادا على هذه الصيغة يمكن تمثيل القيمة المعرضة للخطر من خلال دالة توزيع ودالة الكثافة المتغير العشوائي (L_h الخسائر) وفقا للشكل التالي:

¹ Roland Portait et Patrice Poncet, *op.cit*, p889.

الشكل رقم (18): تحديد القيمة المعرضة للخطر انطلاقا من دالة التوزيع ودالة الكثافة



Source : Louis Esch et autres : "Asset and Risk Management, la Finance Orientée Risques",
1^{ère} édition, de Boeck, Bruxelles, 2003, p 231.

الشكل يوضح بياناً القيمة المعرضة للخطر ويحصرها في المنطقة الملونة بالأسود عند مستوى دلالة $1-p$. حيث أن الذيل الأيسر (اللون بالأسود) يمثل مقدار الخسارة بمستوى دلالة $1-p$. كما سبق وأن ذكرنا تمثل لنا المتغير العشوائي (العوائد)، والذي يكون إما موجبا، سالبا أو معدوماً. ومن خلال العلاقة رقم 2 يمكن كتابة القيمة المعرضة للخطر بالصيغة التالية:

$$VaR(h, p) = F_L^{-1}(p)$$

وتجدر الإشارة إلى أن القيمة المعرضة للخطر في علاقة عكسية مع p ، فمن خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة المعرضة للخطر تزيد كلما انخفضت P (أي زادت $1-P$)، كما أن هذه القيمة في علاقة طردية مع الزمن h ، وهو ما يتماشى مع زيادة حالة عدم اليقين مع زيادة الزمن.

المطلب الثالث: تقدير حساسية وضعية الشركات لتغيرات أسعار الصرف

بعد أن يقوم مدير المخاطر بحساب وضعية الصرف وحصر الخطر ضمن معلمتي حجم التغير واحتمال الحدوث يكون لديه تصور جيد لدرجة الخطر الذي يهدد المؤسسة، وحتى يتمكن من إبقاء هذا الخطر ضمن فئة المخاطر المقبولة، يجب أن يقوم بدراسات الحساسية من خلال وضع بعض السيناريوهات التي يتغير فيها سعر الصرف صعودا ونزولا بنسبة معينة ومحددة (5 أو 10%) وتحديد الأرباح والخسائر التي تنتج عن ذلك. ولفهم كيفية القيام بدراسات الحساسية نعطي مثال رقمي حول وضعية المؤسسة س في فترة زمنية معينة كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (13): تقدير حساسية وضعية صرف الشركة س لتغير في سعر الصرف بـ 5%

ألف وحدة

الين الياباني		الدولار الأمريكي		العملات
سعر الصرف	المبالغ	سعر الصرف	المبالغ	
120,0	12 000	1,079	1 525	تصدير
125,0	53 000	1,036	4 337	زبائن
122,0	2 500	1,067	235	أخرى
124,0	67 500	1,048	6 097	الوضعية التجارية
119,7	(37 500)	1,133	934	رصيد في البنك
130	(110 000)	1,025	(5 200)	البيع الأجل
127,2	(147 500)	1,002	(4 266)	الوضعية المالية (تتضمن عمليات التحوط)
130	(80 000)	1,155	1 831	وضعية الصفقة الصافية
136,0		1,145		سعر الصرف في Y / X
118,8		1,000		مقابل الدولار
127,2	(80 000)	1,155	1 831	الوضعية الاجمالية
	-4		+109	حساسية الوضعية لتغير بـ +5% في سعر الصرف
	+55		-51	حساسية الوضعية لتغير بـ -5% في سعر الصرف

Source: Hubert de la Bruslerie : "Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques", 3^{ème} edition, Dunod, Paris, 2012, p410.

يعرض الجدول وضعية صرف الشركة س بالدولار والين الياباني، ومن خلال هذه البيانات نلاحظ أنها في وضعية طويلة بـ 1,831 بليون دولار وفي وضعية قصيرة بـ 80 بليون ين. سعر الصرف المتوسط المرجح

المقابل للوضعية الاجمالية يقدر بـ 1,155 دولار لكل واحد يورو وبـ 127,2 ين لكل واحد يورو، وتم حساب سعر صرف الدولار مقابل اليورو بالكيفية التالية¹:

- حساب متوسط سعر صرف المرجح للمعاملات التجارية:

$$\frac{(1\ 525 * 1,079) + (4\ 337 * 1,036) + (235 * 1,067)}{6097} = 1,048$$

- حساب متوسط سعر الصرف المرجح للمعاملات المالية:

$$\frac{(934 * 1,133) + (-5\ 200 * 1,025)}{-4\ 266} = 1,002$$

- حساب سعر الصرف المرجح للوضعية الاجمالية:

$$\frac{(6\ 067 * 1,048) + (-4\ 266 * 1,002)}{1\ 831} = 1,155$$

وبنفس الطريقة نحصل على سعر صرف اليورو مقابل الين.

وتعتبر أسعار الصرف سالفة الذكر الأساس الذي تعتمد عليه الشركة لتقدير حساسية وضعية صرفها للتغيرات في أسعار الصرف. لحساب هذه الحساسية نأخذ بعين الإعتبار سعر الصرف الحاضر المسجل في اليوم والسعر المتوسط المرجح للوضعية الإجمالية. فعلى سبيل التوضيح، لدينا بالنسبة لوضعية الدولار سعر الصرف الحاضر يقدر بـ 1.145 والمتوسط المرجح للوضعية الإجمالية في نفس ذلك اليوم 1.155، وبالتالي تصبح حساسية هذه الوضعية لتغير سعر الصرف بنسبة 5% صعودا وهبوطا كالتالي:

- في حالة ارتفاع سعر الصرف بـ 5%: $109 = (1,164 * 1\ 831) - (1,05 * 1,145) * 1\ 831$

- في حالة انخفاض سعر الصرف بـ 5%: $51 = (1,164 * 1\ 831) - (0,95 * 1,145) * 1\ 831$

بنفس الطريقة يمكن حساب حساسية وضعية صرف لتغيرات سعر صرف اليورو مقابل الين. وتجدر الإشارة أن قياس حساسية وضعية صرف المؤسسة للتغيرات في أسعار الصرف تتم بشكل يومي ويتم من خلالها تحيين أسعار الصرف والمبالغ التي تؤثر على وضعية الصرف، وانطلاقا من الخسائر على وجه التحديد التي يتسبب فيها تغير سعر الصرف يمكننا الحكم على مدى متانة وضعية المؤسسة.

المبحث الثالث: التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف

من بين الحلول التي يمكن أن يستخدمها مدير المخاطر للتأثير على حدة خطر الصرف، نجد التقنيات الداخلية التي تعني استخدام الإمكانيات الداخلية لتقليل المبالغ المعرضة لخطر الصرف أو للحصول على خطر مقبول من حيث الإحتمال، التوقعات والمبالغ. فاستخدام التقنيات الداخلية يؤدي أولا إلى تقليل المبالغ المعرضة لخطر الصرف أي وضعية الصرف، ويتم الوصول إلى هذا الهدف بعد وضع آلية نظام المقاصة، وثانيا التأثير على

¹ Hubert de la Bruslerie : "Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques", 3^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2012, p410.

نوعية الخطر من خلال إختيار العملة المناسبة. وثالثا قد تسمح تقنيات التحوط الداخلية من الإستفادة من تغيرات أسعار الصرف الملائمة لتحقيق مكاسب صرف للمؤسسة بفضل تقنية تسيير آجال التسوية.

المطلب الأول: إختيار عملة تحرير الفاتورة

تبدأ المعاملات التجارية عادة بمرحلة المفاوضات للإتفاق على بنود وشروط العقد التجاري، ومن بين القضايا التي يتم تناولها إختيار عملة تحرير الفاتورة. ونتيجة لارتباط خطر الصرف وشدته بقيمة العملة الأجنبية، نجد أن مدير المخاطر يولي هذه الأخيرة أهمية قصوى للحصول على خطر مقبول تسهل إدارته. وقبل التطرق إلى معايير إختيار عملة دون غيرها يجب الإشارة إلى مختلف العملات التي يمكن مصادفتها في عقد تجاري دولي ثم التعرف على مزايا إختيار العملة المحلية في تحرير فاتورة المعاملة التجارية في الخارج.

الفرع الأول: أنواع العملات في المعاملات الدولية

يتضمن العقد التجاري عادة ثلاث أنواع من العملات¹:

أولا- عملة الحساب: وهي تلك العملة التي تستخدم في تحديد السعر وغالبا ما تكون الدولار الأمريكي الجنيه الإسترليني أو اليورو أو الين أو تكون العملة المحلية للبائع، ويعتبر الدولار عملة الحساب الرئيسية في المعاملات الدولية الخاصة²، وفي تحديد قيمة العديد من المنتجات مثل بعض المواد الأولية كالنفط والمعادن وبعض المنتجات الزراعية كالقمح والبن والسكر.

ثانيا- عملة تحرير الفاتورة: وهي العملة التي يتم على أساسها تحرير الفاتورة ويتم تحديدها بالاتفاق ما بين المشتري والبائع وغالبا ما تكون العملة المحلية لأحد الطرفين. ففي سنة 2004 استخدم الدولار في تحرير فواتير أكثر من نصف صادرات العالم يليه اليورو بـ 25% ثم الين بنسبة 5%، ويرجع السبب في استخدام ثلاث عملات رئيسية في فترة أكثر من 80% من التجارة الدولية إلى ثلاث عوامل رئيسية³:

- إرتفاع تكاليف المعاملات في سوق الصرف بالنسبة للعملات الأخرى؛
- قابلية التحويل التي لا تتمتع بها الكثير من العملات؛
- الاستقرار المتوقع للعملة.

ثالثا- عملة التسوية: وهي العملة التي يتم بها التسديد أو التحصيل.

وقد تختلف هذه العملات في نفس العقد لأسباب مختلفة كأن يقوم مثلا مصدر إيطالي بحساب سعر البيع بالدولار، تحرير الفاتورة بالفرنك السويسري والتسوية باليورو، كما قد تستخدم نفس العملة في العقد التجاري الواحد كعملة حساب، وتحرير الفاتورة والتسديد.

¹ Josette Peyrard, *Gestion financière, op.cit*, p57.

² Gérard-Marie Henry, *op.cit*, p98.

³ *ibid*, p98.

الفرع الثاني: المفاضلة بين العملة المحلية والعملية الأجنبية

عندما تجد المؤسسة نفسها أمام خيار فرض عملتها المحلية أو قبول عملة أجنبية لتحرير فاتورة مبيعاتها ومشترياتها ل/ومن الخارج، غالبا ما تختار عملتها المحلية. وينتج عن ذلك استبعاد خطر الصرف، وهي ميزة في غاية الأهمية خصوصا بالنسبة للمؤسسات التي لا تملك (أو لا ترغب) في أن يكون في هيكلها الإداري والتنظيمي جهة مكلفة بإدارة خطر الصرف بسبب ضعف العمليات والمعاملات بالعملية الأجنبية. غير أن لهذا الإختيار بعض المآخذ:

- إمكانية فقدان المؤسسة لجزء من أسواقها¹: إن إصرار المؤسسة على فرض العملة المحلية في كل المعاملات يعني تحويل الخطر إلى الجهة المتعامل معها، وهو ما لا يتم قبوله في كل الحالات، ولدى كل المتعاملين.

- إمكانية فقدان مكاسب نقدية أو ميزة تنافسية: إن اختيار العملة المحلية بدون دراسة البدائل الممكنة الأخرى، يجعل المؤسسة تفقد مكاسب نقدية محتملة وميزة تنافسية. فالمعاملات الآجلة كما سيتم التطرق إليه تأخذ بمعدلات الفائدة للعملتين لتحديد الأسعار التي يتم على أساسها التعامل، مما يجعل المؤسسة نتيجة لإصرارها على تحرير الفاتورة بالعملية المحلية، لا تستفيد من الفرق بين سعر الصرف الآجل والحاضر (خصم التأجيل أو علاوة التقديم)*، وقد تكون هذه الخسائر في صورتين:

- الصورة الأولى: تتمثل في تحصيل مبلغ أكبر أو دفع مبلغ أقل لو أن المؤسسة تحوطت في سوق الصرف الآجل، فعلى سبيل التوضيح نأخذ كمثال مؤسسة جزائرية تود تصدير ما قيمته 1 000 000 دج إلى تونس وكانت الأسعار في سوق الصرف الحاضر والآجل على التوالي:

$$\text{TND/DZD}=2$$

$$\text{TND/DZD}=2.06$$

فإذا ما قررت المؤسسة الجزائرية استخدام العملة المحلية في هذه المبيعات، فسوف تفقد مبلغ 30 000 دج الذي كانت ستستفيد منه لو أنها استخدمت الدينار التونسي (50 000 دينار تونسي) وتحوطت في سوق الصرف الآجل (1 030 000 دج).

- الصورة الثانية: حيث يمكن استخدام المبلغ الإضافي لتعزيز مكانتها في السوق عن طريق تخفيض الأسعار. في حالة المثال السابق من الممكن أن يكون المبلغ الذي يدفعه المستورد التونسي هو 485 437 دينار تونسي عوض 500 000 دينار تونسي.

- ثالثا: المآخذ الثالث يرتبط بحالة كون العملة نادرة الاستخدام في بلد المستورد مما يجعل فترة الترحيل والتوطين أطول عن استخدام عملة أخرى وما يترتب عن ذلك من تكاليف إضافية على خزينة المؤسسة.

¹ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, *op.cit*, p290.

* سيتم التطرق لهذه النقطة في المبحث القادم.

وبعيدا عن الحالات التي تكون فيها المؤسسة مخيرة بين العملة المحلية والعملية الأجنبية، فإن هناك حالات تكون فيها مجبرة على استعمال العملة الأجنبية وتنتج عن¹:

- القدرة التفاوضية الضعيفة؛
- طبيعة تسعير بعض المواد الأولية والزراعية وحتى الصناعية التي تعتمد على الدولار؛
- العملة المرجعية قد تكون غير قابلة للتحويل، أو لا يتم تداولها في الأسواق الآجلة والمشتقة للعملاء والزبائن.

مما سبق يتبين لنا أن المؤسسة تتحمل خطر الصرف إراديا أو اضطراريا وفي كلتا الحالتين ستجد نفسها أمام سؤال آخر، أي عملة أجنبية تختار؟

الفرع الثالث: معايير اختيار العملة الأجنبية

إن تأثير تغيرات أسعار الصرف يختلف حسب وضعية صرف المؤسسة، فارتفاع سعر الصرف مثلا يؤدي إلى تحقيق مكاسب صرف لصاحب الوضعية الطويلة، وخسائر لصاحب الوضعية القصيرة. هذا الواقع جعل كل من المصدر والمستورد يتبنون معايير مختلفة لاختيار عملة تحرير الفاتورة. ورغم أن أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997 قد دفعت الكثيرين إلى التشكيك في جدوى اختيار عملة دون أخرى وفي المنفعة المرجوة من هذا الاختيار، ودعمت بذلك موقع أنصار التحوط من خطر الصرف مهما كانت العملة والرقعة الجغرافية²، إلا أن اعتماد هذه المعايير يجد ما يبرره في الحالات الطبيعية لأسواق الصرف.

أولا-معايير اختيار العملة الأجنبية عند المصدرين: يعتمد مدير المخاطر على عدة معايير لاختيار عملة تحرير الفاتورة كقوة العملة ومعدل الفائدة المطبق عليها إلى جانب طبيعة العملات المستخدمة في الواردات، مع محاولة تقليص عدد العملات المتعامل بها حتى تسهل عملية الإدارة.

أ-عملة قوية: عرف G.La fay العملة القوية بأنها كل عملة ينتج عن حيازتها إمكانية الحصول على عدد أكبر من السلع والخدمات³ أما M.Louvet و G.Dagonet فيعرفانها بأنها كل عملة قابلة للتحويل ومستخدمة كثيرا في التسوية الدولية ويتم تداولها في سوق الصرف الآجل⁴.

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 يركز عليها لاختيار أو استبعاد عملة معينة.

¹ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, *op.cit*, p290.

² G.M.F : "Le risque client à l'international et le risque de change", Revue Française de comptabilité, Novembre 1997, N° 294, p8.

³ Gerard La Fay : "Comprendre la mondialisation", 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 1997, p62.

⁴ G.Dagonet et M.Louvet, *op.cit*, p129.

ب-معدل فائدة منخفض: يحاول المصدر أن يختار عملة ذات معدل فائدة منخفض مقارنة بعملته المحلية لسببين رئيسيين: الأول يتمثل في الاستفادة من علاوة التقديم عند قيامه بعملية التحوط، والثاني الحصول على تمويل بأدنى تكلفة (التسبيقات بالعملة الأجنبية)¹. كما يمكنه أن يستفيد من معدل الفائدة المتدني لتقوية عرضه وزيادة تنافسيته.

ج-المقاصة: يجب على الشركة أن تحاول تحرير فواتير صادراتها بنفس العملة أو العملات المستخدمة في الواردات، حتى يتمكن مدير المخاطر بعد ترتيب آجال الإستحقاق من استخدام إيرادات المؤسسة بعملة أجنبية معينة لتسوية دين بنفس العملة.

د-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 وأنجح.

ثانيا-معايير اختيار العملة الأجنبية عند المستوردين: نفس المعايير السابقة يأخذها المستورد لإختيار عملة تحرير الفاتورة.

أ-عملة قوية: قد يختار المستورد عملة قوية للإستفادة من إمكانيات التحوط وتنوعها، غير أنه في بعض الأحيان قد يختار عملة ضعيفة من أجل الإستفادة من انخفاض قيمتها والتي تعني بالنسبة له انخفاض المبلغ الذي سيدفعه بالعملة المحلية عند حلول الأجل.

ب-معدل فائدة مرتفع: يختار المستورد عملة يكون معدل فائدتها أعلى من معدل الفائدة على العملة المحلية للاستفادة من خصم التأجيل.

ج-المقاصة: يجب على المؤسسة أن تختار نفس العملات المستخدمة في فورة المبيعات للخارج.

د-عدد قليل من العملات: لا يختلف هذا العنصر عند المستورد والمصدر.

وكخلاصة لما سبق، يمكن القول أن إختيار عملة أجنبية مناسبة لفورة المبيعات والمشتريات يساهم في تقليل حدة خطر الصرف من خلال تقليص المبلغ المعرض لهذا الخطر بفضل نظام المقاصة. كما أن إختيار 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.

¹ Josette Peyrard, *Gestion financière, op.cit*, p60.

المطلب الثاني: الشروط الملحقه بالعقد التجاري

يمكن تعريف الشروط الملحقه بالعقد، بأنها تلك الشروط التي تسمح بتثبيت السعر بدلالة التغيرات التي تحدث في بعض المؤشرات أو الأحداث¹. ولا توجد قوالب جاهزة أو وصفات محددة للتطبيق عندما يتعلق الأمر بالشروط الملحقه بالعقد التجاري، فالأمر يبقى منوطا بما ينتج عن المفاوضات بين الطرفين. فكل طرف يحاول إدراج بعض الشروط، حتى يتفادى جزء من خطر الصرف أو كله. ولقد أسفرت ممارسات المؤسسات العديد من الأمثلة التي يمكن أن نذكر بعضها في النقاط التالية²:

- **شرط تكييف الأسعار بدلالة تقلبات سعر الصرف:** عندما تكون عملة الفاتورة مختلفة عن العملة المرجعية للمصدر، فإن هذا الأخير يقوم في بعض الحالات بإدراج شرط تكييف السعر على أساس التغير الحاصل في سعر الصرف عند التسوية. فإذا إرتفع أو إنخفض 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 النفق³ Clause d'indexation tunnel.

- **شرط اقتسام المخاطرة:** يتم وفقا لهذا الشرط اقتسام خسائر الصرف وقد تكون هذه القسمة عادلة أي بالمناصفة أو قد تكون بنسب مختلفة تحددها القوة التفاوضية للطرفين.

- **إدخال شرط الصرف في العقد:** يتم فرض هذا الشرط في عقد البيع، لتثبيت سعر التعادل ما بين عملتين أو تحديده ضمن عتبة معينة لا يجوز تعديها⁴. 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 الإستحقاق يختار أحد طرفي العقد العملة التي تستخدم للتسوية⁵. غير أن هذه الطريقة تعتبر

¹ Martine Massabie-Francois et Elisabeth Poulain : " **Lexique du commerce international**", édition Bréal, Paris, France, 2002, p50.

² سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص218.
^{*} على سبيل المثال إذا ما قام مصدر ألماني ببيع ما قيمته 700 مليون ين من المنتجات إلى اليابان مستحقة التحصيل بعد 3 أشهر، وكان سعر الصرف عند التعاقد JPY/EUR=0.85. عند حلول الأجل نفترض أن سعر الصرف أصبح JPY/EUR=0.82 في هذه الحالة يتحصل المصدر الألماني على مبلغ قدره 5.74 مليون يورو أي بانخفاض 210.000 يورو عن المبلغ المحسوب على أساس سعر الصرف المسجل عند التعاقد. أما في حالة قيام المصدر الألماني بإدراج شرط تكييف الأسعار بدلالة تقلبات سعر الصرف فسوف يحصل على نفس المبلغ المحدد عند التعاقد أي 5.95 يورو الفرق سيحمل على المستورد الياباني الذي سيدفع مبلغ 725.61 مليون ين عوض 700 مليون ين المبدئية. للمزيد من التوضيح

انظر. Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, **op.cit**, pp127-128.

³ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, **op.cit**, p290.

⁴ Martine Massabie-Francois et Elisabeth Poulain, **op.cit**, p50.

⁵ عبد الباسط وفا محمد، مرجع سبق ذكره، ص48.

قليلة الاستخدام بسبب التقلبات الحادة وعدم إتاحتها الإستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف، كما أنها لا توفر الحماية المثالية بسبب اشتراط ألا يلعب الشرط دوره، إلا إذا تجاوز الإنخفاض في سعر الصرف حدا معيناً متفق عليه في العقد¹.

المطلب الثالث: تسيير الآجال*

يمكن تسمية هذه التقنية أيضاً بأسلوب التعجيل والتلكؤ أو التباطؤ لارتباط المصطلح بتعديل الشروط الائتمانية السارية بين الشركات. فالتعجيل يقصد به سداد الإلتزام قبل تاريخ استحقاقه، أما التباطؤ فهو سداد الإلتزام بعد فترة من تاريخ استحقاقه. بمعنى آخر، التقنية تهتم بالفترة الزمنية التي ستسدد الفاتورة خلالها، وتمثل في مجموعة الإجراءات والقرارات التي يحاول من خلالها مدير المخاطر التأثير على آجال التسوية، بتغييرها وتعديلها من أجل الإستفادة من التغيرات في أسعار الصرف.

ويختلف سلوك مدير المخاطر وتباين ممارساته حسب الوضعية التي يكون فيها، والعمليات التي يود تعديل آجالها فقا للتغيرات المرتقبة في أسعار الصرف. وعموماً يمكن التمييز بين حالتين²، الحالة الأولى تتعلق بارتفاع قيمة العملة المحلية والحالة الثانية إنخفاض قيمتها حسبما يبينه الجدول الموالي:

الجدول رقم(14): تسيير الآجال حسب حالة سعر الصرف

الواردات	الصادرات	العملة المحلية مقابل عملة تحرير الفاتورة
تأجيل الدفع	تسريع التحصيل	عند الإرتفاع
تسريع الدفع	تأجيل التحصيل	عند الإنخفاض

المصدر: مريم أيت بارة ومحمد صاري: "تسيير خطر الصرف في المؤسسة الإقتصادية-دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة"، مجلة الباحث، عدد14، 2014، ص246.

إذا كانت التوقعات تشير إلى إنخفاض قيمة العملة المحلية فإن مدير المخاطر سوف يعجل مدفوعاته بالعملات الأجنبية ويؤخر مقبوضاته، أما إذا كانت تشير إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية فسوف يبطئ مدفوعاتها 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.

¹ Marie-Louisse Holier : "Le risque de change : ses techniques de gestion", Revue Banque, N°571, Juin 1996, p99.

* لقد اعتمدنا على تسيير الآجال لترجمة الكلمة الانجليزية leads and lags ونشير في هذا المقام إلى تعدد المصطلحات المستخدمة في اللغة الفرنسية للدلالة على هذه التقنية، فهناك من يستخدم الكلمة الانجليزية في حد ذاتها وهناك من اعتمد على كلمة termaillage التي تعني المضاربة التجارية، وهناك من استخدم كلمة avances et retards أو les termes de paiement، والأساس الذي اعتمدنا عليه في الترجمة هو فحوى العملية فهي في الأول والأخر عملية تسيير للآجال.

² سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص217.

المطلب الرابع: المقاصة

تعتبر المقاصة من بين الأساليب الأكثر تأثيراً على حجم التدفقات النقدية، وتتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق والإلتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر وبعملات متماثلة. وتأخذ المقاصة أشكالاً متنوعة:

الفرع الأول: المقاصة الداخلية

تكون المقاصة داخلية، عندما يتم استعمال المقبوضات بالعملة الأجنبية لتسوية الإلتزامات أو المدفوعات من نفس العملة ولنفس الآجال، بدون الحاجة لإشراك جهة أخرى في العملية¹. 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 تجنب المؤسسة تهديدات تقلبات أسعار الصرف من خلال تخفيض المبالغ المعرضة لهذا الخطر.

يجب على مدير المخاطر الذي يرغب في استعمال المقاصة الداخلية يجب أن يُوفّر لها الشروط الموضوعية من خلال استعمال نفس العملات في عمليات التصدير والإستيراد، ومحاولة مطابقة تواريخ الإستحقاق للعمليات المتقابلة، بحيث تقوم بمنح مدد للإئتمان التجاري مساوية مع تلك المدد التي تحصلت عليها من مورديها.

الفرع الثاني: المقاصة الثنائية

تعتبر المقاصة ثنائية عندما تحدث بين مؤسستين تربط بينهما علاقات تجارية متبادلة، ويمكن أن تتم هذه التقنية بطرق طبيعية إذا كان زمن العمليات وتواريخ الدفع متماثلة، أو تتم بواسطة إيداع عملات أو تسليف إذا كان هناك تفاوت في المدد وتواريخ الدفع². ولتوضيح ما سبق، نفترض أن مؤسسة فرنسية قامت بتصدير ما قيمته واحد مليون جنيه من السلع لفرعها في إنجلترا، واستوردت منه ما قيمته 1.3 مليون جنيه إسترليني. بدون مقاصة تدفع المؤسسة الأم مليون جنيه والفرع 1.3 مليون جنيه، أما إذا كان هناك نظام مقاصة بينهما فإن الفرع يدفع 0.3 مليون جنيه، وهي القيمة التي تمثل الفرق بين المبلغين. ويحقق نظام المقاصة العديد من المزايا³ مثل تقليص المبالغ المعرضة لمخاطر الصرف، تجنب العمولات المختلفة وإجراء تحويل (بالمثل) للقيم المتوازنة.

¹ نفس المرجع، ص 219.

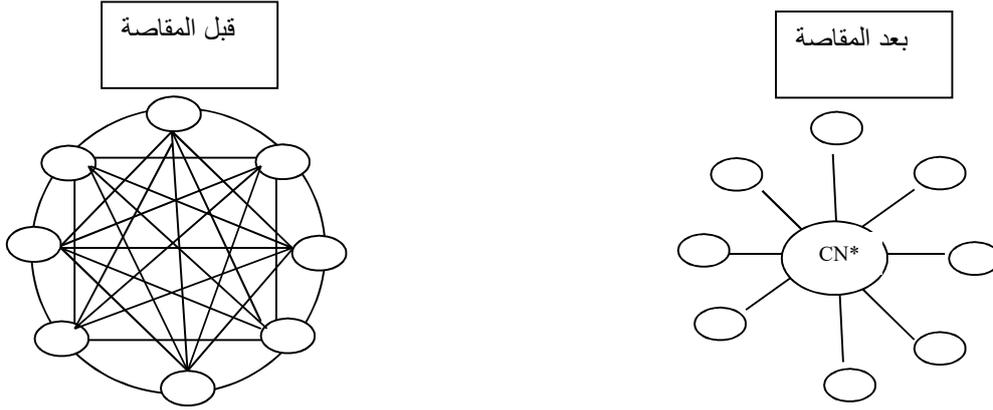
² عبد الباسط وفاء: "دراسات في مشكلات التجارة الخارجية"، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص 170.

³ Marc Gaugain : "Gestion de la trésorerie", 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2007, p 220.

الفرع الثالث: المقاصة متعددة الأطراف

يتم إنشاء نظام المقاصة متعدد الأطراف أو الجماعي بين مجموعة من المؤسسات التي تتداخل المبادلة فيما بينها، غالبا ما تكون المؤسسة الأم وفروعها. ويمكن توضيح الدور الذي يلعبه نظام مقاصة مركزي في تقليص التدفقات النقدية في المجموعة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (19): تبسيط العلاقات والتدفقات النقدية في المقاصة متعددة الأطراف

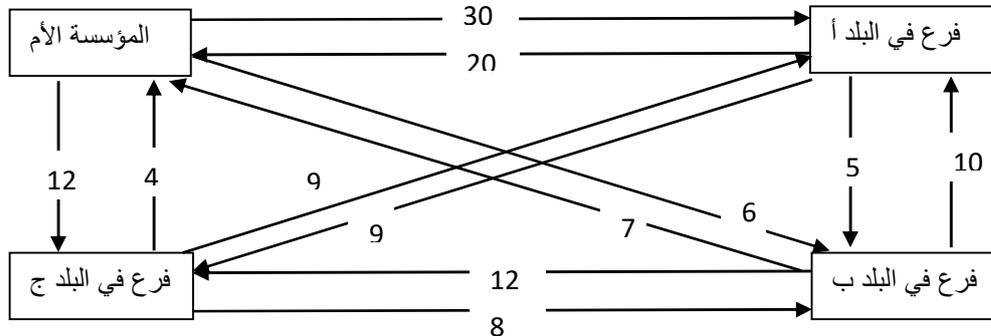


المصدر: عبد الباسط وفا محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها- أنواعها- أساليب تلافئها"، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص58.

من الشكل نلاحظ أن وجود مركز للمقاصة (CN) center netting يسمح بتقليص التدفقات النقدية البينية بحيث لا يتم تحويل إلا الرصيد. وبعبارة أخرى، لا يظهر بعد إجراء المقاصة إلا الرصيد الصافي لكل مؤسسة في مواجهة المؤسسات الأخرى داخل المجموعة¹.

لتوضيح الفكرة نفترض مؤسسة أم لها ثلاثة فروع في ثلاثة دول أ، ب، ج وكانت التزاماتهم البينية كالتالي:

الشكل رقم (20): حركة الأموال بدون مقاصة

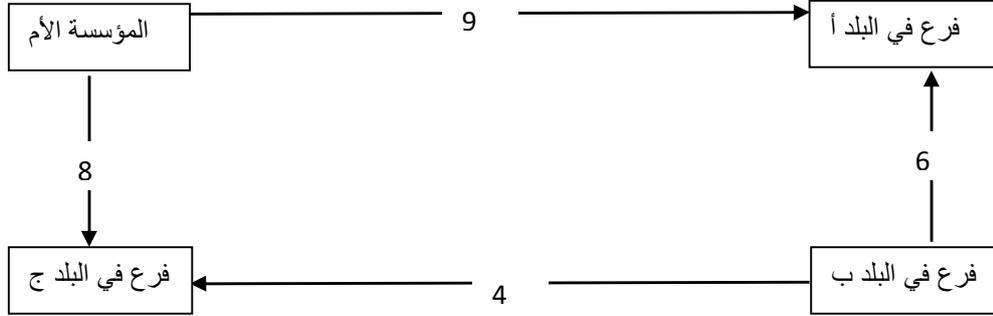


Source : Josette Peyrard : "Gestion financière internationale", 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 2003, p108.

¹ عبد الباسط وفا محمد، مرجع سبق ذكره، ص58.

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.

الشكل رقم(21): حركة الأموال بعد المقاصة



Source : Josette Peyrard : "Gestion financière internationale", 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 2003, p108.

من الشكل نلاحظ أن حجم المبالغ التي يتم تحويلها فيما بين المؤسسة الأم وفروعها تقلص بعد تطبيق نظام المقاصة من 132 ون إلى 27 ون، كما أن عدد التحويلات أصبح أربعة بعدما كان اثني عشر تحويلًا. فالمؤسسة الأم بعد تطبيق نظام المقاصة سوف تدفع 9 ون لفرع البلد أ و 8 ون لفرع البلد ج، فرع البلد ب سيدفع 6 ون لفرع البلد أ و 4 ون 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 أهمها¹:

- إنقاص العمولات التي تتحصل عليها البنوك من عملية تحويل المبالغ من جهة إلى أخرى؛
- إنقاص العمولات البنكية في عمليات الصرف؛
- الحصول على أحسن الأسعار خصوصًا إذا علمنا أن مركز المقاصة يعهد مهمة شراء العملة الأجنبية لجهة محددة وموحدة تتميز بحسن الأداء؛
- 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 الإستحقاقات المتبادلة، الأوضاع المتوقعة للعملة، وأن يهيئ المعلومات الكافية لتفادي أخطارها؛
- ورغم المزايا العديدة لهذا النظام، إلا أن تطبيقه يبقى متوقفًا على مدى قدرة المؤسسة على مطابقة مواعيد الإستحقاق وعلى ما يسمح به القانون في إطار تشريعات الصرف، حيث أن العديد من الدول تمنع مثل هذه العمليات².

¹ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat, **op.cit**, p380.

² سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص222.

المطلب الخامس: الخصم من أجل الدفع المسبق

يتلخص مفهوم الدفع المسبق في دفع جزء من مبلغ متعاقد عليه مسبقاً عن توريد بضاعة أو خدمة، أو القيام بتسديد جزء أو كل المبلغ المتعاقد عليه قبل أجل الإستحقاق ويحصل المستورد في الغالب على خصم نظير ذلك¹. ويسمح الدفع المسبق بإلغاء خطر الصرف على المبلغ المدفوع خصوصاً 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.

المبحث الرابع: التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف

رغم أهمية التقنيات الداخلية في إدارة خطر الصرف من خلال تأثيرها على هيكل وضعية صرف المؤسسة، إلا أنها غير كافية لحمايتها من تقلبات أسعار الصرف، لهذا يصبح الإستعانة بتقنيات أخرى أكثر من ضرورة. ولقد وجدت المؤسسات ضالتها في الأقسام المختلفة لسوق الصرف والمنتجات المتوفرة فيه. ويلاحظ أن أساليب التحوط المتوفرة في هذه الأسواق ليست متكافئة ولا متشابهة من حيث درجة الحماية التي توفرها للمؤسسة. فالبعض منها يعمل على ضمان سعر مستقبلي محدد، بينما البعض الآخر يجد من مخاطر ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة الأجنبية، ويقي على امكانية استفادة المؤسسة من التغيرات الملائمة في قيمة العملة. وتتقاطع هذه التقنيات، من حيث أنها تركز على استراتيجية أساسية، تتمثل في أن المتحوط سوف يخلق وضعية مالية *position financière* معاكسة للوضعية الابتدائية التي كان عليها، ومن ثم فإن الوضعية الطويلة ستقابل بوضعية قصيرة والعكس صحيح. وعلى أساس ما سبق يمكن تقسيم تقنيات التحوط الخارجية إلى أربعة أنواع رئيسية.

المطلب الأول: التحوط في سوق الصرف الآجل

تعتبر هذه الطريقة الأسلوب الأكثر استخداماً من قبل المؤسسات بسبب سهولة استخدامها ومرونتها مما يجعلها منتجاً على مقاس المؤسسات. وقبل التطرق لكيفية استخدام الصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف، سنقوم بالتعريف بهذه التقنية وبالسوق الذي يتم فيه تداولها.

¹ العاطف عبد القادر وآخرون: "إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف في المؤسسة الاقتصادية"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية ادارة المخاطر في المؤسسات الافاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008، ص112.

الفرع الأول: تعريف سوق الصرف الآجل

ينتمي سوق الصرف الآجل هيكلية إلى الأقسام التقليدية لسوق الصرف باعتبار أن ظهوره جاء مبكرا ومتزامنا مع تطور ما يعرف بالأسواق النقدية الدولية euro-devises، ويمكن تعريفه بذلك السوق الذي تعقد فيه الإتفاقات على مبادلة عملة ما بأخرى في المستقبل، حيث يتم تحديد أسعار التبادل وقيمة التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد، وعادة ما يتضمن السوق مجموعة من المهل المعيارية (30 يوم، 60 يوم، 90 يوم، 180 يوم، سنة) ويمكن استخدام بعض المهل الأخرى على ضوء العرض والطلب على السيولة في السوق، فمعاملات العملات الأخرى الأكثر أهمية قد يتم وفق مهل تتجاوز السنة، ولكن بحجم أقل بكثير من تلك التي تتم وفق المهل التقليدية³. أو عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ لاحق متفق عليه⁴.

الفرع الثاني: طريقة تحديد سعر الصرف الآجل

كما تم تعريفه سابقا فإن سعر الصرف الآجل يحدد في الفترة T_0 ، على أن العملية المرتبطة به تتم في المستقبل، وليتمكن البنك من تحديد هذا السعر يقوم بعمليات إقراض واقتراض في سوق الودائع والقروض بالعملة الأجنبية والسوق النقدي المحلي، ويستخدم معدلات الفائدة وسعر الصرف الحاضر لحسابه.

أولاً-تعريف سوق الودائع والقروض بالعملة الأجنبية: لقد ظهر هذا السوق في منتصف الخمسينات بعد أن أقدم الإتحاد السوفياتي سابقا ودول أوروبا الشرقية على تحويل ودائعها بالدولار من البنوك الأمريكية إلى البنوك الأوروبية⁵ خشية أن تقوم الولايات المتحدة الأمريكية بتجميدها للضغط على المعسكر الإشتراكي في إطار الحرب الباردة. وبعد ظهور منفعة هذه الودائع إتسع نطاقها ليشمل معظم المراكز المالية وأهم العملات الدولية مثل المارك، الفرنك، الين والجنهيه.

ويمكن تعريف هذا السوق بأنه عبارة عن ودائع وقروض بعملة معينة لدى بنوك متواجدة خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية⁴، أو أنه عبارة عن عملة مسجلة في حسابات بنك خارج بلد إصدارها⁵. من التعريفين السابقين نجد أن بنك مقيم في فرنسا على سبيل المثال إذا تخصص في إقراض واقتراض العملة الأجنبية (الدولار، الين، الجنهيه) هو في حقيقة الأمر يتعامل في السوق الودائع والقروض بالعملة الأجنبية.

³ عبد المجيد فدي، مرجع سبق ذكره، ص112-113.

⁴ بوغتروس عبد الحق: "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، المؤتمر الدولي السابع، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، 2007، ص8.

⁵ Fred H,Klopstock : "Marché de l'eurodollar", encyclopédie économique, édition Economica, Paris, 1984, p583.

⁴ جبار محفوظ وعمر عبده سامية: "أسواق رأس المال الدولية، الهياكل والأدوات"، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 03، جوان، 2008، ص76.

⁵ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat , op.cit, p375.

وتظهر أهمية هذا السوق بالنسبة لسوق الصرف الآجل من حيث أنه يتيح للبنوك إقراض واقتراض العملة الأجنبية ويسمح بتحديد تكلفتها. وتستخدم عمليات الإقراض والإقتراض عادة معدل فائدة مؤشر على المعدل المتعامل به فيما بين البنوك بلندن (L.I.B.O.R).*

ثانياً- آلية تشكيل سعر الصرف الآجل: مادام أن سعر الصرف الآجل يتم تشكيله على أساس سعر الصرف الحاضر ومعدلات الفائدة للعمليتين المعنيتين، فهذا يعني أن سعر الصرف الآجل سوف يختلف عن سعر الصرف الحاضر وذلك له علاقة مباشرة باختلاف معدلات الفائدة.

أ-الصيغة العامة لحساب سعر الصرف الآجل: لحساب سعر الصرف الآجل نستخدم كل من سعر الصرف الحاضر للعمليتين المعنيتين ومعدلات الفائدة في السوق النقدي المحلي والدولي، ويتم حساب سعر الصرف الآجل بإضافة فروقات الفائدة لسعر الصرف الحاضر:

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

بجيث أن النقط تمثل فروق معدلات الفائدة، فإذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف الحاضر تكون هناك مارجة Report أو علاوة تقديم. أما إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحاضر، فهناك وضعية Déport أو خصم التأخير¹.

وينتج خصم التأخير عندما يكون معدل الفائدة على العملة الأجنبية أكبر من معدل الفائدة على العملة المحلية والعكس بالنسبة للمراجحة 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 العمليتين، وتسمح لنا الصيغة العامة التالية بحساب سعر الصرف الآجل²:

$$CT = CC + \left[CC \frac{(Tmo - Tdev) \frac{J}{36000}}{1 + \frac{Tdev * J}{36000}} \right] \dots \dots \dots (01)$$

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 الدولي؛

* يعتبر معدل الفائدة المعروف لقروض ما بين المصارف في سوق لندن النقدي London inter bank offered rate، من أكثر معدلات الفائدة شيوعاً واستخداماً على المستوى الدولي. لهذا نجد بأن البنوك تستخدمه عادة لتحديد معدلات الفائدة على العملات الأجنبية. ولقد ظهر على غرار هذا المعدل، العديد من المعدلات المشابهة مثل البيبور P.I.B.O.R في فرنسا.....الخ.

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

² Nicolas Wapler: " trésorerie et cambisme, 20 leçons et exercices informatisés lisibles sous Windows, Avec 2 disquettes ", édition Dalloz, 1995, p58.

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 بالرمز (D/R) هي*:

$$D/R = \left[CC \frac{(T_{mon} - T_{dev})}{1 + \frac{T_{dev} * J}{36000}} \frac{J}{36000} \right] \dots \dots \dots (02)$$

ب-الصيغة التي تسمح بحساب سعر الصرف الآجل عند الشراء: لحساب سعر الصرف الآجل عند الشراء يأخذ البنك بعين الاعتبار كل من سعر الصرف الحاضر للعمليتين 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 للعمليتين الدولار واليورو كانت كالتالي:

- سعر الصرف الحاضر USD/EURO = 1.5240/60 ؛

- معدل الفائدة على USD في السوق النقدي الدولي لستة أشهر 2.3-2.6؛

- معدل الفائدة على EURO في السوق النقدي المحلي لستة أشهر 1.5-1.8.

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 والعملية الأجنبية في حالة البيع، وفي سبيل ذلك يتبع ثلاثة مراحل أساسية¹:

-**المرحلة الأولى:** اقتراض القيمة الحالية للمبلغ بالعملية 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 استخدمنا 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:

* تم اشتقاق هذه الصيغة من الصيغة العامة لحساب سعر الصرف الآجل.

¹ Maurice De Beauvais et Yvon.S, op.cit, p221.

$$VA = \frac{1}{1 + \frac{2.6 * 180}{36000}} = 0,9872$$

أي أن البنك يقوم باقتراض 0,9872 دولار.

-المرحلة الثانية: تتمثل في بيع الدولار المقترض في سوق الصرف الحاضر بسعر الشراء، فنتحصل على مبلغ باليورو كالتالي:

$$1,5045 = 1,5240 * 0,9872$$

-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:

$$CA = 1,5045 + \frac{1,5045 * 1,5 * 180}{36000}$$

$$= 1,5158$$

ويعمل الرقم 1.5158 السعر المشتري لستة أشهر.

ويمكن الحصول على نفس هذه النتيجة من خلال تطبيق الصيغة التالية¹:

$$CAT = CA + \left[CA \frac{(Tmon_E - Tdev_P)}{1 + \frac{Tdev_P * J}{36000}} \frac{J}{36000} \right] \dots \dots \dots (03)$$

حيث أن:

CAT سعر الشراء الآجل؛

CA : سعر الشراء؛

$Tmon_E$: معدل إقراض العملة المحلية في السوق المحلية؛

$Tdev_P$: معدل إقراض العملة الأجنبية في السوق النقدي الدولي.

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

ج-الصيغة التي تسمح بحساب سعر الصرف الآجل عند البيع: نفس الطريقة المتبعة في سعر الشراء تستخدم

حساب سعر البيع، وعلى أساس ذلك فإن المراحل الثلاثة تتمثل في:

-المرحلة الأولى: إقراض العملة المحلية في السوق النقدي المحلي؛

¹ Nicolas Wapler, Trésorerie et cambisme, 20 leçons et exercices informatisés lisibles sous Windows, Avec 2 disquettes, op.cit, p59.

-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 بحساب سعر البيع فهي²:

$$CVT = CV + \left[CV \frac{(T_{monP} - T_{devE})}{1 + \frac{T_{devE} * J}{36000}} \frac{J}{36000} \right] \dots \dots \dots (04)$$

CVT سعر البيع الآجل؛

CV : سعر البيع.

الفرع الثالث: حجم سوق الصرف الآجل

يمثل حجم التداول في سوق الصرف الآجل حسب إحصائيات سنة 2013 أكثر من 12.7% من حجم التداول الإجمالي في سوق الصرف، ولقد عرف هذا السوق تطوراً كبيراً في العشريتين الماضيتين حيث انتقل من 97 مليار دولار كحجم تداول يومي سنة 1995 إلى أكثر من 680 مليار دولار في سنة 2013:

الجدول رقم(15): تطور حجم التداول اليومي في سوق الصرف الآجل بين سنتي 1995 و2013

الوحدة: مليار دولار

التعيين	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
حجم التداول	97	128	131	209	362	475	680

Sources:

1- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007", Basel, Switzerland, December 2007, p 4, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): " Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, p 9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول نلاحظ أن حجم التداول اليومي تضاعف بأكثر من سبعة مرات خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2013 وقدرت نسبة النمو السنوية بـ31.6%، وبهذه النسبة يعتبر من أكثر اقسام سوق الصرف نمواً.

² ibid.

الفرع الرابع: خصائص العمليات الآجلة

تعتبر المعاملات الآجلة من حيث النشأة الأقدم في سوق الصرف، حيث أنها تتم في السوق الحر ما بين العملاء والبنوك. وتتولى هذه الأخيرة مهمة تحديد الأسعار المتعامل بها على أساس معدلات الفائدة للعمليتين في السوق النقدي المحلي والدولي، مما يعني أن هذه المنتجات لا تعتبر معقدة في تركيبها ولا تعد صعبة الفهم والإدراك. لهذا السبب نجد بأن هذا المنتج متوفر في معظم الإقتصادات، ويعتبر بالنسبة للمؤسسات، التي لا تملك الخبرة اللازمة في إدارة المخاطر وليس لها دراية كبيرة بتعقيدات سوق الصرف، الملاذ الأول والخيار الأحسن للتحوط من مخاطر الصرف، إضافة إلى المزايا السابقة يمكن ذكر ما يلي:

أولاً- حرية التعامل: يتم تداول العملات في هذا السوق بحرية مطلقة، على أساس أن زبائن البنوك أحرار في شراء أو بيع العملات الأجنبية بالمبالغ والآجال التي تناسبهم، وهو ما يعني عدم وجود قيود تعيق المعاملات في هذا السوق. وبالرغم من أن الآجال عادة يجب أن تتناسب مع الآجال المتعامل بها في السوق النقدي 3،4،5،6،7 أيام، شهر، شهرين، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة، سنتين، ثلاث سنوات، أربعة سنوات، خمسة سنوات، إلا أن البنوك بطلب من العميل قد تخرج عن هذه القاعدة وتقوم بتوفير عملات أجنبية خارج هذه الآجال، وهو أمر لا نجده في بقية الأسواق.

ثانياً- طبيعة العمليات: تتميز العمليات الآجلة بأنها غير قابلة للإلغاء أو المراجعة، على أساس أن الإتفاق المبرم بين البنك والزبون يلزم الطرفين ببوده والشروط المتفق عليها⁶. ومن بين البنود التي لا يمكن مراجعتها أو إلغاؤها نذكر سعر الصرف الآجل، تاريخ الإستحقاق وتسليم واستلام العمليتين في الأجل. فبالنسبة لسعر الصرف الآجل وتاريخ الإستحقاق، فهما غير قابلان للمراجعة بسبب طريقة تحديد سعر الصرف التي تفترض قيام البنك بعمليات توظيف واقتراض في السوق النقدي لآجال معينة ومحددة. أما بالنسبة لتسليم واستلام العمليتين، فهي غير قابلة للإلغاء، على أساس أن عدم حدوث التسليم الفعلي للعمليتين في الأجل قد يعرض أحد الطرفين (البنك عادة) لمخاطر الصرف. وبالتالي فإن الموافقة على بنود عقد البيع الآجل أو الشراء الآجل يجعل الطرفين ملزمين بتسليم واستلام العملات المتفق على مبادلتها في آجال معينة. وتمثل عدم قابلية الإلغاء والتعديل أو المراجعة قيوداً بالنسبة للطرف الذي يريد التحوط، على أساس أنه سيفقد أي إمكانية للإستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف.

ثالثاً- العملات المتداولة: من خلال الدراسة المنجزة على سوق الصرف، لاحظنا أن معظم الدول تحتضن سوق الصرف الآجل، وهذا يعني أن معظم العملات يتم تداولها في هذا السوق، غير أن سيولة السوق وإمكانية التعامل

⁶ Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, *op.cit*, p176.

ب هذه المنتجات تختلف من عملة إلى أخرى. فبالنسبة للعمليات القابلة للتحويل نلاحظ أنها متوفرة داخل وخارج أسواق بلد الإصدار، أما بالنسبة لعمليات الدول الناشئة والدول النامية فنلاحظ أن هناك قيود كثيرة توضع أمام عملية المبادلة، فعلى سبيل التذليل نذكر حالات عدم السماح لغير المقيمين بالتعامل بهذه المنتجات وتخصيص عمليات التحوط بحق الممارسة.

رابعا-المخاطر: من خلال سيرورة العمليات الآجلة، نلاحظ أن المتعاملين بهذه المنتجات يواجهون نوعين من المخاطر:

- **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 بعملة معينة لا يمكنه التخلص منها بدون مخاطرة.

- **خطر الصرف:** ينتج هذا الخطر عندما لا تستخدم هذه المنتجات للتحوط مما يجعل الطرف الذي قام بشراء أو بيع العملة لأجل في وضعية مفتوحة تكون عرضة للتغيرات في أسعار الصرف.

خامسا-كلفة المعاملة: مقارنة بقيمة المنتجات في سوق الصرف، نلاحظ أن هذا المنتج هو الأقل كلفة على أساس أن هذه الأخيرة تتعلق بفروقات معدلات الفائدة.

الفرع الخامس: كيفية التحوط في سوق الصرف الآجل وتكلفته

يعتبر التحوط في سوق الصرف الآجل من أسهل النشاطات التي يمكن أن يمارسها مدير المخاطر، حيث أنها تفترض بعد تقييم خطر الصرف التوجه إلى أحد البنوك والتعاقد معه بشأن شراء أو بيع كمية من العملة الأجنبية لأجل يتوافق مع أجل تحصيل الحقوق ودفع الديون، وبالتالي فهي لا تتطلب أن يكون لدى مدير المخاطر دراية كافية بآليات عمل سوق الصرف وخباياه.

أولا-التحوط في سوق الصرف الآجل: من أجل التحوط من خطر الصرف، يتعين على المستورد أن يشتري المبلغ بالعملة الأجنبية الذي يناظر دينه، بينما المصدر المتخوف من إنخفاض في قيمة العملة الأجنبية سوف يقوم ببيع مبلغ مساو لقيمة صادراته بالعملة الأجنبية لأجل¹.

إنطلاقا من ذلك نجد أن التحوط في سوق الصرف الآجل يفترض التمييز بين وضعية الصرف الطويلة ووضعية الصرف القصيرة. فالخطر الذي يهدد الوضعية الطويلة يتمثل في إنخفاض سعر صرف العملة الأجنبية ويتم التحوط منه ببيع هذه العملة لأجل. أما الوضعية القصيرة التي تواجه خطر ارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، فالتحوط يتم بشراء العملة الأجنبية في سوق الصرف الآجل.

¹ Albert Ondo Ossa : "Économie monétaire internationale", édition Estem, Paris, France, 1999, p53.

وحتى تكون عملية التحوط في سوق الصرف الآجل فعالة في تخفيض الخطر الذي يهدد المؤسسة يجب أن تتوفر بعض الشروط التي نلخصها في التالي:

- ضرورة توافق المبلغ المشتري أو المباع في سوق الصرف الآجل مع حجم وضعية صرف المؤسسة المراد التحوط منها، فعلى سبيل المثال إذا قامت مؤسسة جزائرية بتصدير بضاعة إلى الخارج بقيمة 50.000 دولار وأرادت أن تتحوط من خطر الصرف في سوق الصرف الآجل عليها أن تبيع نفس هذا المبلغ في السوق الآجل؛
- ضرورة توافق أجل إستحقاق الدين أو تحصيل الذمة مع أجل استلام أو تسليم العملتين في سوق الصرف الآجل، فعلى سبيل المثال إذا منح المصدر الجزائري في المثال السابق مهلة 90 يوما لزبونه الأجنبي لتسوية العملية، فعليه أن يبيع هذا المبلغ في سوق الصرف الآجل لـ 90 يوم؛
- ضرورة توافق العملة المستخدمة في المعاملة التجارية أو المالية مع العملة المشتراة أو المباعة في سوق الصرف الآجل، وهذا يعني أن معاملة تجارية باليورو، لا يمكن بأي حال من الأحوال التحوط منها بشراء أو بيع الدولار في سوق الصرف الآجل، مما يعني أنه يجب شراء أو بيع اليورو.

ثانيا-تكلفة التحوط: تتمثل تكلفة التحوط في سوق الصرف الآجل في الفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل، وباعتبار أن السعر الأول يختلف بين يوم تحرير الفاتورة ويوم التسوية، فقد ظهر فريقين مختلفين في طريقة تحديد التكلفة:

- **الفريق الأول:** يرى بأن تكلفة التحوط تساوي معدل خصم التأجيل أو معدل علاوة التقديم¹. ففي حالة خصم التأجيل فإنها تعبر عن خسارة صرف للمصدر (أو صاحب الوضعية الطويلة) والتي يتم حسابها بالطريقة التالية:

$$\text{خسارة الصرف} = \text{المبلغ المستحق (وضعية الصرف)} \times \text{سعر الصرف الحاضر} \times \text{معدل خصم التأجيل}$$

وهي في الوقت نفسه تعبر عن تكلفة التحوط، أما في حالة المركز القصير، فإن خصم التأجيل سيكون مكسبا، يمكن الإستفادة 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.

- **الفريق الثاني:** يرى بأن تكلفة التحوط في سوق الصرف الآجل، هي حاصل طرح سعر الصرف الحاضر بتاريخ التسوية وسعر الصرف الآجل. فإذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف المسجل

¹ Alain Chevalier et Georges Hirsch **op.cit**, p48.

بتاريخ التسوية، يتحمل المستورد تكلفة والمصدر يستفيد من ربح. الحالة العكسية نسجلها في حالة كون سعر الصرف الآجل أقل. أما في حالة تساوي السعرين، فإنه لا توجد هناك تكلفة. وعلى خلاف النظرة الأولى، فإن هذا الأسلوب في تحديد التكلفة يسمح لنا بمقارنة حالتين، حالة التحوط وحالة عدم التحوط، ومن ثم التمكن من الحكم على رشادة قرار التحوط.

إضافة للأسلوبين السابقين في تحديد تكلفة التحوط، هناك فريق ثالث يرى بضرورة أخذ سعر الصرف المتوقع² لحساب تكلفة التحوط، من خلال طرح هذا السعر من سعر الصرف الآجل. غير أن هذه الطريقة في تحديد التكلفة غير مثلى، لأنها تتناقض والغرض من التنبؤ. فالهدف من التنبؤ بأسعار الصرف هو توفير المعلومات الضرورية لمدير المخاطر للفصل في قرار التحوط من عدمه، فكيف إذن يمكن لنا حساب التكلفة على أساس هذا السعر؟ إلى جانب ذلك فإن هذا السعر المتوقع يفقد أهميته وفائدته بمجرد معرفة السعر المسجل في تاريخ التسوية بمعنى أنه وسيلة ليس إلا.

وضابط ذلك كله، أن الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف المسجل في تاريخ التسوية وسعر الصرف الآجل هو الأنسب لحساب تكلفة التحوط، على أساس أنها تُقيم بشكل مناسب جهد مدير المخاطر وفعالية قراراته، من خلال توضيحها للخسائر التي تجنبتها المؤسسة أو الأرباح التي لم تستفد منها بفعل هذا القرار.

ثالثاً- حدود استخدام التحوط في سوق الصرف الآجل: هناك بعض الشروط الواجب أخذها بعين الاعتبار عند استخدام سوق الصرف الآجل للتحوط من خطر الصرف نوجزها فيما يلي:

- **طبيعة خطر الصرف المراد التحوط منه:** من أجل التمكن من استخدام سوق الصرف الآجل يجب أن يكون الخطر المراد التحوط منه خطر محدد المبالغ والآجال والعملات، على أساس ذلك نجد أن استخدام سوق الصرف الآجل لا يصلح للتحوط من خطر الصرف الشرطي.
- **تشريعات الصرف:** قد تحد تشريعات الصرف في بعض الأحيان من إمكانية استخدام سوق الصرف الآجل، كأن يتم منع المستوردين على سبيل المثال من التعاقد في هذا السوق، أو يكون مسموحاً لهم ضمن فترات زمنية محددة.

المطلب الثاني: التسبيقات بالعملة الأجنبية

وهي تقنية موجهة للمؤسسات التي ترغب في تمويل حاجاتها 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

² Bernard Herodin et Thierry Benoit: "Conditions Bancaires et Trésorerie en Date de Valeur", édition Dunod, Paris, France, 1980, p166.

العملة الأجنبية التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الإستحقاق لتسديد القرض¹، الذي تحصل عليه في البداية، وهو ما يعفيه من التعامل بسعر الصرف الحاضر في تاريخ الإستحقاق. 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 الزبون². وتجدر الإشارة إلى أن التسبيقات بالعملة الأجنبية لا يمكن استخدامها كتقنية تحوط بالنسبة للمستوردين، فهي تعتبر بالنسبة لهم وسيلة تمويل ومضاعف لخطر الصرف.

الفرع الأول: طريقة التحوط عن طريق التسبيقات بالعملة الأجنبية

يمكن استخدام التسبيقات بالعملة الأجنبية بالنسبة للمصدرين للتحوط من خطر الصرف، وذلك بإتباع المراحل التالية³:

- 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 التسبيق 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 الإقتراض 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.

¹ بوعتروس عبد الحق: "حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة الدول التي تمر بمرحلة انتقال"، مرجع سبق ذكره، ص.9

² نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ Bernard Herodin et Thierry Benoist, *op.cit*, p166.

الفرع الثاني: تكلفة التحوط بالتسيقات بالعملة الأجنبية

تعتمد آلية التسيقات بالعملة الأجنبية على الإستدانة، ومادام أن هذه الأخيرة تتم على أساس معدل فائدة، فهذا يعني أن تكلفة التحوط في هذه الحالة تتمثل في الفائدة التي تدفعها المؤسسة للجهة المقرضة. ويمكن التعبير عن هذه التكلفة بالصيغة التالية¹:

$$\text{التكلفة} = \text{معدل الفائدة للاقتراض} + \text{الهامش (الذي يتغير بدلالة نوعية المقترض وأهمية القرض)}$$

ويمكن لمدير المخاطر التقليل من هذه التكلفة عن طريق التوصية بتوظيف المبلغ بالعملة المحلية الناتج عن عملية التنازل عن العملة الأجنبية في السوق النقدية المحلية، فتصبح بذلك التكلفة مرتبطة بالفرق الموجود بين معدل الفائدة على العملة الأجنبية ومعدل الفائدة على العملة المحلية. غير أنه يجب التنبيه إلى أن الإحتياجات التمويلية للمؤسسة قد لا تسمح لها بتجميد مثل هذا المبلغ، خصوصا إذا كان كبيرا. كما أن ذلك يعني ضمنا أن المؤسسة قد تنازلت عن التمويل الذي تحصلت عليه، فيصبح بذلك التسيق وسيلة تحوط وليس تمويل.

الفرع الثالث: عيوب التسيقات بالعملة الأجنبية

من عيوب هذه الطريقة إنعكاسها في معدل استدانة الشركة بإعتبار أنها تظهر في الميزانية، مما يؤثر على قدرتها التمويلية الحالية والمستقبلية. كما أنها تسمح للمستوردين بالحصول على التمويل، وفي نفس الوقت تضاعف في وضعية صرفهم. فمثلا عندما تقوم مؤسسة باستيراد سلع من الخارج بقيمة معينة، ثم تطلب تسيق لتمويل هذه العملية فإنها تكون أمام خطرين، أحدهما مرتبط بالمعاملة التجارية والثاني مرتبط بالمعاملة المالية. إن المستوردين غالبا ما يُقبَلُونَ على هذه الطريقة من التمويل، بسبب معدلات الفائدة المتدنية، إلا أن الواقع قد أثبت أكثر من مرة أن ما تكسبه الشركة من فروقات معدلات الفائدة، سرعان ما يلغى بفعل التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف. فاقتراض الفرنك السويسري مثلا بمعدل فائدة 3% لمدة 15 شهرا، كلف العديد من الشركات معدلات تصل إلى 30% بسبب تغيرات أسعار الصرف².

¹ Josette Peyrard, *Gestion financière, op.cit*, p124.

² Bernard Herodin et Thierry Benoist, *op.cit*, p167.

المطلب الثالث: التحوط في سوق المستقبليات

لا تختلف طريقة التحوط في سوق المستقبليات عن تلك المستخدمة في سوق الصرف الآجل، إلا في بعض النقاط التي ترتبط بخصائص هذا السوق.

الفرع الأول: ماهية المستقبليات

ينتمي سوق المستقبليات إلى مجموعة الأسواق المشتقة التي ظهرت بعد انهيار نظام بريتن وودز، ويعتبر من بين الأسواق المنظمة التي تتميز بدرجة كبيرة من التقييس سواء فيما يخص حجم المبالغ المتداولة، العملات أو هوامش التغير.

أولاً-تعريف المستقبليات: لم يكن هناك اختلاف كبير بين الكتاب والإقتصاديين فيما يخص مفهوم عقود المستقبليات، إلا أن الملاحظ، أن كل تعريف من التعاريف التي سنقدمها قد تغاضى عن خاصية من خصائص هذه العقود، فهناك من يعرف هذا العقد بأنه عقد آجل قابل للتداول، وهو اتفاقية على تسليم في تاريخ لاحق أو استلام مقدار أو كمية محددة بجودة معينة لأصل معين بسعر معين¹. ما يعاب على التعريف، أنه لم يحدد السوق التي يتم فيه تداول هذه العقود، ومن خلال تركيزه على الجودة، يفهم بأنه يميل أكثر للعقود المستقبلية على السلع.

التعريف التالي الذي سنورده يعتبر أشمل من التعريف السابق، حيث أنه يعتبر العقد المستقبلي بأنه عبارة عن إتفاق مقيس وموحد قابل للتحويل، ينص على التسليم المؤجل لمستوى أو مرتبة أو كمية محددة من سلعة معينة في نطاق منطقة جغرافية محددة أو لأداة مالية ما (مقابل قيمتها النقدية)، ويتحدد سعر العملية الذي يتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد المبرم اليوم². إن هذا التعريف أضاف خاصية التقييس لهذه العقود، وهو واقع حالها، كما أنه يبين الأنواع الأساسية لعقود المستقبليات والمتمثلة في المستقبليات السلعية والمستقبليات المالية. ومثله مثل التعريف السابق، فقد أهمل تحديد السوق الذي يتم فيه تداول المستقبليات، كما أنه لم يتطرق إلى التقييم اليومي الذي يخضع له العقد وينتج عنه تسويات يومية تخصم من حساب العقد الخاسر وتدفع لحساب العقد الربح.

التعريف التالي يركز على النقطة سابقة الذكر، ويعتبر العقود المستقبلية 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 الآخر³.

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 214.

² طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)", دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 131.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 213.

من التعريفات السابقة يمكن القول إن المستقبليات هي عقود آجلة قابلة للتداول في السوق المنظم، تمثل إتفاق بين طرفين لبيع أو شراء عقود نمطية لأجل معلوم يتم تسجيلها لدى غرفة المقاصة، وتكون محل تقييم يومي ينتج عنه عمليات تسوية يتم من خلالها خصم الخسائر من حساب أحد الطرفين لتضاف إلى حساب الطرف الآخر، وتنتهي هذه العقود، إما بتسليم واستلام الأصول محل العقد في أجل الإستحقاق، أو حل العملية بالقيام بعملية عكسية قبل حلول الآجل.

إن التعريف السابق يلخص أهم خصائص هذه العقود من حيث أنها:

- عقود آجلة، بمعنى أن تسليم واستلام الأصل والتمن 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 قياسا يتم تداولها في السوق المنظم وفق شروط وخصائص ومواصفات محددة من قبل غرفة المقاصة، وهذا ما يجعل التفاوض الذي يحدث بين المشتري والبائع يركز فقط حول الثمن وعدد العقود؛

- عقود قابلة للتداول* أو التحويل أي يحق لأحد طرفي العقد المستقبلي أن ينقل ملكية العقد إلى غيره ما لم يُحل أجل الإستحقاق، 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 بحسب السعر المسجل، وهذا يعني أن أحد الطرفين سيتحمل خسائر والطرف الآخر سيحني أرباح. وفي سبيل السير الحسن للسوق، نجد أن غرفة المقاصة تلزم طرفي العقد عند إبرام الاتفاق على إيداع مبلغ معين غالبا ما يكون نسبة مئوية من قيمة الصفقة في حساب يفتح لديها. وتكون هذه الوديعة، بمثابة ضمان إلزام الطرفين بنود العقد وسببا لعدم وجود مراكز مفتوحة لدى غرفة المقاصة.

ثانيا-نبذة تاريخية عن نشأة المستقبليات: نشأ أول سوق لعقود المستقبليات في الولايات المتحدة الأمريكية لتداول المنتجات الزراعية عام 1848، وتعد سوق شيكاغو لحد الآن، السوق الرائدة في هذا المجال¹. وأخذت عقود المستقبليات في التطور إلى أن وصلت إلى الصورة التي هي عليها اليوم، باعتبار أنها أصبحت من بين أشهر الأسواق الآجلة لشمولها للعديد من المنتجات والسلع الإستراتيجية كالنفط والقمح والبن... الخ، وانتشارها في العديد من المراكز المالية العالمية، كسيدني، باريس، لندن، فرانكفورت، هونج كونغ وطوكيو.

* يقصد بقابلية التداول أو التحويل في هذا المقام إغلاق أو إقفال المراكز (الوضيعات) وليس البيع، فمثلا إذا كنت في مركز مشتر لعقود مستقبلية فبإمكانك إغلاق هذا المركز عن طريق بيع عقود مشابهة والعكس صحيح إذا كنت في مركز بائع لعقود مستقبلية.

¹ منير إبراهيم هندي: "الأسواق الحاضرة والمستقبلية أسواق الأوراق المالية"، المؤسسة العربية المصرفية، الأردن، 1994، ص324.

وبالرغم من قدم هذا السوق، إلا أنه لم يشمل المنتجات المالية إلا بعد انهيار نظام بريتن وودز عام 1973، ومنذ ذلك التاريخ عرف هذا السوق تطوراً كبيراً وانتشاراً واسعاً في الأقطار والبلدان المختلفة.

ثالثاً-عناصر عقود المستقبلية: يمكن تحديد عناصر عقود المستقبلية في النقاط التالية:

أ-المشتري والبائع: وهما طرفي العقد الأصليين، ونتيجة لطبيعة هذه السوق التي تفرض شروطاً للانضمام والتعامل فيها، نجد أن كل منهما (البائع والمشتري) يفوض شركة وساطة مالية لتمثيله. وقد يكون المتعاملون في العقود المستقبلية إما مضاربون أو متحوظون. وتعتبر الفئة الأولى الأكثر عدداً والأهم، باعتبار أن كفاءة السوق مرهونة بوجودهم.

ب-شركة الوساطة المالية: وهي شركة متخصصة عضو في غرفة المقاصة، تقوم بتنفيذ أوامر زبائنها (سواء كانوا في وضعية مشتر أو بائع).

ج-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 إلتزام 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 معينة¹.

د-غرفة المقاصة أو دار التسوية: تم إنشاء أول غرفة مقاصة عام 1928 في شيكاغو، وهي عبارة عن شركة مستقلة مساهمها هم شركات التسوية الذين يتولون مهمة التوسط بين شركات الوساطة المالية وغرفة المقاصة أو التسوية. وتعتبر غرفة المقاصة وسيطاً هاماً، وضامناً أساسياً للعقد المستقبلي الذي تم إنشاؤه، ويتلخص دور غرفة المقاصة فيما يلي:

1-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 بينود العقد. ويعرف هذا المبلغ، بإسم الوديعة الإبتدائية أو الهامش المبدئي الذي لا يتجاوز عادة 5% من القيمة الإجمالية لعقد المستقبلية².

2-التسويات السعرية اليومية: تعرف التسويات السعرية اليومية، بأنها عملية الرصد المحاسبي للأرباح والخسائر في حساب أطراف العقد، وهي تنجز يومياً وتأخذ بعين الإعتبار أسعار الإغلاق بحيث تكون هذه الأخيرة الأساس في تحديد القيمة الجديدة للعقد وبمقارنتها 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 المستقبلية على أنها لعبة ذات مجموع صفري.

¹ محمد علي إبراهيم العامري: "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص525.

² هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص154.

3-مراقبة هامش الصيانة: إن حدوث خسائر في أسواق المستقبلية تجعل الوديعة الابتدائية تتأثر بها، ومع توالي هذه الخسائر قد يحدث أن تفوق المبلغ المودع في البداية، مما يجعل غرفة المقاصة 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 الابتدائية¹.

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 إنخفض المبلغ المتبقي عن هامش الصيانة، وهو ما يعرف بطلب الهوامش، التي تعني مطالبة غرفة المقاصة لأصحاب الحسابات بإيداع مبالغ إضافية (تعويضية) كلما إنخفض مبلغ الوديعة عن هامش الصيانة.

و- سعر عقد المستقبلية: هو ذلك السعر الذي يتفق عليه الطرفان (البائع والمشتري) على تداول الأصل في التاريخ المتفق عليه. ويسمى الفرق بين السعر الحالي لسلمة معينة أو أصل مالي معين في سوقه الحاضر وسعر عقد المستقبلية بالأساس basis. وقد يكون هذا الأساس موجبا أو سالبا، والضمان الوحيد الذي يقدمه عقد المستقبلية هو تساوي السعيرين في الأجل، بحيث يكون الفرق بين المركز الحقيقي والمركز في سوق المستقبلية مساويا للصفر².

رابعا-آلية تداول المستقبلية: بموجب القوانين المنظمة لسوق المستقبلية، فإن المتاجرة بهذه العقود لا تكون إلا في ساعات التجارة الرسمية وفي منطقة تجارة معينة تسمى الحلبة*، التي تمثل مكان مادي يتواجد بالبورصة. وتتم المتاجرة بعقود المستقبلية بواسطة نظام المزاد العلني المفتوح، الذي يحتم على العميل جعل عرضه المتعلق بالشراء أو البيع معروفا من قبل جميع العملاء الآخرين الحاضرين في الحلبة.

ولقد أدت هذه الطريقة من التداول، إلى استحداث طرق للتخاطب فيما بين العملاء باستخدام إشارات اليد. وتدعى طريقة التسعير هذه أيضا بالتسعيرة المستمرة بالمناداة، ولا يسمح إلا للأشخاص الذين يتمتعون بالعضوية الكاملة في البورصة أو الذين يقومون باستئجار مقعد للقيام بعملية التداول.

بعد إنجاز العملية والإتفاق على الأسعار وعدد العقود، يتقدم كل من المشتري والبائع لتسجيل العملية لدى غرفة المقاصة، وتصبح العقود منذ ذلك الحين تخضع للتقييم اليومي الذي ينتج عنه أرباح وخسائر كما ذكرنا ذلك سلفا. وغالبا ما لا تنتهي العقود بالتسليم الفعلي للأصل محل العقد، وإنما يتم التخلص منها عن طريق القيام بعملية عكسية للعملية الأولى، ويرتبط هذا النوع من الحل بعملية المضاربة. أما العمليات الأخرى أي التحوط، فنجد أن المتعاملين سوف يقومون بتسليم واستلام الأصل محل العقد عند حلول الأجل.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص528.

² نفس المرجع، ص531.

* لكل أصل حلبته الخاصة.

خامسا-أنواع عقود المستقبلية: تتنوع عقود المستقبلية طبقا للأصل محل العقد إلى ما يلي¹:

- العقود المستقبلية على السلع: وهي العقود يكون محل التعاقد فيها سلع حقيقية نمطية يكون لها سوق نشط مثل البن، السكر، القمح، النفط والمعادن.
- العقود المستقبلية المالية: وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أو أصول نقدية مثل الودائع والعملات.
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: تعتبر العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم العالمية بمثابة إلتزام بين طرفي العقد، بأن يدفع أحدهما للآخر، مبلغ من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، وهو يسمى بثمن الشراء.

الفرع الثاني: مستقبلات العملة الأجنبية

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

أولاً-تعريف مستقبلات العملة الأجنبية: تعتبر عقود مستقبلات العملة الأجنبية من بين المنتجات التي تتعامل بالنقد الأجنبي في الأجل. وتعرف بأنها إلتزام بشراء أو بيع كمية محددة من العملات النقدية في تاريخ مستقبلي وسعر يحدد في لحظة العقد². كما يمكن تعريفها، بأنها عبارة عن عقود آجلة يتم تداولها في السوق المنظم، وتحدد بدقة المبلغ الواجب تسليمه بالعملة الأجنبية وتاريخ التسليم³.

من التعريفين السابقين يمكن القول إن مستقبلات العملة الأجنبية هي عبارة عن عقود آجلة يتم تداولها في السوق المنظم، وتعتبر عن إلتزام بشراء أو بيع العملة الأجنبية وفق شروط وخصائص نمطية وسعر يحدد في لحظة الإلتفاق.

لقد تم تداول هذه العقود لأول مرة في سوق النقد الدولي (IMM) International Money Market سنة 1972⁴، الذي يمثل الآن أحد أقسام بورصة شيكاغو للتجارة "Chicago Mercantile exchange" CME، ثم انتشرت في بقية الأسواق، كالأسواق الأوروبية فرنسا، ألمانيا، وندن والأسواق الآسيوية هونغ كونغ، سنغافورا وكوريا وأسواق أمريكا اللاتينية كالبرازيل والمكسيك، ورغم هذا التواجد تبقى من حيث المبالغ المتداولة أقل بكثير من حجم التداول في سوق الصرف الآجل⁵.

¹ السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص ص253-254.
² سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص249.

³ David Eiteman et autres, **op.cit**, p15.

⁴ Dominick Salvator, **op.cit**, p523.

⁵ Robert W. Kolb and James A. Overdahl : "Financial derivatives: pricing and risk management", John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, USA, 2010, p117.

ثانياً- خصائص عقود مستقبلات العملة الأجنبية: تتميز عقود مستقبلات العملة الأجنبية بخصائص تحدد في البورصة التي يتم فيها التداول¹، وهذا يعني أنها تختلف من سوق إلى آخر في الخصوصيات وليس في الأساسيات. ولفهم خصائص عقود المستقبلات نستعين بعقد مستقبلات اليورو مقابل الدولار في سوق IMM الظاهر في الجدول التالي:

الجدول رقم (16): عقد مستقبلات اليورو مقابل الدولار في سوق IMM بتاريخ 2015/05/30

الشهر	آخر سعر	التغير	سعر الإغلاق	سعر الإفتتاح	أعلى سعر	أدنى سعر	الحجم	حدود التغير
2015/06	1.0995	0.0038	1.0957	1.0959	1.1008	1.0928	244145	1.1383 1.0583
2015/09	1.1008	0.0037	1.0971	1.0972	1.1023	1.0943	9109	1.1397 1.0597
2015/12	1.1025	0.0035	1.0990	1.1000	1.1037	1.0963	118	1.1516 1.0615
2016/03	1.1042	0.0029	1.1013	1.1027	1.1055	1.1027	15	1.1439 1.0669
2020/03	...	...	...	...	...	...	....	...

Source : CME Group : "Euro Fx Futures Quotes", available on the CME Group WEB Site, <http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/euro-fx.html>, accessed May 30, 2015.

يلخص الجدول عقود مستقبلات اليورو مقابل الدولار المتداولة في سوق IMM بتاريخ 30 ماي 2015. في العمود الأول نجد تواريخ الإستحقاق التي تمتد حتى مارس 2020 أي 20 ثلاثي، من العمود الثاني حتى العمود السادس نجد كل من سعر الإغلاق، أعلى سعر، أدنى سعر وسعر الإفتتاح ونسبة التغير بين سعر الإفتتاح وسعر الإغلاق. العمود الثامن يعطينا عدد العقود المتداولة بالنسبة لعقد جوان 2015 هناك 244145 عقد متداول. ويمكن تحديد خصائص عقود المستقبلات في النقاط التالية:

أ- رمز العقد: وهو الرمز الذي يعطى لكل عقد حتى يتمكن المتعاملين من تمييزه عن بقية العقود فمثلا بالنسبة للعقد في المثال نجد أن الرمز هو 6E.

ب- حجم العقد: وهو أدنى مبلغ يمكن شراؤه في السوق، ويقدر بالنسبة لعقد اليورو بـ 125.000 يورو² في سوق IMM في حين أن الحجم الموحد قياسيا في سوق لندن* euronex هو 20.000 يورو³، فالأصل أن

¹ David Eiteman et autres, op.cit, p160.

² CME Group: "Euro Fx Futures Contract specs", available on the CME Group WEB Site, http://www.cme-group.com/trading/fx/g10/euro-fx_contract_specifications.html, accessed May 30, 2015.

* يعتبر سوق euronext أحد أكبر أسواق الأسهم الأوروبية والتي تأسست في عام 2000 بعد اندماج بورصات الأسهم في باريس وأمستردام وبروكسيل تحت مظلة بورصة واحدة عابرة للحدود تعمل حالياً في ستة بلدان، ويقع مقرها في أمستردام وإضافة لتداول الأسهم فإنه يتم تداول المشتقات المالية بمختلف أنواعها.

³ EURONEXT : "Euro/US Dollar FUTURES", available on euronext website, <https://derivatives.euronext.com/en/products/currency-futures/FED-DAMS/contract-specification>, accessed June 02, 2015.

لكل عقد حجم معين ومحدد، وهو لا يختلف عليه في كل الأسواق، الإختلاف يكمن في مقدار العقد. ويحدد حجم العقد أدنى مبلغ يمكن شراؤه أو بيعه في السوق، ولمن أراد شراء مبلغ أكبر عليه أن يشتري أكثر من عقد. **ج- آجال الإستحقاق:** هي مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر وبالتحديد الأربعاء الثالثة، غير أن بعض العقود يمكن أن يكون لها آجال تشمل الأربعاء الثالثة من كل شهور السنة. والهدف من توحيد آجال الإستحقاق، هو التقريب إلى أقصى حد ممكن بين حاجات عارضي العقود والطالبين عليها من أجل زيادة السيولة، ففي سوق IMM نجد أن الأجل يمكن أن يصل إلى 20 ثلاثي، وما هو ملاحظ تناقص عدد العقود المتداولة بزيادة الأجل. **د- التموج الأدنى:** يقصد بالتموج الأدنى أقل تغير في سعر الصرف يؤخذ بعين الإعتبار عند التقييم اليومي للعقد لحساب الأرباح والخسائر، ففي عقد اليورو، نجد أن التموج الأدنى هو نقطة واحدة أي 0.0001 وهو ما يعادل \$12.5 كأدنى خسارة أو ربح ممكن تحقيقها في العقد الواحد. وتم الحصول على قيمة \$12.5 بالطريقة التالية:

$$\text{الربح أو الخسارة الدنيا} = \text{قيمة العقد} \times \text{التموج الأدنى}$$

$$0.0001 * 125\ 000 = \$12,5$$

هـ- الأصل محل التداول: يتمثل الأصل محل التداول بالنسبة لهذه العقود في العملات الأجنبية، ولقد كانت هذه الأخيرة في السنوات الأولى من ظهور السوق محصورة في أهم العملات الدولية، إلا أنها في السنوات القليلة الماضية أصبحت تشمل بعض عملات البلدان الناشئة، كالبرازيل، كوريا، هونغ كونغ، الصين... الخ. وتبقى عقود اليورو مقابل الدولار الأنشط على الإطلاق. إن أدراج عملة ما في التداول لا يكون إلا بعد أن تستوفي بعض المتطلبات كسيولة السوق (أي وجود الطلب والعرض على هذه العقود)، إستقرار قيمة الأصل في السوق الحاضر وعدم وجود تشريعات تقييدية لعمليات الصرف.

و- آلية الهوامش: بعد كل عملية شراء وبيع لعقود المستقبلات، تطلب غرفة المقاصة من المتعاملين إيداع مبلغ معين في العادة يتراوح بين 5 و20% من قيمة العقد¹، وتحدث عملية تقييم يومي للعقود تفرز عنها أرباح لأحد الطرفين وخسائر للطرف الأخر، مما يجعل غرفة المقاصة تطالب صاحب الحساب الخاسر بإعادة تشكيل الوديعة الإبتدائية، وفي مجال آلية الهوامش نفرق بين:

1- الأسواق الأمريكية: تميز الأسواق الأمريكية بين هامش الصيانة والوديعة الإبتدائية²، مما يجعل طلبات إعادة تشكيل الوديعة الإبتدائية لا تقدم للعميل إلا في حالة تأثر هامش الصيانة³.

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

² Nalini Prava Tripathy: "Financial Services" Phi Learning Private limited, New Delhi India, 2007, p272.

³ Peijie Wang, *op.cit*, p206.

2-الأسواق الأوروبية: لا يتم في الأسواق الأوروبية التمييز بين هامش الصيانة والوديعة الإبتدائية (الوديعة الإبتدائية تعتبر في حد ذاتها هامش صيانة) مما يجعل غرفة المقاصة تطالب العميل بإعادة تشكيل الوديعة كلما حدثت خسائر.

وسواء ميزت غرفة المقاصة بين الوديعة الإبتدائية وهامش الصيانة أو لم تميز، فالأمر المشترك بينهما أن أساس الحساب هو ضرورة تغطية كليهما للخسائر القصوى الممكنة خلال يومين متتاليين. ولنجاح آلية الهوامش في تأمين غرفة المقاصة من مخاطر تقلب الأسعار، نجد أن هذه الأخيرة تقوم بتعيين حدود لتقلب سعر الصرف، فمن خلال الجدول السابق نلاحظ أن حدي تقلب سعر الصرف في تداولات يوم 30 ماي 2015 هي 1.1383 دولار لكل واحد يورو كحد أقصى و1.0583 دولار لكل واحد يورو كحد أدنى، وهذا يعني أنه بمجرد وصول سعر الصرف إلى أحد هذين الحدين يتم إيقاف التداول حتى لا تتكبد غرفة المقاصة خسائر.

الفرع الثالث: حجم سوق المستقبلات

تمثل الأسواق المنظمة التي يتم فيها تداول منتجات الصرف كالمستقبلات والخيارات نسبة متدنية من حجم التداول في سوق الصرف على المستوى العالمي، فحسب إحصائيات سنة 2013 لا تزيد هذه النسبة عن 2.99%¹، وهي تعبر بالتالي عن إحدى أهم خصائص سوق الصرف، والمتمثلة في كون المعاملات في السوق الحر هي المعاملات الأهم على الإطلاق.

وعند التطرق للحجم الإجمالي المتداول في الأسواق المنظمة (كل المنتجات)، نجد بأن منتجات الصرف تحتل الرتبة الأخيرة من حيث الأهمية بنسبة لا تزيد عن 1.89% بعد كل من معدلات الفائدة 84.91% ومؤشرات الأسهم 13.2%². وتمثل مستقبلات العملة مقارنة بالخيارات أهم المنتجات المتداولة في السوق المنظم، حيث أن نسبتها تمثل 91.51% من إجمالي حجم تداول منتجات الصرف، ويمكن عرض تطور حجم التداول السنوي لعقود المستقبلات في الجدول التالي:

الجدول رقم (17): تطور حجم التداول السنوي لعقود مستقبلات العملة بين سنتي 2000 و2013

الوحدة: ألف مليار

¹ Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

² Bank for International Settlements (BIS): " **derivatives statistics**", table 24A, available on BIS website, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>, accessed May 25, 2015.

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
حجم تداول مستقبليات العملة	2.4	2.5	2.5	3.9	6.6	11.1	15.1
إجمالي سوق المستقبليات	318.2	446	501	632	840	1005	1261.6
السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
حجم تداول مستقبليات العملة	20.3	24.4	24.6	35.8	37.6	32	32.6
إجمالي سوق المستقبليات	1586	1547	1126	1380.5	1524	1162	1415

Sources : Bank for International Settlements (BIS) : "derivatives statistics", table 24A, available on BIS website, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>, accessed May 25, 2015.

من الجدول نلاحظ أن حجم التداول إرتفع من 2.4 تريليون دولار في سنة 2000 إلى أكثر من 32.6 تريليون دولار، وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي في سوق المستقبليات تأثر بكل من أزمتي الديون العقارية في 2008 والديون السيادية بين سنتي 2010 و2011 من خلال إنخفاضه بنسبة 27.18% في الأزمة الأولى و23.75% في الثانية، إلا أن سوق عقود المستقبليات على العملة لم يعرف نفس ذلك الإنخفاض إلا في أزمة الديون السيادية من خلال تسجيله لنسبة إنخفاض في حجم التداول تزيد عن 15.05%.

الفرع الرابع: كيفية التحوط في سوق المستقبليات

يتميز سوق المستقبليات بدرجة كبيرة من التوحيد القياسي الواجب أخذها بعين الإعتبار 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.

أولاً-تحديد وجهة التحوط: للتحوط في سوق المستقبليات يجب خلق وضعية معاكسة تماما للوضعية الابتدائية، حتى يحدث تقاص بين الأرباح والخسائر. ولتحديد ما يجب على مدير المخاطر فعله في سوق المستقبليات، يجب تحديد طبيعة الوضعية المراد التحوط منها. فإن كانت طويلة، يجب بيع عقود بالعملة الأجنبية، وإن كانت قصيرة يجب شراء تلك العقود. ويمكن تلخيص ما سبق في الجدول التالي:

الجدول رقم(18): الوضعيات الواجب اتخاذها في سوق المستقبليات

الوضعية الابتدائية	الوضعية في سوق المستقبليات
المصدر: وضعية طويلة	- يجب اتخاذ وضعية قصيرة
الخطر: التخوف من انخفاض قيمة العملة الأجنبية	- يجب بيع عقود في سوق المستقبليات
المستورد: وضعية قصيرة	- يجب اتخاذ وضعية طويلة
الخطر: التخوف من ارتفاع قيمة العملة الأجنبية	- يجب شراء عقود في سوق المستقبليات

Source : Josette Peyrard : "Gestion financière internationale" 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 1999, p128.

من الجدول نلاحظ أن التحوط من خطر الصرف يتم عن طريق شراء أو بيع عقود في سوق المستقبلات، وفي هذا المجال يجب أن نشير إلى أن العقود في سوق المستقبلات يتم تداولها مقابل العملة المحلية، ففي سوق باريس يتم تداول هذه العقود بالعملة 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.

ثانيا-تحديد عدد العقود: سبق وأن بينا بأن العملات المتداولة في سوق المستقبلات يحدد لها مبلغ ثابت يمثل قيمة العقد، بحيث لا يمكن تداول إلا هذا المبلغ أو مضاعف دقيق له، على هذا الأساس فإن 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 بـ3 أشهر. من المعطيات السابقة، نلاحظ أن العملة الواجب التحوط منها هي الدولار الأمريكي، وللقيام بذلك في سوق المستقبلات، 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 المستقبلات هو 0.22 دولار لكل واحد يورو، فإن عدد العقود الواجب شراؤها يجب أن تترجم عند حلول أجل التسوية أي 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 التالية¹:

$$NC = VA / VC$$

حيث أن:

NC هو عدد العقود؛

VA قيمة الوضعية المراد التحوط منها؛

VC قيمة العقد في سوق المستقبلات .

من أجل تحديد عدد العقود يجب أولا البحث عن القيمة المقابلة لـ1 مليون دولار باليورو:

* الفرنك هو العملة المستخدمة في المثال، وتم استبدالها باليورو حتى يتمكن من استخدام عقد اليورو المعروف في الجدول رقم 16.

¹ Yves Simon : "Techniques Financières internationale", 4^{ème} édition, Economica, Paris, France, 1995, p332.

$$4\,545\,454,5 \text{ يورو} = \frac{1\,000\,000}{0,22}$$

عدد العقود الواجب شراؤها:

$$18,18 \text{ عقد} = \frac{4\,545\,454,5}{250\,000}$$

هذا يعني أن شراء 18,18 عقد يورو يسمح للمؤسسة بالتحوط من خطر الصرف، غير أن ذلك غير ممكن في سوق المستقبلية، لهذا فإن مدير المخاطر يجب عليه شراء 18 عقد.

ثالثاً- حل العملية: في أجل الإستحقاق، ومهما كان سعر الصرف المسجل، فإن المتعامل الإقتصادي سواء كان في وضعية طويلة أو قصيرة سوف يحصل أو يدفع المبلغ المحدد عند شراؤه وبيعه لعقد المستقبلية، على أساس أن الوضعيتين تنتج عنهما نتيجتين مختلفتين، فإن حققت إحدهما ربح حققت الأخرى خسارة، والعكس صحيح. ولمزيد من التوضيح، نأخذ معطيات المثال السابق، ونظيف لها معلومة سعر الصرف الحاضر 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 نقوم بحساب النتيجة النهائية لكل من الوضعية المالية في عقود المستقبلية والوضعية الابتدائية الناشئة عن العملية التجارية¹:

أ- على مستوى عقود المستقبلية:

شراء اليورو ب 0,22 دولار؛

بيع اليورو ب 0,24 دولار؛

الربح المحقق هو 0,02 دولار لكل 1 يورو.

أي أن عقود اليورو حققت ربح يقدر ب 0.02 دولار لكل 1 يورو وبالتالي فإن قيمة الأرباح بالدولار الأمريكي هي:

$$90\,909 = 0,02 \times 4\,545\,454,5 \text{ دولار}$$

و باليورو نتحصل على ربح يقدر ب-:

$$378\,787,5 = 90\,909 / 0,24 \text{ يورو}$$

ب- على مستوى الوضعية الابتدائية: نجد أن تحويل ناتج الصادرات على أساس سعر الصرف الحاضر 0,24 سينتج عنه مبلغ يقدر ب 4 166 666,7 يورو وبإضافة الأرباح المحققة في الوضعية المالية في سوق المستقبلية والمتمثل في 378 787,5 يورو نحصل على المبلغ المقدر في البداية والمتمثل في 4 545 454,5 يورو.

¹ Ibid, p334.

الفرع الخامس: مزايا وعيوب التحوط في سوق المستقبليات

يمكن تحديد مزايا وعيوب التحوط في سوق المستقبليات في النقاط التالية:

أولاً-المزايا: تتمثل مزايا التحوط في سوق المستقبليات فيما يلي:

- تسمح بتحديد أسعار الشراء والبيع في تواريخ محددة؛
- السعر يتم تداوله في السوق المنظم وهذا يضيفي على المعاملة الكثير من الشفافية؛
- يمكن للمتحوط أن يتخلص من العقد في أي وقت شاء "قابلية التداول"؛
- عدم وجود خطر الجهة المقابلة باعتبار أن غرفة المقاصة تحل محل المشتري والبائع في المعاملة وتصبح ضامنة لحسن سير العملية؛
- تدني تكلفة المعاملات.

ثانياً-العيوب: هناك سببين يحولان دون أن تكون المستقبليات تقنية تحوط مثالية¹: **السبب الأول** يكمن في أن الوضعية الابتدائية نادرا ما تكون مضاعف دقيق لقيمة العقد في سوق المستقبليات. أما **السبب الثاني** فيتمثل في عدم تطابق آجال استحقاق الديون والذمم مع الآجال المطبقة في سوق المستقبليات.

فعندما تتوافق تواريخ الإستحقاق ويختلف المبلغ المراد تغطيته مع القيمة الاسمية للعقد أو أحد مضاعفاتها، يكون التحوط في هذا السوق غير فعال. أما إذا اختلفت تواريخ الإستحقاق وتوافقت أم لا المبالغ المراد تغطيتها مع مضاعفات القيمة الاسمية للعقد، فهنا التحوط يكون معرض لما يعرف بخاطر الأساس. فعند الرجوع إلى مبدأ التحوط في هذا السوق، نجد الضمان الوحيد الذي يعطيه هو أن سعر العقد وسعر الصرف الحاضر في أجل الإستحقاق متساويين. السبب في ذلك أن سعر العقد هو دالة في معدلات الفائدة، التي تعتبر في علاقة طردية متناقصة عبر الزمن، مما يعني أن الأساس الذي يعرف بالفرق بين سعر العقد وسعر الصرف الحاضر طيلة فترة تداول العقد يزيد وينقص، بزيادة ونقصان معدلات الفائدة. غير أنه عند حلول الأجل ينعدم، فيتساوى نتيجة لذلك سعر الصرف الحاضر مع سعر العقد². إضافة لما سبق، يمكن تحديد بعض العيوب التي تعترى هذه التقنية نلخصها في الآتي:

- لا تسمح بالاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف؛
- التوحيد القياسي الذي يلازم هذه العقود يجعل من النادر أن تتوافق المبالغ والآجال المراد استخدامها مع الآجال المستخدمة في سوق المستقبليات؛

¹ Yves simon, **op.cit**, p333.

² Pascal Alphonse et autres : "**Gestion de portefeuille et marchés financiers**", édition Pearson Education, France, 2013, p 73.

- ينتج عن التعامل في سوق المستقبلات دفع الوديعة الإبتدائية وأيضاً مبالغ إضافية ناتجة عن طلبات إعادة تشكيل هذه الوديعة كلما حقق العقد خسائر؛
- عدد قليل من العملات يتم تداولها في هذا السوق؛
- منتج يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة.

المطلب الرابع: عقود المبادلة

تعتبر عقود المبادلة إحدى أنواع المنتجات المشتقة التي يتم تداولها حصرياً في السوق الحر، ودراستها تسمح لنا بفهم المواضيع غير التقليدية في الأدوات المالية والإستثمارات وتدفقات رؤوس الأموال، بالإضافة إلى الكيفية التي يتم التحوط بها من مخاطر الأسواق. إذن بعد تعريف هذه العقود سننتقل إلى دراسة عقود المبادلة على الصرف والعملة الأجنبية واللذان يعتبران من التقنيات المستخدمة للتحوط من خطر الصرف.

الفرع الأول: ماهية عقود المبادلة

سنحاول بعد تعريف عقود المبادلة إعطاء نبذة عن ظهور وتطور هذا السوق إلى جانب عرض أهميته ومختلف الأصول المالية والعينية التي تكون محل تداول في السوق.

أولاً-تعريف عقود المبادلة: يمكن تعريف عقود المبادلة بأنها من المشتقات التي يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة (OTC)، يتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لفترة محددة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يتخيله الطرفان¹. من التعريف السابق نلاحظ أنه يحدّد هذه العقود في المبادلة المالية، غير أن الأصل محل هذه العقود قد يكون ذا تدفق نقدي كمبادلة العملة وأسعار الفائدة، أو ذا تدفق غير نقدي، كمبادلة السلع وحق الملكية، وفي هذا الإطار نجد أن هناك من يرى بأن عقود المبادلة هي عبارة عن عقد بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية وغير النقدية، كمبادلة حق الملكية أو الأسهم العادية، السلع، العقارات والرهنانات خلال مدة دورية يتفق فيها الطرفان على عقد المبادلة، وبطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد².

وباعتبار أن التعريف الأول لا يتماشى مع كل أشكال عقود مبادلات، فسوف نعتمد على التعريف الثاني لتحديد مفهوم عقود المبادلة، من حيث أنها عبارة عن مشتقات يتم تداولها حصرياً في الأسواق غير المنظمة، ونتج 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 ينتهي التزامهم بمجرد نهاية المدة المحددة.

¹ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص167.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 595 - 596.

ثانياً-نبذة تاريخية عن ظهور عقود المبادلة: يعتبر أول عقد مبادلة حدث ما بين البنك الدولي وشركة IBM، في أوائل سنة 1979، والذي أتاح للطرف الأول الحصول على الفرنك السويسري دون الحاجة للتعامل في سوق النقدي السويسري¹. ونتج عن هذه التجربة، ظهور الهيئة الدولية لتجارة المبادلة، والتي تغيرت تسميتها فيما بعد إلى هيئة المشتقات والمبادلة الدولية International Swaps and Derivatives Association (I.S.D.A) والتوقيع على أول اتفاقية لتقنين عمليات المبادلة وتنظيمها.

في سنة 1981، حدثت 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 نمواً في العالم، حيث وصلت هذه النسبة في بعض السنوات إلى 100%.

ثالثاً-أنواع عقود المبادلة: تشمل عقود المبادلة معظم المنتجات²:

أ-مبادلات أسعار الفائدة: وهي تلك العقود التي تهتم بمبادلة أسعار الفائدة الثابتة مع أسعار الفائدة العائمة؛
ب-مبادلات العملات: في هذه العقود يتفق طرفان على تبادل مبلغين بعملتين مختلفتين على أساس القيام بالعملية العكسية في الأجل؛

ج-مبادلات الإحلال: وهي ترتبط بتوقعات العوائد المتولدة خلال فترات قصيرة الأجل وبالمخاطر المترتبة على تحقيق هذه التوقعات: فتعمل المبادلة المعنية على توزيع الإختلالات (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 الإسمية، وكذلك كأسلوب لتجاوز الإختلالات المذكورة، وهنا تعتمد مكاسب رأس المال على التحول نحو سند بعائد أكبر، من خلال الإستفادة من بعض الإستثناءات المؤقتة في السوق بالنسبة للعائد الموزع بين أصول متعادلة (من حيث الكوبون والنوعية وفترة التسديد)؛

د-مبادلات السلع: حيث يكون محل التبادل في هذه العقود سلع.

كما أن هناك أنواع أخرى من المبادلة مثل مبادلات الضرائب، خيارات المبادلة، مستقبلات المبادلة، والنوعين السابقين يندرجان فيما يعرف بالمنتجات الهجينة.

رابعاً-أهمية عقود المبادلة: يمكن تحديد النقاط التي تلخص لنا أهمية عقود المبادلة فيما يلي:

- طول أجل استحقاق عقود المبادلة، الذي قد يصل إلى 15 سنة³، يجعل منها منتجات مرغوبة من قبل العديد من المستثمرين؛

¹ نفس المرجع ص 617.

² هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 171-172.

³ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 599.

- عقود المبادلة تسمح للشركات من الحصول على تمويل في بعض الدول التي تقيد حرية حركة رؤوس الأموال؛
- تمكن عقود المبادلة من التحوط من مخاطر السوق، فمثلا العقود التي تربط معدلات الفائدة المعمومة بمعدلات الفائدة الثابتة، تزيد من حالة التأكد بالنسبة للإلتزامات المستقبلية، خاصة وأنها تسهم في تعديل المحفظة الإستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للسوق؛
- إن الأطراف المعنية بعقود المبادلة، تدخل في هذه العقود، عندما تتوفر لدى كل منها وبشكل مستقل ميزه نسبية (في نوع السعر إن كان ثابتا أو معوما)، وبالتالي فإن العوائد المالية المتوقعة تعود بالفائدة على كافة الأطراف.

الفرع الثاني: عقود مبادلة النقود

كما ذكرنا 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.

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

أ-تعريف عقود مبادلة الصرف: يمكن تعريف عقود مبادلة الصرف بأنها صفقة مالية يتعهد من خلالها الطرفين على تبادل عملات أجنبية اليوم (مثلا فرنك فرنسي مقابل دولار) بسعر الصرف الحاضر، وتبادل نفس العملات، عملية عكسية (دولار مقابل فرنك فرنسي) في أجل الإستحقاق ثلاثة أشهر، سنة، بسعر الصرف الآجل، أو بسعر صرف آخر متفق عليه مسبقاً¹. 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 مبلغتي العملتين، والتي تقيم على أساس سعر الصرف الحاضر²، أو بسعر قريب جدا منه³. أما العملية الثانية والتي تتم في تاريخ لاحق فسوف يستخدم فيها سعر الصرف الآجل.

ب-أنواع عقود مبادلة الصرف: على العموم نميز بين⁴:

- 1-عقد مبادلة مقرض للعملة الأجنبية:** وهي توافق بيع العملة الأجنبية في السوق الحاضر وشراءها الآجل.
- 2-عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية:** وهي توافق عملية شراء العملة الأجنبية في السوق الحاضر وبيعها الآجل.

¹ Patrice Fontaine : "Gestion du risque de change", édition Economica, Paris, France, 1996, p 60.

² G.Dagonet et M.Louvet, **op.cit**, p 64.

³ Nicolas Wapler, **Trésorerie et cambisme, 20 leçons et exercices informatisés lisibles sous Windows, Avec 2 disquettes, op.cit**, p 30.

⁴ Laurence Abadie et Catherine Mercier-suisse, **op.cit**, p176.

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

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

الجدول رقم (19): تسعير عقد تبادل الصرف

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

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

الجدول السابق يلخص لنا طرق التسعير المستخدمة في عقود مبادلة العملة الأجنبية. الطريقة الأولى تعتمد على الإعلان المباشر عن سعر الصرف الآجل الذي يكون أساس انجاز 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 تكفي 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 التالي⁷:

$$\text{النقط لمدة معينة} = x-y$$

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 النقط⁸:

⁷ Patrice Fontaine : "Gestion du risque de change", Edition Economica, France, 1996, p64.

⁸ Nicolas Wapler, Trésorerie et cambisme, 20 leçons et exercices informatisés lisibles sous Windows, Avec 2 disquettes, op.cit, p59.

$$PTS = \left[CC \frac{(T_{mon} - T_{dev})}{1 + \frac{T_{dev} * J}{36000}} \frac{J}{36000} \right]$$

وعلى أساس انعدام خطر الجهة المقابلة في عقود المبادلة، نجد ان معدلات الفائدة المستخدمة في الحالات التطبيقية تكون أفضل بمقدار 1/16 عن تلك المستخدمة في السوق النقدي. عند قراءة نقط عقد المبادلة يمكن مصادفة حالتين⁹:

-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.

ثانياً-عقود مبادلة العملة الأجنبية: من خلال عقد مبادلة العملة الأجنبية، يتفق الطرفان على مبادلة قرضين بعملتين مختلفتين، بحيث يتم تبادل مبلغ القرضين في المرحلة الأولى، ثم تبادل الفوائد والأقساط كلما حل أجل الإستحقاق². ولقد ظهر هذا النوع من العقود كوسيلة للإلتفاف على الرقابة الصارمة التي فرضتها السلطات النقدية في بعض الدول على حركة رؤوس الأموال في سنوات الستينيات، للحد من عمليات المضاربة على عملاتهم المحلية.

ولم تكن عقود المبادلة في تلك الفترة قد حدثت بالشكل الذي نعرفه الآن، بل أخذت أشكال أخرى مثل القروض المتوازنة* *parallel loans* أو *back to back loans*. وتعني هذه القروض قيام شركة أمريكية مثلاً باقتراض الدولار في السوق النقدي الأمريكي وإقرضه لفرع شركة بريطانية في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي المقابل تقوم الشركة الأم البريطانية باقتراض الجنيه من السوق النقدي البريطاني وتقرضه لفرع الشركة الأمريكية في بريطانيا، بنفس شروط الإقراض. ولقد مكن هذا النوع من القروض، المؤسسات الدولية من الإلتفاف عن القيود المفروضة من قبل السلطات النقدية خصوصاً ما تعلق منها بالحصول على القروض³.

ولقد اعترضت هذه الطريقة بعض العيوب والمشاكل يمكن حصرها في⁴:

- صعوبة إيجاد الطرف الآخر للتعامل معه في إطار قرض متوازي؛

- إمكانية إخلال أحد الفروع بالتزاماته (خطر الجهة المقابلة)؛

⁹ Patrice Fontaine, *op.cit*, p64.

² Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah , *op.cit*, p225.

* إتمدنا على الترجمة المتوفرة في قاموس الأسواق والأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.232

³ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص.614.

⁴ Aimé Scannavino : "*Marchés Financiers Internationaux*", édition Dunod, Paris, 1999, p55.

- إن القروض تظهر في حسابات الشركة الأم وفروعها، مما يؤدي إلى التأثير على وضعها الائتماني ومن ثم على مقدرتها على الإقراض في المستقبل.

ولقد كانت عقود المبادلة، بشكلها الجديد، حل لمعالجة مشكلتين أساسيتين، الأولى أن عدم تمكن أحد الطرفين من الوفاء بالتزاماته يجعل الطرف الآخر في حل منها، والثاني أن هذه العمليات تسجل خارج الميزانية مما يجعلها لا تؤثر على الوضعية الائتمانية للطرفين.

وقد يأخذ عقد مبادلة العملة الأجنبية ثلاثة أشكال¹:

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

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

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

ويختلف عقد مبادلة العملة الأجنبية عن عقد مبادلات الفائدة، من حيث أن الأول يشترط اختلاف العمليتين أما الثاني فيشترط اختلاف معدلات الفائدة. ولفهم آلية تنفيذ عقد مبادلات العملة الأجنبية والهدف منها، نعطي مثال عن شركة فرنسية XYZ قامت بإصدار سندات بالدولار في سوق السندات الدولية وهي بحاجة إلى اليورو، في نفس الوقت هناك شركة هولندية ABC قامت بإصدار سندات باليورو وهي في حاجة إلى الدولار لتمويل مشاريعها في الولايات المتحدة الأمريكية.

وبعيدا عن مناقشة التساؤل حول سبب قيام الشركتين بالإقراض بالعمليتين سابقتي الذكر، والذي يمكن حصره في مزايا كل شركة في سوق معين، نجد أن السبيل الوحيد لتلبية حاجات المؤسسات هو قيامهما 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 الإتفاق عليه في البداية، وفي المرحلة الأخيرة يقوم الطرفين بتبادل رأس المال على أساس سعر صرف محدد مسبقا².

¹ Yves Simon et autres, **op.cit**, p 32.

² Dov Ogien : "**Pratiques des marchés financiers**", 3^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2010, p291.

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 (بسبب التنقيط)، والثاني لإدارة خطر الصرف في المدى الطويل.

الفرع الثالث: حجم سوق عقود المبادلة

تمثل عقود المبادلة أهم منتج من حيث التداول في سوق الصرف حيث أن نسبته إلى حجم التداول الإجمالي تزيد عن 42.69% حسب إحصائيات سنة 2013¹، ولقد عرف هذا السوق خصوصاً فيما يتعلق بعقود مبادلة الصرف تطوراً كبيراً في السنوات الماضية بسبب انتشاره الواسع في العديد من الدول وسهولة التعامل به وانخفاض مخاطره، ويمكن توضيح هذا التطور وفقاً للجدول التالي:

الجدول رقم (20): تطور حجم التداول اليومي في سوق عقود المبادلة بين سنتي 1995 و 2013

الوحدة: مليار دولار

السنة	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
عقود مبادلة الصرف	546	734	656	954	1714	1759	2228
عقود مبادلة العملة	4	10	7	21	31	43	54

Sources:

1- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007", Basel, Switzerland, December 2007, p 4, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, p 9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول نلاحظ أن عقود مبادلة الصرف هي الأكثر أهمية من حيث التداول مقارنة بعقود مبادلة العملة، فنسبة هذه الأخيرة إلى إجمالي عقود المبادلة المتداولة لا تزيد عن 2.42%. ولقد عرفت عقود مبادلة الصرف تطوراً كبيراً قدرت نسبة نموه السنوية المتوسطة خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2013 بـ 15.53%، وهي نسبة جيدة إلا أنها تبقى ضعيفة مقارنة بنسبة نمو سوق الصرف الآجل. بالنسبة لعقود مبادلة العملة نلاحظ أن نسبة نموه كبيرة، إلا أن حجم التداول يبقى ضعيف جداً، خصوصاً إذا علمنا أن هذا المنتج يعتبر من بين المنتجات القليلة المستخدمة للتحوط من خطر الصرف في المدى الطويل، ويرجع ضعف مساهمة هذا السوق إلى ارتباطه بتبادل قروض دولية وبحركة رؤوس الأموال وهي مقيدة في العديد من الدول.

¹ Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

الفرع الرابع: 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 المنتج في التحوط من خطر صرف الصفقة، سواء لصاحب الوضعية القصيرة أو الطويلة.

أولا-طريقة التحوط في وضعية طويلة: سبق وأن قمنا بتحديد أنواع عقود المبادلة في كل من عقد مبادلة مقرض للعملة الأجنبية وعقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية، وكل منهما يستخدم في التحوط من وضعية صرف معينة. بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة (المصدر) فيجب عليه 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 1مليون يورو إلى فرنسا بتاريخ 15 جانفي، ومنحت المستورد الفرنسي ائتمان تجاري لـ6 أشهر. فإذا أرادت التحوط من خطر الصرف باستخدام عقود المبادلة، عليها أن تستخدم عقد مبادلة مقترض للعملة الأجنبية. فإذا كانت الأسعار في كل من السوق الحاضر والآجل بالشكل التالي:

سعر الصرف الآجل

$$\text{EUR/DZD} = 0,2400 - 0,2460$$

سعر الصرف الحاضر

$$\text{EUR/DZD} = 0,2200 - 0,2290$$

في حالة المثال، نجد أن المؤسسة الجزائرية تقوم بتسليم البنك مبلغ 4 366 812,2 دينار جزائري المحسوب على أساس سعر الصرف البائع وتحصيل واحد مليون أورو، ثم بعد ستة أشهر تسلم البنك مبلغ مليون أورو وتحصل مبلغ 4 166 166.6 دينار جزائري، وتم حساب المبلغ الأخير باستخدام سعر الشراء الآجل. وعند قيامها بالعمليات السابقة نجد أن المؤسسة الجزائرية قد تخلصت من خطر الصرف بعد تثبيت المبلغ الذي ستحصل عليه بعد ستة أشهر.

ثانيا-طريقة التحوط في وضعية قصيرة: عكس ما تم تفصيله في النقطة السابقة سيطبق على الوضعية القصيرة، حيث أن المستورد سوف يقوم بإنجاز عقد مقرض للعملة الأجنبية، والذي يعني إعطاء العملة الأجنبية مقابل الحصول على العملة المحلية (أو المرجعية) في المرحلة الأولى، والقيام بالعملية العكسية في المرحلة الثانية.

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 1 000 000 يورو مقابل 4 545 454,5 دينار جزائري، وفي الأجل تسترجع 1 000 000 يورو مقابل 4 065 040,65 دينار. وتكون بهذا الشكل قد تحوطت من خطر الصرف على أساس أن المبلغ الذي سيدفع بعد ستة أشهر يكون معلوم.

الفرع الخامس: 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، كالتأثيرها على الخزينة وضرورة المتابعة الدورية¹.

أولا-المزايا: تتمثل المزايا في:

- تتميز عقود المبادلة بمرونة كبيرة مما يجعلها تتلاءم مع الحاجات الخاصة بالمتعاقدين؛
- تكلفة متدنية؛
- تعتبر أداة هامة (عقود مبادلة العملة الأجنبية) لإدارة خطر الصرف في المدى الطويل.

ثانيا-العيوب: تتمثل العيوب في التالي:

- يبقى خطر الجهة المقابلة موجودا خصوصا في الفوائد؛
- تتطلب المتابعة المستمرة من قبل المتحوط؛
- 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.

المطلب الخامس: الخيارات

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

¹ Hubert De la Bruslerie, *op.cit*, p477.

الفرع الأول: ماهية الخيارات

في هذه النقطة سنحاول التعريف بالخيارات تحديد أنواعها وخصائصها وإعطاء نبذة عن نشأتها.

أولاً-تعريف الخيارات: الخيار لغة مشتق من كلمة اختيار، وهو طلب خير الأمرين، إما المضي فيه أو فسخه. واصطلاحاً، يعني عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع أصل معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين¹. ما يؤخذ على هذا التعريف، أنه لم يذكر المقابل الذي يقدمه حامل الخيار نظير الحق الذي يستفيد منه، وهو ما يسمى علاوة أو سعر الخيار، إضافة إلى عدم إشارته إلى مكان تداول هذا المنتج. لهذا سندرج تعريف ثاني يعتبر الخيارات بأنها 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 الخيار².

فبالرغم من أن هذا التعريف خاص بخيارات الأسهم، إلا أنه أضاف خاصيتين أساسيتين لمفهوم الخيارات، الأولى تتمثل في تبين طبيعة هذه المنتجات من حيث انتمائها للمشتقات، والثاني وجود سعر يسمى العلاوة تدفع من المشتري للبائع مقابل الميزة التي استفاد منها.

ولقد عرف خيار الصرف بأنه عقد قانوني يعطي حامله الحق وليس الضرورة في شراء أو بيع عملات بسعر محدد خلال فترة زمنية تحدد عادة بثلاثة شهور، أو يمكن تعريفه 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 الخيار³. وعقود الخيارات هي عمليات آجلة وعمليات مستقبلية، العقد واستلام العملات بالسعر المتفق عليه أو التخلي عن العملية مقابل علاوة غير قابلة للرد يدفعها المشتري للبائع مقدماً عند التعاقد⁴.

من خلال العناصر المتضمنة في التعريفين السابقين، يمكن استنباط تعريف شامل لخيارات الصرف، باعتبار أنها عقود مشتقة يتم تداولها في السوقين المنظم والحر تعطي لأحد الطرفين (المشتري) الحق بشراء أو بيع العملة الأجنبية بسعر محدد خلال مدة معينة أو تاريخ معين مقابل حصول الطرف الآخر (البائع) على علاوة، ومهما تنوعت التعريفات وتعددت ففي النهاية تتفق على أن الخيار:

– **عقد بين طرفين:** فالخيار عقد تتلاقى فيه جهتين (بسبب اختلاف نظرة كل طرف للتطورات المستقبلية لأسعار الأصل محل التداول في السوق الحاضر) أحدهما يكون مشترياً للحق والثاني بائعاً له؛

¹ سعيد توفيق عبيد: " الإستثمار في الأوراق المالية "، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1999، ص453.

² أرشد فؤاد التميمي: "الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010 ص350.

³ نجيب سمير خريس: "المتاجرة في العملات، تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص118.

⁴ مدحت صادق: "النفود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1997، ص164.

- يعطي حامله الحق: فحامل الخيار هو الذي يقرر التنفيذ من عدمه، ويعرف هذا الطرف بالمشتري وما على الطرف الثاني إلا التنفيذ؛
- شراء أو بيع: بمعنى أن الخيار يتفرع إلى خيار شراء وخيار بيع؛
- أصل: ونقصد به الأساس الذي يشتق منه الخيار وقد يتمثل الأصل في السندات، الأسهم، المؤشرات، أسعار الفائدة، العملات، السلع، المعادن وهذا يعني أن الخيارات لم تترك أصل إلا وتناولته؛
- سعر محدد: بمعنى أن الاتفاق يجب أن يتضمن سعر، ولا يترك المجال مفتوحاً أمام المشتري، فهذا الأخير بمقارنة السعر المتفق عليه مع السعر في السوق الحاضر يأخذ قراره بالتنفيذ أو عدمه، لهذا يدعى هذا السعر بسعر التنفيذ؛
- خلال مدة معينة أو تاريخ معين: ونقصد به المدة التي ينفذ ضمنها الخيار، ويؤخذ عادة بالمدة للتفريق بين الخيارات الأوروبية والأمريكية؛
- العلاوة: وهي المبلغ الذي يقبضه البائع نظير منحه ذلك الامتياز للمشتري وهناك من يسمي العلاوة "سعر الخيار"، وتعتبر العلاوة غير قابلة للإسترداد بعد الإتفاق على المعاملة ما بين البائع والمشتري.

ثانياً-نبذة تاريخية عن نشأة الخيارات: تعود نشأة الخيارات إلى وقت مبكر من العام 1900 عندما قامت مجموعة من المؤسسات بإنشاء جمعية الوسطاء وسماسة خيارات البيع والشراء¹. ومثلت هذه الجمعية الحاضنة الأساسية لتطور أسواق الخيارات، إذ كان باستطاعة أي عضو فيها أن يجد بائع لمن يرغب بشراء الخيار، وكان يمكن له أيضاً أن يكون سمسار يتوسط في أي معاملة تتم بين طرفين، أو يتخذ مركز مفتوح في الصفقة.

غير أن المتاجرة بالخيارات في سوق مالية خاصة بها، لم يحدث إلا في 26 أبريل 1973 عندما أنشئت بورصة شيكاغو لتداول الخيارات² وتم فيها تداول خيارات الشراء في بداية الأمر، ليتم إدراج خيارات البيع في جوان 1977. وبهذا الانجاز أصبح سوق شيكاغو نموذجاً تحذني به بقية الأسواق لتداول مثل هذه المنتجات باعتبار أنه وفر الأطر المعيارية الضرورية للتداول.

بداية السوق كانت مع السلع لإتاحة الإمكانية للمنتجين ببيع سلعهم ومنتجاتهم بالأسعار التي يرتضونها³، 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 معاً⁴. سواء في الأسواق المنظمة أو الحرة ولم يتم إدراج خيارات الصرف إلا في سنة 1982 بشيكاغو.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص346.

² سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص458.

³ حنفي عبد الغفار: "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص407.

⁴ منير إبراهيم هندي: "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص573.

ثالثاً-عناصر عقد الخيار: هناك العديد من العناصر والمكونات الأساسية لعقد الخيار والتي لها تأثير مباشر على قيمة العقود، نذكر منها، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، القيمة السوقية للأصل، مشتري العقد ومحرر العقد¹.

أ-الأصل محل الخيار: وهي السلعة التي من أجلها جرى عقد الخيار، ويشترط فيها بيان النوع والكمية.

ب-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 تاريخ التنفيذ، ويعتبر سعر التنفيذ من بين العناصر المحددة لقيمة العلاوة².

ج-تاريخ التنفيذ: عقد الخيار عقد مؤقت بمدة معينة، وآخر يوم منها هو ما اصطلاح عليه ب"تاريخ التنفيذ"، أي تنفيذ الصفقة التي من أجلها عُقدَ الخيار، وبعد هذا التاريخ تصبح القيمة الزمنية للخيار صفرية³. وبالنظر إلى أحقية مالك الخيار في تنفيذ خياره طيلة مدة صلاحيته أو عدم تمكنه من ذلك إلا في آخر يوم، ينقسم الخيار إلى نوعين، خيار أوروبي وخيار أمريكي.

د-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 ينفذ⁴.

ويعتبر تحديد قيمة سعر الاختيار مهم جدا، كون معقوليته وملاءمته يعتبران عاملا هاما في التسويق لعقود الخيارات والاستفادة من مزاياها، ما دفع الإقتصاديين لبذل جهود كبيرة لصياغة المعادلات الرياضية التي تسمح بحساب هذا السعر، ولقد طور العالمان **ميرون سكولز** و**فيشر 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 للتسعير⁵.

¹ محمد صالح الحناوي وطارق الشهراوي: "الإستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2012، ص257-258.
² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص1007.

³ منير إبراهيم هندي: " الفكر الحديث"، مرجع سبق ذكره، ص604.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص185.

⁵ محمد محمود حبش: "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: تطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، بنك الأردن، 1998، ص205.

رابعاً-العوامل المؤثرة في تحديد قيمة العلاوة: فيما يلي عرض للعوامل المؤثرة في تحديد القيمة العادلة لثمن الإختيار:

أ-**سعر التنفيذ:** تختلف العلاقة بين سعر التنفيذ وسعر الإختيار، وفقا لنوع الخيار شراء أو بيع.

- **بين سعر التنفيذ وخيار الشراء:** العلاقة بينهما عكسية، فكلما ارتفع سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للسهم تنخفض قيمة العلاوة، وكلما انخفض سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية ترتفع قيمة العلاوة.

- **بين سعر التنفيذ وخيار البيع:** العلاقة بينهما طردية، فكلما ارتفع سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للأصل ترتفع قيمة العلاوة، وكلما انخفض سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للأصل، تنخفض قيمة العلاوة¹.

والخلاصة أنه كلما تضاءلت فرص تنفيذ العقد كلما انخفضت درجة المخاطرة بالنسبة لبائع حق الخيار، وكلما انخفضت العلاوة المدفوعة مقابل المخاطرة².

ب-**مدة العقد:** يعتبر طول مدة العقد عاملا رئيسا في تحديد السعر والثمن، فالخيار عقد يراهن على التغيرات التي تطرأ على سعر السلعة التي لأجلها أنشئ، ولا جدال في أن طول مدته كفيلا بحدوث التغيرات المرجوة.

على أساس ذلك فإن قام مستثمر بشراء عقود خيار متنوعة مختلفة الأمد فإنه من الطبيعي أن تكون العقود الطويلة الأمد أعلى سعرا من العقود ذات الأمد القصير أو المتوسط، أضف إلى ذلك كله أن طول المدة تزيد من حجم المخاطرة، والقاعدة أن زيادة المخاطر تستوجب زيادة العائد³.

ج-**تقلبات الأسعار:** إن سرعة تقلب الأسعار وتذبذبها، مؤشر حقيقي لزيادة فرص مشتري الخيار بتحقيق عوائد مرتفعة، الأمر الذي يعني احتمالية أكبر في تنفيذ الخيار وتحصيل الأرباح. وعلى أساس ما سبق، نجد أن المستثمر إذا اشترى عقد خيار، فإنه عادة يستخرج البيانات المالية ويقوم بتقدير مدى تذبذب الأسعار خلال الفترات الماضية ويقوم باختيار الأصول التي تميزت خلال الفترة الماضية بتقلبات مرتفعة.

وعليه فإن سعر الخيار يتناسب طرذا مع حجم التقلبات الواقع في الأسعار، فإن كانت التقلبات كبيرة نجد أن البائع يطالب بثمن مرتفع يتناسب مع حجم المخاطرة التي يتحملها، وإن كانت التقلبات ضعيفة فسوف يطالب بسعر أقل لوجود مخاطرة أقل منه⁴.

د-**فروقات معدلات الفائدة بين العملات المتبادلة:** لسعر الفائدة تأثير كبير على اتجاه سعر العملة، ولهذا فإن توقعات تحركات أسعار الفائدة المستقبلية تؤثر على اتجاه سعر العملة وبالتالي يؤثر على سعر الخيار⁵.

هـ-**العرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيار:** كلما ارتفع الإقبال على سلعة ما ارتفع ثمنها، فالقاعدة أن الثمن تابع للرغبات، وعكس ذلك صحيح أيضا فكلما قل الإقبال قل ثمن الخيار أيضا.

¹ منير إبراهيم هندي: "الفكر الحديث"، مرجع سبق ذكره، ص602.

² سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص186.

³ محمد محمود حبش، مرجع سبق ذكره، ص210.

⁴ سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص426.

⁵ محمد محمود حبش، مرجع سبق ذكره، ص210.

خامسا-أنواع الخيارات: يمكن استخلاص الأنواع المختلفة للخيارات من خلال مدلول الخيار ومفهومه، فالقول بأنه عقد بين طرفين 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.

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

1-خيارات الشراء: يعتبر خيار شراء كل خيار يمنح لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين بسعر 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-خيارات البيع: يعتبر الخيار خيار بيع إذا كان موضوعه تملك مشتريه حق بيع أصل معين بسعر معين وكمية معينة وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة مقابل مدفوع للبائع الذي يلتزم بشراء الأصل في حالة تنفيذ المشتري لخياره².

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 أن المستثمرين يلجؤون عادة إلى شراء عقود خيار الشراء في حالة توقعهم حدوث ارتفاع في مستوى أسعار الأصول المشمولة في تلك العقود، وعلى العكس يلجؤون إلى شراء عقود البيع في حال توقعهم هبوط في مستوى أسعار تلك الأصول.

ب-الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية: بالأخذ بعين الاعتبار موعد التنفيذ، نميز بين نوعين من الخيارات³:

1-الخيارات الأوروبية: يكون العقد خيار أوروبيا إذا كان مالكة ليس له سلطة ممارسة حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه إلا في آخر يوم من مدة الاختيار، والذي اصطلح على تسميته بتاريخ التنفيذ.

2-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.

¹ محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، مرجع سبق ذكره، ص259.

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

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

الفرع الثاني: مكان تداول الخيارات

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

أولاً-السوق المنظم: توفر السوق المنظمة الإطار المادي للمتاجرة بالخيارات وفق قواعد وتشريعات تضمن القابلية التسويقية للعقود المنفذة من قبل المستثمرين. وتعد بورصة شيكاغو كما سبق وأشرنا إليها أول بورصة منظمة وفرت الأطر المعيارية لعقود خيارات الأسهم. وتحدد البورصة متطلبات التداول بالأسهم المؤهلة لتكون محل عقد خيارات من جانب وكذلك تحدد الخيارات المسموح التداول عليها في السوق من جانب آخر، سواء على صعيد فئة الخيارات أو تسلسل الخيار ضمن الفئة المحددة والتي يكون لها سعر تنفيذ ومدة نفاذ واحدة¹.

ويتم المتاجرة في السوق المنظم لعقود الخيارات وفق أطر معيارية فيما يتعلق بحجم العقد أسعار التنفيذ وأيضاً تاريخ التنفيذ، وتنطبق عليها جميع القواعد والشروط النافذة في شأن التعامل بالخيارات ومواعيدها وأسعارها وآجالها وتسوياتها وإدارة الهامش التأميني فيها².

ثانياً-السوق الحر: كما تدل عليه التسمية فإن الإتفاق على أركان العقد وشروطه تكون ما بين البائع والمشتري، المعيار الوحيد الذي يؤخذ بعين الإعتبار هو حاجة الطرفين ومصالحتهما. وما يميز هذا السوق عن السوق المنظم، أن معظم العملات الرئيسية يتم تداولها، كما لا يوجد تسقيف لحجم العقد الذي قد يصل في بعض الأحيان إلى أكثر من مليون دولار، ونفس الشيء يقال عن أجل الإستحقاق الذي يتحدد على أساس حاجة المشتري³.

الفرع الثالث: حجم سوق الخيارات

من حيث حجم التداول نجد أن الخيارات تحتل الرتبة ما قبل الأخيرة في السوق الحر بحجم تداول لا يتعدى 337 مليار دولار يومياً وهو ما يمثل 6.3% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق الصرف حسب إحصائيات سنة 2013، كما أنها تأتي بعد سوق المستقبلات في السوق المنظم بواقع حجم تداول سنوي لا يزيد عن 3.02 تريليون دولار.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص347.

² خالد وهيب الراوي: "العمليات المصرفية الخارجية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص441.

³ محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص553.

الجدول رقم (21): تطور حجم التداول اليومي للخيارات المتداولة خارج المقصورة بين سنتي 1995 و2013

الوحدة: مليار

السنة	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
حجم التداول	41	87	60	119	212	207	337

Sources :

1- Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, p 9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007**", Basel, Switzerland, December 2007, p 4, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

الإحصائيات السابقة تبين النمو الكبير الذي عرفه سوق الخيارات منذ سنة 1995 من خلال ارتفاع حجم التداول اليومي من 41 مليار دولار في سنة 1995 إلى أكثر من 337 مليار دولار في سنة 2013، وهو ما يمثل نسبة نمو سنوية تقدر بـ 37.99%. ولقد عرف نمو سوق الخيارات بعض الإستثناءات كانخفاضه في سنة 2001 للأسباب التي تم ذكرها في الفصل السابق، وأيضاً تأثر هذا السوق بأزمة 2009 حيث عرف انخفاض بأكثر من 5 مليار دولار كحجم تداول يومي.

أما فيما يخص العقود المتداولة في السوق المنظم فعرفت هي الأخرى نمواً مماثلاً حيث أنها انتقلت من 211.8 مليار دولار كحجم تداول سنوي سنة 2000 إلى أكثر من 3 تريليون دولار سنة 2013، ويمكن توضيح تطور الحجم السنوي لتداول الخيارات في السوق المنظم في الجدول التالي:

الجدول رقم (22): تطور حجم التداول السنوي للخيارات في السوق المنظم بين سنتي 2000 و2013

الوحدة: ألف مليار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
حجم التداول	0.21	0.35	0.42	0.49	0.59	0.94	1.12
اجمالي السوق	66.45	148.36	191.31	249.16	312.07	402.59	546.47
السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
حجم التداول	2.140	2.78	1.98	3.05	2.53	2.38	3.02
اجمالي السوق	702.17	665.80	533.63	606.66	635.63	408.63	467.38

المصدر: من اعداد الباحث على أساس تقارير إحصائية متنوعة صادرة عن بنك التسويات الدولية والمتوفرة في الموقع التالي:

<http://www.bis.org/statistics/index.htm>

تعتبر نسبة حجم تداول خيارات الصرف متدنية ولا تزيد عن 0.66% من حجم التداول الكلي حسب إحصائيات 2013، من حيث النمو نجد أنه يتميز بنسب نمو مرتفعة قدرت في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013 بأكثر من 94.8%، وهي من أكبر النسب المسجلة في الأقسام المختلفة لسوق الصرف، والسبب وراء

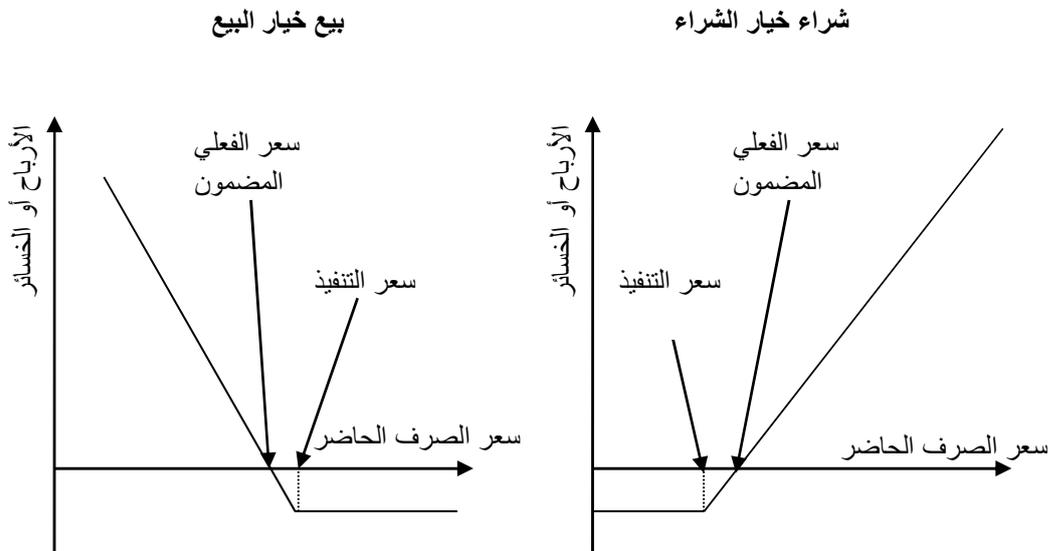
ذلك بداية تداول هذه المنتجات في العديد من الدول الناشئة. ومثله مثل سوق المستقبلية، فإن هذا السوق تأثر كثيرا بأزمته سنة 2009 و2010، حيث أن الانخفاض الذي حدث بسبب هاتين الأزمته لم يتم تداركه في سنة 2013 أين بقي حجم التداول أقل من الحجم القياسي المسجل في سنة 2010.

الفرع الرابع: 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 الأوربي أو خلال كل المدة بالنسبة للخيار الأمريكي. ويمكن استخدام هذا المنتج للتحوط من خطر الصرف الأكيد وخطر الصرف الشرطي¹، وقبل التطرق للاستراتيجيات المختلفة التي يمكن أن تستخدمها المؤسسات يجب أن نتطرق لمفهوم سعر الصرف الفعلي المضمون.

أولاً-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 (22): السعر الفعلي المضمون في خيار الشراء وخيار البيع



Source: Josette Peyrard: "Gestion financière internationale" 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 1999, pp127-128.

¹ Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah, *op.cit*, p 284.

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

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

حيث أن:

PM هي عتبة المردودية أو السعر الفعلي المضمون؛

PE سعر التنفيذ؛

P العلاوة.

ثانياً-التحوط من خطر الصرف الأكيد: لتوضيح كيفية إستخدام الخيارات في التحوط من خطر الصرف الأكيد سنميز بين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة.
أ-الوضعية الطويلة: للتحوط من الوضعية الطويلة يجب شراء خيار بيع العملة الأجنبية أو بيع خيار شراء العملة الأجنبية:

1-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 عن سعر الصرف الفعلي المضمون. وعلى سبيل التوضيح نعطي المثال التالي الخاص¹ 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 (23) نجد حالتين ممكنتين في أجل الإستحقاق:

-الحالة الأولى: سعر الصرف الحاضر في أجل الإستحقاق 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 113 836,36 يورو. وبخصم العلاوة نجد أنه يحصل على مبلغ 111 390,06 يورو، وهو أكبر مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في الأجل.

¹ CBC banque: "Professionnel, Risque de change", disponible sur le site internet de CBC Banque, www.cbc.be, consulté le 30/03/2013.

الجدول رقم (23): ملخص عقد خيار بيع الدولار مقابل اليورو بين المؤسسة وبنك CBC

الخيار بيع	الدولار مقابل اليورو
للمؤسسة الحق في البيع للبنك	100 000
والشراء من البنك	119 047,62
سعر تنفيذ	0,88
تاريخ تنفيذ الخيار	11-01-ن
تحت قيمة	11-04-ن
الساعة المحددة للتنفيذ	15 بتوقيت لندن
العلاوة المستحقة	0,17 دولار لكل واحد يورو
العلاوة المسحوبة لصالح البنك من حساب المؤسسة	1 931,82 * دولار أو
	2 246,30 يورو

Source : CBC banque : "**Professionnel, Risque de change**", disponible sur le site de CBC Banque, www.cbc.be, page consulté le 30/03/2015

-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 الحاضر السائد يوم 11-01.

2-بيع خيار بيع العملة الأجنبية: يتم التحوط بواسطة بيع خيار بيع العملة الأجنبية، إذا كانت التوقعات تشير إلى إمكانية حدوث إنخفاض طفيف في سعر الصرف أو أنها تتوقع ارتفاع سعر الصرف فتقوم باتخاذ هذا المركز مستفيدة بذلك من العلاوة.

ب-الوضعية القصيرة: مثلها مثل الوضعية السابقة نجد أن هناك طريقتين للتحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف، الأولى تتمثل في شراء خيار شراء إذا ما كانت 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 (24):

-الحالة الأولى: سعر الصرف الحاضر في أجل الإستحقاق 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 ينفذ الخيار.

الجدول رقم (24): ملخص عقد خيار شراء الدولار مقابل اليورو بين المؤسسة وبنك CBC

* تم حساب المبلغ 1 932,82 دولار بالشكل التالي: $1\ 932,82 = 0,017 * (0,88 / 100\ 000)$ وبالبيورو يتم تحويل المبلغ السابق على أساس سعر الصرف السائد يوم 01-08-ن أي 0,86 يورو لكل واحد دولار فنحصل على 2 246,30 يورو.

الدولار مقابل اليورو	خيار شراء	
100 000	الدولار	للمؤسسة الحق في شراء من البنك
119 047,62	اليورو	و البيع للبنك
0,84		سعر تنفيذ
11-01-ن		تاريخ تنفيذ الخيار
11-04-ن		تحت قيمة
15 بتوقيت لندن		الساعة المحددة للتنفيذ
0,14 دولار لكل واحد يورو		العلاوة المستحقة
1 666,67 * دولار أو		العلاوة المسحوبة لصالح البن من حساب المؤسسة
1 937,99 يورو		

Source : CBC banque: "**Professionnel, Risque de change**", disponible sur le site de CBC Banque, www.cbc.be, page consulté le 30/03/2015.

ثالثا-التحوط من خطر الصرف غير الأكيد: تعتبر الخيارات المنتوج الوحيد الذي يسمح بالتحوط من خطر الصرف غير الأكيد مثل الخطر الناشئ عن مشاركة المؤسسة في مناقصة دولية أو البيع وفق مرشد أسعار، أو عملية التنازل عن أصول بالعملة الأجنبية وبالخصوص بيع مساهمات المؤسسة في الخارج والذي يبقى التنفيذ الفعلي له غير معلوم¹. وخارج الخيارات لا يمكن للمؤسسات المعرضة لمثل تلك المخاطر أن تقوم بإدارتها بالشكل الملائم.

رابعا-استراتيجيات التحوط: هناك العديد من استراتيجيات التحوط التي تسمح بفضل المزج بين وضعيات مختلفة من الاستفادة من مزايا الخيارات مع التقليل أو إلغاء العلاوة²، ويمكن إنجاز هذه الاستراتيجيات في النقاط التالية:

أ-استراتيجيات من نوع "النفق" tunnel: تقضي هذه الإستراتيجية بشراء خيار شراء أو خيار بيع، وفي الوقت نفسه بيع خيار بيع أو خيار شراء، ويتم اعتماد هذه الإستراتيجية لتخفيض أو إلغاء العلاوة مع الإبقاء على مجال التحوط. ولفهم هذه الإستراتيجية نستعين بحالة عميل أمريكي في وضعية قصيرة بـ 125 000 يورو لمدة ستة أشهر ويود التحوط من خطر الصرف باستخدام استراتيجية النفق. على أساس ذلك قرر هذا العميل تركيب نفق من خلال الخيارات يورو/دولار المتوفرة في سوق CME. الجدول التالي يلخص لنا العقود المتداولة في هذا السوق:

الجدول رقم (25): الخصائص المشتركة على خيارات اليورو مقابل الدولار

الأصل	125.000 يورو	2011/12/01
-------	--------------	------------

* تم حساب المبلغ 1 666,67 دولار بالشكل التالي: $1\ 666,67 = 0,014 * (0,84 / 100\ 000)$ وباليورو يتم تحويل المبلغ السابق على أساس سعر الصرف السائد يوم 01-08-ن أي 0,86 يورو لكل واحد دولار فتحصل على 1 937,99 يورو.

¹ Maurice Debeauvais et Yvon Sinnah, *La Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op.cit*, p284.

² Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa, *op.cit*, p213.

العلاوة في خيار البيع PUT	العلاوة في خيار الشراء CALL	سعر التنفيذ	
0,0156	0,0350	1,4500	
0,0216	0,0286	1,4800	
0,0286	0,0216	1,5000	
0,0450	0,0140	1,5500	

Source: Laurence Abadie, Catherine Mercier-Suissa : "Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers", édition Armand Colin, Paris, France, 2011, p214.

من أجل تنفيذ إستراتيجيته، فإن العميل يقوم بشراء خيار شراء اليورو بسعر التنفيذ 1,50 دولار لكل واحد يورو ويدفع علاوة مقدارها 2 700 دولار. من أجل استرجاع هذه العلاوة، يقوم في نفس الوقت ببيع خيار بيع الأورو بسعر تنفيذ 1,48 دولار، ويتحصل مقابل ذلك على 2 700 دولار علاوة، وهو ما يعني في الواقع أن العميل لم يتحمل أية علاوة مقابل مجال تحوط معين يستفيد منه.

إن سعر الصرف الحاضر في الأجل قد يأخذ ثلاث حالات، الأولى يكون فيها أقل من أو مساوي لسعر التنفيذ في خيار بيع اليورو، الثانية أنه يكون أكبر من سعر التنفيذ في خيار بيع اليورو وأقل من أو يساوي سعر التنفيذ في خيار شراء اليورو، والثالثة أنه يكون أكبر من سعر التنفيذ في خيار شراء اليورو.

وفي الحالات الثلاثة السابقة، سوف تثبت أن العميل الأمريكي قد حدد المبلغ الذي سوف يدفعه بالدولار بفضل الخيارات التي قام ببيعها وشراؤها، بدون أن يتحمل العلاوة.

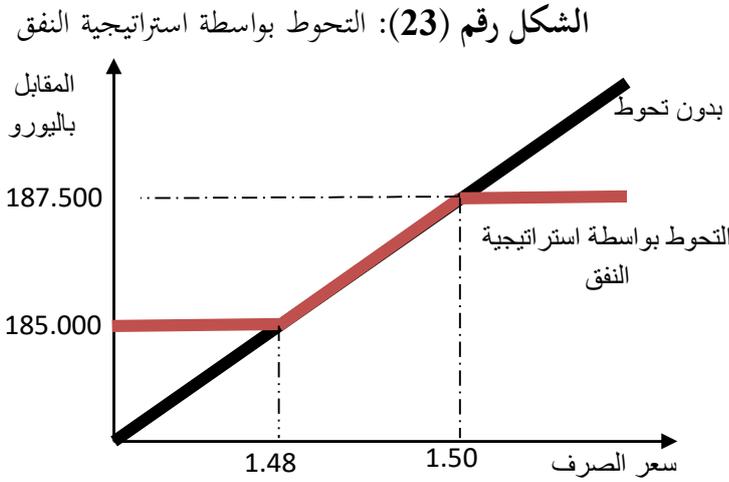
الجدول رقم(26): التحوط من وضعية قصيرة بواسطة استراتيجية النفق

مقابل الدين بالدولار في حالة التحوط	مقابل الدين بالدولار في حالة عدم التحوط	سعر الصرف الحاضر في الأجل
185 000 دولار	125 000* سعر الصرف المسجل	السعر $\geq 1,48$
125 000* سعر الصرف المسجل	125 000* سعر الصرف المسجل	$1,48 > \text{السعر} \geq 1,50$
187 500 دولار	125 000* سعر الصرف المسجل	السعر $< 1,50$

المصدر: من إعداد الباحث على أساس معطيات المثال

من الجدول نلاحظ أن العميل قد تمكن من حصر المبلغ الذي يشتري به اليورو عند حلول الأجل بين 185 000 دولار و 187 500 دولار. وهذا يعني بأنه مهما يكن السعر المسجل في الأجل فإنه لن يدفع أكثر من 187 500 دولار، غير أن تطبيق هذه الإستراتيجية تلغي إمكانية الاستفادة من الأسعار الملائمة. ففي حالة المثال السابق نجد أن العميل ليس بإمكانه شراء 125 000 يورو بأقل من 185 000 دولار في حالة انخفاض

سعر الصرف، وهو ما يعاب على هذه الإستراتيجية. نتائج الجدول السابق يمكن تمثيلها بيانياً وفقاً للشكل التالي:



Source : Laurence Abadie et Catherine Mercier-Suissa : "Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers", édition Armand Colin, Paris, 2011, p214.

إن هذه الإستراتيجية تقوم على أساس إلغاء إمكانية الاستفادة من التغيرات الملائمة مقابل إلغاء العلاوة، وبنفس الطريقة السابقة وبمراحلها يمكن التحوط من الوضعية الطويلة.

ب- إستراتيجية الخيار المتوازن وإستراتيجية خيار الإختناق: وفق هاتين الإستراتيجيتين، يقوم المتحوط بالمرج بين عمليتي شراء وبيع الخيارات. ففي حالة إستراتيجية خيار الإختناق أو الإنحياز *strangle، نجد أن المتحوط يقوم بشراء أو بيع عقد خيار شراء وعقد خيار بيع على ذات الأداة محل العقد، وبذات تاريخ الإنتهاء وبسعر تنفيذ غير مربح أي أدنى من سعر تنفيذ خيار الشراء أو أعلى من سعر تنفيذ خيار البيع¹.

أما فيما يخص الإستراتيجية الثانية، straddle option فهي عبارة عن خيار شراء أداة معينة بسعر محدد وخلال فترة محددة يتم موازنته بخيار بيع ذات الأداة بذات السعر وخلال ذات المدة².

ج- إستراتيجيات butterfly: أطلقت هذه التسمية بسبب الشكل البياني الذي تتجسد فيه صورة الفراشة من خلال الأرباح والخسائر الممكنة تحقيقها. ويتعلق الأمر بتوليفة مركبة تتمثل في شراء خيارين (شراء أو بيع) بسعر تنفيذ معين، وفي نفس الوقت بيع خيارين إضافيين من نفس النوع (شراء أو بيع)، أحدهما بسعر تنفيذ أعلى من ذلك المستخدم في الخيارين الأولين، والثاني بسعر تنفيذ أقل. والهدف من تركيب مثل هذه الإستراتيجية هو تخفيض قيمة العلاوة.

* استخدم كل من مصطلح الإختناق كترجمة لكلمة strangle option، ومصطلح خيار متوازن للدلالة على straddle option في قاموس الأسواق والأوراق المالية لكتابه تحسين التاج الفاروقي في الصفحة 297 و298. كما أن مصطلحات أخرى استخدمت، مثل إستراتيجية خيار الإنحياز في بعض الكتب مثل كتاب المشتقات المالية لكتابه حاكم الربيعي ص212. وتجدد الإشارة إلى أن معظم الكتب باللغة الفرنسية التي اطلعنا عليها حافظت على التسمية الأصلية للإستراتيجية ولم يتم ترجمتها.

¹ تحسين التاج الفاروقي، "قاموس الأسواق والأوراق المالية"، مكتبة لبنان الناشر، 2004، ص ص297-298.
² نفس المرجع.

ولتوضيح هذه الإستراتيجية نستعين بنفس معطيات المثال السابق الخاص بالمستورد الأمريكي لتبيين كيفية استخدام هذه الطريقة للتحوط من خطر الصرف بعلاوة في غالب الأحيان تكون متدنية. ومن أجل بناء هذه الإستراتيجية على المتحوط أن يتخذ المراكز التالية في سوق IMM:

- بيع خيارى شراء بسعر تنفيذ 1,5 ويقبض علاوة تقدر بـ0,0216
- شراء خيار شراء بسعر تنفيذ 1,45 ويدفع علاوة تقدر بـ0,0350
- شراء خيار شراء بسعر تنفيذ 1,55 ويدفع علاوة تقدر بـ0,0140

من خلال العمليات السابقة، نلاحظ أن تكلفة شراء الخيارين (أي العلاوة المدفوعة) ستُغطي جزئياً أو كلياً (حسب الحالة) بالعلاوة المقبوضة من عملية بيع الخيارين. فالعمليات الحسابية تعطينا مبلغ 725 دولار كعلاوة مدفوعة، مقابل الحصول على هامش تغطية من خطر الصرف بين سعري صرف 1,4558 وينتهي عند سعر الصرف 1,55 دولار. ولقد تحصلنا على مبلغ 725 دولار من خلال طرح العلاوة المقبوضة المقدرة بـ 5 400 دولار من مبلغ العلاوة المدفوعة 125 6 دولار.

وعلى ضوء أسعار الصرف المحتملة في الأجل سنثبت أن هذا العميل متحوط من خطر الصرف، وعموماً يمكن القول إن سعر الصرف المحتمل في الأجل يمكن أن يأخذ الحالتين التاليتين:

- **الحالة الأولى:** عندما يكون سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل أقل من أو يساوي 1,45 دولار لكل واحد يورو سنجد أن الخيارات الأربعة لا تنفذ ويصبح السعر الذي يستخدمه العميل لتحويل الدين (125 000 يورو) هو 1,4558 دولار لكل واحد يورو. أي أن العميل عندما يتحوط باستخدام هذه الإستراتيجية سيشتري العملة الأجنبية بهذا السعر حتى وإن سجل سعر صرف أقل.
- **الحالة الثانية:** إذا كان سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل محصور بين 1,45 و1,5 دولار، فسوف نجد أن مشتري خيارى الشراء لا ينفذ خياره وبالتالي يحتفظ العميل الأمريكي نتيجة لذلك بالعلاوة كاملة. كما أن العميل الأمريكي يقوم بتنفيذ خيار شراء الدولار بسعر 1,45 دولار مما يؤدي إلى تناقص خسائره (الناجمة عن العلاوة المدفوعة) حتى تنعدم عندما يصل سعر الصرف إلى 1,4558 دولار وبعد هذا السعر تصبح وضعية العميل الأمريكي مربحة، وحجم أرباحه متصاعدة بدلالة سعر الصرف المسجل في الأجل، النتائج السابقة يمكن حسابها بالصيغة التالية:

الأرباح أو الخسائر = سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل - سعر التنفيذ - العلاوة المدفوعة
فيما يخص وضعية شراء خيار شراء بسعر التنفيذ 1,55 دولار نجد أنها لا تنفذ على أساس أن الأسعار السائدة في السوق غير ملائمة مما يجعل العميل يتحمل العلاوة كاملة كتكلفة أو خسارة مؤكدة.

الفرع الخامس: مزايا وعيوب التحوط بالخيارات

مثلها مثل بقية المنتجات فإن الخيارات تقدم مجموعة من المزايا لمستخدميها ويعاب عليها أيضا بعض المآخذ التي نلخصها فيما يأتي:

أولا-المزايا: تتمثل المزايا في:

- تضمن الخيارات للمصدر سعر صرف أدنى لبيع العملة الأجنبية، فعندما ينخفض سعر الصرف الحاضر عند حلول أجل الإستحقاق يقوم المصدر بتنفيذ الخيار والذي يعني بيع العملة بسعر الصرف المتفق عليه، وللمستورد سعر صرف أقصى لشراء العملة الأجنبية؛
- مرونة الاستخدام (سعر التنفيذ، آجال الإستحقاق)؛
- تسمح بالتحوط من وضعيات الصرف الشريطية، التي لا يمكن التعامل معها إلا بواسطة هذه المنتجات؛
- تسمح للمتحوط من الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف؛
- تتميز إدارة خطر الصرف بالخيارات بالديناميكية، على أساس وجود إمكانية إعادة بيع الخيار في حالة عدم استخدامه؛
- لا تظهر الخيارات في ميزانية المؤسسة، بمعنى أنها تسجل خارج الميزانية إلا فيما يخص العلاوة التي تظهر في حسابات المؤسسة.

ثانيا-المآخذ: يعاب على الخيارات ما يلي:

- مبلغ العلاوة قد يكون مرتفع جدا مما يجعله عبئ مالي كبير على خزانة المؤسسة؛
 - عدم تعدي آجال الإستحقاق السنة، مما يجعلها منتوج غير قابل للاستخدام في الآجال المتوسطة والطويلة؛
 - استخدام الخيارات لا يكون له معنى إلا إذا كانت المبالغ المتعامل بها كبيرة؛
 - هذا النوع من التحوط يستدعي مراقبة مستمرة من خبير في المالية وهو ما لا يتوفر عادة في المؤسسات.
- وتجدر الإشارة إلى أن أسواق الخيارات بالعملات الأجنبية تتأثر كثيرا بعامل التقلب وبأكثر من غيرها من الأسواق، ولذلك تكون السيطرة عليها أصعب مما هو متاح في بقية الخيارات وخاصة من حيث عملية تسعير حق الخيار أولا، ثم تتبّع سعره في السوق بعد ذلك. وعلى المتحوط بهذه الخيارات أن يدقق في اختيار سعر التنفيذ في العقد ليكون ملائما لطبيعة التزاماته وتوقعات التدفق النقدي، مع محاولة مد أجل الخيار ليتجاوز الأجل الفعلي للتدفق. وبطبيعة الحال فإنه لا يلزمه البحث عن خيارات داخل النقود، باعتبار أن العلاقة بين تطور العملة في السوق وتطور سعر الخيار ستكون ايجابية جدا عندما يكون الخيار على النقود. كما يمكن استخدام الخيارات خارج النقود بدرجة أكثر مما هو في بقية الخيارات، نظرا لتكلفتها البسيطة مقارنة بالفرص التي قد تأتي بها نتيجة للتقلبات الكبيرة التي تشهدها أسواق العملات¹.

خلاصة الفصل:

¹ خالد وهيب الراوي، العمليات المصرفية الخارجية، مرجع سبق ذكره، ص 441.

تتمثل إدارة خطر الصرف في وضع نظام معلومات، تحديد سياسة صرف واستراتيجيات التحوط وأخيرا مراقبة الإجراءات، فوضع نظام معلومات جيد وسلس يسمح لمدير المخاطر بخصر كل ما له علاقة بخطر الصرف، وتسخير الموارد البشرية والمادية لإتمام العملية على أكمل وجه، فيتمكن بعد ذلك متخذ القرار من تحقيق وتنفيذ وبناء سياسة جيدة لإدارته وفي الوقت ذاته تمكين العاملين معه سواء للقيام بواجباتهم الوظيفية، أو بالقيام ببعض الأعمال المسندة إليهم، وفقا لخطة العمل الموضوعة. كما أن نظام المعلومات يسمح بتقييم خطر الصرف من خلال قياس وضعية صرف الشركة إزاء هذا الخطر وتقدير التغيرات في أسعار الصرف باستخدام عدد من الأساليب مثل الانحراف المعياري والقيمة المعرضة للخطر. ويعتبر تحديد سياسة الصرف المناسبة لقدرات وإمكانات الشركة أحد أعمدة الإدارة الجيدة والسليمة لخطر الصرف، لهذا يجب أن تعد في إطار من الترابط الأدائي يتم من خلاله دراسة وتحليل محيط المؤسسة قصد تحديد العوامل المؤثرة في إدارة خطر الصرف سواء كانت خارجية، أو داخلية. ويجب أن توضح سياسة الصرف بشكل لا يحتمل التأويل، الخطوط العريضة لاستراتيجيات التحوط الواجب احترامها والتقنيات الواجب استخدامها.

يستخدم في التحوط نوعين من التقنيات، الأولى تعرف بالتقنيات الداخلية التي تستعين بقدرات الشركة ووسائلها الداخلية للتقليل من المبالغ المعرضة للخطر، أما الثانية فهي تستخدم منتجات متوفرة في الأقسام المختلفة لسوق الصرف مثل العقود الآجلة، الخيارات المستقبلية وعقود المبادلة، من أجل تعويض الإنخفاض الذي يحصل في وضعية الصرف الإبتدائية، أو الإستفادة من التغيرات الملاءمة. وفي ظل تنوع تقنيات التحوط انقسمت آراء المتخصصين وتباينت ممارسات المؤسسات في مجال اختيار استراتيجية التحوط من حيث التحوط الكلي أو الجزئي أو عدم التحوط.

كما لا يمكن اعتبار إلغاء الخطر معيارا للدلالة على كفاءة الإدارة، ولا هو يمثل أساسا هدفا لها، بل أن غايتها هي التخفيف من وطأته والتحكم في آثاره، ولقد كانت تقنيات التحوط العامل الأساسي في تمكين الشركات من تحقيق هذا الهدف بل أن بعض هذه التقنيات مثل الخيارات وتسيير آجال التسوية سمح لها بالإستفادة من التقلبات الملائمة في أسعار الصرف. إلى جانب ذلك نجد أن إدارة خطر الصرف لا يمكن أن تكون إلا في ظل توفر بعض التقنيات التي يمكن أن تلجأ لها الشركة للتحوط منه، وبالتالي فإن غياب هذه التقنيات أو عدم كفايتها يجعل هذا الخطر تهديدا قائما وغير قابل للإدارة. على أساس ما سبق سنحاول تسليط الضوء على خطر الصرف في الدول الناشئة، التقنيات المتوفرة لإدارته وكيف يمكن تطويرها في الفصلين القادمين.

الفصل الثالث: خطر الصرف
وتأثيره على المؤسسات في الدول
الناشئة

تمهيد:

رغم الإستخدام الواسع لمصطلح الدول الناشئة في أدبيات المال والأعمال، إلا أن هناك اختلافا كبيرا فيما بين المختصين حول مفهومه وأبعاده المختلفة بسبب الملامح المتباينة التي تبديها هذه البلدان في العديد من النواحي، اقتصادية كانت، اجتماعية أو سياسية. ويعيدا عن هذا الجدل الذي خصصنا له مطلب في هذه الدراسة لنتمكن من ضبط المفهوم وتحديد الدول المشمولة بالبحث، فإن ما يجمع هذه الدول هي المرحلة الإنتقالية التي مرت بها ولا تزال تسير اقتصاداتها. ومن بين التحولات التي حدثت نذكر الإنتقال من الأنظمة الثابتة والوسيطية إلى الأنظمة العائمة، وما صاحب ذلك من أزمات وهزات عنيفة كبدت هذه الدول خسائر كبيرة في رؤوس أموالها وإمكاناتها.

لقد أدى تعويم أسعار صرف عملات الدول الناشئة إلى زيادة التقلبات في أسعار الصرف، مما جعل المعاملات الدولية للمؤسسات في هذه الدول معرضة لخطر الصرف. ولتبيين حدة هذا الخطر اعتمدنا على منهجيتين متكاملتين، المنهجية الأولى تعتمد على تحديد مصدر الخطر، وضمنها سنحاول تحديد مختلف العمليات التي تخلق وضعيات صرف لدى المؤسسات في الدول الناشئة وكيف أثر الإنتقال نحو أنظمة الصرف العائمة على التقلبات في أسعار الصرف. المنهجية الثانية سنحاول من خلالها تحديد تأثير خطر الصرف على قيمة المؤسسات في بعض الدول الناشئة باستخدام كل من نموذج الإنحدار المتعدد ونموذج الارتباط الذاتي المشروط بتجانس التباين .GARCH

المبحث الأول: واقع وتطور أنظمة الصرف في الدول الناشئة

تشير الإحصائيات إلى تنامي تدفق رؤوس الأموال الدولية نحو الدول الناشئة تماشياً مع زيادة احتياجاتها التمويلية وعجز إدارتها المحلي على تغطيتها، ولقد ساهم انخفاض علاوة الخطر في هذه الدول وتوفر السيولة لدى الإقتصادات المتقدمة على ازدهار سوق الإقراض المصرفي الدولي والسندات الدولية، وفي خضم ذلك زادت نسبة رؤوس الأموال الجواله وزادت معها المخاطر والأزمات. ووجد تسارع الأزمات في الدول الناشئة تفسير له في نماذج الجيل الثالث التي حاولت تفسير أزمات التوأم (أزمات صرف وبنكية) إلى زيادة وتيرة سحب المستثمرين الدوليين لودائعهم واستثماراتهم بمجرد حدوث أزمات في الإقتصاد أو هزات اجتماعية وسياسية. ولم يكن لهذه الأزمات أن تمر بدون أن يكون لها أثر على مختلف السياسات المطبقة في الدول الناشئة ويأتي على رأسها نظام سعر الصرف الذي عرف تطبيقه تغيرات متعددة يشير ظاهرها إلى تنامي توجه الدول الناشئة نحو تجويف الوسط واعتماد الحلول المتطرفة سواء كانت التجميد التام أو التعويم الحر. ولم يكن هذا التوجه خاصاً بهذه الفئة من الدول بل أن عدة دراسات أكدت توجه معظم الدول نحو تطبيق هذه الحلول بعد أن ثبت تورط الأنظمة الوسيطة في خلق الأزمات وعدم قدرتها على صد الصدمات. سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق بداية إلى مفهوم الدول الناشئة، الذي لا يزال محل نقاش وجدل في أدبيات المال والأعمال، ثم نحاول التطرق إلى التوجهات الحديثة لأنظمة الصرف للدول الناشئة في ظل الأزمات، وأخيراً نستعرض تطور أنظمة الصرف لهذه الدول في السنوات الماضية.

المطلب الأول: ماهية الدول الناشئة

لم يتمكن معظم الكتاب من تقديم تعريف موحد لمصطلح الدول الناشئة وبقيت إسهاماتهم متأثرة بالزاوية التي ينظرون من خلالها لهذه الإقتصادات، كما انصبت جهودهم نحو تحديد مختلف الجوانب المتعلقة بهذه الأسواق وخصائصها. سنتطرق في هذا المطلب للتعريفات المختلفة للإقتصادات الناشئة وعرض مختلف الخصائص والميزات المشتركة وأهم المعايير التي تؤخذ بعين الإعتبار في تصنيف الدول الناشئة، سواء لدى المؤسسات الدولية غير الحكومية مثل منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، أو لدى بعض المؤسسات المالية، كمؤسسة مورغن ستانلي للأسواق الناشئة MSCI ومؤشر راسل للإستثمار Indexes Russel .Investments Global

الفرع الأول: تعريف الدول الناشئة وخصائصها

إستخدم المحلل الإقتصادي Antoine Van Agtmaël في مؤسسة التمويل الدولية* IFC مصطلح الأسواق الناشئة لأول مرة في سنة 1981، للتمييز داخل فئة الدول النامية بين الدول التي كانت تتميز بدرجة عالية من المخاطر، والدول التي تمثل فرص حقيقية لتحقيق عوائد مرتفعة¹. وكان يهدف من وراء ذلك، إلى تحفيز شركات التوظيف الأمريكية للإستثمار في الأسواق الآسيوية التي كانت تتميز بمعدلات نمو كبيرة. ومع مرور الزمن، تطور هذا المفهوم توازيا مع تطور المعايير المستخدمة في التصنيف، ليصبح استخدام الإقتصادات الناشئة خصوصا لدى الهيئات والمنظمات الدولية، كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي، حتى يرتبط أكثر فأكثر بدناميكية النمو الشامل وآفاقه².

أولا-تعريف الدول الناشئة: من بين التعاريف التي سنوردها، التعريف الذي قدمه Miller Russell، واعتبر فيه أن ما يجمع الدول الناشئة بالرغم من الفروقات الفردية، هو قدرتها على تحقيق معدلات نمو عالية في المستقبل تتيح وتفتح المجال لخلق فرص استثمارية مهمة للغاية تختلف جذريا عن تلك الفرص الموجودة في الدول النامية الأخرى³. وبالرغم من تركيز التعريف على ميزة توفير الفرص الاستثمارية، إلا أنه أهمل العديد من المعايير والمقاييس التي تعتبر أساسية في التصنيف، كنصيب الفرد من الناتج المحلي، وصفة التحول وعدم الإستقرار التي تميز عادة هذه الدول.

التعريف الثاني يرى بأن الدول الناشئة هي مجموعة من الدول تنتمي إلى الدول النامية وتحقق معدلات نمو مرتفعة، وتمثل فرص حقيقية للإستثمار بالنسبة للمؤسسات الغربية. ويضيف أن هذه الدول تتميز بتوسع قدراتها الإقتصادية وبصغر معدل عمر اليد العاملة⁴. هذا التعريف أضاف إلى سابقه بعض الخصائص المهمة في الدول الناشئة، كمعدل العمر، وزيادة القدرات الإقتصادية، إلا أنه ركز على أهمية هذه الأسواق كمنفذ مهم للإستثمار بالنسبة للمؤسسات الغربية دون أن يحدد مثله مثل التعريف السابق، بعض الخصائص الأخرى التي تميز الدول الناشئة.

* International Finance Corporation.

¹ Jean-françois Fiorina: "Géopolitique des Pays Emergents, des puissances à la conquête du monde ?", Comprendre Les Enjeux Stratégiques, Note hebdomadaire N°65, Grenoble, 26 avril 2012, p1. Disponible sur le site de l'université de Grenoble, www.grenoble-em.com, page consulté le 15/05/2013.

² Julien Vercueil : "Les pays Emergents, Brésil -russie -inde -chine mutations économiques et nouveaux défis", 3^{ème} Edition, Bréal, France, 2012, p9.

³ Aziz Sunje and Emin Çivi: "Emerging Markets: A Review Of Conceptual Frameworks", First International Joint Symposium on Business Administration, Challenges For Business Administrators In The New Millennium, Çanakkale Onsekiz Mart University And Silesian University, Turkey, 1-3 June 2000, available on OPF Website, <http://www.opf.slucz/vvr/akce/turecko/pdf/Sunje.pdf>, accessed December 12, 2015.

⁴ Cavusgil S. T: "Measuring the Potential of Emerging Markets: An Indexing Approach", Business Horizons, Vol. 40 No1, 1997, p87.

التعريف الثالث قدمته الباحثة سامية زيتاري، وركزت من خلاله على صفة التحول التي تميز اقتصادات هذه الدول، وعلى نمو نشاطها. فالدول الناشئة حسب هذه الباحثة، هي تلك الأسواق التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد¹. ما يعاب على هذا التعريف هو عدم تفصيله للمقصود بمرحلة الانتقال وتركيزه على معيار مستوى التطور الذي يعتبر غير كافي لوحده لتحديد انتماء دولة ما إلى فئة الدول الناشئة، كما أن عدم وجود مقياس للمقارنة بين الدولة وما يماثلها في فئات أخرى (دول متقدمة أو نامية) يجعل هذا المعيار غير قادر على تصنيف الدول وتبويبها في مستوى معين من مستويات النمو، فتحقيق نسبة نمو معينة أو تحقيق حجم معين من النشاط، لا يمكن أن نلتزم أهميته إلا إذا ما قمنا بمقارنته بما يماثله في فئات أخرى.

التعريف الرابع، قدمه الباحث رشيد بوكساني واعتبر فيه أن المقصود بالأسواق الناشئة *Marchés émergents*، تلك الأسواق التي يمر اقتصادها بمرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية². وبالرغم من أن هذا التعريف حدد ضرورة وجود معايير لتصنيف الدول الناشئة، إلا أنه حصرها في المعايير النوعية.

من خلال ما سبق يمكن تعريف الدول الناشئة بأنها دول تنتمي لمجموعة الدول النامية، وتختلف معها في العديد من الخصائص، المادية، الاقتصادية، الاجتماعية، والسياسية، ما يجعل منها كتلة متجانسة تعبر بشكل منفرد أو جماعي على مستوى غير مكتمل من التنمية، توزيع غير عادل للثروة، قاعدة اقتصادية غير متينة، إطار تشريعي غير ثابت وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مقابل معدلات نمو مرتفعة، يد عاملة شابة رخيصة ومؤهلة، تسهيلات استثمارية كبيرة ومنافذ تشغيلية واعدة وبعوائد مرتفعة.

ثانياً- خصائص الدول الناشئة: من التعاريف السابقة، نلتزم أن الكل تقريبا متفق على أن هذه الدول يجب أن تتميز بخصائص معينة تجعلها مختلفة عن الدول السائرة في طريق النمو وعن الدول المتقدمة. فعلى سبيل المثال، نجد أن Miller حدد ثلاثة مجموعات من الخصائص المشتركة بين الدول الناشئة:

- الأولى: تشمل الخصائص المادية كالبنية التحتية غير الملائمة والشبكة التجارية غير المكتملة.
- الثانية: ترتبط بالخصائص السياسية والاجتماعية، كعدم الاستقرار السياسي وضعف الانضباط الاجتماعي، إلى جانب وجود إطار تشريعي غير ملائم وخصائص ثقافية فريدة من نوعها في هذه المجتمعات.

¹ سامية زيتاري: "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الدول العربية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص44.

² بوكساني رشيد: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص160.

–**الثالثة:** تشمل الخصائص الإقتصادية للدول الناشئة، ونجد ضمنها انخفاض دخل الفرد في هذه الإقتصادات، إدارة العملة المحلية مركزيا وعدم ترك قيمتها تتحدد في السوق، تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي ومحاولة التأثير عليه في إطار إدارة المرحلة الانتقالية نحو اقتصاد السوق.

وبالرغم من أن هذه الخصائص تختلف من دولة إلى أخرى، ومن مرحلة تطور إلى أخرى، إلا أننا سنحاول تقديم أهم الخصائص المشتركة بين هذه الدول بغض النظر عن مستوى تقدمها، والتي تتمثل في العناصر التالية: **أ-الدخل المتوسط:** تعتبر مداخيل الأفراد في هذه الدول متوسطة مقارنة بمدخيل الأفراد في الدول النامية والمتقدمة، فمن خلال الجدول رقم (27) نلاحظ أن الدول الناشئة تتباين من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، فبينما نجدها مرتفعة جدا في كل من كوريا (22589.96 دولار)، التشيك (18689.97 دولار)، الشيلي (15452.17 دولار) وروسيا (14037.02 دولار)¹ نجدها في دول أخرى كالهند تكاد تصل إلى عتبة الدول منخفضة الدخل.

الجدول رقم (27): توزيع الدول الناشئة بحسب تصنيف البنك الدولي في سنة 2013

الوحدة: دولار أمريكي

الدول	مجال الدخل	الشريحة	
غير موجودة	أقل من 1035	منخفضة الدخل	
الفلبين، مصر، إندونيسيا، المغرب، باكستان والهند.	بين 1035 و 4085	شريحة أدنى	متوسطة الدخل
تايلند، الصين، البيرو، جنوب إفريقيا، كولومبيا، المكسيك، ماليزيا، تركيا، البرازيل والمجر.	بين 4086 و 12615	شريحة أعلى	
بولونيا، روسيا، الشيلي، جمهورية التشيك وكوريا.	أكثر من 12614	مرتفعة الدخل	

المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الدولي:

World Bank : " **Data, World Bank Open Data**", available on the world Bank website, <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>, accessed on August 20, 2014.

على أساس نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، يمكن توزيع الدول الناشئة حسب معايير البنك الدولي على ثلاثة فئات:

–**فئة الدول متوسطة الدخل الشريحة الدنيا:** وتضم كل من إندونيسيا، مصر، الهند، باكستان والفلبين ويكون فيها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ما بين 1035 دولار و 4085 دولار.

–**فئة الدول متوسطة الدخل الشريحة الأعلى:** ونجد فيها كل من تايلند، الصين، البيرو، جنوب إفريقيا، كولومبيا، المكسيك، ماليزيا، تركيا، البرازيل، المجر وتتميز بأن نصيب الفرد من الناتج المحلي يكون بين 4086 دولار و 12615 دولار.

¹ World Bank : " **Data, World Bank Open Data**", available on the world Bank website, <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>, accessed August 20, 2014.

- فئة الدول ذات الدخل المرتفع: ونجد فيها كل من المجر، بولونيا، روسيا، التشيك، الشيلي، وكوريا ويكون فيها نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي أكثر من 12616 دولار.

ب- ارتفاع معدلات النمو: إن معدل النمو المحقق في هذه الدول خلال السنوات الماضية أكبر من المعدلات المحققة في فئات الدول الأخرى. فعلى سبيل التوضيح، نجد أن معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي سنة 2013 في كل من المكسيك الصين وإندونيسيا كان 1.3، 7.7 و 5.7 على التوالي، بينما نجد أن هذا المعدل في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة، اليابان، بريطانيا وكندا كان 2.2، 1.9، 0.2 و 1.7% على التوالي¹.

الجدول رقم (28): معدلات النمو في بعض الدول الناشئة المختارة (BRICs) بين سنتي 2004 و 2013

الوحدة: نسبة مئوية

الدولة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
البرازيل	5.76	3.20	3.96	6.07	5.09	(0.13)	7.53	3.91	1.91	3.01
الصين	10.07	11.35	12.69	14.19	9.62	9.23	10.63	9.48	7.75	7.68
الهند	7.92	9.28	9.26	8.61	3.89	8.48	10.26	6.64	5.61	6.63
روسيا	7.18	6.38	8.15	8.54	5.25	(7.82)	4.50	4.26	3.51	1.28
جنوب إفريقيا	4.55	5.28	5.58	5.36	3.19	(1.53)	3.04	3.21	2.22	2.21

Source : World Bank : " Data, World Bank Open Data", available on the world Bank website, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>, accessed August 20, 2014.

من خلال الجدول، نلاحظ أن معظم الدول خلال هذه الفترة قد حققت نسب نمو مقبولة مقارنة بالنسب المحققة على المستوى العالمي، الإستثناء كان في سنة 2009 أين لاحظنا بأن كل من البرازيل روسيا وجنوب إفريقيا سجلت تراجعاً في الناتج المحلي الإجمالي متأثرين بتبعات الأزمة المالية لسنة 2008. وتعتبر ديناميكية النمو في الدول الناشئة بمثابة صمام الأمان لسلامة الإقتصاد العالمي، حيث تم إثبات هذا الدور في أعقاب الأزمة العالمية لسنة 2008 من خلال مساهمة هذه الدول بشكل فعال بمعية برامج الإنقاذ في تعدي هذه الأزمة، وبعث النشاط في الدول المتضررة، خاصة تلك التي لها معاملات تجارية كبيرة معها. من جانب آخر، نجد بأن استمرار تحقيق معدلات نمو مرتفعة ساعد في تقليص الهوة بين المستوى المعيشي في هذه الدول والدول المتقدمة.

ج- الإنفتاح والتحول: خلال السنوات الماضية شهدت هذه الدول إصلاحات كثيرة في العديد من الجوانب ساهمت في التحول المؤسساتي والهيكلي الواقع في هذه الدول، وأدى إلى اندماجها في المنظومة العالمية مستفيدة من تدفق هائل للإستثمارات الأجنبية المباشرة وما يجلبه من نقل للتكنولوجية والمعارف. كما لوحظ في السنوات

¹ World Bank: " Data, World Bank Open Data", available on the world Bank website, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>, accessed August 20, 2014.

القليلة الماضية، أن هذه الدول بدأت في تطوير قدراتها الاستثمارية الخاصة في الخارج*، وهو ما يعتبر مساهمة فعلية لهذه الدول في عملية العولمة¹.

د- إمكانية النمو: بالرغم من أن الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول تضاعف عدة مرات في السنوات الماضية، إلا أنها لا تزال تحتفظ بإمكانيات كبيرة لتحقيق معدلات نمو عالية في السنوات القادمة. ويعتبر ذلك سببا كافيا للعديد من الشركات متعددة الجنسيات لتسطير برامج طويلة الأجل والقيام باستثمارات ضخمة في هذه الدول، مما يساهم في حد ذاته في دفع عجلة النمو. كما أن الدول الناشئة تمتلك أهم أكبر الشركات في العالم، ففي التقرير المعنون بالمتنافسين الدوليين لسنة 2013 والصادر عن مجموعة بوسطن الاستشارية (BCG**) في شهر جانفي 2013، نجد أنه يضم في قائمته أهم 100 مؤسسة في الدول الناشئة، وبينت المجموعة في تقريرها أن هذه المؤسسات حققت خلال السنوات القليلة الماضية نسب نمو سريعة، بفضل برامج استثمارات ضخمة قدرت بأكثر من 1.7 تريليون دولار²، وهو ما جعلها من أكبر المنافسين للمؤسسات في الدول المتقدمة. ورغم أن معظم المؤسسات المتضمنة في القائمة تمارس نشاطها في كل من الصين والهند، إلا أن هناك عدد لا بأس به متواجد في الدول الناشئة الأخرى، مثل المكسيك، البرازيل وروسيا.

ولا يعتبر هذا التقرير الوحيد الذي يبين الأهمية المتزايدة للمؤسسات التي تنشط في الدول الناشئة، وبهذه الإقتصادات، بل أن الكثير من الدراسات والبحوث جعلت تجارب هذه الدول في النمو، تجارب فريدة قفزت بها من مصاف الدول السائرة في طريق النمو إلى مرحلة أصبحت فيها تنافس الإقتصادات المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي.

الفرع الثاني: معايير تصنيف الدول الناشئة

إن تصنيف الدول في خانات التقدم ودرجات النمو والنضج أو في المراتب الأقل نموا يختلف من هيئة إلى أخرى بحسب المعايير والمقاييس المستخدمة. وساهمت أهم المؤسسات والهيئات الدولية، مثل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بفضل ما قدمته من تصنيفات وما تمتلكه من معلومات في قواعد بياناتها كنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومدى تطور الأسواق المالية في الدول³ في توفير بيانات قيمة يمكن استخدامها في معايير التصنيف.

أولا- تصنيف الدول حسب مستويات النمو لدى المنظمات والهيئات الدولية: أصبح من المألوف اليوم تقسيم الوحدات السياسية حسب عدة معايير، تؤدي في النهاية إلى التعبير عن المستوى الحضاري والإقتصادي

* أنظر المطلب الخاص بالاستثمارات الأجنبية المباشرة ص 229.

¹ Julien Vercueil, *op.cit*, p10.

** Boston Consulting group.

² Boston Consulting Group: "BCG Names 100 Global Challengers From Emerging Markets That Are Reshaping Global Industries", Press releases, January 15, 2013, available on BCG Web Site, <http://www.bcg.com/media/PressReleaseDetails.aspx?id=tcm:12-125636>, accessed May 20, 2014.

³ Robert Paturel: "Projets et entrepreneuriat au sein des pays émergents", édition l'Harmattan, Paris, France, 2013, p9.

الذي حققته هذه الوحدات. ويمثل تصنيف الأمم المتحدة والبنك الدولي أمثلة واقعية لكيفية تصنيف دول العالم طبقاً لمستويات التنمية. ولقد نتج عن محاولة تصنيف الدول نطاق واسع من المصطلحات لوصف الجماعات والبلدان، مثل الدول المتقدمة والدول النامية أو الدول الغنية والدول الفقيرة. كما ثبت استخدام مصطلحات أخرى، مثل دول العالم الثالث ودول العالم الأول*. وذهب بعض الإقتصاديين في توصيف الفوارق التنموية بين الدول إلى استخدام مصطلح التخلف للتعبير عن الواقع الإقتصادي والإجتماعي لبعض الدول، أو مصطلحات قريبة منه مثل البلدان الأكثر والأقل تقدماً. المنظمات الدولية كالأمم المتحدة استخدمت مرادفات للمصطلحات السابقة في توصيف الدول المتخلفة، فنجدها تارة تستخدم عبارة الدول الأقل نمواً وتارة أخرى تستخدم عبارة الدول غير المتقدمة أو الدول النامية. وبعيداً عن المصطلحات المستخدمة لتوصيف الدول، تبقى الطريقة المتبعة لوصف أجزاء مختلفة من العالم تقدم قدراً كبيراً من المعلومات حول الخصائص المشتركة للمجموعات، ومستويات التنمية المختلفة في هذه البلدان.

إن محاولات توصيف واقع دول العالم وتقسيمها وفق معايير محددة وإعطاء تعريفات دقيقة لمختلف مراحل التقدم والتطور لاقت العديد من العقبات واصطدمت بغاية التصنيف، ولقد أدى ذلك إلى اختلاف معايير التصنيف من منظمة إلى أخرى أنتجت قوائم متعددة للدول تتوافق ورؤية الجهة التي قامت بالتصنيف واستخداماتها. كما أن بعض المنظمات لم تتمكن من تحديد معايير خاصة بها، بالرغم من أهمية العملية بالنسبة لأنشطتها، فعلى سبيل التذليل، نذكر منظمة التجارة العالمية التي لم يتمكن خبراءها¹ إلى حد الآن من تحديد المعايير المناسبة لتصنيف الدول.

إلى جانب ذلك، نجد أن الأمم المتحدة نفسها ليس لديها تعريف فني مُحدّد للدول النامية أو المتقدمة، فما هو متفق عليه حالياً، أن نظام التصنيف المعتمد لدى هذه المنظمة يفرق بين البلدان على أساس الدخل القومي الإجمالي فنجد كل من دول الاتحاد الأوروبي، كندا، الولايات المتحدة، أستراليا، اليابان، نيوزيلندا، النرويج، سويسرا وآيسلندا، في خانة الدول المتطورة، ودول الكتلة الشرقية الأوروبية السابقة، التي ليست أعضاء في الاتحاد الأوروبي، في خانة الدول ذات الإقتصادات الانتقالية، وبقية دول العالم في خانة الدول النامية. وفي المجموعة الأخيرة تفرق المنظمة بين ثلاثة فروع رئيسية، الدول الأقل نمواً والدول غير المصدرة للنفط والدول المصدرة للنفط². ومنذ سنة 1990 بدأت الأمم المتحدة في نشر تقرير سنوي عن التنمية البشرية فيما يعرف ببرنامح الأمم المتحدة للتنمية** UNDP، وتم تصنيف الدول على أساس هذا المؤشر إلى:

* يرجع أصل استخدام مصطلح العالم الثالث إلى فترة الحرب الباردة لوصف تلك البلدان التي كانت جزءاً من حركة عدم الانحياز إلا أن انهيار بلدان العالم الثاني، المعسكر الاشتراكي، لم يترك مجالاً في الاستمرار في استخدام هذا المصطلح. وبالرغم من أن هذا التصنيف لم يأخذ أي طابعا تراتبيا إلا أن فكرة عالم أول وثان وثالث عنيت في غالب الأمر أن بلدان العالم الثالث تحتل موقعا ثالثاً في الترتيب. أنظر في هذا الصدد كاتي ويليس: "نظريات التنمية وتطبيقاتها"، ترجمة عبد الله بن جمعان الغامدي، النشر العلمي والمطابع، جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012، ص20.

¹ ماجد الجميل: "جدل في منظمة التجارة حول معايير الدولة النامية"، المجلة الكترونية الاقتصادية، متوفرة على الموقع التالي: http://www.aleqt.com/2013/06/05/article_760966.html تاريخ الاطلاع 2014-06-23.

² ميشيل تودارو: "التنمية الاقتصادية"، ترجمة محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود عبد الرزاق، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص68.

** United Nations Development Programme.

- دول ذات تنمية بشرية عالية جدا؛

- دول ذات تنمية بشرية عالية؛

- دول ذات تنمية بشرية متوسطة؛

- دول ذات تنمية بشرية منخفضة.

ويأخذ المؤشر بعين الاعتبار إضافة إلى المتغيرات الاقتصادية، مثل نصيب الفرد من الدخل، الأبعاد التنموية الثلاثة التالية:

- الصحة وطول الحياة (يتم استخدام مؤشر متوسط العمر المتوقع عند الولادة)؛

- مؤشرين حول التعليم والمعرفة (معدل غير الأميين البالغين 15 سنة فما فوق ومعدل الالتحاق بالمدارس)؛

- المستوى المعيشي: متوسط الدخل الفردي.

البنك الدولي من جهته، يقوم بتصنيف دول العالم التي يزيد عدد سكانها عن الثلاثين ألفا إلى أربع مجموعات بناء على مستويات نصيب الفرد من الدخل القومي، وعلى أساس هذا المعيار كانت دول العالم تتوزع في سنة 2013 إلى:

- مجموعة الدول منخفضة الدخل، والتي لا يزيد متوسط نصيب الفرد فيها من الناتج المحلي الإجمالي عن 1.035 دولار؛

- مجموعة الدول متوسطة الدخل الشريحة الأدنى والتي يتراوح فيها نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي بين 1.036 و 4.085 دولار؛

- مجموعة الدول متوسطة الدخل الشريحة الأعلى حيث يتراوح الدخل بين 4.086 و 12.615 دولار؛

- مجموعة الدول ذات الدخل المرتفع التي يزيد فيها نصيب الفرد من الدخل الإجمالي 12.616 دولار¹. وهناك تصنيف آخر قدمته منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في باريس ومن خلاله تقسم هذه المنظمة دول العالم الثالث إلى:

- دول منخفضة الدخل LICs أو الدول الأقل تقدما منخفضة الدخل LLDCs؛

- دول متوسطة الدخل MICs؛

- الدول حديثة التصنيع NICs؛

- دول أخرى أعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية².

¹ World Bank: "How does the World Bank classify countries?", available on World Bank Web Site, <http://data.worldbank.org/about/country-classifications>, accessed January 25, 2014.

² ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص 69.

ثانياً- تصنيف المؤسسات المالية للدول الناشئة: عند التطرق لمعايير تصنيف الأسواق الناشئة، لا يمكن التغاضي على أن محاولة تحديد الدول التي تمثل فرص لتحقيق عوائد عالية هو الذي دفع مؤسسة التمويل الدولي إلى ابتكار مصطلح الأسواق الناشئة. والملاحظ أنه بعد مرور أكثر من ثلاثة عقود، لا يزال نفس المنطق يحكم منهجية المؤسسات المالية المصنفة لدرجات النمو في الأسواق المالية المختلفة. فإدراج سوق معين بأنه سوق ناشئ حسب هذه التصنيفات، يعني بأن هذا البلد يتمتع بكل خصائص التوظيف المثالي لدى المستثمرين الدوليين، ويولي غالبية المتطلبات، كوجود ضمانات حقيقية على سلامة استثماراتهم، وتوفير الهياكل القاعدية الأساسية التي تسهل الاستثمار، والأهم من ذلك وجود إمكانية لدى المستثمر لتحقيق عوائد أكبر من تلك المحققة في بلدانهم الأصلية. ويرجع إدراج بلد ما في خانة الدول الناشئة عادة بالفائدة على البلد المصنّف خصوصاً في مجال جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، لهذا نجد الدول النامية تبذل كل ما في وسعها لتحقيق هذا الهدف والوفاء بمتطلبات الترقية. ويرجع قرار تصنيف الدول في خانات النمو المختلفة إلى بعض المؤسسات كفايننشال تايمز للأوراق المالية FTSE* وشركة مورغان ستانلي الدولية لرأس المال MSCI**.

أ- تصنيف مجموعة فايننشال تايمز للأوراق المالية: قامت كل من الفايننشال تايمز وبورصة لندن في سنة 1995 بإنشاء مجموعة الفايننشال تايمز للأوراق المالية المعروفة باسم فوتسي FTSE- وحددت لها مهمة حساب ونشر مؤشرات مختلف بورصات دول العالم.

1- ماهية مجموعة فايننشال تايمز للأوراق المالية: تعتبر مجموعة فايننشال تايمز للأوراق المالية شركة مستقلة مملوكة لمجموعة بورصة لندن للأوراق المالية¹. وتعد من بين أهم الشركات المزودة لمؤشرات أسواق المال والحلول التحليلية المرتبطة بها، وتتولى مراقبة العديد من المؤشرات في مجموعة واسعة من فئات الأصول. ويتم حالياً استخدام مؤشرات الأسواق المالية التي تبتكرها المجموعة على نطاق واسع من قبل المستثمرين حول العالم لأغراض التحليل الاستثماري، وقياس الأداء، وتوزيع الأصول، ودرء مخاطر المحافظ الاستثمارية، وتعتبر "فوتسي" من بين الشركات الرائدة في:

- تطوير المناهج الجديدة لتصميم المؤشرات: يتم حالياً اعتماد العديد منها كمعيار للعديد من الأسواق المالية؛

- خلق صناديق الاستثمار.

- مشتقات المؤشرات والمنتجات المهيكلة: حيث تقوم المجموعة بإنشاء مجموعة واسعة من مشتقات المؤشرات والمنتجات المهيكلة بغرض التحوط ودرء المخاطر أو المضاربة.

* Financial times stock exchange.

** Morgan Stanley Capital International.

¹ Financial times stock exchange (FTSE): "About Us", home, FTSE, available on FTSE website, www.ftse.com/About_Us/index.jsp, accessed February 01, 2014.

وتغطي مؤشرات "فوتسي" أكثر من 7400 ورقة مالية في 47 بلداً حول العالم، و98% من القيمة السوقية الاستثمارية في العالم¹. وتتعاون مجموعة "فوتسي" إدارياً مع العديد من أسواق الأوراق المالية كسوق أثينا، إيطاليا، ماليزيا، الدار البيضاء، قبرص، جوهانسبرج، لندن، نيروبي وناسداك دبي، إضافةً إلى أسواق سنغافورة، تايلاند وتايوان.

2-معايير التصنيف: بعد الاستشارة التي أنجزت حول متطلبات الزبائن وحاجاتهم في سنة 2013، توصلت المجموعة إلى اعتماد إطار لتصنيف الأسواق المختلفة، وتتضمن المنهجية المتبعة عدة معايير²:

-نصيب الفرد من إجمالي الدخل الوطني GNI: يتم حساب الناتج المحلي الإجمالي بطريقة الأطلس المعتمدة من قبل البنك الدولي*.

-السوق والبيئة التنظيمية: نجد ضمن هذا المعيار العديد من العناصر:

- * وجود هيئة رسمية للرقابة على سوق الأسهم؛
- * عدم وجود معاملات تمييزية ضد صغار المستثمرين؛
- * عدم وجود قيود تؤثر على قدرة الأجانب في تملك الأوراق المالية؛
- * عدم وجود عراقيل وقيود أمام حركة رؤوس الأموال وعدم تطبيق غرامات على رؤوس الأموال المستثمرة أو تلك المراد ترحيلها؛
- * وجود سوق أسهم مجانية ومتطورة؛
- * وجود سوق صرف مجانية ومتطورة؛
- * عدم وجود إجراءات تسجيل خاصة بالمستثمرين الأجانب وإن وجدت يجب أن تكون إجراءات بسيطة لا يراد بها الاقضاء.

-الحفظ والتسوية: ضمن هذا البند، نجد المعايير التالية:

- * التسوية: وجود حالات نادرة من الصفقات الفاشلة؛
- * التسوية: التسليم المجاني متوفر؛
- * الحفظ: وجود منافسة كافية لضمان جودة خدمات الحفظ؛
- * الحفظ: الحساب الشامل** متوفر للمستثمرين الأجانب؛

¹ Dubai International financial centre: "FTSE open new offices in Dubai international financial centre", Press, 11 june 2013, available on DIFC website, <http://www.difc.ae/press?page=1&year=2013>, accessed February 05, 2014.

² Financial times stock exchange (FTSE) : "FTSE Country Classification Process", London, United Kingdom, available on the FTSE website, http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/index.jsp, accessed February 03, 2014.

* يمكن الاطلاع على هذه الطريقة من خلال رابط موقع البنك الدولي التالي - <http://data.worldbank.org/about/country-classifications/world-bank-atlas-method>

** الحساب الشامل يعني ذلك الحساب الذي يفتح باسم جهة معينة ويتضمن ممتلكات أكثر من عميل، التعريف متوفر في قاموس المصطلحات المالية سوق دبي للأوراق المالية على الرابط التالي، <http://www.difc.ae>، تاريخ الاطلاع 25 جانفي 2015.

* نظام المقاصة والتسوية ثلاثة أيام بخلاف يوم الاتفاق t+3 بالنسبة لكل من الأسواق الناشئة الثانوية والأسواق الناشئة المتقدمة والأسواق المتقدمة، وخمسة أيام بخلاف يوم الاتفاق t+5 بالنسبة للأسواق المبتدئة؛
* السماح باقتراض وإقراض الأوراق المالية.

– **مشهد المعاملات:** يتضمن هذا البند المعايير التالية:

* الوساطة: وجود منافسة كافية لضمان جودة الوساطة؛

* السيولة: سيولة كافية وواسعة لتحمل الاستثمارات العالمية الكبيرة؛

* تكاليف المعاملات: التكاليف الضمنية والتكاليف المحددة يجب أن تكون معقولة ومنافسة؛

* السماح بالبيع على المكشوف؛

* السماح بالمعاملات خارج البورصة؛

* آليات تداول كفؤة؛

* الشفافية: معلومات عن عمق السوق.

– **المشتقات المالية:** وجود سوق مشتقات متطور.

3- التصنيف المعتمد من قبل المجموعة: تقوم مجموعة الفاييننشال تايمز للأسواق المالية بتقسيم الأسواق حسب درجة تطورها إلى أربعة فئات*:

– **الأسواق المبتدئة:** يتم إدراج الأسواق المختلفة في هذه الفئة إذا استوفت المعايير الخمسة التالي:

– الرقابة الفاعلة على سوق الأسهم من قبل جهة رسمية؛

– عدم وجود عراقيل أو قيود على حركة رأس المال؛

– ندرة الصفقات الفاشلة؛

– وجود نظام للمقاصة والتسوية لا يتعدى فيه أجل التسليم 5 أيام بخلاف يوم التعاقد؛

– توفر الشفافية ومعاييرها.

وتتميز هذه الأسواق بالحجم الصغير وضعف التداول والسيولة إلى جانب قلة عدد الوسطاء وشركات الحفظ مما يؤدي إلى انخفاض درجة المنافسة وارتفاع تكاليف المعاملات وعدم قدرتها على تحمل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، كما أن المعاملات في هذه الأسواق تقتصر على المستثمرين المحليين.

– **الأسواق الناشئة الثانوية:** يتم ترقية الأسواق من الفئة الأولى إلى هذه الفئة، إذا تمكنت من استيفاء معايير إضافية تتمثل في:

– وجود خدمة حفظ ووساطة بنوعية عالية؛

– سيولة سوق أكبر وتكاليف صفقات أدنى؛

– نظام تسوية ومقاصة لا يتعدى فيه أجل التسليم 3 أيام.

* أنظر الملحق رقم (01) معايير التصنيف المعتمدة من قبل مجموعة الفاييننشال تايمز للأسواق المالية.

ورغم أن هذه الأسواق تتميز عن الفئة الأولى بحجم أكبر وخدمات حفظ ووساطة أفضل، وتكاليف أدنى، غير أنها تبقى تعاني من معاملة تمييزية سواء لصغار المستثمرين أو للأجانب. كما أن درجة تطور كل من سوق الأسهم وسوق الصرف ليست بالشكل الكافي، نتيجة للقيود التشريعية المفروضة عليهما.

-الأسواق الناشئة المتقدمة: تضم هذه الفئة الأسواق التي تتوفر فيها معظم المعايير السابقة غير أنها تبقى تعاني من بعض النقائص حسب معايير فوتسي نجلها في النقاط التالية:

* عدم السماح باقتراض وإقراض الأسهم؛

* التسليم المجاني غير متوفر؛

* عدم السماح بالبيع على المكشوف؛

* عدم السماح بالمعاملات خارج البورصة؛

* عدم وجود نظام تداول فعال؛

* عدم وجود أسواق مشتقات متطورة بالشكل الكافي.

-الأسواق المتقدمة: وتضم هذه الفئة الأسواق التي تتوفر فيها كل الشروط سابقة الذكر، ونجد ضمنها الدول المتقدمة.

4-التصنيف المعتمد لدى فايننشال تايمز في سنة 2013: تقوم الشركة كل سنة في ضوء المعايير السابقة إعادة تصنيف الدول حسب درجات التطور. ولقد تمخض عن هذه العملية في سنة 2013 التوزيع التالي لـ 73 دولة:

الجدول رقم (29): تصنيف الدول حسب معايير فايننشال تايمز في سنة 2013

الأسواق المتطورة	الأسواق الناشئة المتطورة	الأسواق الناشئة الثانوية	الأسواق المبتدئة
استراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، الدانيمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، هونغ كونغ، ايرلندا، إسرائيل، ايطاليا، اليابان، نيوزيلندا، هولندا، النرويج، البرتغال، سنغافورة، اسبانيا، السويد، سويسرا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية.	البرازيل، جمهورية التشيك، المجر، ماليزيا، المكسيك، بولندا، جنوب إفريقيا، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلاند، تركيا.	الشيلى، الصين، كولومبيا، مصر، الهند، إندونيسيا، المغرب، باكستان، بيرو، الفلبين، روسيا، الإمارات العربية المتحدة.	الأرجنتين، البحرين، بنغلاديش، بوتسوانا، بلغاريا، ساحل العاج، كرواتيا، قبرص، استونيا، غانا، الأردن، كينيا، ليتوانيا، مقدونيا، مالطا، موريشيوس، نيجيريا، سلطنة عمان، قطر، رومانيا، صربيا، سلوفاكيا، سلوفينيا، سريلانكا، تونس، الفيتنام

Source: Financial Times Stock Exchange (FTSE): “Annual Country Classification Review”, London, United Kingdom, September 2014, available on FTSE Website, http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf, accessed December 12, 2015.

إن القائمة المشار إليها في الجدول لا تبقى ثابتة، بل تتغير بتغير واقع الدول محل التصنيف. فعلى سبيل المثال، كانت الأرجنتين لفترة زمنية طويلة تصنف في فئة الأسواق الناشئة الثانوية، وتم إزاحتها لدرجة أدنى بسبب ضعف حجم التداول في السوق، وإصدار بعض التشريعات التي تعيق حرية التملك بالنسبة للأجانب. العكس حدث مع الإمارات العربية المتحدة، حيث تم ترقيتها من سوق مبتدئة إلى سوق ناشئة ثانوية بعد أن لاحظت المجموعة التطور النوعي والكيفي الذي حدث في هذا السوق.

ب- تصنيف مجموعة مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال MSCI: ترتبط العلامة التجارية مورغان ستانلي بالعديد من الشركات ذات الصيت العالمي في عالم المال والأعمال، وتمتلك العديد من الفروع والمكاتب في أكثر من 43 بلدا¹. ويمتد نشاط المجموعة للعديد من القطاعات أهمها صناديق الاستثمار العقارية والمؤشرات وإدارة المخاطر. وكانت شركة مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال فرعاً لهذه المجموعة حتى سنة 2009²، ومنذ ذلك التاريخ أصبحت شركة مستقلة قائمة بذاتها.

1- ماهية شركة مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال: مثلها مثل فوتسي فإن هذه الشركة تعد من أهم الشركات المزودة لمؤشرات الأسواق من خلال توفيرها للعديد من المؤشرات المحلية والإقليمية. ومن أهم هذه المؤشرات نجد:

- مؤشر العالم MSCI World؛

- مؤشر الأسواق المتقدمة MSCI EAFE؛

- مؤشر الأسواق المبتدئة MSCI Frontier Markets Index؛

- مؤشر الأسواق الناشئة MSCI Emerging Markets Index.

بالنسبة للمؤشر الأخير، فقد تم إطلاقه لأول مرة سنة 1988، أين كان يضم 10 دول ويمثل 1% من القيمة السوقية العالمية، أما في الوقت الراهن فهو يشمل 21 سوق بأكثر من 6000 ورقة مالية ويمثل بالتالي 11% من القيمة السوقية العالمية³.

2- معايير التصنيف: تصنف شركة مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال الدول حسب درجة التطور إلى ثلاثة فئات.

- **الفئة الأولى:** تضم الدول التي يتوفر فيها الحد الأدنى من الشروط والمعايير المحددة من الشركة وتعرف بالدول المبتدئة؛

- **الفئة الثانية:** تضم الدول الأكثر تطورا التي يشترط فيها أن تستوفي بعض المعايير إضافة للحد الأدنى المحدد للفئة الأولى خصوصا المتعلقة بحماية صغار المستثمرين وفتح مجال الاستثمار للأجانب؛

¹ Morgan Stanley Capital International : "Company information-global", New York, USA, available on MSCI Website, www.morganstanley.co.jp/aboutms/companynformation/index_en.html, accessed December 20, 2013.

² Morgan Stanley Capital International (MSCI): "Global history", New York, USA, available on MSCI Website, <http://www.msci.com/about/history.html>, accessed December 20, 2013.

³ Morgan Stanley Capital International (MSCI): "Index", New York, USA, available on MSCI Website, http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/em/, accessed December 20, 2013.

– الفئة الثالثة: نجد فيها الدول المتقدمة.

ويمكن تلخيص معايير التصنيف لدى مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال في الجدول التالي:

الجدول رقم (30): معايير تصنيف الدول حسب مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال في سنة 2013

المتطورة	الناشئة	المبتدئة	المعيار
الدخل المحلي الإجمالي للفرد يجب أن يكون أكبر ب25% عن عتبة الدخل المرتفع المعد من قبل البنك الدولي خلال الثلاث سنوات الماضية	ب.ب. مطلوب	ب.ب. مطلوب	أ/ تطور الإقتصاد – التنمية الإقتصادية المستدامة
5 2065 1032 AVTR %20	3 1032 516 % 15 ATVR	2 516 37 %2.5 ATVR*	ب/ متطلبات الحجم والسيولة – عدد المؤسسات التي تستوفي معايير المؤشر المعياري التالي: *حجم المؤسسة (القيمة السوقية التامة) مليون دولار – حجم الأوراق المالية (القيمة السوقية العائمة) مليون دولار – سيولة الأوراق المالية نسبة مئوية
عالي جدا عالي جدا عالي جدا عالي جدا	ذو معنى ذو معنى جيد ومجرب متواضع	على الأقل البعض جزئي على الأقل متواضع متواضع	ج/ معايير سهولة الوصول إلى السوق – الانفتاح على الاستثمار الأجنبي – سهولة دخول وخروج رؤوس الأموال – كفاءة الإطار التشغيلي – استقرار الإطار المؤسسي

Source: Morgan Stanley Capital International (MSCI): "Market classification Framework", new York, USA, June 2013, available on MSCI Website, http://www.msci.com/resources/products/indexes/global_equity_indexes/gimi/stdindex/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf, accessed January 20, 2014.

من الجدول نلاحظ أن الشركة تعتمد على عدة معايير للتصنيف:

– معيار التنمية الإقتصادية المستدامة **sustainability of économic development**: يأخذ

بعين الإعتبار هذا المعيار نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ولا يعتد به إلا لترقية الدولة من مرحلة النشوء الى التطور، وعلى أساس ذلك نجد أن الدولة التي تدرج ضمن الدول المتقدمة يفترض أن يكون دخل الفرد بها للثلاث سنوات الماضية أكبر ب25% عن عتبة الدخل المرتفع المعد من قبل البنك الدولي.

– **متطلبات الحجم والسيولة**: يحدد هذا المعيار الشروط الواجب توافرها في السوق حتى يتم إدراجه إما ضمن

الأسواق المبتدئة، الناشئة أو المتقدمة، وفي إطاره نجد:

* ATVR (Annual Trade value rate) المعدل السنوي للقيمة المتداولة.

* العدد الأدنى من المؤسسات التي يتم تداولها في السوق وتستوفي القيمة السوقية الدنيا المحددة بـ 516 مليون دولار بالنسبة للأسواق المبتدئة، 1032 مليون دولار بالنسبة للأسواق الناشئة و 2065 مليون دولار بالنسبة للأسواق المتقدمة.

* القيمة السوقية العائمة والتي يجب ألا تقل عن 37 مليون دولار بالنسبة للأسواق المبتدئة، 516 مليون دولار بالنسبة للأسواق الناشئة و 1032 مليون دولار بالنسبة للأسواق المتقدمة.

* سيولة الأوراق المالية: والتي يجب ألا تقل عن 2.5%، 15% و 25% من المعدل السنوي للقيمة المتداولة بالنسبة لكل من الأسواق المبتدئة، الناشئة والمتقدمة على التوالي.

– معيار سهولة الدخول إلى السوق: ويتضمن هذا المعيار مجموعة من المتطلبات يمكن تحديدها فيما يلي¹:

– الانفتاح على تملك الأجانب:

* متطلبات التأهيل بالنسبة للمستثمر؛

* مستوى التقييد على تملك الأجانب؛

* مستوى تطور منصة تداول الأجانب؛

* تمتع المستثمرين الأجانب بحقوق متساوية مع المستثمرين المحليين.

– سهولة دخول وخروج رأس المال:

* مستوى القيود المفروضة على تدفق رؤوس الأموال؛

* درجة تحرير المعاملات في سوق الصرف.

– كفاءة الإطار التشغيلي:

* إجراءات الدخول إلى السوق والتي تشمل تسجيل المستثمر وإعداد الحسابات؛

* تنظيم السوق والذي يشمل اللوائح التنظيمية للسوق، مشهد المنافسة وسلاسة تدفق المعلومات؛

* البنية التحتية للسوق وتشمل كل من المقاصة والتسوية، الحفظ، التسجيل/ الإيداع، التداول، قابلية الانتقال

والتحول (وجود إمكانية للتعامل خارج البورصة ووجود تحويلات عينية)، إقراض واقتراض الأسهم والبيع على

المكشوف.

– استقرار الإطار المؤسسي.

تجدر الإشارة في الأخير إلى أن ترقية الدول إلى مصف الدول الناشئة حسب تصنيف مجموعة مورغان

ستانلي لا يأخذ بعين الاعتبار سوى متطلبات الحجم والسيولة ومعايير سهولة الدخول إلى السوق، وعلى أساس

ذلك نجد أن الدول التي يكون لديها ثلاثة مؤسسات تزيد قيمتها السوقية عن 1032 مليون دولار وقيمة سوقية

¹ Morgan Stanley Capital International (MSCI): " Market classification Framework 2013", MSCI Global Market Accessibility Review, MSCI, June 2013, New York, USA, available on MSCI Web Site, http://www.msci.com/resources/products/indexes/global_equity_indexes/gimi/stdindex/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf, accessed December 28, 2013.

عائمة بـ 516 مليون دولار ونسبة سيولة بـ 15% من المعدل السنوي للقيمة المتداولة إلى جانب انفتاحها على المستثمرين الأجانب وتسهيل دخول وخروج رؤوس الأموال تصنف على أنها دول ناشئة.

3-توزيع الدول وفقا لتصنيف مورغان ستانلي لسنة 2013: على أساس المعايير السابقة تقوم الشركة كل ستة أشهر بتصنيف الدول حسب درجة التطور، ففي التقييم النصف السنوي لشهر نوفمبر 2013 الذي مس 80 دولة، تم تبويب الدول بحسب مستوى التطور في ثلاث مستويات مختلفة، الدول المبتدئة، الدول الناشئة والدول المتقدمة، ويمكن عرض نتائج هذا التصنيف في الجدول التالي:

الجدول رقم (31): توزيع الدول حسب درجة التطور وفقا لتصنيف مورغان ستانلي لاستثمار رأس المال في سنة 2013

الأسواق المتطورة	الأسواق الناشئة	الأسواق المبتدئة
استراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، الدانمارك، هونغ كونغ، ايرلندا، إسرائيل، ايطاليا، اليابان، هولندا، نيوزيلندا، النرويج، البرتغال، سنغافورة، اسبانيا، السويد، سويسرا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية.	البرازيل، جمهورية التشيك، المجر، ماليزيا، المكسيك، بولندا، جنوب إفريقيا، تايوان، تايلاند، تركيا، الشيلي، الصين، كولومبيا، مصر، الهند، إندونيسيا، بيرو، الفيليبين، روسيا، اليونان، كوريا.	الأرجنتين، البحرين، بنغلاديش، البوسنة والهرسك، بوتسوانا، بلغاريا، كرواتيا، استونيا، جاميكا، ترينيداد وتوباغو، غانا، الأردن، كينيا، ليتوانيا، كازاخستان، موريشيوس، نيجيريا، سلطنة عمان، قطر، رومانيا، صربيا، سلوفينيا، سريلانكا، تونس، الفيتنام، أوكرانيا، المغرب، زيمبابوي، الكويت، لبنان، فلسطين، السعودية، الامارات، باكستان.

Source: Morgan Stanley Capital International (MSCI): " **Market classification Framework 2013**", MSCI Global Market Accessibility Review, MSCI, June 2013, New York, USA, available on MSCI Web Site, http://www.msci.com/resources/products/indexes/global_equity_indexes/gimi/stdindex/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf, accessed January 30, 2014.

الفرع الثالث: الفرق بين الدول الناشئة، النامية والمتقدمة

لقد هيمنت الدول المتقدمة لفترة طويلة على الإقتصاد العالمي، وحققت نضجا نسبيا في التنمية الصناعية، غير أن فترة الثمانينات عرفت بداية بروز إقتصادات جديدة جعلت المتخصصين بمختلف مشارهم يعيدون ترتيب أفكارهم ومسلماهم فيما يخص نظريات التنمية المختلفة. وعرفت هذه الدول منذ ذلك التاريخ نموا معتبرا فاق في العشرية الماضية بكثير النسب المحققة لدى الدول المتقدمة، وأصبحت تزاخم هذه الدول وتنافسها في أسواقها التقليدية وحتى المحلية منها. كما أن بعض الدول الناشئة قطعت شوطا كبيرا في مجال التنمية وأصبح ينظر إليها

على أنها إقتصادات صناعية جديدة، ورغم أن هذه الدول لم تتمكن من تحقيق التنمية المتوازنة إلا أنه يبدو من خلال السياسات المطبقة خلال السنوات الماضية تحولا واضحا في أهدافها لتشمل التنمية المستدامة. ورغم النمو الذي حققته هذه الدول، فإن الفارق بينها وبين الدول المتقدمة يبقى كبيرا جدا، فحسب الجدول رقم (32) نلاحظ أن الدول المتقدمة التي لا يمثل عدد سكانها سوى 13% من إجمالي سكان العالم تساهم بأكثر من 59% من الناتج المحلي العالمي وبأكثر من 52.7% من صادرات العالم حسب إحصائيات 2013. عدد سكان الدول الناشئة يفوق 3.9 مليار نسمة، وهو ما يمثل 55.7% من سكان العالم وحصتها في المؤشرين السابقين هي 30.4% و31.42% على التوالي. النسبة المتبقية تمثل مساهمة الدول النامية. الأرقام السابقة تعبر لنا عن الأهمية النسبية للدول الناشئة، كما أن هذه الأهمية يمكن إثباتها من خلال تطور هذه النسب في السنوات الماضية والتي تظهر نموا متسارعا خصوصا في 15 سنة الماضية.

الجدول رقم (32): الفروق الأساسية بين الدول الناشئة النامية والمتقدمة في سنة 2013

الإقتصادات النامية	الإقتصادات الناشئة	الإقتصادات المتقدمة	البيان
166	23	24	عدد الدول
31.09	55.72	13.18	السكان (نسبة إلى إجمالي سكان العالم)
7 169	21 799	42 683	حجم الإقتصاد (الناتج المحلي الإجمالي) مليار دولار
10.01	30.42	59.57	حجم الإقتصاد (نسبة إلى حجم الإقتصاد العالمي)
2 861	5 662	9 496	الصادرات (مليار دولار)
15.88	31.42	52.70	الصادرات (نسبة إلى إجمالي الصادرات العالمية)
198	574	729	الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة (مليار دولار)
1 444	12 223	38 785	رسملة السوق المالي (مليار دولار)

المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الدولي:

World Bank : " data, World Bank Open Data", available on the world Bank website, <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>, accessed on August 20, 2014.

إضافة إلى ما تم ذكره من فروق، يمكن إضافة أيضا استحواذ الدول الناشئة على ما يقارب 38.2% من الاستثمارات المتدفقة حول العالم، وهي نسبة معبرة عن جاذبية هذه الإقتصادات للإستثمارات الدولية. ويقدر حجم السوق المالي في هذه الدول بأكثر من 122 تريليون دولار وهو ما يمثل أكثر من 23.3% من حجم الرسملة العالمية.

ويمكن المقارنة بين الدول المتقدمة، الناشئة والنامية كذلك من خلال خصائص الجهاز الإقتصادي، فمن خلال الجدول رقم (33) نلاحظ أن الإقتصادات الناشئة تتميز على غرار الدول المتقدمة بوجود جو من المنافسة بين المتعاملين الإقتصاديين، وبتحسن سريع في الصناعة إلى الحد الذي جعل المتخصصين وبعض المنظمات

العالمية كمنظمة التعاون الإقتصادي والتنمية يطلقون تسمية الدول الصناعية الحديثة على بعض الدول مثل كوريا، البرازيل، التشيك، المكسيك.

وتتميز أيضا الدول الناشئة مقارنة بالدول النامية، بميلها المتواصل للانفتاح على الخارج والتخلص من كل ما يمكن أن يعرقل ذلك. فمن خلال الجدول دائما، نلاحظ أن الدول الناشئة لا تزال تقيم بعض الحواجز الجمركية إلا أنها تحاول تحرير القطاع التجاري في إطار تبنيتها للفكر الرأسمالي وتوجهها لتطبيق مبادئه.

الجدول رقم (33): مقارنة خصائص الجهاز الإقتصادي، التطور الصناعي وشروط التجارة بين الدول

الناشئة، النامية والمتقدمة

الإقتصادات النامية	الإقتصادات الناشئة	الإقتصادات المتقدمة	البيان
الزراعة والسلع الأساسية	الصناعة التحويلية وبعض الخدمات	الخدمات والمنتجات ذات العلامة التجارية	الجهاز الإنتاجي
النظام الاشتراكي، نظام استبدادي	في حالة انتقال إلى الرأسمالية	الرأسمالية، الديمقراطية	النظام الإقتصادي والإجتماعي
متوسطة إلى عالية	متغيرة	ضعيفة	مخاطر الدولة
غير كافية	متوسطة وفي تحسن	متطورة جدا	الهياكل القاعدية
ضعيفة	تتحسن بسرعة	درجة عالية من متطورة	الصناعة
محدودة	معتدلة وفي زيادة	كبيرة وجوهرية	المنافسة
معتدلة إلى كثيرة	تحرير متسارع	متدنية	الحواجز التجارية
منخفضة	كبيرة	كبيرة	حجم التجارة
منخفضة	معتدلة إلى كبيرة	كبيرة	الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة

Source: Cavusgil and S.Tamer: "International business, strategy, management, and the new realities", Pearson Education, New Jersey, USA, 2008, p261.

وعلى الرغم من أن الدول الناشئة اختارت سبيل التصنيع وتطوير الخدمات خصوصا المالية منها، إلا أنها لا تزال بعيدة عن المستويات المحققة من الدول المتقدمة، فاقتصادها لا يزال يعتمد على الصناعة التحويلية وبعض الخدمات.

المطلب الثاني: التوجهات الحديثة لأنظمة الصرف في الدول الناشئة في ظل الأزمات

أدى الدخول الكبير لرؤوس الأموال في الدول الناشئة إلى حدوث فائض في الاستثمار، وتشبع ميزانيات المتعاملين الإقتصاديين (مؤسسات وبنوك) بمديونية كبيرة بالعملة الأجنبية، كما أن ارتفاع العوائد في أسواقها المالية حفز رؤوس الأموال الجواله للانتقال لهذه الأسواق قصد المضاربة في أصولها المالية والاستفادة من التسهيلات المقدمة لها. ولم تكن ثقة المستثمرين الدوليين كبيرة في قدرة حكومات هذه الدول على إدارة الأزمات واحتواء الصدمات، لهذا نجد أن تخوفاتهم دفعتهم في كثير من الحالات إلى الإسراع في سحب استثماراتهم بمجرد حدوث هزات سواء كانت اجتماعية سياسية أو اقتصادية حفاظا على رؤوس أموالهم وتفاديا للإجراءات السيادية التي يمكن أن تتخذ من قبل هذه الحكومات للتخفيف من وطأة الأزمات.

ومع حدوث ما سبق ذكره في العديد من الحالات، تظهر أزمات صرف سرعان ما تتحول إلى أزمة توأم (صرف وبنكية) تؤدي إلى اختلال ميزانيات البنوك والاعوان الإقتصاديين، وحالة من الفوضى في الأسواق المالية بوجه خاص والإقتصاد بوجه عام. وبعد كل موجة مضاربة أو أزمة، يتم تغيير نظام الصرف المتبع آليا، وهو ما جعل المشهد يشير إلى أن هذا النظام في العديد من الأزمات كان من بين العوامل التي أدت إلى نشأة الأزمة أو إلى تفاقمها.

الفرع الأول: أزمات الصرف في الدول الناشئة وتفسيراتها

لا تعتبر الأزمات ظاهرة عالمية جديدة بل إن زيادة تواترها وحدة شدتها وارتفاع تكاليفها على الإقتصادات المستهدفة بشكل خاص والإقتصاد العالمي بشكل عام هو الذي أثار فضول الإقتصاديين للبحث في مسبباتها، ومحاولة إيجاد حلول لها بهدف منع تكرارها من خلال تقوية بنیان اقتصادات الدول وغلق الهفوات المسببة لها. ولقد عرف العالم بعد انهيار نظام بريتن وودز وحتى نهاية التسعينيات ما يقارب 158 أزمة صرف أصابت عدد لا بأس به من الدول الناشئة في تسعينيات القرن الماضي.

أولا- أزمة المكسيك: سجلت المكسيك قبل سنة 1988 معدلات تضخم مرتفعة لم يتم التحكم فيها إلا بعد تطبيق إصلاحات اقتصادية كبيرة وربط قيمة البيزو بالدولار الأمريكي. ومع تحسن المؤشرات الإقتصادية الكلية وتعافي الإقتصاد المكسيكي، بدأت رؤوس الأموال تتدفق بشكل كبير للاستفادة من فروقات العوائد مع الإقتصادات المتقدمة، حتى وصلت قيمتها في نهاية سنة 1993 إلى 25.4 مليار دولار. ورغم ظاهر الإقتصاد الذي كان يشير إلى وضع سليم واستقرار كبير، إلا أن سياسة الصرف المتبعة لم تكن تلائم توجهات المكسيك لتحرير حركة رؤوس الأموال. فالتثبيت المعتمد من مارس إلى ديسمبر 1988 ثم برجة انزلاق لسعر الصرف ما

بين 1989 ونوفمبر 1991 وأخيرا تبني نظام الهوامش المعلنة، لم يكن يتماشى مع حرية حركة رؤوس الأموال التي تتطلب مرونة كبيرة في سعر الصرف¹.

ولقد أدى تحسن القيمة الحقيقية للبيزو خلال هذه الفترة إلى تسجيل عجز كبير في الميزان الجاري ما بين سنة 1991 و1993. وبسبب التدخل المباشر للبنك المركزي في سوق الصرف ورفع معدلات الفائدة لم تتأثر القيمة الاسمية للعملة بحالة الميزان الجاري، غير أن زيادة المضاربة على العملة والهروب المستمر لرؤوس الأموال بعد الانتخابات أدت إلى انهيار البيزو. ردة فعل البنك المركزي إزاء عمليات المضاربة كانت في بداية الأمر توسيع هامش تغير سعر الصرف، غير أن استمرار هذه العمليات دفعته في نهاية المطاف إلى تخفيض قيمة العملة المحلية بنسبة 12%، ثم تعويمها².

ولقد اعتبر عماد صلاح سلام أن من بين العوامل التي ساهمت في خلق أزمة المكسيك وفاقمتهما، اعتماد المكسيك على نظام صرف غير ملائم لسياسة جذب رؤوس الأموال ولطبيعة الصدمات التي يتعرض لها³، وكان من بين الإجراءات التصحيحية الفورية التي اتخذتها المكسيك تعويم سعر الصرف بعد أن استنزفت الاحتياطات الرسمية للبنك المركزي.

ثانيا- أزمة جنوب شرق اسيا: كان نموذج نمو دول جنوب شرق آسيا تجربة فريدة من نوعها، أذهلت العالم بأدائها المتميز، ومعدلات النمو الكبيرة المحققة خلال السنوات الخمسة عشر التي سبقت الأزمة. ونظرا لطول فترة النمو والتجربة الكبيرة المكتسبة في مجال التسيير، ترسخت ثقة كبيرة لدى المستثمرين في هذه الإقتصادات، وأصبحت بفضل ذلك من بين الوجهات المفضلة لرؤوس أموالهم. غير أن هذه المسيرة بدأت تعرف بعض المشاكل بعد أزمة المكسيك، فإخفاض قيمة الباهت التايلندي بنسبة 20 بالمئة وتعويمه في 02 جويلية 1997 أدى إلى انخفاض كبير في سوق الأوراق المالية، حيث فقد مؤشر Hang Sang ما مقداره 1211 نقطة لأول مرة منذ ثلاثين سنة⁴. ثم انتشرت الأزمة نتيجة للترابط القوي بين اقتصادات دول جنوب شرق آسيا، في كل من ماليزيا إندونيسيا، الفلبين، لاوس، هونغ كونغ، كومبوديا، تايبان وسنغافورة، التي سجلت قيمة عملاتها انخفاضا بنسب غير مسبوقه، حتى حل يوم الاثنين المجنون الذي شهد انخفاض أسواق الأوراق المالية لكل دول جنوب شرق آسيا.

ولقد ساهمت العديد من العوامل في انفجار أزمة جنوب شرق آسيا يمكن تلخيصها في التالي⁵:

- الإفراط في القروض الخارجية القصيرة؛

¹ العقون نادية: "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2012-2013، ص96.

² نفس المرجع، ص98.

³ عماد صالح سلام: "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، ا.ع.م، 2002، ص346.

⁴ محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس: "الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة"، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 25.

⁵ العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص101-105.

- إتباع نظام الصرف الثابت؛
- هروب رؤوس الأموال؛
- المضاربة على العملات المحلية؛
- الفجوة التمويلية (الإستثمار أعلى من الإدخار)؛
- ضعف النظم المالية والرقابة المصرفية؛
- العجز في الميزان التجاري وموازن المدفوعات؛
- ضعف قطاع الأعمال؛
- استراتيجية النمو ذو التوجه التصديري.

ولقد نتج عن هذه الأزمة، تحول التدفقات إلى الإتجاه العكسي، فأصبحت التدفقات المالية الصافية تتجه إلى خارج دول جنوب شرق آسيا مع اتجاه التدفقات القادمة من الخارج إلى الانخفاض من 93 مليار دولار سنة 1996 مقابل 12.1 مليار دولار سنة 1997، كما بلغت قيمة التدفقات إلى الخارج نحو 105 مليار دولار في نفس السنة، متجاوزة بالتالي نسبة 11% من الناتج المحلي الإجمالي الذي قدر في نفس السنة بـ935 مليار دولار¹. وساهمت الأزمة في تصاعد الضغوط لبيع الأسهم في دول أمريكا اللاتينية، أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية لمواجهة متطلبات السيولة، وفي ارتفاع حجم صفقات المضاربة على العملات في سوق الصرف، حيث تشير الاحصائيات إلى بلوغها تريليوني دولار أمريكي في اليوم الواحد أي ما يماثل ثلث حجم الإقتصاد الأمريكي. وفيما يتعلق بأنظمة الصرف، فقد دفعت الأزمة معظم دول جنوب شرق آسيا إلى التخلي عن نظام التثبيت لصالح نظام التعويم، وهو ما أدى إلى انخفاض قيمة العملات المحلية لتصل إلى 127.9% بالنسبة للباهاث التايلندي ما بين جويلية 1997 وجانفي 1998 وإلى 33.7% ما بين مستواه في جويلية 1997 وأكتوبر 1997 بالنسبة للعملة الماليزية².

ثالثا- الأزمة الروسية: تتماهى مسببات الأزمة الروسية بين عوامل داخلية ترتبط بفشل السياسات المحلية في التعامل بفعالية مع العجز الكبير في الموازنة وعدم اكتمال برنامج التحول الهيكلي نحو اقتصاد السوق وضعف الجهاز البنكي، وعوامل خارجية متعددة، أبرزها انتقال عدوى الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا وانخفاض أسعار المحروقات، وبدأت الأزمة بتخفيض قيمة الروبل الروسي في أوت 1998 بقيمة 34% وإيقاف البنك المركزي التداولات في سوق الصرف في اليوم الموالي وعدم محاولة الدفاع عنه، مما أدى إلى انخفاض قيمته بأكثر من 30% خلال سنة واحدة لتنتقل الأزمة فيما بعد إلى سوق الأوراق المالية³.

¹ حمدي عبد العظيم: "اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 201-202.

² نفس المرجع، ص 206.

³ سمير ايت يحيى: "التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملازم لجزائر"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2013-2014، ص 85.

الفرع الثاني: فرضية الركن أو الشائبة القطبية

من خلال العرض السابق يمكن استنباط ارتباط إشكالية تسيير سعر الصرف والأزمات المالية فعقب كل أزمة تبرز إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم واستخراج الدروس لتفادي حدوث هذه الأزمات في بلدان أخرى. ومن بين الحلول الآتية الواجب اتخاذها لإدارة الأزمة أو تجنبها، نجد ضرورة تعويم العملات. وهذه الفكرة ارتكز عليها العديد من الإقتصاديين للطعن في الأنظمة الوسيطة وإبراز عيوبها خصوصا أثناء الأزمة، والدفاع عن حتمية توجه كل الدول نحو الأنظمة المتطرفة، سواء في شكل التثبيت التام أو التعويم الحر، ولا مجال للبقاء بين هذا وذاك.

أولا- إشكالية تسيير سعر الصرف: يمثل اختيار نظام سعر الصرف الملائم تحديا كبيرا للسلطات العمومية في أي بلد، ويعتبر مقياسا حقيقيا لنجاح عمل الحكومة في إدارة الإقتصاد على أساس أنه يمثل الإطار العام الذي يحدد مدى مرونة سعر الصرف وقدرته على امتصاص الصدمات بمختلف أنواعها وأشكالها، وتحقيق الإستقرار في الأسواق وطمأننة المتعاملين الإقتصاديين المحليين والدوليين وزيادة ثقتهم في الإقتصاد. ولقد زادت أهمية هذا الاختيار بعد انهيار نظام بريتن وودز، وتعدد أشكال الأنظمة الممكنة تطبيقها.

لقد لعب نظام الصرف دور مفجر الأزمة في العديد من المرات، ولعل تجربة دول جنوب شرق آسيا أحسن مثال على ذلك، فهذه الدول لسنوات عديدة ولتعزيز نموذج النمو المعتمد وتفادي مخاطر الصرف، قامت بربط قيمة عملاتها بالدولار الأمريكي، غير أن هذا النوع من الأنظمة لا يؤدي إلى الغاء الخطر بشكل نهائي بل يقلل منه مؤقتا، ومع تطور الوضع الإقتصادي للدول، تتولد هذه المخاطر من جديد وقد تتحول إلى أزمة. بالنسبة للحالة الآسيوية، كان فك الارتباط بالدولار الأمريكي بمثابة الشرارة التي فجرت الأزمة، على أساس أن النظام السابق المعتمد جعل قيمة العملات الآسيوية المربوطة بالدولار تتحسن تماشيا مع تحسن قيمة الدولار الأمريكي، وهو ما أضعف قدراتها التنافسية أمام منافسيها في الأسواق الدولية، فنتج عن ذلك عجز في موازين مدفوعاتها. ورغم الدور المكشوف للأنظمة الثابتة في الأزمة الآسيوية، إلا أنها لم تتعرض لنفس الانتقاد الذي تعرضت له الأنظمة الوسيطة التي اعتبرها العديد من الإقتصاديين، بأنها أنظمة لا تستطيع المقاومة أمام التدفق المتزايد لرؤوس الأموال على المستوى الدولي، وإنها السبب الرئيسي للأزمات المالية التي حدثت مؤخرا باعتبارها تكون أكثر عرضة للمضاربة من بقية الأنظمة.

ثانيا- تقديم فرضية الركن: لقد تزايد الجدل بين المتخصصين عقب كل أزمة حول أفضلية نظام الصرف المتبع ومدى ملائمته للوضع الإقتصادي والظروف المحيطة، وانقسم المهتمين إلى فريقين¹:

¹ الشارف عتو: "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 6، السداسي الأول 2009، ص124.

- الفريق الأول يؤيد ضرورة اتباع الدول أحد الركنين إما نظام الربط المحكم أو نظام التعويم الحر، وهو ما يعرف بنظرية الركن أو نظرية القطبية الثنائية؛

- الفريق الثاني يؤيد استمرار الأنظمة الوسيطة أي أنظمة الربط المسير أو التعويم الموجه.

وتقوم فرضية الركن على فكرة أساسية تكمن في عدم إمكانية استمرار أي دولة في اتباع نظام سعر الصرف وسطي بين الأنظمة الثابتة والعائمة، والبديل العملي الوحيد هو اختيار أحد طرفي الركن الربط المحكم أو التعويم الحر، وتعتمد في تقديرها هذا، على عدم ملائمة الأنظمة الوسيطة لحرية حركة رؤوس الأموال والتحرير المالي المتزايد. ويعود أصل النظرية للاقتصادي الأمريكي B.J.Einchengreen عام 1994 بعد أزمة نظام صرف الإتحاد الأوروبي وإنشاء العملة الموحدة، بعد ذلك تم تبني الفكرة من قبل إقتصاديين بارزين آخرين مثل Obstfeld et Rogoff سنة 1995 و Summers سنة 2000 و Fisher سنة 2001¹.

ثالثاً-الدراسات التجريبية للفرضية: في دراسة قام بها صندوق النقد الدولي في مجلة World Economic Outlook تبين أن عدد الدول التي تتبنى نظم الربط اللين انخفض من 86 إلى 45 دولة ما بين الفترة الممتدة من 1976 إلى 1996، وعدد الدول التي تتبنى الأنظمة المرنة انتقل خلال نفس الفترة من 11 إلى 52 دولة، وهو ما أطلق عليه خبراء الصندوق ظاهرة التفريغ²، وفسر في حينه بأن الأنظمة الوسيطة في طريقها إلى الزوال. ولقد حاول العديد من الإقتصاديين البحث في هذه الإشكالية من بينهم Inci Otker Robe و Andreo Bubula اللذان قاما بدراسة سنة 2003 تم فيها حساب الأزمات في ظل كل نظام خلال 12 سنة أي ما بين 1990 و 2001، وتناولت هذه الدراسة 150 دولة موزعة بين الدول المتقدمة الناشئة والنامية، وتم استخلاص ما يلي³:

- مكان تواتر الأزمات المرتبطة بنظام الربط أعلى منه في أنظمة التعويم؛

- احتمال حدوث الأزمة في الأنظمة الوسيطة مرتفع بأكثر من ثلاثة مرات عن نظام الربط المحكم سواء بالنسبة لمجموع الدول أو الدول غير الناشئة، وبأكثر من خمسة مرات بالنسبة لمجموعة الدول المتقدمة والناشئة؛

- الأنظمة الوسيطة أكثر عرضة للأزمات مقارنة بالأنظمة الأخرى في كل بلدان العينة.

وعلى عكس ملاحظات صندوق النقد الدولي، وجد الباحثان أن نسبة الدول التي تطبق الأنظمة الوسيطة بقيت مرتفعة نسبياً رغم انخفاضها بين سنة 1990 و 2001 حيث أنها لا تزال تمثل 56% من مجموع الدول الأعضاء. حصة الدول التي تطبق أنظمة الربط الجامد والتعويم الحر لم تتحسن إلا بـ 10 و 20% على التوالي.

¹ Apanard Angkinand and others : "Testing the Unstable Middle and Two Corners Hypotheses About Exchange Rate Regimes", Working Paper, Claremont Graduate University, April, 2006, p03.

² جعفري عمار، مرجع سبق ذكره، ص 61.

³ Andrea Bubula et Inci Otker Robe : "Une bipolarisation persistence", Finance et développement, FMI, Vol 41, N°1, Mars 2004, p33.

كما لاحظ الباحثان أن تراجع حصة الأنظمة الوسيطة لم يمس كل الأنواع، بل أن البعض منها عرف ارتفاع خلال نفس تلك الفترة، فعلى سبيل المثال نجد أن تراجع أنظمة النطاقات الأفقية قابله ارتفاع في حصص النطاقات المتحركة والتعويم الموجه الضيق.

إضافة لهذه الدراسة التي أثبتت فرضية الركن هناك دراسة¹ stanley fisher التي حاول من خلالها البحث في صحة الفرضية من خلال ملاحظة تطور تطبيق أنظمة الصرف في 185 دولة ما بين سنة 1991 و1999، اعتمادا على تصنيف صندوق النقد الدولي. وتوصل فيشر من خلال هذه الدراسة إلى ارتفاع عدد الدول التي تتبع نظام التعويم من 36 دولة سنة 1991 إلى 77 دولة سنة 1999، هذا الارتفاع كان بطبيعة الحال على حساب الأنظمة الوسيطة التي أصبحت لا تطبق إلا في 63 بلد في سنة 1999 بعد أن كانت متواجدة في 98 بلد في سنة 1991. بالنسبة للأنظمة الثابتة، فإن الزيادة لم تكن كبيرة مقارنة بالأنظمة العائمة، فعدد الدول التي تطبقها زاد بـ20 بلد ما بين 1991 و1999. النتيجة النهائية للبحث، أنه تم إثبات ميل للتخلص من الأنظمة ذات المرونة المحدودة لحساب الأنظمة العائمة أو الربط المحكم، سواء كانت الدولة مندججة في الأسواق المالية الدولية أو لم تكن كذلك.

الدراسة الثالثة قدمها K.Rogoff في سنة 2002 واعتمد فيها على التصنيف الذي أعده مع Carmen Reinhart والمعروف بتسمية التصنيف الطبيعي، وتوصل من خلاله الباحث وآخرون، إلى أن احتمالية اختفاء الأنظمة الوسيطة تبقى غير مؤكدة، على أساس أن الدراسات التي دافعت على فرضية الركن، اعتمدت على تصنيفات صندوق النقد الدولي أو تصنيفات L.Y.S، التي بالغت في نسبة الدول التي تبنت التعويم. وبالتالي فإن نتائج البحث تشير إلى عدم وجود ظاهرة تفرغ الوسط، فتحول مجموعة من الدول النامية خلال سنوات التسعينات من الأنظمة الوسيطة نحو الربط الجامد أو التعويم الحر، قابله تحول عدد معتبر من الدول من نظام السقوط الحر أو أنظمة الربط الجامد نحو الأنظمة الوسيطة كالبرازيل، البيرو، بولندا، روسيا، فنزويلا، مصر الأردن والصين².

رابعا-واقع الفرضية في الوقت الراهن: من خلال ما سبق، يتضح لنا أن هناك اختلاف فيما بين الكتاب حول واقعية فرضية الركن أو تجويف الوسط، وهذا له علاقة مباشرة بالمادة المستعملة. فإذا استندت الأبحاث على تصنيف صندوق النقد الدولي، فإن النتيجة ستتوصل إلى واقعية الفرضية وبأن الأنظمة الوسيطة في انخفاض مستمر، أما إذا اعتمدت على تصنيفات أخرى، ستجد النتائج معاكسة ولا تتماشى وأطروحة زوال الأنظمة الوسيطة. ويمكن ارجاع ذلك إلى أن صندوق النقد الدولي قبل سنة 1999 وهي الفترة المشمولة بالبحث في

¹ Stanley Fischer : "Régime de taux de change, le bipolarisme est-il justifié ?" finance et développement, IMF, juin 2001, p19.

² سمير ايت يحيي، مرجع سبق ذكره، ص97-98.

معظم الدراسات، كان يعتمد على التصنيف بحكم القانون، الذي يعتمد بشكل كلي على تصريجات الدول فيما يخص نظام الصرف المعتمد.

وللحكم على مدى توصل أحد الطرفين لنتائج حقيقية، سنستعين بتطور أنظمة الصرف في السنوات الثمانية الماضية، وهو ما يمكن تلخيصه في الجدول التالي:

الجدول رقم (34): تطور أنظمة الصرف بين سنتي 2006 و2013

الوحدة: نسبة مئوية

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
								مجموع الدول (191)
13.1	13.2	13.2	13.2	12.2	12.2	12.2	25.6	- الأنظمة الثابتة
42.9	39.5	43.2	39.7	34.6	39.9	43.6	32.1	- الأنظمة الوسيطة
34.0	34.7	34.7	36.0	42.0	39.9	44.2	42.2	- الأنظمة العائمة
9.9	12.6	8.9	11.1	11.2	8.0			- أنظمة مدارة أخرى

Sources:

1-Andrea Bubula and Inci Ötoker-Robe : "The Evolution of Exchange rate regime since 1990: Evidence de facto policies", IMF Working Paper, September 2002, p16.

2- IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions" various issue.

3-حسابات الباحث.

من الجدول نلاحظ أن الأنظمة الوسيطة تحتل الرتبة الأولى في خيارات الدول، حيث أنها تطبق في أكثر من 42% من دول أعضاء صندوق النقد الدولي، وعرفت بالتالي زيادة كبيرة بين سنة 2006 و2013 بواقع 20 دولة، ونجد أن الربط لتقليدي يأخذ حصة الأسد بنسبة تمثيل تزيد عن 23.6%. الأنظمة العائمة تأتي في الرتبة الثانية، فنسبة تطبيقها تزيد عن 34.0% مع تسجيل تراجع تطبيق هذا النظام عند 15 دولة في أعقاب أزمة سنة 2009. الأنظمة الثابتة التي تمكنت من الحفاظ على نسبة تمثيلها خلال عشرية التسعينات، عرفت انخفاضاً بنصف النسبة في سنة 2007، أين انتقلت من أكثر من 25% في سنة 2006 إلى ما يقارب 12.2% في سنة 2013، كما يمكن ملاحظة أن معظم الدول التي تركت الأنظمة الثابتة كانت وجهتها الأنظمة الوسيطة. الاحصائيات السابقة لا تشير فقط إلى بقاء الأنظمة الوسيطة على عكس ما كان يتوقعه أنصار فرضية الركن، بل إلى احتلالها الرتبة الأولى في خيارات الدول.

المطلب الثالث: تطور أنظمة الصرف في الدول الناشئة

في بداية عشرية التسعينيات، كان الشائع لدى معظم الدول الناشئة تطبيق نوع معين من أنواع أنظمة الصرف الوسيطة، غير أن مختلف الأزمات التي عصفت بهذه الإقتصادات عدلت بشكل ملحوظ خياراتها في هذا الجانب. فمن خلال الجدول رقم (35) نلاحظ أن نسبة الدول التي تطبق الأنظمة الوسيطة انخفضت من 76.7% سنة 1990 إلى 40.6% سنة 1999، ومعظم الدول المتحولة كانت وجهتها الأنظمة العائمة التي انتقلت بين سنتي 1990 و1999 من 16.7% إلى أكثر من 46.9%، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على وجود ميل لدى هذه الدول لتطبيق أنظمة صرف عائمة بعد سلسلة الأزمات التي عصفت باقتصاداتها في منتصف ونهاية التسعينيات. الأنظمة الثابتة خلال نفس تلك الفترة لم تكن شائعة التطبيق، فنسبتها في سنة 1990 لم تتعدى 6.7%، وهذا يدل على عدم اعتراف الدول الناشئة بهذه الأنظمة كملاذ آمن بعد الأزمات، وهو ما يفسر الارتفاع الطفيف الذي سجلته لتصل إلى 12.5% فقط من مجموع الأنظمة المطبقة في 1999.

الجدول رقم(35): تطور أنظمة الصرف في الدول الناشئة بين سنتي 1990 و2013

الوحدة: نسبة مئوية

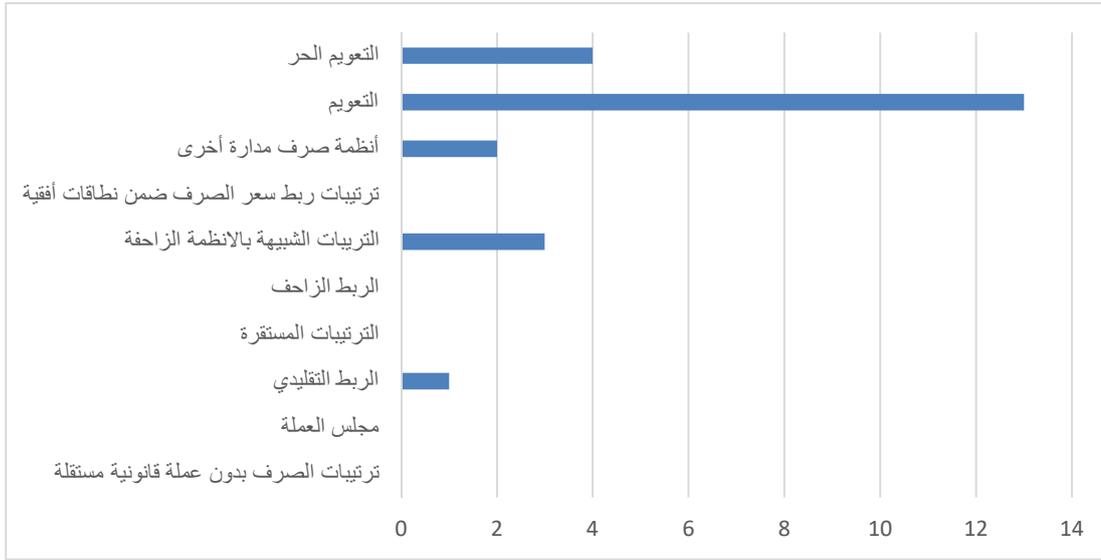
2013	2011	2009	2007	2005	2003	1999	1990	
0	0	0	0	4.35	4.35	12.5	6.7	الأنظمة الثابتة
17.4	30.4	13	17.4	26.1	21.7	40.6	76.7	الأنظمة الوسيطة
73.9	60.9	78.3	82.6	69.6	73.9	46.9	16.7	الأنظمة العائمة
8.7	8.7	8.7						أنظمة مدارة أخرى

Sources:

- 1-Andrea Bubula and Inci Ötoker-Robe : "The Evolution of Exchange rate regime since 1990: Evidence de facto policies", IMF Working Paper, September 2002, p16.
- 2- International Monetary Fund (IMF): "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2005", Washington D.C, USA, September 2006.
- 3- International Monetary Fund (IMF): "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2013", Washington D.C, USA, 2013 available on the IMF website <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>.

بعد سنة 2000، عرفت أنظمة الصرف تحولات عميقة وحافظت على ميل الاتجاه نحو تطبيق الأنظمة العائمة واختفاء تطبيق الأنظمة الثابتة منذ سنة 2007. فالإحصائيات المتوفرة تشير إلى أن نسبة الدول التي تطبق الأنظمة العائمة ارتفع إلى 73.9%، وهي نسبة تزيد عن تلك المسجلة لدى مجموع دول العالم في نفس تلك السنة. الأنظمة الوسيطة أصبحت لا تمثل سوى 17.4% من إجمالي الأنظمة المطبقة لدى الدول الناشئة.

الشكل رقم(24): توزيع الدول الناشئة على أنظمة الصرف في سنة 2013



Source: International Monetary Fund (IMF): "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2013", Washington D.C, USA, 2013 available on the IMF website <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf> accessed 15 July, 2014.

من الشكل نلاحظ أن الدول الناشئة تطبق خمسة أنواع من أنظمة الصرف، أكثرها شيوعاً نظام التعويم، الذي يطبق في 13 دولة حسب إحصائيات 2013، ويأتي في المرتبة الثانية نظام التعويم الحر بواقع 4 دول. العدد المتبقي من الدول يطبق إما الأنظمة الوسيطة (الترتيبات الشبيهة بالأنظمة الزاحفة 3 دول والترتيبات التعاقدية دولة واحدة) أو أنظمة صرف مدارة أخرى (بدولتين فقط).

ويمكن تفسير التوجه نحو التعويم في عدد من المبررات:

-عدم كفاية الاحتياطات الرسمية: إذا ما قمنا بمقارنة حجم الإحتياطات من النقد الأجنبي لدى البنوك المركزية المقدر بـ 6.5 تريليون دولار في سنة 2013 مع حجم التداول اليومي في سوق الصرف نجد فجوة كبيرة بين الرقمين. ويجعل ضعف حجم الاحتياطات المركزية السلطات النقدية غير قادرة على الحفاظ على ثبات أسعار الصرف مما يفقدها مصداقيتها في حالة تبني نظام الصرف الثابت، وفي هذه الوضعية يصبح نظام التعويم النظام الأكثر ملائمة لوضعيتها.

-إعتبارات اقتصادية: حيث أن تبني نظام التثبيت كان في فترة عانت فيها الدول الناشئة من الضغوط التضخمية وصاحب مجموعة من الإجراءات للتحكم في الأسعار، وبعد أن عادت معدلات التضخم إلى طبيعتها أصبح هذا النظام لا يلائم توجه الإقتصادات الناشئة نحو التحرير المالي وجذب الاستثمارات الأجنبية مما أضطرها إلى التخلي عن الأنظمة الثابتة والوسيطه وتطبيق الأنظمة العائمة.

المبحث الثاني: مصدر خطر الصرف في الدول الناشئة

تتمثل عملية تحديد خطر الصرف في أولا تعيين مختلف العمليات التي تخلق مراكز صرف للمتعاملين الإقتصاديين، وثانيا تقدير حدة التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف، وبالتالي فإن الإقتصادات التي تتميز بدرجة انفتاح مالي وتجاري كبير على الخارج، وقيمة عملتها تتميز بالتقلبات الكبيرة تكون المؤسسات فيها أكثر عرضة لخطر الصرف. وانطلاقا من خصائص الدول الناشئة وانفتاحها الكبير على الخارج نجد أن المؤسسات التي تنشط في إقليمها تكون معرضة لكل أنواع خطر الصرف، وهو ما سنحاول تبينه في هذا المبحث من خلال تحديد المعاملات التي تخلق وضعيات صرف وتجعل المتعاملين معرضون لمخاطره، ثم تحليل التقلبات في أسعار الصرف وكيف تأثرت بانتقال هذه الدول نحو الأنظمة العائمة.

المطلب الأول: العمليات التي تخلق وضعيات صرف في الدول الناشئة

هناك العديد من العمليات التي تخلق للمؤسسات في الدول الناشئة وضعيات صرف وتجعلها عرضة لمخاطره، وفي هذا الجانب سنتطرق لكل من المعاملات التجارية المعاملات المالية والإصدارات في الخارج، وهي كما هو معلوم من أهم مصادر خطر الصرف.

الفرع الأول: حجم المعاملات التجارية الخارجية

تعتبر المعاملات التجارية مع الخارج من أهم مصادر خطر الصرف في المؤسسات، ولتبيين أهميتها اعتمدنا على قاعدة البيانات المتوفرة في موقع المؤسسة المالية الدولية التابعة للبنك الدولي وعلى المعلومات المنشورة في قاعدة البيانات المشتركة بين كل من بنك التسوية الدولي، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية الدولية OECD، والمعروفة بلوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي JDEH*.

أولا-عمليات الاستيراد: من خلال التحقيق الذي أجراه البنك الدولي على عدد كبير من المؤسسات في دول العالم**، والمتوفر في قاعدة بيانات البنك الدولي¹، يمكن الاستفادة من بعض الأسئلة*** المطروحة للتعرف على نسبة الاستيراد والمواد المستوردة إلى إجمالي مدخلات الإنتاج في بعض الدول محل الدراسة. ولقد قمنا بتلخيص إجابات المؤسسات في الجدول التالي:

* Joint External Debt Hub.

** التحقيق لم يشمل إلا البرازيل، الهند، إندونيسيا، كوريا، ماليزيا، المكسيك، روسيا، جنوب افريقيا وتايلاند في مجموعة الدول الناشئة.

¹ World Bank Group : "entreprise survey" Washington DC, USA, available on W.B website, <https://www.entreprisesurveys.org/portal/elibrary.aspx?libid=14>, december 2013, accessed December 15,2014.

*** يمكن الاطلاع على أسئلة التحقيق والاسئلة المختارة في كل من الملحق رقم (03) و384 والملحق رقم (04) ص390 على التوالي.

الجدول رقم (36): مؤشرات عمليات الإستيراد للمؤسسات في بعض الدول الناشئة في سنة 2013

الوحدة: نسبة مئوية

المواد المستوردة إلى إجمالي مدخلات الإنتاج		المؤسسات المستوردة	حجم العينة	المؤشرات الدولة
المنطقة	دول العينة			
38.20	23.20	57.70	1802	البرازيل
33.70	3.60	11.80	4234	الهند
38.80	2.30	5.00	1444	إندونيسيا
38.80	15.70	31.10	592	كوريا
38.80	29.70	51.70	1115	ماليزيا
38.20	19.90	48.50	1480	المكسيك
39.50	35.80	70.10	4220	روسيا
41.30	14.60	37.80	937	جنوب إفريقيا
غ م	غ م	100.00	1043	تايلاند
	17.6	44.14	16867	المجموع

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الدولي:

World Bank Group: "Full Survey Data", Washington DC, USA, available on World Bank website, <https://www.enterprisesurveys.org/portal/elibrary.aspx?libid=14>, accessed March 6, 2014.

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- **نسبة المؤسسات المستوردة:** تختلف دول العينة فيما يخص نسبة المؤسسات التي تقوم بعمليات الإستيراد، ففي بعض الدول نجد هذه النسبة مرتفعة (100% في تايلاند، 57.7% في البرازيل و51.7% في ماليزيا) في حين نجدها لدى دول أخرى منخفضة ولا تتعدى 20% (5% في إندونيسيا و11.8% في الهند)، كما أن هذه النسبة تبقى دون الخمسين بالمئة في الدول المتبقية.

- **نسبة المواد المستوردة إلى إجمالي مدخلات الإنتاج:** تشير هذه النسبة إلى أهمية المواد المستوردة في إجمالي مدخلات الإنتاج لدى المؤسسات محل البحث، ويدل ارتفاعها على وجود تأثير لتغيرات أسعار الصرف على تكلفة الإنتاج، ومن ثم على تنافسية المؤسسة. فيما يخص النتائج المتحصل عليها، نجد أن هذه النسبة تتراوح بين 2.3% و35.8%، وبمقارنتها مع نفس النسبة المسجلة في المنطقة التي تتواجد فيها الدولة نجد أن النسب المسجلة لدى معظم الدول محل البحث (فيما عدا روسيا) متدنية وأقل بكثير من النسبة المسجلة في المنطقة، وهو ما يعني أن انتقال تأثير التغيرات في أسعار الصرف إلى تكلفة الإنتاج في هذه الدول ضعيف مقارنة بدول المنطقة.

- يعتبر المتوسط الحسابي لنسبتي المؤسسات المصدرة ومدخلات الإنتاج المستوردة في دول الناشئة محل الدراسة والمقدر بـ 19.77% بالنسبة للأولى و44.14% بالنسبة للثانية أعلى من النسب المسجلة عالميا 16.1%، 39.2% على التوالي*.

النتائج السابقة تبين من جهة التباين والاختلاف في النسب بين دول العينة، ومن جهة أخرى الإفتتاح الواضح لمؤسسات هذه الدول على الخارج، فنسبة المؤسسات المصدرة ونسبة المواد المستوردة لمدخلات الإنتاج يعتبران مرتفعتين مقارنة بالنسب المسجلة عالميا وهو ما يترجم إلى أن هذه المؤسسات تكون معرضة بدرجة كبيرة لخطر الصرف، على أساس أنها تمتلك وضعيات صرف كبيرة نسبيا تنشأ من معاملاتها التجارية (استيراد وتصدير).

ثانيا-عمليات التصدير: تمثل الصادرات مصدر آخر لخلق مراكز صرف داخل المؤسسات في الدول الناشئة، ولقد تم تلخيص إجابات المؤسسات المتعلقة بعمليات التصدير في الجدول التالي:

الجدول رقم (37): نسبة الصادرات إلى إجمالي المبيعات في بعض الدول الناشئة في سنة 2013

نسبة الصادرات إلى إجمالي المبيعات في		المؤسسات المصدرة		حجم العينة	المؤشرات الدولة
العالم	المنطقة	بلدان العينة	في المنطقة	بلدان العينة	
7.3	7.6	2.3	18.4	18.10	1802 البرازيل
7.3	8.2	7.1	10.90	12.50	4234 الهند
7.3	7.2	2.1	14	4.10	1444 إندونيسيا
7.3	7.2	8.1	14	20.40	592 كوريا
7.3	7.2	35.2	14	60.00	1115 ماليزيا
7.3	7.6	2.5	18.40	8.30	1480 المكسيك
7.3	9.4	3.6	22.90	12.90	4220 روسيا
7.3	5.3	3.9	10.7	18.40	937 جنوب إفريقيا
7.3	7.2	26.5	غ م	75.80	1043 تايلاند

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الدولي:

World Bank Groupe: "Full Survey Data", Washington DC, USA, available on World Bank website, <https://www.enterprisesurveys.org/portal/elibrary.aspx?libid=14>, accessed March 6, 2014.

من خلال الجدول نلاحظ أن هناك تباين واختلاف بين الدول الناشئة وبينها وبين العالم فيما يخص

مؤشرات التصدير:

* تم الحصول على النسب المسجلة عالميا وإقليميا من الموقع: <https://www.enterprisesurveys.org/portal/elibrary.aspx?libid=>

-نسبة المؤسسات المصدرة: وجود تباين كبير في نسبة المؤسسات المصدرة في دول العينة، فمثلا نجد أن هذه النسبة تصل إلى 75.8% في تايلاند و60% في ماليزيا في حين أنها لا تتعدى 8% في المكسيك و5% في إندونيسيا.

-نسبة الصادرات إلى اجمالي المبيعات: تعبر هذه النسبة عن مساهمة رقم الأعمال الناتج عن الصادرات في رقم أعمال المؤسسة الإجمالي، وارتفاعها يدل على زيادة أهمية خطر الصرف في المؤسسة والعكس صحيح. بالنسبة لنتائج الاستبيان فهي تشير بوضوح الى انخفاض هذه النسبة لدى غالبية الدول عن النسبة المسجلة عالميا، وهو ما يعني أن الخطر في هذه المؤسسات أقل من الخطر في المؤسسات الأخرى.

ثالثا-حجم الائتمان التجاري: تخلق عمليات الاستيراد للشركات في الدول الناشئة وضعيات صرف كبيرة تظهر في شكل الإئتمان التجاري. ولقد تم تلخيص البيانات المتوفرة في لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي والمتعلقة بحجم مديونية المؤسسات في الدول الناشئة* في الجدول التالي:

الجدول رقم (38): الائتمان التجاري في بعض الدول الناشئة في نهاية سنة 2013

الوحدة مليون دولار

المجموع	طويل الأجل	قصير الأجل	الائتمان التجاري البلد
87 028	811	86 217	الهند
32 656	331	32 325	تركيا
17 110		17 110	بولندا
11 697	59	11 639	كوريا
10 449	1 092	9 357	المكسيك
10 244	158	10 086	تايلاند
8 705	694	8 011	الشيلي
7 812	393	7 419	التشيك
6 198	153	6 045	إندونيسيا
4 926	14	4 912	المجر

المصدر: من إعداد الباحث على أساس لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي:

Bank for international settlements and others : " Joint External Debt Hub(JDEH)", available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html, accessed May 12, 2014.

* تم الحصول على بيانات بعض الدول الناشئة (البرازيل، الهند، إندونيسيا، كوريا، المكسيك، روسيا، جنوب افريقيا وتايلاند) دون غيرها، وهو ما يعني اما عدم توفر بيانات حول الدول الأخرى أو أن هذه الدول لا تتعامل بهذا النوع من التمويل.

من الجدول نلاحظ أن حجم الإئتمان التجاري يختلف من دولة إلى أخرى، فالهند تحتل الرتبة الأولى بـ 87 مليار دولار ثم تأتي تركيا بـ 32.6 مليار دولار ثم بولندا بـ 17 مليار دولار، البرازيل، التشيك، إندونيسيا والمجر يأتیان في ذيل الترتيب بأقل من 8 مليار دولار. وتماشيا مع الأعراف التجارية التي تقضي بأن هذا النوع من التمويل يتميز بقصر الأجل نجد أن 95% من اجمالي الائتمان الممنوح في مجموع الدول الناشئة يستحق في الأجل القصير.

يعرض الجدول الدول العشرة الأولى الأكثر استخداما للإئتمان التجاري وهي تمثل 91.15% من اجمالي الائتمان التجاري في الدول الناشئة، وتعتبر هذه المبالغ حسب ما تنص عليه النظرية الاقتصادية معرضة لخطر الصرف، على أساس أن هناك فروقات بين الفترة التي ينشأ فيها الدين والفترة التي تحدث فيها التسوية. ولقد عرف الائتمان التجاري تطورا كبيرا خلال السنوات السبع الماضية حيث أنه ارتفع من 67 مليار دولار في سنة 2004 إلى أكثر من 215.88 مليار دولار في سنة 2013، هذا الميل التصاعدي لوحظ لدى معظم الدول فيما عدا جنوب إفريقيا وروسيا اللتان لم يتعدى فيهما الدين خلال هذه الفترة 3.2 مليار دولار¹⁰.

الفرع الثاني: المعاملات المالية والقروض ما بين الشركات

هناك العديد من المعاملات المالية التي تحدث بين المؤسسات في الدول الناشئة والعالم الخارجي نلخصها فيما يلي:

أولا-القروض: تعتبر عمليات الإقراض والاقتراض بالعملة الأجنبية مصدر آخر لخطر الصرف في الدول الناشئة، على أساس أن قيام المؤسسات في هذه الدول باقتراض مبالغ بالنقد الأجنبي يزيد في وضعية الصرف المالية. وكما هو معلوم فإن هذه الوضعيات تتأثر بالتغيرات في سعر الصرف، فإذا ارتفع هذا الأخير زادت أعباء الدين وتكبدت المؤسسات خسائر مالية كبيرة والعكس عند انخفاضه. ويمكن عرض أهم عشرة دول ناشئة مقترضة في الجدول التالي:

¹⁰Bank for international settlements and others : " Joint External Debt Hub(JDEH)", available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html, accessed May 12, 2014.

الجدول رقم (39): حجم القروض بالعملة الأجنبية في بعض الدول الناشئة سنة 2013

الوحدة مليون دولار

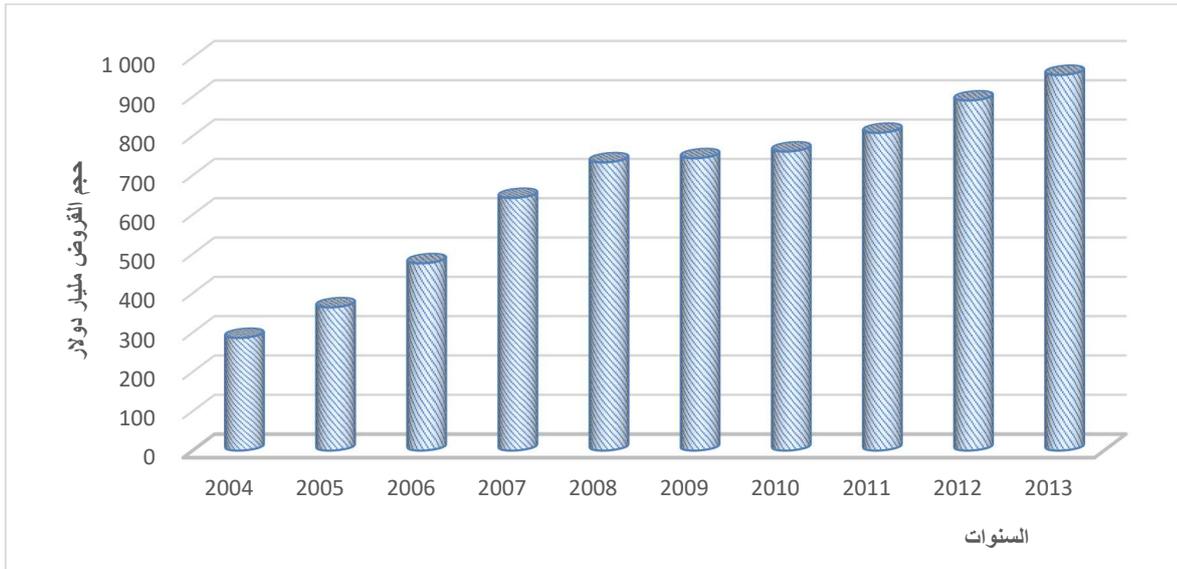
المجموع	القروض (خارج القطاع البنكي)		الدولة	المجموع	القروض (خارج القطاع البنكي)		الدولة
	طويل الأجل	قصير الأجل			طويل الأجل	قصير الأجل	
44 724	41 724	3 000	بولندا	270 506	253 379	15 127	روسيا
37 710	28 703	9 007	المكسيك	117 707	117 707		الهند
33 631	31 128	2 503	كوريا	96 821	91 930	4 891	تركيا
32 714	25 249	7 264	تايلاند	87 615	72 787	14 828	إندونيسيا
32 212	31 186	1 025	الشيلي	76 746	76 741	5	البرازيل

المصدر: من إعداد الباحث على أساس لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي:

Bank for international settlements and others : " **Joint External Debt Hub(JDEH)**", available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html, accessed May 12, 2014.

يعرض الجدول أكثر الدول الناشئة مديونية، ومن خلاله نجد أن الدول العشرة الأكثر مديونية تزيد فيها قيمة القروض عن 830 مليار دولار وهو ما يمثل نسبة 87% من حجم قروض الدول الناشئة، وحسب احصائيات 2013 نجد أن روسيا تحتل الرتبة الأولى بأكثر من 270 مليار دولار ثم تأتي الهند في الرتبة الثانية بـ 117 مليار دولار ثم تركيا في الرتبة الثالثة بـ 96 مليار دولار. وتتميز هذه القروض بان أكثر من 91.4% من القروض هي قروض طويلة الأجل وهو ما يزيد في احتمال تعرضها لخطر الصرف.

الشكل رقم(25): تطور الاقتراض في القطاع خارج البنوك في الدول الناشئة بين سنتي 2004 و2013



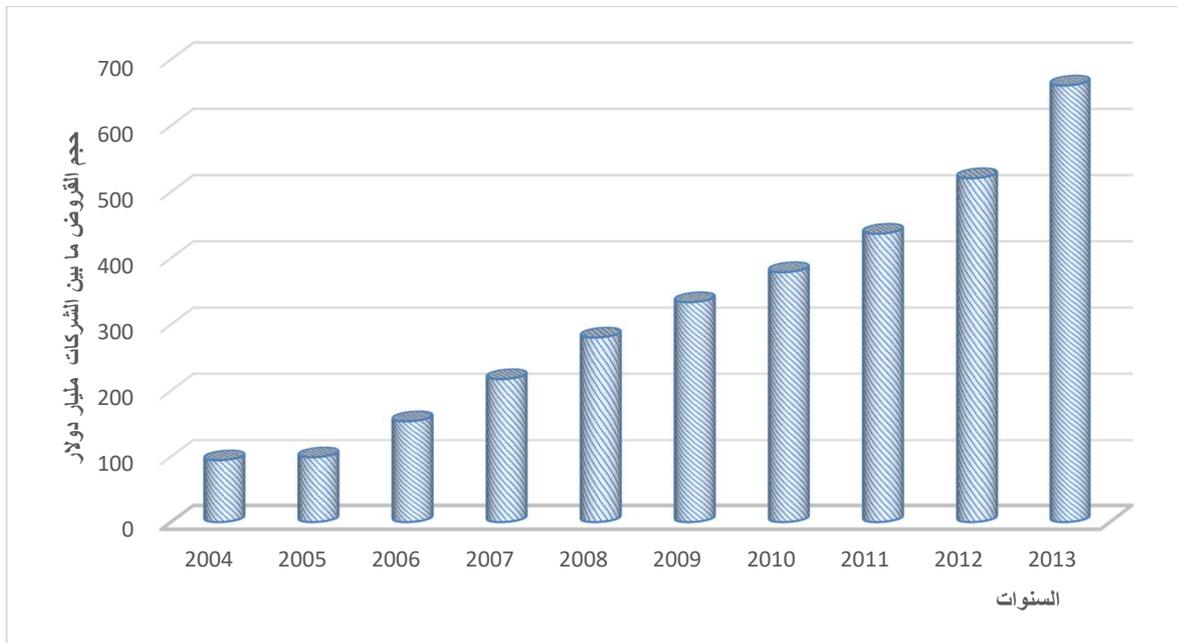
المصدر: من إعداد الباحث على أساس لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي:

Bank for international settlements and others : " **Joint External Debt Hub(JDEH)**", available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html, accessed on May 12, 2014.

من الشكل نلاحظ أن هذه القروض عرفت تطورا كبيرا خلال الفترة الماضية حيث أنها انتقلت من 286 مليار دولار سنة 2004 إلى أكثر من 955 مليار دولار سنة 2013، وهو ما يشير بوضوح إلى زيادة الوعاء المعرض لخطر الصرف في الدول الناشئة ويحتم على المؤسسات إنشاء مصالح لإدارته.

ثانيا-القروض ما بين الشركات: تعتبر القروض ما بين الشركات* من الطرق الرائجة المستخدمة في تمويل الفروع التابعة لنفس المجموعة لبعضها البعض، وحسب الإحصائيات المتوفرة نجد أن هذا النوع من التمويل لا يستخدم في كل الدول الناشئة**.

الشكل رقم (26): تطور القروض ما بين الشركات في الدول الناشئة بين سنتي 2004 و2013



المصدر: من إعداد الباحث على أساس لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي:

Bank for international settlements and others : " **Joint External Debt Hub(JDEH)**", available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html, accessed May 12, 2014.

من الشكل نلاحظ أن القروض بين الشركات عرفت زيادة ملحوظة بين سنتي 2004 و2013 حيث أنها انتقلت من 94 مليار دولار إلى أكثر من 660 مليار دولار، وهو ما يدل على زيادة أهمية هذا النوع من التمويل بالنسبة للمؤسسات وإلى الحجم الكبير من المبالغ المعرضة لخطر الصرف. من حيث ترتيب الدول في استخدام القروض ما بين الشركات حسب إحصائيات 2013 نجد أن البرازيل تحتل الرتبة الأولى بمبلغ يزيد عن 174 مليار دولار في الرتبة الثانية تأتي روسيا بأكثر من 155 مليار دولار ثم في الرتبة الثالثة بولندا بـ90 مليار دولار، بقية الدول التي تحتل الرتب العشرة الأولى يمكن عرضهم في الجدول التالي:

* تتعلق هذه القروض بالمبالغ التي تحصلت عليها الشركات المقيمة في الدول محل الدراسة وتدخل في مديونية هذه الدول.
** لا يتم استخدام هذه الطريقة في كل من مصر، الهند، اندونيسيا، ماليزيا، المكسيك والبيرو في حين لا تتوفر بيانات حول الصين.

الجدول رقم(40): توزيع القروض ما بين الشركات على بعض الدول الناشئة في سنة 2013

الوحدة: مليون دولار

البلد	حجم القروض ما بين الشركات	البلد	حجم القروض ما بين الشركات
البرازيل	174 145	الشيلي	35 202
روسيا	155 798	جنوب افريقيا	28 459
بولندا	90 774	تايلند	26 806
المجر	78 951	كوريا	15 218
التشيك	35 841	تركيا	6 297

المصدر: من إعداد الباحث على أساس لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي:

Bank for international settlements and others: " **Joint External Debt Hub(JDEH)**", available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html, accessed on May 12, 2014.

وتجدر الإشارة الى أن 98% من القروض بين الشركات يتم استخدامها في الدول العشرة سابقة الذكر، وهو ما يعني أن هذه الطريقة في التمويل ليست مستخدمة بالشكل الكافي في أكثر من 13 دولة ناشئة.

الفرع الثالث: الإصدارات بالعملات الأجنبية

يعتبر التمويل المباشر من الأساليب التمويلية التي شاع استخدامها بعد أزمة المديونية في بداية الثمانينات من القرن الماضي، وللاستفادة من رؤوس الأموال الدولية قامت الدول الناشئة بتوفير منافذ استثمارية هامة وتطبيق سياسات تحفيزية لجذب المستثمرين الدوليين ورؤوس أموالهم، كما قامت بتنشيط أسواق الأوراق المالية وهو ما سمح لها باحتلال الصدارة في استقطاب رؤوس الأموال. ولتدعيم هذه التجربة توسعت هذه الدول في مجال الإصدارات وأصبحت تسمح منذ فترة ليست بالبعيدة بإصدار الأوراق المالية بعملات مختلفة خارج أسواقها المحلية وهو ما يعرف بالإصدار الدولي. ويختلف هذا الأخير عن الإصدار المحلي في بعض النقاط نوجزها في التالي:

المبلغ: حيث أن المبلغ المقصود للتعبئة عادة يكون مبلغ كبير جدا؛

العملة: التي تكون مختلفة عن عملة بلد الجهة التي قامت بإصدار تلك الأوراق المالية؛

البلد: حيث أن رؤوس الأموال المقصودة ليست المحلية بل الدولية لهذا فإن هذه الإصدارات تتم في عدد من الدول الأجنبية.

أولاً-حجم إصدار الأذونات والسندات الدولية في الدول الناشئة: قدر حجم الإصدارات الدولية الجارية Amount Outstanding للشركات غير المالية في نهاية سنة 2013 أكثر من 2,883 تريليون دولار تمثل فيها إصدارات السندات وأذونات الخزانة قيمة 2,849 تريليون دولار أي ما نسبته 98.82% من إجمالي الأدوات المتداولة. النسبة المتبقية نجد فيها كل من الأوراق التجارية وبعض أدوات التمويل قصيرة الأجل والتي قدرت في نفس السنة بـ 34.08 مليار دولار، نصيب الدول محل الدراسة من هذا المبلغ هو 286.62 مليار دولار أي ما

يعادل 9.94% من المبلغ الإجمالي. ويعتبر هذا المبلغ مهم جدا، ويعبر عن المساهمة الكبيرة والفعالة للدول الناشئة في سوق أدوات الدين على المستوى العالمي. ولقد عرف هذا السوق تطورا كبيرا في الدول الناشئة ما يسن سنة 2004 و 2013.

الجدول رقم (41): تطور حجم الأذونات والسندات الدولية الصادرة عن الشركات المقيمة في بعض الدول الناشئة بين سنتي 2004 و 2013

الوحدة: مليار دولار

حجم الأذونات والسندات الدولية										البلد
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
40.2	39.94	31.58	24.6	14.44	10.68	13.37	13.76	10.41	10.77	البرازيل
14.15	11.61	16.06	19.47	20.89	19.57	19.31	12.73	6.62	4.27	الهند
10.11	7.98	4.13	3.07	2.39	0.60	1.10	0.27	0.40	0.19	إندونيسيا
51.41	45.92	41.86	37.51	34.5	28.58	28.04	27.79	24.94	22.38	كوريا
3.99	3.37	3.65	4.25	4.22	4.81	4.74	5.40	6.44	7.31	ماليزيا
104.09	73.06	54.29	38.11	26.57	17.74	21.70	19.66	17.96	14.53	المكسيك
37.21	29.72	23.65	19.92	16.77	16.05	11.00	7.93	6.81	6.83	روسيا
13.94	13.86	13.01	9.58	7.89	7.09	8.58	4.03	2.44	2.26	ج إفريقيا
6.18	5.33	3.99	3.76	3.98	3.99	4.14	3.58	3.79	2.49	تايلاند

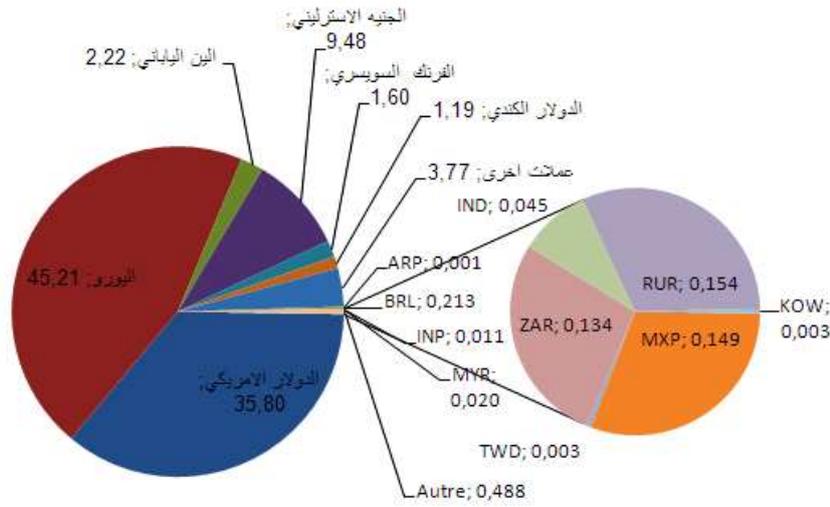
المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة بيانات بنك التسويات الدولية:

Bank for international settlements (BIS): "Debts Securities Statistics", Basel, Switzerland, February 2014 , available on the BIS website, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>, accessed May 15, 2014.

من الجدول نلاحظ أن أكبر دولة مساهمة في الإصدارات الدولية هي المكسيك، حيث أن نسبتها تزيد عن 36% من إجمالي أدوات الدين الصادرة من الشركات المقيمة في الدول الناشئة، كما أن هذا البلد مع إندونيسيا يمثلان أكبر نسبة نمو في أدوات الدين الدولية، بينما نجد أن استخدام هذه الأدوات انخفض في ماليزيا بين سنتي 2004 و 2013.

ثانيا-العملات المستخدمة: بالرغم من العدد الكبير من العملات المستخدمة في الإصدارات الدولية إلا أن النسبة العظمى منها تتم باليورو، الدولار والجنيه الإسترليني. فحسب إحصائيات سنة 2013 نجد أن اليورو يحتل الرتبة الأولى بنسبة تزيد عن 45%، الدولار يأتي ثانيا بنسبة 35.8% والجنيه ثالثا بـ 9.48%. النسبة المتبقية كما هو موضح في الشكل رقم (27) يتقاسمها كل من الين الياباني بـ 2.22%، الفرنك السويسري بـ 1.6%، الدولار الكندي بـ 1.19% وعملات أخرى بـ 4.5%.

الشكل رقم (27): العملات المستخدمة في الإصدارات الدولية



المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة بيانات بنك التسويات الدولية:

Bank for international settlements (BIS): "Debts Securities Statistics", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>, accessed May 15, 2014.

فيما يخص مساهمة عملات الدول الناشئة، نلاحظ أنها تبقى ضئيلة جدا ولا تزيد عن 0.73% من إجمالي الإصدارات الدولية حسب إحصائيات سنة 2013. هذه النسبة تعني أن معظم إصدارات الشركات غير المالية في الدول الناشئة تتم بعملة تختلف عن عملة بلد إقامة تلك الشركات، مما يجعل هذه المبالغ معرضة لخطر الصرف متى نشأت وتتحقق النتائج متى حل أجل الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن تفوق اليورو على الدولار في عملة الإصدار بدأ منذ عام 2002 ومرد ذلك هو عدد المؤسسات الكبيرة المقيم في الاتحاد الأوروبي الذي يستخدم اليورو في إصداراته في دول أخرى تنتمي إلى الاتحاد الأوروبي، فنسبة الإصدارات باليورو من هذه المؤسسات قدر بـ 73.7%¹.

ثالثا- آجال الاستحقاق: ما هو متوفر من إحصائيات حول آجال استحقاق في سنة 2013 يسمح لنا فحسب بتحديد المبالغ المستحقة خلال السنة الجارية، والذي يقدر نسبته أكثر من 10.25% من إجمالي ما تم إصداره، مما يجعل آجال استحقاق المبالغ المتبقية يفوق السنة، وقد يصل في بعض الأحيان إلى 5 أو 10 سنوات. بالنسبة للدول محل الدراسة، فإن المبلغ الإجمالي المستحق خلال سنة 2013 يقدر بـ 19.05 مليار دولار أي ما نسبته 6.64%، مما يجعل الآجال الأكثر استخداما أيضا في هذه الدول هي تلك التي تفوق السنة.

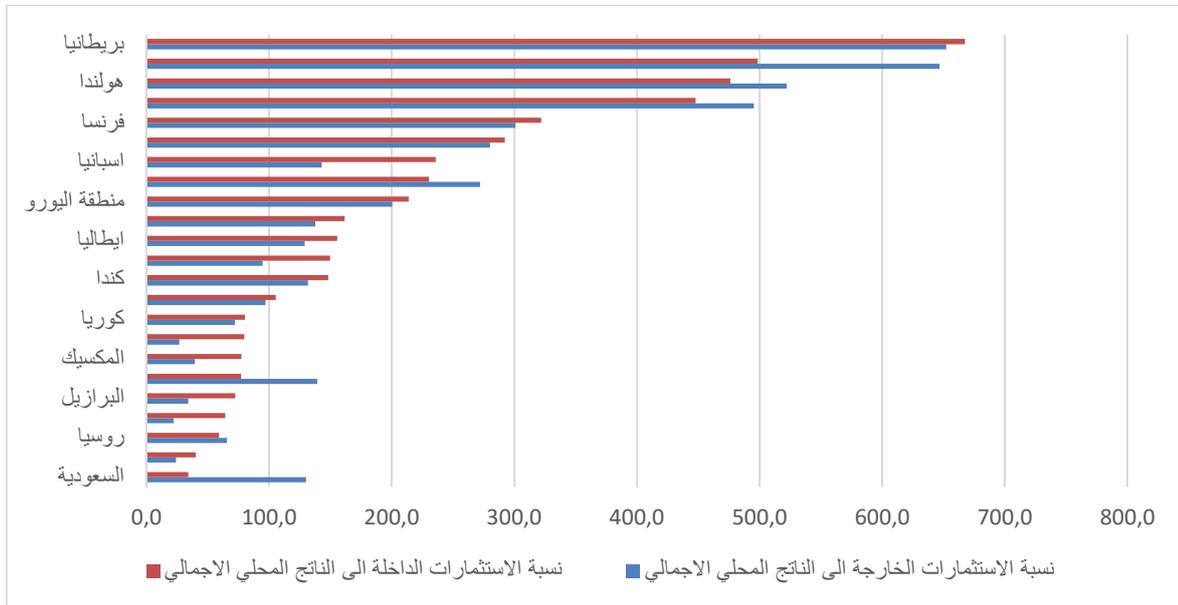
¹ Benjamin H Cohen: "Currency choice in international bond", issuance BIS, Quarterly Review, June 2005, p52.

الفرع الرابع: الاستثمارات الأجنبية المباشرة

تعتبر الإستثمارات الأجنبية المباشرة من الأساليب التمويلية الحديثة التي تحاول الدول بشتى الطرق جذبها للإستفادة من مختلف الايجابيات التي تنتج عنها، والدول الناشئة كانت ولا زالت من أهم الدول قاطبة لهذه الإستثمارات. حيث أن حجمها قدر في سنة 2013 بأكثر من 6.22 تريليون دولار كمخزون في حين أن حجم الإستثمارات المتدفقة إليها في نفس السنة كان أكثر من 220 مليار دولار. بالنسبة لاستثمارات هذه الدول في الخارج فقد قدرت في نفس السنة كمخزون أكثر من 1.86 تريليون دولار في حين أن تدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة لهذه الدول قدر بأكثر من 155 مليار دولار.

مقارنة بالدول المتقدمة نلاحظ أن هذه الإستثمارات كقيمة أقل بكثير في الدول محل الدراسة مما هو مسجل في الدول المتقدمة. ولتتمكن من المقارنة بين وضعية الاستثمارات في الدول المتقدمة والدول الناشئة محل الدراسة، سنستعين بنسبة هذه الإستثمارات إلى الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(28): نسبة الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض الدول الناشئة والمتقدمة في سنة 2013



المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة بيانات * Inter-Agency Groupe

* تضم المجموعة المشتركة بين الوكالات المعنية بالقضايا الاقتصادية والإحصاءات المالية، المعروفة باختصار IAG، بنك التسويات الدولية (BIS)، والبنك المركزي الأوروبي (ECB)، وبنك التسويات الدولية (رئيساً)، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) ومنظمة الأمم المتحدة (UN)، والبنك الدولي. تأسست عام 2008 لتنسيق بين الهيئات المختلفة لتجاوز الثغرات في البيانات التي أبرزتها الأزمة العالمية وتعزيز جمع البيانات.

Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics : " principal global indicators" , available on IAG website, <http://www.principalglobalindicators.org/Pages/Default.aspx>, accessed May 02, 2014.

من الشكل نلاحظ أن نسبة الإستثمارات الأجنبية المباشرة سواء كانت الداخلة أو الخارجة في الدول الناشئة أقل من النسبة المسجلة في الدول المتقدمة. ففي حين أن نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الداخلة والخارجة محصورة بين 24% و105% من الناتج المحلي الإجمالي نجدها في الدول المتقدمة محصورة بين 94% و667%.

وكما تم توضيحه في الجانب النظري من الدراسة، فإن خطر الصرف ينقسم إلى خطر صرف الصفقة الذي ينشأ من الصفقات التي تنجرها المؤسسات بعملة مختلف عن عملتها المحلية، وإلى خطر صرف التحويل الذي ينشأ من الاستثمارات في الخارج، وفي هذا الجزء من الدراسة سنحاول توضيح حجم استثمار المؤسسات في الدول محل الدراسة في الخارج والتي تكون مصدرا للخطر بالنسبة لها. فمن خلال المعطيات المتوفرة يمكن توضيح المبالغ التي قامت الشركات المقيمة في الدول محل الدراسة باستثمارها في الخارج.

الجدول رقم (42): حجم الإستثمار الأجنبي المباشر في بعض الدول الناشئة خلال سنة 2013

الوحدة: مليون دولار

البلد	الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل		الاستثمار الأجنبي المباشر الخارج	
	في رأس المال	في المحفظة	في رأس المال	في المحفظة
البرازيل	591.165	638.794	271.596	26.552
الهند	1.058.273	822.954	410.066	7.643
إندونيسيا	193.175	18.725	12.099	13.486
كوريا	151.020	578.140	185.900	137.700
ماليزيا	125.101	180.674	77.164	50.605
المكسيك	361.233	428.291	131.105	55.400
روسيا	370.161	270.723	324.204	48.300
جنوب إفريقيا*	138.964		82.367	
تايلاند	131.305	84.672	23.191	22.977

المصدر: من إعداد الباحث على أساس مواقع البنوك المركزية للدول المعنية وبيانات موقع مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية المتوفر في الموقع التالي: <http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx> ، تاريخ الاطلاع 12 ماي 2014.

من الجدول نلاحظ أن هذه الدول تستقبل حجم كبير من الاستثمارات الأجنبية المباشرة قدر مخزونها في الدول محل الدراسة مجتمعة حتى نهاية سنة 2013 بأكثر من 3.2 تريليون دولار بالنسبة للإستثمار الداخل في

* فيما يخص جنوب إفريقيا فقد استخدمنا قاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة لتنمية التجارة (UNCTAD) لعدم توفر المعطيات في بنكها المركزي.

رأس المال وأكثر من 3.02 تريليون دولار في المحفظة. كما أن حجم استثمارات هذه الدول في الخارج هو الآخر مهم، وقدر في نفس السنة بأكثر من 1.5 تريليون دولار بالنسبة للإستثمار في رأس المال وأكثر من 0.36 تريليون دولار كاستثمارات في المحفظة.

وتتمثل أهمية هذه المبالغ بالنسبة لخطر الصرف في كونها تخلق وضعيات صرف سواء للمستثمرين الأجانب في هذه الدول، أو بالنسبة لمستثمري هذه الدول. وتعتبر عادة هذه الإستثمارات طويلة الأجل بدون أن يكون ذلك شرطا لتصنيفها كاستثمارات أجنبية مباشرة حسب ما جاء في الدليل المعد من قبل صندوق النقد الدولي والخاص بميزان المدفوعات، وهو ما يجعل خطر الصرف ملازم للمستثمر الذي يوظف أمواله في الخارج متى بقيت ملكيته لهذه الأصول الأجنبية. بمعنى آخر أن هذا الخطر يظهر عند اقتناء الملكية ويتحقق في نهاية السنة المالية، عندما يتم تجميع الميزانيات بالنسبة للشركة الأم وفروعها.

بالنسبة للإستثمار في المحفظة فهو استثمار قصير الأجل يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية وليس التملك. وقصر أجل التملك لا يعفي هذا النوع من الإستثمارات من خطر الصرف، فبمجرد امتلاك المستثمر لمحفظة استثمارية بعملة تختلف عن عملة بلد إقامته، يصبح معرض لخطر الصرف على أساس أن هذه الممتلكات تعتبر وضعيات صرف مفتوحة.

المطلب الثاني: التقلبات في أسعار صرف عملات الدول الناشئة

يرتبط خطر الصرف بالتقلبات في أسعار الصرف *volatility*، وهذا يعني أن ارتفاع التقلبات تعني ارتفاع حدة خطر الصرف، وسوف نعلم في تقدير هذه التقلبات على الإنحراف المعياري الذي يعتبر أداة هامة لقياس تشتت القيم عن وسطها، فكلما كان هناك تشتت كبير كلما دل ذلك على وجود تقلبات كبيرة في أسعار الصرف. وحتى تتمكن من الحكم بشكل منهجي على حدة هذه التقلبات، اعتمدنا على المنهج المقارن من خلال القيام بقياس التقلبات في أسعار الصرف لدى بعض الدول الناشئة وبعض الدول المتقدمة، كما حاولنا معرفة مدى زيادة خطر الصرف من خلال التقلبات في أسعار الصرف بعد انتقال بعض الدول الناشئة من النظام الثابت إلى النظام العائم.

الفرع الأول: عينة الدراسة والمتغيرات المستخدمة

سنحاول التعريف أولاً بحجم العينة، فترتها، والمصادر التي تحصلنا منها على البيانات المختلفة، ثم ثانياً بمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في كل من العوائد، وبعض المتغيرات الوهمية، كإنتماء الدولة ونظام الصرف المعتمد.

أولاً-عينة الدراسة: تشمل عينة الدراسة 16 دولة هي البرازيل، الصين، الهند، روسيا، إندونيسيا، ماليزيا، جنوب إفريقيا، المكسيك، سنغافورة، الدانمارك، إنجلترا، اليابان، نيوزيلاندا، النرويج، السويد وكندا. ولقد قصدنا التنوع

في العينة لتشمل بالتساوي الدول الناشئة والمتقدمة بهدف مقارنة تقلبات أسعار الصرف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة، للتمكن من الحكم على مدى حدة خطر الصرف في الدول الناشئة. وتمتد السلاسل الزمنية اليومية المستخدمة لحساب التقلبات في أسعار الصرف ما بين سنة 1990 وسنة 2013، وهو ما يعني أكثر من 3600 مشاهدة يومية. وتعتبر الفترة المختارة مناسبة للقيام بالاختبارات الضرورية خصوصا ما تعلق منها بتأثير تغير نظام الصرف على التقلبات في أسعار الصرف. ولقد تم الحصول على البيانات اليومية لأسعار الصرف من مصدرين رئيسيين:

- المصدر الأول يتمثل في موقع البنك الفدرالي سانت لويز،

- المصدر الثاني مواقع البنوك المركزية للبلدان المعنية،

ولقد فضلنا المصدر الثاني عن الأول عندما تتوفر فيه بشكل تام السلسلة الزمنية خلال الفترة المختارة، أما البيانات المتعلقة بأنظمة صرف الدول الناشئة فتم الحصول عليها من موقع صندوق النقد الدولي.

ثانيا-متغيرات الدراسة: تشمل الدراسة على المتغيرات التالية:

أ-التقلبات في أسعار الصرف: تعتبر التقلبات في أسعار الصرف المتغير التابع الذي سيتم دراسته وتفسيره، ولتقدير هذه التقلبات يستخدم عادة الإنحراف المعياري لعوائد أسعار الصرف، وهو ما سيتم تناوله في هذه النقطة.

1-العوائد: يعتمد كثيرا تحليل السلاسل الزمنية المالية على عوائد الأصول عوض أسعارها الإسمية لثلاثة أسباب رئيسية:

- **السبب الأول:** يرتبط أساسا باهتمامات المستثمرين، فالمستثمر عادة يهتم بالعوائد المحققة على أساس أنها تمثل فرص للربح، بينما أسعار الأصول المالية فهي لا تمثل له سوى القيمة السوقية للأصل؛

- **السبب الثاني:** يرتبط بإمكانية القيام بالمقارنة، فالعوائد يمكن النظر إليها على أنها مؤشر عن تغير الأسعار النسبية، لهذا يمكن استخدامها للمقارنة بين الأصول المالية المختلفة حتى وإن لم تكن بنفس وحدة القياس.

-السبب الثالث: متطلبات الدراسات القياسية المتعلقة باستقرار السلسلة الزمنية.

على أساس ذلك يتم استخدام سلسلة العوائد عوض السلسلة الزمنية الأصلية للقيام بالدراسات القياسية، وهناك طريقتين لحساب العوائد:

- **الطريقة الحسابية:** تهتم هذه الطريقة بحساب التغير النسبي في سعر صرف عملة ما بين فترتين معلومتين ونستخدم الصيغة التالية في حساب العوائد¹:

$$R_t = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

¹ علي جبران عبد علي: " تأثير التداول الالكتروني على تقلب عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، عدد27، 2010، ص. 122

حيث أن:

R_t تمثل العائد خلال الفترة t؛

S_t سعر الصرف خلال الفترة t؛

S_{t-1} سعر الصرف خلال الفترة t-1.

- الطريقة الهندسية أو اللوغاريتمية: وهي الطريقة المستخدمة في البحث الجاري، وتقضي بأن العائد يمثل اللوغاريتم الطبيعي لحاصل قسمة السعر الحالي على السعر الذي قبله، وتستخدم الصيغة التالية في حسابه¹:

$$R_{tg} = \log \left(\frac{S_t}{S_{t-1}} \right)$$

ويسمى العائد المحسوب بهذه الطريقة أيضا بالعائد المركب، ويمكن الرجوع للعائد المحسوب بالطريقة الحسابية انطلاقا من العائد المركب خصوصا إذا كانت السلسلة الزمنية يومية من خلال المساواة التالية:

$$R_t = e^{R_{tg}} - 1 \approx R_{tg}$$

2- حساب التقلبات في أسعار الصرف: يعتبر الانحراف المعياري من بين الأساليب الأكثر استخداما للتعبير عن المخاطر² وبالتالي عن تقلبات أسعار الصرف، بسبب بساطة طريقة الحساب، وفعالته في تلخيص القيم المتطرفة والشاذة في سلسلة عوائد أسعار الصرف.

وتستخدم الصيغة التالية لحساب الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{T-1}}$$

حيث أن:

σ هو الانحراف المعياري؛

R_t العائد في الفترة t؛

\bar{R} متوسط العوائد؛

T الفترة.

وكلما كانت قيمة الانحراف المعياري مرتفعة كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع فرصة تحصيل عائد مرتفع خلال الفترة التي حُسب فيها. وما تجدر الإشارة إليه، أن التقلبات في أسعار الصرف يمكن أن تحسب لفترات مختلفة يوم أسبوع، شهر وسنة، فيما يخص البحث الجاري فقد قمنا بحسابها على أساس شهري.

¹ مروان جمعة درويش: "اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، 10-11 نوفمبر، 209، ص3.

² Benoit A. Aubert and others: "Mesure intégrée du risque dans les organisations", édition les presses de l'université de Montréal, Québec, Canada, 2004, p58.

ب-إنتماء الدولة: يعتبر إنتماء الدولة إلى مجموعة الدول الناشئة أو المتقدمة متغير مفسر للتقلبات في أسعار الصرف، ولقد اعتمدنا على المتغير الوهمي *groupe* لتحديد المجموعة التي تنتمي إليها دولة معينة، حيث أننا أعطينا القيمة "0" للدولة التي تنتمي إلى مجموعة الدول الناشئة والقيمة "1" بالنسبة للدول التي تنتمي إلى مجموعة الدول المتقدمة.

ج-نظام الصرف المطبق: يعتبر نظام الصرف المطبق في الدولة متغير مفسر للتقلبات في أسعار الصرف، واعتمدنا على المتغير الوهمي *reg* لتحديد نظام الصرف المطبق في دولة ما، حيث أننا أعطينا القيمة "0" عندما يكون نظام الصرف ثابت، والقيمة "1" عندما يكون النظام مرناً.

د-المتغير المرتد زمنياً *lag variable*: عند بناء النماذج يكون من المهم أخذ الزمن بعين الاعتبار بسبب وجود فترة زمنية بين حركة المتغيرات التابعة التي تستجيب للمتغيرات المستقلة، أو تأثير المتغيرات المستقلة التي حدثت في زمن سابق على المتغير التابع في الزمن الحالي، هذا الوقت يطلق عليه عادة التخلف أو الإرتداد الزمني. وعند إدخال هذه المتغيرات في تحليل الإنحدار، يصبح نطاق التحليل أوسع وأقرب إلى الواقع، خصوصاً إذا كانت المتغيرات التابعة تعتمد على قيم ماضية لبعض المتغيرات وتصبح بالتالي النماذج المقترحة نماذج حركية *Dynamic model*. وتعتبر الحالة السابقة أمراً ثابتاً في نماذج السلاسل الزمنية المالية، حيث أن العديد من الدراسات توصلت إلى أن التقلبات الحالية تتأثر بالتقلبات السابقة، وبالتالي يصبح من الضروري إدخال عنصر الإرتداد الزمني لهذا المتغير المستقل. ولقد اعتمدنا على معيار *Akaik Information Criterion (AIC)* لتحديد عدد فترات الإرتداد.

ثالثاً-عرض النموذج وتحديد الفرضيات: تحاول الدراسة معرفة أولاً إن كان هناك فرق في حدة تقلبات أسعار صرف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة، وثانياً إن كان هناك تأثير لتحول الدول من أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المرنة على التقلبات في أسعار الصرف ومن ثم على خطر الصرف، لهذا سيتم بناء نموذجين أحدهما يحاول التحقق من وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين التقلبات في أسعار صرف الدول الناشئة والتقلبات في أسعار صرف الدول المتقدمة، والثاني يحاول إثبات إن كان هناك أثر ذوا دلالة إحصائية لتحول الدول نحو الأنظمة المرنة على تقلبات أسعار الصرف. وسوف نستخدم منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية *Panel Data Method* في برنامج الإيفوز (Eviews7).

أ-بيانات السلاسل الزمنية المقطعية: يقصد ببيانات السلاسل الزمنية مجموعة المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في الوقت ذاته. فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من المفردات والوحدات المقطعية (شركات أو

دول) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة¹. ويقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل وفقاً للصيغة التالية²:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$$i = 0, 1, 2, \dots, N \text{ تعبر عن الوحدات المفردة؛}$$

$$t = 0, 1, 2, \dots, T \text{ تعبر عن فترات الزمن؛}$$

y_{it} متجه عمودي $nT \times 1$ ويمثل المتغير التابع؛

X_{it} المتغيرات المفسرة وهي مصفوفة $nT \times k$ ؛

β متجه عمودي $k \times 1$ للمعاملات المراد تقديرها؛

ε_{it} الخطأ العشوائي للوحدة i والفترة t .

α_i الأثر الفردي والذي يكون ثابتاً عبر الزمن t وخاص بكل وحدة مقطعية i .

فعندما يكون α_i هو نفسه عبر جميع الوحدات المقطعية يعرف النموذج باسم النموذج المدمج ويتم استخدام طريقة المربعات الصغرى في تقدير معالم النموذج وهو حال النموذج الخاص بالدراسة. أما إذا كان هذا الأثر مختلفاً بين الوحدات المقطعية فيصبح النموذج يسمى نموذج التأثيرات الثابتة الفردية ويتم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المتغير الوهمي.

ويتم ترتيب المعطيات في هذا النوع من النماذج على العموم حسب بعدين، البعد الأول يمثل الأثر الفردي والذي يتمثل في الدول في دراستنا، والبعد الثاني يتمثل في البعد الزمني الذي يتم فيه عدد مشاهدة الأفراد. وعلى أساس أن البعد الزمني (عدد المشاهدات) غير متساوي، فإن النموذج الذي سيستخدم سيكون غير متوازن Unbalanced.

أ- الفرق بين تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة والمتقدمة: إن النموذج الذي يسمح لنا باختبار عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة وتقلبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة سيأخذ الشكل التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta y_{it-1} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

¹ بدرابي شهيناز: "تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015، ص 201.

² جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 300.

y_{it} متجه صفى 16×286 وهو المتغير المستقل المتمثل في التقلبات الشهرية لعوائد أسعار صرف عملات الدول (16 دولة) خلال الفترة t (286 شهر)؛

y_{it-1} المتغير المرتد زمنيا بفترة واحدة ويمثل التقلبات الشهرية في عوائد أسعار صرف عملات الدول خلال الفترة السابقة؛

X_{it} المتغير الوهمي أو الصوري الذي يأخذ القيمة "1" عندما تكون الدولة تنتمي إلى مجموعة الدول المتقدمة ويأخذ القيمة "0" عندما تكون تنتمي إلى مجموعة الدول الناشئة، ويكون هذا المتغير في شكل مصفوفة nt ؛

α_i الأثر الفردي؛

β, γ المعلمات المراد تقديرها.

ε_{it} أخطاء النموذج.

ولاختبار وجود فرق بين تقلبات عوائد أسعار صرف الدول الناشئة والدول المتقدمة تم وضع الفرضيتين

التاليتين:

الفرضية العدم H_0 عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية في تقلبات عوائد أسعار الصرف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة عند مستوى دلالة 0.05.

الفرضية البديلة H_1 وجود فروقات ذات دلالة إحصائية في تقلبات عوائد أسعار الصرف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة عند مستوى دلالة 0.05.

ب-تأثير نظام الصرف على تقلبات أسعار الصرف: النموذج التالي يسمح لنا بتحديد إن كان هناك تأثير لنظام الصرف على التقلبات في أسعار الصرف:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta y_{it-1} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

y_{it} وهو المتغير المستقل المتمثل في التقلبات الشهرية لعوائد أسعار صرف عملات الدول (8 دول) خلال الفترة t (287 شهر)؛

y_{it-1} المتغير المرتد زمنيا بفترة واحدة ويمثل التقلبات الشهرية في عوائد أسعار صرف عملات الدول خلال الفترة السابقة؛

X_{it} المتغير الوهمي الذي يأخذ القيمة "0" عندما يكون النظام المطبق في الدولة هو نظام الصرف الثابت ويأخذ القيمة "1" عندما يختلف عن ذلك؛

α_i الأثر الفردي؛

β, γ المعلمات المراد تقديرها.

ε_{it} أخطاء النموذج.

ولاختبار إن كان الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام صرف آخر يزيد في التقلبات الشهرية في أسعار صرف العملات تم وضع الفرضيتين التاليتين:

فرضية العدم H_0 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد أسعار الصرف والانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف آخر عند مستوى دلالة 0.05.

الفرضية البديلة H_1 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد أسعار الصرف والانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف آخر عند مستوى دلالة 0.05.

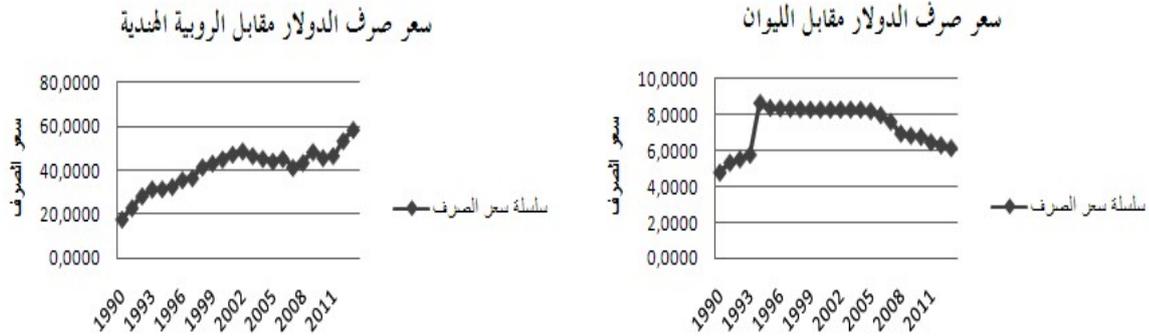
ولاختبار الفرضيتين السابقتين سنستخدم إحصائية ستودنت، فإذا كانت القيمة المحسوبة لستودنت أقل من القيمة الجدولة سيتم قبول فرضية العدم، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة فسيتم رفض هذه الفرضية وقبول الفرضية البديلة.

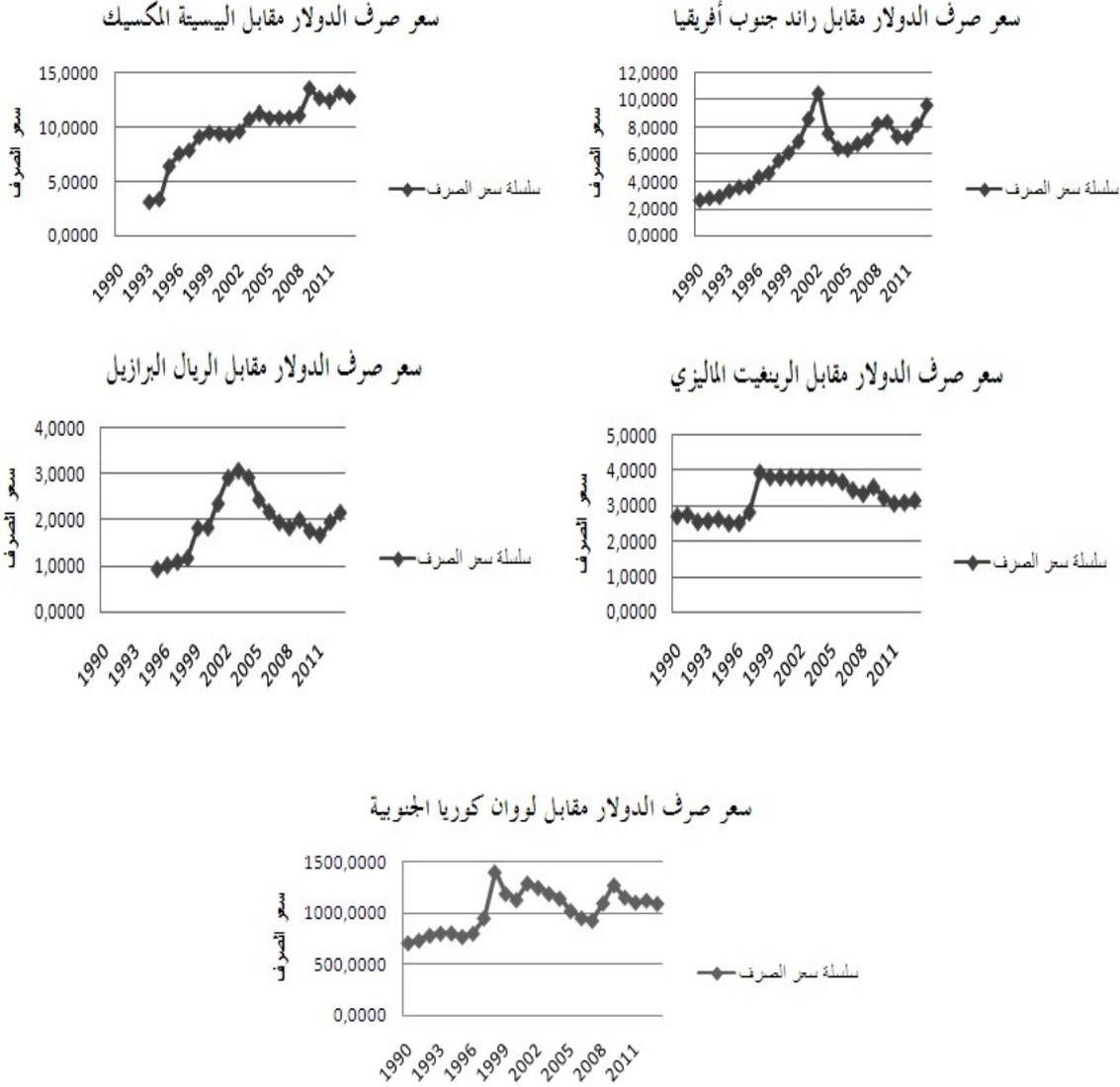
الفرع الثاني: تحليل نتائج الدراسة

بداية سنقوم بتحليل سلوك سعر الصرف اعتمادا على سلاسل أسعار الصرف لمعرفة الميل العام لأسعار صرف الدول الناشئة، ثم سنستعرض بعض الخصائص الإحصائية للتقلبات الشهرية في عوائد أسعار الصرف وماهية العلاقة التي تربطها بتغير نظام الصرف، وبانتماء الدولة.

أولاً-تحليل سلوك سعر الصرف: إن خطر الصرف يرتبط بالتغيرات في أسعار الصرف كما تم التطرق إليه في الجانب النظري من الدراسة، لهذا سنحاول في هذه النقطة قبل التطرق لنتائج تطبيق النموذجين المذكورين سابقا، تسليط الضوء على طبيعة التغيرات التي تحدث في أسعار صرف عملات البلدان الناشئة. فمن خلال الشكل رقم (29)، نلاحظ أن معظم عملات الدول محل الدراسة انخفضت قيمتها خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (29): تطور أسعار صرف الدولار مقابل بعض الدول الناشئة بين سنتي 1990 و2013





المصدر: من إعداد الباحث على أساس أسعار صرف عملات الدول الناشئة المتوفرة في البنك الفدرالي سانت لويز والبنوك المركزية للدول المعنية.

ويمكن إرجاع سبب إنخفاض قيمة عملات الدول الناشئة إلى سياسة الصرف المطبقة خصوصا خلال فترة التسعينات تماشيا مع نموذج النمو الذي يعتمد على الطلب الخارجي، مما يعني أن إحداث ميزة تنافسية للمتعاملين المحليين مقارنة مع الشركاء التجاريين في الخارج يعتبر محدد أساسي لنجاح هذا النموذج، على أساس أنه يكسبهم ميزة سعرية ويزيد في قدرتهم على التصدير، ومن ثم تحقيق نسب نمو كبيرة تكون فيها الصادرات المساهم الأكبر. إضافة إلى ذلك، فإن الأزمات المالية التي عصفت بهذه الإقتصادات، كانت عاملا حاسما في إضعاف عملات هذه الدول وفي تخفيض قيمتها بنسب كبيرة جدا.

والملاحظ أن الإنخفاض الذي ميز أسعار صرف هذه العملات كان واضحا في فترة التسعينات من خلال انخفاض قيمة كل عملات الدول الناشئة (ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل عملات الدول الناشئة). العكس لوحظ بعد سنة 2000، حيث أننا لاحظنا أن هناك تحسن في قيمة عملات معظم الدول محل الدراسة، فيما

عدا العملة الهندية والمكسيكية اللتان واصلتا انخفاضهما، أما فيما يخص اللوان الصيني والريخت الماليزي فقد تميزت قيمتهما بالإستقرار نوعا ما بين سنتي 1995 و2005 بسبب نظام الصرف المعتمد مما سبق يتضح لنا أن الوضعيات القصيرة سواء نتجت عن عمليات الاستيراد أو الاقتراض أو وجود فرع للمؤسسة في الخارج، كانت أكثر عرضة لحسائر الصرف من الوضعيات الطويلة خلال فترة التسعينات. الأدوار انقلبت بعد سنة 2000، حيث أن الوضعيات الطويلة هي التي أصبحت أكثر عرضة لحسائر الصرف، بافتراض بطبيعة الحال عدم قيام المؤسسات بالتحوط.

ثانيا- التقلبات في عوائد أسعار صرف عملات بعض الدول الناشئة والمتقدمة: من أجل حساب عوائد أسعار صرف بعض الدول الناشئة والمتقدمة، وتحديد الإنحراف المعياري الشهري كتقريب لتقلبات عوائد أسعار صرف عملات هذه الدول، استخدمنا برنامج الإكسل Excel، وقمنا بتجميع الخصائص الإحصائية المتعلقة بمقاييس النزعة المركزية والتشتت لتقلبات عوائد أسعار الصرف خلال الفترة 1990-2013 في الملحقين رقم (05) و(06). واعتمادا على كل من المتوسط الحسابي، الوسيط، أقصى وأدنى قيمة لتقلبات عوائد أسعار الصرف والإنحراف المعياري لهذه التقلبات بين سنة 1990 و2013 تم تقسيم الدول إلى قسمين:

-القسم الأول: يضم الدول التي يزيد متوسط التقلبات الشهرية لأسعار الصرف فيها عن 50%، ونجد ضمن هذه المجموعة كل من البرازيل، المكسيك، روسيا وجنوب إفريقيا في مجموعة الدول الناشئة والدايمارك، إنجلترا، اليابان، نيوزيلاندا، النرويج والسويد في مجموعة الدول المتقدمة*.

-القسم الثاني: يضم الدول التي يكون فيها متوسط التقلبات الشهرية لأسعار الصرف أقل من 50%، وتضم الصين، الهند، ماليزيا وكوريا الجنوبية في مجموعة الدول الناشئة وسنغافورة وكندا في مجموعة الدول المتقدمة. وبمقارنة النتائج نلاحظ أن التقلبات الشهرية في أسعار صرف الدول الناشئة أقل من التقلبات في أسعار صرف الدول المتقدمة بالنسبة للمجموعة الثانية، ومتقاربة مع التقلبات الشهرية في أسعار صرف الدول المتقدمة بالنسبة للمجموعة الأولى، غير أن الخلاصة السابقة تصبح غير صادقة من زاوية التقلبات الشهرية القصوى والدنيا في عوائد أسعار الصرف والإنحراف المعياري لتلك التقلبات.

ففيما يتعلق بالتقلبات القصوى والدنيا، نجد أن الدول الناشئة سجلت أعلى وأدنى القيم، واحتلت بذلك المراتب السبعة الأولى فيما يخص التقلبات القصوى، والمراتب الستة الأولى فيما يخص التقلبات الدنيا، في حين أن الدول المتقدمة اكتفت بالمراتب الأخيرة في النتيجة. وهذا يدل على أن التغيرات في أسعار صرف عملات الدول الناشئة أكبر من التغيرات التي تحدث في أسعار صرف عملات الدول المتقدمة، وهو ما يؤدي بطبيعة الحال إلى ارتفاع الإنحراف المعياري بالنسبة للدول الناشئة، ويعبر في الوقت ذاته على حالة عدم استقرار أسعار صرف هذه الدول.

* تم اختيار هذه الدول على أساس معايير معيار التوزيع الجغرافي، والملاحظ أن اليورو غير مدرج في هذه المجموعة بسبب عدم توفر معلومات حول أسعار صرف هذه العملة خلال الفترة التي تشملها الدراسة.

التشتت الواضح في قيم السلسلة الزمنية لعوائد أسعار الصرف في الدول الناشئة يمكن التماسه من خلال الفجوة الموجودة بين الوسيط والمتوسط، وهو ما يعني حدوث تغيرات كبيرة في أسعار صرف تلك الدول. وعلى عكس ما سبق ذكره نجد أن كل الدول المتقدمة سجلت أقل انحراف معياري، مما يعني انخفاض تشتت قيم السلسلة الزمنية.

من جانب آخر وقصد إعطاء أكثر مصداقية للدراسة، سوف نأخذ بعين الاعتبار الأزمات المالية التي ميزت النصف الثاني من تسعينيات القرن الماضي وما صاحبها من تقلبات كبيرة في أسعار صرف عملات الدول الناشئة، فعلى سبيل المثال نجد أن القيمة القصوى المسجلة في الروبية الروسية والمقدرة بـ 158.48 راجعة إلى تغيير وحدة الحساب في جانفي 1998 بقسمة القيمة القديمة على 1000، وهو ما أثر بطبيعة الحال على النتائج المتحصل عليها. لهذا السبب سنحاول تحليل التقلبات الشهرية لعوائد أسعار صرف الدول الناشئة ومقارنتها بتلك المسجلة لدى الدول المتقدمة خلال الفترة 2000-2013 (انظر الملحقين رقم 07 و08).

النتائج المتحصل عليها تشير إلى أن الدول الناشئة بقيت تتميز على غرار الفترة الإجمالية بعدم تجانس متوسط التقلبات الشهرية لعوائد أسعار صرف عملاتها، كما أن المستويات القياسية سواء كانت القصوى أو الدنيا تبقى تستحوذ عليها هذه الدول. وبالرغم مما سبق يمكن ملاحظة انخفاض الفوارق بين القيم القصوى والدنيا خلال هذه الفترة مقارنة بالفترة الإجمالية، حيث أنها أصبحت تماثل تلك المسجلة في الدول المتقدمة، وهو ما يمكن التماسه أيضا من خلال انخفاض الانحراف المعياري للتقلبات الشهرية لعوائد أسعار صرف كل الدول المشمولة بالدراسة.

ثالثا-المقارنة بين تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة والمتقدمة: رغم أهمية المعلومات التي تحصلنا عليها من الخصائص الإحصائية لسلسلة التقلبات الشهرية لأسعار صرف بعض الدول الناشئة والمتقدمة سواء كانت متعلقة بالزرعة المركزية أو التشتت، إلا أننا لم نتمكن من خلالها من تحديد بشكل علمي إن كانت هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين درجة تقلبات عوائد أسعار الصرف لدى الدول الناشئة والدول المتقدمة. لهذا السبب سنستعين بأسلوب إحصائي آخر للتحقق من ذلك. وسيتم ذلك من خلال تطبيق نموذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta y_{it-1} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

بعد تطبيق هذا النموذج في برنامج الإيفوز تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم(43): نتائج نموذج السلاسل الزمنية المقطعية 2013-1990

Dependent Variable: y_{it}
 Method: Panel Least Squares
 Date: 07/21/14 Time: 01:06
 Sample (adjusted): 1990M03 2013M12
 Periods included: 286
 Cross-sections included: 16
 Total panel (unbalanced) observations: 4438

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
α_i	-0.002853	0.063961	-0.044608	0.9644
y_{it-1}	-0.496118	0.013037	-38.05601	0.0000
X_{it}	0.002436	0.089080	0.027347	0.9782
R-squared	0.246166	Mean dependent var		-0.001302
Adjusted R-squared	0.245826	S.D. dependent var		3.415056
S.E. of regression	2.965743	Akaike info criterion		5.012808
Sum squared resid	39008.62	Schwarz criterion		5.017133
Log likelihood	-11120.42	Hannan-Quinn criter.		5.014333
F-statistic	724.1301	Durbin-Watson stat		2.335987
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج الإيفوز 7

للبهتان على صحة الفرضية السابقة استخدمنا مستوى معنوية 0.05، وطالما لا توجد لدينا أية معلومة مسبقة عن القيم الحقيقية لمعاملات المجتمع فنستخدم إختبار ذا طرفين، مما يعني أن المنطقة الحرجة ستكون في طرفي منحنى توزيع ستودنت، ويتم قبول أو رفض فرضية العدم بمقارنة القيمة الجدولية مع القيمة المحتسبة لـ t ، فإذا كانت القيمة المحتسبة أكبر من مثلتها الجدولية عند مستوى معنوية 5% يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة والعكس صحيح.

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج الإيفوز، نلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين المتغير المتباطئ بفترة واحدة والمتغير التابع، وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 1% على أساس أن القيمة الجدولية لـ t المقدر بـ 2.145 أقل من القيمة المحتسبة 38.05 مما يعني أن التقلبات في عوائد أسعار الصرف تتأثر بالتقلبات السابقة. كما أن هناك علاقة طردية بين المتغير التابع وانتماء الدولة إلى مجموعة معينة (دول ناشئة أو متقدمة)، إلا أنها ليست ذات دلالة إحصائية على أساس أن قيمة ستودنت لمحسوبة والمقدرة بـ 0.027 أقل من قيمتها الجدولية 2.145 عند مستوى دلالة 0.05، مما يعني قبول فرضية العدم التي تعني بأن " γ " لا تختلف عن الصفر وأن التقلبات في عوائد أسعار الصرف لا تتأثر بانتماء الدولة إلى مجموعة معينة.

النتيجة السابقة لا تتطابق مع النتائج التي تحصلنا عليها من خلال المقارنة بين الخصائص الإحصائية لتقلبات عوائد أسعار الصرف في الفقرة السابقة، أين وجدنا بأن كل من المتوسط، أقصى قيمة وأدنى قيمة والانحراف المعياري أكبر لدى الدول الناشئة من الدول المتقدمة. كما أن حالة عدم الإستقرار التي ميزت

الإقتصادات الناشئة تدفعنا للتشكيك في هذه النتيجة، مما يدفعنا للقيام باختبارات أخرى، أخذنا بعين الاعتبار الأزمات التي حدثت في الدول الناشئة خلال فترة التسعينات. وعلى أساس ذلك قمنا بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين، الأولى تمتد من سنة 1990 وحتى 2000 والثانية من سنة 2001 إلى سنة 2013. وحاولنا ضمنهما إختبار الفرضيتين السابقتين.

الجدول رقم(44): نتائج نموذج السلاسل الزمنية المقطعية ما بين 1990 و2000

Dependent Variable: Y_{it}
Method: Panel Least Squares
Date: 07/21/14 Time: 00:41
Sample (adjusted): 1990M03 2000M12
Periods included: 130
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 1942

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
α_i	-0.008556	0.149004	-0.057422	0.9542
y_{it-1}	-0.496842	0.019707	-25.21157	0.0000
X_{it}	0.010051	0.203614	0.049364	0.9606
R-squared	0.246881	Mean dependent var	-0.002601	
Adjusted R-squared	0.246104	S.D. dependent var	5.154027	
S.E. of regression	4.475098	Akaike info criterion	5.836477	
Sum squared resid	38831.38	Schwarz criterion	5.845084	
Log likelihood	-5664.219	Hannan-Quinn criter.	5.839642	
F-statistic	317.8124	Durbin-Watson stat	2.347574	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج الإيفوز 7

من خلال الجدول نلاحظ أنه لا توجد اختلافات جذرية بين النتائج التي تحصلنا عليها من خلال تطبيق النموذج على الفترة الإجمالية، والنتائج المتحصل عليها من خلال حصر الفترة ما بين 1990 و2000. وهذا يعني عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد أسعار الصرف في الدول الناشئة والدول المتقدمة، وهو أمر لا يتماشى مع واقع الأحداث التي ميزت هذه الفترة، ونقصد بذلك أزمات الصرف وما صاحبها من انخفاض كبير في قيمة العملة المحلية للدول الناشئة وجاء عكس ما كنا نتوقع ونتنظر.

نفس النتائج السابقة تحصلنا عليها في الفترة الثانية، فالجدول رقم (45) يعطي لنا نتائج تطبيق النموذج، ويبين عدم وجود اختلاف بمستوى دلالة 0.05 ما بين التقلبات في عوائد أسعار الصرف في الدول الناشئة مع تلك المسجلة في الدول المتقدمة. وهذا يدل على أن التغير الذي حدث في نمط إدارة أسعار الصرف في الدول الناشئة بعد الأزمات المالية التي عصفت بها، كان له أثر في تقريب التغيرات التي تحدث في الدول الناشئة مع تلك التي تحدث في الدول المتقدمة.

الجدول رقم(45): نتائج نموذج السلاسل الزمنية المقطعية ما بين 2001 و 2013

Dependent Variable: y_{it}
 Method: Panel Least Squares
 Date: 07/21/14 Time: 00:43
 Sample: 2001M01 2013M12
 Periods included: 156
 Cross-sections included: 16
 Total panel (balanced) observations: 2496

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
α_i	0.001041	0.007386	0.141006	0.8879
y_{it-1}	-0.297016	0.019064	-15.57985	0.0000
X_{it}	-0.002762	0.010446	-0.264416	0.7915
R-squared	0.088739	Mean dependent var		-0.000292
Adjusted R-squared	0.088008	S.D. dependent var		0.273225
S.E. of regression	0.260926	Akaike info criterion		0.152039
Sum squared resid	169.7290	Schwarz criterion		0.159037
F-statistic	121.3841	Durbin-Watson stat		2.120337
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج الإفيوز 7

رابعا-تأثير أنظمة الصرف: رغم أن انتقال الدول الناشئة من أنظمة الصرف الثابتة إلى الأنظمة المرنة يؤدي نظريا إلى زيادة حدة التقلبات في أسعار الصرف إلا أن تدخل بنوك المركزية في سوق الصرف ومحاولة الحفاظ على استقرار أسعاره يؤثر على حدة هذه التقلبات، على أساس ذلك سنحاول معرفة مدى مساهمة الانتقال نحو الأنظمة العائمة في زيادة التقلبات في أسعار صرف الدول الناشئة من خلال تطبيق بيانات السلاسل الزمنية المقطعية على تقلبات عوائد أسعار صرف الدول الناشئة، ويأخذ النموذج الشكل التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta y_{it-1} + \gamma X_{it} + \varepsilon_{it}$$

للبرهان على صحة فرضية العدم التي تقضي بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد أسعار الصرف والانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن عند مستوى معنوية 0.05، استخدمنا إحصائية ستيودنت. بعد تطبيق النموذج تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (46): نتائج تأثير الانتقال نحو الأنظمة المرنة على التقلبات في أسعار الصرف في الدول الناشئة

بين سنتي 1990 و 2013

Dependent Variable: Y_{it}
 Method: Panel Least Squares
 Date: 07/21/14 Time: 01:25
 Sample (adjusted): 1990M02 2013M12
 Periods included: 287
 Cross-sections included: 8
 Total panel (unbalanced) observations: 2188

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
α_i	0.075188	0.005278	14.24624	0.0000
Y_{it-1}	0.619202	0.016793	36.87192	0.0000
X_{it}	-0.064595	0.022711	-2.844277	0.0045
R-squared	0.393463	Mean dependent var		0.191350
Adjusted R-squared	0.392908	S.D. dependent var		0.242848
S.E. of regression	0.189217	Akaike info criterion		-0.490470
Sum squared resid	78.23007	Schwarz criterion		-0.482667
Log likelihood	539.5739	Hannan-Quinn criter.		-0.487618
F-statistic	708.7088	Durbin-Watson stat		2.216483
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج الإيفوز 7

الجدول يبين عدم تحقق فرضية العدم التي تقضي بأن المعلمة " γ " لا تختلف عن الصفر على أساس أن القيمة المحسوبة 2.84 أكبر من القيمة الجدولية 2.447، وبالتالي فإن الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام صرف آخر يؤثر على التقلبات في عوائد أسعار الصرف في الدول الناشئة. وهي نتيجة تتطابق مع مسلمات الإقتصاد وتتماشى معه، باعتبار أن الأنظمة الوسيطة والمرنة تعني ببساطة أن سعر الصرف يصبح يتغير ويتحدد على أساس العرض والطلب، مما يؤدي إلى زيادة هامش الحركة لهذا السعر والتي ينتج عنها زيادة التقلبات.

المبحث الثالث: تأثير خطر الصرف على قيمة الشركات في الدول الناشئة .

لقد زاد إهتمام الإقتصاديين بموضوع تأثير التغيرات في أسعار الصرف على قيمة الشركات منذ سبعينات القرن الماضي، وأصبح منذ ذلك الحين من أهم مجالات البحوث في المالية الدولية. أولى الأوراق البحثية التي عالجت هذا الموضوع تناولته من خلال تأثير التغيرات في أسعار الصرف على التدفقات النقدية للشركات وحاولت نمذجة هذا التأثير بإدراج بعض المتغيرات المفسرة إلى جانب سعر الصرف مثل حجم المبيعات والمشتريات بالعملة الأجنبية، وهو ما كان يتطلب من الباحث أن تكون لديه إمكانية الاطلاع على البيانات المالية للمؤسسات، وهو أمر في غاية الصعوبة خصوصا إذا تناولت هذه الدراسة عدد كبير من المؤسسات. لهذا السبب ظهرت طريقة جديدة تعتمد على تحديد السعر السوقي لسهم المؤسسة كتقريب لقيمتها، وبالتالي يصبح تحديد تأثير التغيرات

في أسعار الصرف على هذه القيمة يمر بتقديره على قيمة المؤسسات، وهو المنهج الذي سنعتمد عليه في هذه الدراسة.

المطلب الأول: منهجية الدراسة وإجراءاتها

سنتناول في هذا المطلب التعريف بمتغيرات الدراسة المتمثلة في كل من عوائد الأسهم وعوائد سعر الصرف، العينة والخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية.

الفرع الأول: التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

تم الاعتماد على بعض المتغيرات لدراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لمجموعة من الدول الناشئة:

أولاً- سعر أسهم الشركات: يتمثل هذا المتغير في سعر الإغلاق اليومي المعدل من الأرباح الموزعة $ajusted$ $closed$ prices.

ثانياً- عوائد الأسهم: تمثل عوائد الأسهم الزيادة المعبر عنها بنسبة مئوية في ثروة المستثمر لمدة سنة، وتحسب بالطريقة التالية¹:

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{التغير في سعر السهم} + \text{الأرباح الموزعة}}{\text{سعر السهم في بداية المدة}}$$

غير أن صعوبة الحصول على الأرباح الموزعة واهتمام المستثمرين بالعوائد الرأسمالية دون غيرها جعل الدراسات المختلفة تستبعد الأرباح الموزعة في تحديد العائد والإكتفاء بالعائد الرأسمالي. على أساس ذلك سيتم حساب العوائد اليومية للأسهم عن طريق اللوغاريتم الطبيعي لنسبة سعر الإغلاق اليومي المعدل في الفترة n على سعر الإغلاق اليومي المعدل في الفترة $n-1$.

ثالثاً- عوائد أسعار الصرف: تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لحساب عوائد أسعار الصرف وهي تعبر عن التغير الحاصل في قيمة العملة المحلية خلال فترتين مختلفتين.

رابعاً- مؤشر السوق: هو مؤشر قياس أسعار الأسهم في السوق على أساس يومي.

خامساً- العوائد على مؤشر السوق: وتحسب أيضا باللوغاريتم الطبيعي وفقا للصيغة السابقة.

¹ Faouzi Rassi : "L'Évaluation des Actifs Financiers et la Relation Risque-Rendement", Presse de l'université du Québec, Canada, 2010, p3.

الفرع الثاني: عينة الدراسة وفترةها

تتمثل عينة الدراسة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من البرازيل، المكسيك، إندونيسيا، الهند، كوريا وماليزيا.

أولا - العينة محل الدراسة: تغطي هذه الدراسة الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية لكل من البرازيل، المكسيك، إندونيسيا، الهند، كوريا وماليزيا والتي تمكنا من الحصول عليها واستوفت الشرطين التاليين:

- الفترة الزمنية: حيث اشترطنا في السلسلة الزمنية ألا تكون المشاهدات فيها أقل من ثلاث سنوات أو أقل من 750 مشاهدة،

- العوائد المعدومة: نقصد بالعوائد المعدومة تلك العوائد التي تساوي الصفر، واشترطنا في السلسلة الزمنية ألا تتعدى فيها نسبة هذه العوائد الثلاثين بالمائة من إجمالي العوائد خلال فترة الدراسة،

وما تجدر الإشارة إليه أننا اعتمدنا على هاذين الشرطين لعدة أسباب، نذكر منها:

- أولا: محاولة توفير عدد مقبول من المشاهدات في كل سلسلة زمنية يسمح لنا بالحصول على نتائج دقيقة؛

- ثانيا: الرغبة في الحصول على عينة من المؤسسات، تكون كثيرة التداول في السوق؛

- ثالثا: استبعاد تأثير المؤسسات التي تشكل فيها العوائد المعدومة نسبة كبيرة على نتائج الدراسة؛

- رابعا: حتى تتماشى الدراسة مع منهجية بعض الدراسات المماثلة.

إلى جانب الشرطين السابقين تم استبعاد الشركات التي يمتد فيها التوقف عن التداول أكثر من 22 يوم متتالية، وتلك التي تسجل فيها بيانات مفقودة تزيد عن 20% من إجمالي المشاهدات خلال الفترة، حتى لا يؤثر ذلك على نتائج نموذج GARCH التي تتطلب استمرارية المشاهدات في السلسلة الزمنية، وعدم تقطعها.

بتطبيق الشروط السابقة على مجموع المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية للدول الناشئة والمقدر بـ 985 مؤسسة، تمكنا من تصفية عدد كبير منها والاحتفاظ بـ 512 مؤسسة تمثل المؤسسات التي استوفت الشروط والمتطلبات.

تمثل المؤسسات المتبقية نسبة 51.98% من إجمالي المؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية للدول الستة السابقة، وهو عدد كبير جدا يسمح لنا بالحصول على نتائج سليمة وبممكننا من اختبار فرضية تأثير التغيرات في أسعار الصرف على قيمة المؤسسات.

بعد أن حددنا المؤسسات التي تستوفي الشروط قمنا بتبويب توزيع المؤسسات على الدول الناشئة في الجدول رقم (47)، حيث تم تحديد البلد في العمود الأول ثم المؤشر المرتبط بسوق الأوراق المالية في العمود الثاني، فمثلا IBOVESPA هو مؤشر سوق الأوراق المالية بالبرازيل. في العمود الثالث تم تحديد عدد المؤسسات

المدرجة في المؤشر والتي تم الحصول عليها من سوق الأوراق المالية للدول المعنية، فعلى سبيل المثال تم الحصول على عدد المؤسسات المدرجة في مؤشر IBOVESPA والذي يقدر بـ71 مؤسسة من موقع سوق الأوراق المالية للبرازيل Sao Paulo Stock Exchange.

العمود الرابع خصص لتحديد حجم العينة المأخوذة من المؤشر، وكما هو مبين في الجدول فإن العينة تمثل نسبة 89.54% من حجم المجتمع. الفرق الموجود بين عدد المؤسسات المدرجة في المؤشر وحجم العينة يمثل المؤسسات التي لم تستوفي الشرط الأول المتعلق بضرورة كون المشاهدات في السلسلة أكثر من 750 مشاهدة. العمود الخامس خصص لعرض عدد المؤسسات التي استوفت الشروط الأخرى المتبقية، ولقد قدر عددها بـ522 مؤسسة موزعة على الدول محل الدراسة. آخر عمود يمثل نسبة المؤسسات التي تستوفي الشروط إلى عدد المؤسسات المدرجة في المؤشر.

الجدول رقم (47): توزيع الشركات على الدول الناشئة محل الدراسة

النسبة %	المؤسسات التي تستوفي الشروط	حجم العينة	عدد المؤسسات المدرجة في المؤشر	المؤشر	البلد
67.6	48	52	71	IBOVESPA	البرازيل
68.57	24	35	35	IPC	المكسيك
9.81	32	260	326	Composite Index	إندونيسيا
90	90	100	100	S&P BSE SENSEX	الهند
87.27	247	270	283	KOSPI	كوريا
41.76	71	165	170	KLCI KLSE	ماليزيا
51.97	512	882	985	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحث على أساس أسواق الأوراق المالية للدول المعنية وسلاسل أسعار الأسهم

من الجدول يمكن ملاحظة أن توزيع الشركات على الدول لم يكن بالتساوي، وهذا راجع إلى تركيبة المؤشر وعدد الشركات المدرجة فيه. وجود عدد كبير من الشركات ومطابقة حجم العينة لعدد الشركات المدرجة في كل من إندونيسيا وكوريا وماليزيا جعلنا في البداية نختار هذه الدول للقيام بدراسة قطاعية لأثر خطر الصرف، إلا أن إقصاء عدد كبير من الشركات الإندونيسية جعلنا نقتصر هذا الجزء من الدراسة على كل من كوريا وماليزيا.

ثانياً-فترة الدراسة: غطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة بين سنتي 2004 و2013، وهي فترة مقبولة مقارنة ببعض الدراسات المشابهة وتقع ضمن الحدود الزمنية العامة للدراسة، كما أنها فترة طويلة نسبياً تسمح بإجراء القياسات اللازمة والمجاز الاختبارات الملائمة.

ولقد تم اختيار هذه الفترة لعدة أسباب نذكر منها تواتر مرحلة الإستقرار والاضطراب، فالفترة الممتدة من 2004 وحتى 2008 والممتدة من 2009 وحتى 2013 تميزتا بالإستقرار النسبي مما يسمح لنا بإجراء الاختبارات في ظل الظروف الطبيعية للسوق في حين أن الفترة الممتدة بين سنتي 2008 و2009 تميزت بالاضطراب الشديد، وهو ما يسمح لنا بدراسة تأثير خطر الصرف على قيمة المؤسسات في ظروف غير طبيعية.

ثالثاً-الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية: تتباين عدد المشاهدات من شركة إلى أخرى حسب الفترة التي تم فيها إدراج الشركة في التداول، ولقد تم تلخيص الخصائص الإحصائية لعدد المشاهدات في كل سلسلة زمنية في الجدول التالي:

الجدول رقم (48): الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية

البلد	عدد المؤسسات	متوسط المشاهدات	أعلى قيمة للمشاهدات	أدنى قيمة للمشاهدات	الإعراق المعياري
البرازيل	48	2356	2608	1144	377.36
المكسيك	24	2271	2608	1445	498
إندونيسيا	32	2508	2608	1556	180.41
الهند	90	2579	2608	1462	140.7
كوريا	265	2555	2608	1096	290.36
ماليزيا	71	2593	2608	2198	64.86

المصدر: من إعداد الباحث على أساس السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم

من الجدول نلاحظ أن معظم السلاسل الزمنية تتوفر على عدد كبير من المشاهدات، وهو ما يمكن التماسه من خلال متوسط المشاهدات القريب جداً من أعلى قيمة، كما أن أدنى مشاهدة بالنسبة للسلاسل الزمنية سجلت في كوريا وقدرت بـ 1096 مشاهدة، وهو ما يعني أن أقصر سلسلة زمنية تزيد الفترة فيها عن 4 سنوات. وعلى أساس أننا سنقوم بدراسة قطاعية لتأثير خطر الصرف على المؤسسات في كل من كوريا وماليزيا، فقد ارتأينا أن نقدم الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية الخاصة بهاتين الدولتين موزعة على كل من القطاع المالي، الصناعي، البناء والتجارة والخدمات في الجدول التالي:

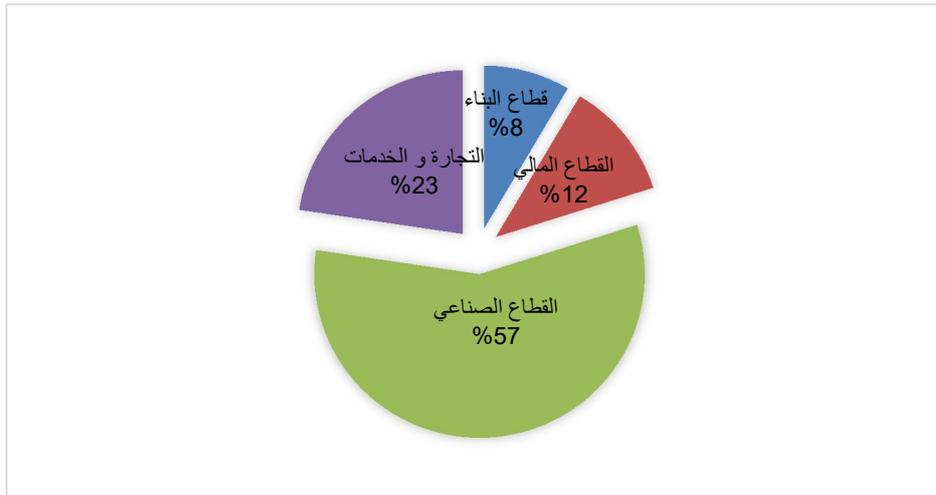
الجدول رقم(49): الخصائص الإحصائية للعينة موزعة حسب القطاعات في كوريا وماليزيا

البلد	القطاعات	عدد المؤسسات	متوسط المشاهدات	للمشاهدات أعلى قيمة	للمشاهدات ادنى قيمة	الإختراف المعياري
كوريا	قطاع البناء	18	2608	2608	2608	0
	القطاع المالي	25	2552	2608	1255	270.4
	القطاع الصناعي	154	2583	2608	1096	168.85
	التجارة والخدمات	50	2568	2608	1567	189.28
ماليزيا	قطاع البناء	9	2608	2608	2608	0
	القطاع المالي	12	2608	2608	2608	0
	القطاع الصناعي	28	2579	2608	2198	92.91
	التجارة والخدمات	22	2597	2608	2377	49.24

المصدر: من إعداد الباحث على أساس أسواق الأوراق المالية لكل من كوريا وماليزيا والسلاسل الزمنية لأسعار الأسهم

من الجدول نلاحظ أن عدد المشاهدات حسب القطاعات مرتفع، فتقريبا أكثر من 98% من السلاسل الزمنية تحتوي على القيمة القصوى من المشاهدات أي 2608. أدنى قيمة للمشاهدات سجلت في القطاع الصناعي بكوريا حيث أن عدد المشاهدات قدر بـ 1096 مشاهدة. ويمكن تمثيل نسبة المؤسسات في كل قطاع في الشكل التالي:

الشكل رقم(30): توزيع المؤسسات على القطاعات



المصدر: من إعداد الباحث على أساس أسواق الأوراق المالية لكل من كوريا وماليزيا

الفرع الثالث: مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات من عدة مصادر:

- المصدر الأول: سمح لنا موقع ياهو فينانس Yahoo Finance بالحصول على السلاسل الزمنية الخاصة بأسهم الشركات والمؤشرات المذكورة أعلاه، وتجدر الإشارة الى أن هذا الموقع يقوم بنشر بعض البيانات عن المؤشرات المالية وأسعار الأسهم والمنتجات المالية بالاتفاق مع الأسواق المالية للدول المعنية أو مع الشركة S&P Capital المتخصصة في توفير البيانات المالية والحلول والاستراتيجيات للمؤسسات المنتمية لها؛
- المصدر الثاني: يتمثل في المواقع الالكترونية للأسواق المالية في الدول محل الدراسة، حيث تمكنا من خلال هذه المواقع من تحديد المؤشرات المهمة والحصول على قائمة المؤسسات المدرجة ضمنها؛
- المصدر الثالث: يتمثل في موقع البنك الفيدرالي سان لويس الذي تحصلنا منه على أسعار الصرف اليومية للدولار مقابل عملات الدول محل الدراسة؛
- المصدر الرابع: يتمثل في مواقع البنوك المركزية لاستكمال بيانات أسعار الصرف.

المطلب الثاني: عرض النموذج

هناك نموذجين سيتم الاعتماد عليهما في هذه الدراسة، الأول يعر بنموذج الإنحدار المتعدد والثاني نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المعمم.

الفرع الأول: نموذج الإنحدار المتعدد

لقد زاد اهتمام الإقتصاديين بموضوع تأثير التغيرات في أسعار الصرف على قيمة المؤسسات منذ سبعينات القرن الماضي، وأصبح منذ ذلك الحين من أهم مجالات البحوث في المالية الدولية. أولى الأوراق البحثية* التي عالجت هذا الموضوع تناولته من خلال تأثير التغيرات في أسعار الصرف على التدفقات النقدية للشركات وحاولت نمذجة هذا التأثير بإدراج بعض المتغيرات المفسرة إلى جانب سعر الصرف، مثل حجم المبيعات والمشتريات بالعملة الأجنبية، ردود فعل المنافسين الأجانب على وجه الخصوص وتأثيرات معالم السوق وهيكله. مما يجعل هذه المقاربة تتطلب حجم كبير من المعلومات الدقيقة حول المؤسسة ومنافسيها، وهي معلومات متوفرة إلا للعاملين فيها. وبالتالي، فإن هذه الطريقة رغم قدرتها الكبيرة في تحديد عوامل الخطر، إلا أنها ممكنة التطبيق على دراسة حالة، وليست سهلة التطبيق عندما تتعلق الدراسة بعدد كبير من المؤسسات، أو للقيام بمقارنة على نطاق واسع بين شركات في دول مختلفة.

* من بينها نذكر دراسة Flood and Lessard في سنة 1986 و دراسة Hodder في سنة 1982، و دراسة Hekman في سنة 1985، ودراسة Levi عام 1993.

لتخطي هذه العقبات، اقترح كل من آدلر وديماس¹ Dumas and Adler نموذجاً جديداً يعتمد على القيمة السوقية لأسهم الشركات. ولقد كانت هذه المساهمة مبنية على فرضية تعبير سعر السهم في السوق عن توقعات المستثمرين لكل التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وبالتالي يمكن اتخاذه كتقريب proxy للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وانطلاقاً من هذه الفرضية، إعتبر الباحثان أن التعرض لخطر الصرف يمكن أن يتحدد على أساس حساسية قيمة الشركات للتغيرات في أسعار الصرف والتي يمكن تقديرها عن طريق علاقة الإنحدار، وبهذا الشكل يصبح التعرض لخطر الصرف عبارة عن التغير الذي يحدث في قيمة الشركة نتيجة لتغير سعر الصرف، بمعنى آخر أن التعرض لخطر الصرف يمكن تقديره عن طريق معامل مرونة التعرض δ_j الموضح في الصيغة التالية²:

$$R_j = \alpha_j + \delta_j XT + \varepsilon_j \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:

R_j عوائد سهم الشركة j ؛

XT التغير النسبي لسعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية؛

ε_j خطأ التقدير العشوائي والذي يعبر عن المتغيرات التي لم تؤخذ بعين الاعتبار ويمكن أن تؤثر على عوائد الشركة.

وحتى يتم الأخذ بعين الاعتبار تأثير عوامل الإقتصاد الكلي على النموذج استخدمت العديد من الدراسات من بينها دراسة ميلر وجيفري³ Miller and Jeffrey مؤشراً سوق الأوراق المالية كتقريب لهذه العوامل، وعلى أساس ذلك يصبح النموذج رقم (1) نموذجاً متعدد أو نموذجاً بعاملين⁴:

$$R_{jt} = \alpha_j + \delta_j XT + \varphi_j R_{Mt} + \varepsilon_j \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

φ_j و δ_j معاملات النموذج التي تقيس مخاطر السوق وخطر الصرف على التوالي؛

XT التغير النسبي لسعر الصرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية؛

R_{Mt} العوائد على مؤشر السوق.

¹ Michael Adler and Bernard Dumas: "exposure to Currency Risk, Definition and Measurement", *Financial Management*, Vol. 13, No. 2, 1984, p47.

² Aline Muller and Willem F.C. Verschoor : "Foreign exchange risk exposure : Survey and suggestions", *journal of Multinational Financial Management*, N°16, 2006, p391.

³ Miller, Kent D. and Reuer, Jeffrey J., "Asymmetric Corporate Exposures to Foreign Exchange Rates", *Purdue CIBER Working Papers*, paper 103, 1995, p12, available on the Purdue website, <http://docs.lib.purdue.edu/ciberwp/103>.

⁴ Aline Muller and Willem F.C. Verschoor, *op.cit*, p392.

ويتم اختبار تأثير التغيرات في أسعار الصرف على عوائد الأسهم من خلال الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \delta_j = 0 \text{ :فرضية العدم}$$

$$H_1: \delta_j \neq 0 \text{ :الفرضية البديلة}$$

وتشير فرضية العدم إلى أن المعلمة δ_j في نموذج الإنحدار السابق تكون مساوية للصفر، مما يعني أن التغيرات في أسعار الصرف لا تؤثر على قيمة الشركات، أما الفرضية البديلة فتفترض أن هذه المعلمة تختلف عن الصفر مما يعني أن قيمة الشركات تتأثر بتغيرات أسعار الصرف.

وما يجب التوقف عنده، أن الإشارة السالبة للمعلمة δ_j تعني أن هناك علاقة عكسية ما بين التغيرات في أسعار الصرف وقيمة الشركات، أي كلما ارتفع سعر الصرف انخفضت قيمة الشركة والعكس صحيح. أما إذا كانت الإشارة موجبة، فهي تدل على وجود علاقة طردية ما بين المتغير التابع والمتغير المفسر (المستقل). وعند تحليل علاقة الإنحدار هذه، يجب الأخذ بعين الاعتبار طريقة التسعير* حتى لا يكون تفسير العلاقة مغايراً لحقيقتها، ومخالفاً لما تنص عليه النظرية الإقتصادية.

فإذا كان سعر الصرف يتبع التسعير غير الأكيد، فالإشارة السالبة للمعلمة δ_j تعني أن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة، وارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة. أما الإشارة الموجبة للمعلمة δ_j فتعني أن انخفاض سعر الصرف أو ما يقابله ارتفاع قيمة العملة المحلية، يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة، والعكس بالنسبة لارتفاع سعر الصرف. أما إذا كان سعر الصرف يتبع التسعير الأكيد، فسوف نجد أن العلاقة ما بين قيمة المؤسسة وقيمة العملة المحلية هي عكس ما سبق ذكره. فالإشارة السالبة للمعلمة δ_j تعني أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة. أما انخفاض سعر الصرف، فيؤدي إلى ارتفاع قيمة الشركة. العكس في حالة الإشارة الموجبة، أين نجد أن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة.

الفرع الثاني: نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المعمم GARCH

لقد أشارت الدراسات السابقة إلى استخدام العديد من النماذج لتقدير معالم النموذج ومحاولة التنبؤ بالتغيرات التي ستحدث في المتغير التابع في المستقبل، ومن بينها نماذج الإنحدار البسيط والمتعدد إلى جانب نماذج السلاسل الزمنية التقليدية، إلا أنها تفترض أن الأخطاء مستقلة وبالتالي المشاهدات تعتبر مستقلة، وهو ما يصعب إثباته خصوصاً في السلاسل الزمنية، إذ يتوقع في الغالب وجود الارتباط المتسلسل بسبب الترتيب الزمني الذي تم على أساسه جمع البيانات، لهذا جاءت أبحاث كل من Box و Jenkins لتخطي هذا الاشكال، ونتج عن هذه الأبحاث في سنة 1970 نموذج الإنحدار الذاتي التكامل المتوسط المتحرك ARIMA** الذي يأخذ في

* انظر طريقة التسعير ص32.

** Autoregressive integrated moving average.

الإعتبار هيكل الارتباطات بين قيم السلسلة الزمنية عند فجوات زمنية مختلفة¹. غير أن هذا النموذج يقوم على ثلاثة فروضيات أساسية متعلقة بالخطأ العشوائي "ε_t" للنموذج²:

- **الفرضية الأولى:** $E(\varepsilon_t) = 0$ والذي يعني أن الأمل الرياضي لأخطاء النموذج يكون معدوم؛

- **الفرضية الثانية:** $E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2$ والتي تعني ثبات التباين ثابت مع تغير الزمن؛

- **الفرضية الثالثة:** $E(\varepsilon_t \varepsilon_s) = 0 \rightarrow s \neq t$ وتعني أن أخطاء النموذج مستقلة عن بعضها البعض.

بعبارة أخرى فإن الفرضيات السابقة تعني أن الأخطاء العشوائية الناتجة عن تقدير معاملات النموذج من النموذج يجب أن يكون متوسطها معدوماً ولا يكون هناك ارتباط ذاتي بينها وأن تكون متجانسة. ولقد وضعت هذه الفرضيات ليصبح بالإمكان استخدام طريقة المربعات الصغرى في تقدير معاملات النموذج.

غير أن السلاسل الزمنية عادة تعاني من مشكل عدم التجانس والارتباط الذاتي، مما يجعل تطبيق نموذج الإنحدار الذاتي التكاملي المتوسط المتحرك يؤدي إلى نتائج مضللة. ويتم عادة معالجة مشكلة الارتباط الذاتي بإدراج فترات إرتداد زمني للعائد ضمن النموذج، أما مشكل عدم تجانس تباين الخطأ العشوائي فتكون معالجته من خلال السماح لتباين الخطأ بأن يكون متغيراً عبر الزمن³، وهو ما توفره نماذج الإنحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس تباين الخطأ. ويرجع الفضل في اكتشاف هذه النماذج للباحث Engle عام 1982 في دراسته حول تقدير تباين التضخم في المملكة المتحدة، فالنموذج الذي أقترحه إنجل يسمح للتباين الشرطي أن يكون دالة في المعلومات الماضية⁴:

$$a_t = \varepsilon_t h_t \dots \dots \dots (2)$$

و

$$h_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 a_{t-1}^2 \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن:

h_t معادلة المتوسط الشرطي وهي دالة خطية موجبة لمربعات المشاهدات الماضية؛

ε_t تشويش أبيض ضعيف يكون متوسطه مساوي للصفر وتباينه ثابت مع الزمن على النحو التالي:

$$E(\varepsilon_t) = 0 \text{ و } E(\varepsilon_t^2) = \sigma^2$$

¹ أسامة ربيع أمين سليمان: "التنبؤ بمعدلات الخسارة في شركات تأمينات الممتلكات والمسؤوليات باستخدام نماذج الإنحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة التكاملية ARIMA لتحليل السلاسل الزمنية"، موقع المنشاوي للدراسات والبحوث، ص05، متوفر على الموقع التالي، <http://www.minshawi.com> تاريخ الاطلاع 15 جانفي 2015.

² محمد جاسم محمد: "استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر سوق الأوراق المالية السعودية"، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، العراق، عدد 25، 2009، ص134.

³ صباح محمد ديلمي ومنى ممدوح المولا: "التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان، دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعية" المجلة العربية للمحاسبة، جامعة البحرين، المجلد 16، العدد 01، يونيو 2013، ص 124.

⁴ هبة اقمان أمين وصفاء بونيس الصفاوي: "استخدام نماذج Arch(p) و Garch(p,q) لتمثيل البيانات اليومية لمرضى الأطفال"، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، المجلد 35، عدد 114، 2013، ص158.

وفي عام 1986 قدم Bollersley نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المعمم GARCH(p,q) من خلال إضافة حدود الإنحدار الذاتي إلى نموذج ARCH ليصبح النموذج بالصيغة التالية¹:

$$h_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 a_{t-1}^2 + \alpha_2 a_{t-2}^2 + \dots + \alpha_q a_{t-p}^2 + \beta_1 h_{t-1}^2 + \beta_2 h_{t-1}^2 \dots + \beta_t h_{t-q}^2 \dots (4)$$

ويمكن إعادة كتابة الصيغة رقم (4) لتصبح كالتالي²:

$$h_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i a_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i h_{t-j}^2 \dots \dots \dots (5)$$

حيث أن هطا النموذج يتكون من:

α_0 الحد الثابت؛

قيم مربعات سلسلة البواقي للفترات السابقة؛ $\sum_{i=1}^p \alpha_i a_{t-i}^2$

قيم التباين للفترات السابقة. $\sum_{i=1}^q \beta_i h_{t-j}^2$

ويشترط في النموذج أن³:

- تكون معاملات النموذج غير سالبة لاستفءاء شرط عدم سلبية التباين، أي أن:

$$\alpha_i \geq 0 \quad i = 1, 2, 3, \dots, q$$

$$\beta_j \geq 0 \quad j = 1, 2, 3, \dots, p$$

- يكون مجموع معاملات النموذج باستثناء الثابت أقل من الواحد وذلك لاستفءاء شرط عدم تضخم التباين:

$$\sum_{i=1}^p \alpha_i + \sum_{i=1}^q \beta_i < 1$$

$$\alpha_0 > 0$$

ويسمح النموذج بشكله السابق بقياس التباين والتنبؤ بالتقلبات اللاحقة اعتمادا على المعدل الموزون لبيانات التقلبات التاريخية السابقة، مضافا إليها العنصر غير المتوقع للتقلب في العائد اليومي. أي أن النموذج يوظف معدلات العائد التاريخية كمجموعة معلومات تستخدم للتنبؤ بالتباينات اللاحقة، ويفترض أن التنبؤ بتقلب الأسعار في السوق يستنبط بالقياس النسبي لرد فعل كل مدة زمنية في استجابتها للمشاهدات الجديدة في عوائد السهم، أي أن تباين العائد في كل مدة يعتمد على التباينات السابقة، وعلى مربع خطأ التوقع للمدة اللاحقة. لذا فإنه يجمع بطريقة إحصائية كفاءة بين تقديرات التقلب السابقة والتقديرات غير المنحازة المستندة على المشاهدات الجديدة لتباينات عائد السوق⁴.

¹ محمد جاسم محمد، مرجع سبق ذكره، ص135.

² فراس أحمد محمد وأحمد شامار يادكار: "استخدام نماذج ARCH، GARCH في التنبؤ بسعر الإغلاق اليومي لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 5، العدد 2، 2015، ص241.

³ صباح محمد ديلمي ومنى ممدوح المولا، مرجع سبق ذكره، ص125.

⁴ علي جبران عبد علي، مرجع سبق ذكره، ص122.

ويعتبر نموذج GARCH(1.1) من أكثر النماذج استخداماً وملائمة للسلاسل الزمنية المالية وتكون في هذا النماذج كل المعلمات موجبة وتقاس على النحو الآتي¹:

$$h_t^2 = \alpha_0 + \alpha_i a_{t-1}^2 + \beta_i h_{t-1}^2 \dots \dots \dots (6)$$

المطلب الثالث: معالجة البيانات والمعلومات

لقد تم الاعتماد على برنامج الإيفوز Eviews لمعالجة السلاسل الزمنية سابقة الذكر، من أجل تحديد مدى تأثير كل من خطر السوق وخطر الصرف مجتمعين وعلى انفراد، على قيمة الشركات. ولقد عمدت الدراسة إلى استخدام نموذج الإنحدار الذاتي وفقاً للصيغة السابقة. ومن خلال احتساب معامل التحديد R^2 يمكن الحكم على قدرة تأثير كل من عوائد مؤشر السوق المالي والتغيرات في سوق الصرف على قيمة الشركة. ولأجل الحصول على الدلالة الإحصائية لكل متغير مستقل أي مدى قوة العلاقة إحصائياً، تم استخدام اختبار ستودنت t-test للحكم على تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع، واختبار فيشر F-test للحكم على تأثير أكثر من متغير مستقل على المتغير التابع في نموذج الإنحدار المتعدد. وفي كلا النموذجين (الاختبارين) تم إيجاد معامل الارتباط R لتحديد مدى قوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغير أو المتغيرات المستقلة.

وقاعدة اختبار فرضيات الدراسة أنه إذا كانت قيمة الاختبار test statistics (F) أو (t) المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية وذلك عند مستوى معنوية $(\alpha) 0.05$ فيتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهو ما يعني المتغير المستقل يؤثر على قيمة الشركة، أما إذا كانت قيمة الاختبار المحسوبة أكبر من قيمته الجدولية فيتم قبول فرضية العدم.

الفرع الأول: تحديد حساسية قيمة المؤسسات للتغيرات في أسعار الصرف باستخدام نموذج الإنحدار المتعدد

في هذه النقطة سنقوم باختبار درجة حساسية قيمة الشركات في الدول الناشئة للتغيرات في أسعار الصرف اعتماداً على نموذج الإنحدار المتعدد والذي تم اقتراحه من قبل Jorion عام 1990²:

$$R_{jt} = \alpha_j + \delta_j XT + \varphi_j R_{Mt} + \varepsilon_j$$

وتهدف من وراء ذلك إلى تحديد المعنوية الإحصائية للمعلمة δ_j ، حيث أننا سنعتمد على إحصائية ستودنت للحكم على مدى تأثير قيمة الشركات بالتغيرات في أسعار الصرف. فإذا كانت القيمة الجدولة لإحصائية ستودنت أكبر من المحسوبة ضمن مجال ثقة 0.05، سنعتبر أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر على

¹ هبة اقمان أمين وصفاء بونس الصفاري، مرجع سبق ذكره، ص159.

² Halil Kiyamaz : "Estimation of foreign exchange exposure : an emerging market application", journal of Multinational Financial Management, N°13, 2003, p78.

قيمة الشركات والعكس صحيح. ويمكن تلخيص النتائج المتحصل عليها من خلال تطبيق النموذج السابق على المؤسسات في كل من البرازيل، الهند، إندونيسيا، المكسيك، كوريا وماليزيا في الجدول التالي:

الجدول رقم (50): نتائج نموذج الإنحدار المتعدد لتقدير تعرض الشركات في الدول الناشئة لخطر الصرف

البلد	عدد المؤسسات	عدد الشركات التي ثبتت فيها دلالة إحصائية بنسبة 5%	نسبة الشركات التي ثبتت فيها دلالة إحصائية بنسبة 5%	نسبة المؤسسات التي تحققت لديها إشارة موجبة	نسبة المؤسسات التي تحققت لديها إشارة سالبة
البرازيل	48	27	56.25	0	100.00
المكسيك	24	14	58.33	0	100.00
الهند	90	53	58.88	5.66	94.34
إندونيسيا	32	10	31.25	0	100.00
كوريا	247	139	56.27	0	100.00
ماليزيا	71	50	70.42	2.00	98.00
المجموع	512	292	57.03	1.37	98.63

المصدر: من إعداد الباحث على أساس مخرجات برنامج الإيفوز

من الجدول نلاحظ أن أكثر من نصف المؤسسات في الدول الناشئة تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف، حيث أن أكبر نسبة سجلت في ماليزيا، أين وجدنا بأن 70.42% من الشركات تتأثر قيمتها بتغير سعر صرف الدولار مقابل الرنخت الماليزي. كما أن هناك تقارب في النسبة المسجلة في كل من البرازيل، المكسيك الهند وكوريا حيث أنها تنحصر بين 56 و58 بالمئة. المؤسسات الإندونيسية هي أقل المؤسسات تأثراً بالتغيرات في أسعار الصرف، حيث أن النتائج المتحصل عليها تشير إلى أن أقل من ثلث المؤسسات فقط تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف. ولم تتمكن من إثبات أي علاقة ما بين القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ودرجة التأثير بالتغيرات في أسعار الصرف، حيث أن الجدول التالي يبين التباين الواضح بين النسب المسجلة لدى كل قطاع بالنسبة لماليزيا وكوريا:

الجدول رقم (51): نتائج نموذج الإنحدار المتعدد لتقدير تعرض الشركات حسب القطاع في الدول الناشئة لخطر الصرف

ماليزيا		كوريا		القطاع
بمستوى دلالة 0.05	عدد المؤسسات	بمستوى دلالة 0.05	عدد المؤسسات	
68.18	9	82.35	18	قطاع البناء
66	12	84.00	25	القطاع المالي
71.42	28	65.16	154	القطاع الصناعي
68.18	22	6.00	50	التجارة والخدمات

المصدر: من إعداد الباحث على أساس مخرجات برنامج الإفيز

من الجدول، نلاحظ أن هناك اختلاف حسب القطاع في حساسية قيمة المؤسسات للتغيرات في أسعار الصرف من دولة إلى أخرى. فقطاع الخدمات على سبيل المثال، سجل نسبة 6% في كوريا في حين أن هذه النسبة تزيد عن 68% في ماليزيا. القطاع الصناعي يأتي على رأس القطاعات الأكثر تأثراً بالتغيرات في أسعار الصرف في ماليزيا في الوقت الذي يحتل المرتبة الثالثة بواقع 65.16% في كوريا. نفس هذه الملاحظة يمكن إبدائها حول القطاع المالي، حيث أنه يأتي في الرتبة الأولى في كوريا بينما يحتل الرتبة ما قبل الأخيرة في ماليزيا. كل ما سبق، يدفعنا إلى التأكيد على عدم وجود دليل على تأثير نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على درجة تأثرها بالتغيرات في أسعار الصرف، ويمكن أن نجد تفسيراً لذلك في درجة انفتاح قطاع معين على الخارج والذي يختلف من دولة إلى أخرى.

إلى جانب ما سبق ذكره، نلاحظ من الجدول رقم (50) أن كل الشركات في البرازيل، المكسيك، إندونيسيا وكوريا تربطها علاقة عكسية بالتغيرات في أسعار الصرف، وهذه النتيجة تتطابق مع النظرية الإقتصادية التي تقضي بأن انخفاض سعر الصرف (الذي يعني في التسعير غير الأكيد ارتفاع قيمة العملة المحلية) يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع قيمة المؤسسات، وهو ما أكدته دراسة Yo-Jung Chung.

الشركات في كل من الهند وماليزيا لم تخرج عن هذه القاعدة، فنجد 3 شركات من أصل 53 في الهند وشركة واحدة من أصل 50 شركة في ماليزيا ترتبط طردياً بالتغيرات في أسعار الصرف، وهي نسب ضعيفة جداً وشاذة لا تعبر عن واقع العلاقة التي تربط المؤسسات بالتغيرات في أسعار الصرف. فالنتيجة الإجمالية لمجموع الشركات محل الدراسة، تعطي لنا نسبة 1.37% فقط من المؤسسات لا تزيد قيمتها بارتفاع سعر الصرف وتعبر بدقة عن العلاقة الطردية الموجودة بين قيمة المؤسسات وقيمة العملة المحلية.

الفرع الثاني: مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء في نموذج الإنحدار الذاتي

لإثبات ضرورة استخدام منهجية GARCH لتحديد العلاقة بين قيمة المؤسسات ممثلة في العوائد على سعر السهم والتغيرات في أسعار الصرف سوف نعرض نتائج النموذج السابق لبعض الشركات البرازيلية:
الجدول رقم(52): اختبار معنوية معاملات النموذج في بعض الشركات

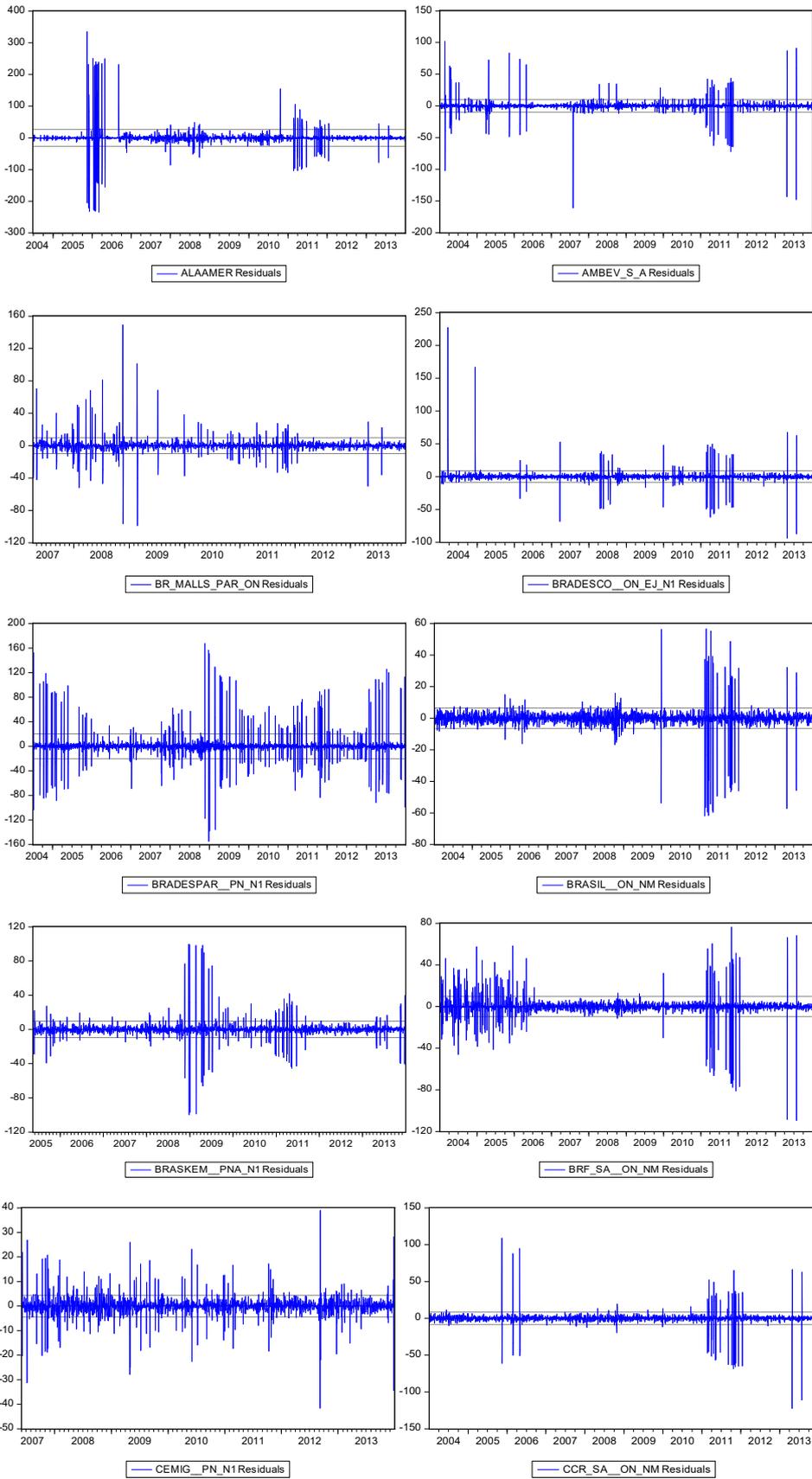
المؤسسة	t-student	Prob	العلاقة	النتيجة بالنسبة لـ δ_j
AMAAMER	-2.453753	0.0142	عكسية	معنوية إحصائياً
AMBEVSA	-0.163515	0.8701	عكسية	غير معنوية إحصائياً
BR MALL PAR ON	-4.195651	0.0000	عكسية	معنوية إحصائياً
BRDESCO	-2.580970	0.0099	عكسية	معنوية إحصائياً
BRADSPAR	-2.709379	0.0068	عكسية	معنوية إحصائياً
BRASIL ON	-6.242639	0.0000	عكسية	معنوية إحصائياً
BRASKEM PNA	-2.985887	0.0029	عكسية	معنوية إحصائياً
BRF SA ON	-2.214375	0.0269	عكسية	معنوية إحصائياً
CCR SA ON	-2.009810	0.0446	عكسية	معنوية إحصائياً
CEMIG PM	-4.729987	0.0000	عكسية	معنوية إحصائياً

المصدر: من إعداد الباحث على أساس مخرجات برنامج الإيفوز

من الجدول نلاحظ أن 90% من المؤسسات تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف، وهو ما يعبر عن وجود معنوية إحصائية على أساس أن القيمة المحسوبة لإحصائية ستودنت أكبر من القيمة المحدولة، أي رفض فرضية العدم والتي مفادها أن المعلمة δ_j مساوية للصفر، وقبول الفرضية البديلة التي تؤكد اختلافها عن الصفر في تسع مؤسسات من المؤسسات العشر. كما أن العلاقة التي تربط قيمة المؤسسات بالتغيرات في سعر الصرف كلها علاقة عكسية، وهي تعني بأن أي ارتفاع (أو انخفاض) في سعر الصرف سوف يؤدي إلى انخفاض (أو ارتفاع) قيمة المؤسسات. وعلى أساس أن التسعير غير الأكيد هو الطريقة المتبعة في هذه الدولة (البرازيل)، فهذا يدفعنا إلى التأكيد من جهة أخرى على العلاقة الطردية الموجودة بين قيمة المؤسسة وقيمة العملة المحلية، فكلما زادت قيمة العملة المحلية زادت قيمة المؤسسة والعكس صحيح، وهذه النتيجة تتناسب مع ما تنص عليه النظرية الإقتصادية.

وبتمثيل أخطاء النموذج السابق ϵ_j بالنسبة لكل المؤسسات سنلاحظ أنها تتميز بفرط التقلبات وظهور ما يعرف بالتقلب العنقودي:

الشكل رقم (31): التمثيل البياني لأخطاء النموذج بالنسبة لبعض المؤسسات البرازيلية



المصدر: مخرجات برنامج الإفيوز

من الشكل السابق، نلاحظ أن كل بواقي النموذج المطبق على المؤسسات البرازيلية تتميز بظاهرة التقلب العنقودي، والتي تعني أن التقلبات الكبيرة تتبعها تقلبات كبيرة وتستمر لفترة من الزمن، والتقلبات الضعيفة تتبعها تقلبات ضعيفة وتستمر أيضا لفترة من الزمن، وهو ما يعبر عن أثر المعلومات في السوق. كما أن السلاسل الزمنية المالية كما سبق وأن بينا، تتميز بعدم ثبات التباين، وبعدم تجانس الأخطاء، أي أنها تعاني من مشكل عدم التجانس heteroskedasticity، وهو ما يمكن إثباته من خلال اختبار وجود أثر آرش ARCH عند ارتداد زمني يتم تحديد فتراته عن طريق معيار AIC*.

لتقدير وجود أثر ARCH قمنا بوضع الفرضية التالية:

فرضية العدم H_0 تباين بواقي النموذج متجانسة.

الفرضية البديلة H_1 تباين بواقي النموذج غير متجانسة.

ولاختبار الفرضية السابقة نستخدم إحصائية فيشر، بحيث أنه يتم تبني فرضية العدم عندما تكون قيمة إحصائية فيشر المحسوبة أقل من الجدولة، ويتم رفضها وقبول الفرضية البديلة عندما تكون القيمة الجدولة لإحصائية فيشر أقل عند مستوى معنوية 5%.

الجدول رقم (53): نتائج اختبار أثر ARCH لأخطاء النموذج المطبق على المؤسسات البرازيلية

شركة Alameer

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	204.1635	Prob. F(2,2476)	0.0000
Obs*R-squared	350.9459	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

شركة Ambevsa

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	81.22407	Prob. F(3,2599)	0.0000
Obs*R-squared	213.1277	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

شركة Br Mall Par On

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	83.38693	Prob. F(3,1751)	0.0000
Obs*R-squared	219.3888	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

شركة Bradesco

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	20.15032	Prob. F(2,2604)	0.0000
Obs*R-squared	20.01095	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

* معيار AIC مختصر AKAIKE INFO CRITERION يسمح لنا بتحديد فترات الارتداد الزمني المناسب للاختبار و يسمح بتدنية حساسية الاختبار لاختبار مراحل الارتداد الزمني. و يتم اختيار الفترات المناسبة على أساس أدنى قيمة ل AIC فعلى سبيل المثال وجدنا بالنسبة للنموذج الخاص بمؤسسة BRADESCO أن الارتداد الزمني المناسب هو فترتين و بالنسبة للنموذج المطبق على مؤسسة CEMIG هو ثلاثة فترات.

Bradespar شركة

Heteroskedasticity Test : ARCH

F-statistic	145.4870	Prob. F(2,2471)	0.0000
Obs*R-squared	260.6360	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Barsil On شركة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	116.4450	Prob. F(3,2600)	0.0000
Obs*R-squared	308.4317	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Braskem شركة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	175.0910	Prob. F(2,2246)	0.0000
Obs*R-squared	303.3529	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

BRF SA شركة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	107.4460	Prob. F(3,2599)	0.0000
Obs*R-squared	287.2129	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Ceming PN شركة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	40.65895	Prob. F(4,1707)	0.0000
Obs*R-squared	148.9234	Prob. Chi-Square(4)	0.0000

CCR SA شركة

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	148.3868	Prob. F(2,2602)	0.0000
Obs*R-squared	266.6973	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج الإفيوز

من جدول نتائج اختبار ARCH على بعض المؤسسات في البرازيل، نلاحظ أن قيمة إحصائية فيشر المحسوبة بالنسبة لكل الحالات السابقة أكبر من القيمة الجدولة $F(n_1, n_2)$ عند مستوى دلالة 5%، مما يدفعنا إلى نفي فرضية العدم التي تفيد بتجانس تباين أخطاء النموذج وقبول الفرضية البديلة. هذا يعني أن أخطاء النموذج تعاني من مشكل عدم التجانس، الذي يعني أن الشروط المطلوبة لتطبيق نماذج الإنحدار الذاتي والمتمثلة في ثبات التباين وتجانسه، وأيضا أن مجموع الأخطاء مساويا للصفر غير متوفرة في هذه الحالة، نفس الاختبارات تمت على بقية المؤسسات وجاءت بنفس النتائج السابقة، وهو ما يدفعنا إلى استخدام نموذج $GARCH(1.1)$ لاختبار العلاقة بين عوائد الأسهم والتغيرات في أسعار الصرف.

الفرع الثالث: تطبيق نموذج GARCH(1.1)

بعدما توصلنا سابقا إلى أن السلاسل الزمنية الخاصة بالدراسة تتميز على غرار السلاسل المالية عامة بخصائص معينة تجعل نتائج نموذج الإنحدار المطبق عليها غير دقيقة، سنقوم بتحديد معاملات النموذج q و p ثم تطبيقه وأخيرا تحليل النتائج.

أولاً-تحديد معاملات نموذج GARCH(p,q): يهدف تطبيق نموذج GARCH(p,q) على الشركات في الدول الناشئة إلى تقدير المعنوية الإحصائية للعلاقة ما بين قيمة المؤسسات والتغيرات في أسعار الصرف. ولقد استخدمنا كل من معيار¹ AKAIKE INFO CRITERION و SCHWARZCRITERION و HANNAN-QUINNCRITERION لتحديد قيمة كل من p و q في نموذج GARCH(p,q) بحيث أن النموذج الذي يقبل هو النموذج الذي يحقق أقل قيمة في المعايير الثلاثة السابقة، كما أننا أخذنا بعين الاعتبار شروط تطبيق النموذج وخصوصا شرط أن تكون المعلمات في صيغة التباين الشرطي موجبة:

$$\alpha_i \geq 0 \quad i = 1, 2, 3 \dots, q$$

$$\beta_j \geq 0 \quad j = 1, 2, 3 \dots, p$$

لتوضيح طريقة الاعتماد على المعايير السابقة لتحديد النموذج المناسب نأخذ في الجدول الموالي، حالة مؤسستين برازيليتين:

الجدول رقم (54): تحديد نموذج GARCH المناسب

شركة AMBEVSA			شركة BRADESPAR			المعيار النموذج
HQC	SC	AIC	HQC	SC	AIC	
7.181235	7.189844	7.176344	8.580936	8.589905	8.575820	Garch(1.1)
7.242736	7.252780	7.237030	8.578352	8.588816	8.572383	Garch(1.2)
7.190814	7.202294	7.184293	8.579814	8.591773	8.572992	Garch(2.2)

المصدر: من إعداد الباحث على أساس محرجات برنامج الإفوز

من خلال الجدول نلاحظ في حالة شركة AMBEVSA أن أدنى قيمة للمعايير الثلاثة AIC, SC, HQC سجلت في حالة تطبيق نموذج GARCH(1.1) لهذا يتم اختياره كنموذج ملائم لحالة هذه الشركة. في الحالة الثانية الخاصة بشركة BRADESPAR تشير النتائج أن النموذج الملائم والواجب تطبيقه هو GARCH(1.2) إلا أن الشرط الخاص بوجود أن تكون معاملات النموذج في صيغة التباين الشرطي موجبة

¹ عز الدين نايف عنانزة، مرجع سبق ذكره، ص112.

غير متوفر أي أن البعض منها سالبا، لهذا يتم استبعاده وقبول نموذج GARCH(1.1). وما تجدر الإشارة إليه أن الاختبارات التي أنجزت على الحالات المتبقية توصلت في معظمها إلى أن نموذج GARCH(1.1) هو الأكثر ملائمة لتقدير تعرض الشركات لمخاطر الصرف، وهذه النتيجة تتطابق مع دراسات سابقة مثل دراسة Chou و Kroner عام 1992، ودراسة Verschoor و Muller عام 2006، ودراسة MinYe وآخرون عام 2012، حيث أن هذه الدراسات بينت أن نموذج GARCH(1.1) هو الأكثر ملائمة لنمذجة التباين الشرطي الناتج عن السلسلة الزمنية المالية.

ثانيا- تطبيق النموذج والنتائج المتحصل عليها: توصلنا فيما سبق الى أن أحسن نموذج يمكن تطبيقه لتحديد حساسية قيمة الشركات هو نموذج GARCH(1.1) الذي يأخذ الشكل التالي:

$$R_{jt} = \alpha_j + \delta_j XT + \varphi_j R_{Mt} + \varepsilon_j \dots \dots \dots (7)$$

$$\varepsilon_j = \mu_j \sqrt{\sigma_j^2}$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_i \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_i \sigma_{t-1}^2$$

حيث أن:

R_{jt} عوائد الشركات؛

XT التغير النسبي في سعر الصرف؛

R_{Mt} عوائد مؤشر سوق الأوراق المالية؛

ε_j خطأ التقدير في النموذج؛

α_0 الثابت في نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء؛

$\alpha_i \varepsilon_{t-1}^2$ قيم مربعات سلسلة البواقي؛

$\beta_i \sigma_{t-1}^2$ قيم التباين للفترات السابقة؛

α_i و β_i معاملات نموذج Garch التي لا يجب أن تكون سالبة ومجموعها أقل من الصفر؛

δ_j معلمة يجب تقديرها لتحديد مدى استجابة عوائد الشركات لتغير سعر الصرف؛

φ_j معلمة يجب تقديرها لتحديد مدى استجابة عوائد الشركات لتغير عوائد مؤشر سوق الأوراق المالية؛

وتطبيق النموذج السابق على السلاسل الزمنية الخاصة بالدراسة الميدانية تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (55): ملخص نتائج استخدام نموذج GARCH لتقدير تعرض الشركات في الدول الناشئة لخطر الصرف

البيان	عدد المؤسسات	عدد الشركات التي ثبتت فيها دلالة إحصائية بنسبة 5%	نسبة الشركات التي ثبتت فيها دلالة إحصائية بنسبة 5%	نسبة المؤسسات التي تحققت لديها إشارة موجبة	نسبة المؤسسات التي تحققت لديها إشارة سالبة
البرازيل	48	35	72.92	2.86	97.14
المكسيك	24	20	83.33	5.00	95.00
الهند	90	44	48.88	6.81	93.19
إندونيسيا	32	25	78.12	8.00	92.00
كوريا	247	199	80.56	4.02	95.98
ماليزيا	71	59	83.10	6.78	93.22
المجموع	512	382	74.61	4.97	95.03

المصدر: من إعداد الباحث على أساس مخرجات برنامج الإيفوز

يوضح الجدول السابق نتائج تقدير العلاقة بين كل من قيمة المؤسسة ممثلة في العوائد على السهم والتغيرات في أسعار الصرف باستخدام نموذج GARCH(1.1). ويمثل العمود الثاني في الجدول عدد المؤسسات الخاضعة للاختبار، بينما العمود الثالث والرابع فيبينان على التوالي كل من عدد ونسبة الشركات التي كانت معنوية بمستوى ثقة 95%. العمود الخامس والسادس يبينان كيفية تأثير التغيرات في أسعار الصرف على قيمة الشركات التي كانت لها معنوية بمستوى ثقة 95%، فالعمود الخامس خصص للشركات التي أثبت الاختبار أنها في علاقة عكسية مع سعر الصرف بينما العمود الأخير فخصص لتلك الشركات التي تربطها علاقة طردية.

ولقد أسفر النموذج المطبق على مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أن نسبة 74.61% من المؤسسات كانت معنوية إحصائياً عند مستوى ثقة 95% على أساس أن قيمة إحصائية ستودنت المحسوبة أكبر من الجدولة، وتعتبر هذه النسبة مرتفعة جداً تعبر عن حدة خطر الصرف في هذه الدول.
- تعتبر الهند الدولة الوحيدة التي لا تتعدى فيها نسبة التعرض 50% عند مستوى ثقة 95% بينما بقية الدول تعدت فيها نسبة التعرض لخطر الصرف 78%.
- مقارنة بالنتائج التي تحصلنا عليها في النموذج السابق، نلاحظ أن هناك ارتفاع بـ 90 شركة في العدد الإجمالي للشركات التي تتأثر بالتغيرات في أسعار الصرف.

- إضافة إلى ما سبق، نلاحظ أن نتائج هذا النموذج تكاد تتطابق ونتائج النموذج السابق من حيث طبيعة العلاقة التي تربط قيمة الشركات والتغيرات في أسعار الصرف. فأكثر من 95% من الشركات تتأثر قيمتها سلبا بالتغيرات في أسعار الصرف، وهو ما يعني وجود علاقة طردية مع قيمة العملة المحلية.

خلاصة الفصل:

الدول الناشئة عبارة عن دول تنتمي لمجموعة الدول النامية وتختلف معها في العديد من الخصائص المادية، الاقتصادية، الإجتماعية والسياسية، وهو ما يجعل منها كتلة متجانسة تعبر بشكل منفرد أو جماعي على مستوى غير مكتمل من التنمية، توزيع غير عادل للثروة، مقابل معدلات نمو مرتفعة، يد عاملة شابة، رخيصة ومؤهلة، تسهيلات استثمارية كبيرة ومنافذ تشغيلية واعدة وبعوائد مرتفعة. ولقد عرفت هذه الدول أزمات متعاقبة في فترة التسعينات أدت بها إلى تغيير طريقة إدارة سعر الصرف والنظام المعتمد، من خلال انتقالها من الأنظمة الثابتة والوسيلة إلى الأنظمة العائمة. فعلى سبيل التلخيص، نجد أن هذه الأنظمة أصبحت تمثل 73.9% من إجمالي الأنظمة المطبقة حسب احصائيات سنة 2013 بعدما كانت لا تطبق سوى في 16.7% من الدول الناشئة في بداية التسعينات.

لقد ساهم الانتقال نحو أنظمة الصرف العائمة إلى زيادة التقلبات في سعر الصرف وبالتالي في مخاطر الصرف وهو ما تم اثباته من خلال دراسة العلاقة بين التقلبات في أسعار الصرف ونظام الصرف المعتمد، فالنتائج المتحصل عليها تشير إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانتقال من نظم الصرف الثابتة إلى نظم الصرف المرنة والتقلبات في أسعار الصرف، وهو ما يعني أن الدول التي حدث فيها هذا الانتقال أصبحت فيها التقلبات في أسعار الصرف أكثر حدة وتكرارا. وقد نتج عن هذا الواقع زيادة تعرض المتعاملين الإقتصاديين في هذه الدول بصفة مستمرة ودائمة لمختلف أنواع هذا الخطر (خطر صرف الصفقة، خطر صرف التحويل وخطر صرف الإقتصادي). ولا يختلف خطر الصرف في حدته ولا في تكراره عن خطر الصرف في الدول المتقدمة، فالنتائج التي تحصلنا عليها تؤكد تماثل تلك التقلبات في المجموعتين.

وللتحقق من تأثير خطر الصرف على المؤسسات في الدول الناشئة، قمنا باستخدام علاقة الإنحدار المتعدد ونموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المعمم، وكلا النموذجين استخلصا بفروقات بسيطة وجود تأثير موجب لتغيرات أسعار الصرف على قيمة المؤسسات. فمن خلال نموذج الإنحدار المتعدد، توصلنا إلى أن أكثر من نصف المؤسسات في الدول الناشئة تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف. نفس النتائج تقريبا تحصلنا عليها من خلال تطبيق نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المعمم، فنسبة المؤسسات التي أثبتت النموذج أنها تتأثر بتغيرات أسعار الصرف تزيد عن 74%. كما أن نتائج النموذجين تكاد تتطابق مع بعض فيما يخص طبيعة العلاقة التي تربط قيمة الشركات والتقلبات في أسعار الصرف، فأكثر من 95% من الشركات عند مستوى ثقة 95% تتأثر قيمتها سلبا بالتغيرات في أسعار الصرف، وهو ما يعني وجود علاقة طردية بين قيمة المؤسسة وقيمة العملة المحلية.

النتائج المتحصل عليها سواء في تقدير حجم التقلبات في أسعار الصرف أو في تأثير هذه التقلبات على قيمة الشركات، تشير إلى أن خطر الصرف يمثل تهديدا حقيقيا بالنسبة لتلك الإقتصادات، وهو ما يدفعنا للبحث عن مدى توفر تقنيات التحوط في هذه الدول وكيف تقوم المؤسسات بإدارته في الفصل القادم.

الفصل الرابع: تقنيات التحوط
المتاحة لإدارة خطر الصرف في
الدول الناشئة وسبل تطويرها

تمهيد:

يعتبر خطر الصرف من بين مخاطر السوق الأكثر شيوعاً في الدول الناشئة، وهو يظهر نتيجة ممارسة الشركات في هذه الدول للعديد من الأنشطة بالعملة الأجنبية، سواء تعلقت بالتجارة الخارجية تصدير واستيراد أو معاملات مالية اقراض واقتراض، أو امتلاك فروع بالخارج. وكما هو معروف فإن خطر الصرف يتم التحوط منه باستخدام نوعين من التقنيات، تقنيات داخلية وأخرى خارجية. بالنسبة للتقنيات الداخلية فهي تنقسم إلى الفوترة بالعملة المحلية، المقاصة وتسيير الآجال، أما التقنيات الخارجية فتتمثل في استخدام بعض المنتجات المتوفرة في الأقسام المختلفة لسوق الصرف مثل العقود الآجلة، المستقبلات الخيارات وعقود المبادلة. ولا يمكن لأي إدارة أن تكون فعالة عند غياب أحد هاتين التقنيتين أو كليهما.

ومع انتقال الدول الناشئة نحو أنظمة الصرف المرنة بدأت بتطبيق برامج مهمة لتوفير وتطوير تقنيات التحوط في إقتصاداتها وهو ما نتج عنه ظهور العديد من المنتجات خصوصاً تلك المتداولة في الأسواق الحرة، مما أتاح للمؤسسات في هذه الدول ممارسة عمليات التحوط والتقليل من حدة خطر الصرف.

في هذا الفصل سنحاول بداية الحكم على مستوى تطور الدول الناشئة في مجال تقنيات التحوط والتعرف على كيفية إدارة هذا الخطر في هذه الإقتصادات بهدف تصنيف هذه الدول على أساس معايير معينة، ثم نركز في المبحث الأخير على مختلف الآليات والأدوات التي يمكن أن تساعد في تطوير تقنيات التحوط.

المبحث الأول: تقنيات التحوط المتاحة لإدارة خطر الصرف في الدول الناشئة

يعتبر خطر الصرف أحد المخاطر المالية التي لا يمكن إدارتها إلا من خلال منتجات مالية تسمح بالتحوط منه، وتزيد فعالية هذه الإدارة كلما زاد تنوع تقنيات التحوط، وبعد الأزمات التي عانت منها الإقتصادات الناشئة في تسعينيات القرن الماضي قامت بتطوير أسواق صرف آجلة ومشتقة، ولقد أعطت الحاجة لتلك المنتجات سواء من قبل الشركات المحلية أو الأجنبية المقيمة الدفعة الضرورية لتطورها. وعلى العموم فإن المنتجات التي يمكن أن تستخدم للتحوط من خطر الصرف والمتوفرة في هذه الدول تتمثل في المنتجات المتداولة في الأسواق الحرة كالعقود الآجلة، عقود التبادل، الخيارات والعقود الآجلة غير القابلة للتسليم والمنتجات المتداولة في الأسواق المنظمة كالمستقبليات والخيارات.

المطلب الأول: تقنيات التحوط المتاحة في الأسواق الحرة

نمت أسواق الصرف المشتقة والآجلة في الدول الناشئة بنسبة تفوق 25% سنويا بين سنتي 1995 و2013 من خلال انتقال حجم التداول اليومي من 4.1 مليار دولار إلى 227 مليار دولار، وبوتيرة النمو هذه يعتبر من أسرع الأسواق نموا على الإطلاق على المستوى العالمي. ورغم معدلات النمو المسجلة، تبقى أسواق الصرف في الدول الناشئة لا تمثل سوى 5.41% من إجمالي ما يتم تداوله على المستوى الدولي حسب إحصائيات سنة 2013، وهي نسبة ضعيفة لا تعبر عن وزن هذه الإقتصادات ولا عن مكانتها في المعاملات الدولية. وتشمل المنتجات المتداولة في هذه الأسواق كل من العقود الآجلة، عقود المبادلة والخيارات.

الفرع الأول: الصرف الآجل

عرف سوق الصرف الآجل في الدول الناشئة تطورا كبيرا خلال فترة الدراسة، فمن 1.28 مليار دولار كتداول يومي سنة 1995 انتقل إلى أكثر من 41.6 مليار دولار سنة 2013، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة تزيد عن 21.34%. هذا النمو الكبير في السوق يدل على الحاجة المتزايدة لإقتصادات هذه الدول لمثل هذه المنتجات، إلا أنه يبقى حسبما يوضحه الجدول رقم (56) دون النسب المحققة على المستوى العالمي ولا يمثل سوى 5.11% من إجمالي ما يتم تداوله في هذا السوق، ولا يعبر عن مكانة وحجم هذه الإقتصادات ودورها المتنامي في الإقتصاد العالمي.

كما يمكن تسجيل التباين الواضح في وتيرة نمو هذا السوق في الدول الناشئة، فالفترة الممتدة بين سنتي 1995 و1998 سجلت أكبر نسبة نمو سنوية قدر متوسطها بـ66.55%. بعد سنة 1998 وحتى سنة 2001 عرفت هذه الوتيرة انخفاضا محسوسا، حيث قدرت بـ2.02% تماشيا مع الانخفاض الملاحظ في حجم التداول

في سوق الصرف الإجمالي*. وابتداء من سنة 2001 عاد حجم التداول للإرتفاع وسجل نسبة نمو تقدر بـ21.87% بين سنتي 2001 و2004 و24.93% بين سنتي 2004 و2007.

الجدول رقم (56): تطور حجم التداول اليومي لسوق الصرف الآجل في الدول الناشئة بين سنتي 1995 و2013

الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995	
41.67	30.76	22.24	11.37	6.27	5.91	1.28	الدول الناشئة
10.52	11.33	24.93	21.87	2.02	66.55		متوسط نسبة النمو السنوية لحجم التداول

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك التسويات الدولية:

1- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007", Basel, Switzerland, December 2007, p 4, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, p 9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

ويرجع الارتفاع الذي حدث بعد سنة 2007 إلى انتشار السوق في العديد من الدول التي لم يكن متواجدا فيها في الفترة السابقة، ففي سنة 1995 لم يكن سوق الصرف الآجل متواجدا إلا في جنوب إفريقيا ثم توسع في سنة 1998 ليشمل معظم الدول الناشئة ماعدا البرازيل، الصين، مصر، المغرب، باكستان والبيرو، ولم يكتمل انتشار السوق وتواجده في كل الدول الناشئة إلا في سنة 2007.

في التقريرين الأخيرين لنشاط سوق الصرف، نلاحظ أن وتيرة النمو انخفضت لتسجل 11.33% بين سنتي 2007 و2010 و10.52% خلال الفترة الأخيرة. وتعتبر نسبة النمو السنوية المتوسطة المسجلة بالنسبة للدول الناشئة مرتفعة مقارنة بنفس النسبة الخاصة بإجمالي سوق الصرف الآجل التي قدرت بـ11.46%، وهو ما يدل على ديناميكية ونشاط هذا السوق، وإلى مستويات المخاطرة المرتفعة التي ميزت عملات هذه الدول بعد الانتقال من نظم الأسعار الثابتة إلى نظم الأسعار العائمة.

وفيما يخص توزيع سوق الصرف الآجل على الدول الناشئة في سنة 2013، نجد أن أكثر من 77% من حجم سوق الصرف في الدول الناشئة يتم في سبعة دول هي كوريا، البرازيل، الصين، الشيلي، الهند، ماليزيا والمكسيك. ويمكن تمثيل أهم عشرة أسواق آجلة ناشئة في الجدول التالي:

الجدول رقم (57): أهم 10 أسواق صرف آجلة في الدول الناشئة بين سنتي 2010 و2013

* يمكن الاطلاع على أسباب الانخفاض في ص 20 و21 من هذه الأطروحة.

الوحدة: مليار دولار

2013	2010	السنة الدولة	2013	2010	السنة الدولة
2.8	0.7	ماليزيا	7.3	6.1	كوريا
2.0	0.95	المكسيك	6.4	3.8	البرازيل
1.7	2.5	تركيا	5.5	4.3	الصين
1.6	1.0	تايلند	4.5	2.1	الشيلي
1.5	0.7	جنوب إفريقيا	3.7	4.9	الهند

Sources :

1- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010", Basel, Switzerland, December 2010, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 05, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): " Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول نلاحظ أن كوريا تصدر قائمة أهم عشرة أسواق صرف آجلة في البلدان الناشئة بحجم تداول يومي يزيد عن 7.3 مليار دولار حسب إحصائيات سنة 2013، الرتبة الثانية تحتلها البرازيل بواقع حجم تداول يقدر بـ 6.4 مليار دولار ثم تأتي الصين في الرتبة الثالثة بحجم تداول يقدر بـ 5.5 مليار دولار، وتعتبر الرتب التي تحتلها كل من البرازيل والصين رغم احتضانهما لهذا السوق في وقت متأخر (2007) حجم احتياجات هذه الإقتصادات من تقنيات التحوط والجهد الكبير الذي بذلته السلطات النقدية في هذين البلدين لخلق سوق الصرف الآجل وتطويره.

وتمثل القائمة المذكورة أعلاه في الجدول 88.79% من حجم سوق الصرف الآجل في الدول الناشئة، وهو ما يعني أن نسبة ضعيفة جدا تقاسمها الثلاثة عشرة دولة ناشئة المتبقية، وهي بطبيعة الحال نسبة ضعيفة تعبر عن:

–أولاً: ضعف تداول هذا المنتج في هذه الدول؛

–ثانياً: عن عدم وجود تناسب في توفير هذه التقنية للتحوط من خطر الصرف في هذه الدول.

إضافة إلى الخصائص السابقة نجد أن ما يميز معظم أسواق الصرف الآجلة في الدول الناشئة أنها موجهة بالأساس للأعوان الإقتصاديين المقيمين في هذه الدول، مما يعني أن غير المقيمين لا يستطيعون استخدامها للتحوط من مخاطر الصرف، لهذا نجد أن خارج بعض هذه الدول، لا يمكن التحوط من هذا الخطر إلا باستخدام العقود الآجلة غير القابلة للتسليم NDF*. ويمكن إيجاد تفسير لعدم وجود أسواق آجلة مع تسليم العملات

* سوف يتم تحديد العملات التي يتم تداولها في العقود الآجلة غير القابلة للتسليم في الفقرة الخاصة بهذا المنتج.

خارج حدود معظم الدول الناشئة، في أن معظم عملات هذه الدول ليس لها تواجد فيما يعرف بالأسواق النقدية الدولية eurodevises التي تعتبر أساس سوق الصرف الآجل كما سبق وأن وضحنا ذلك.

الفرع الثاني: عقود المبادلة

تشمل هذه العقود كل من عقود مبادلة الصرف وعقود مبادلة العملة.

أولاً-عقود مبادلة الصرف: يعتبر هذا السوق في الدول الناشئة أهم أقسام سوق الصرف من حيث المبالغ اليومية المتداولة والتوزيع الجغرافي له. فمن بلد واحد جنوب إفريقيا، وحجم تداول لا يزيد عن 2.62 مليار دولار سنة 1995 بدأ عدد الدول التي تحتضنه وحجم التداول اليومي يزدادان منذ التحقيق الذي أجري في سنة 1998 وأصبح متواجدا في كل الدول الناشئة ابتداء من سنة 2007، ويمكن تلخيص تطور حجم التداول اليومي في هذا السوق في الجدول التالي:

الجدول رقم (58): تطور حجم التداول اليومي لسوق عقود مبادلة الصرف في الدول الناشئة بين سنتي 1995 و 2013

الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995	
170.75	110.79	90.35	42.15	25.77	18.50	2.62	الدول الناشئة
15.48	6.85	28.86	17.68	11.60	91.83		متوسط نسبة النمو السنوية لحجم التداول

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك التسويات الدولية:

1- Bank for International Settlements (BIS): “**Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007**”, Basel, Switzerland December 2007, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): “**Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**”, Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

أهم ملاحظة فيما يخص تطور سوق عقود مبادلة الصرف أنه حافظ على نسبة نمو جيدة طيلة الفترة الممتدة من 1995 إلى 2013. أكبر نسبة سجلت كانت بين 1995 و 1998 بسبب زيادة عدد الدول التي تحتضنه إلى 14 دولة بعدما كانت دولتين في التحقيق الذي أنجز في سنة 1995. وبالرغم من انخفاض النشاط بين سنة 1998 و 2001 إلا أن نسب النمو المحققة فيما بعد، جعلت من هذا السوق يحتل الرتبة الأولى من حيث حجم المبالغ المتداول مقارنة بالأقسام الأخرى.

وقدرت نسبة النمو المتوسطة لسوق عقود المبادلة في الدول الناشئة بين سنتي 1995 و 2013 بأكثر من 26.11%، وهي أكبر من النسبة المحققة في سوق الصرف الآجل للدول الناشئة، وأكبر بكثير من النسبة المحققة

عالميا والتي قدرت بـ7.65%. ويختلف ترتيب الدول الأكثر نشاطا في هذا السوق عنه في سوق الصرف الآجل، فمن خلال الإحصائيات المتوفرة في سنة 2013، نجد أن روسيا تأتي في الرتبة الأولى من حيث حجم التداول بقيمة تزيد عن 33 مليار دولار، الرتبة الثانية تحتلها الصين بواقع حجم تداول يقارب 27.8 مليار دولار وتأتي المكسيك في الرتبة الثالثة بـ22 مليار دولار كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (59): أهم 10 أسواق مبادلة الصرف في الدول الناشئة في سنتي 2010 و2013

الوحدة: مليار دولار

السنة	الدولة	السنة	الدولة	السنة	الدولة
2013	2010	السنة	الدولة	2013	2010
14.03	9.11	جنوب إفريقيا	33.04	18.41	روسيا
11.17	7.69	الهند	27.74	15.44	الصين
5.84	3.28	تايلند	22.44	10.43	المكسيك
4.58	5.37	بولندا	19.01	18.41	كوريا
3.82	3.77	جمهورية التشيك	16.93	6.83	تركيا

Sources :

- 1-Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010", Basel, Switzerland, December 2010, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 05, 2015.
- 2-Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015..

من الجدول نلاحظ اختلاف ترتيب الدول من حيث المبالغ المتداولة عن الترتيب الملاحظ في سوق الصرف الآجل، فالبرازيل مثلا التي كانت تحتل الرتبة الثانية في سوق الصرف الآجل نجدها تحتل الرتبة الثامنة عشر في سوق عقود مبادلة الصرف، في حين أن روسيا التي كانت تحتل الرتبة ما قبل الأخيرة في سوق الصرف الآجل تحتل الرتبة الأولى في هذا السوق بواقع 33.04 مليار دولار كحجم تداول يومي. الصين تحتل الرتبة الثانية بحجم تداول يقدر بـ27.74 مليار دولار بفضل نسبة النمو الكبيرة 32.24% التي حققتها في العشر سنوات الأخيرة. نفس الملاحظة السابقة تنطبق على المكسيك التي تحتل الرتبة الثالثة بفضل حجم تداول يقدر بـ22.44%. وتجدر الإشارة أن حجم التداول في أسواق عقود المبادلة للدول العشر المبينة في الجدول يزيد عن 92.88% من الحجم الإجمالي المتداول في الدول الناشئة في سنة 2013، وهو ما يعني أن النسبة المتبقية تدل على ضعف هذا السوق في الدول الثلاثة عشرة الأخرى. ولقد أدى ضعف التداول في أسواق كل من إندونيسيا، الشيلي، البرازيل، البيرو وكولومبيا إلى احتلالهم للمراتب الخمسة الأخيرة. وتجدر الإشارة إلى أن هذا السوق غير متواجد في بعض الدول الناشئة مثل باكستان، المغرب ومصر.

ثانياً- عقود مبادلة العملة: يعتبر هذا السوق من أضعف الأسواق المشتقة تداولاً ونمواً على المستوى العالمي، فحصته إلى إجمالي المنتجات المتداولة في سوق الصرف لا تزيد عن 1.62%، كما أن نسبة النمو السنوية تقدر بـ 8.12% فقط، وبهذه النسب نجده يحتل الرتبة الأخيرة في قائمة العمليات المنجزة في سوق الصرف.

الأمر يختلف نسبياً بالنسبة للدول الناشئة، فعقود مبادلة العملة تأتي حقيقة في الرتبة الأخيرة من حيث التداول بنسبة تقارب 2.85%، إلا أن نسبة النمو السنوية المتوسطة تعتبر الأعلى مقارنة بالأسواق الأخرى إذ وصلت إلى 29.42% بين سنة 1998 و 2013. ويمكن تبين تطور سوق مبادلة العملة وفقاً للجدول التالي:

الجدول رقم (60): تطور حجم التداول اليومي لسوق عقود مبادلة العملة في الدول الناشئة بين سنة 1995 و 2013

الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995	
6.51	3.36	3.02	1.74	0.62	0.14	0	الدول الناشئة
24.50	3.53	20.04	40.77	65.94			متوسط نسبة النمو السنوية لحجم التداول

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك التسويات الدولية:

1- Bank for International Settlements (BIS): «Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007», Basel, Switzerland December 2007, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من خلال الجدول نلاحظ أن حجم التداول في هذا السوق ضعيف مقارنة بالأسواق السابقة إلا أن نسبة النمو تعتبر الأعلى على الإطلاق، والملاحظ وجود انخفاض محسوس في حجم تداول هذه المنتجات في سنة 2010، حيث أنها لم ترتفع خلال الفترة التي تمتد من 2007 وحتى 2010 إلا بـ 3.53% سنوياً، ويرجع ذلك إلى أزمة 2008 وإلى استقرار حجم التداول في الدول الرئيسية النشطة في هذا السوق مثل البرازيل وتركيا. وعلى خلاف السوق السابق نجد بان البرازيل وتركيا يحتلان المرتبة الأولى والثانية على التوالي:

الجدول رقم (61): أهم 10 أسواق مبادلة العملة في الدول الناشئة بين سنتي 2010 و 2013

الوحدة: مليار دولار

السنة	2010	2013	السنة	2010	2013

الدولة		الدولة			
البرازيل	0.42	الصين	2.60	0.08	0.25
تركيا	0.92	روسيا	1.42	0	0.15
كوريا	0.65	تايلند	0.78	0.11	0.14
الهند	0.03	بولندا	0.31	0.08	0.13
المكسيك	0.15	جنوب إفريقيا	0.27	0.04	0.12

Sources :

1-Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010**", Basel, Switzerland, December 2010, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 05, 2015.

2-Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

تعتبر البرازيل أهم سوق ناشئ لمبادلة العملة بحجم تداول يقدر بـ 2.6 مليار دولار حسب إحصائيات سنة 2013، بعدما كانت تحتل الرتبة الرابعة في التحقيق الذي أجري سنة 2010 بحجم تداول لا يتجاوز 0.43 مليار دولار. وتركيا التي كانت تحتل الرتبة الأولى في سنة 2010، أصبحت تحتل الرتبة الثانية بحجم تداول يقدر 1.42 مليار دولار. كوريا هي الأخرى فقدت رتبة بين تحقيق 2010 وتحقيق 2013، وأصبحت تحتل الرتبة الثالثة بحجم تداول يقدر بـ 0.78 مليار دولار.

وتجدر الإشارة إلى أن حجم التداول في الدول العشرة المبينة في الجدول يمثل 94.77% من الحجم الإجمالي لتداول عقود مبادلة العملة في الدول الناشئة في سنة 2013، وهو ما يعني تعبير النسبة المتبقية على ضعف هذه المنتجات في الدول الأخرى، إلى جانب ذلك فإن عقود مبادلة العملة لا يتم تداولها في العديد من الدول الناشئة مثل مصر، الإمارات العربية المتحدة والمغرب.

الفرع الثالث: عقود الخيارات

يحتل سوق الخيارات الرتبة الثالثة من حيث حجم التداول اليومي في سوق صرف الدول الناشئة بنسبة مساهمة تقترب من 3.94% من إجمالي ما يتم تداوله في الأسواق الآجلة والمشتقة حسب إحصائيات سنة 2013. ويتميز هذا السوق بعدم استقرار نسبة النمو من سنة إلى أخرى، وهو ما يمكن توضيحه في الجدول التالي:

الجدول رقم (62): تطور حجم التداول اليومي لسوق الخيارات في الدول الناشئة بين سنتي 1995 و 2013

الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995

8.97	6.93	6.63	2.50	1.14	0.80	0.19	الدول الناشئة
8.86	1.31	38.38	30.05	12.13	60.82		متوسط نسبة النمو السنوية لحجم التداول

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك التسويات الدولية:

1- Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007**", Basel, Switzerland December 2007, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 10, 2015.

2- Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول نلاحظ أن حجم التداول ارتفع من 190 مليون دولار سنة 1995 إلى 8.97 مليار دولار سنة 2013، كما أنه لم يعرف نفس الانخفاض الذي عرفته بعض الأسواق في سنة 2001، حيث أنه تعدى عتبة الواحد مليار في بداية سنة 2000 وانتهى في التحقيق الذي أنجز في سنة 2001 بـ1.2 مليار دولار. وتقدر النسبة السنوية المتوسطة لنمو الخيارات في الدول الناشئة بـ23.76%، مما يعني أنه من هذه الجهة يتميز بسرعة نمو أكبر من تلك المسجلة في سوق الصرف الآجل وسوق عقود مبادلة الصرف غير أن أهميته تختلف من بلد إلى آخر كما موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (63): أهم 10 أسواق عقود الخيارات في الدول الناشئة في سنتي 2010 و2013

الوحدة: مليار دولار

السنة	الدولة	السنة	الدولة	السنة	الدولة
2013	2010	2013	2010	2013	2010
0.46	0.50	4.26	1.63	0.46	0.50
0.32	0.18	1.38	1.06	0.32	0.18
0.18	0.08	0.58	1.32	0.18	0.08
0.14	0	0.55	0.16	0.14	0
0.13	0.09	0.5	0.10	0.13	0.09

Sources :

1-Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010**", Basel, Switzerland, December 2010, table n°E12, p 76, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 05, 2015.

2-Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, table n°13, p 60, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

تعتبر الصين أنشط دولة من حيث تداول الخيارات في الدول الناشئة، فمن خلال الجدول نجد أنها تحتضن أكثر من 47.48% من إجمالي المعاملات في هذا السوق، تركيا تأتي في الرتبة الثانية بحجم تداول يقدر بـ1.38 مليار دولار. الرتبة الثالثة تحتلها الهند بواقع تداول يقدر بـ0.58 مليار دولار، وتجدر الإشارة إلى أن

حجم التداول في هذا البلد قد انخفض بين التحقيق الذي أنجز في سنة 2010 و التحقيق الذي أنجز في 2013 من خلال إنتقاله من 1.32 مليار دولار إلى 0.58 مليار دولار.

الدول العشرة الممثلة في الجدول تمثل نسبة 94.76% من حجم التداول الإجمالي في الدول الناشئة، وهو ما يجعلنا نستخلص كما سبق أن فعلنا بالنسبة للمنتجات الأخرى، أن بقية الدول تعاني من نقص في تطور هذا المنتج. ومثلها مثل عقود مبادلة العملة، فإن هذا المنتج غائبا في العديد من الدول مثل باكستان، مصر، والمغرب أو أن هذه المنتجات قليلة الاستخدام أو يتم استخدامها بشكل متقطع في دول أخرى كالإمارات¹ أو أنه يسمح فقط للأعوان الإقتصاديين بشراء الخيارات دون التمكن من بيعها كما هو حاصل في الصين² لتفادي المضاربة على العملة.

الفرع الرابع: العقود غير القابلة للتسليم

نتيجة للتشريعات التي تقيّد إمكانية استخدام غير المقيم في غالبية الدول الناشئة لأدوات التحوط المختلفة المتوفرة داخل هذه الإقتصادات، فقد تم استحداث منتوجين يتم تداولهما بدون أن يكون هناك تسليم لعملات الدول الناشئة. المنتج الأول هو العقود الآجلة غير القابلة للتسليم، والثاني الخيارات غير القابلة للتسليم.

أولا-العقود الآجلة غير القابلة للتسليم:

أ-تعريفها: العقود الآجلة غير القابلة للتسليم هي نوع من العقود المشتقة المتداولة من قبل غير المقيمين في بلد معين للتحوط من مخاطر الصرف الناتجة عن التعامل بعملة هذا البلد، وظهر هذا المنتج نتيجة عدم تمتع العملة المعنية بقابلية التحويل أو فرض السلطات النقدية في ذلك البلد تشريعات تحد من قدرة غير المقيمين من التعامل في سوق الصرف الآجل³. وتعرف هذه العقود، بأنها اتفاق بين البنك والربون على سعر صرف آجل يستخدم في تاريخ معين كأساس لحساب الفروقات الواجب دفعها للطرف الآخر⁴.

من التعريف السابق، نجد بأن هذه العقود تختلف عن الصرف الآجل من حيث أنها لا تنتهي بتسليم واستلام العملات، وإنما يتم فيها حساب الفرق بين سعر الصرف الذي أتفق عليه وسعر الصرف الحاضر في الأجل للقيام بعمليات تعويضية لأحد الطرفين من قبل الطرف الآخر.

ب-خصائصها: يمكن حصر خصائص هذه المنتجات في النقاط التالية:

¹ HSBC's: "Emerging Markets Currency Guide, 2012", report hsbc global recherche, December 2011, p126.

² Idem, p10.

³ Sangita Misra and Harendra Behera: " Non Deliverable Foreign Exchange Forward Market: An Overview", Reserve Bank of India, Occasional Papers, Vol 27, No 3, Winter 2006, p26.

⁴ Fung Hung-Gay and others : " Nondeliverable forward market for Chinese RMB: A first look", China Economic Review, Volume 15, Issue 3, 2004, p349.

- يتم تداول هذا المنتج في كل من السوق المنظم* والسوق الحر**؛
 - العملات المتداولة في هذه العقود، هي عملات كل من البرازيل، الصين، الهند، تايوان، كوريا، إندونيسيا، الشيلي، كولومبيا، البيرو، مصر وروسيا؛
 - يتم تحديد مبلغ منمط بالنسبة لكل عقد، مثلا نجد أن حجم العقود الآجلة غير القابلة للتسليم الخاصة بالليون الصيني ب في بنك¹¹ Westpac Banking Corporation هو 10.000 دولار؛
 - الآجال المتعامل بها هي شهر، شهرين، 3 أشهر، 6 أشهر وسنة، وهو ما يجعل هذا المنتج صالح لإدارة خطر الصرف في المدى القصير؛
 - فرض وديعة على الزبون كضمان على التزامه بنود العقد؛
 - الفرق المقدر في النهاية يجب أن يدفع بعملة قابلة للتحويل (غالبا ما تكون الدولار الأمريكي).
- ج- حجم سوق العقود الآجلة غير القابلة للتسليم:** عرف هذا السوق تطورا كبيرا في السنوات القليلة الأخيرة، حيث يقدر حجم التداول اليومي حسب إحصائيات 2013 بأكثر من 126 مليار دولار تمثل فيها العقود مقابل الدولار ما نسبته 97.85%. العقود المتبقية يتقاسمها كل من اليورو بنسبة 1.34% والين بـ0.8%. ويمكن تمثيل حجم التداول اليومي لهذه العقود خلال التحقيق الذي أجري في أبريل 2013 في الجدول التالي:

الجدول رقم (64): حجم التداول اليومي للعقود الآجلة غير القابلة للتسليم في سنة 2013

الوحدة: مليار دولار

المجموع	عملات أخرى	الين	اليورو	العقود بالدولار الأمريكي							البيان
				أخرى	TWD	RUB	KRW	INR	CNY	BRL	
126.5	4.4	1	1.6	36.8	8.9	4.1	19.5	17.2	17.1	15.9	السوق الإجمالي
				30.7	7.4	3.4	16.4	14.3	14.3	13.2	النسبة***

Source : Robert McCauley and others : "Non-Deliverable forward, 2013 and beyond", BIS Quarterly Review, March 2014, p76.

من الجدول نلاحظ أن أهم عملات الدول الناشئة المتداولة في هذا السوق هي عملات كل من البرازيل، الصين، الهند، تايوان، كوريا وروسيا، وهي تمثل نسبة 67.73% من إجمالي حجم التداول في العقود غير القابلة للتسليم. الوون الكوري يعتبر من أنشط عملات الدول الناشئة، حيث أنه يمثل أكثر من 19.6% من حجم التداول في هذا السوق، الليوان الصيني والروبية الهندية تأتيان في الرتبة الثانية بنسبة تقارب 14%. الرتبة الخامسة

* كسوق روسيا Russian Trading System أنظر الجدول رقم (66).
 ** من قبل بنوك دولية مثل بنك Westpac Banking Corporation المتواجد في أستراليا والذي يقدم عقود الدولار مقابل الليوان وبنك Nanyang Commercial Bank بهونغ كونغ الذي يقدم نفس تلك العقود.
¹¹ أنظر الملحق رقم (09)، ص 395 والمتعلق بخصائص العقود الآجلة غير القابلة للتسليم في بنك Westpac.
 *** نسبة إلى الحجم اليومي المتداول بالدولار الأمريكي والذي قدر مجموعه بـ119.5 مليار دولار.

يحتلها الروبل الروسي الذي لا يساهم سوى بـ4.1% من حجم التداول اليومي. ويعتبر مركز لندن أهم المراكز المالية التي يتم فيها تداول هذه العقود بحجم تداول يزيد عن 49% حسب إحصائيات سنة 2013¹. ويتم تداول العقود غير القابلة للتسليم داخل وخارج البلدان صاحبة العملة، إلا أن النسبة الكبيرة تميل للتداول في الخارج وهو ما يمكن تمثيله في الجدول التالي:

الجدول رقم (65): مكان تداول العقود غير القابلة للتسليم في سنة 2013

نسبة المعاملات خارج البلد	مكان التداول (مليار دولار)		العملة
	خارج البلد	داخل البلد	
96.83	15.3	0.6	الريال البرازيلي
100	17.2	0	الروبية الهندية
95.12	3.9	0.2	الروبل الروسي
100	17.1	0	الليون الصيني
82.05	16.0	3.5	الوون الكوري
97.75	8.7	0.2	دولار تايوان

Source : Robert McCauley and others : "Non-Deliverable forward, 2013 and beyond", BIS Quarterly Review, March 2014, p77.

من الجدول نلاحظ أن العقود الآجلة غير القابلة للتسليم يتم تداولها بنسبة كبيرة خارج بلد العملة، وهو أمر منطقي يتماشى واستخدام تلك العقود. فهذا النوع من العقود كما سبق الإشارة إليه موجه لغير المقيمين في بلد العملة، على أساس أن تشريعات الصرف تحد من قدرتهم على التعامل بالمنتجات المتوفرة في تلك الإقتصادات. وما يدعم ذلك أن العقود على الروبية الهندية والليون الصيني يتم تداولهما بشكل كامل خارج بلديهما، ونسبة أقل يتم تداول العملات الأخرى خارج بلدانها الأصلية مثل الريال البرازيلي بـ96.83%، دولار تايوان بـ97.75%، الوون الكوري بـ82.05% والروبل الروسي بـ95.12%.

ثانياً-الخيارات غير القابلة للتسليم: بعدما تناولنا العقود غير القابلة للتسليم في النقطة السابقة نصل في هذه النقطة إلى الخيارات غير القابلة للتسليم لتتعرف على مفهومها وخصائصها.

أ- تعريفها: الخيارات غير القابلة للتسليم هي عبارة عن عقد مالي يقوم بموجبه المشتري بدفع علاوة للبايع مقابل الحصول على حماية لمدة محددة من التقلبات غير المواتية في أسعار الصرف¹. وتمتاز هذه العقود بأنها لا تُحل بتسليم واستلام العملة في نهاية المطاف، بل أن طريقة الحل تعتمد على تسليم الفرق بين سعر الصرف الحاضر

¹ Robert McCauley and others: "Non-Deliverable forward, 2013 and beyond", BIS Quarterly Review, March 2014, p76.

¹ Westpac : "Non-Deliverable Option Transactions", Product Disclosure Statement, Westpac Banking Corporation, Australia, March 2012, p 5. Available on the Westpac website, https://www.westpac.com.au/docs/pdf/bb/Foreign_Exchange_Non-Deliverable_Option_PDS.pdf, accessed September 25, 2015.

المسجل يوم تنفيذ الخيار وسعر التنفيذ. ويتم عادة شراء خيار شراء للتحوط من خطر ارتفاع سعر الصرف، وشراء خيار بيع للتحوط من خطر انخفاض سعر الصرف.

ب- خصائصها: تمتاز هذه العقود بالخصائص التالية:

- يتم تداول هذا المنتج في السوق الحر من قبل بنوك دولية مثل بنك Westpac Banking Corporation¹² وبنك Nanyang Commercial Bank بهونغ كونغ... الخ؛
- لا ينبغي أن يستخدم المنتج للمضاربة؛
- يحدد في كل عقد عملتين، أحدهما تكون غير قابلة للتسليم (وهي في غالب الأحيان عملة دولة ناشئة) والأخرى تكون عملة دولية تستخدم للتسوية النقدية للعقد؛
- حجم العقد يعبر عنه بالعملة غير القابلة للتسليم وتكون موحدة قياسيا، فمثلا نجد أن العقود المبرمة مع Westpac Banking Corporation لا تقل عما يعادل AUD 25000.
- سعر التنفيذ: وهو السعر الذي يؤخذ بعين الاعتبار لتحديد الفروقات في نهاية العملية؛
- تاريخ الإستحقاق: وهي الفترة الزمنية التي يمتد فيها العقد، فمثلا العقود المقدمة من قبل Westpac Banking Corporation يكون بين أسبوع وسنة واحدة. كما أن هناك مدد أطول إلا أنها تكون تحت الطلب؛
- يقوم مشتري الخيار بدفع علاوة للبايع وتكون غير قابلة للاسترداد؛
- تتوفر العقود لعدد كبير من العملات.

المطلب الثاني: تقنيات التحوط المتاحة في الأسواق المنظمة

لا تقل الأسواق المنظمة أهمية عن الأسواق الحرة في الإقتصادات الناشئة باعتبار أنها تمثل 50% من إجمالي السوق، وتتميز مثلها مثل الأسواق الحرة بالانتشار المتفاوت لدى الدول الناشئة.

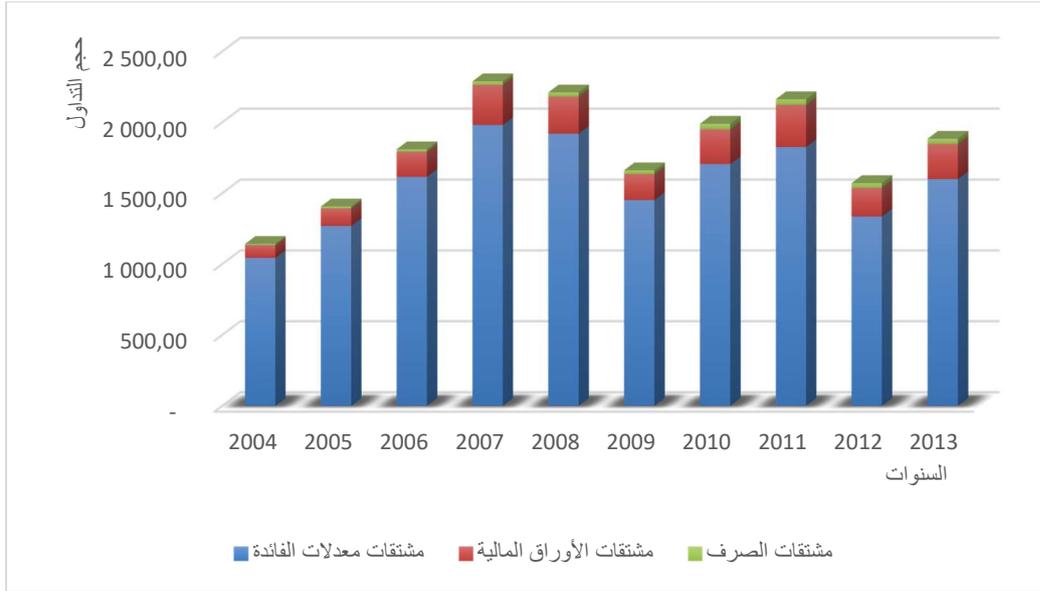
الفرع الأول: تطور الأسواق المنظمة عالميا

لقد شهد تداول كل من الخيارات والمستقبليات في الأسواق المنظمة تطورا محسوسا في العشر سنوات الأخيرة.

الشكل رقم (32): تطور السوق المنظم للمشتقات المالية

¹² أنظر الملحق رقم (10)، ص 396 خصص الخيارات غير القابلة للتسليم في بنك Westpac.

الوحدة: تريليون دولار



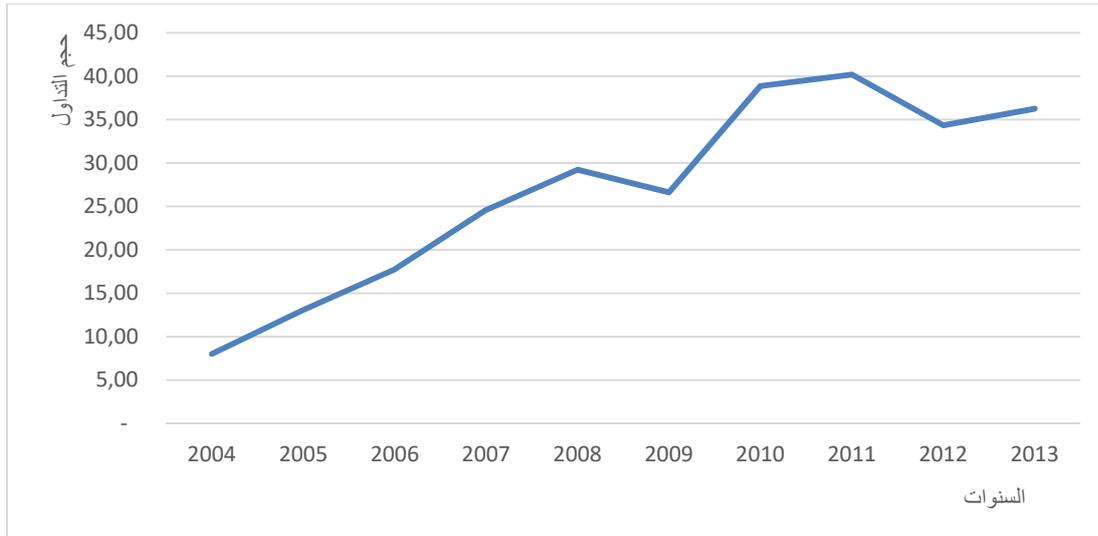
المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك المدفوعات الدولي

Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الشكل نلاحظ أن هناك تطور كبير في الأسواق المنظمة للمشتقات المالية، فنسبة النمو السنوية قدرت بين سنتي 2004 و 2013 بأكثر من 6.4%. بعد أزمة 2008 انقلب الوضع وعرف حجم التداول في السوق انخفاضا بـ 24.84% في سنة 2009 مقارنة بحجم التداول في سنة 2008. نفس الحالة تكررت بعد أزمة الديون السيادية في سنة 2011، حيث عرف حجم التداول انخفاضا بـ 27.36% في سنة 2012. وأهم الأصول المتداولة في هذه الأسواق هي المشتقات على معدلات الفائدة التي تمثل حسب إحصائيات 2013 أكثر من 84% من حجم التداول في السوق المنظم ثم المشتقات على الأوراق المالية بنسبة 14.08%، وأخيرا مشتقات الصرف بنسبة 1.92%. وتمثل المستقبلات أكثر من 75% من إجمالي ما يتم تداوله من منتجات في هذا السوق. ورغم ضعف المنتجات المشتقة على الصرف، إلا أنها تعتبر من أكثر المنتجات نموا حيث أن نسبة النمو المتوسطة السنوية تعدت 35% بين سنتي 2004 و 2013، ومثلها مثل بقية المنتجات فقد تأثر سوق مشتقات الصرف بكل من أزميتي 2008 و 2011، حيث أن نسبة الانخفاض التي حدثت كانت 8.94% سنة 2009 و 14.57% سنة 2012، وهو ما يمكن التماسه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (33): تطور المنتجات المشتقة على الصرف

الوحدة: تريليون دولار



المصدر: من إعداد الباحث على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك المدفوعات الدولي

Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

وتحتل العديد من الأسواق المشتقة في الدول الناشئة مراتب متقدمة ضمن أحسن 30 سوق¹، فنجد أن سوق المكسيك الذي عرف انخفاض بـ2% في عدد العقود المتداولة سنة 2013 مقارنة بالعدد المتداول في سنة 2012 يأتي في الرتبة الخامسة بأكثر من 1.6 مليار عقد، بورصة موسكو تعتبر ثاني أهم سوق في الدول الناشئة حسب إحصائيات سنة 2013 وتحتل الرتبة الثامنة عالميا في عدد العقود المشتقة المتداولة الذي يزيد عددها عن 1.13 مليار عقد. سوق كوريا كان يحتل الرتبة الأولى سنة 2011، بعدد عقود يفوق 3.92 مليار عقد، إلا أن الانخفاض الكبير الذي حدث سنتي 2012 و2013 بـ53% و55% على التوالي جعل ترتيبه العالمي ينخفض إلى الرتبة التاسعة.

الفرع الثاني: تطور الأسواق المنظمة في الدول الناشئة

تختلف الدول الناشئة في مجال السوق المنظم والمنتجات المتداولة فيه، ففي حين نجد بعض الأسواق توفر مستقبلات العملة والخيارات نجد البعض الآخر لم يتمكن من ذلك، بسبب وجود تقييد تشريعي على تداول العملة المحلية.

أولا-العقود المتداولة في السوق المنظم:

¹ Will Acworth : "FIA Annual Volume survey, Trading Falls 15.3% in 2012", Future industry Magazine, Mars 2013, p22.

أمام تنامي المخاطر وزيادة حدتها، قامت العديد من الدول خصوصا في الدول الناشئة بخلق أسواق منظمة يتم فيها تداول المشتقات المالية، وحاليا نجد المنتجات المشتقة المتداولة في بعض الدول كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (66): عرض الأسواق المنظمة في بعض الدول الناشئة

البلد	السوق منظم للمشتقات	سنة الافتتاح	العقود المتداولة في المستقبلات	العقود المتداولة في الخيارات
كوريا	Korea Exchange	1953	USD, EUR, YEN	USD/KRW
جنوب إفريقيا	Johannesburg stock exchange*	1887	USD, Euro, GBP, AUD Yen	غير موجود
البرازيل	BM&FBOVESPA	2008	USD, AUD, CAD, CLP CNY, EUR, YEN, MXN GBP, ZAR, NZD, CHF TRY	غير موجود
المكسيك	Mexican Derivatives Exchange	1998	USD/MXN, EUR/MXN	غير موجود
التشيك	Brno Commodity Exchange (PBB)	1993	غير موجود	غير موجود
بولندا	WARSAW STOCK EXCHANGE	1991	USD, EUR, GBP, CHF	غير موجود
الصين	Shanghai Futures Exchange	1999	غير موجود	غير موجود
روسيا	Russian Trading System**	1995	USD/RUB, EUR/USD EUR/RUB, GBP/USD AUD/USD	غير موجودة
	Moscow Interbank Currency Exchange		USD	غير موجودة
الهند	United Stock Exchange	2010	USD, EUR, GBP, YEN	غير موجودة
	India's New stock Exchange	2008	USD, EUR, GBP, YEN	غير موجود
	National Stock Exchange OF INDIA LIMITED	1992	USD, EUR, GBP, YEN	USD/INR***
إندونيسيا	Jakarta Futures Exchange	2000	غير موجود	غير موجود
ماليزيا	Bursa Malaysia	1973	غير موجود	غير موجود

* في سنة 2001 إشتهرت JSE السوق المتخصص في المشتقات المالية و الزراعية SAFEX لتصبح أكبر سوق منظم في إفريقيا.
** منذ 19 ديسمبر 2011 تم دمج كل من سوق RTS و MICEX في سوق واحد هو MICEX-RTS.
***Circular No. 026 DU 27-10-2010 National Stock Exchange OF INDIA LIMITED

المصدر: من إعداد الباحث على أساس مواقع أسواق الأوراق المالية لبعض الدول الناشئة

من الجدول، نلاحظ أن الدول الناشئة التي لديها أسواق منظمة يتم فيها تداول المستقبلات والخيارات هي الهند، كوريا، جنوب إفريقيا، المكسيك، البرازيل، بولندا وروسيا. العملات المدرجة هي عموما أهم العملات المتداولة دوليا ونقصد بذلك الدولار اليورو الين والجنيه الإسترليني. غير أن عدد الأسواق التي يتم فيها تداول الخيارات يتناقص ويبقى محصورا في كل من سوق كوريا والخاص بعقود الدولار مقابل الون الكوري والهند بالنسبة لعقود الخيارات الدولار مقابل الروبية الهندية.

حسب الإحصائيات المتوفرة حول سوق المستقبلات والخيارات في سنة 2013، نجد بأن أكبر عدد من العقود المتداولة في سوق المستقبلات كان في سوق NSE و MEX-SX بالهند بعدد عقود مستقبلات

الدولار مقابل الروبية الهندية تجاوز 1.06 تريليون عقد، ثم يأتي عقد الدولار مقابل الروبل الروسي بعدد يفوق 373 مليون عقد وفي المرتبة الثالثة نجد عقد خيار الدولار مقابل الروبية الهندية بعدد يفوق 252 مليون عقد¹.

ثانيا- حالة سوق كوريا للمشتقات المالية: يعتبر سوق كوريا أنشط سوق على المستوى العالمي، منتجات الصرف المتداولة فيه هي الخيارات وعقود المستقبلات. ولقد شهد تطورا كبيرا خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013 سواء في حجم التعامل أو في عدد العقود المتداولة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (67): تطور السوق المنظم في كوريا

الوحدة: عدد العقود

السنة	عقود مستقبلات دولار	عقود مستقبلات يورو	عقود مستقبلات ين	خيار بيع دولار	خيار شراء دولار
2000	1 355 730			1 600	15 105
2001	1 676 979			0	0
2002	1 434 591			0	1 600
2003	1 506 123			0	0
2004	2 090 291			0	0
2005	2 667 005			0	0
2006	3 104 641	29 124	255 063	0	0
2007	5 490 939	190 123	262 734	0	0
2008	6 126 574	84 456	90 268	0	0
2009	37 172 017	194 646	194 975	0	0
2010	61 181 075	329 313	348 783	0	484
2011	66 279 311	138 544	482 934	0	0
2012	49701170	57445	693018	0	0
2013	46886554	199374	772881	10241	5407

Source: statistics: "Futures and options summary", Korea exchange, available on Korea exchange Web Site, http://eng.krx.co.kr/m3/m3_4/m3_4_8/JHPENG03004_08.jsp

من الجدول نلاحظ أن عقود الدولار كانت من أولى العقود المتداولة سواء في المستقبلات أو الخيارات، ثم في منتصف سنة 2006 تم إدراج عقود مستقبلات على اليورو والين. من ناحية السيولة نلاحظ أن السوق الأكثر سيولة هو سوق الدولار بعدد عقود يفوق 46 مليون عقد سنة 2013 ونسبة نمو سنوية متوسطة خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2013 تقدر بـ 239%. أما العقود الأخرى، فهي أقل نشاطا ونسبتها مجتمعة في العدد الإجمالي للعقود المتداولة لا تكاد تتعدى الإثنان بالمئة حسب إحصائيات 2013. مشتقات الصرف في هذا السوق تمثل تقريبا 5.83% من حجم العقود المتداولة في سوق كوريا في سنة 2013، وهي قريبة من النسبة المسجلة عالميا وهذا يدل على ضعف حصة منتجات الصرف في الأسواق المنظمة بشكل عام.

¹ Will Acworth, op.cit, p22

المطلب الثالث: إدارة خطر الصرف في الدول الناشئة

بعد أن استعرضنا في النقاط السابقة مختلف التقنيات المتوفرة لإدارة خطر الصرف في الدول الناشئة، سنعتمد على هذه المعطيات والإطار النظري لإدارة خطر الصرف للكشف عن ممارسات الشركات في الدول الناشئة لوظيفة إدارة خطر الصرف. وبسبب عدم توفر البيانات والمعلومات عن الشركات في كل الدول الناشئة، وكيفية تعاملها مع خطر الصرف، فقد اقتصرنا هذه الدراسة على تبيين واقع هذه الوظيفة في 42 مؤسسة ينشط 25 منها في جنوب إفريقيا و17 في المكسيك*. ولقد اعتمدنا على التقارير السنوية لهذه الشركات المنشورة في كل من سوق جوهانسبورغ وسوق المكسيك للأوراق المالية، للحصول على المعلومات المتعلقة بإدارة المخاطر المالية بصفة عامة وخطر الصرف بصفة أخص.

الفرع الأول: مدى تعرض الشركات لخطر الصرف

لا يعتبر خطر الصرف الخطر المالي الوحيد الذي يهدد الشركات في الدول الناشئة بصفة عامة وفي الدولتين محل الدراسة بصفة أخص، فالتقارير السنوية لهذه الشركات بينت بأن هذا الخطر ما هو إلا واحد من بين العديد من المخاطر التي تتعرض لها الشركات أثناء ممارستها لنشاطاتها المختلفة. وتتنوع هذه المخاطر حسب مصدرها إلى مخاطر نظامية مثل خطر معدلات الفائدة ومخاطر خاصة مثل خطر الائتمان والسيولة والأسعار إضافة إلى عدد آخر من المخاطر كالمخاطر القانونية، المخاطر التشغيلية... الخ، ولقد أولينا اهتماما خاصا بالمخاطر المالية، بعد أن لاحظنا أن هذه الشركات تقوم بإدارتها ضمن نظام شامل لإدارة المخاطر المالية.

أولا- أنواع المخاطر المالية التي تهدد الشركات: تتعرض الشركات محل البحث إلى جانب خطر الصرف إلى مجموعة من المخاطر المالية الأخرى كما هو ملخص في الجدول التالي:

الجدول رقم(68): أنواع المخاطر المالية التي تهدد الشركات في المكسيك وجنوب إفريقيا

* أنظر الملحق رقم (11) قائمة المؤسسات.

الدولة	الخطر	العدد الإجمالي للمؤسسات	أسعار الفائدة	أسعار الصرف	الإئتمان	السيولة	أسعار السلع	رأس المال
المكسيك	عدد الشركات	17	16	16	14	11	8	5
	النسبة		94.11	94.11	82.35	64.70	47.05	29.41
جنوب إفريقيا	عدد الشركات	25	23	20	17	21	8	8
	النسبة		92	80	68	84	32	32

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير مالية لبعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا

من خلال الجدول نلاحظ أن الشركات في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا معرضة للعديد من المخاطر المالية يأتي في مقدمتها كل من خطر الصرف، خطر السيولة، خطر معدلات الفائدة وخطر الائتمان. إذا ما قمنا بقراءة الجدول من حيث التواجد الجغرافي للشركات وموقع خطر الصرف ضمن المخاطر المالية التي تهددها، سنجد أن خطر الصرف وخطر معدلات الفائدة يعتبران من أكثر المخاطر تهديدا للمؤسسات في المكسيك، في حين أن هذا الخطر يأتي في الرتبة الثالثة بعد كل من خطر معدلات الفائدة وخطر السيولة في جنوب إفريقيا. إلى جانب المخاطر المذكورة أعلاه، نجد الشركات في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا معرضة لمخاطر مالية أخرى بدرجات متفاوتة. فبالنسبة لخطر الائتمان والسيولة فيأتان في الرتبة الثالثة والرابعة على التوالي بالنسبة للمكسيك، وفي الرتبة الرابعة والثانية على التوالي بالنسبة لجنوب إفريقيا. خطر رأس المال يأتي في ذيل الترتيب بالنسبة للشركات في البلدين. ولقد دفع حجم وأهمية المخاطر المالية وتنوعها، الشركات في هذه الإقتصادات إلى تبني إدارة المخاطر المالية كوسيلة للدفع بالآثار السلبية المحتملة لهذه المخاطر.

الجدول رقم (69): نسبة الشركات التي تدير المخاطر المالية في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا

الدولة	عدد الشركات	النسبة
المكسيك	16	94.11
جنوب إفريقيا	22	88

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا

من الجدول نلاحظ أن 94% من الشركات في المكسيك و88% في جنوب إفريقيا تقوم بإدارة المخاطر المالية، وتحدد لها أهداف واضحة، وتضع لها قيود محددة. وتعتبر النسب السابقة عن مدى أخذ هذه الشركات

بعين الاعتبار لمختلف المخاطر المالية في استراتيجية الشركة وقناعتها الراسخة بأن عدم إدارة هذه المخاطر يكون له وقعا كبيرا وأثرا سيئا على ربحيتها، توازناها المالية وقيمتها السوقية.

ثانيا- طبيعة خطر الصرف: تعتبر الشركات في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا معرضة لكل أنواع مخاطر الصرف، ويأتي في مقدمة هذه المخاطر خطر صرف الصنفقة.

الجدول رقم (70): توزيع أنواع مخاطر الصرف على الشركات في المكسيك وجنوب إفريقيا

خطر صرف الصنفقة والتحويل	خطر الصرف الإقتصادي	خطر صرف التحويل	خطر صرف الصنفقة		
6	4	6	14	عدد الشركات	المكسيك
37.5	25	37.5	87.5	النسبة	
8	3	11	19	عدد الشركات	جنوب إفريقيا
40	15	55	95	النسبة	

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا

من الجدول نلاحظ أن نسبة الشركات المعرضة لخطر صرف الصنفقة في جنوب إفريقيا تقدر بـ 95% وفي المكسيك 87.5%. خطر صرف التحويل يعتبر ثاني أهم خطر يواجه الشركات في البلدين، فنسبة الشركات المعرضة له تقدر بـ 55% في جنوب إفريقيا و 37.5% في المكسيك، وذلك راجع إلى كون عدد الشركات التي لديها وحدات في الخارج أكبر في جنوب إفريقيا.

خطر الصرف الإقتصادي يأتي في الرتبة الأخيرة من حيث تأثيره على الشركات بواقع 25% بالنسبة للشركات في المكسيك و 15% في جنوب إفريقيا. وحسب اعتقادنا فإن هذه النسبة المتدنية لا تعبر عن الحجم الحقيقي لخطر الصرف الإقتصادي، وهي ناتجة عن عدم اهتمام الشركات بهذا النوع من المخاطر، فالمعلوم أن خطر الصرف الإقتصادي يؤثر على قيمة الشركات حتى وإن لم تتعامل بالعملة الأجنبية، كما أنه لا يتلاءم والنتائج التي تحصلنا عليها في تأثير خطر الصرف على قيمة الشركات، حيث النتائج تشير إلى أن أكثر من 83% من الشركات في المكسيك تتأثر قيمتها بتغيرات أسعار الصرف*.

بالنسبة للشركات التي أعلنت تعرضها لخطر الصرف الإقتصادي، فقد عرّفت هذا الأخير في إمكانية تأثير التغيرات في أسعار صرف الدولار (على وجه الخصوص) مقابل عملتها المرجعية على تنافسيتها في الخارج، وهذا التأثير يكون في شكلين رئيسيين:

* يمكن الرجوع إلى هذه النقطة في الجدول رقم (55) صفحة 264.

- **الأول:** على أسعار بيع منتجاتها في الأسواق الدولية، بحيث أن الدراسات التي أنجزتها أثبتت أن الأسعار لها حساسية عالية مباشرة بقيمة العملة المرجعية لهذه الشركات، فارتفاع قيمة هذه العملة يؤدي إلى ارتفاع أسعار البيع ومن ثم تنخفض تنافسية هذه الشركات.

- **الثاني:** يكون من خلال انتقال انخفاض قيمة العملة المرجعية إلى تكلفة مستوداتها من الخارج، وهو ما يؤثر على تكلفة الإنتاج، ولقد ركزت الشركات محل البحث على هذا العنصر بسبب ارتفاع نسبة مدخلات الإنتاج من المواد المستوردة والتي قدرت حسب الدراسة المنجزة من قبل البنك الدولي بأكثر من 19.9% بالنسبة للمكسيك و14.6% بالنسبة لجنوب إفريقيا.

ثالثا-العملات المعرضة لخطر الصرف: يعتبر خطر الصرف من أهم المخاطر المالية التي تهدد هذه الشركات، وهو ينشأ نتيجة لتعاملها بعملة تختلف عن العملة التشغيلية للمجموعة أو العملة المرجعية، وتعتبر هذه الأخيرة مهمة جدا في تحديد المعاملات المعرضة للخطر، فمن خلال التقارير المالية للشركات سواء في المكسيك أو في جنوب إفريقيا، وجدنا بأن عملة البلد الذي تنشط فيه الشركة هي العملة التشغيلية لكل الشركات في المكسيك، و85% من الشركات في جنوب إفريقيا. نسبة 15% من الشركات في جنوب إفريقيا التي لها عملة تشغيلية تختلف عن عملة بلد إقامة الشركة يعني في مجال إدارة خطر الصرف أن هذه الشركات بأصولها وخصومها تمثل وضعية مفتوحة للمؤسسة الأم التي في الغالب تكون خارج جنوب إفريقيا.

الجدول رقم (71): العملات المعرضة لخطر الصرف لدى الشركات في المكسيك و جنوب إفريقيا

العملات	المكسيك	جنوب إفريقيا
الدولار	15	18
اليورو	7	10
الجنيه		10
الين		2
دولار أستراليا		4
عملات دول أفريقية		5
رند جنوب إفريقيا		3
عملات الدول الناشئة	1	4
البيسو الأرجنتيني	1	

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك و جنوب إفريقيا

ويعتبر كل من الدولار واليورو كما هو موضح في الجدول، العملتين الأكثر استخداما في المعاملات الخارجية لدى الشركات في كل من المكسيك و جنوب إفريقيا، وبالتالي فإن المعاملات التي تتم بهذه العملات

* انظر في هذا المجال إلى الجدول رقم (36) في الصفحة 220.

تخلق لهذه الشركات وضعيات صرف وتعرضهم لمخاطره. كما أن العملات الأجنبية المتعامل بها في المكسيك أقل من العملات المتعامل بها في جنوب إفريقيا، مع وجود تركيز واضح على الدولار الأمريكي في كلتا الدولتين. ويعتبر التعامل بعدد كبير من العملات الأجنبية سببا في زيادة صعوبات إدارة خطر الصرف*، وهو ما تم ملاحظته بالنسبة للشركات في جنوب إفريقيا، أين سجلنا من خلال التقارير المالية للمؤسسات المعرضة لخطر الصرف، تسعة مؤسسات لديها وضعيات صرف بأكثر من أربعة عملات.

الفرع الثاني: سياسة الصرف والمكلف بإدارة خطر الصرف

تدرج إدارة خطر الصرف لدى الشركات في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا ضمن استراتيجية شاملة لإدارة المخاطر المالية، وهي لا تنفصم عنها في المناهج، الأدوات والأهداف المتوخاة.

أولا-تحديد سياسة الصرف داخل الشركة: تولى الشركات في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا أهمية قصوى لسياسة الصرف من خلال الأطراف المسؤولة عن وضع هذه السياسات ومتابعتها وتحديد نقاط دقيقة للأهداف المراد تحقيقها. فبالنسبة لجنوب إفريقيا كما هو موضح في الجدول رقم (72)، نلاحظ أن مجلس الإدارة في 40% من الشركات هو المسؤول عن تحديد سياسة الصرف داخل الشركة، في 30% من الشركات نجد أن هذه المهمة تتولاها لجنة في الغالب تكون مشكلة من مدراء ورؤساء مصالح داخل الشركة. النسبة المتبقية تتقاسمها كل من الشركات التي تكلف أمين خزينة المجموعة أو المدراء التنفيذيون بإعداد سياسة الصرف، والشركات التي لا تتبنى سياسة صرف واضحة.

الجدول رقم (72): الجهة المخولة بتحديد سياسة الصرف داخل الشركة

المجموع	غير محددة	أخرى	لجنة	مجلس الإدارة	التعيين	البلد
16	2	2	7	5	عدد الشركات	المكسيك
100	12.5	12.5	43.75	31.25	النسبة	
20	3	3	6	8	عدد الشركات	جنوب إفريقيا
100	15	15	30	40	النسبة	

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا المعرضة لخطر الصرف

بالنسبة للمكسيك نجد أن الأمر غير مختلف كثيرا، ففي 75% من الشركات يتولى إما مجلس الإدارة أو اللجنة مسؤولية تحديد سياسة الصرف. بالنسبة للمؤسسات التي لا تقوم بتحديد سياسة الصرف، فعددها لا

* لقد تم التطرق إلى مزايا اعتماد عدد قليل من العملات في الجانب النظري من هذه الرسالة، أنظر الصفحة 135.

يتعدى الاثنين بالنسبة للمكسيك والثلاثة بالنسبة لجنوب إفريقيا وهو ما يمثل 12.5% بالنسبة للأولى و15% بالنسبة للثانية. وغالبا ما يكون السبب وراء عدم تحديد سياسة الصرف ضعف المبالغ المعرضة لخطر الصرف أو أن يكون الخطر الذي يهدد الشركة خطر صرف التحويل، والذي عادة لا يدار من قبل الشركات محل البحث كما سيتم تبينه في النقاط التالية.

إن سياسة الصرف المعتمدة في هذه الشركات تنقسم إلى سياسة التحوط الكلي، التحوط الاختياري وعدم التحوط كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (73): سياسة الصرف المعتمدة لدى الشركات في المكسيك وجنوب إفريقيا

المجموع	سياسة عدم التحوط	سياسة التحوط الاختياري	سياسة التحوط الكلي	التعيين	البلد
14	2	8	4	عدد الشركات	المكسيك
100	14.29	57.14	28.57	النسبة	
17	3	6	8	عدد الشركات	ج إفريقيا
100	17.65	35.29	47.06	النسبة	

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير مالية الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا التي تحدد سياسة الصرف

من الجدول نلاحظ أن سياسة التحوط الاختياري هي الأكثر تطبيقا في المكسيك، فمن إجمالي الشركات التي تقوم بتحديد سياسة الصرف (14 مؤسسة) نجد أن 8 منها اختارت التحوط الاختياري وهو ما يمثل أكثر من 57.14% من إجمالي الشركات. واقع حال الشركات في جنوب إفريقيا يدل على تفضيلها لسياسة التحوط الكلي، فنسبة الشركات التي اختارت هذه السياسة يزيد عن 47.06% من إجمالي الشركات التي قامت بتحديد سياسة الصرف. وما هو ملاحظ أن عدد قليل من الشركات في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا يتبنون سياسة عدم التحوط، فمن أصل 14 مؤسسة تحدد سياسة الصرف في المكسيك، هناك مؤسستين تتبنيان هذه السياسة وهو ما يمثل 14.29% من إجمالي الشركات، نفس هذه النسبة تقريبا 17.7% نجدها لدى الشركات في جنوب إفريقيا.

وما تجدر الإشارة إليه أن تبني سياسة التحوط الاختياري أو عدم التحوط من قبل هذه الشركات يكون على أساس دراية مسبقة بحدة مخاطر الصرف التي تهددها ونتائجها المحتملة. وما يدل على كلامنا السابق هو قيام العديد من هذه الشركات بتحليل حساسية أرباح الشركة للتغيرات في أسعار الصرف *Sensitivity

* يقصد بتحليل الحساسية أن المؤسسات تقوم بدراسة مدى تأثر أرباح الشركة في حالة ارتفاع أو انخفاض سعر الصرف بنسبة معينة بافتراض ثبات العوامل الأخرى مثل حجم المبيعات، معدلات الفائدة، التضخم... الخ.

analysis. فمن خلال الجدول التالي نجد أن نصف الشركات في المكسيك تقوم بهذه الدراسات في حين أن هذه النسبة تصل إلى 80% بالنسبة للشركات في جنوب إفريقيا.

الجدول رقم (74): نسبة الشركات التي تقوم بدراسات الحساسية

النسبة	نسب التغير المستخدمة				عدد الشركات	
	15%	10%	5%	1%		
50%	12.5%	50%	25%	12.5%	8	المكسيك
80%	6.25%	81.25%	6.25%	6.25%	16	جنوب إفريقيا

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا المعرضة لخطر الصرف

حسب الجدول نلاحظ أن معظم الشركات تستخدم نسبة 10% لتحليل حساسية الأرباح للتغيرات في أسعار الصرف. ويعتبر تحليل حساسية الأرباح وتحديد حجم الزيادة أو الانخفاض المحتملين مؤشرا هاما للمسؤولين حول حدة المخاطر التي تهدد هذه الشركات، وتسمح لهم بالتالي، بتحديد ومراقبة وضعيات صرف حركية (الديناميكية)، واتخاذ الإجراءات الضرورية في الوقت المناسب في حالة خروج الخطر عن الحدود المسطرة له ضمن سياسة الصرف، وفي إطار استراتيجية الشركة في إدارة المخاطر المالية.

ثانيا- المكلف بإدارة خطر الصرف والأدوات المستخدمة: يعتبر أمين خزينة المجموعة الجهة المكلفة بالتحوط من خطر الصرف، وبتنفيذ سياسة الصرف المعتمدة من قبل مسؤولي الشركات في 80% من الشركات في جنوب إفريقيا و78.57% من الشركات في المكسيك. النسبة المتبقية، يتولى فيها إما المدراء التنفيذيين للوحدات أو لجنة إدارة المخاطر عملية التحوط من خطر الصرف.

الجدول رقم (75): الجهة المسؤولة عن التحوط من خطر الصرف في الشركات

المجموع	أمين الخزينة	لجنة المخاطر المالية أو مجلس الإدارة	المدير التنفيذي	غير محددة أو أن الخطر لا يتم إدارته
المكسيك	11	2	1	2
جنوب إفريقيا	16	1	2	1

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا المعرضة لخطر الصرف

ويمكن إضافة إلى ما سبق أن انخرط اللجنة أو المدير التنفيذي أو حتى مجلس الإدارة في عملية التحوط تكون في شكل إشراف على عمل أمين الخزينة. وفي إطار عمليات التحوط تعتمد الشركات في المكسيك على

كل من التقنيات الداخلية والخارجية، في حين نجد أن غالبية الشركات في المكسيك تستخدم تقنيات التحوط الخارجية.

الجدول رقم(76): نسبة الشركات المستخدمة لمختلف تقنيات التحوط

التقنيات الداخلية والخارجية	التقنيات الخارجية	التقنيات الداخلية	
31.25%	75%	43.75%	الشركات في المكسيك
10%	75%	10%	الشركات في جنوب إفريقيا

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا المعرضة لخطر الصرف

من الجدول نلاحظ أن نسبة الشركات المكسيكية التي تستخدم التقنيات الداخلية (المقاصة) في إدارة خطر الصرف يقدر بـ43.75%، وهي نسبة مرتفعة تعبر عن رغبة هذه الشركات في تفادي التكاليف المرتبطة باستخدام التقنيات الخارجية مثل العقود الآجلة والخيارات، وما تجدر الإشارة إليه أن استخدام هذه التقنيات لم يكن ممكنا قبل أن يتم إلغاء بعض التشريعات التي كانت تحد من حرية الشركات في الاحتفاظ أو عدم تحصيل حصيلة المبيعات. حالة الشركات في جنوب إفريقيا مختلفة تماما، فالنسبة السابقة لا تتعدى 10%، ويرجع ذلك إلى وجود قيود تشريعية تمنع مثل هذه العمليات*، كما يمكن استخلاص أن المقصود بالمقاصة المستخدمة في هذه الشركة هي المقاصة بتحويل المبالغ، أي أن الشركة لا تقوم إلا بتغطية الرصيد الناتج عن الفرق بين المستحقات والديون.

التقنيات الخارجية يتم استخدامها بنفس الكثافة لدى الشركات المكسيكية وشركات جنوب إفريقيا، فالبيانات المتوفرة تشير إلى أن 75% من الشركات تستخدم التقنيات الخارجية. وما تجدر الإشارة إليه أن الشركات التي تستخدم التقنيات الداخلية والخارجية على حد سواء يقدر بـ10% في جنوب إفريقيا و31.25% في المكسيك. وتساوي نسبة الشركات التي تستخدم التقنيات الداخلية مع نسبة الشركات التي تستخدم التقنيتين في جنوب إفريقيا يعني أن ما يعرف بالتحوط الطبيعي** natural hedge غير مستخدم من قبل هذه الشركات. على العكس من ذلك نجد بأن 12.5%*** من الشركات في المكسيك تستخدم التحوط الطبيعي، أما النسبة المتبقية أي 31.25% فهي تشمل الشركات التي تستخدم التقنيات الداخلية والخارجية في جنوب إفريقيا، وهذا يعني أن هذه الشركات تحاول بداية تقليص العمليات المعرضة لخطر الصرف من خلال عملية المقاصة، ثم تقوم

* للتعرف على مختلف التشريعات التي تحد من إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية أنظر في هذا الصدد الصفحة 305 من هذه الرسالة.
 ** التحوط الطبيعي natural hedge والذي يعني عدم استخدام تقنيات التحوط الخارجية والاكتفاء بإحداث مقاصة فيما بين المبالغ الدائنة والمدينة.
 *** تمثل هذه النسبة الفرق بين نسبة المؤسسات التي تعتمد على التقنيات الداخلية ونسبة المؤسسات التي تعتمد على التقنيتين في المكسيك.

بالتحوط من الجزء المتبقي باستخدام المنتجات المالية المختلفة. وفي إطار استخدام التقنيات الخارجية، نلاحظ أن الشركات المكسيكية أكثر تنوعاً في استخدام المنتجات المالية للتحوط من خطر الصرف من شركات جنوب إفريقيا، وهو ما يمكن توضيحه في الجدول التالي:

الجدول رقم(77): نسبة المنتجات المالية المستخدمة للتحوط من خطر الصرف من قبل الشركات في

المكسيك وجنوب إفريقيا

الخيارات	عقود المبادلة	العقود الآجلة	
%25	%12.5	%62.5	المكسيك
%5	0	%75	جنوب إفريقيا

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا المعرضة لخطر الصرف

الجدول يبين استخدام الشركات في المكسيك كل من عقود المبادلة، العقود الآجلة والخيارات للتحوط من خطر الصرف، وفي جنوب إفريقيا كل من العقود الآجلة والخيارات. وبغض النظر عن هذه الملاحظة، نجد أن أكثر المنتجات استخداماً هي العقود الآجلة لدى الشركات في كلا البلدين، فنسبة استخدامها تقدر بـ62.5% و75% من مجموع الشركات المعرضة لخطر الصرف في كل من المكسيك وجنوب إفريقيا على التوالي. الخيارات تستخدم أيضاً في الدولتين بنسب متفاوتة، حيث أن نسبة الشركات التي تستخدم الخيارات للتحوط من خطر الصرف في المكسيك تقدر بـ25% في حين أنها لا تستخدم إلا لدى 5% من الشركات في جنوب إفريقيا. عقود المبادلة حسب عينة الشركات الخاضعة للدراسة لا تستخدم إلا في المكسيك بنسبة ضعيفة تقدر بـ12.5%.

وتجدر الإشارة إلى أن الاستخدام الواسع للعقود الآجلة يتماشى مع الأهداف المحددة لإدارة خطر الصرف في الشركات موضع الدراسة، كما أنها تبين بوضوح انحياز هذه الشركات إلى اعتبار الجهة المكلفة بإدارة خطر الصرف مركز تكلفة وليس ربح*. ولقد توصلت الدراسة التي قام بها Miguel Angel Martin إلى نفس هذه النتيجة بالنسبة للمؤسسات في البيرو. ففي الدراسة التي أنجزها حول استخدام المشتقات المالية من قبل الشركات غير المالية في الدول الناشئة، حالة البيرو، توصل الباحث إلى أن أهم الشركات الكبيرة في البيرو بالرغم من أخذها المخاطر المالية (خطر الصرف وخطر معدلات الفائدة) بعين الاعتبار، إلا أن نسبة ضئيلة جداً منها تستخدم المشتقات المالية في إدارة خطر الصرف¹. ولا تقوم الشركات في الدولتين بالتحوط من خطر الصرف الناتج عن المعاملات الأكيدة (خطر الصرف الأكيد) فحسب، بل أن البعض منها يقوم بالتحوط من

* انظر في هذا الجانب العنصر المتعلق بتقييم فعالية إدارة خطر الصرف ص 106 من هذه الرسالة.

¹ Miguel Angel Martin and others: "Vera Derivatives Usage by Non-Financial Firms in Emerging Markets: The Peruvian Case", Journal of Economics, Finance and Administrative Science, December 2009, p 80.

خطر الصرف غير الأكيد الناتج عن المعاملات المحتملة (التوقع بالمبيعات أو المشتريات)، فنسبة الشركات التي تقوم بالتحوط من مثل هذا الخطر يقدر حسب تقارير الشركات التي تتحوط من خطر الصرف في المكسيك بـ16.66% وفي جنوب إفريقيا بـ14.28%، وهي نسب ضعيفة تدل على عدم أخذ هذه الشركات بالإدارة الديناميكية لخطر الصرف. كما أن طبيعة العمليات التي يتم التحوط منها يثبت هذه النتيجة، فنسبة الشركات التي تقوم بالتحوط من خطر صرف التحويل والإقتصادي في المكسيك معدومة وفي جنوب إفريقيا تقدر بـ12.5%، وهو ما يعني أن هذه الشركات تهتم على وجه الخصوص بخطر صرف الصفقة وتقوم بالتحوط منه، وتهمل الأنواع الأخرى من المخاطر بالرغم من تأثيرها السلبي المحتمل.

الفرع الثالث: أهداف وتقييم إدارة خطر الصرف

تمثل مرحلة تحديد أهداف إدارة خطر الصرف مرحلة حاسمة في عملية الإدارة، حيث أنها تضع المكلف بإدارة هذا الخطر أمام مسؤولياته، مما يجعله قادرا على ضبط سلوكه وأدائه بما يتناسب مع تلك الأهداف والاستراتيجية العامة للمؤسسة، خصوصا في مجال استعمال التقنيات المتطورة للتحوط من خطر الصرف كالخيارات و عقود المبادلة والمستقبليات. وانطلاقا من الأهداف المسطرة وتقييم كل المراحل وتأمين النتائج، يمكن الحكم على نجاح أو فشل عملية الإدارة داخل الشركة.

أولا-أهداف إدارة خطر الصرف: رغم اختلاف أهداف إدارة خطر الصرف من شركة إلى أخرى، إلا أنها تصب كلها في اعتبار هذا النشاط يجب أن يكون بغرض التحوط لا المضاربة. ويمكن تلخيص أهداف إدارة خطر الصرف في الجدول التالي:

الجدول رقم (78): أهداف إدارة خطر الصرف

جنوب إفريقيا		المكسيك		الشركات الأهداف
النسبة	عدد الشركات	النسبة	عدد الشركات	
25	5	50	8	التقليل من الخسائر المحتملة
30	6	12.5	2	تحديد وتحليل المخاطر وضع الحدود الملائمة للمخاطر المقبولة ومراقبة وإدارة الخطر
25	5	18.75	3	تقليل المبالغ المعرضة للخطر
20	4	18.75	3	غير محددة

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا المعرضة لخطر الصرف

من الجدول نلاحظ أن التقليل من الخسائر المحتملة يمثل أهم هدف لدى الشركات في المكسيك أين نجد أن 50% منهم يحاولون تحقيق ذلك. بالنسبة للشركات في جنوب إفريقيا نجد أن تحديد، قياس ووضع الحدود المقبولة للمخاطر ومراقبة وإدارة خطر الصرف هو الهدف الأكثر تبنيًا من قبل الشركات العاملة فيها، الهدف الذي يحتل الرتبة الثانية لدى الشركات في المكسيك يتمثل في تقليل المبالغ المعرضة للخطر أين نجد أن

18.75% من الشركات المعرضة لخطر الصرف تضعه كأساس لتقييم أداء وظيفة إدارة خطر الصرف، بالنسبة للشركات في جنوب إفريقيا نجد أن كل من هدف تحديد، التقليل من الخسائر وهدف تقليل المبالغ المعرضة للخطر يأتیان في نفس المستوى لديهم حيث أن نصف الشركات تتبنى مناصفة إما الهدف الأول أو الثاني. تعتبر نسبة الشركات التي لا تضع أهداف محددة لإدارة خطر الصرف متقاربة في الدولتين، حيث تقدر بـ18.75% بالنسبة للشركات في المكسيك و20% بالنسبة للشركات في جنوب إفريقيا. وهذه النتيجة تتوافق مع النتيجة التي تحصلنا عليها فيما يخص نسبة الشركات التي تحدد سياسة الصرف.

وتجدر الإشارة إلى أن العديد من الشركات في إطار الاستراتيجية الشاملة لإدارة المخاطر المالية تمنع التعامل بالمنتجات المشتقة، وإن سمح البعض الآخر باستخدامها، فإنه يشير بشكل واضح إلى أن هذا الاستخدام يجب أن يكون بغرض التحوط من خطر الصرف لا المضاربة، وتكلف مصلحة المراجعة والمخاطر بالتأكد من تطابق الوضعيات المالية الناتجة عن استخدام المشتقات المالية مع الوضعيات المبدئية المراد التحوط منها في إطار عملية تقييم هذه الإدارة.

ثانياً-تقييم إدارة خطر الصرف: تتمثل إدارة خطر الصرف في مجموعة من المراحل المتتابعة والمتكاملة من أجل تحقيق أهداف معينة، ومن أجل السهر على أن تكون هذه الإدارة متناغمة مع الاستراتيجية العامة للمجموعة أو الشركة وحتى تكون أخذت بعين الاعتبار التغيرات التي تحدث داخل الشركة وخارجها، يجب أن تُرافق برقابة سليمة، وتنتهي بعملية تقييم شاملة وكاملة للحكم على مدى تحقيق إدارة خطر الصرف للأهداف المنشودة، ومدى أخذها بعين الاعتبار لتوجيهات مسؤولي الشركة المتضمنة في سياسة الصرف. ومن خلال تقارير الشركات التي تدير خطر الصرف والمقدر عددها في المكسيك بـ14 مؤسسة وفي جنوب إفريقيا بـ19 مؤسسة، وجدنا أن 48.32% من الشركات في المكسيك تقوم بتقييم إدارة خطر الصرف، وفي جنوب إفريقيا 36.84%.

الجدول رقم (79): الجهات المكلفة بتقييم إدارة خطر الصرف

لا يتم مراجعتها	مجلس الإدارة	لجنة المراجعة والمخاطر	
57.14%	21.43%	21.43%	الشركات في المكسيك
68.42%	31.58%	5.26%	الشركات في جنوب إفريقيا

المصدر: من إعداد الباحث على أساس تقارير بعض الشركات المعرضة لخطر الصرف والمدرجة في سوق الأوراق المالية لكل من المكسيك وجنوب إفريقيا

يتضح من الجدول أن مهمة الرقابة والتقييم تمارسها بالتساوي كل من لجنة المراجعة والمخاطر ومجلس الإدارة في المكسيك، بينما هذه المهمة، يتولاها مجلس الإدارة في معظم الشركات في جنوب إفريقيا، حيث أن

31.58% من الشركات يتم تقييم إدارة خطر الصرف من قبل مجلس الإدارة، مقابل نسبة 5.26% من الشركات التي تتولى فيها لجنة المراجعة والمخاطر هذه المهمة على أن ترفع تقاريرها المفصلة للمجلس في آجال محددة.

المبحث الثاني: تقييم تقنيات التحوط في الدول الناشئة

إن إدارة المخاطر هي ذلك النشاط الذي يهدف إلى التحكم بالمخاطر وتخفيضها إلى مستويات مقبولة، وبالتالي فهي تعتمد خطة مدروسة وخطوات عملية ومنهجية واضحة من أجل قياس وتقييم المخاطر وتطوير إستراتيجيات لإدارتها بأقل تكلفة ممكنة. وللوصول إلى هذا الهدف يجب أن يكون بمقدور الشركة استخدام مختلف الأدوات للتعامل مع الخطر في إطار استراتيجية التحوط المتبعة. واعتمادا على ما هو متاح من تقنيات تحوط للشركات في الدول الناشئة وممارسة وهذه الأخيرة لوظيفة إدارة المخاطر وجدنا أن هذه الدول غير متجانسة ولا متشابهة من حيث وفرة ونوعية المنتجات المالية التي يمكن أن يستخدمها المتعاملين الإقتصاديين للتحوط من خطر الصرف. أولى الملاحظات ترتبط بتقنيات التحوط الداخلية، فطبيعة العملة المحلية للبلدان الناشئة التي لا تلقى قبول في تسوية المعاملات الدولية جعلت هؤلاء المتعاملين يتحملون اضطراريا خطر الصرف ويتعاملون مع تبعاته، كما أن التحوط الطبيعي الذي يعتمد على المقاصة لا يتم استخدامه إلا لدى نسبة ضئيلة من الشركات، ثاني ملاحظة ترتبط بتقنيات التحوط الخارجية التي تبين لنا من خلال تقارير بنك التسويات الدولية وممارسات الشركات أن هناك اختلاف واضح بين الدول الناشئة في هذا المجال، ففي الوقت الذي تمكنت فيه بعض الدول من إرساء قواعد صلبة لأسواق تداول هذه المنتجات، نجد ان البعض الآخر أستقر في المستويات البدائية من التطور. في هذه النقطة سنحاول تصنيف الدول الناشئة بحسب توفر تقنيات التحوط سواء تعلقت بالتقنيات الداخلية أو الخارجية.

المطلب الأول: تقييم تقنيات التحوط الداخلية

تعتبر التقنيات الداخلية عنصر مهم في إدارة خطر الصرف على أساس أنها تتيح للقائم على إدارة هذا الخطر إمكانية التقليل من اللجوء للمنتجات المالية للتحوط منه، وهو ما يعني التقليل من تكاليف هذه العملية. وغالبا ما يصطدم جهد القائم على إدارة خطر الصرف بجملة من العراقيل والصعوبات المقيدة لمثل تلك الممارسات مثل عدم قابلية تحويل العملة المرجعية للمؤسسة وتشريعات الصرف. على أساس ما سبق سنحاول تقييم إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية في الدول الناشئة.

الفرع الأول: إختيار عملة الفوترة

يستمد إختيار عملة الفوترة في إدارة خطر الصرف أهميته من عدة عوامل نذكر منها تصدره لعملية الإدارة وتحديد طبعية وحدّة الخطر الذي تواجهه الشركة، كما أنه يساهم في إلغاء الخطر أو تخفيفه، فالإلغاء يتم من خلال إختيار العملة المحلية، أما التخفيف فيحدث بعد إختيار عملة تتميز بتقلبات غير حادة، أو إختيار عملات تستخدم في معاملات أخرى تمكنها من إحداث مقاصة فيما بين المبالغ. ويرتبط فرض العملة المحلية كعملة فوترة وتسوية في المعاملات الدولية بمجموعة من المتطلبات نذكر منها:

- تمتع العملة بقبالة التحويل؛
- تداول العملة في الأسواق الآجلة والمشتقة وهو ما يتيح إمكانية التحوط للجهة الأخرى؛
- وجود إمكانية لدى غير المقيمين لتوظيف العملة في الأسواق المالية المحلية أو الدولية والحصول على مردودية جيدة.

وكلما توفرت هذه المتطلبات، زاد قبول العملة في تسوية المعاملات الدولية، والعكس يعني ببساطة أن مجرد اقتراح هذه العملات يكون غير مقبول في المفاوضات.

أولاً-قابلية تحويل عملات الدول الناشئة: قابلية التحويل تعبر تجاري يصف العملة التي يمكن تبديلها بعملات أخرى، أو أنه يعبر عن الامكانية الموجودة لاستبدال العملة المحلية بالعملات الأجنبية، كما يمكن توصيف قابلية التحويل بالحالة التي يكون فيها مسموحاً للمقيمين وغير المقيمين باستبدال مبالغ بالعملة المحلية مقابل مبالغ بالعملة الأجنبية بالأسعار الجارية في السوق بكل حرية.

أ-المستويات المختلفة لقابلية التحويل: تقع عملات كل دول العالم في مستويين مختلفين:

1-المستوى الأول: تكون فيه العملة تتمتع بقابلية التحويل التام أو الكلي، أو بصيغة أخرى أن إمكانية تحويل العملة المحلية بالعملات الأجنبية تتم بدون قيد وشرط (سواء كان زماني أم مكاني أو من حيث حجم ومبلغ العملية)، وتنطبق هذه الحالة على عملات الدول الصناعية وبعض الدول الناشئة.

ويستدل عادة على العملات التي تتمتع بقابلية التحويل الكلي بوجود حرية في كل من الميزان التجاري وحركة رؤوس الأموال. فتحريز الميزان الجاري يعني الترخيص بمبادلة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية للوفاء بالتزامات الناشئة عن كل من المبادلات التجارية في شكلها المنظور وغير المنظور، التحويلات من جانب واحد ومدخيل العمل والاستثمارات. أما تحريز ميزان رأس المال فيعني السماح بحركة رأس المال بكل حرية من وإلى البلد.

2-المستوى الثاني: يعرف بقابلية التحويل الجزئي، وتكتسب العملة هذه الصفة عندما تستوفي الدولة صاحبة العملة التزامها أمام صندوق النقد الدولي الخاص بتحريز الميزان الجاري، لهذا السبب هناك من يطلق تسمية قابلية

التحويل التجاري على هذا الشكل من قابلية التحويل. وضمن هذا الإطار تكون كل المعاملات الجارية قابلة للتحويل بدون شرط ولا قيد، بينما بقية المعاملات تبقى مقيدة بمجموعة من التشريعات التي تحد في الغالب من قدرة المقيمين وغير المقيمين على إنجازها¹. وتنحصر عادة المعاملات المقيدة في المعاملات الرأسمالية من خلال الحد من قدرة رأس المال على الحركة سواء داخل أو خارج البلد، وتستخدم في سبيل ذلك السلطات النقدية نوعين من الإجراءات الرقابية المباشرة وغير المباشرة:

- **الرقابة المباشرة:** تتمثل في مجموعة الإجراءات الإدارية والتشريعية التي تمنع أو تحد من قدرة المقيمين وغير المقيمين على إنجاز معاملاتهم؛

- **الرقابة غير المباشرة:** أما الإجراءات غير المباشرة فتتمثل في فرض رسوم وضرائب واحتياطات على المعاملات الرأسمالية.

وتجدر الإشارة إلى أن معظم الدول قد استوفت التزامها الخاص بتحرير الميزان الجاري، مما يعني أن معظم عملات الدول تتمتع بقابلية التحويل التجاري أو الجزئي.

إضافة إلى الحالتين السابقتين، يمكن أن نضيف مستوى ثالث تكون فيه العملة غير قابلة للتحويل، ونجد هذه الحالة لدى الدول التي لا تزال تضيق على كل المعاملات الدولية، وتحتكر فيها الدولة التجارة الخارجية مما يعني عدم الوفاء بالتزاماتها أمام صندوق النقد الدولي فيما يخص تحرير الميزان الجاري أو تحرير ميزان رأس المال.

ب- حالة عملات الدول الناشئة: في الجدول رقم (80) نلاحظ أن عدد معتبر من الدول الناشئة قد تمكن من تحقيق قابلية التحويل الكلي لعملة المحلية، فنصف عملات الدول الناشئة تعتبر قابلة للتحويل الكلي، وهو عنصر جد مهم يعبر عن قدرة هذه الإقتصادات وتطورها، وزيادة انفتاحها على الخارج. **والنتيجة السابقة تعني نظريا أن الشركات التي تنشط في هذه الإقتصادات بمقدورها التعامل بعملة المحلية في تعاملاتها الدولية، وهو ما يعفيها من خطر الصرف، أما بقية الدول الناشئة والمقدر عددها بـ 11 دولة، فتتمتع عملاتها بقابلية التحويل الجزئي وهو ما يعني وجود مجموعة من القيود التي تحد من قدرة رأس المال على الحركة سواء داخل أو خارج البلد، وعدم قدرة المتعاملين في هذه الدول على استخدام عملتهم المحلية في المعاملات الدولية، مما يجعلهم يتحملون خطر الصرف وأعبائه بشكل اضطراري وليس طوعي.**

وتجدر الإشارة إلى أن بعض عملات الدول الناشئة تكون قابلة للتحويل الكلي داخل البلد فقط، مثل حالة ماليزيا، أو تكون العملة متداولة خارج بلد إصدارها في إطار العقود غير القابلة للتسليم كالوون الكوري، البيسو الشيلي، والروبل البرازيلي وهي عناصر ليست في صالح العملة لاستخدامها في المعاملات الدولية. وبالتالي يكون المتعاملين الإقتصاديين في هذه الدول مجبرون على استخدام العملات الأجنبية والتعرض لخطر الصرف.

¹ Benoît Coeuré et autres: "Politique économique", De Boeck Supérieur, 2004,p284.

الجدول رقم(80): تصنيف عملات بعض الدول الناشئة حسب مستوى قابلية التحويل

البلد	العملة	مستوى قابلية التحويل
الصين	CNY	قابلية تحويل جزئي - وجود قيود على حركة رؤوس الأموال
الهند	INR	قابلية تحويل جزئي - وجود قيود على حركة رؤوس الأموال
إندونيسيا	IDR	قابلية تحويل جزئي - وجود قيود على حركة رؤوس الأموال ولا يسمح بنقلها خارج إندونيسيا
ماليزيا	MYR	قابلية تحويل كلي - في حين أن العملة غير قابلة للتحويل خارج ماليزيا
باكستان	PKR	قابلية تحويل جزئي
الفلبين	PHP	قابلية تحويل جزئي
كوريا الجنوبية	KRW	قابلية تحويل كلي - لا يتم تداول العملة خارج كوريا إلا في إطار العقود غير القابلة للتسليم.
تايلاند	THB	قابلية تحويل كلي
البرازيل	BRL	قابلية تحويل جزئي - لا يتم تداول العملة خارج البرازيل إلا في إطار العقود غير القابلة للتسليم
الشيلي	CLP	قابلية تحويل كلي - لا يتم تداول العملة خارج الشيلي إلا في إطار العقود غير القابلة للتسليم.
كولومبيا	COP	قابلية تحويل جزئي
المكسيك	MXN	قابلية تحويل كلي
البيرو		قابلية تحويل كلي - جزء كبير من الإقتصاد يعتمد على الدولار ويتم تداول العملة خارج البيرو أساسا في إطار العقود غير القابلة للتسليم.
التشيك	CZK	قابلية تحويل كلي
مصر	EGP	قابلية تحويل جزئي
المجر	HUF	قابلية تحويل كلي
بولونيا	PLN	قابلية تحويل كلي
روسيا	RUB	قابلية تحويل كلي - يتم تداول العملة خارج روسيا في إطار العقود غير القابلة للتسليم.
جنوب إفريقيا	ZAR	قابلية تحويل جزئي - إجراءات رقابية في إطار الرقابة على الصرف
تركيا	TRY	قابلية تحويل جزئي
إع م	AED	قابلية تحويل كلي
المغرب	MAD	قابلية تحويل جزئي

Source: Credit Suisse Group AG: "Emerging Markets Currency Guide", London, United Kingdom, January 2013, available on Credit Suisse web site, www.credit-suisse.com, accessed June 15, 2015.

ثانيا-تداول العملة في الأسواق الآجلة والمشتقة: العامل الثاني الذي يزيد في فرص استخدام العملة في المعاملات الدولية، هو مدى توفر تقنيات التحوط لغير المقيمين، وتركيزنا على هذا العنصر راجع إلى جدلية منطقية مفادها أن فرض العملة المحلية يعني تحويل خطر الصرف إلى الجهة الأخرى، وهذه الأخيرة لن تقبل

بتلك العملة إلا إذا توفرت لديها أدوات ومنتجات مالية متنوعة تمكنها من إدارة الخطر الناتج عن تعاملها بهذه العملة، والتحوط منه. على هذا الأساس سنقتصر على دراسة مدى توفر تقنيات التحوط الخارجية، سواء داخل هذه الإقتصادات أو خارجها، من المخاطر الناتجة عن التعامل بعملات الدول التي تمكنت من تحقيق قابلية تحويل كلي* لعملتها المحلية. ويمكن تلخيص مدى تداول هذه العملات في الأسواق الآجلة أو المشتقة في الجدول التالي:

الجدول رقم (81): تداول عملات بعض الدول الناشئة في الأسواق الآجلة والمشتقة

السوق الخارجي Offshore		السوق الداخلي Onshore		الدولة
الخيارات بالتسليم أو بغير التسليم	العقود الآجلة بالتسليم أو بغير التسليم	الخيارات	العقود الآجلة والمبادلات	
	السوق الخارجي للعملة الماليزية مقابل الدولار غير متاح منذ إقرار قيود على حركة رأس المال في 1 سبتمبر 1998 وهو ساري المفعول إلى حد الآن.	سوق خيارات دولار مقابل MYR غير مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر غير مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	ماليزيا
عقود غير قابلة للتسليم.	عقود غير قابلة للتسليم (الدولار هو عملة التسوية).	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	كوريا الجنوبية
سوق بالتسليم	سوق بالتسليم	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	تايلاند
عقود غير قابلة للتسليم	عقود غير قابلة للتسليم	متوفر غير مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر غير مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	الشيلي
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة غير أنه يتم تداول البيسيتة في بعض الأسواق المنظمة والحرّة خارج المكسيك في شكل عقود قابلة للتسليم		متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	المكسيك
عقود غير قابلة للتسليم يتم تداولها في سوق نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية	عقود غير قابلة للتسليم	غير متوفرة	متوفر غير مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	البيرو

* تم إستبعاد الدول التي لم تحقق قابلية التحويل الكلي على أساس أنها لا تستطيع مبدئياً اقتراح عملاتها في المعاملات الدولية مما يجعل وجود تقنيات التحوط عاملاً غير حاسم في اختيار عملة المعاملة.

الجدول رقم (81): تداول عملات بعض الدول الناشئة في الأسواق الآجلة والمشتقة (تابع)				
السوق الخارجي Offshore		السوق الداخلي Onshore		الدولة
الخيارات بالتسليم أو بغير التسليم	العقود الآجلة بالتسليم أو بغير التسليم	الخيارات	العقود الآجلة والمبادلات	
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	التشيك
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	البحرين
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	بولونيا
غير موجود	عقود غير قابلة للتسليم	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	روسيا
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		سوق متوفر يتميز بضعف التداول مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	متوفر مسموح لغير المقيمين بالتعامل في هذا السوق.	الإمارات العربية المتحدة

Source: HSBC: "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com, accessed April 20, 2015.

من الجدول يمكن إبداء الملاحظات التالية:

- توفر المنتجات المالية المستخدمة للتحوط من خطر الصرف في معظم هذه الدول، سواء كانت في صورة عقود آجلة أو مشتقة؛
- يتم تداول عملات معظم هذه الدول في العقود الآجلة، عقود المبادلات والخيارات في الأسواق الداخلية وفي العقود الآجلة بالتسليم وبدون تسليم* NDF وفي عقود الخيارات بالتسليم وبدون تسليم** NDO في الأسواق الخارجية؛

* Non-Deliverable Forward.

** Non-Deliverable Option.

-معظم الدول تسمح لغير المقيمين بالتعامل في سوق الصرف، وتداول العقود الآجلة والمشتقات في أسواقها الداخلية بغرض التحوط؛

-بعض الدول التي لا تسمح لغير المقيمين بالتعامل في أسواقها الداخلية كالبيرو والشيلي يتم تداول عملتها في الأسواق الخارجية على شكل عقود غير قابلة للتسليم؛

إن هذا التطور في المنتجات المالية، يبين الجهد الذي بذلته هذه الدول منذ منتصف التسعينات لتلبية حاجات المتعاملين الإقتصاديين من تقنيات التحوط، وأيضاً يتماشى مع التطور المالي الذي شهدته هذه الدول والانفتاح الذي ميز إقتصاداتها خلال السنوات الماضية.

وبالرغم من ذلك تبقى بعض السلوكيات التمييزية مع غير المقيمين كمنع تعاملهم في الأسواق المحلية وإشتراط أن تكون معاملاتهم في الأسواق الآجلة والمشتقة ضمن حدود وضوابط تنظيمية كثيرة، وبغرض التحوط لا المضاربة، يجعل في كثير من الأحيان تعامل غير المقيمين بعملات هذه الدول يولد لهم مخاطر صرف لا يمكن إدارتها، أو التحوط منها.

ثالثاً-وجود منافذ لتوظيف العملة خارج بلدانها: تعتبر منافذ التوظيف لعملة ما عاملاً مساعداً على تدويل العملة، واستخدامها في تسوية مختلف المعاملات على المستوى الدولي. ولا يمكن أن تمارس العملة هذا الدور بدون وجود سوق دين نشط داخل وخارج offshore البلد. وتعتبر السندات الدولية من أهم أدوات الدين شيوعاً في السوق المالي الدولي وتفضيلاً من المستثمرين الدوليين. ولقد عرف هذا السوق نمواً كبيراً خلال السنوات الأخيرة كنتيجة حتمية للمزايا الكثيرة والمتعددة التي يقدمها مقارنة بالتمويل عن طريق الوساطة المالية. هذا النمو الكبير في استخدام التمويل المباشر على المستوى الدولي، لم يلاحظ لدى الدول الناشئة التي لم تتعدى مساهمتها في الإصدارات الإجمالية لسنة 2013 الـ 104.56 مليار دولار، أي ما يمثل أقل من 1.84% من إجمالي الإصدارات التي كانت في نفس السنة أكثر من 5667 مليار دولار¹. ولا تعتبر السندات الأوراق المالية الوحيدة المتداولة في هذا السوق، بل نجد إلى جانبها الأوراق التجارية وأوراق مالية أخرى قصيرة الأجل.

من خلال الجدول رقم (82) نلاحظ أن حجم الإصدارات بعملات الدول الناشئة ضئيل جداً ويغلب عليه إصدارات السندات والأذونات التي تمثل أكثر من 93.8% من إجمالي إصدارات هذه الدول في سنة 2013. كما أن حجم الإصدار لا يتوزع بالتساوي بين الدول، فالمكسيك وروسيا يستحوذان على 76.9% من حجم الإصدار الإجمالي للدول الناشئة.

¹ Bank for International Settlements (BIS): "Debt securities statistics, Quarterly Review", Basel, Switzerland, June 2014, available on BIS Website, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>, accessed April 15, 2015.

إنَّ ضعف حجم الإصدارات الدولية يدل على عدم وجود سوق دين يتسم بالتنوع والعمق بالنسبة لهذه العملات، وهو لا يساهم بطبيعة الحال في تدويل هذه العملات وتحفيز المتعاملين والمستثمرين الدوليين بالتعامل بها والاعتماد عليها في المعاملات الدولية.

الجدول رقم (82): تطور الإصدارات الدولية الإجمالية بعملات الدول الناشئة بين سنتي 2009 و 2013.

الوحدة: مليار دولار

البلد	طبيعة الاصدارات	2009	2010	2011	2012	2013
تايلندا	الأوراق التجارية وأخرى	0.001	0.023	0.008	0.005	0.007
	السندات والأذونات	0.350	0.391	2.180	1.817	0.847
الشيبي	الأوراق التجارية وأخرى	0	0	0	0.171	0.163
	السندات والأذونات	0.044	1.246	0.970	0.151	0.737
ماليزيا	الأوراق التجارية وأخرى	0	0	0	0	0
	السندات والأذونات	0.548	1.747	1.349	2.120	0.255
المكسيك	الأوراق التجارية وأخرى	0.623	0.481	0.324	0.200	0.206
	السندات والأذونات	1.237	3.484	4.264	4.716	11.637
جمهورية التشيك	الأوراق التجارية وأخرى	0.006	0.024	0.036	0.216	0.244
	السندات والأذونات	0.729	1.323	2.069	0.856	1.512
المجر	الأوراق التجارية وأخرى	0.589	1.005	0.993	0	0
	السندات والأذونات	0.263	0.309	0.045	0.035	0.140
روسيا	الأوراق التجارية وأخرى	0.173	0.008	0.100	2.906	0.117
	السندات والأذونات	3.432	5.517	10.689	17.051	7.873
كوريا	الأوراق التجارية وأخرى	0	0	0	0	0.168
	السندات والأذونات	0.318	0.631	0.036	0.059	0.355
بولونيا	الأوراق التجارية وأخرى	5.780	5.298	6.210	0.794	0.627
	السندات والأذونات	0.769	1.965	0.568	1.167	0.350
الإمارات العربية المتحدة	الأوراق التجارية وأخرى	0	0.773	0.060	0	0.068
	السندات والأذونات	1.280	0.667	2.016	0.067	0.483

Source: Bank for International Settlements (BIS): "Debt securities statistics, Quarterly Review", Basel, Switzerland, June 2014, available on BIS Website, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>, accessed April 15, 2015.

وتعتبر المساهمة الضئيلة من قبل الدول الناشئة في سوق الإصدارات الدولية نتيجة حتمية للتقييد والرقابة الممارسين من قبل السلطات النقدية على عمليات الإصدار خارج الحدود بالعملات المحلية.

رابعاً- استخدام عملات الدول محل الدراسة في تسوية المعاملات الدولية: لقد نتج عن تقييد معاملات الصرف واقع أن المتعاملين في هذه الدول لا يتمكنون من فرض عملتهم المحلية في المعاملات الدولية، وهو ما يظهر جلياً في نسبة مساهمة هذه العملات في تسوية المعاملات الدولية، فحسب الإحصائيات المنشورة من قبل شركة SWIFT. فمن خلال إحصائيات سنة 2013¹، نلاحظ أن نسبة مساهمة عملات الدول الناشئة والدول الأخرى خارج الدول الصناعية لا تزيد عن 7.93% من مجموع المدفوعات الدولية.

بعض عملات الدول الناشئة تظهر في قائمة العشرين عملة الأكثر استخداماً على المستوى العالمي، حيث نجد اللين الصيني من بين عملات الدول الناشئة الأكثر استخداماً بنسبة مساهمة تقدر بـ 1.12%، أما بقية عملات الدول الناشئة فلا تزيد مساهمتها عن 1%، ففي الرتبة رقم 12 نجد الباهت التايلاندي بنسبة لا تزيد عن 0.8% ثم يأتي الزلوتي البولوني في الرتبة 14 بنسبة 0.54%. الرتبة 15 يحتلها الروبل الروسي بنسبة 0.51%، البسيطة المكسيكية ورنند جنوب إفريقيا يحتلان على التوالي الرتبة 17 و18 بنسبة مساهمة تقدر بـ 0.42% و 0.37% على التوالي، بينما الرتبة الأخيرة تحتلها العملة التركية بنسبة 0.32%.

الفرع الثاني: تقنية المقاصة وتسيير آجال التسوية

تعتمد بعض التقنيات الداخلية المستخدمة لإدارة خطر الصرف مثل المقاصة وتقنية تسيير آجال التسوية، على مدى الحرية التي تتمتع بها الشركة في اختيار طريقة تحصيل ديونها بالعملة الأجنبية والوفاء بالتزاماتها، أو في اختيار التوقيت المناسب للقيام بذلك. وهذه الحرية ترتبط عادة بتشريعات الصرف المطبقة في البلد الذي تنشط فيه تلك الشركة. على أساس ذلك، إذا كان هناك قانون ضمن تشريعات الصرف يجد من قدرة الشركات على اتخاذ التدابير الضرورية لتنظيم مدفوعاتها ومحصلاتها بالعملة الأجنبية بحسب الظروف المحيطة بها ومصالحها، تصبح هذه الشركات غير قادرة على استخدام بعض التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف. ومن صلب مفهوم التقنيات الداخلية وكيفية استخدامها، يمكن أن نحدد ماهية التشريعات التي يمكن أن تكون عائقاً أمام تطبيقها كأداة للتحوط من خطر الصرف.

أولاً- المقاصة: تتمثل تقنية المقاصة في استخدام المبالغ المحصلة من عملة ما لتسديد الديون بنفس العملة، ويشترط حتى تكون هذه التقنية قادرة على تقليل المبالغ المعرضة لخطر الصرف أن يقوم المكلف بإدارة هذا الخطر بترتيب العمليات بالعملة الأجنبية حتى تصبح المبالغ الناتجة عنها قابلة للتقاص، ومن بين ما يجب أن يقوم به المكلف بإدارة خطر الصرف، هو اختيار نفس العملة في معاملات مختلفة، ومحاولة تنميط آجال الاستحقاق حتى تكون متطابقة. وتتفرع المقاصة إلى نوعين رئيسيين، الأول يتمثل في المقاصة بتحويل المبالغ والثاني المقاصة

¹ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT): "Monthly RMB Tracker", Press Release SWIFT, Hong Kong, February 27, 2013, p2, available on SWIFT website, http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/monthly_RMB_tracker_Feb2013.pdf, accessed March 15, 2015.

بدون تحويل المبالغ. وحتى يمكن استخدام هذه التقنية، يجب أن تكون تشريعات الصرف في تلك الدولة تسمح بمحدثها.

الجدول رقم (83): التشريعات المقيدة لتقنية المقاصة في سنة 2013

التنازل عن حصيلة الصادرات Surrender Requirement	إعادة توطين حصيلة الصادرات Repatriation Requirement	البلد
لا	نعم	الصين، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، تايلاند، كولومبيا، مصر وروسيا
نعم	نعم	الهند، باكستان، الفلبين، البرازيل، جنوب إفريقيا والمغرب
لا	لا	الشيلي، المكسيك، البيرو، التشيك، المجر، بولونيا، تركيا والإمارات العربية المتحدة

Source: International Monetary Fund (IMF): "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2013", Washington D.C, USA, 2013, pp 76-84, available on the IMF website <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>, accessed 15 july, 2014.

يعتبر التشريع الذي يفرض على الشركات التنازل على كامل حصيلة الصادرات أو جزء منه للبنك المركزي، والتشريع الذي يفرض على الشركة بأن تقوم بإعادة توطين حصيلة الصادرات، من أهم القوانين التي تعيق استخدام المقاصة كأداة للتحوط من خطر الصرف في الشركات.

بالنسبة للدول الناشئة، نلاحظ أن معظم الدول تطبق التشريعين أو أحدهما على الأقل. والمقصود بالتشريع الذي يلزم الشركات المصدرة بإعادة توطين حصيلة الصادرات، أن كل شركة تقوم بعملية تصدير، تكون ملزمة بتحصيل المبالغ ضمن آجال زمنية محددة في الغالب لا تزيد عن 18 شهرا كحد أقصى. أما التشريع الثاني، فيتمثل في ضرورة التنازل عن حصيلة الصادرات، أو نسبة منها للبنك المركزي أو البنوك التجارية في البلد الذي تنشط فيه الشركة. وكما هو واضح فإن التشريعين السابقين يحدان من قدرة الشركة من استعمال المقاصة للتحوط من خطر الصرف، على أساس أنهما يقيدان حريتها في التصرف في تلك المبالغ حسب ما تقتضيه الأوضاع والمخاطر. وتنقسم الدول الناشئة من حيث تطبيق هذه التشريعات إلى ثلاثة مجموعات:

– المجموعة الأولى: تضم الدول التي لا تفرض على الشركات إعادة التوطين ولا التنازل عن حصيلة الصادرات، ونجد ضمنها كل من الشيلي، المكسيك، البيرو، التشيك، المجر، بولونيا، تركيا والإمارات العربية المتحدة، وعليه فإن المتعاملين الإقتصاديين في هذه الدول بإمكانهم استخدام المقاصة بأشكالها المتنوعة (بتحويل أو بعدم تحويل المبالغ) كتقنية للتحوط من الخطر.

-المجموعة الثانية: تضم هذه المجموعة الدول التي تفرض على الشركات إعادة توطين المبالغ الناتجة عن الصادرات بدون أن تلزمهم بالتنازل عنها للبنك المركزي، ونجد ضمن هذه المجموعة كل من الصين، إندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، تايلاند، كولومبيا، مصر وروسيا. وتتميز الشركات التي تنشط في هذه الإقتصادات بأنها تستطيع أن تستخدم المقاصة بتحويل المبالغ، كأن تستخدم على سبيل التوضيح المبالغ الناتجة عن الصادرات لتسوية الديون الناتجة عن الواردات. أما النوع الثاني من المقاصة والمتمثل في المقاصة بدون تحويل المبالغ فلا يمكنها استخدامه نتيجة لالتزامها بإعادة توطين حصيلة الصادرات.

-المجموعة الثالثة: تضم هذه المجموعة الدول التي تفرض على الشركات إعادة توطين الصادرات وتلزمها بالتنازل عن جزء من حصيلة الصادرات للبنك المركزي، ونجد ضمن هذه المجموعة كل من الهند، باكستان، الفيليبين، البرازيل وجنوب إفريقيا. ونتيجة للتقييد الممارس نجد أن المتعاملين الإقتصاديين في هذه الدول ليس باستطاعتها استخدام المقاصة بنوعيتها.

مما سبق يتبين لنا أن الدول الناشئة تتباين من حيث إمكانية استخدام المقاصة في التحوط من خطر الصرف، ففي الوقت الذي نجد الشركات في بعض الدول بإمكانها استخدام المقاصة بمختلف أنواعها، نجد في البعض الآخر مقتصر على المقاصة بتحويل المبالغ، في حين أن هذه إمكانية غير متوفرة للمؤسسات في بقية الدول. وما تجدر الإشارة إليه في هذا المقام، أن تقنية المقاصة بتحويل المبالغ بالرغم من أنها تساهم في التقليل من المبالغ المعرضة لخطر الصرف، إلا أنها تكلف الشركات بعض المصاريف المرتبطة بعملية التحويل.

ثانيا-تسيير آجال التسوية: تتمثل هذه التقنية في قيام المكلف بإدارة خطر الصرف بالإسراع بتحصيل المبالغ الناتجة عن الصادرات والدفع المسبق للديون الناتجة عن الواردات، أو العكس بحسب توقعاته لأسعار الصرف. وعلى أساس ذلك، تصبح إمكانية استخدام هذه التقنية مرتبطة بوجود حرية كاملة ومطلقة للمؤسسة بتسيير تلك الآجال. هذا يعني أن وجود تشريع يقيد تلك الممارسات، يجعل من هذه التقنية غير ممكنة الاستخدام لإدارة خطر الصرف.

ومن بين التشريعات التي تحد من قدرة الشركة على استخدام تقنية تسيير الآجال، نجد كل من التشريع الذي يفرض على الشركات إعادة توطين حصيلة الصادرات والتشريع المقيد لتسوية المعاملات غير المنظورة والتحويلات الجارية. فالتشريع الأول لا يسمح للمكلف بإدارة خطر الصرف بتأخير آجال تحصيل نواتج الصادرات عندما يحل أجل استحقاقها خصوصا إذا اقترن بتطبيق التشريع الخاص بالتنازل عن جزء من حصيلة الصادرات للبنك المركزي، أما التشريع الثاني، فهو لا يسمح أيضا بتأخير أو الإسراع بتسوية الديون نتيجة لالتزام الشركة بالآجال المتعاقد عليها.

الجدول رقم (84): تقييد تسوية المعاملات الجارية

الرقابة على تسوية المعاملات غير المنظورة والتحويلات الجارية	البلد
نعم	الصين، الهند، ماليزيا، باكستان، جنوب إفريقيا، الفلبين، تايلاند، مصر، بولونيا، تركيا والمغرب.
لا	إندونيسيا، كوريا الجنوبية، التشيك، الإمارات العربية المتحدة، المجر، روسيا، البرازيل، البيرو، المكسيك، الشيلي وكولومبيا.

Source: International Monetary Fund (IMF): "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2013", Washington D.C, USA, 2013, pp 76-84, available on the IMF website <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>, accessed 15 July, 2014.

من الجدول نجد نصف عدد الدول الناشئة يقوم بتقييد تسوية المعاملات غير المنظورة والجارية، وهو ما يعيق إمكانية إعادة ترتيب آجال الاستحقاق، كما أن العديد من هذه الدول تفرض على الشركات ضرورة تسجيل ديونها بالعملة الأجنبية في قاعدة بيانات مخصصة لهذا الغرض حتى تتمكن من مراقبة مستوى مديونية القطاع الخاص.

بالنسبة للدول المتبقية، فنلاحظ أنها تضم في قائمتها بعض الدول التي تفرض إما إعادة التوطين أو إعادة التنازل مثل إندونيسيا، كوريا الجنوبية، روسيا، كولومبيا والبرازيل، وهو ما يجعل عدد الدول التي يمكن فيها استخدام تقنية تسيير آجال التسوية ينخفض إلى ستة دول المتمثل في كل من التشيك، الإمارات العربية المتحدة، المجر، البيرو، المكسيك، الشيلي.

المطلب الثاني: تقييم تقنيات التحوط الخارجية

من خلال عرض تقنيات التحوط الخارجية المتوفرة في إقتصادات الدول الناشئة، لاحظنا أن هناك تباين واختلاف في مستوى تطور هذه المنتجات فيما بين الدول الناشئة، وبين هذه الدول والدول المتقدمة، وفيما يلي سنحاول تقييم هذه التقنيات.

الفرع الأول: أهمية المنتجات المشتقة

يمكن قياس أهمية المنتجات المشتقة من خلال مقارنة نسبة هذه المنتجات إلى الناتج المحلي الإجمالي مع النسبة المسجلة لدى الدول المتقدمة:

الجدول رقم (85): نسبة المشتقات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول الناشئة والمتقدمة

الدول	2004	2007	2010	2013
جنوب إفريقيا	3.67	3.69	2.85	4.20
كوريا	1.42	1.70	2.50	2.45
المكسيك	0.59	1.03	1.12	2.13
ماليزيا	0.68	0.94	1.30	1.99
روسيا	1.04	1.25	1.25	1.73
الهند	0.48	1.94	0.82	0.85
البرازيل	0.19	0.05	0.25	0.43
إندونيسيا	0.53	0.31	0.17	0.19
مجموع الدول الناشئة	0.79	0.94	0.86	1.06
الدول المتقدمة	5.34	7.45	7.7	9.5

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الدولي وبنك التسويات الدولية

سجلت الدول الناشئة حسب إحصائيات سنة 2013 نسبة 1.06% وهي بعيدة عن النسبة المسجلة لدى الدول المتقدمة، ودليل إضافي يبين حجم الكبح الذي تمارسه السلطات النقدية في الدول الناشئة على هذا النوع من المعاملات. كما تعبر البيانات المتعلقة بنسبة المنتجات المشتقة إلى الناتج المحلي الإجمالي حسب كل دولة، إلى عدم تماثل حجم تداول هذه المنتجات في هذه الإقتصادات، فمن بين الدول الثمانية المعروضة في الجدول، نجد أن خمسة دول تتعدى فيها نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي المتوسط المسجل لدى الدول الناشئة. جنوب إفريقيا حسب إحصائيات سنة 2013 تعتبر الدولة الأكثر استخداماً للمنتجات المشتقة بنسبة تزيد عن 4.2%، الرتبة الثانية تحتلها كوريا بواقع 2.45% ثم تأتي المكسيك بنسبة 2.13%، الدولة الأقل نشاطاً في تداول المنتجات المشتقة في هذه المجموعة هي إندونيسيا أين سجلنا نسبة 0.19%.

الفرع الثاني: استخدام عملات الدول الناشئة في سوق الصرف

لقد ترتب عن ضعف حجم التداول في سوق صرف الدول الناشئة قلة استخدام عملات هذه الدول في معاملات الصرف، فمن خلال الجدول رقم (86) نلاحظ أن نسبة استخدام عملات الدول الناشئة في سوق الصرف الحر لا تتعدى 18.8% في حين أن هذه النسبة ترتفع إلى أكثر من 179.6%* بالنسبة لعملات الدول المتقدمة.

* تجدر الإشارة أن مجموع النسب هو 200% وليس 100% والسبب أن كل معاملة تنجز في سوق الصرف تسجل في كلتا العملتين.

الجدول رقم (86): استخدام عملات بعض الدول الناشئة في سوق الصرف في سنة 2013

الوحدة: نسبة مئوية

العملة	MXN	RUB	KRW	BRL	ZAR	INR
النسبة	2.53	1.59	1.20	1.16	1.11	0.98
للتذكير: - نسبة استخدام عملات الدول الناشئة قدرت سنة 2013 بـ 18.8%. - نسبة استخدام عملات الدول المتقدمة قدرت سنة 2013 بـ 179.6%.						

المصدر: حسابات الباحث اعتمادا على قاعدة بيانات بنك التسويات الدولية

Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

من الجدول نلاحظ أن استخدام عملات الدول الناشئة تقدر بـ 18.8% وهي نسبة ضعيفة لا تعبر عن حجم وقوة إقتصادات الدول الناشئة. من حيث الأهمية، نجد البسيطة المكسيكية تحتل الرتبة الأولى، ثم يأتي كل من الروبل الروسي والريال البرازيلي في الرتبتين الثانية والثالثة على التوالي. أقل استخدام للعملة سجل بالنسبة للروبية الهندية التي لم تتعدى نسبة استخدامها في سوق الصرف الواحد بالمئة من إجمالي المعاملات في سوق الصرف.

الفرع الثالث: مستخدمي مشتقات الصرف

الفرق الثالث بين الدول المتقدمة والدول الناشئة يتمثل في مستخدمي هذه المنتجات، فمن خلال الجدول رقم (87) نلاحظ أن المجموعتين تتشابهان من حيث أن الهيئات والشركات الأجنبية المكلفة بإعداد التقارير للجهة الوصية reporting dealers cross-border هم من يتصدر قائمة المتعاملين في السوق بنسبة مساهمة تقدر بـ 36.09% بالنسبة للدول الناشئة وبـ 37.69% بالنسبة للدول المتقدمة.

الجدول رقم (87): مستخدمي المشتقات المالية والمنتجات الآجلة في سنة 2013

الوحدة: نسبة مئوية

السوق	معدّي التقارير Reporting dealers		الشركات المالية الأخرى		العملاء غير الماليين	
	محلي	أجنبي	محلي	أجنبي	محلي	أجنبي
الدول المتقدمة	11.98	37.69	18.66	24.74	3.38	3.53
الدول الناشئة	14.23	36.09	10.58	9.08	25.96	4.04

المصدر: حسابات الباحث اعتمادا على قاعدة بيانات بنك التسويات الدولية

Bank for International Settlements (BIS): " **Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013**", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

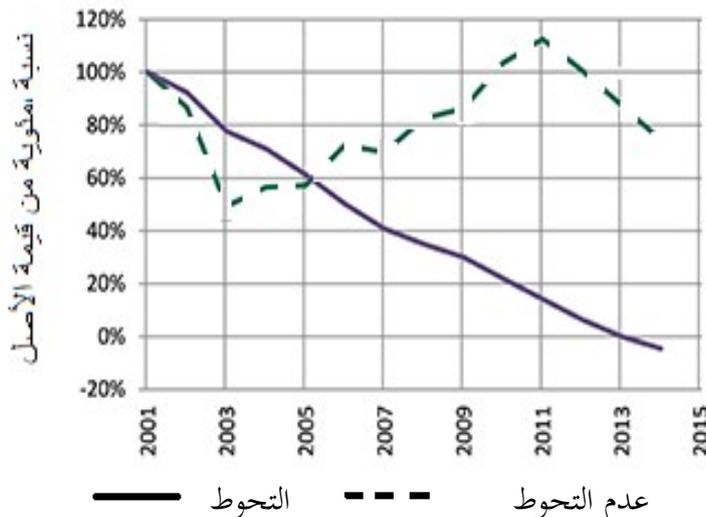
الدول الناشئة كما هو مبين في الجدول تختلف عن الدول المتقدمة من حيث أن ثاني أهم مستخدم للمنتجات المشتقة والآجلة هم العملاء غير الماليين المحليين بنسبة تزيد عن 25.96%، وهو ما يفسر بأن نسبة كبيرة من المنتجات المشتقة والآجلة تستخدم لأغراض التحوط. هذه النسبة بطبيعة الحال تختلف من منتج إلى آخر، فعلى سبيل التوضيح نجد بأن أكثر من 60% من عقود مبادلة العملة، 39% من الخيارات و32.5% من العقود الآجلة تستخدم من قبل العملاء غير الماليين. هذه النسبة تنخفض إلى أقل من 3% بالنسبة لعقود مبادلة الصرف التي يتم تداولها من قبل معدي التقارير.

الملاحظات السابقة تبين بأن هناك فروق جوهرية وهيكلية بين سوق الصرف في الدول المتقدمة والدول الناشئة بسبب اعتماد المجموعتين على سياسات صرف وأهداف مختلفة. إلى جانب ذلك، فإن الدول الناشئة بالرغم من سياسة التحرير المالي التي انتهجتها في السنوات الأخيرة، لا تزال تطبق العديد من القيود التشريعية على معاملات الصرف وخصوصاً المتعلقة بالمضاربة، وهو ما يعيق بشكل جدي تطور الأقسام المختلفة لسوق الصرف.

الفرع الرابع: تكلفة التحوط

يكلف التحوط من خطر الصرف الشركات والشركات مبالغ لا يستهان بها خصوصاً إذا كان التحوط الكلي هو السياسة المتبعة في الشركة، فبعض المختصين مثل J.Peyrard يعتبرون أن سياسة التحوط الكلي بتكاليها توازي سياسة عدم التحوط بخسائرها المحتملة، وهو ما تم إثباته في إحدى الدراسات المنجزة من قبل البنك اللندني Lloyds التي بينت أن التكلفة التراكمية للتحوط من خطر الصرف على أصل مالي لمدة اثني عشر سنة، تعادل قيمة الأصول المراد الحفاظ على قيمتها.

الشكل رقم (34): تكلفة التحوط



Source: Business resource center: "FX hedging in emerging markets", Lloyds Bank plc, available on Lloyds bank Web Site, <https://resources.lloydsbank.com/insight/fx-hedging-emerging-markets/>, accessed June 23, 2014.

الشكل يعرض منحنيين يعبران عن حالات إفتراضية لإدارة أصول مالية بين سنتي 2001 و2013، المنحنى المنقطع يمثل قيمة الأصل المالي بدون تحوط من خطر الصرف، وهو يعني وجود إمكانية تأثر قيمة الأصل بزيادة ونقصانا بالتغيرات في أسعار الصرف. أما المنحنى المستمر فيمثل تكاليف التحوط وهو ما يعني أن الأصل لا يتأثر بالتغيرات في أسعار الصرف، إلا أن عملية التحوط يترتب عنها تكاليف. خلال الفترة يمكن ملاحظة أن قيمة الأصل بدون التحوط من خطر الصرف انخفضت سنة 2013 بـ20% عن قيمتها في 2001، في حين أن التكاليف الناتجة عن عملية التحوط من سنة 2001 إلى سنة 2013 تعدت قيمة الأصل في حد ذاته. الدراسة استخلصت أن التحوط وإن ساهم في الحماية من خطر الصرف إلا أنه جعل الشركة تتحمل تكاليف مرتفعة كثيرا تساوت بعد 12 سنة مع قيمة الأصل. إن الحالة السابقة ترتبط بطبيعة الحال بالمخاطر المرتبطة بالأصول الدائمة، التي تحتفظ بها الشركة لمدة طويلة وهي حالة خطر صرف التحويل، غير أنها تنطبق جزئيا على الأنواع الأخرى من مخاطر الصرف.

من الدراسة السابقة نلتمس ارتباط تكلفة التحوط بطول المدة وقرار التحوط، فكلما كانت التكلفة عالية كلما امتنعت الشركات عن استخدام التحوط، لهذا نجد أن الشركات تتحوط من خطر صرف الصفقة وتحمّل المخاطر الأخرى مثل خطر التحويل والسبب في ذلك هو قصر المدة تعني تكلفة معقولة¹. على أساس ذلك نجد الشركات تأخذ هذه التكلفة على محمل الجد لبناء استراتيجية التحوط الخاصة بها من خلال مقارنة تكلفة التحوط باحتمالية الخطر ونتائجه. فإذا كان احتمال حدوث الخطر كبير ونتائجه شبه أكيدة وتزيد عن تكلفة التحوط تقوم الشركة بالتحوط من خطر الصرف أما في حالة العكس فإنها تتفادى ذلك.

وبالرغم من أن أساس اتخاذ قرار التحوط متماثل لدى جميع الشركات بغض النظر عن البلد الذي تنتمي إليه، إلا أننا نجد بأن الشركات التي تنشط في الإقتصادات الناشئة تجد صعوبة أكبر في هذا المجال بسبب سيمتين أساسيتين:

- **السمة الأولى:** تتعلق بشدة حساسية عملات هذه الدول للعوامل الخارجية، فالملاحظ أن هناك تشتت كبير في تقلبات عوائد أسعار صرف عملات الدول الناشئة خصوصا أثناء الأزمات، وهو ما تم تسجيله عند تحليل تقلبات أسعار الصرف في المبحث الثاني من الفصل السابق؛

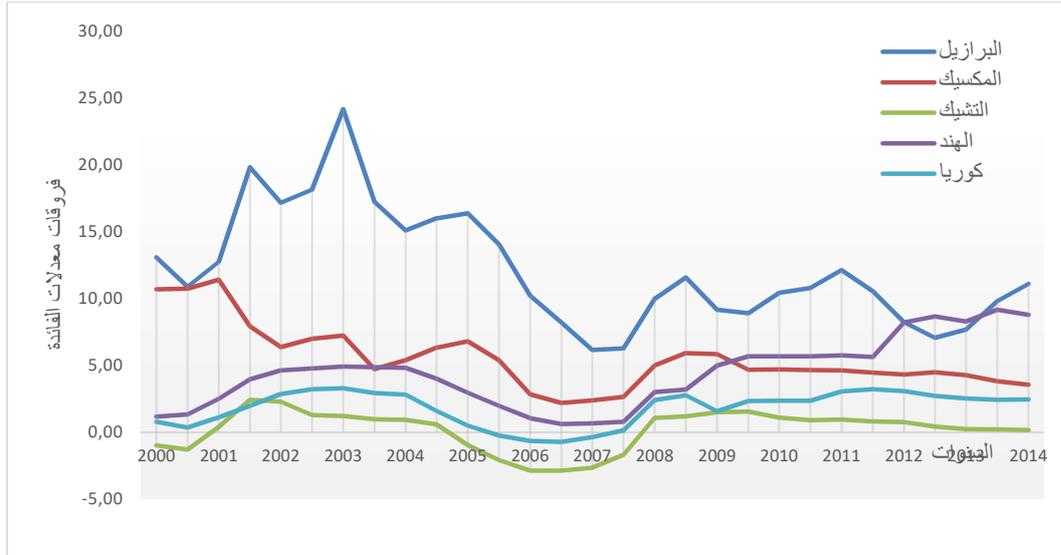
- **السمة الثانية:** تتمثل في تكلفة التحوط التي ترتبط بشكل أساسي بمعدلات الفائدة للعملات المتبادلة²، حيث نجد في معظم حالات الإقتصادات الناشئة أن معدلات الفائدة لديها أكبر من معدلات الفائدة لدى الإقتصادات المتقدمة، مما يعني أن علاوة التأجيل Forward Premium (أو خصم التأجيل Forward Discount) ستكون كبيرة هي الأخرى.

¹ Aswath Damodaran: "Finance d'entreprise: Théorie et pratique", traduction Gérard Hirigoyen, De Boeck Supérieur, 2006, p473.

² Eric Balchunas: "The Buck Starts Here With These Currency ETFs", Personal Finance, November 2014, available on the Bloomberg Business website, <http://www.bloomberg.com/news/2014-11-07/the-buck-starts-here-with-these-currency-etfs.html>, accessible March 27, 2015.

للتذكير فإن العلاوة والخصم يمثلان الفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل، مما يعني أنهما في علاقة طردية مع فروقات معدلات الفائدة. وقبل التطرق إلى علاوة التقديم وتأثيرها على قرار التحوط سنعرض تطور الفروقات فيما بين أسعار الفائدة المطبقة في بعض الدول الناشئة ومعدل الفائدة المرجعي على الدولار Libor لثلاثة أشهر خلال الفترة الممتدة بين 2000 و2013.

الشكل رقم (35): الفروقات بين معدلات الفائدة في الدول الناشئة ومعدل LIBOR الدولار



المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الفدرالي سان لويس:

St.louis fed : "Economic Research", FRED economic data, available on St.louis FED, <https://fred.stlouisfed.org>, accessed 09 March 2014.

الشكل السابق يوضح بأن هناك فجوة كبيرة فيما بين معدلات الفائدة المطبقة لدى معظم الدول الناشئة ومعدل الفائدة على الدولار في سنة 2013. أعلى فرق سجل لدى كل من البرازيل بـ11 نقطة والهند بـ9 نقط. معدلات الفائدة في المكسيك تعتبر أقرب نسبياً للمعدلات المطبقة في الدول المتقدمة، إلا أنها لا تزال بعيدة نوعاً ما وسجلت فرق يقارب 5 نقط. الدولتين الوحيدتان اللتان سجلتا معدل فائدة أقل من معدل الفائدة على الدولار هما كوريا وجمهورية التشيك وهذا ما بين سنتي 2005 و2007، وتميزت معدلات الفائدة المطبقة في هاتين الدولتين بالتقارب الكبير مع المعدل المطبق على الدولار خلال الفترة 2000 و2013. ولقد قدر الفرق في سنة 2013 بأقل من 0.4 بالنسبة للتشيك و2.6 بالنسبة لكوريا.

إن اتساع الفجوة بين معدلات الفائدة في الدول الناشئة ومعدلات الفائدة في الدول المتقدمة أثر على الأسعار المتداولة في المنتجات الآجلة والمشتقة، وأدت إلى زيادة تكلفة التحوط وعدم تحمس المتعاملين على استخدامها بكثرة خصوصاً للتحوط من المخاطر طويلة الأمد (أكثر من سنة). ومن أجل توضيح هذا التأثير

سنأخذ كل من حالة البرازيل وحالة كوريا الجنوبية، ونقوم بحساب علاوة أو خصم التأجيل في الحالتين. واستخدمنا لهذه الغاية الصيغة التالية:

$$D ou R = \frac{1 + i_n}{1 + i_d} - 1$$

حيث أن:

D هو خصم التأجيل؛

R العلاوة؛

i_n معدل الفائدة على العملة المحلية؛

i_d معدل الفائدة على العملة الأجنبية.

الصيغة السابقة تحسب لنا العلاوة أو الخصم السنوي في سعر الصرف الآجل، النتائج التي تحصلنا عليها كانت: بالنسبة للعملة البرازيلية 1104 نقطة.

بالنسبة للعملة الكورية 241 نقطة.

بإضافة النتائج السابقة إلى سعر الصرف الحاضر الذي تحصلنا عليه من مواقع البنوك المركزية للدولتين في يوم 02 جانفي 2013:

$$\begin{aligned} \text{USD/BRL} &= 2.0425 \\ \text{USD/KOW} &= 1063.30 \end{aligned}$$

نحصل على أسعار الصرف لكل من الدولار مقابل الريال والدولار مقابل الوون الكوري لأجل سنة:

$$\begin{aligned} \text{USD/BRL} &= 2.1529 \\ \text{USD/KOW} &= 1063.3241 \end{aligned}$$

ويعتبر الحد الفاصل بين التحوط وعدم التحوط بالنسبة للمكلف بإدارة خطر الصرف هو احتمال أن يكون سعر الصرف الحاضر بعد سنة أكبر من سعر الصرف الآجل للعملتين. ولتحديد هذا الاحتمال نأخذ بعين الاعتبار التغيرات السنوية السابقة التي حدثت في سعر الصرف ويتم مقارنتها بالتغير النسبي ما بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الحاضر. بالنسبة للتغيرات النسبية فقد قدرت ب0.054 للبرازيل و ب0.00002 للوون، أما فيما يخص التغيرات التاريخية لأسعار الصرف فقد تحصلنا من خلال سلسلة أسعار الصرف بين 2003 و 2013 على النتائج التالية*:

- بالنسبة للبرازيل: عدد الحالات التي تغير فيها سعر الصرف بنسبة تزيد عن 0.054 لم يتعدى 31%.

* أنظر الملحق رقم (12)، ص398 والمتعلق بالتوزيع الإجمالي لتقلبات أسعار صرف الريال البرازيلي والوون الكوري.

- بالنسبة لكوريا الجنوبية: عدد الحالات التي تغير فيها سعر الصرف عن 0.00002 لا تزيد أيضا عن 28.3%.

وإذا افترضنا أن التغيرات في أسعار الصرف تتبع التوزيع الطبيعي فسوف نجد بأن احتمال أن يزيد التغير النسبي في سعر الصرف عن 0.054 بالنسبة لسعر الصرف البرازيل و0.00002 بالنسبة لكوريا هو:

- بالنسبة للبرازيل: النتيجة هي:

$$\begin{aligned} P(X > 0.054) &= 1 - P(X \leq 0.054) \\ &= 1 - \Phi\left(\frac{0.054 - (-0.022)}{0.157}\right) \\ &= 1 - \Phi(3.579) \\ &= 1 - 0.9998 \\ &= 0.0002 \end{aligned}$$

- بالنسبة لكوريا: النتيجة هي:

$$P(X > 0.054) = 0.5$$

على أساس النتيجة السابقة يمكن القول بأن هناك احتمال ضعيف بأن يزيد سعر الصرف خلال سنة عن قيمة 54 نقطة بالنسبة للريال البرازيلي، وهو ما لا يحفز الشركات على التحوط لأن ذلك يعني تحمل تكلفة إضافية بدون أسباب موضوعية محددة. أما بالنسبة لكوريا فنلاحظ أن الاحتمال وارد ونعتبر نتيجة لذلك تكلفة التحوط منطقية ومعقولة تعبر عن توقعات المتعاملين حول التطورات اللاحقة في سعر الصرف. مما سبق يمكن الجزم أن التكلفة تمثل عامل دفع أو كبح للمنتجات المشتقة، وبالتالي فإن تطور هذه الأخيرة يرتبط بانخفاضها. ومن أجل الوصول إلى هذه النتيجة يجب على السلطات النقدية في هذه الدول أن تطبق السياسات المالية والنقدية الملائمة والمناسبة للتحكم في التضخم، وهو ما يمكن الوصول إليه من خلال اعتماد هدف استهداف التضخم في السياسة النقدية للدول الناشئة، حتى تتمكن من تقريب مؤشرات الإقتصادية الكلية من مؤشرات الدول الصناعية.

المطلب الثالث: تصنيف الدول حسب درجة تطور تقنيات التحوط

من الأخطاء الشائعة النظر دوماً إلى الدول الناشئة على أنها دول متجانسة، والعكس نجده على أرض الواقع، فالدراسة التي قمنا بها أظهرت تبايناً واضحاً وكبيراً فيما بين الدول الناشئة فيما يخص تطور الأقسام المختلفة في سوق الصرف، وبالتالي مدى توفر تقنيات التحوط داخل وخارج هذه الإقتصادات. ومن خلال النتائج السابقة، يمكن اعتماد أربعة معايير لتصنيف الدول الناشئة:

- المعيار الأول: يتمثل في مدى توفر تقنيات التحوط الخارجية؛

- المعيار الثاني: مدى سماح الدولة لغير المقيمين بالتعامل في الأسواق الآجلة والمشتقة أو مدى وجود سوق خارجي يتم فيه تداول العملة في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛

- المعيار الثالث: قابلية تحويل العملة؛

- المعيار الرابع: مدى وجود إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية، ونسترشد في ذلك بعدم وجود

تشريعات تحد من تلك الامكانية.

وعلى أساس ذلك تمكنا من تقسيم هذه الدول إلى خمسة مجموعات متجانسة:

الفرع الأول: المجموعة الأولى

تضم الدول التي تتمتع بالخصائص التالية:

- وجود سوق صرف نشط وذا سيولة عالية تتوفر فيه كل المنتجات التي تحتاجها إدارة خطر الصرف مثل العقود الآجلة عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات؛

- السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف، أو وجود أسواق خارجية يتم فيها تداول العملة في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛

- العملة المحلية تتمتع بقابلية التحويل الكلي؛

- عدم وجود قيود تحد من قدرة الشركات على استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية.

من بين الدول التي تتوفر فيها الشروط سالفة الذكر نجد كل من الشيلي، المكسيك، جمهورية التشيك

والبحر، وتتميز تقنيات التحوط في هذه الإقتصادات بعدة خصائص يمكن تبينها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (88): خصائص منتجات التحوط المتوفرة في أسواق صرف دول المجموعة الأولى

السوق الخارجي offshore		السوق الداخلي onshore		البلد
خيارات التسليم أو بدون تسليم أو NDO**	عقود آجلة بالتسليم أو بدون تسليم** NDF	الخيارات*	العقود الآجلة و عقود المبادلة*	
متوفرة	حجم التداول اليومي يتراوح بين 0.5 و 1 مليار دولار	سيولة متوسطة متوفرة للمقيمين منذ سنة 2006	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	الشيبي
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		سيولة متوسطة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	المكسيك
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		سيولة متوسطة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة جيدة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	جمهورية التشيك
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة	كانت هذه العقود موجودة حتى سنة 2001	سيولة متوسطة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة جيدة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	البرازيل

Source: HSBC: "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com, accessed April 20, 2015.

من الجدول نلاحظ أن الدول المنتمية لهذه المجموعة تتميز بخصائص متجانسة من حيث أن عملاتها قابلة للتحويل الكلي، ويتم تداول كل من العقود الآجلة، عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات في هذه الأسواق، غير أن مستوى التطور لهذه المنتجات يبقى بعيدا عن المستوى المحقق في الإقتصادات المتقدمة.

الفرع الثاني: المجموعة الثانية

تضم هذه المجموعة كل الدول التي تتميز بالخصائص التالية:

- وجود سوق صرف نشط وذا سيولة عالية، تتوفر فيه كل المنتجات التي تحتاجها إدارة خطر الصرف مثل العقود الآجلة، عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات؛
- السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف أو وجود أسواق خارجية يتم فيها تداول العملة في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛
- العملة المحلية تتمتع بقابلية التحويل الكلي؛

* حجم التداول اليومي حسب الإحصائيات المتوفرة لدى بنك التسويات الدولي.
** حجم التداول اليومي حسب تقرير بنك HSBC.

- وجود قيود تشريعية تحد من قدرة الشركات على استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية.

ونجد ضمن هذه المجموعة كل من روسيا كوريا وتايلند وتتميز المنتجات المالية الموجهة للتحوط من خطر الصرف بالوفرة والسيولة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (89): خصائص منتجات التحوط المتوفرة في أسواق صرف دول المجموعة الثانية

السوق الخارجي offshore		السوق الداخلي onshore		البلد
خيارات أو NDO	عقود آجلة أو NDF	الخيارات	العقود الآجلة و عقود المبادلة	
غير متوفر	سيولة جيدة، حجم التداول اليومي 3.9 مليار دولار.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	روسيا
متوفرة لآجال تصل لـ 5 سنوات	سيولة عالية، حجم التداول اليومي 16 مليار دولار.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	كوريا
سوق مع التسليم	سوق مع التسليم	سيولة متوسطة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة جيدة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق. ضرورة تبرير المعاملة بوثائق تثبت وجود الأصول الأساسية	تايلاند

Source: HSBC: "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com, accessed April 20, 2015.

ومثلها مثل المجموعة السابقة، فإن كل المنتجات المالية التي يمكن استخدامها للتحوط من خطر الصرف متوفرة في هذه الاقتصادات، كما أن عمالاتها المحلية تتمتع بقابلية التحويل الكلي، إلا أنها لا تزال تطبق بعض التشريعات التي تحد من إمكانية استخدام بعض التقنيات الداخلية للتحوط من خطر الصرف كتطبيق الدول الثلاثة تشريعات مقيدة لتقنية المقاصة (أنظر الجدول رقم (83) التشريعات المقيدة لتقنية المقاصة) وتطبيق تايلند لتشريعات تحد من إمكانية استخدام تقنية تسيير آجال التسوية (أنظر الجدول رقم (84) التقييد على تسوية المعاملات الجارية).

الفرع الثالث: المجموعة الثالثة

تشابه هذه المجموعة مع المجموعتين السابقتين من حيث توفر تقنيات التحوط كما ونوعا سواء داخل أو خارج أسواقها، إلا أن عملتها تكون قابلة للتحويل جزئيا إلى جانب تطبيقها لبعض التشريعات التي تحد من

إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية. وعلى العموم فإن خصائص هذه الدول من حيث تقنيات التحوط تتمثل في التالي:

- وجود سوق صرف نشط ذا سيولة عالية تتوفر فيه كل المنتجات التي تحتاجها إدارة خطر الصرف مثل العقود الآجلة عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات؛
- السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف أو وجود أسواق خارجية يتم فيها تداول العملة في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛
- العملة المحلية تتمتع بقابلية التحويل الجزئي؛
- وجود قيود تشريعية تحد من قدرة الشركات على استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية.

ونجد ضمن هذه المجموعة كل من البرازيل، الهند، جنوب إفريقيا، إندونيسيا، الصين، كولومبيا وتركيا.

الجدول رقم (90): خصائص منتجات التحوط المتوفرة في أسواق صرف دول المجموعة الثالثة

السوق الخارجي offshore		السوق الداخلي onshore		البلد
خيارات NDO أو	عقود آجلة NDF أو	الخيارات	العقود الآجلة وعقود المبادلة	
متوفر	سيولة جيدة، حجم التداول اليومي 15.3 مليار دولار.	سيولة متوسطة، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة جيدة، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	البرازيل
متوفرة لأجل خمس سنوات	سيولة جيدة، حجم التداول اليومي 17.2 مليار دولار	سيولة عالية، يسمح للمقيمين وغير المقيمين بتداول هذا المنتج بغرض التحوط.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق بغرض التحوط.	الهند
غير متوفر	غير متوفر	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	جنوب إفريقيا
متوفر حتى أجل خمس سنوات. يتم دراسة الطلبات حالة بحالة عند تعدي أجل خمس سنوات	متوفر لأجل طويلة	يسمح بتداول الخيارات بشرط إرفاق الطلب بوثائق تثبت المعاملة. يسمح أيضا لغير المقيمين ببيع عقود الدولار مع إرفاق وثائق تثبت نشاطهم داخل إندونيسيا	سيولة ضعيفة، يسمح للمقيمين بالتداول مع طلب إثباتات حول وضعية الصرف إذا كان المبلغ المراد شراءه يزيد عن 100 مليون IDR يسمح لغير المقيمين ببيع عقود الدولار بشرط اثبات ممارستهم لنشاط داخل إندونيسيا.	إندونيسيا

الجدول رقم (90): خصائص منتجات التحوط المتوفرة في أسواق صرف دول المجموعة الثالثة (يتبع)				
السوق الخارجي offshore		السوق الداخلي onshore		البلد
خيارات أو NDO	عقود آجلة أو NDF	الخيارات	العقود الآجلة وعقود المبادلة	
متوفرة غير أن السوق ليست سائلة.	يقدر حجم التداول اليومي بين 350 و500 مليون دولار.	يتم تداول الخيارات في السوق المنظم.	سيولة ضعيفة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	كولومبيا
غير موجود	غير موجود	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة عالية، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	تركيا
متوفرة مقابل الدولار لآجال قد تصل إلى 5 سنوات.	سيولة جيدة، حجم التداول اليومي 17.1 مليار دولار.	سيولة عالية، يمكن للمقيمين شراء خيارات من النوع الأوروبي، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة عالية، يسمح للمقيمين بالتداول مع ضرورة إرفاق الطلب بوثائق تثبت وضعية الصرف. لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	الصين

Source: HSBC: "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com, accessed April 20, 2015.

من الجدول نلاحظ أن معظم المنتجات يتم تداولها في الأسواق الداخلية والخارجية. فبالنسبة للسوق الداخلية نجد فيها كل من العقود الآجلة، عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات، بينما السوق الخارجية فيتم تداول عملات هذه الدول في شكل عقود غير قابلة للتسليم NDF و NDO. بالنسبة للدول التي لا يتم تداول عملاتها في الأسواق الخارجية، نلاحظ أنها تسمح لغير المقيمين بالتعامل في أسواق صرفها لغرض التحوط كإندونيسيا والهند، وتفرض نفس هذا الشرط على المقيمين. هذا يعني أن هاتين الدولتين تحصران التعامل في الأسواق الآجلة والمشتقة في عمليات التحوط لا غير.

فيما يخص طبيعة العملة المحلية، نجد أن عملات هذه الدول قابلة للتحويل الجزئي، وهو ما لا يتيح للمتعاملين استخدامها في المعاملات الدولية إلا في حالات معينة مثل وجود اتفاقيات ثنائية أو متعددة لاستخدام العملات المحلية. إلى جانب ذلك، نجد أن كل دول هذه المجموعة تفرض على المتعاملين إعادة توطيّن حصيلّة الصادرات والتنازل عنها أو جزء منها للبنك المركزي مع وضع رقابة شديدة على تسوية المعاملات غير المنظورة والتحويلات الجارية، وهو ما يلغي إمكانية استخدام المتعاملين في هذه الإقتصادات لتقنيات التحوط الداخلية.

الفرع الرابع: المجموعة الرابعة

تضم هذه المجموعة كل من ماليزيا، باكستان، الفيليبين وبولونيا، وتتميز هذه الإقتصادات من حيث منتجات التحوط وطبيعة العملة المحلية بما يلي:

- يتميز سوق الصرف في هذه الإقتصادات بسيولة متوسطة ويتم فيه تداول معظم المنتجات الموجهة للتحوط مثل العقود الآجلة، عقود المبادلة والخيارات؛
- السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف في بعض الدول أو يتم تداول عملات هذه الدول في الأسواق الخارجية في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛
- العملة المحلية تتمتع بقابلية التحويل الجزئي فيما عدا ماليزيا التي تتمتع عملتها بقابلية التحويل الكلي في الداخل، وبولونيا التي تتمتع عملتها بقابلية التحويل الكلي؛
- وجود قيود تشريعية تحد من قدرة الشركات على استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية.

ويمكن تلخيص خصائص منتجات التحوط المتوفرة في هذه الدول في الجدول التالي:

الجدول رقم (91): خصائص منتجات التحوط المتوفرة في أسواق صرف دول المجموعة الرابعة

السوق الخارجي offshore		السوق الداخلي onshore		البلد
خيارات أو NDO	عقود آجلة أو NDF	الخيارات	العقود الآجلة و عقود المبادلة	
السوق الخارجي للعملة الماليزية مقابل الدولار غير متاح منذ إقرار قيود على حركة رأس المال في 1 سبتمبر 1998 وهو ساري المفعول إلى حد الآن.		سيولة متوسطة، موجهة للتحوط والاستثمار، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة متوسطة، يشترط من المقيمين استخدام المنتج للتحوط، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	ماليزيا
متوفرة والطلبات تدرس حالة بحالة	غير متوفرة	متوفرة مقابل العملات الرئيسية، الطلبات تدرس حالة بحالة.	سيولة متوسطة، منتجات موجهة للتحوط بالنسبة للمقيمين، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	باكستان
الخيارات غير القابلة للتسليم أكثر سيولة من سوق الخيارات في سوق الفيليبين.	متوفرة حتى سبعة سنوات.	سيولة ضعيفة، تدرس الطلبات حالة بحالة.	سيولة متوسطة، يسمح للمقيمين وغير المقيمين بالتعامل في السوق بشرط إرفاق طلب شراء العملة الاجنبية بوثائق تحدد من قبل البنك المركزي.	الفيليبين
العقود غير القابلة للتسليم غير موجودة		سيولة متوسطة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة متوسطة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	بولونيا

Source: HSBC: "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com, accessed April 20, 2015.

من الجدول نلاحظ أن أسواق صرف هذه الدول تتميز بسيولة متوسطة مع وضع قيود كثيرة أمام غير المقيمين، إلى جانب عدم تمتع عملائهم بقابلية التحويل الكلي. بالنسبة للقيود المفروضة على حرية الأعوان الإقتصاديين بالتصرف في ديونهم ودمهم بالعملة الأجنبية، نلاحظ أن كل الدول فيما عدا بولونيا تتبنى تلك القيود مما يجعل إمكانية استخدام تقنيات التحوط غير ممكنة في هذه الإقتصادات.

الفرع الخامس: المجموعة الخامسة

تمتاز هذه الدول بوجود منتج واحد للتحوط من خطر الصرف والمتمثل في العقود الآجلة، أو أن هناك منتجات أخرى متداولة إلا أنها تتميز بسيولة ضعيفة جدا، وتختلف هذه الدول من حيث قابلية تحويل العملة وتطبيق القيود على المعاملات في سوق الصرف، وضمن هذه المجموعة نجد كل من البيرو، مصر، المغرب، الإمارات العربية المتحدة.

الجدول رقم (92): خصائص منتجات التحوط المتوفرة في أسواق صرف دول المجموعة الخامسة

السوق الخارجي offshore		السوق الداخلي onshore		البلد
خيارات أو NDO	عقود آجلة أو NDF	الخيارات	العقود الآجلة و عقود المبادلة	
متوفرة في سوق نيويورك. سيولة ضعيفة.	متوفرة، ويقدر حجم التداول اليومي بـ175 مليون دولار.	غير متوفرة	سيولة ضعيفة، بالنسبة للعقود التي يزيد أجلها عن سنتين فهي تعامل حالة بحالة بحسب السيولة المتوفرة. لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	البيرو
غير متوفرة	متوفرة، سيولة ضعيفة، وحجم التداول اليومي 10 مليون دولار.	غير متوفرة	سيولة ضعيفة، موجهة للتحوط. لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	مصر
غير موجود		سيولة ضعيفة جدا، تركيز على الدولار، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	سيولة ضعيفة، يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق. الآجال التي تزيد عن سنتين تكون تحت الطلب.	الإمارات العربية المتحدة
غير متوفر		غير متوفر	يتميز سوق صرف الآجل بضعف السيولة، لا يسمح لغير المقيمين بالتعامل في السوق.	المغرب

Source: HSBC: "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com, accessed April 20, 2015.

من الجدول نلاحظ أن هذه الدول تتميز بعدم توفر منتجات التحوط بالشكل اللازم، وهذا ينطبق على كل من الإمارات والبيرو، بالرغم من أن عملتيهما تتمتعان بقابلية التحويل الكلي، ولا يمارسان قيود على توطين حصيلة الصادرات أو التنازل عنها للبنك المركزي. ولا تعني قابلية التحويل عملة البيرو كثيرا للمتعاملين الإقتصاديين بسبب مستوى الدولار في هذا الإقتصاد، أما بالنسبة لعدم تطور تقنيات التحوط في الإمارات العربية المتحدة فيمكن إرجاعها بشكل أساسي إلى نظام الصرف المطبق، حيث أنها لا تزال تربط قيمة الدرهم الإماراتي بالدولار الأمريكي، وهو ما انعكس على درجة خطر الصرف في هذا الإقتصاد التي تتميز بالضعف.

المبحث الثالث: سبل تطوير تقنيات التحوط في الدول الناشئة

من خلال ما سبق توصلنا إلى أن المتعاملين الإقتصاديين في الدول الناشئة يفتقرون للأدوات الداخلية لإدارة خطر الصرف، كما أن مستوى تطور التقنيات الخارجية لا يماثل التطور الذي وصلت إليه في الدول المتقدمة مما يجعل الكثير من المتعاملين وخصوصا غير المقيمين غير قادرين على استخدامها. ونظرا لارتباط درجة تطور تقنيات التحوط بأنواعها المختلفة بالمناخ الإقتصادي والتشريعي والسياسات المطبقة في إقتصاد ما، نجد أن سبل تطوير هذه التقنيات يحدده إصلاح سياسات الصرف وإضفاء أكثر مرونة في إدارة سعر الصرف في هذه الدول، ورفع القيود عن حركة رؤوس الأموال وأخيرا الاستخدام الدولي للعملة المحلية. انطلاقا مما سبق، وأخذا بعين الاعتبار إمكانيات الدول المعنية وقدراتها التنظيمية وتطورها المالي، نجد أن تطوير مختلف التقنيات ممكن في هذه الإقتصادات، وهو في حد ذاته يمثل فاصلا محوريا للانتقال بها إلى مصاف الإقتصادات المصنعة الحديثة والتي أصبحت تضم العديد من الدول الناشئة من الجيل الأول.

المطلب الأول: سبل تطوير تقنيات التحوط الداخلية

يرجع اهتمامنا بضرورة توفير إمكانية استخدام التقنيات الداخلية في إدارة خطر الصرف في الإقتصادات الناشئة إلى التكلفة المترتبة عن استخدام التقنيات الخارجية للتحوط من خطر الصرف. ومن خلال تقييم مختلف التقنيات المتوفرة في الدول الناشئة، لاحظنا أنها تعاني من عدم قدرة الشركات على استخدام التقنيات الداخلية بسبب من جهة، عدم استخدام عملتهم المحلية في المعاملات الدولية، ومن جهة أخرى، التشريعات التي تعيق استخدام كل من المقاصة وتسيير آجال التسوية. وعلى هذا الأساس، فإن توفير تقنيات التحوط الداخلية يمر اضطرابيا بتدويل العملة المحلية في إطار تطبيق سياسات تحفز وتزيد من فرص استخدام هذه العملات في المعاملات الدولية، وأيضا من خلال إلغاء بعض التشريعات التي تحد من حرية الأعوان الإقتصاديين وقدرتهم على إدارة ذممهم وديونهم بالعملة الأجنبية.

الفرع الأول: تطبيق السياسات التي تحفز الاستخدام الدولي لعملات الدول الناشئة

من بين السياسات والآليات التي تساعد على تدويل عملات الدول الناشئة وزيادة نسبة استخدامها في المعاملات الدولية، نذكر الاعتماد على عقود مبادلة العملة ما بين البنوك المركزية Currency SWAP أو ما يعرف أيضا بعقود مبادلة السيولة Liquidity SWAP، وتوفير منافذ لاستثمار هذه العملات خارج أسواقها النقدية والمالية من خلال المشاركة الفعالة في أسواق الإصدارات الدولية وسوق العملات الخارجية.

أولا- إبرام اتفاقيات عقود مبادلة السيولة فيما بين البنوك المركزية: أولى عقود مبادلة السيولة التي تم تداولها كانت في بداية الستينات فيما بين البنك الفيدرالي الأمريكي والبنوك المركزية للدول الصناعية مثل فرنسا، إنجلترا واليابان بغرض توفير السيولة، ثم اقترن ظهور هذه الممارسات بمحذوث مشكل سيولة على المستوى الدولي، فعلى سبيل التلليل نجد أن هذه التقنية رجعت بقوة في أعقاب أزمة سنة 2008 وأبرمت العديد من العقود فيما بين البنوك المركزية للدول الصناعية مثل البنك الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان... الخ. ابتداء من هذه الأزمة، أصبح هذا المنتج يستخدم فيما بين الدول الناشئة لتنشيط التجارة البينية، والتخفيف من هيمنة الدولار الأمريكي على إقتصاداتهم، إلا أن هذا الاستخدام يبقى قليل ولا يرقى لمستوى النمو الذي عرفته هذه الدول. وتعتبر عقود المبادلة آلية مهمة جدا للتدويل التدريجي لعملات الدول الناشئة، وزيادة نسبة استخدامها في المعاملات الدولية.

أ- تعريف عقود مبادلة السيولة: تتمثل عقود مبادلة السيولة في اتفاق بين بنكين مركزيين، تكون عملة أحدهما على الأقل عملة دولية، على مبادلة عملتيهما وفقا لشروط وضمانات يرونها ملائمة. والغرض من ذلك، تمكين البنك المركزي المعني بالعملية من توفير السيولة (العملة الأجنبية) بشكل مؤقت للبنوك التجارية التي تقع تحت سلطته لتلبية احتياجات الإقتصاد من هذه العملة¹.

من التعريف السابق، نستخلص أن عقود مبادلة السيولة هي عبارة عن اتفاق بين بنكين مركزيين على مبادلة عملتيهما خلال فترة زمنية محددة ووفقا لشروط يتم تحديدها مسبقا، والغرض من ذلك، هو تجنب مخاطر السيولة التي يمكن أن تتبع الأزمات المالية التي تعصف بمختلف الدول وعلاج تأثيراتها السلبية. بهذا المفهوم، نجد أن هذه المنتجات لا تختلف عن عقود المبادلة التي تم تعريفها في الفصل الثاني إلا من حيث الأطراف المشاركة والهدف منها:

- الاختلاف الأول: الطرفين المتعاقدين عبارة عن بنكين مركزيين؛

- الاختلاف الثاني: الهدف من وراء الاتفاق هو توفير السيولة بشكل مؤقت لإقتصاد معين.

¹ Christophe Destais : "Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System", Research and expertise on the World Economy (CEPII), Policy Brief No 5, September 2014, p2, available on CEPII web site, http://www.cepii.fr/PDF_PUB/pb/2014/pb2014-05.pdf, consulté le 20,10, 2014.

ما يعاب عن التعريف أيضا، أنه اشترط أن تكون إحدى العملات في العقد عملة دولية، ويمكن إرجاع سبب ذلك إلى كون هذه العقود ارتبطت بمشكل السيولة الذي قد يعاني منه إقتصاد معين من عملة دولية ما، وبالتالي فإن العقود الأولى التي أبرمت في ستينيات القرن الماضي كانت فيما بين البنك الفيدرالي الأمريكي وبعض البنوك المركزية الأوروبية، وكان الدولار متواجدا في كل العقود التي أبرمت. غير أن الممارسات في السنوات القليلة الماضية، أثبتت أن العديد من العقود أُبرمت بدون أن يكون الدولار أو عملة دولية أخرى طرفا في العقد، نذكر على سبيل المثال العقود التي تمت بين بنك الشعب الصيني منذ سنة 2008 مع العديد من البنوك المركزية للدول الناشئة مثل المكسيك البرازيل الهند، ماليزيا... الخ وسميت هذه العقود بعقود مبادلة العملة المحلية Local Currency Swap Agreement. وبالتالي فإن هذا النوع من العمليات لم يعد الهدف منه توفير السيولة بعملة دولية، وإنما يهدف إلى توفير السيولة بعملة أخرى حتى وإن لم تكن دولية قصد تنشيط التجارة البينية.

ويمكن تعريف عقود مبادلة السيولة أيضا، بأنها من أنواع عقود مبادلة العملة Currency Swap تستخدم من قبل بنك مركزي لتوفير السيولة بعملته المحلية لبنك مركزي آخر أو لبنوك مركزية أخرى، أو أنها عبارة عن عملية تبادل آني فيما بين البنوك المركزية لخطوط اقتراض بالعملات المحلية¹.

يصنف التعريف السابق هذا النوع من العقود، بأنه ينتمي لعقود مبادلة العملة، التي تعني مبادلة عملتين لفترة زمنية محددة مع إعادة تبادلها في الأجل المتفق عليه. والهدف من وراء ذلك، هو توفير عملة معينة للمتعاملين الإقتصاديين قصد استخدامها في معاملاتهم التجارية والمالية مع الدولة التي تقوم بإصدارها. وعلى أساس ما سبق، يمكن تعريف عقود مبادلة السيولة، بأنها من أنواع عقود مبادلة العملة تمثل اتفاق بين بنكين مركزيين لتبادل عمليتهما خلال فترة زمنية محدودة، أو توفير خطوط اقتراض بالعملات المحلية قصد استخدامها من قبل المتعاملين الإقتصاديين في تسوية معاملاتهم مع تلك الدولة، وتنشيط التجارة الخارجية البينية.

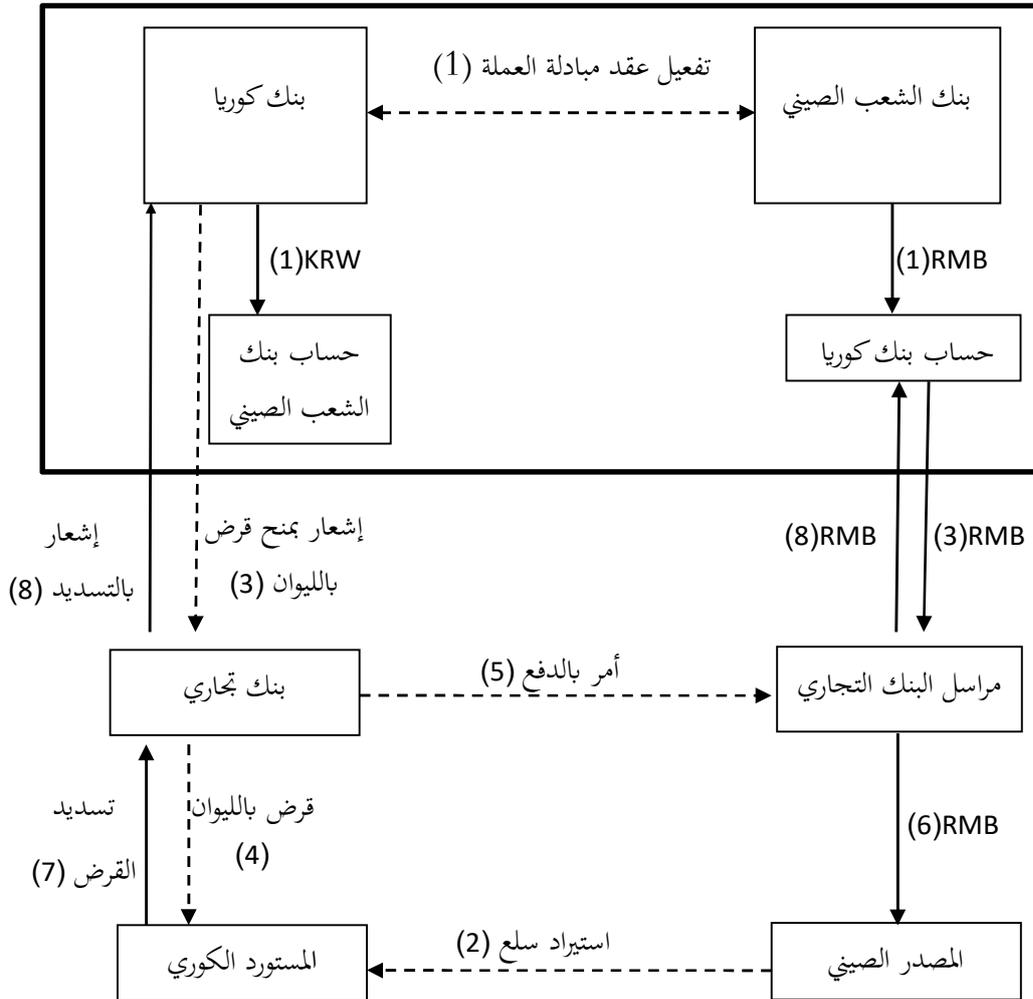
إن التعريف السابق إضافة لتحديده لنوع وطبيعة هذه العقود من حيث أنها عقود تبادل عملة، يركز على أنها إتفاق يوقع بين محافظي البنكين المركزيين، ويتم فيه تحديد كل من المبالغ، الآجال ومعدلات الفائدة، قصد توفير عملة معينة للمتعاملين الإقتصاديين، لاستخدامها في تسوية المعاملات المالية والتجارية. وعادة ما تستخدم هذه الآلية في عملية تدويل العملة أو لإنعاش وتنمية التجارة الخارجية بين دوليتين.

ب- مراحل عقد المبادلة:

يمكن توضيح مراحل عقد مبادلة السيولة أو ما يعرف بعد مبادلة العملة المحلية في الشكل البياني التالي:

¹ Pauline Bourgeon et Jérôme Sgard : " Les swaps de devises entre banques centrales : une méthode nouvelle de régulation du système monétaire international", centre de recherches internationales, sciencespo, Decembre 2012, p3.

الشكل رقم(36): عقد مبادلة السيولة بين بنك الشعب الصيني وبنك كوريا



Source: Simon Mundy: "South Korea and China to use 60 bn\$ current swap deal for trade finance", forum on emerging market (beondbrics), comment, blogs, available on Financial Times web site, <http://blogs.ft.com/beyond-brics>, consulted on 24-05-2013.

يبين الشكل من جهة كيفية الاتفاق على عقد مبادلة السيولة، ومن جهة أخرى كيف يستفيد منه

المتعاملين الإقتصاديين:

-**مرحلة الاتفاق:** بمجرد اتفاق محافظي البنكين المركزيين على شروط العقد من حيث المبلغ، معدلات الفائدة والمدة يتم التوقيع على العقد والبدأ في إجراءات تنفيذ الاتفاق. أولى هذه الإجراءات تتمثل في قيام البنكين المركزيين بفتح حساب بعمليتهما المحلية للبنك المركزي الآخر (المرحلة 01). ويتم تحديد قيمة المبلغين المسجلان في حسابات البنكين المركزيين، على أساس سعر الصرف الحاضر المسجل يوم الاتفاق، بالنسبة للعقد الموقع بين بنك الشعب الصيني وبنك كوريا فإن المبلغ المتبادل يقدر بـ 360 مليار ليوان صيني و 64 مليار وون

كوري 60، وهو ما يعادل مليار دولار¹. ويمكن اعتبار المبالغ السابقة، خطوط اقتراض مفتوحة بشكل متبادل توضع تحت تصرف البنوك التجارية الموجودة تحت وصاية البنكين المركزيين لتمويل عمليات التجارة الخارجية.

-مرحلة الاستغلال: الهدف من توقيع عقد مبادلة العملة المحلية هو توفير السيولة للمتعاملين الإقتصاديين في كلا البلدين لتمويل العمليات التجارية البنينة. بالنسبة لكيفية استخدام هذه العقود، فبمجرد إنجاز معاملة تجارية (المرحلة (2)) بين المتعاملين في هاتين الدولتين، وبرغبة منهما، يتوجه المستورد (الكوري في هذا المثال) لأحد البنوك في كوريا لطلب قرض بالليون الصيني (المرحلة (3) و(4))، ويقوم بتسديد ما عليه للمصدر الصيني (المرحلة (5) و(6))، ثم في المرحلة (7) و (8) يقوم بتسديد القرض الذي تحصل عليه. ومما سبق نلاحظ أن عقود مبادلة السيولة تسمح للمصدر بفرض عملته المحلية في المعاملات التجارية الدولية، وهو ما يمكن اعتباره اتاحة تقنية هامة في ادارة خطر الصرف أمام المتعاملين الإقتصاديين.

-مرحلة إنهاء المبادلة أو تجديد العقد: عند انتهاء الفترة المتفق عليها، يتم إنهاء الاتفاق إما بزيادة الأجل، إذا كان هناك طلب على العملات محل العقد من قبل المتعاملين الإقتصاديين، أو بإنهاء المبادلة من خلال القيام بعملية عكسية للعملية الابتدائية، أي إرجاع المبالغ المتبادلة، وكل بنك مركزي يتحصل على العملة التي قدمها في البداية، ويتم استخدام سعر الصرف الآجل لتحديد المبالغ المتبادلة في نهاية العملية.

فيما يخص مدة الاتفاق فهي عادة لا تزيد عن الثلاث سنوات، وتعتبر مدة سنتين من المدد الأكثر استخداما، وينص عادة الاتفاق على إمكانية تجديد العقد إذا ما كان هناك طلب على هذه العملات. ويعتبر الهدف من هذه المبادلة، هو توفير السيولة بعملة معينة في إقتصاد معين، وهو ما يميزها عن المفهوم الشائع لعقود مبادلة العملة المستخدمة فيما بين الشركات والتي تستخدم على وجه الخصوص بغرض التمويل والتحوط. وما تجدر الإشارة إليه، أن هذه العقود قد تكون ثنائية إذا جمعت العملية بنكين مركزيين، وقد تكون اتفاقيات مبادلة متعددة إذا جمعت بين أكثر من بنكين وهو حال المبادلات التي تتم بين بنوك مركزية داخل نفس التكتل الإقتصادي مثل الميركوسور بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية وأسيانا بالنسبة للدول الآسيوية.

ج-أركان عقد المبادلة: سواء كان العقد ثنائيا أو متعدد، فإنه يتم تحديد العناصر التالية في الاتفاق:

1-حجم المبادلة: نقصد بحجم المبادلة المبلغ المراد مبادلته فيما بين البنكين المركزيين، ويؤخذ بعين الاعتبار لتحديد المبلغ سعر الصرف الحاضر يوم التوقيع على الاتفاقية فيما بين محافظي البنكين.

2-مدة العقد: كما تم ذكره سابقا، فإن المدد الأكثر استخداما في هذه العقود هي تلك العقود التي تمتد لسنتين، كما يمكن للبنكين الاتفاق على آجال أطول أو أقصر حسب الحاجة والظروف. وما يميز هذه الاتفاقيات أنها قابلة للتجديد، ويأخذ هذا القرار بعين الاعتبار حالة الطلب على العملات المعنية بالمبادلة.

¹ Simon Mundy: "south corea and china to use 60 bn\$ current swap deal for trade finance", forum on emerging market (beondbrics), comment, blogs, available on financial times web site, <http://blogs.ft.com/beyond-brics>, consulted on 24-05-2013.

على سبيل التوضيح، إذا لاحظ البنكين المركزيين في العرض السابق، أن هناك طلب على العملتين محل العقد، فإنهما سيقومان بتمديد العقد بنفس الشروط، أما إذا لاحظا بأن الطلب لا يستلزم مثل ذلك الاتفاق، فلن يتم تجديد العقد. في حالة وجود إقبال كبير على هذه العملات، هنا يقوم البنكين المركزيين بالاتفاق على عقد جديد بمبلغ أكبر حتى يتم تلبية الطلبات المتزايدة على العملات محل العقد.

3- الغرض من العقد: تشكل عقود مبادلة العملات آلية إضافية لضمان الاستقرار المالي الدولي، وتقدم فرصا لجذب السيولة المالية من خلال توسيع إمكانية استعمال العملات نادرة الاستخدام *exotic currency* في سوق المعاملات الدولية، وهو ما يسهم في تطوير العلاقات الثنائية وتنمية التجارة البينية المباشرة فيما بين البلدين أو المجموعة، وتقليل مخاطر تبادل هذه العملات وتكاليف التحويل¹. إضافة إلى ما سبق، يمكن القول أن هذه الاتفاقيات سوف تؤدي إلى التخلص التدريجي من هيمنة الدولار على المعاملات التجارية والمالية العالمية بين الدول.

ثانيا- تطوير سوق أدوات الدين الخارجية: يمثل سوق أدوات الدين عامل حاسم في عملية تدويل العملة لتوفيره منافذ لتوظيف العملات المحلية المحتفظ بها لدى غير المقيمين.

أ- مفهوم أسواق الدين الخارجية: يشمل سوق أدوات الدين الخارجية، مختلف الإصدارات التي تقوم بها الشركات والهيئات الرسمية خارج الحدود الإقليمية لنشاطها، وبعملتها المحلية، ووجود أسواق دين تتسم بالعمق والسيولة يزيد ويدعم من حظوظ العملة في أن تقبل في المعاملات الدولية.

ب- أهداف تطوير أسواق الدين الخارجية: يجب أن تعمل السلطات في الدول الناشئة على زيادة السيولة في أسواق الأوراق المالية بصفة عامة والسندات الحكومية بصفة خاصة من خلال رفع القيود المفروضة على الأجانب لتداول هذه الأوراق والسندات وتوفير المناخ المناسب لاستثماراتهم، كما يجب عليها أن تعمل على تنويع هذه الأدوات لتتمكن من استقطاب المستثمرين المحليين والدوليين على حد سواء. ووصول السلطات في الدول الناشئة إلى زيادة السيولة والعمق في الأسواق المالية² سوف يزيد في إقبال غير المقيمين على الاحتفاظ بالعملية المحلية، وهو ما يسمح للمتعاملين الإقتصاديين في هذه الدول على استخدامها في معاملاتهم الدولية وتفاذي جزء من مخاطر الصرف. بعبارة أخرى فإن وجود سوق نشط وسائل لأدوات دين يسمح بتوفير منافذ لتوظيف الفوائض المالية المحتفظ بها لدى غير المقيمين بهذه العملة، ومن ثم تحفيزهم على التعامل بها في المعاملات الدولية المختلفة تجارية كانت أو مالية.

¹ OCDE : "Le dynamisme croissant de la coopération Sud-Sud", dans Coopération pour le développement 2014 : Mobiliser les ressources au service du développement durable, Éditions OCDE, 2015, p58.

² سوار براساد ولي اييه: "هل يسيطر اليونان؟"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 49 رقم 01 صندوق النقد الدولي، وم، أ، مارس 2012، ص27.

ثالثاً- خلق سوق العملات الأجنبية الأوروبية: سوق العملات الأجنبية الأوروبية Euro-devises هو سوق ودائع وقروض بعملة معينة لدى بنوك متواجدة خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية¹، أو أنه ذلك السوق الذي تقوم فيه البنوك باقتراض وإقراض عملات تختلف عن عملة البلد الذي تزاول فيه نشاطها لمدد قصيرة.

إن اقتران عبارة الأوروبية بالمعاملة يرجع لأسباب تاريخية، فأولى المعاملات في هذا السوق تمت على الدولار في دول أوروبية، مما يعني أن اللفظ لا علاقة له بجغرافية المعاملة، ويهدف هذا السوق إلى توفير التمويل بعملات أجنبية، واستقبال الودائع بمختلف أنواعها من أطراف عادة لا تكون مقيمة في البلد الذي ينشط فيه البنك، وبالتالي فهو يوفر منافذ للتوظيف لمن يحتفظ بتلك العملة خارج بلد إصدارها. ولقد عرف هذا السوق تطوراً كبيراً منذ ظهوره في منتصف الخمسينات، ومس كل العملات الدولية مثل الين الياباني، الجنيه الإسترليني، المارك الألماني.... الخ.

ويعتبر السوق مهم جداً للدفع بعملية تدويل عملة ما وقبول استخدامها من قبل المتعاملين الدوليين، على أساس أنه يوفر لهم منافذ لتوظيف واقتراض تلك العملة في الأسواق النقدية الدولية. بعبارة أخرى فإن التعامل بعملة معينة ضمن هذا السوق يوفر من جهة لمن يحتفظ بها منافذ توظيف قصيرة الأجل تتلاءم وإدارة الخزينة، مثل الودائع لأجل وشهادات الإيداع، ومن جهة أخرى توفير إمكانية اقتراض هذه العملة وتمويل العمليات التجارية المحررة بها.

رابعاً- تجربة الصين في تدويل عملتها المحلية:

أ- في مجال عقود مبادلة السيولة: إنَّ استخدام الدول الناشئة لعقود مبادلة السيولة جاء متأخراً ولم يعرف في العديد من الحالات تطوراً كمياً مهماً يعبر عن حجم التجارة البينية فيما بين هذه الدول. ولقد كانت الصين من الدول الرائدة في هذا المجال من خلال إبرام مجموعة من العقود مع عدد كبير من البنوك المركزية منذ سنة 2008، وقدر حجم هذه العقود في نهاية 2013 بأكثر من 855.5 مليار ليوان وهو ما يعادل 100 مليار دولار، ويمكن توضيح تطور حجم عقود مبادلة العملة المحلية في الجدول التالي:

الجدول رقم (93): تطور عقود مبادلة العملة المحلية بين سنتي 2008 و2013

التعيين	2008	2009	2010	2011	2012	2013
حجم العقود الموقعة أو المجددة (مليار ليوان)	180	650	803.5	1300	1655	855.5
عدد الدول المعنية	1	6	8	14	18	7

المصدر: حسابات الباحث اعتماداً على تقارير متنوعة من موقع بنك الشعب الصيني:

<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/index.html>

¹ جبار محفوظ وعمر عبده سامية، مرجع سبق ذكره، ص76.

من خلال الجدول نلاحظ أن هناك تطور ملحوظ في اعتماد هذه الآلية في الصين سواء من حيث عدد العقود التي انتقلت من عقد واحد سنة 2008 إلى 18 عقد في سنة 2012 ثم 7 عقود في سنة 2013 أو من حيث حجم المبالغ الذي ارتفع من 180 مليار ليوان إلى 1655 مليار ليوان في سنة 2012 و855.5 مليار ليوان في سنة 2013. ويمكن عرض أهم خمسة عقود موقعة بين بنك الشعب الصيني والبنوك المركزية المختلفة في الجدول التالي:

الجدول رقم (94): أهم خمسة عقود مبادلة عملة محلية موقعة من قبل بنك الشعب الصيني

البنك المركزي	تاريخ التوقيع على الاتفاقية	حجم العقد (مليار ليوان)
السلطات النقدية لهونغ كونغ	22 نوفمبر 2011	400
بنك كوريا	26 أكتوبر 2011	360
البنك المركزي الأوروبي	09 أكتوبر 2013	350
البنك الاحتياطي الأسترالي	22 مارس 2012	200
البنك المركزي البرازيلي	21 جوان 2012	190

المصدر: حسابات الباحث اعتمادا على تقارير متنوعة موقع بنك الشعب الصيني

<http://www.pbc.gov.cn/english/130721/index.html>

لقد ساهمت هذه العقود في زيادة الاستخدام الدولي لليوان في المعاملات التجارية فيما بين الصين والدول الموقعة عليها، على أساس أنها وفرت للمتعاملين الإقتصاديين في هذه الدول العملات المحلية مما أتاح لهم إمكانية عدم استخدام العملات الدولية، ولقد تنوعت الدول الموقعة على هذه العقود بين دول متقدمة ودول ناشئة مما يعني أن المصدرين الصينيين على وجه الخصوص يستطيعون فرض عملتهم المحلية في حالة انجاز معاملة تجارية مع هذه الدول.

ب- في مجال خلق وتطوير سوق الدين الخارجي: من بين التجارب الرائدة في هذا المجال لدى الدول الناشئة، نجد أيضا التجربة الصينية منذ سنة 2007 في بعث وتطوير سوق أدوات الدين الخارجية والتي لاقت نجاحا كبيرا في السنوات القليلة الماضية. فابتداءً من جويلية 2007 سمحت الصين بإصدار سندات باليوان في هونغ كونغ. وعرفت هذه السندات بتسمية **ديم سام DimSum***. تم إصدار أول سند في جويلية 2007 من طرف بنك التنمية الصيني بقيمة 5 مليار ليوان لمدة 3 سنوات وبمعدل فائدة ثابت بـ3%. ومنذ ذلك التاريخ تتالت الإصدارات ونمت سواء في العدد، الحجم أو المعينين بالعملية. وتعتبر سنة 2010 الانطلاقة الفعلية للسوق،

* ديم سام هي أكلة شهيرة في هونغ كونغ.

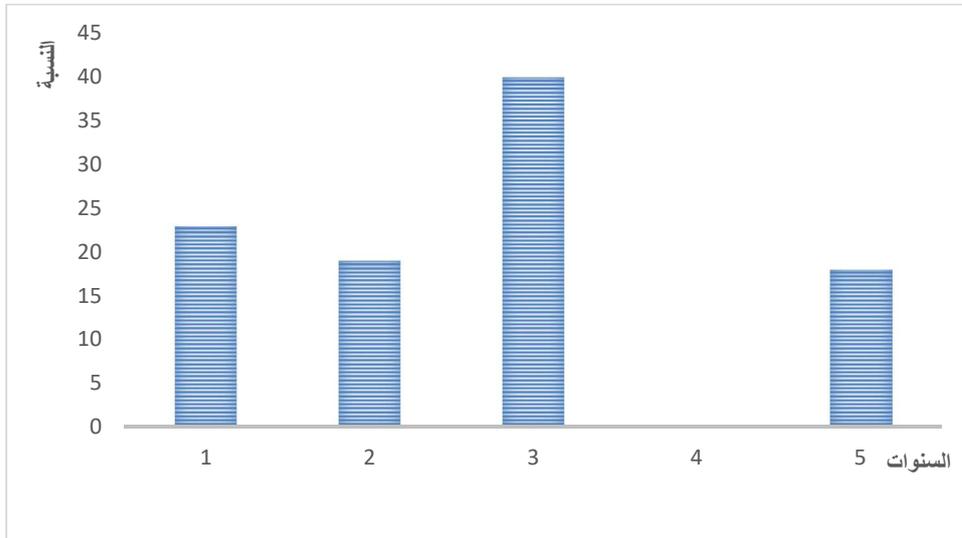
حيث إنتقل حجم الإصدار من 41 مليار ليوان إلى 214 مليار ليوان في نهاية نوفمبر 2011، أي بواقع نسبة نمو تفوق 420%¹.

وتتماز سندات ديم سام بالخصائص التالية:

-تنوع الجهات المصدرة للسندات: في الدراسة المنجزة من قبل Wiséam JP Morgan* في أفريل 2012 والمعنونة بديون الدول الناشئة *La dette émergente*، نجد أن أهم مصدري سندات ديم سام هم الشركات المالية وغير المالية الأجنبية والمحلية إلى جانب بعض الجهات السيادية والحكومية مثل وزارة المالية، البنوك المركزية والبنوك التجارية والمنظمات الإقليمية. ولقد عرف هذا السوق تطوراً كبيراً من حيث عدد المصدرين الذي ارتفع من 4 مصدرين سنة 2008 إلى أكثر من 350 مصدر سنة 2011².

-آجال الاستحقاق: يمكن تمثيل الآجال المستخدمة في إصدارات سندات ديم سام في الشكل التالي:

الشكل رقم(37): توزيع سندات ديم سام حسب أجل الاستحقاق



Source : J.P.Morgan:" *La dette émergente*", Paris, France, mars 2012, p30.disponible sur le site web de J.P.Morgan, www.wiseam.fr/dyn/biblios_fichiers/58/2012-04-02-dette-emergente-jp-morgan-wiseam.pdf, page consultée le 04-03-2014.

من الشكل نلاحظ أن أكثر من 84% من السندات المصدرة لا يتجاوز أجل استحقاقها الثلاثة سنوات، النسبة المتبقية تمثل السندات التي يصل أجل استحقاقها إلى 5 سنوات. ويعبر قصر الأجل المتداول في هذه

¹ J.P.Morgan:" *La dette émergente*", Paris, France, mars 2012, p30.disponible sur le site web de J.P.Morgan, www.wiseam.fr/dyn/biblios_fichiers/58/2012-04-02-dette-emergente-jp-morgan-wiseam.pdf, page consultée le 04-03-2014.

* Wiséam Jp Morgan تعتبر من بين أهم المؤسسات في مجال الخدمات المالية حيث أنها تقدم الحلول و الاستشارات المالية للعديد من المؤسسات في أكثر من 100 دولة. و تقدر الأصول المالية المدارة من قبل هذه الشركة بأكثر من 2.3 تريليون دولار للمزيد من المعلومات حول الشركة أنظر الموقع التالي: <http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/about>

² يمكن الحصول على معلومات أكثر من:

- Robert N. McCauley and others : "*Renminbisation des actifs internationaux de la Chine* ", Revue d'économie financière, Volume 95, Numéro 95, 2009.

- Miles Henderson: "*spotlight on the Dim Sum Bond Market*", Correlate Search (HK) Limited, Hong Kong, available on the Correlate Search website, http://correlatehk.com/en/pdf/insight/Spotlight_on_the_Dim_Sum_Bond_Market.pdf

السندات عن تحوف المستثمرين الدوليين من قيمة العملة الصينية، فالتوقعات تشير إلى احتمال إرتفاع هذه القيمة (كنتيجة لأداء الإقتصاد الصيني المتميز أو رضوخا للضغوطات الدولية) مما يجعلهم يواجهون خطر تحقيق خسائر صرف كبيرة قد تقضي على الفوائد المكتسبة من معدلات الفائدة، وهذا يعني من منظور النظرية الإقتصادية أن فروقات معدلات الفائدة وفروقات أسعار الصرف المتوقعة في المدى الطويل غير متعادلة وغير محفزة للاستثمار طويل الأجل.

ج- في مجال سوق العملة الخارجية: في منتصف عام 2010* سمح للمؤسسات المالية في منطقة هونغ كونغ بفتح حسابات مقومة بالليون، وكان هذا الإجراء بمثابة الإعلان عن خلق سوق ليوان خارجي يضاف إلى قائمة العملات المتعامل بها في سوق الأورو عملة أجنبية Euro-devises، ولقد أدى هذا الإجراء إلى ظهور عملة ثانية يتم تداولها جنبا إلى جنب مع العملة الأصلية للصين:

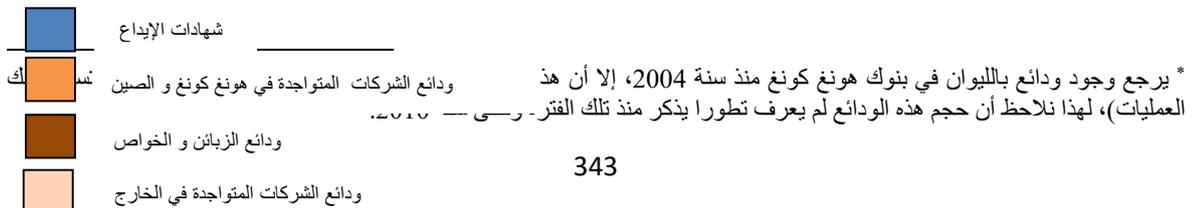
- العملة الأولى: هي الليوان المحلي الذي يرمز له دوليا بـ CNY والذي يعني الليوان الصيني وهو يستخدم حصريا داخل الحدود الإقليمية للصين ويتمتع بقابلية التحويل الجزئي. كما يمكن تداول هذه العملة في سوق الصرف الآجل ضمن ما يعرف بالعقود الآجلة غير القابلة للتسليم No-deliverable forward N.D.F.

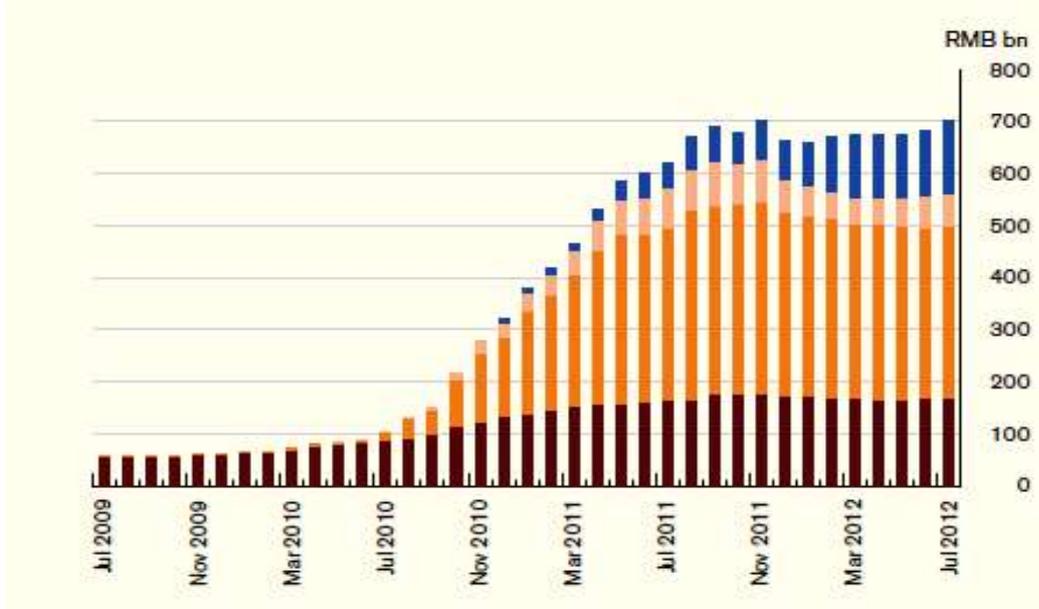
- العملة الثانية: هي الليوان الخارجي والذي يرمز له بـ CNH حيث بدأ التعامل بهذه العملة في 19 جويلية 2010 ويتم إصدارها من قبل السلطة النقدية بهونغ كونغ، وتتميز بأن قيمتها تتحدد على أساس العرض والطلب، تتمتع بحرية أكبر في التداول من العملة المحلية وقابلية التحويل الكلي.

ولقد اعتمدت الصين في بعث تجربة سوق العملة الخارجية، على ما يعرف بالمنطقة الاقتصادية النقدية الخاصة واختيرت هونغ كونغ لتكون مركزا لها. ولقد شهد هذا السوق تطورا كبيرا منذ سنة 2010، حيث أن حجمه تضاعف بأكثر من 100 مرة ليصل إلى 674 مليار ليوان أي ما يقارب 100 مليار دولار في نهاية شهر أفريل 2012 كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (38): تطور سوق الليوان الخارجي بين سنتي 2009 و 2012

مليار ليوان





Source: HKMA, “half-yearly monetary and financial stability report”, HKMA, Hong Kong, September 2012, p39.

من الشكل نلاحظ أن موارد السوق قد عرفت نمواً كمياً ونوعياً، فمن حيث الحجم نلاحظ أنها انتقلت من 54 مليار ليوان سنة 2009 إلى 700 مليار ليوان في نهاية جويلية 2012 أي بنسبة زيادة تفوق 1000%. غير أن هذا النمو لم يكن متماثلاً وموزعاً بالتساوي خلال هذه الفترة:

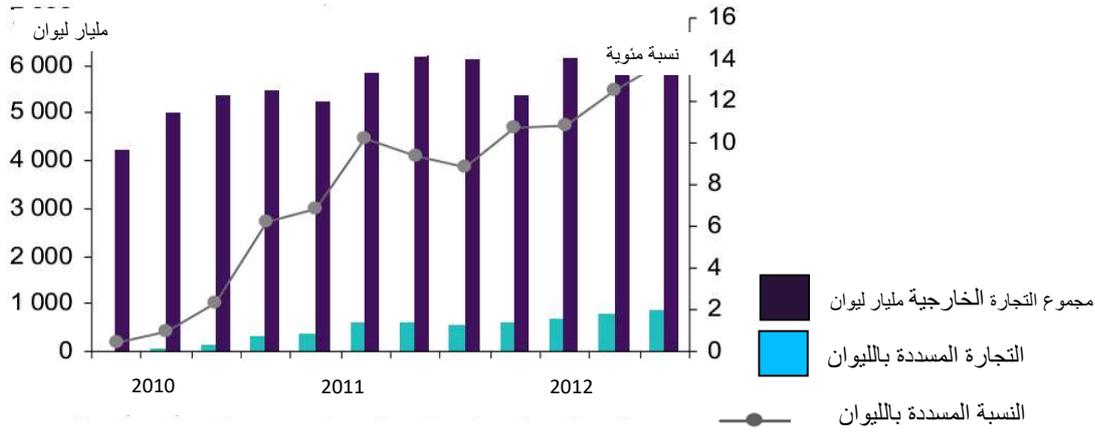
-المرحلة الأولى: تمتد هذه المرحلة من جويلية 2009 إلى جويلية 2010 عرفت فيها موارد السوق نسبة نمو لا تزيد عن 50%، كما أن الودائع كانت الشكل الوحيد المستخدم في التوظيف.

-المرحلة الثانية: تمتد هذه المرحلة من أوت 2010 حتى جويلية 2011، وتمثل المرحلة التي عرفت فيها موارد السوق نمواً كبيراً، حيث أنها انتقلت من 100 مليار إلى 700 مليار أي بنسبة زيادة تفوق 600%، ويرجع السبب وراء هذا النمو الكبير إلى إقرار التشريع الذي يسمح بتداول اللوان خارج الحدود الإقليمية للصين. كما نسجل في هذه المرحلة أيضاً التطور النوعي في طبيعة الموارد، حيث أنه ابتداءً من شهر ديسمبر 2010 ظهرت أولى شهادات الإيداع.

-المرحلة الأخيرة: تمتد هذه المرحلة من جويلية 2011 إلى جويلية 2012 وعرف فيها السوق ثباتاً نسبياً في حجم موارده إلا أن نسبة شهادات الإيداع إلى إجمالي الموارد ارتفعت من 6.5% إلى 20.7% وهو ما يعني تطور نوعي كبير في السوق.

د-تقييم التجربة الصينية في تدويل اللوان الصيني ونتائجها: من خلال تقييم التجربة الصينية نلاحظ أنه نتج عن تطبيق هذا البرنامج زيادة نسبة المعاملات المسددة باللوان لتصل في نهاية سنة 2012 إلى 14% من إجمالي التجارة الخارجية للصين، والتي يمكن تمثيلها في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (39): تطور استخدام الليوان في تسوية المعاملات الخارجية



Source :Bei Xu: "RMB, future monnaie asiatique en attendant d'être internationale?", Flash Economie n°163, Natixis, février 2012, p5, disponible sur le site web de Natixis, <https://www.research.natixis.com>, consulté le 06-03-2014 .

من الشكل نلاحظ أن استخدام الليوان في تسوية المعاملات التجارية إرتفع من 18 مليار ليوان في الثلاثي الثاني من سنة 2010 ليصل إلى 820 مليار ليوان في الثلاثي الرابع من سنة 2012. ونتيجة لزيادة استخدام الليوان في المبادلات التجارية، فقد أصبح يحتل الرتبة 13 على المستوى الدولي في قائمة العملات الأكثر استخداما في التسوية الدولية، بعدما كان سنة من قبل يحتل الرتبة 20¹.

لقد جعلت تجربة الصين في تدويل عملتها المحلية الشركات الصينية التي تفتقر معاملاتهما بالعملية المحلية غير معرضة لمخاطر الصرف. وهي بالتالي تعد نموذجا قابل للنسخ والتطبيق عند بعض الدول الناشئة، مثل المكسيك، البرازيل، الهند وجنوب إفريقيا لما تتمتع به من خصائص تسمح لها بتدويل العملة المحلية. بقية الدول التي لا تزال عملاتها بعيدة جدا عن متطلبات العملة الدولية، يمكنها أن تستخدم عقود مبادلة العملة للسماح لمؤسساتها في بعض العمليات من استخدام العملة المحلية.

الفرع الثاني: الإلغاء والتخفيف من القيود التشريعية

هناك العديد من التشريعات التي تعيق تطور المنتجات بمختلف أنواعها في سوق الصرف وتحد من إمكانية استخدام الشركات للتقنيات الداخلية على وجه الخصوص، لهذا فإن توفير هذه التقنيات يرتبط بإلغاء هذه التشريعات أو التخفيف منها. ومن خلال عرض تقنيات التحوط الداخلية المتوفرة في الإقتصادات الناشئة رصدنا تشريعين يعتبران السبب الرئيسي في عدم قدرة الشركات في معظم الدول الناشئة من استخدام كل من تقنية المقاصة وتقنية تسيير آجال التسوية، ويتمثل هذين التشريعين في:

- التشريع الخاص بفرض إعادة توطين حصيلة الصادرات؛

¹ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), op.cit, p2.

- التشريع الخاص بإلزام الأعوان الإقتصاديين بالتنازل عن حصيلة الصادرات إما للبنوك التجارية أو للبنك المركزي.

ويعتبر التشريعين السابقين السبب الرئيسي لعدم تمكن الشركات في كل من الصين، إندونيسيا، ماليزيا كوريا الجنوبية، تايلاند، كولومبيا، مصر، روسيا، الهند، باكستان، الفيليبين، البرازيل، جنوب إفريقيا والمغرب من استعمال كل من المقاصة وتسيير آجال التسوية في إدارة خطر الصرف. لهذا فإن تمكين تلك الشركات من استخدام تلك التقنيات لا يكون إلا من خلال إلغاء تلك التشريعات. وهو ما يجعل الشركات حرة في التصرف في موجوداتها بالعملة الأجنبية وغير مقيدة في إدارة خزينتها بتلك العملات، مما يسمح بترتيب آجال التسوية والعملات بشكل يجعلها قادرة على استعمال المبالغ المحصلة لتسوية المبالغ المستحقة من نفس العملة، في إطار تقنية المقاصة، أو إرجاء التسوية والإسراع في التحصيل (أو العكس) إذا كانت الشركة تتوقع ارتفاع في قيمة العملة، والعكس بالعكس في إطار ما يعرف بتسيير آجال التسوية.

وتمثل المقاصة في إدارة خطر الصرف الوسيلة الوحيدة لتخفيض تكاليف التحوط، وبالتالي الزيادة في فعالية هذه الإدارة. فالمقاصة كما سبق ذكره، تؤدي عند تطبيقها بشكل سليم ومدروس إلى تخفيض المبالغ المعرضة للخطر، وبالتالي يصبح المبلغ الواجب التحوط منه أقل وهذا ما يؤدي إلى تخفيض التكاليف. وتصلح تقنية المقاصة أكثر لدى الشركات التي تعتمد على التحوط الكلي، أو عندما تعتبر الجهة المكلفة بإدارة خطر الصرف مركز تكلفة.

أما تقنية تسيير الآجال فتتناسب مع الشركات التي تعتبر إدارة خطر الصرف مركز ربح، وبالتالي تحاول الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف.

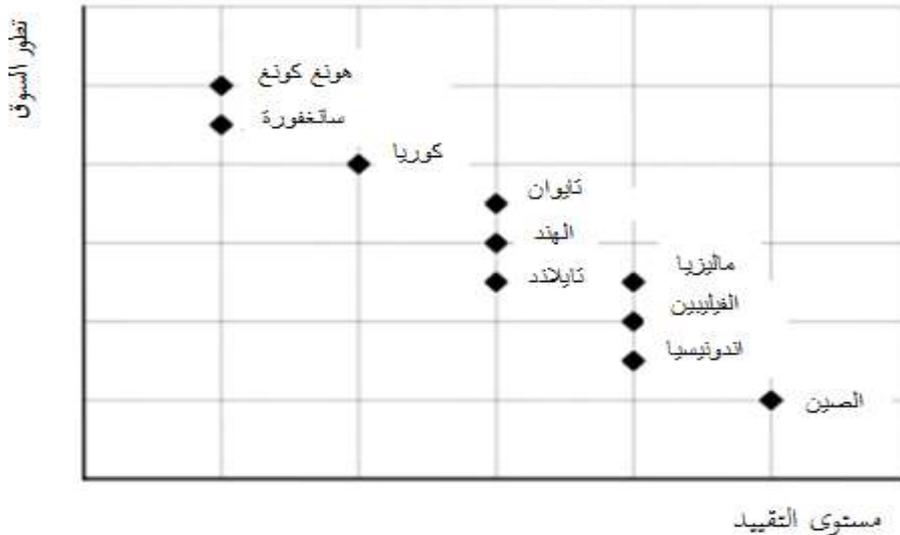
المطلب الثاني: سبل تطوير تقنيات التحوط في سوق الصرف المنظم

يرتبط تطور منتجات التحوط بشكل أساسي في السوق المنظم بطبيعة الأصل محل العقد وبمستوى تطور البنية التحتية للسوق المالي. فحتى تكون الأسواق المنظمة للمشتقات المالية فعالة ونشطة، يجب أن يتوفر إطار معين يضمن التداول السلس لتلك المنتجات. ويتمثل هذا الإطار، في ضرورة كون المنتج الأصلي (العملات في حالتنا) يتمتع بحرية التداول وقابلية التحويل، وغير مفروض عليه قيود من حيث إمكانية اتخاذ وضعيات مفتوحة من خلال المشاركة الإرادية من قبل كل المتعاملين الإقتصاديين، أما البنية التحتية فتتمثل في وجود سوق مالي وانتشار الثقافة الاستثمارية المالية، إلى جانب وجود نظام تداول إلكتروني يسمح بتداول المشتقات المالية، ونظام مقاصة يضمن فترة قصيرة لإتمام الصفقات.

الفرع الأول: إلغاء القيود التشريعية وتحقيق قابلية تحويل العملة المحلية

تمارس الدول الناشئة الرقابة على الصرف بمستويات مختلفة، وفي إطار هذه الرقابة هناك بعض الدول التي تسمح بتداول كل منتجات الصرف والبعض الآخر يمنع البعض منها أو يقيد تلك المعاملات، وفي ظل هذه الظروف المتباينة تطورت المنتجات المشتقة بشكل مختلف من بلد إلى آخر. فقد أكد Martin Hohensee و Kyungjik Lee في دراستهم الاستقصائية حول أسواق التحوط في آسيا، أن هناك علاقة بين تطور تقنيات التحوط ومستوى التقييد الذي تمارسه السلطات النقدية، فمن خلال الشكل الموالي نلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين مستوى التقييد وتطور أسواق التحوط، فالدول التي تفرض مستوى ضعيف من التقييد مثل هونغ كونغ وكونغ سنغافورة وكوريا، عرفت لديها أسواق التحوط تطورا أكبر من ذلك التطور الذي عرفته دول أخرى تمارس درجة أشد من التقييد، ووفقا للقاعدة السابقة، نجد في ذيل الترتيب الصين والتي تعتبر من أكبر الدول تقييدا لمعاملات الصرف.

الشكل رقم (40): العلاقة بين مستوى التقييد وتطور منتجات التحوط



Source: Martin Hohensee and Kyungjik Lee: "A survey on hedging markets in Asia: a description of Asian derivatives markets from a practical perspective", BIS Papers N°30, october 2006, p261.

وعلى أساس ما سبق يمكن ربط توفر هذه التقنيات وتطورها بتعديل بعض التشريعات، من خلال التخفيف منها أو الغائها، وفيما يخص طبيعة التشريعات الواجب مراجعتها والتخفيف منها فهي تختلف حسب درجة تطور مشتقات الصرف.

وعلى هذا الأساس فمن الضروري أن تقوم الدول الناشئة باستكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وإرساء آلية العمل المناسبة بالمشتقات المالية، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات:

- السماح للمتعاملين الإقتصاديين بتداول مشتقات الصرف؛
- تحديد الجهة المكلفة بمراقبة هذه العملية ومتابعتها؛

- التحديد الدقيق لطبيعة المنتجات المشتقة الممكن تداولها؛
- التحديد الدقيق للفئات التي يمكن أن تتعامل بالمشتقات مع التركيز على فئة المتحوظين؛
- التحديد الدقيق للجهات التي يسمح لها بإصدار مشتقات الصرف كأن تكون مؤسسات مالية متخصصة أو مؤسسات بنكية ذات ملاءة مالية عالية؛
- السماح لغير المقيمين بتداول المنتجات الآجلة خصوصا إذا كان بغرض التحوط وهو ما يؤدي إلى زيادة سيولة السوق؛
- فتح المجال أمام كل العمليات سواء كانت تجارية أو مالية للتحوط من خطر الصرف؛
- تحقيق قابلية تحويل العملة المحلية من خلال تحرير حركة رؤوس الأموال.

الفرع الثاني: تطوير البنية التحتية للسوق

تتمثل البنية التحتية لسوق الأوراق المالية في مكان التداول، آليات التداول ونظام المقاصة، التسوية والحفظ.

أولا-رفع كفاءة سوق الأوراق المالية وزيادة درجة الشفافية: يساهم وجود سوق أوراق مالية نشط في بلد ما من إمكانيات تلك الدولة لخلق المنتجات المالية المشتقة ومن بينها المتعلقة بأسعار الصرف كالمستقبليات والخيارات. هذه المنتجات المعروفة بمشتقات الصرف المتداولة في الأسواق المنظمة تعتبر خيار جيد للدول التي تتخوف من الآثار السلبية للمشتقات المالية على الإقتصاد، بسبب كونها تحت مرأى ومسمع السلطات النقدية في تلك الدولة، وتحت آلية الرقابة المعتمدة لديها.

وحتى تتمكن الدول الناشئة من خلق الشروط الملائمة لخلق هذه المنتجات يجب عليها الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية وزيادة الشفافية فيه.

أ-عوامل نجاح أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة: هناك مجموعة من العوامل التي ساهمت بطريقة مباشرة في النمو السريع الذي شهدته معظم أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة¹:

1-العوامل الخارجية: تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، ويمكن بإيجاز تحديد بعض هذه العوامل في النقاط التالية:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية؛
- الركود الإقتصادي وضعف الطلب على الأموال الواقع في الدول الصناعية منذ أوائل تسعينيات القرن الماضي؛

¹ عمر صقر: "العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2003، ص 113-120.

- التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي برحمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية؛
- الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي - مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين - خاصة وأن هذه الشركات تحتكر نصيبا متزايدا من الادخار العالمي.
- ولقد ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول الناشئة، على تحسين كفاءتها نتيجة الاحتكاك والاتصال المباشر بالشركات الأجنبية المالية والاستفادة من التكنولوجيا المتقدمة، وهو ما أدى بدوره إلى تخفيض المخاطر التشغيلية في السوق وساعد على جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.

2-العوامل الداخلية: بالرغم من أهمية العوامل الخارجية في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة، إلا أن العوامل الداخلية، أو ما اصطلح على تسميته بعوامل الجذب، ساعدت هي الأخرى في تسريع عملية الانتقال والتطور، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

- سياسات الإصلاح الإقتصادي المطبقة في الدول الناشئة والتحول نحو إقتصاد السوق؛
- ارتفاع معدلات النمو في هذه الدول؛
- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية.

وفي إطار النقطة الأخيرة، نلاحظ أن حركة الإصلاح التي مست هذا القطاع وتمثلت في تحرير أسعار الفائدة، التخلي عن الائتمان الموجه، وضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، إدخال صكوك مالية جديدة، تبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات، ساعدت على تحقيق نمو سريع لأسواق الأوراق المالية، كما أن إصدار العديد من القوانين التي تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، واعتماد آليات جديدة لتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، أدت إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الدول الناشئة. ولقد كان لبرامج الخصخصة المطبقة في هذه الدول ونجاحها، وقعا كبيرا على أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة السيولة في أسواق الأوراق المالية وفي تحسين نشاطه.

ب- خصائص سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة: رغم وجود العديد من الاختلافات بين أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة، إلا أنها تشترك في بعض الخصائص التي نوجزها فيما يلي¹:

1-المردودية والخطر: تعتبر مردودية التوظيف في هذه الأسواق مرتفعة نسبيا مقارنة بمثيلاتها في الدول المتقدمة نتيجة لارتفاع معدلات العوائد السنوية على الأوراق المالية، وهو السبب الرئيسي في جذب المستثمرين الدوليين. مقابل العوائد المرتفعة، نجد المخاطر التي تهدد الاستثمارات وهي متعددة تشمل أسعار الصرف، عدم الاستقرار الإقتصادي، معدلات التضخم المرتفعة، آفاق النمو، الخطر السياسي وخطر السيولة الذي يرتبط بالخروج الكثيف لرؤوس الأموال الأجنبية.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 168-171.

2-تنظيم السوق: تشمل الخصائص المرتبطة بتنظيم السوق ما يلي:

- الشفافية المحدودة في النظام المالي، الذي يترتب عنه عدم دقة المعلومات المتداولة؛
- غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم؛
- انخفاض مستويات الضمان فيما يتعلق بالإحتفاظ بالأوراق المالية.

3-سيولة السوق ودرجة تركزه: إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسمة والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسمة. ويعتبر درجة التركيز في الأسواق الناشئة أعلى من تلك المسجلة في الأسواق المتطورة.

4-المنتجات المالية المتداولة: يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الدول الناشئة وهي تحديداً: **الأسهم:** إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة في أسهم لازالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق أكبر برامج الخصخصة وتحرير الأسواق، وكذا معالجة أزمة المديونية.

- **السندات:** شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نمواً كبيراً خلال العقد السابق، خاصة في المكسيك، الهند، تايلاند.

- **المنتجات المالية المشتقة:** ترتبط مداخيل البلدان الناشئة في الغالب بعائدات الصادرات من المواد الأولية، لذلك فإن بعض هذه الأسواق كان قد بدأ منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من أجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المصدرة، في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار صرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق.

5-درجة انفتاح السوق: تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، وهذا بسبب ميل هذه الأسواق إلى فرض مزيد من القيود على الأجانب للحد من حيازتهم للأوراق المحلية.

6-مستوى الإدخار الوطني: تعاني غالبية البلدان الناشئة من نقص مستوى الإدخار مقارنة بحاجتها التمويلية، ويرجع ذلك إلى انخفاض مستوى دخل الفرد بسبب السياسات الإقتصادية المطبقة التي أعطت الأولوية المطلقة للنمو على حساب الإحتياجات الإجتماعية للأفراد. وتتوجه في الغالب هذه الدول لتغطية الفجوة التمويلية إلى رؤوس الأموال الدولية في صورة استثمار أجنبي مباشر أو استثمار في المحفظة. وتواجه الدول الناشئة مخاطر كبيرة ترتبط برؤوس الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية، فالتجارب السابقة أثبتت أن هذه الأموال كانت من بين العوامل التي زادت في حدة الأزمات المالية بعد أن سارع المستثمرين الدوليين في تصفية أصولهم المالية.

7-التشريعات الضريبية: من أجل استقطاب رؤوس الأموال الدولية، وضعت معظم الدول الناشئة تشريعات ضريبية مرنة لمنافسة الدول المتقدمة. وتتعلق هذه التشريعات بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة على رأس المال، والضريبة على الأسهم الموزعة.

ج-متطلبات رفع الكفاءة في أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة: من المعروف بأن أسعار الأوراق المالية التي يتم التداول بها في السوق المالية، ولاسيما الأسهم تتحدد من قبل صناع السوق من خلال استعدادهم الدائم لبيع وشراء أي ورقة مالية بحيث يتحقق بذلك الاستقرار النسبي للأسعار، مما يتطلب أن يتمتع صناع السوق بقدرة عالية على جمع المعلومات حول العرض والطلب على الأوراق المالية المتداول فيها وتحليل أدائها وتحديد اتجاه ذلك الأداء في المستقبل، ويمكن وصف السوق المالية بأنها سوق مالية كفوءة متى ما عكست أسعار الأسهم المتداولة فيها جميع المعلومات المتاحة واستجابت بشكل فوري للمعلومات الجديدة¹.

وتتفرع كفاءة السوق إلى نوعين رئيسيين²:

- **كفاءة التسعير:** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة؛
- **كفاءة التشغيل:** يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل فيه المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار وصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيه.

وتبقى كفاءة سوق الأوراق المالية مرهونة بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر منها³:

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة التامة بين المتدخلين، وأن تكون لهم حرية الدخول والخروج للتغلب على فرص الإحتكار؛
- أن يتمتع السوق بسيولة مقبولة تسمح بإنجاز العمليات بتكلفة ووقت مناسبين، وهو ما يسمح باستمرارية الأسعار ويقلل من احتمال حدوث تقلبات مفاجئة وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة؛
- أن يتوفر في السوق وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تصدر عن السوق تعرف بحركة الأسعار اليومية؛
- توفير عنصر الشفافية والذي يقصد به قيام الشركة أو الجهة بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص والمتعاملين في السوق، وإتاحة الفرصة لمن يريد الإطلاع، وحتى تكون الشفافية مقبولة يجب أن تكون في الوقت المناسب، وأن تكون واضحة على النحو الذي يزيل غموض الألفاظ غير المفهومة، وعلى العموم فإن أغلبية الأسواق المالية تفرض على الشركات المدرجة في التداول بالإفصاح عن بعض المعلومات والبيانات المالية.

¹ بشرى نجم عبد الله المشهداني والست جوان جاسم خضير العبيدي: "دور التقارير المالية المرحلية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة ميدانية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 26، 2011، ص304.

² مفتاح صالح ومعارفي فريدة: "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009-2010، ص186.

³ نفس المرجع، ص ص 186-187.

- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية هيئة تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموعة اللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة لزيادة فعالية سوق الأوراق المالية.

الفرع الثالث: تحديث نظام التداول

يلعب نظام التداول دورا كبيرا في تطوير سوق الأوراق المالية وفي تنويع المنتجات الممكن تداولها والإسراع في إتمام الصفقات والمعاملات. وعلى هذا الأساس قامت العديد من الدول الناشئة بتحديث نظام التداول في سوق الأوراق المالية ليستوعب معظم المنتجات المالية ومشتقاتها حتى تحافظ على تصنيفها لدى الشركات المالية الدولية.

أولاً-تعريف نظام التداول: يعد نظام التداول بصفة عامة نظام اتصالات بين أطراف التداول يضمن عملية قبول رسائل المتداولين في شكل أوامر بيع وشراء، ثم تجميعها في سجل الأوامر وبثها في صورة عروض وطلبات مع ضمان تنفيذها في ظل قواعد أولوية واضحة تنتهي بتسوية الصفقات المنفذة. ويحدد النظام عادة من يحق له إدخال الأوامر في النظام، نوع الأوامر المقبولة، وفترة صلاحيتها.

ويأخذ نظام التداول شكلين رئيسيين التداول اليدوي والتداول الإلكتروني. ويوفر هذا الأخير أحسن الخدمات من حيث تقديم معلومات عن العروض والطلبات السائدة وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها، وآخر الإعلانات المتعلقة بشركات المساهمة، إلى جانب ضمانه سرعة التنفيذ وانخفاض نسبة الأخطاء. وتتميز قواعد التداول الإلكتروني مقارنة بالقضايا الأخرى المؤثرة في أداء السوق (مثل البيئة التنظيمية والبناء المؤسسي، وحوكمة الشركات)، أنه يمكن تعديلها في الأجل القصير من خلال قرار لهيئة سوق الأوراق المالية¹.

ثانياً-مكونات نظام التداول: بناء على التعريف السابق يمكن تقسيم نظام التداول الإلكتروني إلى أربعة مكونات²:

أ-نظام توجيه الأوامر: يحدد هذا النظام من يحق له إدخال أمر في النظام، ونوع الأوامر المقبولة، وكيفية تجميع الأوامر في سجل الأوامر المقيدة، ومن ثم إعدادها لمرحلة التنفيذ.

ب-نظام المعلومات: يوفر نظام المعلومات وضع العروض والطلبات القائمة، وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها وعادة ما تعرض محتويات سجل الأوامر للمتداولين في صورة عروض مرتبة تنازليا وطلبات مرتبة تصاعديا. وتختلف أنظمة التداول فيما بينها من حيث حجم المعلومات التي تسمح للمتداولين بالاطلاع عليها، ومن حيث سرعة

¹ محمد بن إبراهيم السحبياني: "نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة"، ندوة السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد، 13-14 نوفمبر، 2007، ص2.

² محمد بن إبراهيم السحبياني وعبد الله بن محمد العمراني: "قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستنداتها الفقهي"، دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد 14، عدد 2، 2008، ص71.

نشرها. كما قد تزود بعض الأنظمة المتداول بمعلومات أخرى عن شركات المساهمة وبياناتها المالية وآخر المعلومات المتعلقة بها، وربما تزود المتداول ببرامج إضافية تساعد على اتخاذ القرار المناسب.

ج- نظام تنفيذ الأوامر: يحدد نظام تنفيذ الأوامر الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأوامر إلى صفقات، ويجب أن تحدد هذه الآلية ما إذا كان سيتم تنفيذ الأوامر من خلال سوق نداء لافتتاح السوق أو إستثنائه بعد توقف طارئ، ثم تكون سوقا مستمرة بعد ذلك، آخذة بأولوية السعر ثم الوقت. وعادة ما يطلب كبار المستثمرين، مثل الشركات المالية، آلية خاصة لتنفيذ أوامرهم التي تتصف عادة بأكبر حجمها.

د- نظام التسوية: يعقب مرحلة التنفيذ مرحلة التسوية ونقل الملكية، ويمكن في النظام الإلكتروني أن تكون التسوية آنية فيكون وقت التنفيذ هو وقت نقل الملكية، وفي العادة تأخذ إجراءات التسوية يوما أو يومين وقد تستغرق وقتا أطول.

ثالثا- واقع أنظمة التداول في أسواق الأوراق المالية الناشئة: شهد نظام التداول في سوق الأوراق المالية الناشئة حركة تطوير متتابة منذ نهاية ثمانينات القرن الماضي تم بفضلها التحول من تنفيذ التعاملات يدوياً إلى النظام الإلكتروني للتداول، ومع التطور السريع الذي شهدته هذه الأسواق في السنوات اللاحقة، ظهرت الحاجة لنظم تداول أحدث تتناسب مع المعايير الدولية في هذا المجال، لذلك قامت بعض هذه الأسواق بالتعاقد مع العديد من الشركات المتخصصة في تزويد الأسواق بأنظمة التداول والبرمجيات الحديثة لعرض وتحليل المعطيات وتنفيذ الأوامر. ولقد كان الهدف من تحديث أنظمة التداول على وجه الخصوص، زيادة أحجام التداول لتستوعب الزيادات المتتالية التي تحدث فيها، وتمكين السوق من تداول أدوات مالية متنوعة مثل الأسهم، السندات بالإضافة إلى الأدوات المالية المهيكلة، وصناديق المؤشرات "ETFs"، الصكوك، الخيارات المستقبلية، ومختلف المشتقات، كما تتيح الأنظمة الجديدة العمل بنظام صناع السوق.

وفيما يلي عرض لبعض أنظمة التداول المعتمدة في بعض الأسواق الناشئة وخصائصها:

الجدول رقم (95): أنظمة التداول في أسواق الأوراق المالية لبعض الدول الناشئة

تاريخ التسوية	إتاحة تداول المشتقات		نظام التداول	سوق الأوراق المالية	البلد
	المستقبليات	الخيارات			
T+3	نعم	نعم	RTD Tango QUANT	Bolsa Mexicana de Valores	المكسيك
T+1	نعم	نعم	X-TREAM	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA	كولومبيا
غير مذكور	لا	لا	Electronic trading system	BOLSA DE VALORES DE LIMA	البيرو
T+1	نعم	نعم	Nutron Trading System	JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE	جنوب إفريقيا
T+1	نعم	نعم	CME Globex	BURSA MALAYSIA	ماليزيا
غير مذكور	لا	لا	PSEtrade	PHILIPPINE STOCK EXCHANGE	الفلبين
T+3	نعم	نعم	X-TREAM	البورصة المصرية	مصر
غير مذكور	لا	لا	OASIS-ETS	CYPRUS STOCK EXCHANGE	تركيا
T+1	نعم	نعم	EUREX	WIENER BÖRSE AG	جمهورية التشيك
غير مذكور	لا	لا	NSC V900	بورصة الدار البيضاء	المغرب

Source: World Federation of Exchange: "Member exchanges", available on the WFE website, <http://www.world-exchanges.org/member-exchanges>, accessed March 21, 2015.

من الجدول نلاحظ أن أنظمة التداول المطبقة في كل من تركيا، الفلبين، البيرو باكستان، المغرب لا تستوعب تداول المشتقات المالية مثل المستقبليات والخيارات، وبالتالي يصبح من الضروري تحديث أنظمة التداول في هذه الأسواق حتى تتمكن من تداول هذا النوع من المنتجات.

الفرع الرابع: تطوير نظام المقاصة والتسوية

يقصد بنظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات التداول، وتغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات وما يتبع ذلك من خصم وإضافة وفقاً لما تم تنفيذه¹. ويقوم نظام المقاصة والتسوية على مبدأ التسليم مقابل الدفع، كما يعمل على تقديم ومبادلة البيانات أو المستندات حتى يتم

¹ البورصة المصرية: "الخدمات المقاصة والتسوية"، متوفر في موقع البورصة المصرية على الرابط التالي: <https://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/Showpage.aspx?pageid=49> تاريخ الاطلاع 12 ديسمبر 2015.

حساب الالتزامات على عاتق أطراف النظام، والسماح بتسوية هذه الالتزامات، وعملية مبادلة الأموال أو الأوراق المالية. وعادة ما تقوم السلطات النقدية بإنشاء شركة مساهمة تتولى مهمة المقاصة والتسوية في سوق الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال نجد أن السلطات في مصر قامت في سنة 1992 بإنشاء شركة مصر للمقاصة. ويهدف نظام المقاصة والتسوية إلى الحد من المخاطر الناتجة عن إتمام عمليات إستلام وتسليم الأوراق المالية والقيم وإتمام عملية نقل الملكية في أوقات محددة، وهو ما يؤدي إلى زيادة معدل دوران الورقة المالية وبالتالي زيادة السيولة في السوق وجذب المستثمرين الدوليين.

وبالنسبة للأسواق المالية في الدول الناشئة، فإنها تتوفر جميعها على أنظمة للمقاصة والتسوية، إلا أنها تختلف بينها فيما يخص أوقات نقل الملكية، حيث أن البعض منها يطبق يوم واحد بخلاف يوم المبادلة (T+1) والبعض الآخر يطبق الزمن الأقصى للتسوية الموصى به والمتمثل في ثلاثة أيام بخلاف يوم التسوية (T+3). وتخلق المدد الطويلة التي تصل إلى 3 أيام مخاطر بالنسبة للمتعاملين خصوصا فيما يتعلق بإمكانية إخلال أطراف التداول بالالتزاماتهم.

المطلب الثالث: سبل تطوير المنتجات المتداولة في السوق الحر (خارج المقصورة)

لقد أظهرت أزمة الرهن العقاري في سنة 2008، نقاط ضعف هيكلية كثيرة في السوق الحرة للمنتجات المشتقة، وكشفت مدى مساهمتها في زيادة الخطر النظامي. فطبيعة هذه المنتجات وطريقة تداولها أدت إلى تمركز المخاطر لدى فئة قليلة من المتعاملين في السوق، كما أن الشبكة المعقدة من العلاقات والمعاملات التي تربط هؤلاء ببقية المتعاملين في السوق، زادت إمكانية انتقال عدوى الأزمة من قسم إلى آخر ومن سوق إلى آخر. وقد أدت الشفافية المفقودة ونقص البيانات والمعطيات حول المراكز المفتوحة لمختلف المتعاملين في السوق، إلى زيادة سرعة انتقال العدوى وعدم القدرة على التحكم فيها واتخاذ الإجراءات التصحيحية المناسبة. وبناء على ما سبق، أصبح من الضروري معالجة نقاط الضعف التي أظهرتها هذه الأزمة، ومحاولة تطبيق رقابة صارمة على الصفقات المنجزة وزيادة الشفافية في المعاملات.

الفرع الأول: دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود من مميزات الإقتصاد الرأسمالي التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها. ولقد عرفت الولايات المتحدة الأمريكية عبر تاريخها عدة أزمات، لعل أهمها وأشهرها أزمة الكساد في ثلاثينات القرن الماضي، وأزمة الرهن العقاري في سنة 2008. ويصنف الإقتصاديين الأزمة الأخيرة على أنها الأعنف منذ تعافي الإقتصادات الرأسمالية من الآثار الكارثية لأزمة 1929 بسبب حجم الخسائر التي ترتبت عنها، والعدد الكبير من الدول الذي تضرر منها. وهي بذلك تختلف عن بقية الأزمات في العديد من الجوانب،

لعل أهمها الدور السلبي الذي لعبته المشتقات المالية، مما دفع بعض الإقتصاديين والمراقبين إلى وصف هذه المنتجات بالسامة.

سنتعرف فيما يلي على أزمة الرهن العقاري وجذورها وكيف تطورت، ثم نبحت في دور المشتقات المالية في انتشارها وتفاقمها.

أولاً- أزمة الرهن العقاري أسبابها ونتائجها: بدأت أزمة 2008 في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت بسرعة كبيرة إلى بقية النظام التمويلي، من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة، فزاد نتيجة لذلك الغموض وعدم التأكد في اتخاذ القرارات، مما أسفر عن وقوع خسائر قدرت بملايير الدولارات. **أ- ملحة عن أزمة الرهن العقاري:** عرف سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ازدهارا كبيرا في النصف الأول من العشرية الماضية بسبب محاولة المستثمرين تجنب المخاطرة من خلال اللجوء إلى التعامل في الأصول العقارية الآمنة نتيجة للأحداث المالية التي سبقت وأعقبت تفجيرات 11 سبتمبر 2001، كانفجار فقاعة أسهم شركات الأنترنت وهبوط مؤشر ناسداك إلى مستويات قياسية، إلى جانب الإفلاس المفاجئ لشركة أثرون للطاقة وضياح حقوق المساهمين فيها والانخفاض الحاد في أسواق المال الأمريكية.

ونتيجة لكثرة الطلب على العقارات، ارتفعت أسعار المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وانتقلت قيمتها من 30 تريليون دولار عام 2001 إلى 70 تريليون دولار عام 2005¹. ولقد ترافقت هذه الزيادة في الأسعار مع زيادة كبيرة في المعروض من العقارات، وزيادة كبيرة في حجم سندات الرهن العقاري المرتبطة بها على اختلاف أنواعها، وخاصة السندات ضعيفة الجدارة الائتمانية.

لقد دفع ارتفاع أسعار العقارات وانخفاض معدلات الفائدة قبل سنة 2005 الكثير من شركات الرهن العقاري والبنوك الاستثمارية بالتوجه بقروضهم إلى شريحة أكبر من العملاء، لتصبح تشمل من لا يتمتعون بسجل ائتماني جيد. ومع استمرار الارتفاع المطرد في أسعار العقارات، لم يتردد المقترضين على الوفاء بالتزاماتهم. فالقادرين على السداد استمروا في دفع أقساطهم، أما غير قادرين على السداد، فقد قاموا بالتعاقد على قروض جديدة تمنح على أساس إعادة تقييم العقارات المرهونة، واستخدموا القروض الجديدة للوفاء بأقساط القرض القديم، وكان بطبيعة الحال كل من المقترض والمقرض رابحا في هذه المعادلة. فالمقترض، كان يدفع أقساطه بانتظام ويحرص على ذلك بسبب أن الزيادة الحاصلة في العقارات تفوق الزيادة في أعباء الديون، وكان المقترض، يتحصل على أقساط القروض التي منحها والفوائد التي تنتج عنها محققا بذلك أرباحا وفيرة.

وحتى تتمكن البنوك من توزيع المخاطر، وزيادة السيولة ورفع الأرباح، زادت نشاطها في عمليات التوريق، فقامت في إطار ذلك، بتجميع كميات كبيرة من السندات التي تحمل علامات تصنيف ائتمانية متفاوتة، وبيعها

¹ نبال محمد قصبية: "تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الأسباب والتداعيات والعلاج"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012، ص535.

ككتلة واحدة (حزم السندات) لأحد كبار المستثمرين في الأسواق المالية الثانوية. وتمادت البنوك في هذه العمليات بسبب¹:

- **أولاً:** تسجيلها في حسابات خارج الميزانية، وعدم خضوعها للرقابة والمتابعة، ولا تدخل بالتالي في تقييم الوضع المالي للمؤسسة؛

- **ثانياً:** بسبب القبول والرواج الكبير الذي لقيته لدى المستثمرين الدوليين لما تتميز به من خصائص كارتفاع العوائد وانخفاض المخاطر والسيولة العالية التي تتمتع بها.

ولعبت شركات التصنيف العالمية دوراً كبيراً في التأثير على القرارات الإستثمارية لكبار المستثمرين الدوليين، حيث أن درجات التصنيف العالية التي منحت لهذه الحزم، كانت بمثابة الضوء الأخضر لرؤوس الأموال للاستثمار فيها. ولقد كان المستثمرين في هذه الحزم، يحصلون على التمويل اللازم من خلال الاقتراض قصير الأجل، حيث أنهم يقومون بإصدار سندات بمعدلات فائدة منخفضة بضمان أصولهم الضخمة وقوة مركزهم المالي والائتماني، ويشترطون بقيمة هذه الإصدارات، حزمًا من سندات الرهن العقاري ذات معدلات فائدة أعلى مستفيدين بذلك من الفرق بين أسعار الفائدة المدفوعة والمقبوضة.

ولم تكن هذه السندات متداولة في سوق المال الأمريكي فحسب، بل انتشرت في كل الأسواق المالية العالمية، وهو ما ساعد فيما بعد على انتقال الأزمة من الإقتصاد الأمريكي إلى معظم المراكز المالية العالمية. كما لعب سلوك الشركات المالية دوراً رئيسياً في نقل جزء كبير من المخاطر إلى الأسواق المالية، وتمركزها لدى عدد قليل من المستثمرين الكبار، فزادت بالتالي المخاطر النظامية التي عجلت في حدوث الأزمة.

ولقد بقيت الأمور على ما هي عليه إلى أن قرر البنك الفدرالي الأمريكي رفع معدلات الفائدة* لمواجهة التضخم، ونتج عن هذا القرار أثرين أساسيين²:

- **الأول:** ارتفاع تكلفة الاقتراض** وزيادة الأقساط المطلوبة من المقترضين، مما جعل عدداً متزايداً منهم يتوقفون عن الوفاء بالتزاماتهم، فالوقائع أكدت أن حتى القادرون على دفع قروضهم والذين تحصلوا عليها في حدود الأطر الائتمانية للإقراض، رجحوا عدم تسديد أقساط القروض، مع وصول قيمة منازلهم إلى مستوى أقل من قيمة القرض العقاري. ومع تزايد حالات التعثر المالي، بدأت البنوك في إجراءات نزع الملكية وبيع السكنات المرهونة مما أدى إلى زيادة الضغوطات في السوق العقارية. كما نتج عن تخلف المقترضين عن الوفاء بالتزاماتهم، تدني أسعار سندات الرهن العقاري وتكبد كل من يمتلكها، لخسائر كبيرة كانت سبباً في إفلاس العديد منهم كبنك ليمان براذرز، الذي يعد إفلاسه الحدث الأبرز والبداية الفعلية للأزمة.

¹ اوليفيه بلانشار: "العاصفة التامة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، عدد 02، جوان 2009، ص 38.

* إنتقل معدل الفائدة من 1% في أواخر 2004 إلى 5.25% في بداية عام 2007.

² منظمة المؤتمر الإسلامي: "الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009"، تقرير مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، جوان 2009، ص 4.

** على أساس أن معظم القروض المقدمة في إطار التمويل العقاري كانت تمنح على أساس معدل فائدة متغير.

-**الثاني:** أدى ارتفاع معدلات الفائدة إلى إنخفاض الطلب على العقارات الجديدة مما أدى إلى انهيار قيمة العقارات إلى مستويات غير مسبوقة.

ورغم نجاح السلطات في الولايات المتحدة الأمريكية من إنقاذ أكبر شركة تأمين في العالم *AIG، إلا أن ذلك لم يمنع حدوث هزات عنيفة في السوق المالية الأمريكية من خلال انخفاض مؤشر داون جونز الصناعي من 14198 نقطة أواخر عام 2007 إلى 6547 نقطة منتصف 2009، وتبع ذلك انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وزيادة معدلات البطالة¹.

إذن يمكن القول أن هذه الأزمة كغيرها من الأزمات المالية والإقتصادية المتعددة التي حدثت خلال العقود الماضية، أثبتت فشل الهيكل المالي العالمي المعمول به، وعدم أهلية نظامه للتعامل مع البنية المعقدة لآلية الصيرفة التقليدية التي أدت بمجازفتها المفرطة في إطار الهندسة المالية، إلى أزمة الرهن العقاري وبدورها إلى أزمة ائتمان وسيولة ثم أزمة ثقة على مستوى نظام التمويل العالمي. فتفاعل الأحداث السابقة، وتسارعها جعل المقترضين لا يثقون بقدرة طالب القرض على السداد خوفاً من كونه ممن تعاملوا في سندات الرهن العقاري (التي أصبحت تعتبر أصول متعثرة) أو بالمشتقات المالية المرتبطة بها (التي أصبحت لا قيمة لها)، ولقد شملت هذه الحالة معظم البنوك والشركات المالية الكبيرة على مستوى العالم. وقد نتج عن شح السيولة وارتفاع تكلفة الاقتراض، عدم قدرة العديد من الشركات على الوفاء بالتزاماتها.

ب-أسباب الأزمة: ساهم لجوء البنوك ومؤسسات الإستثمار إلى عمليات التوريق والإستعمال المكثف للمشتقات المالية في نشر عدوى الأزمة وفي استفحالها، وهو ما جعل الكثير من المتخصصين يلقون اللوم على ممارسات وتطبيقات الشركات المالية كونها الوسط الذي تأصلت منه الأزمة.

ورغم أهمية السببين السابقين، إلا أن عوامل أخرى كثيرة ساهمت بشكل مباشر أو غير مباشر في حدوث الأزمة المالية لسنة 2008، نذكر منها²:

1-منح القروض العقارية بمخاطر عالية: لقد كان ازدهار سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ومحاوله تعظيم الأرباح، سبباً كافياً لإقدام البنوك والشركات المالية الأخرى على منح القروض العقارية بدرجات مخاطرة مرتفعة، دون أن تحصل على ضمانات كافية للسداد. وتتميز هذه القروض بأن المقترض يقوم في السنوات الأولى بتسديد الفائدة دون الأصل، مما يجعل قيمة هذه القروض تزداد مع زيادة معدلات الفائدة وزيادة أعداد العاجزين عن سداد القروض العقارية وارتفاع حالات التوقف عن الدفع. ومع إقدام البنوك على حجز السكنات وعرضها للبيع، انخفضت قيمة العقارات ودخلت العملية التمويلية للسوق العقاري في حلقة مفرغة من الانخفاض المتتالي

* American International Group

¹ نبال محمد قصبه، مرجع سبق ذكره، ص 546.

² يوسف أبو فارة: "الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2015، ص 144-145.

الذي أدى إلى أزمة سيولة لدى القطاع البنكي، ثم بفضل حزم السندات العقارية إلى أزمة ثقة وبروز مخاطر الجهة المقابلة.

2-التدخل الحكومي: خلافا لما يعتقد البعض بأن الأزمة كان سببها رفع القيود، هناك أدلة ميدانية تثبت أن تدخل السلطات الأمريكية بشكل مباشر في سوق العقار وعلى وجه الخصوص في إجراءات الإقراض للبنوك الخاصة، كان له دورا هاما في خلق الشروط الموضوعية لنشوب الأزمة¹.

3-ندرة المعلومات الجيدة وسيطرة عدم الثقة في الأسواق: فقدت حزم القروض المشكلة معلومات قيمة تتعلق بالمخاطر الكامنة في هذه الأوراق المالية الجديدة المركبة والمعقدة جراء لجوء البنوك إلى عمليات التوريق والتعامل المكثف بالمشتقات المالية. كما أن سوء الأداء المالي وافلاس بنك ليمان برذرز دفع باتجاه عدم الثقة في الأسواق وفي المنظومة المالية والاقتصادية، واتجه المودعون بكثافة نحو سحب ودائعهم من البنوك، وأثر ذلك على سيولة القطاع البنكي والشركات المالية الأخرى. ولم تنجح تدخلات البنوك المركزية في معالجة مشكل السيولة بسبب عدم حيازتها المعلومات الملخصة لدرجة المخاطرة التي تهدد القطاع المالي.

4-التعامل بالمشتقات المالية: في سياق الابتكار المالي ونشاط الهندسة المالية، أعطت الليبرالية الرأسمالية دفعة قوية للمضاربات في الأسواق المالية من خلال أدوات مالية مشتقة تتوزع عبر طبيعتها ومخاطرها وآجالها في إطار واسع من المشتقات المالية أهمها مشتقات الإئتمان. ولقد ظهرت هذه المنتجات في الأسواق على هيئة تشكيلة واسعة من العقود كأدوات مبتكرة لإدارة المخاطر، غير أن الواقع أثبت بأنها أدوات مالية سامة تحمل في طياتها مخاطر مالية كبيرة يصعب تقديرها والتعامل معها، على أساس أن أصولها تتمثل في حزم قروض (عملية التوريق) توزعت بفضل العوامة المالية في كل الأسواق المالية العالمية، وتنقلت من مستثمر إلى آخر، ومن مؤسسة مالية إلى أخرى، وبلغت قيمتها ستة أضعاف القيمة السوقية للرهون العقارية. ونتيجة لذلك، انتفخت الفقاعة المالية بالأموال الخيالية القادمة من المشتقات المالية، وبعد أن ارتفعت نسبة التخلف عن السداد، زادت مشكلة السيولة لدى البنوك التي قامت بمنح القروض للقطاع العقاري وانفجرت الفقاعة المالية في شكل أزمة ثقة، سيولة وجهة مقابلة. ويرى أحد الإقتصاديين أن المشتقات المالية ساهمت في تضخيم الفقاعة المالية عن طريق خمسة عوامل رئيسية²:

- المشتقات المالية عامل مساعد على زيادة المديونية (الكرة الثلجية)؛
- المديونية تؤدي إلى ارتفاع الأسعار باعتبار أنها تخلق طلبا وهميا لا يتناسب وحقيقة النشاط الإقتصادي؛
- ارتفاع الأسعار يفرض على المستثمرين تأمين أصولهم مما يعني التوسع في الإقتراض؛
- زيادة الخطر الأخلاقي بسبب تهرب البنوك عن مسؤولياتها بتحويل الديون المشكوك في تحصيلها إلى جهات أخرى عن طريق آلية التوريق؛

¹ وشاح رزاق: "الأزمة المالية الحالية"، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص1.
² محمد بوجلال: "مقاربة إسلامية للأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، العدد السادس، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2009، ص75.

- ساعد الانفتاح المالي واندماج الأسواق المالية الدولية على توسع سوق المشتقات المالية وانتشارها في معظم الأسواق مما سهل انتشار العدوى لبقية الدول.
- وللمشتقات المالية آثار مدمرة على الإقتصاد بسبب¹:
- غياب قواعد تعامل واضحة وملزمة وهذا ما يزيد من حدة الأزمة إذا ما وقعت؛
- إستدراج متعاملين اقتصاديين كثر ومن مختلف أنحاء العالم، خاصة مع تطور تكنولوجيا الإتصال والمعلوماتية التي زادت من ظاهرة لا تموقع الأسواق المالية؛
- استعمال أموال الغير لأن المجازف في الأسواق المالية لا يطلب منه المغامرة في حدود ما يملكه من رأسمال، بل أن قواعد التعامل تسمح له بتغطية جزء يسير من مبلغ الصفقة والباقي يتم شراؤه على المكشوف وهذا ما يزيد من حدة الأزمة عند حدوثها. والنتيجة في كل الأحوال خسائر كبيرة يتحمل منها الإقتصاد الحقيقي العبء الأكبر.

5-الفساد المالي: يعتبر الفساد الذي انتشر على حد سواء في الشركات الخاصة والهيئات الرسمية أحد مسببات الأزمة المالية العالمية التي تفجرت عام 2008. ومع تفاقم هذه الظاهرة، وتزايدها خصوصا في مجال الأسواق المالية والشركات المالية، زادت مساهمتها في حدوث الأزمة المالية. ومن بين قصص الإحتيال، تلك التي قام بها برنارد مادوف الذي تمكن من الإحتيال على عدد كبير من رجال الأعمال ومؤسسات بمبلغ يزيد عن 50 مليار دولار²، وتزيد هذه الاحتمالات في تدمير المستثمرين الدوليين وفي عدم ثقتهم في المنظومة المالية المحلية والعالمية.

6-رفع القيود التشريعية: لقد أكد آدم سميث في منتصف القرن الثامن عشر، على أن اليد الخفية ستُنظّم السوق تنظيم ذاتي بما يضمن عدم الوقوع في الأزمات. ولقد آمنت الإدارات الأمريكية المتتابة خلال العقود الماضية بهذه القيم، فعملت انطلاقا من ذلك على رفع التشريعات التي تقيد عمل القطاع المالي. غير أن قوى السوق، لم تستطع كما كان متصورا أن تنظم السوق، حيث أن إزالة القيود التشريعية أدت إلى دخول مؤسسات مالية غير مؤهلة في ميدان الاستثمار المالي، لهذا نجد أن البعض محقا في قوله، أن الأزمة التي نعيشها هي نتيجة التحولات العميقة التي يشهدها العالم منذ تطبيق الفكر الليبرالي الجديد³. فالإفراط في الثقة في الأسواق، وفي قدرتها على التوازن، هو الذي جعل الجهات الرقابية غير قادرة على التقييم الدقيق لحجم المخاطر التي تهدد النظام المالي ومؤسساته، وبالتالي غير قادرة على اتخاذ الإجراءات التصحيحية الملائمة.

7-التوريق: أدت عمليات التوريق إلى إدراج السندات ضمن مجموعات بعد إعطاء كل سند تصنيفا ائتمانيا معينا عن طريق وكالات التصنيف، ثم تقسيم كل مجموعة إلى عدة شرائح وفقا لتصنيفها الإئتماني. ومع زيادة سرعة تداولها زاد تركيز المخاطر فيها، وفقدت جزء كبير من قيمتها عند التصفية، مقارنة بمجموع السندات قبل حزمها

¹ نفس المرجع، ص 75.

² إبراهيم عبد العزيز النجار: "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2008، ص 60.

³ رضا عبد السلام: "أزمة مالية أم أزمة رأسمالية -الجزور، التبعات، تصور لما ينبغي أن يكون عليه نظام ما بعد الأزمة"، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية، 2010، ص 35.

وبيعها ككتلة واحدة، إذ أن بيع أو تصفية أو إعادة جدولة عشرين ألف سند بقيمة خمسين ألف دولار للسند الواحد من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين، أسهل بكثير من بيع أو تصفية أو إعادة جدولة حزمة سندات بقيمة 1 مليار دولار من قبل مستثمر واحد، ولا سيما أثناء الأزمات، وذلك لاتساع حجم السوق وشرحية المتعاملين في السندات قبل الحزم، في حين يبقى التعامل في السندات بعد الحزم محصورا بالشركات المالية وصناديق التحوط والصناديق السيادية وقلة قليلة من كبار المستثمرين¹.

وبتزاوج المديونية المفرطة والمجازفات غير محسوبة المخاطر في معظم الأسواق المالية، تشكل ما يعرف بالهرم المقلوب، حيث أن حجم الكتلة النقدية المتداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قبل البنوك التجارية، وتلك الناشئة عما يسمى بتوريق الديون، أدى إلى مضاعفة وسائل الدفع الكامنة، فأصبحت الديون في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية للدول².

ج-أسباب الأزمة من منظور الإقتصاد الإسلامي: حسب الفكر الإسلامي هناك ثلاثة أسباب رئيسية للأزمة، الأول يتمثل في التعامل بالفائدة، الثاني المجازفة على المكشوف، والثالث توريق الديون، وهي كلها معاملات منهي عنها في الشريعة الإسلامية وأدت إلى تشكيل الفقاعة المالية ذات الانعكاسات الخطيرة على الإقتصاد الحقيقي. فالآثار السلبية للتعامل بالفائدة تتمثل في³:

- التباين الشديد بين الأصول العينية والأصول المالية؛
- الزيادة في الديون تكون بوتيرة أعلى من الزيادة في الإنتاج؛
- خدمة الدين تتزايد بوتيرة أعلى من الزيادة في الدخل؛
- آلية عمل هذا النظام لا يمكن أن تستمر مما يعجل بحركة إصلاحية تؤدي إلى تقليص الفجوة بين الإقتصاد المالي والنقدي من جهة والإقتصاد الحقيقي من جهة أخرى فيؤدي ذلك إلى إنكماش الإقتصاد. أما بالنسبة للمجازفة على المكشوف، فهي مجازفات عقيمة تؤدي إلى زيادة أسعار الأوراق المالية بشكل لا يعكس حقيقة أداء الشركات المصدرة لها، من جانب آخر فإنها لا تؤدي إلى خلق ثروة جديدة بل إلى استفحال ظاهرة الفقاعات المالية. أما بالنسبة لعملية توريق الديون، فقد ساهمت كما تم ذكره سابقا، في تمركز المخاطر وإلى زيادة السيولة لدى البنوك في بداية الأمر والتي سمحت لها بالتوسع في عمليات الإقراض لتمس من لا يتمتع بملاءة مالية جيدة.

ثانيا- دور المشتقات في أزمة الرهن العقاري: تعتبر المشتقات المتداولة في السوق الحر الحلقة الأضعف في النظام المالي، والمسبب الرئيسي لزيادة المخاطر النظامية وقناة هامة لانتقال الأزمات فيما بين الأسواق والإقتصادات.

¹ نبال محمود قصبية، مرجع سبق ذكره، ص 551.

² محمد بوجلال، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ نفس المرجع، ص 69.

فالتبيعة المعقدة لهذه المنتجات، وغياب الشفافية في المعاملات والصفقات وعدم تصريح المتعاملين بكل المعلومات المتعلقة بالصفقات، أدت إلى زيادة تركز المخاطر في النظام المالي وزيادة كبيرة في خطر الجهة المقابلة. هذه النتائج تم إثباتها في أعقاب أزمة 2008، أين ساهمت بعض المشتقات المتداولة في السوق الحر بشكل كبير في تعقيد الأزمة، وإلى زيادة سرعة انتقال العدوى من اقتصاد إلى آخر من خلال مساهمتها في تركيز المخاطر وتراكم المخاطر النظامية في السوق.

ولقد تم تفسير عدم قدرة السلطات النقدية على التدخل بشكل فعال لتصحيح الأوضاع آنذاك، إلى عدم حيازتها على المعلومات والبيانات الكافية حول المراكز المكشوفة لمختلف المتعاملين في السوق وعلى وجه الخصوص صناع السوق. فغياب الشفافية في السوق، كان عاملا حاسما في تقييد حركة السلطات المختصة لتصحيح الاختلالات الملاحظة ورصد تجاوزات المتعاملين والتصدي لها. ويرجع السبب الرئيسي لضعف الشفافية، إلى قصور نظام تدفق المعلومات والمعطيات في السوق، وعدم قدرته على توفير المعلومات ونشرها على مختلف المتعاملين في الوقت المناسب.

ومن أبرز المشتقات التي سلط عليها الضوء أثناء الأزمة، عقود مبادلة التعثر الائتماني (credit CDs (default swap)، وهي أدوات مالية تم ابتكارها في سنة 1997 من قبل بنك جي بي مورغن ستانلي تشاس، وتعرف بأنها عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة على أن يتلقى منه مبلغا محدد من المال في حالة تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون جزئيا أو كلياً¹. وبصيغة أخرى، فهي اتفاقية بين طرفين، يدفع بموجبها الأول كوبون دوري ثابت طيلة حياة الاتفاقية المقررة، بينما لا يقدم الثاني أية دفعات ما لم يحصل حدث ائتماني محدد (كالإفلاس)، وعند وقوع الحدث يدفع الطرف الثاني للأول ويتم انهاء المبادلة².

ويمكن اعتبار هذه العقود بأنها عقود مقامرة، لأن البائع لا يُشترط فيه أن يكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية، كما أن المشتري لا يشترط أن يكون مالكا للأصل المعرض للخطر، ولا معرض أصلا لخطر التعثر الائتماني.

ولزيادة سيولة هذه العقود، تم استحداث سوق ثانوي يتم فيه تبادل عقود مبادلة التعثر المالي. ونتيجة للتسهيلات سابقة الذكر، وخصائص هذه العقود، عرفت السوق نموا كبيرا منذ نشأتها حيث أن حجمها إنتقل من 900 مليار دولار سنة 2000 إلى أكثر من 58 تريليون دولار في أواخر 2007³.

إن الإستهخدام الواسع للمشتقات المالية، ونزعة السياسة الأمريكية إلى تحرير الإقتصاد الأمريكي من كل أنواع القيود والرقابة، تسبب في انحراف وول ستريت عن مساره السليم وحوله إلى كازينو للقمار، يقوم اللاعبون

¹ نبال محمود قصبة، مرجع سبق ذكره، ص.550

² محمد داود عثمان، "إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره"، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص.89.

³ Bank for International settlements(Bis) : " Semi annual OTC derivatives statistics Credit default swaps", Basel, Switzerland, january 2014, table D10.4, available on the BIS website, http://www.bis.org/statistics/d10_4.pdf, accessed September 27, 2015.

فيه بالمضاربة والرهان، وجني الأرباح العالية في البداية، وتحويله إلى فقاعة وهمية تبدأ في الانفجار شيئاً فشيئاً، ثم تبدأ الانهيارات والخسائر.

ومهما يكن من أمر، يمكن القول أن المقامرة في الكازينوهات أقل ضرراً من المقامرة في سوق المشتقات المالية، وذلك أن اللاعبين في الكازينوهات يقامرون بأموالهم الخاصة، بينما على العكس نجد في الأسواق المالية البنوك والشركات المالية تقامر بأموال المودعين والمستثمرين والمقرضين، وبأموال مؤسسات أخرى وتؤثر الخسائر التي يتكبدها بأضعاف مضاعفة على هذه الشركات وعلى إجمالي الإقتصاد القومي والدولي، لأن حجم الديون المرهون عليها تكون أضعاف حجم الرهن الحقيقي.

وعلى سبيل المثال نجد أن حجم الديون العقارية التي تم الرهان عليها في مجازفات سوق المشتقات بلغ 62 تريليون دولار في نهاية عام 2007، مع أن حجم الرهن العقاري لم يتعدى 10.5 تريليون دولار وقيمة الرهن العقاري منخفض الملاءة قد بلغ 1.3 تريليون دولار فقط¹. كل ما سبق يدل، على أن أزمة الرهن العقاري قد اندلعت نتيجة لرغبة المستثمرين غير المحدودة لتحقيق أعلى الأرباح على حساب المعايير السوقية المتعارف عليها، وذلك من خلال تدوير البنوك للقروض مرة تلوى الأخرى للحصول على المزيد من الأرباح ومن خلال المضاربات التي تغلغت في الأسواق المالية بدرجة غير مسبوقة فاقت أي اهتمامات أخرى للاستفادة من فروقات الأسعار، وتوسعت مجالاتها وادواتها وأصبحت من أهم الأنشطة الجاذبة لرؤوس الأموال بعيداً عن الرقابة والتشريعات الناظمة للأسواق، وبعيداً عن أي تفاعل بين العمليات المالية والإقتصاد الحقيقي. غير أن مجريات الأمور هبت عكس ما يشتهي المضاربين، فأصبحت الأرباح المفترض تحقيقها مجرد سراب شكل فقاعة حملت في طياتها مسببات الأزمة ولواحقها.

إنَّ إضفاء الشرعية على عمليات المجازفة من خلال السماح بابتكار أساليب وآليات وأدوات مالية حديثة باعتبارها منهجاً علمياً على ضبط السوق والإقتصادات، قد أدى فيما يبدو إلى إحداث تغييرات جذرية على الهيكل التمويلي للشركات، وسمح بإخفاء أجزاء كبيرة من إلتزامات الشركات المالية والبنوك الاستثمارية بعيداً عن الرقابة والتدقيق. ومع زيادة حصة أنشطة الشركات المالية في الأسواق من خلال عمليات التوريق أو التعامل بالمشتقات وابتعادها أكثر فأكثر عن عمليات الإقراض الكلاسيكية، وجدت نفسها تتعامل في منتجات مبهمة لا يمكن تحديد درجة مخاطرها. فعمليات التوريق انتجت حزماً من آلاف الديون التي يمكن تداولها في الأسواق المالية دون التمكن من معرفة صاحب الدين الأساسي، ومقدرته على الدفع المنتظم لتسديد التزاماته. هذا ما بينه بنك "يو بي إس" السويسري المصنف كالثالث أكبر بنك في أوروبا والأول عالمياً في إدارة الثروات الخاصة، حيث أعلن بأن سوء تقديره لدرجات المخاطرة المحتملة في المعاملات المعقدة المرتبطة بمضاربات الرهن العقاري،

¹ سميح مسعود: "الأزمة المالية العالمية نهاية الليبرالية المتوحشة"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 63.

وعدم تمتع صناديق التحوط الأمريكية التي تعامل معها بالشفافية الكاملة، كانت من أهم أسباب خسارته الفادحة التي أدت إلى شطب أكثر من 40 مليار دولار من أصوله¹.

لقد أثبتت التجربة العملية خلال الأزمة، أن المشتقات المالية التي ظهرت في السوق على هيئة تشكيلة واسعة من العقود كأدوات مبتكرة لإدارة المخاطر، أصبحت في غياب الضوابط الرقابية قنابل موقوتة تكتنفها مخاطر مالية معقدة. ولم تكن الدول الناشئة الاستثناء في ذلك فالإحصائيات المتوفرة تبين أن أزمة 2008 تسببت في خسائر صرف كبيرة للشركات في هذه الدول نتيجة تأثير مشتقات الصرف التي كانت بحوزتهم بانخفاض قيمة عملتهم المحلية. فعلى سبيل المثال نجد أن عدد الشركات المتضررة يقدر بأكثر من 50 ألف شركة، من ضمنها 10% من المصدرين الإندونيسيين و571 من المصدرين الكوريين. كما قدرت الخسائر بأكثر من 28 مليار دولار في البرازيل، 5 مليار دولار في المكسيك وبولندا لكل واحد منهما و3 مليار دولار في إندونيسيا².

الجدول رقم (96): خسائر الصرف المحققة في بعض الشركات التي تعاملت بالمشتقات المالية

الوحدة: مليون دولار

الدولة	الشركة	الخسائر	النسبة إلى إجمالي الأصول
المكسيك	Comerci	2200	60
	Cemex	911	2
	Gruma	852	27
	Vitro	385	15
	Alfa	194	2
البرازيل	GISSA	161	34
	Sadia	2400	41
	Aracruz Celulose	2100	42
	Grupo Votontarin	1000	55

Source : Herman Kamil et autres : "Une couverture pas un pari", Finance et Développement, Fond Monétaire International, juin 2009, p 47.

من الجدول نلاحظ أن حجم الخسائر المحققة لدى بعض الشركات في المكسيك فاقت المليار دولار نتيجة تعاملها بمشتقات الصرف، وهو ما يمثل نسبة 40% من إجمالي أصولها، وهي نسبة كبيرة جدا قد تؤدي بتلك الشركات إلى الإفلاس. ولقد كان لإعلان هذه الخسائر وقعا كبيرا على قيمة هذه الشركات في سوق الأوراق المالية، حيث أن قيمتها انخفضت بنسبة كبيرة في التداولات التي أعقبت هذا الإعلان. ولم تنحصر الخسائر في القطاع الخاص بل شملت أيضا مؤسسات القطاع العام في الدول الناشئة، فعلى سبيل المثال خسرت شركة سيتيك باسيفيك الصينية أكثر من 2.4 مليار دولار.

¹ نفس المرجع، ص 67.

² Rondal Dodd: "Qui joue avec le feu...", Finance et Développement, Fond Monétaire International, juin 2009, p 40.

ونتيجة لحجم تلك الخسائر، طرحت العديد من الأسئلة فيما يخص أسباب تعامل هذه الشركات بمشتقات الصرف ودور البنوك في تعقيد وضعيات صرف هذه الشركات. بمعنى آخر هل الشركات في الدول الناشئة إستعملت المنتجات المشتقة للتحوط أم للمضاربة، وما هو الدور الذي لعبته البنوك في زيادة تعقيد وضعية الشركات إزاء هذه المنتجات. ولقد بينت إحدى الدراسات التي قام بها صندوق النقد الدولي في سنة 2007، أن العديد من الشركات الكبيرة على وجه الخصوص، استخدمت المشتقات المالية للمضاربة في سوق الصرف، وهو ما أدى بها في النهاية إلى تسجيل خسائر كبيرة نتيجة لانخفاض قيمة عملتها. أما فيما يخص الشركات الأقل حجماً، فقد بينت نفس الدراسة، أن الخسائر كانت ناتجة عن سوء تقدير خطورة المنتجات المشتقة، وعن قلة خبرة المسؤولين في تلك الشركات للتعامل مع هذه المنتجات.

الفرع الثاني: قمة مجموعة العشرين في بيتسبرغ وإصلاح المشتقات المالية المتداولة في السوق الحر

أنشئت مجموعة العشرين في عام 1999 بمبادرة من مجموعة الدول السبع الصناعية الكبرى بعد الأزمات المالية التي وقعت على التوالي في آسيا، روسيا وأمريكا اللاتينية. وكان الهدف من وراء إنشاء هذا التجمع الموسع، هو تشكيل إطار يمكن من خلاله للدول المتقدمة والناشئة العمل بشكل جماعي لتسوية الأزمات وتفادي الوقوع فيها. وتمثل المجموعة حالياً 90% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، و80% من التجارة العالمية، وسكانها يمثلون ثلثي سكان العالم¹. وقبل نشوء أزمة الرهن العقاري، كانت دول مجموعة العشرين تكفي بعقد اجتماع سنوي لوزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية، ولكن بعد اندلاع الأزمة المالية لسنة 2008، قامت مجموعة العشرين بعقد أول قمة على مستوى القادة في واشنطن في منتصف نوفمبر 2008، وتضم المجموعة كل من ألمانيا، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، إيطاليا، اليابان، بريطانيا، السعودية، جنوب إفريقيا، الأرجنتين، استراليا، البرازيل، الصين، كوريا الجنوبية، الهند، إندونيسيا، المكسيك، روسيا، تركيا والإتحاد الأوروبي.

أولاً-البيان الختامي لقمة بيتسبرغ: لم تكن جميع عمليات الإصلاح التقليدية للنظام المالي والنقدي العالمي، علاجاً جذرياً يضمن عدم تكرار الأزمات في المستقبل، فوجود خلل كبير في الدعائم الأساسية لهذا النظام، يجعل الحل الوحيد لإصلاحه، هو استبدال هذه الدعائم بدعائم أخرى أكثر قوة وثباتاً واستقراراً، أو ببساطة تغيير طبيعة هذا النظام بشكل كامل، وإلا سيبقى عرضةً للأزمات بمختلف أنواعها، مع كل ما يترتب عليها من تبعات.

انطلاقاً مما سبق تم الاتفاق بين قادة مجموعة العشرين في إطار القمة المنعقدة في سبتمبر 2009 لتقييم أزمة 2008، على تبني مجموعة من الحلول العلاجية الوقائية التي قد تكون السبيل الوحيد للوصول إلى نظام مالي

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار: "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة -أحداثها، أسبابها، تداعياتها وإجراءاتها"، اليازوري، عمان، 2011، ص 161.

دولي مستقر، ومحصن ضد الأزمات، وتكون بمثابة خارطة طريق نحو إصلاح السوق الحر للمشتقات المالية. ولقد تم تلخيص هذه المبادئ في البيان الختامي للقمة الذي نص على أن "كل العقود المشتقة الموحدة قياسياً* والمتداولة في السوق الحر يجب أن يتم تداولها في سوق الأوراق المالية أو في منصة التداول الالكترونية، كما يجب أن يتم تقاصها بشكل مركزي حتى نهاية 2012 كآخر أجل. ويجب اشعار المستودعات المركزية للبيانات بكل الصفقات التي يتم الاتفاق عليها. بالنسبة للعقود التي لا يمكن تقاصها بشكل مركزي بسبب التوحيد القياسي غير المتوفر فيجب أن تخضع لمتطلبات رأس المال أكثر صرامة"¹.

ثانياً- مبادئ الإصلاح: من خلال البيان الختامي لقمة بيتسبرغ نلاحظ أن جهود الإصلاح تركز على خمسة أسس ومبادئ:

- ضرورة الوصول إلى درجة عالية من التوحيد القياسي للمنتجات المتداولة في الأسواق الحرة والتي تعتبر مرحلة ضرورية وحاسمة لتوفير شروط التقاص المركزي،
- اعتماد نظام المقاصة المركزية والذي يتم تطبيقه على كل المنتجات التي أثبتت درجة عالية من التوحيد القياسي.
- تحفيز تداول المنتجات المشتقة الموحدة قياسياً في سوق الأوراق المالية أو في منصة التداول الالكترونية.
- المنتجات المشتقة التي تبقى غير موحدة قياسياً يجب أن يطبق عليها متطلبات مرتفعة من رأس المال، حتى يتم من جهة تأمين البنك من مخاطر السوق، ومن جهة أخرى تحفيز المتعاملين على تداول المنتجات المشتقة الموحدة قياسياً في الأسواق المنظمة بسبب إرتفاع التكلفة المرتبطة بمتطلبات رأس المال.
- المبدأ الأخير يرتبط بنظام المعلومات وكيفية التقرير، وفي هذا الصدد فإن الإصلاحات ترى من أجل زيادة الشفافية وإعطاء صورة واضحة عن كيفية توزيع المخاطر في السوق، ضرورة أن يتم إلزام المتعاملين بالمشتقات المالية، سواء كانت موحدة قياسياً أو غير ذلك، بالتصريح بكل المعلومات المتعلقة بالصفقات التي يعقدونها، وتقديم تقارير دورية عن مراكزهم المالية. هذه التقارير ستسمح للسلطات النقدية بتحديد التجاوزات في السوق، وتعطيها هامش تحرك أكبر من أجل اتخاذ الإجراءات الضرورية لإعادة توزيع المخاطر في حالة ملاحظة شكل من أشكال تمركزها.

* لقد أعطي للمصطلح النجلو ساكسوني standardization عدة معاني في المورد قاموس انجليزي عربي لكتابه منير البعلبكي المعيارية، التقييس والتوحيد القياسي، كما أن هذه المعاني نجدتها في بعض القواميس الخاصة من بينها ولقد اخترنا الترجمة الأخيرة على أساس أنها تعبر عن المقصود بالعملية في سوق المشتقات هو توحيد الإجراءات وخصائص العقود.

¹ Luvuyo Sydwell Mfecane: "A Case of Standardised Financial Market Regulation: The OTC Derivatives Regulations for Fair and Efficient Market", International Journal of Management and Commerce Innovations, Vol. 2, Issue 2, October 2014, p335.

ثالثاً- أهداف إصلاح سوق المشتقات المالية المتداولة في السوق الحر: إن الأهداف المراد تحقيقها من خلال تطبيق المبادئ المذكورة أعلاه هي زيادة الشفافية، التخفيض من المخاطر النظامية والتصدي للتجاوزات في السوق، ويمكن تلخيص هذه الأهداف والإصلاحات المقترحة لتحقيقها في الجدول التالي:

الجدول رقم (97): أهداف إصلاح سوق المشتقات المتداولة في السوق الحر حسب مخرجات قمة بيتسبرغ.

الإصلاحات المبرمجة	المقاصة المركزية	الإشعار بالصفقات	التداول في المنصات أو أسواق الأوراق المالية	متطلبات رأس المال والهوامش
الأهداف المسطرة				
تحسين الشفافية		✓	✓	
التخفيض من المخاطر النظامية	✓			✓
الحماية من التجاوزات في السوق		✓	✓	

Source : Mark Carney : " La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré", Revue de la stabilité financière, N° 17, Avril 2013, Banque de France, p11.

من الجدول نلاحظ أن تحقيق الأهداف المسطرة من قبل قادة مجموعة العشرين في قمة بيتسبرغ، يستوجب ترجمة المبادئ العامة المعتمدة من قبل مجموعة العشرين إلى مجموعة من القرارات القابلة للتنفيذ وفقاً لأجندة محددة مسبقاً. ولقد شمل الإصلاح العديد من الجوانب التي تهدف إلى تحقيق أهداف معينة، وفيما يلي ربط بين الإصلاحات المقررة والأهداف المسطرة¹:

- يجب على السلطات النقدية أن تعمل على زيادة التوحيد القياسي في أكبر عدد ممكن من المنتجات المتداولة في السوق الحر من أجل استيفاء شروط المقاصة المركزية، وزيادة الشفافية نتيجة لذلك، كما يجب عليها أن تحفز المتعاملين على تداولها لزيادة السيولة في السوق؛
- ضرورة تداول المنتجات الموحدة قياسياً في سوق الأوراق المالية أو منصة التداول الكترونية، وحددت نهاية 2012 آخر مهلة لدول مجموعة العشرين لتحقيق ذلك، ويهدف هذا الإجراء إلى زيادة الشفافية والتخفيض من درجة تركيز المخاطر والتجاوزات في السوق؛
- يجب على السلطات النقدية أن تنشئ هيئة تقوم بضمان التقاص المركزي بين المتعاملين، والتي يقصد بها جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيداً لتسويتها، ويتم في غالب الأحيان الحساب على أساس مبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافي دائنية أو مديونية المتعاملين المشتركين. ويترتب على عملية المقاصة

¹ Financial Stability Board (FSB) : " Implementing OTC Derivatives Market Reforms", report, financial stability board, October 25, 2010, pp 5-8.

تحديد ما إذا كان المتعامل مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع المتعاملين الأعضاء في شركة المقاصة. وكما هو معلوم، فإن غرفة المقاصة تحل محل المشتري أو البائع في العملية، مما يؤدي إلى تخفيض مخاطر الجهة المقابلة وبالتالي التخفيض من المخاطر النظامية، كما أنها تساهم في تحسين طرق إدارة المخاطر؛

- تقديم التقارير إلى المستودعات المركزية للمعلومات تساهم في زيادة الشفافية وتسمح للسلطات المعنية بتشديد الرقابة على المخاطر النظامية، وتحسين إدارتها، مما يجعلهم يتمتعون بأفضلية أمام تراكم المخاطر وتمركزها بفضل ما يحوزون عليه من معطيات وبيانات حول مختلف الصفقات التي تنجز في السوق؛
- إن البنود المتفق عليها بين دول مجموعة العشرين تقضي بضرورة رفع معدل رأس المال لتغطية المخاطر الناشئة عن التعامل بالمشتقات المالية المتداولة في لسوق الحر، في إطار المعايير الاحترازية لإدارة المخاطر البنكية. وسوف يسمح الرفع في متطلبات رأس المال من جهة، في تأمين البنك من الوصول إلى وضعية التوقف عن السداد بسبب تغيرات غير ملائمة في أسعار المشتقات المالية على محفظته من هذه المنتجات، ومن جهة أخرى، تحفيز هذه البنوك على توجيه استثماراتها نحو المنتجات الموحدة قياسياً المتداولة في أسواق الأوراق المالية أو في منصة التداول المركزية.

الفرع الثالث: سبل تطوير مشتقات الصرف المتداولة في السوق الحر في ضوء مخرجات قمة بيتسبرغ

لقد تم الاتفاق في قمة مجموعة العشرين في بيتسبرغ بالولايات المتحدة الأمريكية، على مجموعة من المبادئ لتصحيح الاختلالات الملاحظة على عقود المشتقات المالية المتداولة في السوق الحر للوصول إلى جملة من الأهداف، يأتي على رأسها، تعزيز الشفافية وزيادة الرقابة على الصفقات في هذا السوق. ولا يخرج السوق الحر لمنتجات الصرف في الأسواق الناشئة عن هذه القاعدة، بل أن قلة خبرة هذه الإقتصادات بهذه الأسواق وبتقنياتها ومخاطرها، يجعلها معنية أكثر من غيرها بهذه الإصلاحات. وانطلاقاً من مستوى النمو الكبير الذي عرفته أسواق مشتقات الصرف، تصبح عملية إصلاحه في إطار مخرجات قمة بيتسبرغ، واقتراحات مجلس الاستقرار المالي FSB*، أمراً ضرورياً لتفادي الإنزلاقات الخطيرة التي عرفتها بعض الأسواق المشتقة أثناء أزمة الرهن العقاري، وتأطير عملية النمو من أجل صون أحد أهم المتغيرات الإقتصادية في هذه الدول المتمثل في سعر الصرف.

ولقد قدم مجلس الاستقرار المالي في 2010 واحد وعشرون توصية يمكن تطبيقها من أجل إصلاح سوق منتجات الصرف المتداولة خارج المقصورة بمختلف أنواعها، وهي نفسها التي سنعتمد عليها لاقتراح إطار منظم لتطوير سوق مشتقات الصرف المتداولة في السوق الحر في الدول الناشئة.

* Financial Stability Board.

أولاً-زيادة التوحيد القياسي لمشتقات الصرف المتداولة في السوق الحر: يعرف التوحيد القياسي بأنه الأسلوب الذي يحقق وضع المواصفات القياسية، التي تحدد الخصائص والأبعاد ومعايير الجودة وطرق التشغيل، والأداء للمنتجات، مع تبسيط وتوحيد أنواعها وأجزائها قدر الإمكان إقلاقاً للتعدد الذي لا داعي له، وتيسيراً للتبادلية، كما يشمل التوحيد القياسي أيضاً توحيد الطرق والأساليب المعتمدة وكذلك المصطلحات والتعاريف¹.

التعريف السابق اعتبر التوحيد القياسي، مجموعة من العمليات المترابطة والمتتابعة التي تهدف إلى وضع المواصفات المتعلقة بالمنتج أو الخدمة، والتي لا يجب أن يحيد عنها المنتج أو مقدم الخدمة إلا في إطار محدد مسبقاً لا يُجَل بالتوحيد القياسي، ولا يؤدي إلى التعدد المفرط، والغرض من ذلك هو تبسيط الأبعاد المختلفة للمنتج والخدمة قصد زيادة التبادل وتيسيره.

وفي المجال المالي يعني مصطلح التوحيد القياسي، وضع مجموعة من العلامات الثابتة التي تُعرّف منتج أو عقد، بشكل يأخذ بعين الاعتبار المصالح التجارية للعديد من المشاركين، مع إمكانية مطابقة الصفقات واستخدام المعالجة المباشرة في عملية التسوية **Straight through processing**. بصيغة أخرى التوحيد القياسي يعني أن تشمل عقود نفس المنتج على شروط تعاقدية وإجراءات تداول موحدة.

من التعريف السابق، نجد أن تحديد مستوى التوحيد القياسي بالنسبة لمنتج معين يتطلب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل، منها التوحيد القياسي القانوني والتشغيلي إلى جانب السيولة²:

- **التوحيد القياسي القانوني**: يعني توحيد التعريفات والشروط التعاقدية بالنسبة لمنتج معين والتي تكون مشتركة بين جميع الصفقات المنجزة، وتكون واجبة التطبيق على جميع المتداولين، وهو ما يعني ضرورة استخدام وثائق قانونية موحدة؛

- **التوحيد القياسي التشغيلي**: يهتم بتوحيد إجراءات معالجة العمليات بما في ذلك إجراءات التداول، التأكيد، التسوية، والغاء. هذا يعني أن التوحيد القياسي التشغيلي يهتم بمستوى التوحيد في إدارة سيرورة المتاجرة مثل قيمة العقد وتواريخ الاستحقاق، هوامش التغير، طريقة حساب الأرباح والخسائر وتسويتها؛

- **توفير السيولة الكافية للتداول**: التي يجب أن تكون ملائمة لمنصة التداول المختارة.

ويهدف التوحيد القياسي إلى تحسين ملائمة المنتجات والعمليات والخدمات للأغراض التي خصصت لها، وكذلك منع العوائق للتجارة وتسهيل التعاون التقني¹. ولا يعتبر التوحيد القياسي هدفاً في حد ذاته، بل وسيلة لجعل منتجات الصرف المتداولة في السوق الحر قابلة للتقاص المركزي وبالتالي التخلص من عيوب الأسواق الحرة. فمنتجات الصرف المشتقة المتداولة في السوق الحر تتميز بأنها صفقات خاصة تعقد بين طرفين يحاولان من

¹ حمد العامدين : "المواصفات والمقاييس مدخل للجودة وتسهيل التبادل التجاري"، مؤتمر الجودة وسلامة الغذاء العالمي، المنظمة العربية للتنمية الصناعية والتعدين، أيام 15-16 ماي 2006، بيروت، لبنان، ص3.

² International Organization Of Securities Comissions (IOSCO): "Report on Trading of OTC derivatives", Madrid, Spain, February 2011, pp 22-23, available on IOSCO website, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>, accessed November 13, 2015.

¹ المعهد الأردني للمواصفات والتقييس: " مفاهيم التقييس"، متوفر على موقع www.jism.gov.jo/arabic/standardisation http://www.jism.gov.jo/arabic/standardisation. أطلع عليه يوم 25-03-2015.

خلالها الاتفاق على بنود العقد بما يلي أكثر الحاجات خصوصية للمتعاملين، وهذه الطبيعة الثنائية تجعل المتعاقدين يتحملون خطر الجهة المقابلة ويعالجانه بطريقة ثنائية حسب نظام إدارة المخاطر المعتمد لديهما. كما أن تحديد بنود العقد بما يتلاءم وحاجات المتعاملين، يؤدي في النهاية إلى اختلاف الصفقات المبرمة في هذا السوق، من حيث المبالغ والأجال وإلى انعدام الشفافية في السوق، وغياب بيانات هامة حول الصفقات.

وبالرغم من تعدد الجهات المتعاملة في هذه السوق، إلا أن معظم التعاملات تبقى محصورة بين عدد قليل من التجار الذين يعرفون بصناع السوق. فعلى سبيل المثال، نجد أن عدد البنوك التي تستحوذ على أكثر من 75% من إجمالي الصفقات في سوق الصرف حسب إحصائيات سنة 2013 هو 6 في ماليزيا، 12 في الهند، 7 في المكسيك، 5 في البيرو، 7 في البرازيل و9 في الصين². وتتولى هذه الفئة مهمة توفير السيولة في السوق من خلال بيع وشراء مشتقات الصرف وإدارة الوضعيات الناشئة عنها.

وينشأ عن الوضعية السابقة تشكل شبكة من المتعاملين حول صانع السوق، مما يزيد في الخطر النظامي وسرعة انتقال العدوى، وعند افلاس أحد صانعي السوق، يتكبد كل المتعاملين معه خسائر كبيرة تجعلهم غير قادرين على الوفاء بالتزاماتهم، وتزيد هذه الوضعية سوء عندما تكون المعلومات المتعلقة بشبكة معاملات صانع السوق غير متوفرة. ويصبح جليا أن الحل يكمن في تطبيق نظام المقاصة المركزي على المنتجات المشتقة المتداولة في السوق الحر، فبيوت المقاصة تسمح بـ³:

- التحكم بشكل أفضل في المخاطر النظامية، بفضل تحسين إدارة المخاطر الائتمانية ومخاطر الجهة المقابل؛
- تخفيض حالة عدم التأكد فيما يخص الوضعيات المعرضة للخطر بالنسبة لصانع السوق؛
- زيادة الشفافية كنتيجة حتمية لذلك.

ومن أجل الوصول إلى تحقيق المنافع الكاملة لتطبيق نظام المقاصة المركزية على المنتجات المتداولة في السوق الحر، يجب أن يتم زيادة التوحيد القياسي لمشتقات الصرف المتداولة في السوق الحر حتى تصبح قابلة للتداول ضمن سوق الأوراق المالية أو منصات التداول الإلكترونية.

وبالرغم من أهمية التوحيد القياسي لهذا النوع من المنتجات، وضرورة تطبيقه، إلا أن جزء منها سيبقى غير موحد قياسيا ومتداوليا في السوق الحر، وهذا لعدة اعتبارات نذكر منها:

- التحوط من المخاطر الخاصة؛
- استيفاء شروط بعض المعايير المحاسبية الخاصة بالتحوط؛
- محاولة المستثمر بناء استراتيجيات استثمارية ملائمة.

² Bank for International Settlements (BIS): " Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, p9, available on the BIS website, www.bis.org, accessed August 15, 2015.

³ Jacques Aigrain : "Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque", Revue De La Stabilité Financière, N°17, Banque de France, avril 2013, p 175.

هذا يعني أن المشاركين في السوق يلجؤون للمنتجات المشتقة الخاصة، عندما تلي بشكل أحسن حاجاتهم الخاصة وغير المعيارية من التحوط. وتعتبر الأسباب السابقة عناصر كافية لتحفيز المستخدمين النهائيين على طلب المشتقات المالية الخاصة (غير الموحدة قياسيا)، وتدفع بالتالي صناع السوق لعرض مثل تلك المنتجات.

وباعتبار أن هذه المنتجات ستبقى متواجدة وغير قابلة للتقييس والتقاص المركزي، ولا يمكن بالتالي تداولها في منصات التداول الإلكتروني ولا في سوق الأوراق المالية، تصبح الجهود منصبه أكثر نحو تحسين آليات الإدارة الثنائية لمخاطر هذه المنتجات. وانطلاقا مما سبق، نجد بأن السلطات يجب أن تعمل على مستوى ثلاثة جهات رئيسية تهدف من خلالها إلى زيادة التوحيد القياسي للمنتجات المشتقة المتداولة في السوق الحر، وتحفيز المتعاملين على تداول المنتجات الموحدة قياسيا في أسواق الأوراق المالية أو منصات التداول الإلكترونية، ويمكن عرض ما يجب على السلطات النقدية القيام به في النقاط التالية¹:

- العمل مع بقية المتعاملين في سوق الصرف على زيادة تقييس الشروط التعاقدية الخاصة بالمشتقات المالية المتداولة في السوق الحر، على أن تأخذ بعين الاعتبار الأهمية النظامية لأنواع محددة من المشتقات المتداولة في السوق الحر، بما في ذلك تقييم بعض العناصر مثل الأحجام والوضعيات.
- العمل مع بقية المتعاملين على زيادة نسبة المشتقات غير المقيدة في البورصة، والتي تستخدم عمليات تشغيلية موحدة والمعالجة المباشرة، فالاستعمال المتزايد للإجراءات الآلية الموحدة يؤدي إلى زيادة استخدام المنتجات المشتقة الموحدة قياسيا.
- تحفيز المشاركين في السوق على التعامل بالمنتجات الموحدة قياسيا واتباع الإجراءات المنمطة دون غيرها، وإصدار التشريعات الضرورية في الوقت المناسب لتحقيق هذا الهدف. كما ينبغي على السلطات أن تقوم بتحليل ودراسة الأنشطة الجديدة في السوق، لتحديد مدى إقبال المتعاملين على المنتجات غير الموحدة قياسيا وتعيين الأسباب، على أن تتخذ ما تراه مناسبا من إجراءات، في حالة ثبوت نية المتعاملين الإلتفاف حول متطلبات المقاصة المركزية وأنظمة التداول الإلكترونية باستعمال المنتجات غير الموحدة قياسيا.

ثانيا- تطبيق المقاصة المركزية: يتداخل هذا العنصر مع سابقه في الكثير من المواضيع على أساس أن هدف التوحيد القياسي عادة هو تسهيل عملية التقاص المركزي للمنتجات المتداولة في السوق الحر، وبالتالي سنجد أن المقاصة المركزية ما هي إلا النهاية الحتمية لمنتجات الصرف الموحدة قياسيا والمتداولة في السوق الحر. وتهدف الإصلاحات المطبقة على سوق مشتقات الصرف المتداولة في السوق الحر، إلى إدراج أكبر نسبة ممكنة من هذه المنتجات ليتم تقاصها أمام غرفة مقاصة مركزية، النسبة المتبقية (غير الموحدة قياسيا)، يجب

¹ Financial Stability Board (FSB), op-cit, pp 14-15.

إخضاعها لمتطلبات مرتفعة من رأس المال. وتهدف عملية ادراج المنتجات الموحدة قياسيا في غرفة المقاصة، إلى التخفيف من المخاطر النظامية التي تنشأ بسبب وجود خطر الجهة المقابلة وتمركز المخاطر.

وهناك العديد من العناصر التي تسمح بالحكم على أهلية منتج ما للمقاصة المركزية، وبالتالي على مدى وجود إمكانية تداوله في منصة التداول الالكتروني¹:

- **درجة توحيد الشروط التعاقدية للمنتجات المشتقة والعمليات التشغيلية لعملية التداول:** يجب توحيد الشروط التعاقدية للمنتجات المشتقة المتداولة في السوق الحر لتسهيل عملية ادراج تلك المنتجات في منصات التداول الالكترونية وزيادة إمكانية تقاصها من قبل جهة مركزية؛

- **سيولة وعمق سوق المنتج المعني:** يجب على السلطات أن تأخذ بعين الاعتبار سيولة السوق للحكم على منتج معين بأنه موحد قياسيا بالدرجة الكافية التي تسمح بالتقاص المركزي، ويكون بالتالي ملائم للتداول في المنصات الالكترونية. وتلعب سيولة السوق، دورا محوريا لدى غرفة المقاصة لإعادة التوازن لدفاترها عن طريق إيداع وضعياتها في المزاد العلني، كما أنها تعتبر عاملا حاسما في نجاح تداول منتج معين في منصات التداول الالكترونية. وعند تقييم السيولة، يجب على السلطات التأكد من أن هناك دلائل على استقرار السيولة (دراسة تاريخية تستند على البيانات المتوفرة)، وأن هذه السيولة غير حساسة للتعرض المحتمل لأحد المتداولين في السوق. ولتعزير النقطة الأخيرة، يجب على السلطات أن تتأكد بأن هناك عدد كاف من المتداولين الناشطين في السوق، فالخبرة والتجارب السابقة أكدت بأن السوق الذي يسيطر عليه عدد قليل من المتعاملين، يكون أكثر عرضة لتذبذب السيولة مقارنة بالأسواق التي يسيطر عليها عددا أكبر؛

- **توفر مصادر تسعير عادلة مقبولة بشكل عام وموثوق فيها:** عند تحديد درجة التقييم التي يتمتع بها منتج معين ومدى أهليته للتقاص المركزي، يجب على السلطات أن تأخذ بعين الاعتبار توفر البيانات الكافية حول تسعير المنتجات المشتقة. وتلعب البيانات المتعلقة بالأسعار دورا هاما في السوق حيث أنها تسمح بتحديد القيمة العادلة للوضعيات والمراكز المالية، كما أنها مهمة لغرفة المقاصة من أجل نمذجة التغيرات المستقبلية في الأسعار وتحديد متطلبات الهامش المطلوب.

إن التطبيق المتزامن لكل من رفع متطلبات رأس المال بالنسبة للمنتجات غير الموحدة قياسيا وإخضاع المنتجات الموحدة قياسيا للمقاصة المركزية سيساهم في رفع السيولة في السوق، وتوفير بيانات ذات مصداقية عالية حول الأسعار، مما يزيد في الشفافية وفي قدرة غرفة المقاصة على إدارة المخاطر الخاصة بها. وبالتالي فإن المطلوب من السلطات النقدية التحديد الدقيق للمنتجات التي يجب أن تخضع إجباريا للمقاصة المركزية، كما يجب أن تستثني من ذلك تلك المنتجات التي لا تستطيع غرفة المقاصة إدارة مخاطرها بشكل فعال. كما يجب

¹ International Swaps and Derivatives Association (ISDA): "Non-Cleared OTC Derivatives, Their Importance to the Global Economy", Report, ISDA, March 2013, p 17.

عليها القيام بتحقيق معمق في الحالات التي تلاحظ فيها وجود منتج موحد قياسيا ومناسب لغرفة المقاصة وشروطها، إلا أن هذه الأخيرة لم تقم بإدراجه في التداول، قصد تحديد الأسباب الرئيسية واتخاذ الإجراءات المناسبة لإزاحة العراقيل وتسهيل المقاصة المركزية.

ثالثا- الانتقال نحو التداول ضمن الأسواق المالية أو منصات التداول الإلكترونية: تعتبر سوق المشتقات المتداولة في السوق الحر غير مستقرة بسبب مكان التداول والطبيعة الثنائية للصفقات والمعلومات الشحيحة المتعلقة بها مثل الأسعار، الأحجام والوضعيات. هذه الخصائص يمكن أن تؤدي في الوضعيات غير العادية إلى زيادة مخاطر السوق والسيولة والتخفيض من مصداقية السوق، وتزيد بالتالي في صعوبة تقييم الوضعيات والمخاطر ومراقبتها.

إن الفرق الجوهرى بين الأسواق المنظمة ومنصات التداول الإلكتروني والأسواق الحرة، يتمثل أساسا في مستوى الشفافية السائد في الأسعار والوضعيات المتخذة، حيث أن هذا المستوى يكون مرتفعا في الأسواق المنظمة عن الأسواق الحرة. ومستوى الشفافية يزيد بطبيعة الحال بعملية التصريح للسلطات والافراد سواء بالعمليات الجارية (العروض والطلبات) أو بالعمليات المنتهية (شفافية ما بعد التداول).

وبالرغم من المزايا والفوائد الظاهرة لاستخدام الأسواق المنظمة ومنصات التداول الإلكترونية في زيادة شفافية التداول والمعاملات، إلا أنها تؤثر على سيولة السوق وعلى الأسعار المتوسطة، وهي بطبيعة الحال مفيدة وتخدم طرف على حساب طرف آخر. وانطلاقا من ذلك يصبح من الضروري التحديد الدقيق للمنافع المرجوا تحقيقها من خلال دفع تداول منتجات الصرف المتداولة في السوق الحر نحو المنصات الإلكترونية من جهة، وتحديد التوقيت الملائم لمثل هذا التوجه من جهة أخرى. كما يجب أن يتم اختيار التداول في منصات التداول الإلكترونية في ضوء مقارنة المزايا الإضافية التي تأتي بها هذه الطريقة مع تلك التي تتحقق بفضل زيادة التوحيد القياسي، تطبيق نظام المقاصة المركزية والتصريح لمستودعات بيانات الصفقات. ويوصى بأن يتم فرض تداول المشتقات الموحدة قياسيا ضمن أسواق الأوراق المالية أو منصات التداول الإلكترونية، عندما يكون السوق متطور بشكل كاف، وهو ما يسمح عمليا بإدراج تلك المنتجات في الأسواق المنظمة أو المنصات.

وفي هذا الإطار يوصي مجلس الاستقرار المالي العالمي بما يلي¹:

- ضرورة اجراء دراسات تحليلية معمقة، ودقيقة حول خصائص مختلف أسواق الأوراق المالية والمنصات الإلكترونية التي يمكن استخدامها في تداول المنتجات المالية المشتقة الموحدة قياسيا؛
- يجب على السلطات النقدية البحث عن أسواق الأوراق المالية والمنصات الإلكترونية التي يمتثل أن تصلح لتداول تلك المنتجات وتحديد خصائصها.

¹ Financial Stability Board (FSB), **op.cit**, p 44.

رابعاً-إنشاء مستودعات مركزية للصفقات وفرض إلزامية التقرير: يعتبر إنشاء مستودعات مركزية للصفقات لجمع وتخزين و بث المعلومات في السوق أحد ركائز الإصلاح، فالطريقة المتبعة حالياً في تجميع المعلومات لا تسمح للسلطات النقدية بتكوين صورة واضحة عن مختلف المراكز المعرضة للخطر، ولا في تقييم درجة تركيز هذه المخاطر. ويعرف المستودع المركزي للصفقات (T.R*) بأنه شخص اعتباري (معنوي) يقوم بجمع وحفظ سجلات الصفقات على المشتقات بشكل مركزي¹. وفي هذا الإطار يوصي مجلس الاستقرار العالمي بضرورة قيام السلطات النقدية بإنشاء مستودعات لجمع وحفظ البيانات حول كل الصفقات المتعاقد عليها في السوق الحر، وتقديم تقارير للأفراد وللجهات الرسمية.

ويمكن للسلطات أن تستخدم هذه البيانات لتحديد نقاط ضعف النظام المالي، وتطوير السياسات الرقابية والتنظيمية الملائمة لتعزيز الاستقرار وتخفيض المخاطر النظامية وتحسين تنفيذ المهام الرقابية للسلطات النقدية لتفادي التجاوزات في السوق. وللوصول لهذه الأهداف، يجب إلزام المتعاملين في سوق الصرف بالتصريح للمستودعات المركزية بكل العقود المشتقة المبرمة في السوق الحر. وبفضل ما ستقدمه هذه المستودعات من معلومات وبيانات سواء للسلطات، المشاركين في السوق أو للأفراد، فإنها سترفع من شفافية السوق، وتزيد فعالية السلطات النقدية في أداء مهامها بما يضمن²:

- تقييم المخاطر النظامية والاستقرار المالي؛
- مراقبة السوق والسياسات المطبقة ومدى انفاذها؛
- الإشراف على المشاركين في السوق؛
- تقديم حلول للأنشطة المختلفة.

وحتى تؤدي المستودعات المركزية للصفقات مهامها بشكل جيد كمصدر للبيانات للمشاركين في السوق يجب على السلطات أن تقوم بما يلي³:

- تأطير عمل المستودعات على أساس وظيفتهم الأساسية، المتمثلة في كونهم مصدر بيانات بالنسبة للهيئات، للسلطات، للمشاركين في السوق وللأفراد في إطار المعايير الدولية المحددة من قبل كل من المنظمة الدولية للأوراق المالية IOSCO* ولجنة أنظمة الدفع والتسوية CPSS**؛
- إخضاع المستودعات لرقابة السلطات النقدية بشكل مستمر وصارم؛

* Trade Repository.

¹ European Securities and Markets Authority (Esma): "Trade depositories", Paris, france, available on ESMA website : <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories> accessed April 05, 2015.

² Mark CARNEY "La mise en oeuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré", Revue De La Stabilité Financière, N°17, Banque de France, avril 2013, pp 12-13.

³ Financial Stability Board (FSB), op-cit, pp 6-7.

* International Organization of Securities Commissions

** Committee on Payment and Settlement Systems

- الهيئات المخولة بتحديد الشروط التنظيمية المتعلقة بالتصريح بالمعطيات والصفقات إلى المستودعات المركزية للصفقات، يجب أن تأخذ بعين الإعتبار المعايير الدولية للمحاسبة، أعمال كل من لجنة النظام المالي العالمي CGFS***، بنك التسويات الدولية BIS، منتدى الهيئات التنظيمية للمشتقات المتداولة في السوق الحر ODRF، لجنة أنظمة الدفع والتسوية، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، من أجل تحديد قائمة المعلومات الواجب التصريح بها للمستودع المركزي للصفقات. ومن أجل تحقيق ذلك، يجب أولاً تحديد الحد الأدنى من المعلومات الواجب التصريح بها وتحديد صيغ موحدة للتقارير، وثانياً تحديد منهجية واضحة وآلية لتجميع البيانات على أساس شامل؛
- عندما يتم تصفية العملية (الإنهاء منها) من قبل غرفة المقاصة، يجب الاحتفاظ بكل المعلومات التي تتعلق بالشروط الأصلية للعقد؛
- يجب إتاحة البيانات المجمعة والمحفوظة لدى المستودع المركزي للصفقات بشكل فعلي وعملي لكل من الجهات المنظمة للسوق، البنوك المركزية، المشرفين على المعايير الإحترازية لاستخدامها في تنفيذ مهامهم وأداء مسؤولياتهم؛
- السماح للمؤسسات المالية الدولية بالوصول إلى البيانات والمعلومات المحتفظ بها في المستودعات، بشكل مناسب وبما يتوافق مع الصلاحيات الممنوحة لها؛
- يجب على السلطات أن تجبر كل المشاركين في السوق على التصريح بكل الصفقات على مشتقات الصرف، سواء تمت مع أو بدون غرفة المقاصة، إلى المستودعات المركزية للصفقات، ويجب أن يكون هذا التصريح دقيقاً وفي الوقت المناسب. كما يجب مضاعفة الجهود المبذولة للحصول على موافقة العملاء لتقديم تقارير حول البيانات ذات الصلة، واقتراح تدابير تشريعية تضع حلول لمعالجة العوائق القانونية أمام جمع البيانات ونشرها من قبل مستودعات الصفقات. بالنسبة لبعض الصفقات التي لا يمكن التصريح بها لأسباب موضوعية فيجب على العميل أن يقوم بالتصريح بها لدى الهيئات المختصة؛
- يجب أن تسهر السلطات على ضمان وضع الإجراءات المناسبة لنشر البيانات والحفاظ على سريتها لتمكين الجهات المختصة من الوصول إلى البيانات المختلفة بشكل كامل وفي الوقت المناسب بما يتلاءم والصلاحيات الممنوحة لها؛
- عندما يتم تصفية العملية (الإنهاء منها) من قبل غرفة المقاصة، يجب الاحتفاظ بكل المعلومات التي تتعلق بالشروط الأصلية للعقد.

*** Committee on the Global Financial System

خلاصة الفصل:

من الأخطاء الشائعة النظر إلى الدول الناشئة على أنها دول متجانسة، فالدراسة التي قمنا بها أظهرت تباينا واضحا وكبيرا بين هذه الدول فيما يخص توفر تقنيات التحوط. وبلااسترشاد ببعض المعايير تمكنا من تقسيم الدول الناشئة إلى خمسة مجموعات تعبر عن مدى توفر تقنيات التحوط في هذه الإقتصادات. وانطلاقا من هذا التصنيف، توصلنا إلى بعض النتائج التي ساعدت كثيرا في تحديد الآليات المختلفة الممكن استخدامها في تطوير تقنيات التحوط. من بين النتائج التي تم استخلاصها، نذكر عدم توفر تقنيات التحوط الداخلية، ضعف تداول المنتجات في السوق المنظم، وسرعة نمو تداول المنتجات في السوق الحر وما يمثله من تهديد لسلامة الإقتصاد في هذه الدول.

ويرجع عدم قدرة المتعاملين على استخدام تقنيات التحوط الداخلية، إلى طبيعة العملة المحلية وتطبيق بعض القيود التشريعية التي أعاقت قدرة المتعاملين في هذه الدول على فرض عملتهم المحلية في معاملاتهم التجارية والمالية واستخدام كل من تقنية المقاصة وتسيير آجال التسوية. بالنسبة لضعف تقنيات التحوط في السوق المنظم فيرجع إلى طبيعة العملة المحلية التي لا تتمتع بقابلية التحويل وعدم تطور آليات التداول في بعض الأسواق المالية والتي لا تتيح إمكانية تداول المنتجات المشتقة. وضع المنتجات المتداولة في السوق الحر مختلف تماما فالدراسة بينت تواجد هذه المنتجات في كل الدول تقريبا مع تسجيل معدلات نمو كبيرة جدا، وهو ما يمثل بعد الأخذ بعين الإعتبار قلة خبرة المتعاملين في هذه الدول، تهديدا كبيرا لسلامة الشركات وإقتصادات هذه الدول في حالة سوء استخدامها.

يتطلب توفير تقنيات التحوط الداخلية للمتعاملين الإقتصاديين في الدول الناشئة إعادة النظر في طريقة تسيير العملة المحلية، وإلغاء بعض التشريعات. فاستخدام العملة المحلية في المعاملات التجارية والمالية يتطلب قبول العملة دوليا، وهذا لن يكون، إلا بعد استيفاء بعض الشروط والمتطلبات، كقابلية التحويل ووجود منافذ استثمارية سواء في سوق الإصدارات الدولية أو سوق الأورو عملة أجنبية. ويمكن للدول التي لا تتوفر على إمكانيات تدويل العملة المحلية أن تستخدم عقود مبادلة العملة المحلية مع أهم الشركاء التجاريين لإعطاء فرصة للشركات التي تنشط في إقليمها من استخدام العملة المحلية في معاملاتهم التجارية. ويعتبر إلغاء كل من التشريع الذي يفرض إعادة توطين حصيلة الصادرات، والذي يلزم الأعوان الإقتصاديين بالتنازل عن حصيلة الصادرات، إما للبنوك التجارية أو للبنك المركزي، شرطا ضروريا لإمكانية استخدام كل من المقاصة وتقنية تسيير الآجال.

أما فيما يخص آليات تطوير تقنيات التحوط في السوق المنظم وزيادة فعاليتها ونشاطها، فقد تم التوصل إلى ضرورة توفر إطار معين يضمن التداول السلس لتلك المنتجات، كأن يكون المنتج الأصلي (العملة في حالتنا) يتمتع بجرية التداول وقابلية التحويل، وغير مفروض عليه قيود من حيث إمكانية اتخاذ وضعيات مفتوحة والمشاركة الإرادية من قبل كل المتعاملين الإقتصاديين، إلى جانب تطوير البنية التحتية وأنظمة التداول والمقاصة ونشر الثقافة الاستثمارية المالية.

وضع المنتجات المتداولة في السوق الحر مختلف تماما، فالدراسة أكدت تواجد هذه المنتجات في كل الدول تقريبا مع تسجيل زيادة معتبرة في حجم التداول، ومع مستجدات الأزمة الاقتصادية لسنة 2008، وبروز الدور السلبي للمشتقات المالية، أصبح التوجه العالمي فيما يخص هذه المنتجات هو ضرورة التحكم فيها ومراقبتها وتنظيمها. وأخذا بعين الاعتبار حجم خسائر الشركات في الدول الناشئة الناتج عن تعاملها بمشتقات الصرف، فقد تم اقتراح بعض الحلول التنظيمية لسوق المشتقات المتداولة في السوق الحر في هذه الدول، معتمدين في ذلك على مخرجات قمة بيتسبرغ والمبادئ التي اعتمدها. وعلى هذا الأساس فإن تنظيم سوق مشتقات الصرف المتداول خارج المقصورة يكون من خلال الوصول إلى درجة عالية من التوحيد القياسي، اعتماد نظام المقاصة المركزي وتحفيز تداول المنتجات المشتقة الموحدة قياسيا في سوق الأوراق المالية أو في منصة التداول الإلكتروني، تطبيق متطلبات مرتفعة من رأس المال بالنسبة للمنتجات المشتقة التي تبقى غير موحدة قياسيا تحسين نظام المعلومات وتوحيد طريقة إعداد التقارير. والهدف من وراء ذلك هو زيادة الشفافية، التخفيض من المخاطر النظامية والتصدي للتجاوزات بشكل سريع وفعال في السوق.

الخاتمة

في بداية عشرية التسعينيات، كان الشائع لدى معظم الدول الناشئة تطبيق نوع معين من أنواع أنظمة الصرف الوسيطة، غير أن مختلف الأزمات التي عصفت بهذه الإقتصادات عدلت بشكل ملحوظ خياراتها في هذا الجانب من خلال زيادة ميلها نحو تطبيق أنظمة الصرف العائمة والإبتعاد عن الأنظمة الثابتة والوسيط. وبعد سنة 2000، عرفت أنظمة الصرف تحولات عميقة وحافظت على ميل الإبتعاد نحو تطبيق الأنظمة العائمة، ونتج عن ذلك ارتفاع نسبة الدول الناشئة التي تتبنى تعويم أسعار صرفها في سنة 2013 إلى 74% بعدما كانت لا تتعدى 16.7% في سنة 1990 و 46.9% في سنة 1999، والإخفاض التدريجي لتطبيق الأنظمة الثابتة إلى أن اختفت في سنة 2007.

إنَّ هذا التحول يشير ضمناً إلى زيادة حدة التقلبات في أسعار الصرف المصاحبة للأنظمة العائمة ومن ثم إلى شيوع خطر الصرف في هذه الدول، ومع إشارة بعض الدراسات المتعلقة بعملية التحول في مراحله الأولى إلى أن معظم حالات الإنتقال كانت بشكل غير منتظم، تتصف بعدم توفر المتطلبات الأساسية لأنظمة التعويم، كوجود ركيزة جديدة لسعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية وتطوير تقنيات التحوط من مخاطر الصرف. فيما يخص النقطة الأخيرة فبالرغم من أن الدول الناشئة باشرت في تطوير أسواق صرفها وخلق منتجات مالية جديدة تسمح للمتعاملين بالتحوط من مخاطر الصرف، إلا أن وتيرة إصلاح سوق الصرف وتطوير تقنيات التحوط من خطر الصرف اختلفت من دولة إلى أخرى، وهو ما أدى في النهاية إلى تطور أسواق صرف بعض الدول الناشئة وبقاء أسواق دول أخرى في وضعها البدائي. كما أن تحوُّف بعض الدول الناشئة من نظام التعويم دفعها إلى تبني مجموعة من التشريعات تسببت من جهة في إعاقة تطور سوق الصرف ومنتجاته، ومن جهة أخرى في الحد من قدرة الأعوان الإقتصاديين في هذه الدول على استخدام تقنيات التحوط الداخلية.

أولاً-مناقشة النتائج في ضوء فرضيات الدراسة: للحكم على تحقق أو بطلان فرضيات الدراسة، سوف نقوم بمقابلة تلك الفرضيات بالنتائج المتوصل إليها.

أ-مناقشة نتائج الدراسة في ضوء الفرضية الأولى: والتي مفادها "أن المعاملات الدولية للمؤسسات في الدول الناشئة تتم بالعملات الأجنبية وبالتالي تعرضها لخطر الصرف"، تشير نتائج الدراسة التطبيقية إلى ما يلي:

1-تمارس الشركات في الدول الناشئة كل العمليات التي تتسبب بنشأة خطر الصرف.

-الإستيراد والتصدير: تمارس الشركات في الدول الناشئة بنسب متباينة عمليات الإستيراد والتصدير، ففيما يخص التصدير نجد أن نسبة المؤسسات المصدرة يتراوح بين 4.4 و 75.8%، وأن ثلثي الدول محل الدراسة سجلت لديها نسبة تفوق تلك المسجلة إقليمياً، وخمسة دول منها تفوق النسبة المسجلة عالمياً. وللتأكيد على أهمية عمليات التصدير في هذه الدول نجد أن متوسط رقم أعمال الصادرات إلى إجمالي رقم الأعمال في شركات هذه الدول أكبر من متوسط هذه النسبة عالمياً.

أما فيما يخص الإستيراد فقد وجدنا أن نسبة الشركات التي تقوم بالإستيراد في 8 دول يزيد عن 30%، وأن نسبة المواد المستوردة في إجمالي مدخلات الإنتاج تتراوح بين 2.3% و 35.8%، وهي نسب متدنية مقارنة مع النسبة المسجلة في المنطقة، وهو ما يعني أن انتقال تأثير التغيرات في أسعار الصرف إلى تكلفة الإنتاج في هذه الدول ضعيف مقارنة بدول المنطقة.

- حجم الائتمان التجاري: من خلال تحليل بيانات لوحة الوصل المشتركة للدين الخارجي للدول الناشئة توصلنا إلى أن حجم الائتمان التجاري كبير جدا، وبالرغم من أن 95% من إجمالي الائتمان التجاري قصير الأجل إلا أن ذلك لا يعني بأي حال من الأحوال أنه غير معرض لخطر الصرف على أساس أن التغيرات في أسعار صرف الدول الناشئة بعد اعتماد نظام الصرف المرن أصبحت تتغير باستمرار على أساس العرض والطلب.

- القروض: تعتبر المعاملات المالية بالعملة الأجنبية (إقتراض وإقراض) مصدر آخر لنشأة خطر الصرف في الدول الناشئة، وتعتبر هذه الدول من أكثر الدول اعتمادا على القروض الخارجية لتمويل التنمية، فحسب إحصائيات سنة 2013 قدر الحجم الإجمالي للقروض بالعملة الأجنبية في الدول الناشئة بـ 995 مليار دولار تمثل فيها القروض قصيرة الأجل نسبة 7.97%.

- القروض ما بين الشركات: تعتبر القروض ما بين الشركات من الطرق الرائدة المستخدمة في تمويل الفروع التابعة لنفس المجموعة لبعضها البعض، وحسب الإحصائيات المتوفرة نلاحظ أن هذا النوع من التمويل لا يستخدم في كل الدول الناشئة وأن حجمه وصل إلى أكثر من 660 مليار دولار.

- الإصدارات بالعملة الأجنبية: قدرت نسبة إصدارات الشركات من السندات وأذونات الخزينة أكثر من 286 مليار دولار، تمثل فيها السندات النسبة الأكبر وهو ما يعني خلق وضعيات صرف تكون مهددة بالتغيرات في أسعار الصرف خصوصا إذا علمنا أن حجم الإصدار بعملة هذه الدول لا تزيد نسبته عن 0.73% من إجمالي العملات المستخدمة في الإصدار حسب إحصائيات سنة 2013.

- الإستثمارات الأجنبية المباشرة: قدر مخزون استثمارات هذه الدول في الخارج أكثر من 1.86 تريليون دولار، في حين أن تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة لهذه الدول قدر بأكثر من 155 مليار دولار. وتعتبر هذه العمليات سببا في نشأة خطر صرف التحويل.

2- قابلية تحويل عملات الدول الناشئة: من خلال النتائج التي تحصلنا عليها توصلنا إلى أن 13 من أصل 24 عملة لا تتمتع بقابلية التحويل الكلي، وهو ما يعني عدم إمكانية استخدام هذه العملات في فورة العمليات التجارية. والنتيجة السابقة تؤدي إلى كون معظم العمليات التي تقوم بها هذه المؤسسات تكون عرضة لخطر الصرف. الدول التسعة المتبقية والتي تكون عملتها قابلة للتحويل الكلي لم تستطع هي الأخرى فرض عملاتها في تحرير فواتير معاملاتها مع الخارج، وهو ما تثبتته نسبة استخدام عملات الدول الناشئة في تسوية المعاملات الدولية، فحسب الإحصائيات المنشورة من قبل شركة SWIFT خلال سنة 2013 لم تتعدى نسبة مساهمة عملات

الدول الناشئة والدول الأخرى خارج الدول الصناعية 7.93% من مجموع المدفوعات الدولية، وأن عملتين فقط من عملات الدول الناشئة التي تتمتع بقابلية التحويل، ظهرت في قائمة أكثر 20 عملة مستخدمة دولياً، ونقصد بذلك تايلاند بنسبة 0.54%، والبسيطة المكسيكية ب 0.42%، أما العملات السبع المتبقية، فلا تظهر في هذه القائمة بسبب ضعف نسبة الاستخدام.

وما سبق يعني أن معظم المعاملات التي تتم مع الخارج في الدول الناشئة يتم فيها استخدام العملات الأجنبية، وهو ما يزيد في وضعيات صرف المؤسسات المقيمة في هذه الدول ويعرضها لخطر الصرف وبالتالي يتم قبول الفرضية بشكل تام، حيث أن النتائج توضح بأن نسبة كبيرة جداً من معاملات المؤسسات في هذه الدول تتم بعملات تختلف عن عملات الدول التي تقيم فيها.

ب- مناقشة نتائج الدراسة في ضوء الفرضية الثانية: والتي مفادها "وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين زيادة حدة تقلبات أسعار صرف عملات الدول الناشئة والانتقال نحو أنظمة الصرف المرنة"، تؤكد الدراسة التطبيقية الخاصة بتحليل تطور سعر الصرف والتقلبات الشهرية في عوائده على ما يلي:

1- على أساس تطور سعر الصرف خلال فترة الدراسة، يمكن ملاحظة ما يلي:

- تميزت الفترة الممتدة بين سنتي 1990 و 2000 بإنخفاض قيمة معظم عملات الدول الناشئة، وهو ما يعني أن الوضعيات القصيرة في تلك الفترة الناتجة عن الواردات والإقتراض تكبدت خسائر صرف كبيرة، في حين أن الوضعيات الطويلة حققت أرباح صرف، كما أن هذا الإنخفاض أدى إلى تحسين تنافسية هذه الإقتصادات.

- ارتفاع قيمة عملات معظم الدول الناشئة خلال الفترة 2001 و 2013 تسبب في أثرين هامين، الأول تعرض الشركات ذات الوضعية الطويلة كالشركات المصدرة إلى خسائر صرف والثاني انخفاض تنافسية هذه الإقتصادات (الأثر الإقتصادي لخطر الصرف).

- يمكن تقسيم الدول الناشئة حسب التقلبات الشهرية لعوائد أسعار الصرف إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تضم الدول التي سجلت متوسط تقلبات أعلى من 50%، ونجد ضمنها كل من البرازيل، المكسيك، روسيا وجنوب إفريقيا، أما المجموعة الثانية فتضم الدول التي يكون فيها هذا المتوسط أقل من 50%، ونجد فيها كل من الصين، الهند، ماليزيا وكوريا الجنوبية. وبهذه النسب تكون التقلبات الشهرية في الدول الناشئة أكبر من التقلبات الشهرية للدول المتقدمة. نفس هذه النتيجة تحصلنا عليها من خلال الإنحراف المعياري لتقلبات عوائد أسعار الصرف الذي نجده أعلى لدى الدول الناشئة. ورغم انخفاض حدة التقلبات في الفترة الممتدة بين سنتي 2001 و 2013 مقارنة بالفترة السابقة إلا أن المعدلات المسجلة لدى الدول الناشئة تبقى أعلى من تلك المسجلة لدى الدول المتقدمة.

2- لقد أدت الأزمات التي عصفت بهذه الإقتصادات إلى تعديل خياراتها فيما يخص أنظمة الصرف من خلال التحول نحو أنظمة الصرف العائمة، فحسب إحصائيات سنة 1999 و 2013 نجد أن حصة الأنظمة العائمة

انتقلت من 16.7% إلى 46.9%، بين سنتي 1990 و 1999 ثم إلى 76.7% في سنة 2013، كما أن الأنظمة الثابتة اختفت في تطبيقات الدول الناشئة منذ سنة 2007.

3- أثبتت النتائج المتحصل عليها من خلال تطبيق طريقة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام نموذج الانحدار المجمع على الدول الثمانية المنتمة للبلدان الناشئة على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الانتقال من نظام الأسعار الثابتة إلى نظام الأسعار العائمة والتقلبات في عوائد أسعار الصرف عند مستوى دلالة 0.05. وهي نتيجة تتطابق مع مسلمات الإقتصاد وتتماشى معه باعتبار أن سعر الصرف في ظل نظام الصرف العائم يصبح يتميز بالتقلبات المستمرة.

على أساس أن النتائج الإحصائية تدل على وجود تشابه في حدة خطر الصرف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة وأن الانتقال من نظم الصرف الثابت إلى نظم الصرف العائم أدى إلى زيادة حدة التقلبات فسوف نقبل الفرضية السابقة.

ج- مناقشة نتائج الدراسة في ضوء الفرضية الثالثة: والتي مفادها "توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة وتقلبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة"، أثبتت النتائج المستخرجة من برنامج الإفيوز بتطبيق طريقة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام نموذج الانحدار المجمع أنه لا يوجد فرق في تقلبات أسعار الصرف بين الدول الناشئة والمتقدمة. فمن خلال اختبار المعلمة الحقيقية للمجتمع عند مستوى دلالة 0.05، توصلنا إلى قبول فرضية العدم واستبعاد الفرضية البديلة، وهو يعني أن إنتماء الدولة إلى مجموعة الدول الناشئة أو المتقدمة ليس له أثر على التقلبات في عوائد أسعار الصرف. والنتيجة السابقة جاءت عكس ما كنا نتوقع، خصوصا إذا أخذنا بعين الاعتبار الأزمات التي ميزت الإقتصادات الناشئة في تسعينيات القرن الماضي، كما أنها جاءت مغايرة للنتائج المستخلصة من تحليل الخصائص الإحصائية لسلسلة التقلبات الشهرية لعوائد أسعار الصرف. وبالرغم مما سبق، فإن ذلك لا ينقص من حدة خطر الصرف في الإقتصادات الناشئة، بل يؤكد فقط على تشابهه مع حدة الخطر في الدول المتقدمة.

د- مناقشة نتائج الدراسة في ضوء الفرضية الرابعة: التي مفادها "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار صرف عملات الدول الناشئة وقيمة الشركات في تلك الدول"، تؤكد الدراسة القياسية على ما يلي:

1- تطبيق نموذج الانحدار المتعدد، من خلال تطبيق هذا النموذج توصلنا إلى:

- أكثر من نصف المؤسسات في الدول الناشئة تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف؛
- أكثر الشركات تأثرا بتغيرات أسعار الصرف هي الشركات الماليزية حيث قدرت نسبتها ب 70.42%، أما أقل نسبة فقد سجلت في اندونيسيا أين وجدنا أقل من ثلث المؤسسات فقط تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف؛

-هناك تقارب في النسبة المسجلة في كل من البرازيل، المكسيك الهند وكوريا، حيث أنها تنحصر بين 56 و58 بالمئة؛

-عدم وجود تأثير لنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة على درجة تأثرها بالتغيرات في أسعار الصرف، فعلى سبيل التذليل نجد أن قطاع الخدمات سجل نسبة 6% في كوريا في حين أن هذه النسبة تزيد عن 68% في ماليزيا. القطاع الصناعي يأتي على رأس القطاعات الأكثر تأثراً بالتغيرات في أسعار الصرف في ماليزيا في الوقت الذي يحتل المرتبة الثالثة بواقع 65.16% في كوريا. ويمكن أن نجد تفسيراً لذلك في درج انفتاح قطاع معين على الخارج والذي يختلف من دولة إلى أخرى؛

-كل الشركات في البرازيل، المكسيك، إندونيسيا وكوريا تربطها علاقة عكسية بالتغيرات في أسعار الصرف، وهذه النتيجة تتطابق مع النظرية الاقتصادية التي تقضي بأن انخفاض سعر الصرف في التسعير غير الأكيد يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسات. الشركات في كل من الهند وماليزيا لم تخرج عن هذه القاعدة، ف 3 شركات من أصل 53 في الهند وشركة واحدة من أصل 50 شركة في ماليزيا تربطها علاقة إيجابية. فالنتيجة الإجمالية لمجموع الشركات محل الدراسة، تعطي لنا نسبة 1.37% فقط من المؤسسات لا تزيد قيمتها بانخفاض سعر الصرف.

2-تطبيق نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المعمم GARCH(1.1)

من خلال تطبيق هذا النموذج توصلنا إلى:

-نسبة 74.61% من المؤسسات تتأثر قيمتها بالتغيرات في أسعار الصرف عند مستوى دلالة 0.05 وهي نسبة مرتفعة؛

-تعتبر الهند الدولة الوحيدة التي لا تتعدى فيها نسبة التعرض 50%، أما بقية الشركات في الدول الأخرى تعدت فيها نسبة التعرض لخطر الصرف نسبة 78%؛

-مقارنة بالنتائج التي تحصلنا عليها في نموذج الانحدار المتعدد، نلاحظ أن هناك ارتفاع بـ90 شركة في العدد الإجمالي للشركات التي تأثرت بالتغيرات في أسعار الصرف؛

-نتائج هذا النموذج تتطابق ونتائج النموذج المتعدد من حيث طبيعة العلاقة التي تربط قيمة الشركات والتغيرات في أسعار الصرف، فأكثر من 95% من الشركات عند مستوى دلالة 0.05 تتأثر قيمتها عكسياً بالتغيرات في أسعار الصرف.

مما سبق نستخلص أن الشركات في الدول الناشئة تتأثر بالتغيرات في أسعار صرف عملاتها الوطنية، بحيث أن قيمتها تزيد كلما أنخفض سعر الصرف، إذن يمكن القول، أن الفرضية الرابعة محققة وبدرجة عالية وبالتالي قبولها.

هـ مناقشة نتائج الدراسة في ضوء الفرضية الخامسة: والتي مفادها "التقنيات المتوفرة للتحوط من خطر الصرف في الإقتصادات الناشئة غير كافية، وبالتالي تؤثر على إدارة خطر الصرف في المؤسسات"، تشير نتائج الدراسة إلى:

1- تصنيف الدول حسب تقنيات التحوط: يمكن تقسيم الدول حسب تطور تقنيات التحوط إلى خمسة مجموعات:

- المجموعة الأولى: نجد فيها كل من الشيلي، المكسيك، جمهورية التشيك والمجر، وتتميز تقنيات التحوط في هذه الإقتصادات بما يلي:

- يتميز سوق الصرف بالسيولة العالية وتنوع المنتجات المتداولة فيه؛
- تتوفر معظم التقنيات الخارجية الموجهة للتحوط من خطر الصرف داخل هذه الإقتصادات، مثل الصرف الآجل الخيارات عقود المبادلة والمستقبليات، مع عدم وجود ممارسات تمييزية في حق غير المقيمين. وبالرغم مما سبق يبقى استخدام هذه المنتجات دون المستوى مقارنة بالدول المتقدمة، وهو ما تم استخلاصه من خلال نسبة هذه المنتجات إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول المتقدمة التي تزيد بتسعة أضعاف عن النسبة المسجلة لدى الدول الناشئة؛

- وجود سوق خارجي يتم فيه تداول عملات هذه الدول سواء في شكل عقود بالتسليم أو عقود غير قابلة للتسليم NDF et NDO، وهو ما يسمح لغير المقيمين بالتحوط عندما يتعاملون بعملات هذه الدول؛
- بالرغم من أن معظم عملات دول هذه المجموعة تتمتع بقابلية التحويل الكلي إلا أن استخدامها في مختلف المعاملات التجارية والمالية يبقى دون المستوى المطلوب؛
- عدم وجود تشريعات تعيق إمكانية استخدام المقاصة وطريقة تسيير آجال التسوية.

- المجموعة الثانية: تضم هذه المجموعة كل من روسيا كوريا وتايلند وتتميز بما يلي:

- يتميز سوق الصرف بالسيولة العالية وتنوع المنتجات المتداولة فيه؛
- توفر معظم المنتجات المالية الموجهة لإدارة خطر الصرف مثل العقود الآجلة، عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات، مع السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف؛
- وجود أسواق خارجية يتم فيها تداول العملة في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛
- عملات هذه الدول قابلة للتحويل إلا أن استخدامها في المعاملات الخارجية يبقى ضعيف بالنظر إلى حجم إقتصادات هذه الدول؛

- وجود تشريعات تمنع استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية؛

- المجموعة الثالثة: تضم هذه المجموعة البرازيل، الهند، جنوب إفريقيا، إندونيسيا، الصين، كولومبيا وتركيا، وتتشابه مع المجموعتين السابقتين من حيث توفر تقنيات التحوط كما ونوعا سواء داخل أو خارج أسواقها، إلا أن عملتها تكون قابلة للتحويل الجزئي إلى جانب تطبيقها لبعض التشريعات التي تحد من إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية. وعلى العموم فإن خصائص هذه الدول من حيث تقنيات التحوط تتمثل في التالي:

- وجود سوق صرف نشط وذو سيولة عالية تتوفر فيه كل المنتجات المالية الموجهة لإدارة خطر الصرف مثل العقود الآجلة عقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات؛

- السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف أو وجود أسواق خارجية يتم فيها تداول العملة في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛
- العملة الوطنية تتمتع بقابلية التحويل الجزئي؛
- وجود تشريعات تمنع استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية؛
- المجموعة الرابعة:** تضم هذه المجموعة كل من ماليزيا، باكستان، الفيليبين وبولونيا، وتتميز هذه الإقتصادات من حيث منتجات التحوط وطبيعة العملة الوطنية بما يلي:
- يتميز سوق الصرف في هذه الإقتصادات بسبولة متوسطة حيث أن حجم التداول اليومي لا يتعدى 6 مليار دولار، كما أنه يتم تداول معظم المنتجات الموجهة للتحوط مثل العقود الآجلة، عقود المبادلة والخيارات؛
- السماح لغير المقيمين بالتعامل في العقود الآجلة ومشتقات الصرف في بعض الدول أو يتم تداول عملات هذه الدول في الأسواق الخارجية في شكل عقود قابلة أو غير قابلة للتسليم؛
- العملة الوطنية تتمتع بقابلية التحويل الجزئي فيما عدا ماليزيا التي تتمتع عملتها بقابلية التحويل الكلي في الداخل وبولونيا التي تتمتع عملتها بقابلية التحويل الكلي؛
- وجود قيود تشريعية تحد من قدرة المؤسسات على استخدام تقنيات التحوط الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية.
- المجموعة الخامسة:** وضمن هذه المجموعة نجد كل من البيرو، مصر، المغرب، الإمارات العربية المتحدة، وتتميز بما يلي:
- وجود منتج واحد للتحوط من خطر الصرف والمتمثل في غالب الأحيان في العقود الآجلة، وإن وجدت منتجات أخرى فتكون قليلة التداول، وهو ما يمكن التماسه من خلال نسبة المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي، فعلى سبيل التوضيح نجد أن هذه النسبة في البيرو لا تزيد عن 0.29%؛
- غياب تداول هذه العملات في الأسواق المشتقة الخارجية مما يجعل غير المقيمين غير قادرين على التحوط من المخاطر الناتجة عن تعاملهم بهذه العملات؛
- تعتبر عملات دول هذه المجموعة، فيما عدى عملة الإمارات العربية المتحدة، غير قابلة للتحويل الكلي، وهو ما يعني عدم إمكانية استخدامها في المعاملات الدولية المختلفة.
- 2-ممارسات المؤسسات في مجال إدارة خطر الصرف:** من خلال الدراسة المنجزة على التقارير المنشورة في بورصة الأوراق المالية لبعض المؤسسات في كل من جنوب إفريقيا والمكسيك، توصلنا إلى ما يلي:
- نسبة المؤسسات التي تعاني من خطر الصرف مرتفع في كلا البلدين ويقدر في جنوب إفريقيا ب75% و65% في المكسيك؛
- في جنوب أفريقيا نصف عدد المؤسسات المعرضة لخطر الصرف تقوم بالتحوط الآلي بمجرد ظهور وضعية الصرف، 23% يطبقون سياسة التحوط الاختيارية والنسبة المتبقية لا تفعل شيء بسبب ضعف وضعيات

الصرف. أما في المكسيك فنجد أن 70% من المؤسسات المعرضة لخطر الصرف يقوم بالتحوط الآلي بمجرد ظهور وضعية الصرف، 23% يطبقون سياسة التحوط الاختيارية والنسبة المتبقية لا تفعل شيء بسبب ضعف وضعيات الصرف؛

-أهم المنتجات المستخدمة للتحوط من خطر الصرف في البلدين هي العقود الآجلة ثم الخيارات.

3-تكلفة التحوط: ترتبط تكلفة التحوط بشكل أساسي بمعدلات الفائدة للعمليات المتبادلة، حيث نجد في معظم حالات الإقتصادات الناشئة أن معدلات الفائدة لديها أكبر من معدلات الفائدة لدى الإقتصادات المتقدمة، مما يعني أن علاوة التأجيل (أو خصم التأجيل) ستكون كبيرة هي الأخرى، وهو ما يجعل العديد من الشركات لا يقبلون على عملية التحوط ولا يعتبرونها مفيدة لوضعياتهم.

وعلى أساس ما سبق سيتم قبول الفرضية الخامسة بشكل تام فيما يخص تقنيات التحوط الداخلية وبشكل جزئي فيما يخص تقنيات التحوط الخارجية بالنسبة لبعض الدول.

و-مناقشة نتائج الدراسة في ضوء الفرضية السادسة: التي مفادها "الدول الناشئة تمتلك متطلبات تطوير تقنيات التحوط"، تشير نتائج الدراسة إلى:

1-تقنيات التحوط الداخلية: فيما يخص تقنيات التحوط الداخلية نجد أن هناك بعض الدول تمتلك متطلبات تطوير هذه التقنيات والبعض الآخر لا يزال بعيد عن ذلك:

-بالنسبة لمتطلبات تطوير تقنيات التحوط الداخلية التي تمتلكها الدول الناشئة: تمتلك معظم الدول الناشئة البرازيل، المكسيك، الشيلي، جمهورية التشيك، المجر، روسيا، كوريا، تايلند، الهند، جنوب إفريقيا، إندونيسيا، كولومبيا، تركيا، الصين وماليزيا متطلبات تطوير تقنيات التحوط الداخلية التي تتمثل في:

-قابلية التحويل الكلي للعملة: نجد أن بعض هذه الدول قد حققت قابلية كلية لتحويل عملاتها وهو ما يعني نظريا إمكانية فرضها في المعاملات التجارية الدولية. الدول التي لا تزال عملاتها قابلة للتحويل الجزئي نلاحظ أن ذلك يرجع إلى اعتبارات سياسية تترجم التخوف من حركة رؤوس الأموال وتأثيرها على قيمة عملات هذه الدول وإلى اعتماد نموذج النمو لديها على الصادرات وما يتطلبه من تحكم في قيمة العملة، غير أن الدلائل تشير إلى انقلاب النموذج ليصبح يعتمد شيئا فشيئا على الطلب المحلي وهو ما يتطلب زيادة في القدرة الشرائية للأفراد وتحقيق قابلية التحويل الكلي؛

-التعامل بعملات هذه الدول ضمن سوق العملة الخارجية؛

-التعامل بعملات هذه الدول في سوق الإصدارات الدولية وخصوصا في قسم السندات الدولية؛

-زيادة التعامل بعقود مبادلة العملة المحلية لفوترة المعاملات التجارية التي تتم بين الدول الناشئة بالعملة المحلية؛

-التشريعات المتعلقة بإعادة توطين حصيلة الصادرات وإلزام الأعوان الإقتصاديين بالتنازل عن حصيلة الصادرات إما للبنوك التجارية أو للبنك المركزي يمكن إلغائهما بسبب تحسن الوضع المالي الخارجي لهذه الدول.

-بالنسبة للدول التي لا تمتلك متطلبات تطوير تقنيات التحوط الداخلية: نجد ضمنها الدول المتبقية والتي لم تتمكن بعد:

-تحقيق قابلية تحويل العملة أو ليس لديها إمكانية الوصول إلى هذا الهدف.
-عدم التعامل بعملات هذه الدول ضمن سوق العملة الدولية أو سوق الإصدارات.
-عدم إمكانية إلغاء التشريعات التي تعيق إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية كالمقاصة وتسجير أجال التسوية.

2-متطلبات تطوير تقنيات التحوط المتوفرة في السوق المنظم: تتمثل هذه المنتجات في كل من مستقبلات العملة الأجنبية والخيارات وفي هذا الجانب نجد بأن معظم الدول الناشئة تتوفر على أهم متطلبات خلق هذه التقنيات والمتمثلة في:

-قابلية تحويل العملة وعدم وجود عراقيل أو قيود على حركة رأس المال؛
- وجود سوق الأوراق المالية يتميز برقابة فاعلة من قبل جهة رسمية، ندرة في الصفقات الفاشلة، نظام للمقاصة والتسوية لا يتعدى فيه أجل التسليم 3 أيام بخلاف يوم التسوية، شفافية عالية، نوعية عالية في خدمة الحفظ والوساطة وانخفاض تكاليف الصفقات؛
-تداول منتجات مشابهة على أصول أخرى (الأسهم والسلع) مما يعني وجود خبرة لدى المتعاملين في السوق حول هذه المنتجات؛

أما فيما يخص الدول المتبقية فنجد أنها تفتقر لأدنى هذه المتطلبات ونخص بالذكر عدم قابلية تحويل العملة، سوق للأوراق المالية يتميز بوجود حالات للصفقات الفاشلة، ونظام مقاصة وحفظ يتعدى الثلاثة أيام بخلاف يوم التسوية وهو ما يزيد في مخاطر الجهة المقابلة إلى جانب عدم وجود نوعية عالية في خدمة الحفظ والوساطة مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الصفقات. وأهم عائق هو عدم وجود منتجات مماثلة على أصول أخرى.

3-متطلبات تطوير تقنيات التحوط الخارجية في السوق الحر: من خلال الدراسة الميدانية توصلنا إلى ما يلي:
- كل المنتجات المتداولة في السوق الحر مثل العقود لأجل، عقود المبادلة والخيارات والموجهة للتحوط من خطر الصرف متوفرة داخل معظم الدول الناشئة؛

-تتميز أقسام سوق الصرف المختلفة السوق الآجل، سوق المبادلات وسوق الخيارات بالسيولة العالية وبنسبة نمو كبيرة خلال فترة الدراسة؛

-وجود منتجات متداولة خارج هذه الدول في إطار عقود غير قابلة للتسليم للسماح لغير المقيمين بالتحوط من خطر الصرف؛

-الدور السلي الذي لعبته المشتقات المالية بصفة عامة قبل وأثناء أزمة 2008؛
-تعرض العديد من الشركات في الدول الناشئة أثناء أزمة 2008 الى خسائر صرف كبيرة نتيجة لتعاملها بمشتقات الصرف وصلت لدى البعض منها إلى نسبة 40% من إجمالي أصولها؛
-يمثل سوق المشتقات المالية المتداولة في السوق الحر تحديدا بالنسبة للشركات في هذه الدول بسبب استعمالها لهذه المنتجات للمضاربة عوض التحوط ونتيجة أيضا للدور الذي لعبته البنوك في تعقيد وضعية الشركات إزاء هذه المنتجات.

4-حالة بعض الدول: هناك حالتين خاصتين الأولى تتعلق بالإمارات العربية المتحدة والثانية بالبيرو، فبالنسبة للإمارات العربية المتحدة نجد أنها تتبع نظام ربط قيمة الدرهم بالدولار الأمريكي وهو ما يجعل المعاملات التي تنجز بالدولار (نسبة كبيرة جدا) غير معرضة لخطر الصرف مما يعني عدم حاجتها لتطوير تقنيات التحوط، ولقد توصل إلى نفس هذه النتيجة رياض الموماني ومحمد غرايبة في دراستهم المعنونة ب"ممارسات الشركات غير المالية الأردنية في إدارة خطر الصرف"، حيث أن نتائج البحث تشير إلى أن بعض الشركات تعتقد بعدم ملائمة تقنيات التحوط للواقع الأردني، وأن ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي ساهم في تحقيق نوع من الاستقرار في سعر الصرف وهو ما جعل خطر الصرف ليس بالشدة التي تستلزم إدارته، نفس النتيجة نتوصل إليها في حالة البيرو الذي يتميز إقتصادها بمستوى دولة عال يجعل نسبة كبيرة من المعاملات الخارجية والمحلية تتم بالدولار، وفي ظل وجود إمكانية لمسك حسابات الشركات بالدولار، يصبح في ظل ذلك خطر الصرف غير مهم بالنسبة لها وهو ما لا يحفز على تطوير تقنيات التحوط.

انطلاقا مما سبق يمكن القول أن الفرضية السادسة المتعلقة بتوفر متطلبات تطوير تقنيات التحوط لدى الدول الناشئة مقبولة جزئيا على أساس أن معظم الدول الناشئة تمتلك المتطلبات الأساسية لتوفير تقنيات التحوط.

ثانيا-النتائج

أ-إن معظم المعاملات التي تتم مع الخارج في الدول الناشئة يتم فيها استخدام العملات الأجنبية، وهو ما يزيد في وضعيات صرف المؤسسات المقيمة في هذه الدول ويعرضها لخطر الصرف؛
ب-بمقارنة فترة تسعينات القرن الماضي مع العشرية الأولى من القرن الحالي يتبين لنا تراجع حدة التقلبات في أسعار صرف الدول الناشئة، غير أن النتائج الإحصائية بينت وجود تماثل بين حدة خطر الصرف في هذه الدول والدول المتقدمة مما يعني أن حدة الخطر تعتبر نفسها في المجموعتين؛
ج-تحول الدول الناشئة نحو أنظمة الصرف المرنة أدى إلى زيادة حدة التقلبات ف بأسعار الصرف ومن ثم في خطر الصرف؛
د-أن الشركات في الدول الناشئة تتأثر بالتغيرات في أسعار صرف عملاتها الوطنية، بحيث أن قيمتها تزيد كلما أنخفض سعر الصرف؛

هـ- عدم توفر إمكانية استخدام تقنيات التحوط الداخلية بسبب طبيعة العملة المحلية وتشريعات الصرف أثر على إدارة خطر الصرف التي بقيت محصورة في عملية التحوط باستخدام المنتجات المالية المتوفرة سواء في السوق المنظم أو الحر؛

و- تتوفر معظم الدول الناشئة على متطلبات واشتراطات تطوير تقنيات التحوط في السوق المنظم مثل قابلية تحويل العملة، وجود رقابة فعالة على سوق الأوراق المالية، عدم وجود عراقيل أو قيود على حركة رأس المال، ندرة الصفقات الفاشلة، وجود نظام للمقاصة والتسوية لا يتعدى فيه أجل التسليم 3 أيام، توفر الشفافية ومعاييرها، ووجود خدمة حفظ ووساطة بنوعية عالية، سيولة سوق أكبر وتكاليف صفقات أدنى.

ز- تمثل المنتجات المتداولة في السوق الحر تهديدا بالنسبة للشركات في الدول الناشئة إذا ما استخدمت خارج عمليات التحوط.

ثالثا: التوصيات

من خلال الدراسة المنجزة والنتائج المتحصل عليها، لاحظنا العديد من النقائص لعل أهمها في الدول الناشئة، النظر إلى إدارة خطر الصرف بأنها تقتصر على التحوط في حين أن هذه الإدارة قائمة على أن هناك مجموعة من العناصر يجب التعامل معها والتأثير عليها لتجنب المؤسسة الدخول في نشاط هو بعيد عن صلاحيتها والسماح لها بالتفرغ لوظائفها من إبداع 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 آثاره بدون أن تزيد في التكاليف المرفقة به. ولقد كانت هذه النقائص نتيجة حتمية لقصور المحيط الخارجي للمؤسسة من توفير الأدوات اللازمة والكافية لإدارته، وعلى هذا الأساس نقدم التوصيات التالية:

أ- ضرورة إلغاء بعض التشريعات التي لا تزال تعيق إمكانية استخدام بعض التقنيات الداخلية مثل المقاصة وتسيير آجال التسوية، ونخص بالذكر في هذا المقام التشريع الذي ينص على ضرورة إعادة توطين حصيلة الصادرات أو يجد في فترة منح الائتمان التجاري.

ب- البدء في برامج متوسطة وطويلة الأمد لتدويل العملة الوطنية حتى تتاح الفرصة للمتعاملين الإقتصاديين من استخدامها في المعاملات الدولية، فمن خلال الدراسة السابقة توصلنا إلى أن هناك بعض الدول مثل الصين البرازيل كوريا المكسيك الهند تمتلك الإمكانيات لبناء برامج متوسطة الأمد تدفع من خلالها بعملتها المحلية نحو التدويل والعالمية، وهذا يكون من خلال توقيع عقود مبادلة العملة فيما بين البنوك المركزية ومضاعفة مبالغ هذه العقود، وأيضا السماح بتداول عملاتها الوطنية في أسواق العملات الخارجية سواء في شكل ودائع أو شهادات إيداع أو إصدارات دولية وهذا لتوفير منافذ التوظيف للمستثمرين الدوليين .

ج- تبني السياسات النقدية التي تستهدف التضخم للتحكم في معدلات الفائدة وبالتالي تقليص فروقات الفائدة مما يسمح بتخفيض تكلفة التحوط.

د- توفير الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للمنتجات المالية المشتقة مما يساهم في تطوير هذه المنتجات.

ه- خفض فترة التسوية من أجل تقليص مخاطر الجهة المقابلة من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بالمراكز الرئيسية وفيما بينها

و- تحديث أنظمة التداول في أسواق الأوراق المالية لبعض الدول لتصبح تأخذ بعين الاعتبار تداول المنتجات المشتقة، ومحاولة توفير خدمة التداول عن بعد من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

ز- انتهاج أسلوب التدرج في خلق المنتجات المشتقة في إطار من الضوابط التشريعية والتنظيمية التي تكون قادرة على دفع حركة السوق باستمرار، مع تأمين العمليات والمعاملات.

ح- ضرورة العمل على التوحيد القياسي لمنتجات الصرف المتداولة في السوق الحر.

ط- إدراج المنتجات الموحدة قياسيا للتداول ضمن منصة التداول الإلكترونية أو في الأسواق المالية.

ي- إدراج أكبر نسبة ممكنة من المنتجات الموحدة قياسيا ليتم تقاصها أمام غرفة مقاصة مركزية، أما بالنسبة للمنتجات غير الموحدة قياسيا فيجب إخضاعها لمتطلبات مرتفعة من رأس المال.

ك- ضرورة إلزام المتعاملين بالمنتجات المشتقة سواء صناع السوق أو المستخدمين بتقديم تقارير مفصلة لجهة رسمية، (البنك المركزي في حالة المنتجات المتداولة في السوق الحر أو لغرفة المقاصة بالنسبة للمنتجات المتداولة في السوق المنظم) عن معاملاتهم بهذه المنتجات، والافصاح الدوري عن مراكزهم المفتوحة والخسائر والأرباح المحققة من هذه المعاملات.

ل- زيادة معدل كفاية رأس المال في إطار تطبيق مقترحات لجنة بازل 2 أو 3 لمواجهة المخاطر الناشئة عن هذه المنتجات مع رفع معاملاتها حتى يتم تحصين القطاع البنكي (المنتج الرئيسي لهذه المنتجات) من العسر المالي وبالتالي زيادة ملائته المالية.

رابعا- آفاق البحث: تعتبر البحوث الأكاديمية في مجال إدارة خطر الصرف متوفرة بقدر كبير إلا أنها تصبح قليلة جدا عندما يتعلق الأمر بكفاية تقنيات التحوط لإدارة هذا الخطر في الدول الناشئة والنامية. وعلى أساس أن الجزائر هي دولة نامية تتطلع لتكون ضمن قائمة الدول الناشئة، يصبح تناول هذا الموضوع من منطلق توفير تقنيات التحوط وخلق المنتجات الآجلة والمشتقة في سوق الصرف أولوية للإقتصاد الجزائري، خصوصا إذا علمنا أن نظام الصرف المعتمد في الجزائر هو التعويم الموجه وأن المتعاملين الإقتصاديين يعانون كثيرا من خطر صرف لا يمكنهم إدارته بسبب الغياب الكلي لتقنيات التحوط. من هذا المنطلق، نعتقد بأنه ما زال هناك حاجة ماسة لإجراءات العديد من الدراسات في هذا المجال نذكر منها:

-عراقيل إدارة خطر الصرف في الاقتصاد الجزائري؛

- تطبيق القيمة المعرضة للخطر لقياس مخاطر الصرف في المحافظ المالية،
- استبيان مدى تطبيق مراحل إدارة مخاطر الصرف في المؤسسات الاقتصادية؛
- مقارنة تأثير خطر الصرف على المؤسسات بحسب القطاع الذي تنتمي إليه؛
- إختبار العلاقة السببية بين خطر الصرف وتنافسية المؤسسة باستخدام منهجية أنجل جرانجر.

قائمة المراجع

1-المراجع باللغة العربية:

1. إبراهيم عبد العزيز النجار: "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
2. أحمد بسيوني شحاتة، عبد الوهاب نصر علي: "المحاسبة المالية المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
3. أحمد بسيوني شحاتة، كمال الدين الدهراوي: "المحاسبة المتقدمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
4. أرشد فؤاد التميمي: "الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
5. أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى: "إدارة الخطر والتأمين"، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
6. أمين السيد أحمد لطفي: "المحاسبة الدولية والشركات متعددة الجنسيات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
7. بربان كويل: "أسواق العملات الأجنبية"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2005.
8. تومي صالح: "مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي"، الطبعة الثالثة، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
9. جمال جويدان الجمل: "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن، 2002.
10. جوزيف دانيالز، ديفيد فانهور: "اقتصاديات النقود والتمويل الدولي"، ترجمة محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010.
11. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان وعلي أحمد فارس: "المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات"، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
12. الحلو موسى بوخاري: "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية قياسية للأثار الاقتصادية"، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2010.
13. حمدي عبد العظيم: "اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2012.
14. حمدي عبد العظيم: "الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة"، مكتبة النهضة، مصر، 1998.
15. حنفي عبد الغفار: "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
16. خالد وهيب الراوي: "إدارة المخاطر المالية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
17. خالد وهيب الراوي: "العمليات المصرفية الخارجية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
18. خليل أحمد الكايد: "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
19. دومينيك سالفاتور: "ملخصات شوم، نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي"، ترجمة محمد رضا علي العلال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
20. رضا عبد السلام: "أزمة مالية أم أزمة رأسمالية-الجذور، التبعات، تصور لما ينبغي أن يكون عليه نظام ما بعد الأزمة"، الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010.
21. رمضان زياد سليم: "مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
22. زياد رمضان: "مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2002.
23. سامي بن إبراهيم السويلم: "التحوط في التمويل الإسلامي"، الطبعة الأولى، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2007.
24. سامي خليل: "الاقتصاد الدولي"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2007.
25. سعود جايد مشكور العامري: "المالية الدولية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
26. سعيد توفيق عبيد: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1999.
27. سميح مسعود: "الأزمة المالية العالمية نهاية الليبرالية المتوحشة"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
28. سمير الخطيب: "قياس وإدارة المخاطر بالبنوك"، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008.
29. سمير عبد الحميد رضوان: "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.

30. سوزان كلتر: "البيئة المخاطر والأخطار"، ترجمة أحمد طلعت البشيشي، دار المعرفة الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011.
31. السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية والنقدية - في عالم متغير"، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
32. شعبان محمد إسلام البراوري: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
33. شقيري نوري موسى، نور محمود إبراهيم، ديب سوزان سمير: "إدارة المخاطر"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
34. طارق عبد العال حماد: "إدارة المخاطر: أفراد-إدارات-بنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
35. طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر-محاسبة)"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
36. عادل محمد رزق: "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2004.
37. عاطف وليد اندراوس: "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
38. عبد الباسط وفا محمد: "دراسات في مشكلات التجارة الخارجية"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1999.
39. عبد الباسط وفا محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، أسبابها - أنواعها - أساليب تلافيها"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1998.
40. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي: "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الإقتصادية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
41. عبد الرزاق الراحلة، زاهد محمد دبري: "دراسة معمقة في إدارة الأعمال الدولية"، الطبعة الثانية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2010.
42. عبد الكريم جابر العيساوي: "التمويل الدولي مدخل حديث"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
43. عبد الله فلاح المنيزل: "الإحصاء الاستدلالي، وتطبيقاته في الحاسوب باستخدام الرزم الإحصائية"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
44. عبد المجيد قدي: "مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية -"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
45. عبد الهادي محمد السعيد: "الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية"، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
46. عثمان أبو حرب: "الإقتصاد الدولي"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
47. عدنان عبد الله محمد عويضة: "نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تأصيلية تطبيقية"، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010.
48. علي عبد الفتاح أبو شرار: "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة - أحداثها، أسبابها، تداعياتها وإجراءاتها"، دار البيزوري للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
49. عماد صالح سلام: "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2002.
50. عمر صقر: "العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
51. فريد النجار: "المشتقات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
52. القريشي محمد صالح: "المالية الدولية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
53. كاتي ويليس: "نظريات التنمية وتطبيقاتها"، ترجمة عبد الله بن جمعان الغامدي، النشر العلمي والمطابع، جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012.
54. الكايد محمد أحمد: "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والإقتصادي"، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

55. ماهر كنج شكري: "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
56. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
57. مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد: "أسس العلاقات الاقتصادية الدولية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2006.
58. محمد الهاشمي: "مقدمة في مبادئ التأمين"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1990.
59. محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف: "مبادئ إدارة الخطر والتأمين"، الطبعة الأولى، دار الكتب الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2004.
60. محمد حسن دخيل: "إشكاليات التنمية الاقتصادية المتوازنة، دراسة مقارنة"، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009.
61. محمد داود عثمان: "إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره"، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
62. محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي: "الإستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2012.
63. محمد صالح تركي القرشي: "علم اقتصاد التنمية"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
64. محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس: "الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة"، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
65. محمد علي إبراهيم العامري: "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
66. محمد كمال الحمزاوي: "سوق الصرف الأجنبي"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
67. محمد محمود حبش: "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة: تطبيقات عملية"، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، بنك الأردن، عمان، الأردن، 1998.
68. محمد محمود عبد ربه محمد: "طريقك إلى البورصة، مخاطر الإعتماد على البيانات الحاسوبية عند تقييمك للاستثمار في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والطبع، الإسكندرية، مصر، 2000.
69. محمود حميدات: "مدخل للتجليل النقدي"، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
70. مدحت صادق: "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1997.
71. مسعود مجبونة: "دروس في المالية الدولية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
72. مصطفى زايد: "المرجع الكامل في الإحصاء"، الطبعة الثانية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2008.
73. مطر موسى سعيد، موسى شقيري نوري، المومني ياسر: "المالية الدولية"، دار صفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2008.
74. مندور أحمد: "مقدمة في الإقتصاد الدولي"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1990.
75. منير إبراهيم هندي: "الأسواق الحاضرة والمستقبلية أسواق الأوراق المالية"، المؤسسة العربية المصرفية، عمان، الأردن، 1994.
76. منير إبراهيم هندي: "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
77. مورد خاي كريانين: "الإقتصاد الدولي مدخل للسياسات"، ترجمة محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2007.
78. مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل: "إدارة المشتقات المالية"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
79. ميشيل تودارو: "التنمية الاقتصادية"، ترجمة محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود عبد الرزاق، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
80. نبيل حشاد: "دليلك إلى إدارة المخاطر المصرفية موسوعة بازل"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005.
81. نبيل سمير خريس: "التجارة في العملات، تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
82. نوزاد عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

83. هاشم فوزي، دباس عبادي: "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2008.
84. هاني جزاع أرتيمة، سامر محمد عكور: "إدارة الخطر والتأمين منظور اداري وكمي واسلامي"، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
85. هجير عدنان زكي أمين: "الإقتصاد الدولي النظرية والتطبيقات"، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
86. هوشيار معروف: "الاستثمارات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
87. وليد إسماعيل السيفو، أحمد محمد مشعل: "الإقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
88. يوسف أبو فارة: "الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2015.
89. يوسف حسن توفيق عبد الرحيم: "الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملة الأجنبية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- ثانيا-الرسائل:
90. بدر اوي شهيناز: "تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015.
91. بربري محمد أمين: "الإختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية-دراسة حالة الجزائر-" أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
92. جبوري محمد: "تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قايد بن صالح، تلمسان، 2012-2013.
93. جعفري عمار: "إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، 2012-2013.
94. رشيد بوكساني: "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004.
95. زكراوي لخضر: "تطور نظام الصرف في الجزائر، أسباب وآثار تخفيض قيمة الدينار"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2000.
96. سامي حبيلي: "إدارة مخاطر السوق باستخدام عقود المشتقات المالية دراسة فقهية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، الجامعة الأردنية، 2008.
97. سامية زيطاري: "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الدول العربية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
98. سمير ايت يحي: "التحديات النقدية الدولية ونظام الصرف الملائم لجزائر"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2013-2014.
99. عبدلي لطيفة: "دور ومكانة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته سعيدة"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011-2012.
100. العقون نادية: "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2012-2013.
101. مشهور هلهول بريور: "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، عمان، الأردن، 2008.
102. موسى عمر مبارك أبو محميد: "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعايير كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2008.

ثالثاً-الدوريات:

103. أتيش غوش، جوناثان أوستري: "إختيار نظام لسعر الصرف"، التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 4، ديسمبر 2009.
104. إدارة البحوث والدراسات: "تجارب الإختيار في عالم المال والمصارف، مجلة الدراسات المالية والمصرفية"، المجلد الثالث، العدد الثاني، السنة الثالثة، 1995.
105. أسامة ربيع أمين سليمان: "التنبؤ بمعدلات الخسارة في شركات تأمينات الممتلكات والمسؤوليات باستخدام نماذج الإنحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة التكاملية ARIMA لتحليل السلاسل الزمنية"، موقع المنشاوي للدراسات والبحوث، متوفر على الموقع التالي، <http://www.minshawi.com>
106. أسوار براساد لي اييه: "هل يسيطر اليوان؟"، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 49، رقم 01 صندوق النقد الدولي، و م أ، مارس 2012.
107. اعتصام جابر الشكرجي، محمد علي إبراهيم العامري: "إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي دراسة تحليلية تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد الثامن، العدد 23، الفصل الثاني، 2013.
108. انعام عبد الزهرة دوش: "التحوط باستخدام العقود الآجلة دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإسلامية الجامعة، العراق، عدد 30، 2014.
109. اوليفيه بلانشار: "العاصفة التامة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، عدد 02، جوان 2009.
110. أيت يحي سيمير: "التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 9، 2011.
111. بربري محمد أمين: "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 7، السداسي الثاني، 2009.
112. بشرى نجم عبد الله المشهداني، الست جوان جاسم خضير العبيدي: "دور التقارير المالية المحلية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة ميدانية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد 26، 2011.
113. بلعزوز بن علي: "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 07، 2009-2010.
114. بلقاسم العباس: "سياسات أسعار الصرف"، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، عدد 23، نوفمبر 2003.
115. بوعزتوس عبد الحق: "حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة الدول التي تمر بمرحلة انتقال"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 12، 1999.
116. جبار محفوظ، عمر عبده سامية: "أسواق رأس المال الدولية"، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 03، جوان 2008.
117. جليل كاظم مدلول العارضي: "توظيف استراتيجيات المستقبلات لأغراض التحوط والمضاربة دراسة استشرافية في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص"، مجلة دراسات إدارية، جامعة البصرة، العراق، المجلد 6، عدد 11، 2013.
118. جليل كاظم مدلول العارضي: "توظيف العقود الآجلة لأغراض التحوط دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، عدد 3، 2010.
119. جليل كاظم مدلول العارضي، أحمد ميري أحمد، علي رزاق جواد العابدي: "استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة، مدخل استراتيجي، دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي العراقي"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 9، العدد 4، 2007.
120. حاكم محسن محمد: "أثر التضخم ومعدلات الفائدة في أسعار الصرف"، مجلة جامعة أهل البيت، العراق، العدد الأول، 2004.
121. حيدر حسين آل طعمة: "أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الإقتصاد التركي"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 19، العدد 73، 2013.
122. حيدر يونس الموسوي: "إدارة المخاطرة والسيولة المصرفية، دراسة تحليلية مقارنة في المصارف التجارية والإسلامية"، مجلة جامعة كربلاء العلمية، العراق، المجلد 09، العدد 02، 2011.

123. **راغب الغصين:** "المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون البيانات المالية الموحدة والمحاسبة عن الاستثمارات في شركات تابعة"، جمعية المحاسبين القانونيين السورية متوفر في موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الاسلامية على الرابط التالي: [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com/media/2983/ias27.doc)، تاريخ الإطلاع 2013-01-25.
124. **روبا دوتاغوبتا:** "التحرك نحو مرونة أسعار الصرف: كيف، متى، وبأي سرعة؟"، قضايا إقتصادية، صندوق النقد الدولي، رقم 38، 2006.
125. **سلوان حافظ حميد:** "مدى مساهمة التدقيق الداخلي في الجهاز المصرفي لدعم ونجاح إدارة المخاطر"، مجلة المنصورة، جامعة المنصورة، مصر، عدد 22، 2014.
126. **سماعلي فوزي:** "تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والإقتصاديات الإنتقالية، البدائل الممكنة لنشوء الإقتصاد الجزائري"، أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 05، 2009.
127. **السماي عبد المطلب، منير عبد الله سيف:** "استخدام نماذج المحاكاة للتنبؤ بالموازنة التقديرية للأعمال"، مجلة جامعة الناصر، جامعة اليمن، اليمن، العدد الأول، يناير-يونيو، 2013.
128. **الشارف عتو:** "دراسة قياسية لاستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة وإقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 6، السداسي الأول، 2009.
129. **شرقق سمير:** "تطور أنظمة الصرف في الدول النامية ومحددات اختيارها في ظل المتغيرات الإقتصادية الدولية"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، سكيكدة، عدد 5، ماي 2010.
130. **شقيري نوري موسى، مروان أبو عراي:** "مدى استخدام البنوك لسياسة التنوع للحد من المخاطر دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العراق، عدد 20، 2009.
131. **شهاب الدين حمد النعيمي:** "تحليل تأثير مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محليا وخارجيا الأردن نموذجاً"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 22، 2008.
132. **صباح محمد ديلمى، منى ممدوح المولا:** "التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان، دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعية"، المجلة العربية للمحاسبة، جامعة البحرين، البحرين، المجلد 16، العدد 01، يونيو 2013.
133. **صباح نوري عباس:** "أثر التضخم على سعر الصرف التوازني للدينار العراقي خلال للمدة 1990-2005، بحث تطبيقي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العراق، العدد السابع، 2008.
134. **صبيحي حسون الساعدي، أياد حماد عبد:** "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الإقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإقتصادية والإدارية، العراق، المجلد رقم 4، عدد 7، سنة 2011.
135. **صبيحة قاسم هاشم، محمد علي إبراهيم العامري، اعتصام جابر الشكرجي:** "التحوط المالي لمخاطرة أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، عدد 25، 2009.
136. **عبد الحسين جليل الغالي، ليلي بدوي خضير:** "تقلبات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة، مصر دراسة حالة للمدة 1984-2006"، مجلة الكوت للعلوم الإقتصادية والإدارية، جامعة واسط، العراق، المجلد الأول، العدد 5، 2011.
137. **عبد الحسين جليل الغالي، ليلي بدوي مطوق:** "العلاقة التبادلية بين الصدمات النقدية وأسعار الصرف في العراق"، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 9، العدد 28، 2013.
138. **عزالدين نايف عنانزه:** "تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة في بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة الدراسات الإدارية، جامعة البصرة، العراق، المجلد 05، العدد 09، نوفمبر، 2012.
139. **علاء عبد الحسين، الهام جعفر الشاوي:** "طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها"، مجلة العلوم الإقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد الثامن، العدد 30، 2012.
140. **علاء عبد الكريم البلداوي:** "أساليب مسح وتحليل مكامن الخطر في المنظمة"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 02، عدد 06، 2008.
141. **علي جبران عبد علي:** "تأثير التداول الإلكتروني على تقلب عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، عدد 27، 2010.

142. علي جيران عبد علي: " تأثير التداول الإلكتروني على تقلب عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العراق، عدد 27، 2010.
143. علي جيران عبد علي: " قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، المجلد 455، عدد 2، 2010.
144. فراس أحمد محمد، أحمد شامار يادكار: " استخدام نماذج ARCH، GARCH في التنبؤ بسعر الإغلاق اليومي لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2015.
145. ماجد الجميل: "جدل في منظمة التجارة حول معايير الدولة النامية"، مجلة إلكترونية، العدد 7177، جوان 2013، متوفرة على الرابط التالي http://www.aleqt.com/2013/06/05/article_760966.html ، تاريخ الاطلاع 23-01-2014.
146. ماهر علي الشامام: "استخدام محاسبة الحماية (التحوط) في إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، مجلد 34، عدد 107، 2012.
147. محمد بن إبراهيم السحبياني: "نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة"، ندوة السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، جامعة الملك خالد، 13-14 نوفمبر، 2007.
148. محمد بن إبراهيم السحبياني، عبد الله بن محمد العمري: "قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستنداتها الفقهي"، دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد 14، عدد 2، 2008.
149. محمد بوجلال: "مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد السادس، 2009.
150. محمد جاسم محمد: "استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بمؤشر سوق الأوراق المالية السعودية"، مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، عدد 25، 2009.
151. محمد جبوري، محمد بركة: "تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على التضخم -تحليل العلاقة باستخدام بيانات بانل Panel Data"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، عدد 06، 2014.
152. محمد صالح سلمان: "قياس وتحليل الصدمات في الاقتصاد العراقي للفترة 1980-2005 دراسة قياسية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 16، العدد 58، 2010.
153. مداني بن بلغيث، عبد الله ابراهيمي: "تسيير الخطر في المؤسسة، تحدي جديد"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 3، 2004.
154. مريم آيت بارة، محمد صاري: "تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 14، 2014.
155. مفتاح صالح، معارفي فريدة: "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009-2010.
156. منظمة المؤتمر الإسلامي: "الأزمة المالية العالمية لعام 2008-2009"، تقرير مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، جدة، المملكة العربية السعودية، جوان 2009.
157. نبال محمد قصبة: "تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الأسباب والتداعيات والعلاج"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 28، العدد الأول، 2012.
158. نصر محمود مزنان فهد: " أثر سعر الصرف في الطلب على الدولار الأمريكي في الاقتصاد العراقي للمدة 2003-2010"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، جامعة بابل، العراق، المجلد السابع، العدد 260، 2012.
159. نوال محمود ياقوت: "فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية"، المجلة العلمية لكلية التجارة، فرع جامعة الأزهر للبنات، عدد 17، 2000.
160. إلهام خضير سبر: "إدارة المخاطر والأزمات في المؤسسة السياحية العربية دراسة حالة مصر والعراق"، مجلة جامعة كربلاء، العراق، المجلد 09، العدد 01، سنة 2011.

161. هبة اقمان أمين، صفاء بونس الصفاوي: "استخدام نماذج Arch(p) و Garch(p,q) لتمثيل البيانات اليومية لمرضى الأطفال"، مجلة تنمية الرفادين، جامعة الموصل، العراق، المجلد 35، عدد 114، 2013.

162. وشاح رزاق: "الأزمة المالية الحالية"، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009.

رابعاً- المنتقيات:

163. أحمد طرطار، شوقي جباري: "إدارة مخاطر المحفظة المالية"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012.

164. أديب العمري، إبراهيم الخلوف الملكاوي: "دور إدارة المعرفة في التقليل من آثار المخاطر"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، أيام 16-18 2007.

165. بدر الزمان حمقاني: "تشخيص المخاطر المالي للمؤسسة الاقتصادية بالإستناد إلى مؤشرات أثر الرافعة المالية، دراسة حالة مؤسسة البناء للجنوب والجنوب الكبير BATISUD للفترة 2009-2011"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012.

166. بديسي فهيمه، شبلي وسام: "المخاطر المالية واحتمالات الفشل المالي في المؤسسة"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012.

167. بريش السعيد، طيب سارة: "إسهام إدارة المخاطر في تحقيق اهداف المؤسسة الاقتصادية"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012.

168. بوراس هند: "دور التدقيق الداخلي في تقييم إدارة المخاطر"، ملتقى وطني حول المخاطر في المؤسسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، أيام 21 و 22 أكتوبر 2012.

169. بوعتروس عبد الحق: "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، المؤتمر الدولي السابع، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، عمان، الأردن، 2007.

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

171. محمد العامدين: "المواصفات والمقاييس مدخل للجودة وتسهيل التبادل التجاري"، مؤتمر الجودة وسلامة الغذاء العالمي، المنظمة العربية للتنمية الصناعية والتعدين، بيروت، لبنان، أيام 15-16 ماي 2006.

172. العاطف عبد القادر: "إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف في المؤسسة الاقتصادية"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعللي، الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008.

173. عبد الرشيد بن ديب، عبد القادر شاللي: "مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعللي، الشلف، يومي 25-26 نوفمبر 2008.

174. عبد الكريم أحمد قندوز: "مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية"، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية -التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية -النسخة الرابعة، الخرطوم، السودان، 5 و 6 أبريل 2012.

175. عصماني عبد القادر: "أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر في مواجهة الأزمات في المؤسسات المالية"، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و 21 أكتوبر 2009.

176. غول فرحات، يومدين يوسف: "الأخطار ونماذج إدارتها في المؤسسات"، الملتقى الدولي الثالث حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعللي، الشلف، يومي 25-26 نوفمبر 2008.

177. مايكل بوردو: "المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف"، ندوة مشتركة بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي حول نظم وسياسات أسعار الصرف، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 16-17 ديسمبر 2002.

178. مروان جمعة درويش: "اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009.

خامسا- الجرائد و المراسيم:

179. صندوق النقد الدولي، تعديل اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية، 28 أبريل 2008.

سادسا- الوثائق

180. معلومات صحفية: مركز دبي المالي العالمي، متوفر على الموقع التالي: www.difc.ac، تاريخ الإطلاع 01-05-2013.

سابعا- القواميس:

181. تحسين التاج الفاروقي: "قاموس الأسواق والأوراق المالية"، مكتبة لبنان الناشرون، بيروت، لبنان، 2004.

182. أحمد الشرباصي، المعجم الإقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، 1981.

183. منير البعلبكي: "المرد"، قاموس إنجليزي عربي، الطبعة الثالثة، دار النشر غير مذكورة، بيروت، 1970.

ثامنا- قواعد البيانات:

184. قاعدة بيانات البنك الدولي المتوفرة على الرابط التالي: <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur>

185. قاعدة بيانات البنك الدولي المتوفرة على الرابط التالي: <https://www.enterprisesurveys.org/portal/elibrary.aspx?libid=14>

186. قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي على الرابط التالي: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>

187. قاعدة بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية المتوفرة على الرابط التالي:

<http://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/tableView.aspx>

188. قاعدة بيانات منظمة التجارة العالمية OMC المتوفرة على الرابط التالي:

http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/statis_f.htm

189. قاعدة بيانات البنك الفدرالي سانت لويز Federal Reserve Bank of ST. LOUIS المتوفرة على الرابط التالي:

<http://research.stlouisfed.org/datatools.html>

190. قاعدة بيانات بنك كوريا المتوفرة على الرابط التالي: http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp

2-المراجع باللغة الأجنبية:

أولا-الكتب:

191. **Alain Chevalier, Georges Hirsch** : "Le Risk Management, pour une Meilleure Maîtrise des Risques de L'entreprise", Entreprise Moderne d'édition, Paris, France, 1982.

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

193. **Albert Ondo Ossa**: "Économie monétaire internationale", édition ESTEM, Paris, France, 1999.

194. **Aswath Damodaran**: "Finance d'entreprise: Théorie et pratique", traduction Gérard Hirigoyen, édition De Boeck Supérieur, Bruxelles, Belgique, 2006.

195. **Benoît A. Aubert, Jean-Grégoire Bernard**: " Mesure intégrée du risque dans les organisations", édition les presses de l'université de Montréal, Québec, Canada, 2004.

196. **Benoît Caeuré, Bénassy-Quéré, Pierre Jacquet, Jean Pisani-Ferry** : "Politique économique", 3^{ème} édition, De Boeck Supérieur, Bruxelles, Belgique, 2004.

197. **Bernard Barthélémy, Philippe Courrèges** : " Gestion des risques : méthode d'optimisation globale", 2^{ème} éditions, édition d'Organisation, Paris, France, 2004.

198. **Bernard Bernier, Yves Simon** : "Initiation à la macroéconomie", 8^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2001.
199. **Bernard Bernier, Yves Simon** : "Initiation à la macroéconomie", 9^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2009.
200. **Bernard Herodin, Thierry Benoist** : "Conditions Bancaires et Trésorerie en Date de Valeur", édition Dunod, Paris, France, 1980.
201. **Bernard Marois, Olivier L. Seigneur** : "Risque de change et trésorerie internationales", 2^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 1982.
202. **Brian Coyle**: "Foreign Exchange Markets, Currency risk management", Taylor & Francis, Chicago, USA, 2001.
203. **Brian Coyle**: "Hedging Currency Exposures: Currency Risk Management", Global Professional Publishing, London, United Kingdom, 2000.
204. **Bruno Solnik, Richard Roll** : "Système monétaire international et risque de change", édition Economica, Paris, 1978.
205. **C. Maillet-Baudrier, A. Lemanh**: "Normes Comptables Internationales, IAS/IFRS" édition Berti, Alger, 2007.
206. **Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff** : " Cette fois, c'est différent: Huit siècles de folie financière", traduction française Michel Le Séac'h, Pearson Education, France, 2010.
207. **Carol Alexander** : " Value- At- risk Models", John Wiley and Sons Ltd, United Kingdom, 2008.
208. **Charles Wyplosz, Michael Burda** : " Macroéconomie, Une perspective européenne", traduction Jean Houard, 3^{ème} édition, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2002.
209. **Christophe Godlewski, Maxime Merli**: "Gestion des risques et institutions financières", 2^{ème} édition, Pearson éducation, France, 2010.
210. **Cyrille Mandou**: "Procédures de choix d'investissement: Principes et applications", De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2009.
211. **David Eiteman, Arthur Stonehill, Michael Moffett** : "Gestion et Finance Internationales", traduction Michel-Henry Bouchet, Georges Langlois, Patrick salin, 10^{ème} édition, Pearson Education, France, 2004.
212. **David Hénaux** : "les mouvements internationaux de capitaux – comprendre les crises financières", édition éduagri, France, 2009.
213. **Desroches Alain, Leroy Alain, Vallée Frédérique**: " La gestion des risques : principes et pratiques", 3^{ème} édition, Lavoisier, France, 2015.
214. **Dominick Salvatore**: "Economie internationale", traduction Fabienne Leloup et Achille Hannequart , 1^{ère} édition, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2008.
215. **Dov Ogien** : "Pratiques des marchés financiers", 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 2010.
216. **Dumas Benjamin**: "La monnaie et les banques dans l'économie", Educa Vision Inc, USA, 2005.
217. **Dwight H. Perkins, Steven Radelet, David L. Lindauer**: "Économie du développement", traduction Bruno Baron-Renault, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2008.
218. **Emmanuel Nyahoho** : "Finances Internationales : Théorie, Politique et Pratique", 2^{ème} édition, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2002.
219. **Faouzi Rassi** : "L'Évaluation des Actifs Financiers et la Relation Risque-Rendement", Presse de l'université du Québec, Canada, 2010.
220. **Ephraim Clark, Dilip Kumar Ghosh**: "Arbitrage, Hedging, and Speculation: The Foreign Exchange Market", Greenwood Publishing Group, USA, 2004.
221. **Flaus Jean-Marie** : "Analyse des risques des systèmes de production industriels et de services : Aspects technologiques et humains", Lavoisier, Paris, 2013.
222. **François Gauthier**: " Relations économiques internationales", 2^{ème} édition, Presses Université Laval, Québec, Canada, 1992.
223. **Frederic S. Mishkin** : "Monnaie, banque et marchés financiers", traduction Christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur, Dominique Jacoué-Labarthe, 9^{ème} édition, Pearson Education, France, 2010.
224. **Frédéric Teulon** : "le système monétaire international", édition seuil, Paris, France, 1996.
225. **G. Dagonet, M. Louvet**: "Gestion de la Trésorerie en Devise", édition Clet, Paris, France, 1981.
226. **Gaston Fornes** : "Foreign Exchange Exposure in Emerging Markets, How Companies Can Minimize It ", Palgrave, Macmillan, London, United Kingdom, 2009.

227. **Gerard La Fay** : "Comprendre la mondialisation", 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 1997.
228. **Gérard-Marie Henry** : "Dollar : la monnaie internationale, Histoire, mécanismes et enjeux ", édition Studyrama, Paris, France, 2004.
229. **Gille Nancy** : "Gestion du Risque de Change et Mouvements de Capitaux", édition Economica, Paris, France, 1977.
230. **Henri de Bordinat, Jean-Marc De Leersnyder, Michel Ghertamnautres**, "Gestion internationale de l'entreprise", édition Dalloz, Paris, France, 1978.
231. **Hubert De la Bruslerie** : "Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques", 3^{ème} édition, Dunod, Paris, France, 2012.
232. **J.P Gourlaouen**: "Les nouveaux instruments financiers", édition Vuibert, Paris, France, 1988.
233. **Jean-Pierre Allegret** : "Economie monétaire internationale", Hachette éducation, France, 1997.
234. **J Bourget et Y Zenou** : "Monnaies et systèmes monétaires dans le monde au 20^{ème} siècle", 8^{ème} édition, édition Bréal, France, 1995.
235. **Jean-Pierre Allegret** : "Monnaies, Finance et mondialisation", 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 2008.
236. **Jean-Louis Amelon, Jean-Marie Cardebat** : "Les nouveaux défis de l'internationalisation : Quel développement international pour les entreprises après la crise ?", 1^{ère} édition, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2010.
237. **Jean-Pierre Louisot** : "Gestion des risques en 20 réponses", Afnor, Paris, France, 2015.
238. **Josette Peyrard** : "Gestion financière internationale" 5^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, 1999.
239. **Josette Peyrard** : "Gestion Financière internationale", 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, France, septembre 1995.
240. **Josette Peyrard** : " Risque de change", édition Vuibert, Paris, France, 1986.
241. **Julien Vercueil** : "Les pays Emergents, Brésil-russie- inde- chine mutations économiques et nouveaux défis", 3^{ème} Edition, Bréal, France, 2012.
242. **Larbi Dohni, Carol Hainaut**: "Les taux de change, Déterminants, Opportunités et Risques", 1^{ère} édition, De Boeck, Bruxelles, Belgique, 2004.
243. **Laurence Abadie, Catherine Mercier-Suissa** : "Finance Internationale, Marchés des Changes et Gestion des Risques Financiers", édition Armand Colin, France, 2011.
244. **Laurent David, Luc Barnaud** : "Quels risques assurer ?", les presses de l'école des mines, Paris, France, 1997.
245. **Linda Allen, Jacob Boudoukh, Anthony Saunders**: "Understanding Market, Credit and operational risk, the Value at risk Approach", Black well publishing Ltd, United Kingdom, 2004.
246. **Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez**: "Asset and Risk Management, la Finance Orientée Risques", 1^{ère} édition, de Boeck, Bruxelles, Belgique, 2003.
247. **Marc Chesney, Bernard Marois, Rafal Wolkowski**: "Les options de change, évaluation et utilisation", édition Economica, Paris, France, 1995.
248. **Marc Gaugain** : "Gestion de la trésorerie", 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2007.
249. **Marc Montoussé** : "Macroéconomie, cours méthodes, exercices corrigés", 2^{ème} édition, Bréal, France, 2006.
250. **Martine Massabie-Francois, Elisabeth Poulain**: " Lexique du commerce international", édition Bréal, France, 2002.
251. **Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah** : "La Gestion Globale du Risque de Change, nouveaux enjeux et nouveaux risques", 2^{ème} édition, Economica, Paris, France, 1992.
252. **Michel Bialès, Rémi Leurion, Jean-Louis Rivaud**: "L'essentiel sur l'économie", 4^{ème} édition, Berti édition, Paris, France, 2006.
253. **Michel Kalika, Pierre Romelaer** : "Recherches en management et organisation", édition Economica, Paris, France, 2006.
254. **Mohamed daouas, Amel Chenoufi Zenadi, Monia Gharbi Trabelsi** : "Techniques Financières Internationales et Couverture du Risque de change", Centre de Publication Universitaire, Tunis, 2007.
255. **Mondher Chérif** : "Les taux de change", la revue banque, Paris, France, juin 2002.
256. **Nalini Prava Tripathy**: "Financial Services" PHI Learning Private limited, New Delhi, India, 2007.

257. **Nathalie Moureau, Dorothée Rivaud-Danset**: "L'incertitude dans les théories économiques", édition la découverte, Paris, France, 2004.
258. **Nicolas Dufour et Gilles Teneau** : " La gestion des risques, un objet frontière", éditions L'Harmattan, Paris, France, 2013.
259. **Nicolas Wapler** : "Les changes- cambisme et trésorerie devises" 4^{ème} édition, Dalloz, Paris, France, 1990.
260. **Nicolas Wapler** : "Trésorerie et cambisme, 20 leçons et exercices informatisés lisibles sous Windows, Avec 2 disquettes", édition Dalloz, paris, France, 1995.
261. **Octave Jokung Nguéna** : "Management des Risques", édition Ellipses, Paris, France, 2008.
262. **Pascal Alphonse, Gérard Desmuliers, Pascal Grandin, Michel Levasseur** : " Gestion de portefeuille et marchés financiers", édition Pearson Education, France, 2013.
263. **Patrice Fontaine** : "Gestion du risque de change", édition Economica, Paris, France, 1996.
264. **Patrice Fontaine** : "Risque de Change, Gestion et Couverture", édition Economica, Paris, France, 2010.
265. **Patrice Fontaine, Carole Gresse** : "Gestion des risques internationaux", édition Dalloz, Paris, France, 2003.
266. **Patrice Fontaine**: "Marchés des changes", édition Pearson éducation, France, 2009.
267. **Paul Grand Jean** : "Change et Gestion du Risque de Change", édition Chihab, Alger, 1995.
268. **Paul R Krugman, Maurice Obstfeld, Gunther Capelle-Blancard, Matthieu Crozet** : "Economie internationale", 9^{ème} édition, Pearson éducation, France, 2012.
269. **Peijie Wang**: "The Economics of Foreign Exchange and Global Finance", springer edition, Berlin, Germany, 2005.
270. **Philippe D'Arvisenet, Thierry Schwob** : "Finance Internationale -Marchés et Techniques ", édition Hachette, Paris, France, 1990.
271. **Pierre-Antoine Dusoulier**: " Guide complet du Forex: Investir et gagner sur le marché des devises", éditions Maxima, Paris, France, 2009.
272. **Pierre Clauss** : "Gestion de portefeuille, une approche quantitative", édition Dunod, Paris, France, 2011.
273. **Richard Baillie, Patrick McMahon** : "Le marché des changes", édition ESKA, Paris, France, 1997.
274. **Robert Paturel**: "Projets et entrepreneuriat au sein de pays émergents" édition l'Harmattan, Paris, France, 2013.
275. **Robert Reix** : "Traitement des informations", édition Vuibert, Paris, France, 2001.
276. **Robert W. Kolb, James A. Overdahl**: "Financial derivatives : pricing and risk management", John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey, USA, 2010.
277. **Roland Portait, Patrice Poncet**: "Finance de marché, instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques", 3^{ème} édition, Dalloz, Paris, France, 2012.
278. **Vincent Lacolare, Christophe Burin** : " Optimiser les risques de l'entreprise", Afnor, Paris, France, 2010.
279. **Yaïci Farid** : "Précis de Finance Internationale, avec Exercice Corrigés", édition ENAG, Alger, 2008.
280. **Yves Metayer** : "Premiers pas dans le management des risques", Afnor, Paris, France, 2007.
281. **Yves Simon, Delphine Lautier, Christophe Morel** : "Finance internationale", 9^{ème} édition Economica, Paris, France, 2005.
282. **Yves Simon, Delphine Lautier, Christophe Morel**: "Finance internationale", 10^{ème} édition, Economica, Paris, France, 2009.
- تاتيا- الرسائل:
283. **Chrystell Flota** : "The impact of exchange rate movements on Firm Value in emerging markets, the case of Mexico", Doctoral dissertation, University Of Texas, 2009.
284. **Leila Haouaoui Khouni** : "Les déterminants du choix d'un régime de change dans les pays émergents", thèse de doctorat, Faculté des sciences économiques et de gestion de Tunis, université Tunis El Manar, 2005.
285. **Yo-Jung chang**: "An empirical Study of Taiwanese Corporations Foreign Exchange Exposure", Doctoral dissertation, Marshall Goldsmith school of Management, Alliant International University, 2009.

286. **Aline Muller, Willem F.C. Verschoor** : "Foreign exchange risk exposure : Survey and suggestions", journal of Multinational Financial Management, N°16, 2006.
287. **Andrea Bubula, Inci Otker Robe**: "Une bipolarisation persistence", Finance et développement, Fond monétaire international (FMI), USA, Vol 41, N°1, Mars 2004
288. **Apanard Angkinand, Eric M.P. Chiu and Thomas D. Willett** : "Testing the Unstable Middle and Two Corners Hypotheses About Exchange Rate Regimes", Working Paper, Claremont Graduate University, April, 2006.
289. **Axel Bertuch-Samuels, Parmeshwar Ramlogan**: "L'euro, monnaie mondiale?", finance et développement, Fond monétaire international (FMI), USA ,vol 44, N°01, Mars 2007.
290. **Bé Xu**: "RMB, future monnaie asiatique en attendant d'être internationale?", Flash économique n°163, février 2012, Natixis, disponible sur le site web de Natixis, <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=62652>.
291. **Benjamin H Cohen**: "Currency choice in international bond issuance ", BIS, Quarterly Review, June 2005.
292. **Cavusgil S. T**: "Measuring the Potential of Emerging Markets: An Indexing Approach", Business Horizons, Vol. 40 N°1, 1997.
293. **Cem Karacadag, Rupa Duttgupta, Gilda Fernandezet Shogolshii** : "Des taux fixes aux taux flottants : une aventure à tenter", Finances & Développement, Fond monétaire international (FMI), USA, Vol 41, N°4, Décembre 2004.
294. **Ding Du, Ou Hu**: "Foreign Exchange Volatility and Stock Returns ", Working Paper, Northern Arizona University, Series 12-05, October 2012.
295. **Dubravko Mihajjek, Frank Packer**: "Derivative in emerging markets", BIS Quarterly Review, December, 2010.
296. **Eugene Flood, Donald R. Lessard** : "On the Measurement of Operating Exposure to Exchange Rates: A Conceptual Approach", Financial Management, Vol 15, N° 1, 1986.
297. **Engle .R** : "Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of variance of UK inflation", econometrica, N° 50, 1982, available at <http://www.bcg.com/media/PressReleaseDetails.aspx?id=tcm:12-125636>.
298. **Fung, Hung-Gay, LEUNG, Wai K., Zhu, Jiang** : "Nondeliverable forward market for Chinese RMB: A first look", China Economic Review, Volume 15, Issue 3, 2004, available on the science direct website, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1043951X04000185>.
299. **G.M.F** : "Le risque client à l'international et le risque de change", Revue Française de comptabilité, N°294, Novembre 1997.
300. **Halil Kiyamaz**: "Estimation of foreign exchange exposure: an emerging market application", Journal of Multinational Financial Management, Vol 13, issue1, February 2003.
301. **Christine R. Hekman** : "A Financial Model of Foreign Exchange Exposure," Journal of International Business Vol 16, N° 2, 1985.
302. **Herman Kamil, Bennett W. Sutton, Chris Walker** : "Une couverture pas un pari", Finance et Développement, Fond Monétaire International (FMI), Vol 46, N°2, juin 2009.
303. **James E. Hodder** : " Exposure to exchange-rate movements", Journal of International Economics, vol 13, issue 3-4, 1982.
304. **Jack Blanc** : "Le marché des changes", Revue notes et études documentaires, la documentation française, Paris, N°4625, 1981.
305. **Jean-françois Fiorina** : "Géopolitique des Pays Emergents, des puissances à la conquête du monde ?", Comprendre Les Enjeux Stratégiques, Note hebdomadaire n°65, Grenoble, 26 avril 2012, disponible sur le site, www.grenoble-em.com.
306. **Jongmoo Jay Choi, Anita Mehra Prasa**: "Exchange Risk Sensitivity and Its Determinants: A Firm and Industry Analysis of U.S", Multinationals Financial Management, Vol 24, N° 3, Autumn 1995.
307. **Karl Habermeier, Annamaria Kokenyne, Romain Veyrone, Harald Anderson** : "revised System for the classification of Exchange rate arrangement", Working Paper, international monetary fund (IMF), 2009.

308. **Kent D. Miller, Jeffrey J. Reuer**: "Asymmetric Corporate Exposures To Foreign Exchange Rate Changes", *Strategic Management Journal*, volume 19 , Issue12, John Wiley & Sons Ltd, 1998, available on the Purdue University website, <http://docs.lib.purdue.edu/ciberwp/103>.
309. **Lucumon Sydwell Mfecane** : "A Case of Standardised Financial Market Regulation: The OTC Derivatives Regulations for Fair and Efficient Market", *International Journal of Management and Commerce Innovations*, Vol 2, Issue 2, October 2014, available at: www.researchpublish.com.
310. **Mark CARNEY** : "La mise en oeuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré", *Revue De La Stabilité Financière*, Banque de France, N°17, avril 2013.
311. **Marie-Louise Holier** : "Le risque de change : ses techniques de gestion", *Revue Banque*, N°571, Juin 1996.
312. **Marios Neroupos, David Saunders, Costas Xiouros, Stavros A. Zenios** : " Risk Management in Emerging Markets: Practical Methodologies and Empirical Tests", *Multinational Finance Journal*, , vol 10, N° 3/4, 2006.
313. **Martin Hohensee, Kyungjik Lee**: "A survey on hedging markets in Asia: a description of Asian derivatives markets from a practical perspective", *Working Paper*, Bank for International Settlements (BIS), N°30, 2006.
314. **Michael Adler, Bernard Dumas**: "Exposure to Currency Risk, Definition and Measurement", *Financial Management*, Vol 13, N° 2, 1984.
315. **Michael Ehrlich, Asokan Anandarajan** : "Protecting your firm from FX Risk", *the journal of corporate accounting and finance*, Vol 19, Issue 6, september/october 2008.
316. **Miguel Angel Martin, Wolfgang Rojas, José Luis Erasquin, Dayana Yupanqui, Edgar Vera**: " Derivatives Usage By Non-Financial Firms In Emerging Markets: The Peruvian Case", *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol 14, N° 27, December 2009.
317. **Mohamed Sami Ben Ali**: "Libéralisation du compte de capital et choix d'un régime de change, quelle portée pour la flexibilité en Tunisie ?", *Revue tiers monde*, N°188, Octobre-Décembre 2006.
318. **Riad Al-Momani, Mohammad R Gharaibeh** : "Foreign exchange risk management practices by Jordanian nonfinancial firms", *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, Vol 14, Issue 3, November 2008.
319. **Robert N. Mc Cauley , Guonan Ma, Yin-Wong Cheung**: "Renminbisation des actifs internationaux de la Chine ", *Revue d'économie financière*, Vol 95, N° 95, 2009.
320. **Robert McCauley, Chang Shu, Guonan Ma**: "Non-Deliverable forward, 2013 and beyond", *BIS Quarterly Review*, March 2014.
321. **Rondal Dodd**: "Qui joue avec le feu...", *Finance et Développement, Fond Monétaire International (FMI)*, Vol 46, N°2, juin 2009.
322. **Safia mohamed daly** : "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", *MPRA Paper*, Munich, N°4075, 2007.
323. **Sangita Misra, Harendra Behera**: "Non Deliverable Foreign Exchange Forward Market: An Overview", *Reserve Bank of India, Occasional Papers*, Vol 27, N°3, Winter 2006.
324. **Sid Ali Boukrami** : "L'ingénierie Financière et les Swaps", *Revue Monnaie et Banque*, Institut d'Economie Douanière et Fiscale (IEDF), Septembre 1996.
325. **Stanley Fischer** : "Régime de taux de change, le bipolarisme est-il justifié ?" *finance et développement (IMF)*, Vol 38, N°2, juin 2001.
326. **Stephen R.Goldberg, Emily L.Drogt** : "Managing foreign exchange risk", *journal of corporate accounting and finance*, Vol 19, issue 2, Wiley Periodicals Inc, January/February, 2008.
327. **Stephen R.Goldberg, Joseph H.Godwin** : "A six –step program for managing foreign exchange risk", *journal of corporate accounting and finance*, volume7, issue4, Wiley Periodicals Inc, Summer1996.

رابعاً. الملحقيات:

328. **Aziz Sunje, Emin Çivi**: "**Emerging Markets: A Review Of Conceptual Frameworks**", *First International Joint Symposium on Business Administration, Challenges For Business Administrators In*

329. Instruction N°78/95 du 26 décembre 1995 portant règle relatives aux positions de change article3.

سادسا- الوثائق

330. **World Bank**: "How does the World Bank classify countries?", Washington D.C, USA, available on world Bank website, <http://data.worldbank.org/about/country-classifications>.
331. **Bank for International Settlements (BIS)**: " Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013", Basel, Switzerland, February 2014, available on the BIS website, [www.bis.orghttp://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf](http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf).
332. **Bank for international settlements (BIS)**: "Central Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 1995", Basel, Switzerland, May 1996, available on the BIS website, http://www.bis.org/publ/r_fx96.pdf.
333. **Bank for International Settlements (BIS)**: "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2004", Basel, Switzerland, March 2005, available on the BIS website, <http://www.bis.org/publ/rpfx05t.pdf>
334. **Bank for International Settlements (BIS)**: "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2007", Basel, Switzerland, December 2007, available on the BIS website, <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>.
335. **Bank for International Settlements (BIS)**: "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2010", Basel, Switzerland, December 2010, available on the BIS website, <http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>.
336. **Bank for international settlements: " Joint External Debt Hub(JDEH)"**, available on JDEH website, http://www.jedh.org/jedh_instrument.html
337. **Boston Consulting Group**: "BCG Names 100 Global Challengers From Emerging Markets That Are Reshaping Global Industries", Press releases, January 15, 2013, available on Web Site, <http://www.bcg.com/media/PressReleaseDetails.aspx?id= tcm:12-125636>
338. **Christophe Destais** : "Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System", Research and expertise on the World Economy (CEPII), Policy Brief No 5, September 2014, p2, available on CEPII web site, http://www.cepii.fr/PDF_PUB/pb/2014/pb2014-05.pdf, consulté le 20,10, 2014 .
339. **Eric Balchunas**: "The Buck Starts Here With These Currency ETFs", Personnal Finance, November 2014, available on the Bloomberg Business website, <http://www.bloomberg.com/news/2014-11-07/the-buck-starts-here-with-these-currency-etfs.html>, accessible March 27, 2015.
340. **European Securities and Markets Authority (Esma)**: "**Trade depositories**", Paris, France, available on ESMA website : <https://www.esma.europa.eu/supervision/trade-repositories>.
341. **Financial Stability Board (FSB)** : "**Implementing OTC Derivatives Market Reforms**", report, financial stability board, October 25, 2010, available on FSB website, <http://www.fsb.org/2010/10/fsb-report-on-implementing-otc-derivatives-market-reforms/>
342. **Financial Times Stock Exchange (FTSE)**: "Annual Country Classification Review", September 2014, available on FTSE Website, http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update_latest.pdf.
343. **Financial times stock exchange (FTSE)**: " FTSE Country Classification Process", London, United Kingdom, available on the FTSE website, http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/index.jsp, accessed February 03, 2014.
344. **Future industry(FIA)**: "Annual Volume Survey", march 2009, available on the FIA website, http://www.futuresindustry.org/downloads/March_Volume.pdf
345. **Future industry(FIA)**: "Annual Volume Survey", march 2010, available on the FIA website, <http://www.futuresindustry.org/downloads/March2010-mag-2009vol.pdf>.
346. **Future industry(FIA)**: "Annual Volume Survey", march 2011, available on the FIA website, [http://www.futuresindustry.org/downloads/Volume-Mar_FI\(R\).pdf](http://www.futuresindustry.org/downloads/Volume-Mar_FI(R).pdf).

347. **Future industry(FIA):** "Annual Volume Survey", March 2012, available on FIA website, <http://www.futuresindustry.org/files/css/magazineArticles/article-1383.pdf>.
348. **Future industry(FIA):** "Annual Volume Survey", March, 2013, available on the FIA website, http://www.futuresindustry.org/downloads/FI-2012_Volume_Survey.pdf
349. **Future industry(FIA):** "Annual Volume Survey", March, 2014, available on FIA website, http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf
350. **HSBC:** "HSBC's Emerging Markets Currency Guide 2012" London, United Kingdom, December 2011, Available on HSBC Web Site, www.research.hsbc.com.
351. **Institute of Risk Management (IRM):** "A Risk Management Standard", occasional report, Published by IRM, The Association of Insurance and Risk Managers (AIRMIC), and The National Forum for Risk Management in the Public Sector (ALARM) , 2002.
352. **International Monetary Fund (IMF):** "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2005", Washington D.C, USA, September 2006.
353. **International Monetary Fund (IMF):** "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2007", Washington D.C, USA, October 2007.
354. **International Monetary Fund (IMF):** "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2009", Washington D.C, USA, October 2010.
355. **International Monetary Fund (IMF):** "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2012", Washington D.C, USA, October 2012, available on the IMF website, <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2012/eaer/ar2012.pdf>.
356. **International Monetary Fund (IMF):** "Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions 2013", Washington D.C, USA, 2013 available on the IMF website <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>.
357. **International Organization Of Securities Comissions (IOSCO):** "Report on Trading of OTC derivatives", Madrid, Spain, February 2011, pp 22-23, available on IOSCO website, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>.
358. **J.P.Morgan:** "La dette émergente", Paris, France, mars 2012, p30. disponible sur le site web de J.P.Morgan, www.wisem.fr/dyn/biblios_fichiers/58/2012-04-02-dette-emergente-jp-morgan-wisem.pdf, consulté le 04-03-2014.
359. **Miles Henderson:** "spotlight on the Dim Sum Bond Market", Correlate Search (HK) Limited, Hong Kong, available on the Correlate Search website, http://correlatehk.com/en/pdf/insight/Spotlight_on_the_Dim_Sum_Bond_Market.pdf.
360. **Morgan Stanley Capital International (MSCI) :** "Market classification Framework", June 2013, available on MSCI Web Site, http://www.msci.com/resources/products/indexes/global_equity_indexes/gimi/stdindex/MSCI_Market_Classification_Framework.pdf <http://www.ebs.com/about-us/ebs-at-a-glance.aspx>.
361. **OCDE:** "Le dynamisme croissant de la coopération Sud-Sud", dans Coopération pour le développement 2014 : Mobiliser les ressources au service du développement durable, Éditions OCDE, 2015, p58.
362. **Pauline Bourgeon, Jérôme Sgard :** " Les swaps de devises entre banques centrales : une méthode nouvelle de régulation du système monétaire international", centre de recherches internationales, sciencespo, Decembre 2012, p3.
363. **Simon Mundy:** "south corea and china to use 60 bn\$ current swap deal for trade finance", forum on emerging market (beondbrics), comment, blogs, available on financial times web site, <http://blogs.ft.com/beyond-brics>, consulted on 24-05-2013.
364. **Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Swift):** "Chinese Renminbi overtakes Russian Rouble to reach #13 as a World Payments Currency", press Release, Monthly Tracker, Hong Kong, 27 February 2013, available on the SWIFT website, http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/monthly_RMB_tracker_Feb2013.pdf.