



مطبوعة بيداغوجية إلكترونية تحت عنوان:

محاضرات في سياسات وإدارة مخاطر الصرف

موجّهة لطلبة: السنة أولى ماستر تخصص: مالية وتجارة دولية

من إعداد الدكتورة نسيلي جعيدة قسم العلوم التجارية

السنة الجامعية : 2021-2022

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
I-V	الفهرس
ب	توطئة
	الفصل الأول: سعر الصرف وأنظمة الصرف
02	تمهيد
03	المبحث الأول: سعر الصرف والنظريات المفسرة له
03	المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف وأنواعه
08	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسعر الصرف
17	المبحث الثاني: أنظمة الصرف
17	المطلب الأول: مفهوم نظام سعر الصرف وأشكاله
20	المطلب الثاني: أنواع أنظمة سعر الصرف الحديثة حسب صندوق النقد الدولي لسنة 1998
26	المبحث الثالث: أنظمة أسعار الصرف وأزمات سعر الصرف
26	المطلب الأول: أزمة العملة أزمة مالية
32	المطلب الثاني: النماذج المفسرة لأزمات الصرف وفق أنظمة الصرف المنتهجة
37	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: سوق الصرف الأجنبي
39	تمهيد
40	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الصرف الأجنبي
40	المطلب الأول: تعريف سوق الصرف الأجنبي وخصائصه
49	المطلب الثاني: وظائف وعمليات سوق الصرف الأجنبي
56	المطلب الثالث: المراكز المالية الدولية لأسواق الصرف الأجنبي
62	المبحث الثاني: هيكل سوق الصرف الأجنبي
62	المطلب الأول: المتعاملون الرئيسيون في سوق الصرف الأجنبي
66	المطلب الثاني: العملات المتداولة في سوق الصرف الأجنبي وطرق ترميزها
72	المطلب الثالث: أزواج العملات وطريقة تسعيرها
76	المبحث الثالث: آليات وأسس التعامل في سوق الصرف الحاضر والأجل
76	المطلب الأول: الأسعار المعلن عنها في السوق
78	المطلب الثاني: النقطة "Pip"، العقد "الوت-Lot" وحساب نتيجة التداول
82	المطلب الثالث: أنواع سوق الصرف الأجنبي
84	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: إدارة مخاطر الصرف

86	تمهيد
87	المبحث الأول: مخاطر الصرف ومراحل إدارتها
87	المطلب الأول: مفهوم مخاطر الصرف وطرق قياسها
91	المطلب الثاني: أنواع مخاطر الصرف
97	المطلب الثالث: إدارة مخاطر الصرف
102	المبحث الثاني: تقنيات إدارة مخاطر الصرف
102	المطلب الأول: التقنيات الفورية لإدارة مخاطر سعر الصرف
107	المطلب الثاني: تغطية مخاطر الصرف باستخدام المشتقات على العملة (تقنيات التغطية الأجلة)
115	خلاصة الفصل
117	خاتمة عامة
128-119	الملاحق
126-121	قائمة المراجع

فهرس الأشكال		
الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
07	العرض والطلب على العملة في سوق الصرف	01
18	أنمات أنظمة الصرف	02
29	أنواع الأزمات المالية	03
30	التحرير المالي والأزمات المالية	04
35	التوأمة بين الأزمة المصرفية وأزمة العملة	05
43	مواعيد جلسات تداول العملات في المراكز المالية العالمية حسب توقيت غرينتش	06
44	معدل دوران الصرف الأجنبي اليومي	07
46	تداول العملات الأجنبية الرائدة حسب الحصة السوقية في العالم-جوان 2020	08
101	وسائل إدارة المخاطر	09

فهرس الجداول		
الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
61	التوزيع الجغرافي لدوران العملات الأجنبية خارج البورصة	01
68	أهم العملات المتداولة سوق الصرف بالعملات الأجنبية	02
79	أحجام عقود التداول المتاحة في أسواق الصرف	03
108	العقود المستقبلية على العملات المتداولة في الأسواق المشتقة المنظمة	04

قائمة الملاحق		
الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
119	جدول يبين تواريخ الانضمام والعملات السابقة للدول التي تبنت عملة اليورو	01
120	قائمة رموز إيزو 4217 للعملات الفعلية.	02
261	تقاطعات العملة الموحدة بتاريخ 2021/12/01	03

مقدمة

يحتل سعر الصرف وسوقه أهمية بالغة لدى مختلف الأعوان والمفكرين الاقتصاديين نظرا للدور الذي قد يلعبه في تحقيق الاستقرار النقدي ومنه الاقتصادي الوطني والدولي، وما له من أثر بالغ على نشاط الشركات المالية وغير المالية؛ خاصة في ظل الانفتاح الخارجي والتحرير المالي. لذلك تم إدراج المادة التعليمية المتعلقة بسياسات وإدارة مخاطر الصرف ضمن المقرر الدراسي لطلبة الماستر تخصص مالية وتجارة دولية.

في هذا الإطار ارتأينا دعم هذا التكوين بمطبوعة الدروس ذات الصلة بالمادة التعليمية، والتي نضعها بين أيديكم، حيث نهدف من خلالها إلى تحقيق النقاط التالية:

- معرفة الطالب لكيفية تحليل المشاكل المالية التي تواجهها المؤسسات في تعاملها على المستوى الدولي، وإدارة مخاطر الصرف الأجنبي، ودراسة القرارات الاستثمارية على المستوى الدولي؛
- اكساب الطالب معارف تمكنه من فهم المتغيرات الجديدة التي تواجه المدير المالي عند مواجهة العمل على النطاق الدولي.
- معرفة بعض المفاهيم الخاصة بسعر الصرف والمتغيرات الكمية المحددة له كسعر الفائدة والتضخم ومختلف النظريات المفسرة لسعر الصرف.
- اكساب الطالب المعرفة والإلمام بأدوات التعامل في سوق الصرف الآجل للحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف على نشاط المؤسسات التي تمتد معاملاتها إلى خارج الحدود الوطنية، مثل العقود الآجلة والمبادلات والاختيارات والمستقبليات.

نرجو أن نساهم بهذا العمل في إثراء تكوين الطلبة وأن يلق القبول.

الفصل الأول

سعر الصرف وأنظمة الصرف

تمهيد

إن تشابك العلاقات الاقتصادية والنشاط التجاري بين الدول، ترتب عنه اتساع المبادلات التجارية، ومع تعدد العملات الوطنية للدول المختلفة ظهر ما يعرف بسعر الصرف، هذا الأخير له تأثير كبير على توازن الاقتصاد الكلي من خلال علاقته بنمو رصيد ميزان المدفوعات والعناصر المكونة له، إلا أن هذا التأثير يختلف بحسب أنظمة الصرف المتبعة سواء كانت ثابتة أو مرنة.

يتوجب اختيار نظام الصرف المتبع البحث عن العلاقة الموجودة بين أنظمة الصرف وأدائها الاقتصادي الكلي بمعرفة مختلف الايجابيات والسلبيات المرتبطة بكل نظام، بالرغم من تعدد أنظمة الصرف المتاحة إلا أنها لا يمكنها تحقيق مختلف أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، فعلى سبيل المثال إذا كانت الدولة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار والتحكم في معدلات التضخم واستقرار أسعار الصرف انتهجت أنظمة الصرف الثابتة التي ترتبط عموماً بأفضل أداء تضخمي ناتج عن حقيقة مصداقية السياسة النقدية يمكنه المساهمة في تسريع التضخم، إلا أنها ستتعرض لزيادة المنافسة الخارجية والتعرض لمساعرة الأسعار المكلفة والمدمرة للاقتصاد والأعطاب المحتملة لهجمات المضاربة، وهو ما يجعل دول أخرى تلجأ لاتباع أنظمة الصرف الحرة كآلية لامتناس الصدمات الحقيقية لكن بالمقابل تصبح عرضة لتطايير سعر صرفها وما يتبعه من ارتفاع في معدلات التضخم ومنه التجارة الدولية؛ هذا ولم تسلم الأنظمة الوسيطة من الانتقاد بالرغم من أنها تعمل على الجمع بين ميزات النقيضين (الثابت والمعووم) . حيث ظهر الأثر السلبي لمختلف الأنظمة على مر الزمان والذي ارتبط بعدم فعاليتها في تحسين الأداء الاقتصادي الكلي وتسببها في نشوب الأزمات في العديد من المرات.

سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى مختلف الجوانب ذات الصلة بسعر الصرف من خلال ثلاثة مباحث، ندرجها فيما يلي:

المبحث الأول: سعر الصرف والنظريات المفسرة له

المبحث الثاني: أنظمة الصرف

المبحث الثالث: أنظمة أسعار الصرف وأزمات سعر الصرف

المبحث الأول: سعر الصرف والنظريات المفسرة له

إن سعر الصرف هو الأداة التي يمكن من خلالها ربط اقتصاد الدولة مع باقي اقتصاديات العالم، فبواسطته يتم تسوية المعاملات بين الشركاء التجاريين على المستوى الدولي، كما يعمل على عكس صورة الوضعية التنافسي للاقتصاد الوطني بين الدول، وبالتالي ترجمة الأداء الاقتصادي للدولة من خلال وضعية ميزان المدفوعات، معدلات التضخم والنمو.

المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف وأنواعه

توجد مفاهيم متعددة ومختلفة لسعر الصرف بحيث يكون لكل منها دلالاته وانعكاساته ومن ثم استخداماته، ولذا فإنه يكون من الضروري معرفة تلك المفاهيم وتحديد المقصود لكل منها عند كل استخدام.

1- تعريف سعر الصرف: لسعر الصرف العديد من المفاهيم والتعريفات أهمها:

■ هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع ثمنًا لوحدة واحدة من العملة الأجنبية. ومن زاوية ثانية يمكن النظر إلى سعر الصرف باعتباره عدد وحدات العملة الأجنبية التي تدفع ثمنًا لوحدة واحدة من العملة الوطنية.¹

■ هو عبارة عن نسبة مبادلة عملة دولة بعملة دولة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين، حيث تعتبر إحدى العملتين بمثابة سلعة والعملة الأخرى ثمنًا لها؛ وبهذا المعنى يعبر سعر الصرف عن قيمة ما تساويه الوحدة الواحدة من العملة الوطنية مقومة في شكل وحدات من العملة الأجنبية وذلك بعد تحويلها إلى العملة الأجنبية. وقد يؤخذ بالمفهوم العكسي، بحيث يعبر سعر الصرف عن سعر العملة الأجنبية مقومة بوحدات من العملة الوطنية.²

■ هو عدد الوحدات النقدية الذي تبديل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية. وهو بهذا يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلًا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، ومن ذلك على التضخم والنتائج والعمالة. وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في

¹ سامي عفيفي حاتم، "دراسات في الاقتصاد الدولي"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط5، 2000، ص ص 161-162.

² صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 20.

الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية. فالسعر العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف.¹

2- أنواع سعر الصرف: هو نسبة التحويل بين العملات التي تقوم بها المصارف، وتتقلب هذه الأسعار من يوم إلى آخر تبعا لتغيرات العرض والطلب للعملات، ويمكن التمييز بين عدة أنواع من معدلات الصرف، إذ يمكن لسعر الصرف أن يأخذ صيغ مختلفة باختلاف المدخلات التي يستند إليها في حسابه، ومن أهم هذه الصيغ ما يلي:

■ **سعر الصرف الاسمي:** هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، يتم تبادل العملات أو عمليات شراء وبيع العملات حسب أسعار هذه العملات بين بعضها البعض، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما؛ لهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعا لتغير العرض والطلب، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد. فارتفاع سعر عملة ما يؤثر على الامتياز بالنسبة للعملات الأخرى.

مثال توضيحي: الدولار الأمريكي يساوي 105.70 ين ياباني، فهذا يعني تبين حال سعر الصرف المزدوج الفوري للدولار الأمريكي بالنسبة للين الياباني.

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

■ **سعر الصرف الحقيقي:** يعبر سعر الصرف الحقيقي عن عدد الوحدات من السلعة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يقيس القدرة على المنافسة وهو يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم. فلو أخذنا بلدين كالجزائر والولايات المتحدة الأمريكية يكون سعر الصرف كالتالي:

TCR: سعر الصرف الحقيقي؛ TCN: سعر الصرف

الاسمي؛

P_{us} : مؤشر الأسعار بأمريكا؛ P_{dz} : مؤشر الأسعار بالجزائر

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص 103.

تعطينا $1\$/P_{us}$ القوة الشرائية للدولار الأمريكي في الولايات المتحدة الأمريكية، أما TCN/P_{dz} فتعطينا القوة الشرائية للدولار في الجزائر، وعليه فإن سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري مقابل الدولار يعكس الفرق بين القوة الشرائية في أمريكا والقوة الشرائية في الجزائر. وكلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للجزائر.¹

■ **سعر الصرف الفعلي:** يعرف سعر الصرف الفعلي، على أنه عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قبمتها وحدة واحدة متضمنة في ذلك التعريفات الجمركية، رسوم، إعانات... الخ، ويعرفه بعض الاقتصاديين على أنه عبارة عن متوسط سعر العملة المحلية بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأجنبية، حيث ترجح كل عملة على أساس وزنها وأهميتها في التجارة الخارجية، وبالتالي فهو يعطي فكرة عامة عن قيمة العملة الوطنية في الأسواق الدولية. ويعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، أي أن سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، ويدل سعر الصرف الفعلي على مدى تحسن وتطور عملة بلد ما بالنسبة لسلة من العملات خلال فترة زمنية.² وخلاصة القول سعر الصرف الفعلي هو معدل وسطي مرجح لمعدلات الصرف الثنائية أو المزدوجة A لـ A بالنسبة لعملات البلدان التي يقيم معها البلد المصدر للعملة A علاقات تجارية، وتتمثل معدلات الترجيح في الحصص النسبية للمبادلات التجارية الثنائية في التجارة الدولية الإجمالية للبلد المعني.

■ **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** هو معدل الصرف الإسمي مصححا بعد الأخذ بعين الاعتبار توازن معدلات التضخم، وهو القيمة الحقيقية للعملة الوطنية الأجنبية، أي يعكس القدرة الشرائية للعملة الوطنية بالنسبة لدولة أجنبية وهو يحدد على أساس تعادل القوى الشرائية النسبية في الدولتين، أو على أساس الأسعار النسبية لسلع التبادل.

■ **سعر الصرف التوازني:** هو السعر الذي تحدده قوى العرض والطلب عند تساوي القيمة المطلوبة مع القيمة المعروضة من إحدى العملات بغض النظر عن أثر المضاربة وحركات رؤوس الأموال

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 103-105.

² نوفل بعلول، "أثر نظام سعر الصرف على ميزان المدفوعات الجزائري - دراسة مقارنة مع مجموعة من الدول العربية"، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2017/2018، ص 8.

غير العادية فسعر الصرف التوازني مثل التوازن لأي سلعة من السلع المتداولة في الأسواق الحرة في وجود المنافسة التامة، ويكون هذا السعر متزامنا مع التوازن في ميزان المدفوعات¹.

3- وظائف سعر الصرف: يقوم سعر الصرف بوظائف عديدة نوجزها فيما يلي:²

■ **وظيفة قياسية:** يعد سعر الصرف وسيلة ملائمة للمنتجين المحليين من أجل قياس ومقارنة الأسعار المحلية لمختلف السلع والخدمات مع أسعارها في السوق العالمية، وبالتالي يعد سعر الصرف حلقة وصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية؛

■ **وظيفة تطويرية:** يؤثر سعر الصرف على التركيب السلي والجغرافي للتجارة الخارجية للبلدان من خلال الدور الذي يلعبه في تطوير وتشجيع صادرات دولة معينة تجاه دول أخرى، إضافة إلى إمكانية تعطيله لفروع صناعية معينة أو الاستغناء عنها وتعويضها بالاستيرادات الأقل سعرا من الأسعار المحلية، فمثلا ارتفاع سعر صرف الدولار أمام الين الياباني يشجع الأمريكيين على شراء السيارات اليابانية الأرخص سعرا من السيارات الأمريكية والأعلى جودة مما ينعش الصادرات اليابانية من السيارات بصفة عامة وإلى الولايات المتحدة بصفة خاصة؛

■ **وظيفة توزيعية:** تقوم التجارة الخارجية بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين مختلف بلدان العالم، ولأن سعر الصرف مرتبط بالتجارة الخارجية فهو يمارس وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي. فعملية تغيير القيمة الخارجية لعملة معينة سواء بالرفع أو التخفيض ستؤثر على حجم احتياطات البنوك المركزية في البلدان الأخرى، فمثلا رفع قيمة الدولار الأمريكي إزاء الين الياباني يجعل اليابان يدفع دولارات إضافية على استيراداته من الولايات المتحدة الأمريكية توازي نسبة الارتفاع في قيمة الدولار إزاء الين مما يؤثر على احتياطات اليابان من الدولارات الأمريكية مقابل رفع احتياطات الولايات المتحدة الأمريكية من الدولارات.

4- العوامل المؤثرة على سعر الصرف : يتحدد سعر صرف العملة -كسعر أية سلعة أخرى-

نتيجة لتلاقي قوى الطلب على العملة مع قوى عرضها في سوق الصرف الأجنبي، ومن ثم فهو يكون عرضة للتقلب أي الارتفاع والانخفاض، غير أن درجة هذا التقلب تتوقف على عوامل كثيرة ومتعددة، والتي من بينها طلب العالم الخارجي على سلع وخدمات الدولة وطلب الدولة نفسها على سلع وخدمات

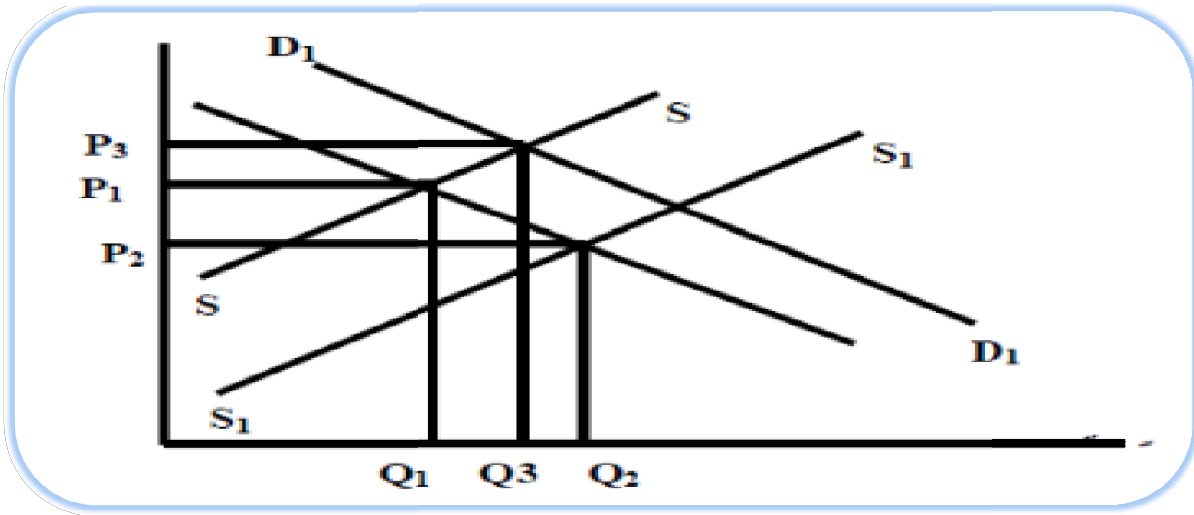
¹ بلقاسم العباس، "سياسات أسعار الصرف"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23، الكويت، نوفمبر 2003 ص3.

² موري سمية، "أثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010/2009، ص8.

الدول الأخرى، وحركات رؤوس الأموال من الخارج إلى الدولة ومنها إلى العالم الخارجي. ولكن أهم العوامل التي تؤثر على درجة التقلب لسعر صرف العملة هو نظام الصرف السائد.¹

والشكل رقم (1) يوضح العرض والطلب على العملة في سوق الصرف، وكيفية تحديد سعر الصرف.

الشكل رقم (1): العرض والطلب على العملة في سوق الصرف



المصدر: صبيح حسون الساعدي وإياد حماد عبد، "أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الإقتصادية مع التركيز على إنتقال رؤوس الأموال في البلدان المختارة"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 90.

وتتمثل أهم العوامل المؤثرة على الطلب والعرض من عملة ما، ومنه سعر صرفها، في النقاط التالية:

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، فإذا تحقق فائض في الحساب يرتفع الطلب على العملة، وبذلك يرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس في حالة حدوث عجز فإن سعر الصرف ينخفض؛
- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، أي حجم تيار الاستثمارات التي تدخل إلى الدولة أو تخرج منها: يرتفع سعر العملة بالنسبة لدولة ما إذا انتقلت إليها رؤوس الأموال وينخفض سعر صرفها إذا خرجت منها رؤوس الأموال؛
- نشاط البنوك المركزية، عندما تتدخل في السوق ببيعاً أو شراء لدعم قيمة العملة أو لخفضها؛

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- حالة التضخم، إن ارتفاع معدل التضخم يتطلب اتخاذ إجراءات نقدية أو مالية للحفاظ على قيمتها مرتفعة (العملة) وفي حالة غياب هذه الإجراءات فإن الأمر يتطلب تخفيض قيمة العملة؛

- حالة الكساد، وتخفيض العملة للتصدير؛

- الاستقرار السياسي في دولة ما، يجلب رؤوس الأموال أما الاضطرابات وعدم الاستقرار في دولة ما يحجم رؤوس الأموال عن التوجه إليها.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسعر الصرف

تحاول كثير من النظريات الاقتصادية تفسير اختلافات أسعار الصرف بين الدول، وأهم هذه النظريات، ما يأتي في مضمون هذا المطلب.

1- نظرية تعادل القوة الشرائية:¹ ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية إلى حيز الوجود خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تلتها، عندما أثير التساؤل عن كيفية إعادة تحديد أسعار تعادل بين عملات الدول، التي كانت تخلت عن قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شديد في أسعار الصرف.

يعود الفضل في المعالجة الحديثة لهذه النظرية إلى "غوستاف كاسل" (*Karl Gustav Cassel) في أوائل العشرينات من القرن العشرين، فحاول أن يبحث عن أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى أخرى، بخلاف أساس الذهب وقد قام بصياغة نظرية تعادل القوة الشرائية، وتنطلق الفكرة الأساسية لهذه النظرية من كون أن القيمة التوازنية للعملة في المدى الطويل تتحدد بالنسبة بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية، بمعنى أن سعر صرف عملة ما يتحدد على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل والخارج؛ فكأن هناك مستوى تدور حوله تقلبات أسعار العملات، يحل محل التعادل الذهبي، لقد تم اختبار هذه النظرية فتبين أنها ذات دلالة في المدى الطويل أكثر منها في المدى القصير. كما أن العملات القليلة الأهمية في حركة رؤوس الأموال الدولية أقل استجابة لنظرية

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص 118-120.

* من مواليد 1866 في استوكهولم، اقتصادي سويدي، أسهم في تطوير النظريات الاقتصادية، وخاصة ما يتعلق بالشؤون المالية الدولية. اشتهر عقب الحرب العالمية الأولى بنظريته المعروفة بنظرية تكافؤ القوة الشرائية التي ترمي إلى بيان العوامل التي تتحكم في قيمة عملة بلد ما، من حيث علاقتها بعملات البلاد الأخرى. توفي في 1945.

تعاادل القوة الشرائية. وتم صياغة هذه النظرية وفق أشكال مختلفة أهمها الصيغة المطلقة و الصيغة النسبية.

■ **الصيغة المطلقة:** تشير الصيغة المطلقة إلى أن القوة الشرائية لوحدة من العملة المحلية هي نفسها في السوق المحلية والسوق الأجنبية، في ظل سوق تنافسية وباستثناء تكاليف النقل والحواجر الرسمية للتبادل (مثل حقوق الجمارك)، مع أن القوة الشرائية لوحدة العملة تعاادل مقلوب المستوى العام للأسعار أين يكون لدينا:

$$\frac{1}{P} = \frac{1}{P^*} \cdot S$$

أسعار الصرف بالتسعير غير المباشر ؛ P, P^* المستوى العام للأسعار المحلية والأجنبية على الترتيب .

$$P = S \cdot P^* \quad \text{أي} \quad S = P / P^*$$

فيصبح لدينا:

يتضح من هذه العلاقة أن سعر الصرف التوازني وفقا لتعاادل القوة الشرائية هو السعر الذي يساوي بين مستوى الأسعار بين البلدين.

عرفت هذه الصيغة صعوبات في تطبيقها بوجود اختلاف بين أسعار السلع في مختلف الأسواق في نفس الوقت، ويفسر بعض الاقتصاديين هذا الاختلاف إلى :

- صعوبة تحويل السلع المتبادلة دوليا وبدون تكلفة بين الأسواق غير متجانسة الأسعار؛

- صعوبة تحصيل المعلومات عن حركة الأسعار في السوق والقيود على التجارة التي تزيد من تكلفة العملية. ومن منطلق هذه الصعوبات ظهرت الصيغة النسبية لنظرية تعاادل القوة الشرائية.

■ **الصيغة النسبية:** تعتبر الصيغة النسبية لتعاادل القوة الشرائية امتداداً للصيغة المطلقة ولكنها أقل قيوداً، فحسب الصيغة النسبية فإن سعر الصرف ونسبة مستويات الأسعار يجب أن تسجل نفس التغير خلال فترة معينة.

$$S_{t+1}/S_t = (P_{t+1}/P_{t+1}^*) / (P_t/P_t^*)$$

فيكون لدينا العلاقة التالية:

من خلال هذه العلاقة فإن الصيغة النسبية للقوة الشرائية تشير إلى أن معدل التغير في سعر الصرف يعادل فروق معدلات التضخم بين البلدين المأخوذين بعين الاعتبار، حيث اهتمت الصيغة النسبية بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج معدلات التضخم، بمعنى يتحقق سعر توازن سعر

الصرف عندما يتساوى معدل التغير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار، و يمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية

$$S' = \pi - \pi^* \quad S' \text{ هو معدل تغير سعر الصرف؛}$$

π ، π^* معدل التضخم المحلي و الأجنبي على الترتيب.

ويتضح من الصيغة النسبية أن معدلات التضخم هي العامل الأساسي المؤثر في أسعار الصرف التوازنية، فكلما ارتفع معدل التضخم في دولة ما، كلما انخفض الطلب على منتجاتها وخدماتها في الدول الأخرى الأقل تضخماً وبالتالي فإن ذلك ينعكس على سعر صرف العملة.

إلا أن هذه النظرية تطرح بعض القضايا العالقة منها:

- اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة.
- طول مدة تصحيح أسعار الصرف بالنسبة للأسعار غير محددة بالدقة، ونفس الأمر بالنسبة لسنة الأساس.
- هناك عناصر أخرى من غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري وميزان المدفوعات خاصة مرونة الطلب بالنسبة للدخل و بالنسبة للأسعار. وكذلك مرونة الصادرات و الواردات بالنسبة لنفس المتغيرين.
- إن نظرية تعادل القوة الشرائية لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية وليس بكامل ميزان المدفوعات.
- تعتقد هذه النظرية أنه يمكننا تقدير معدل التضخم في كل البلدان بغض النظر عن تطور الأنظمة الإحصائية والإعلامية.
- تتوفر السلطات الاقتصادية على وسائل أخرى يمكن بواسطتها التأثير على عجز ميزان المدفوعات.
- وجود بعض السلع و الخدمات التي لا تدخل ضمن نطاق التجارة الدولية لعدة اعتبارات، ومن ثم لا توجد وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية بين أسعارها.
- هناك عوامل أخرى مؤثرة على تحديد أسعار الصرف مثل تغير أذواق المستهلكين وظهور المنتجات البديلة...إلخ.

■ هناك مشكل في تمييز المتغير التابع من المتغير المستقل، ذلك النظرية تفترض مستوى الأسعار هو المتغير المستقل وأن سعر الصرف هو المتغير التابع. إلا أنه يمكن أن نلاحظ بأن التغيرات في أسعار الصرف تؤدي إلى أحداث تغيرات في مستوى الأسعار.

■ إلا أنه بالرغم من ذلك فإن حساب أسعار الصرف الاسمية الفعلية لعملة ما في مختلف الفترات، اعتباراً لكون الدول تقوم بالمعاملات الدولية مع شركاء عديدين، يمكن الدولة من تقدير ما إذا كانت عملتها مقيمة بشكل أعلى أو أقل بالنظر إلى تعادل القوة الشرائية.

ويتوقف نجاح تعادل نظرية القوة الشرائية على:

■ سيادة حرية التجارة الدولية، ذلك أن وجود القيود من شأنه تشويه الأسعار.

■ سيادة حرية تحويل النقود من دولة إلى أخرى وعدم إخضاع ذلك لنظم المراقبة.

2- نظرية تعادل أسعار الفائدة: قام بصياغة هذه النظرية "كينز" (John Maynard Keynes*)

عام 1923، وقد وضع في تصوره الهدف الذي تلعبه حركات رؤوس الأموال في تحديد سعر الصرف فهي تربط تغيرات سعر الصرف بتغيرات معدلات الفائدة الموجودة في مختلف العملات¹.

وهي تعبر عن العلاقة الموجودة التي تصل بين السوق النقدي وسوق الصرف، فحسب هذه النظرية تؤثر أسعار الفائدة السائدة في دولتين بعد مدة معينة على سعر الصرف نقداً لعمليتي هاتين الدولتين، وكقاعدة عامة تنخفض قيمة عملة بلد معين مقابل عملة بلد آخر بعد مدة معينة إذا كان سعر الفائدة بعد تلك المدة السائد في ذلك البلد أكبر من معدل الفائدة السائد في البلد الآخر².

■ تعادل أسعار الفائدة المغطاة: قام كينز سنة 1923، بصياغة نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة والتي تشير إلى أن معدل العلاوة والخصم في عملة ما، أي الفرق بين سعر الصرف الآجل F وسعر الصرف الفوري S منسوب إلى سعر الصرف الفوري S يساوي إلى فروق أسعار الفائدة في البلدين المأخوذين بعين الاعتبار وتكون لدينا الصيغة التالية:

$$\frac{(F-S)/S}{r_d - r_f} = 1$$

* جون مينارد كينز (05 جوان 1883 - 21 أبريل 1946) اقتصادي إنجليزي ساهم أفكاره في إحداث تغيير جذري في نظرية وممارسة الاقتصاد الكلي؛ عرف كينز بمعالجته لمشكلة انتشار البطالة عند الرأسماليين، الرياضيات مادته المفضلة، حيث لعبت دوراً أساسياً في صقل مهاراته والتأسيس لأعماله فيما بعد.

¹ Raphaëlle Bellano, Armand coline, "finance international", paris, 1993, p95.

² - عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 121-122.

تحقيق هذه العلاقة يتوقف على توفر مجموعة من الفرضيات، أهمها غياب تكاليف المعاملات، غياب الرقابة على حركة رؤوس الأموال، وحدة التعريفية الجمركية.

مثال توضيحي: ليكن لدينا أحد المستثمرين (مستثمر مالي)، الذي لاحظ أنه إذا استثمر في الخارج سيحقق مردود أعلى من ذلك المردود المحقق في السوق المحلي، أي أن معدل الفائدة في البلد الأجنبي r_f أعلى من معدل الفائدة محليا r_d .

حتى تكون هذه العملية مربحة يجب أن تبقى العملة الأجنبية محفوظة على حد أدنى من قيمتها مقابل العملة المحلية طيلة فترة الاستثمار، أي أنه إذا حدث انخفاض لقيمة العملة الأجنبية يجب أن لا يتجاوز فارق الفائدة الإيجابي المسجل لصالح المركز الأجنبي.

$$\text{أي: "المردودية في الداخل"} S(1+r_d) > F(1+r_f) \text{"المردودية في الخارج"}$$

ملاحظة: من أجل تغطية نفسه من خطر انخفاض قيمة العملة الأجنبية، يجب أن يتخذ المستثمر في نفس الوقت بإعادة بيع الأصول الأجنبية في السوق الأجل

تتوقف حركة رؤوس الأموال بين البلدين حالما يتحقق التعادل بين المردودية المحلية والمردودية في الخارج.

$$\begin{aligned} F/S(1+r_f) &= (1+r_d) \quad \text{أي} \quad F(1+r_f) = S(1+r_d) \\ F/S(1+r_f) - (1+r_f) &= (1+r_d) - (1+r_f) \quad \text{بطرح } (1+r_f) \text{ من كلا الطرفين نجد:} \\ (1+r_f)((F/S) - 1) &= (r_d - r_f) \quad \text{ومنه:} \\ (F-S)/S &= (r_d - r_f)/(1+r_f) \quad \text{ومنه:} \end{aligned}$$

لكن إذا كان معدل الفائدة الأجنبي منخفضا جدا، فإن $(1+r_f)$ سيؤول إلى الواحد (1) ومنه تصبح لدينا العلاقة التالية:

$$(F-S)/S = r_d - r_f \quad \text{وهي علاقة تكافؤ معدلات الفائدة PIT.}$$

وعادة ما تكون هذه العلاقة عكسية، أي أنه عندما يكون معدل الفائدة على عملة مت مرتفعاً مقارنة بمعدل الفائدة على عملة أخرى فهذا يعني أن الأولى ستسجل خسارة في المستقبل؛ إذ أن ضعف العملة هو الذي أدى إلى رفع معدل الفائدة من طرف السلطات النقدية من أجل الدفاع عن سعر الصرف؛ وفي ظروف أخرى يمكن أن تكون هذه العلاقة السببية في الاتجاه المعاكس بالنظر إلى

معدلات الفائدة الحقيقية المرتفعة، والتي بإمكانها جذب التوظيفات الأجنبية وأن تحدث ارتفاعا في سعر الصرف.

■ تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة: تشير صيغة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة إلى أن معدل المردودية المخصوصة على الأصول المحررة بالعملات المختلفة يجب أن تكون متساوية، يكون المستثمرون إذن غير مباينين بالاحتفاظ بالأصول بالعملة المحلية أو الاحتفاظ بالأصول بالعملة الأجنبية. وهو ما يشترط أن تكون معدلات التغير المتوقعة في سعر الصرف مساوية لفروق أسعار الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي، وبالتالي تأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة الشكل التالي:

$$S^* = I - I^* \quad \text{مع} \quad S^* = (S_a - S)/S$$

حيث: S^* هو معدل التغير المتوقع في سعر الصرف؛

S_a سعر الصرف الفوري المتوقع خلال سنة بعد توظيف المبلغ المستثمر و تحويله.

تنطلق هذه الصيغة، من مجموعة من الفرضيات تتمثل في:

- أن الأصول المحلية والأجنبية تكون متماثلة في تاريخ الاستحقاق وبنفس درجة المخاطرة؛
- عدم وجود حواجز على حركة رأس المال؛
- حيادية المتعاملون اتجاه المخاطر.

أما إذا كان المتعاملون من كارهي المخاطرة فإنهم يطالبون بعلاوة الخطر لقبول الاحتفاظ بالأصول المحررة بالعملة الأجنبية، فتأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة الشكل التالي:

$$S^* + p = I - I^*$$

حيث p تمثل علاوة الخطر.

وتتمثل المحددات الأساسية لعلاوة الخطر في تطاير تسعير العملة والعرض المرتبط بالأصول المحررة بهذه العملة الأجنبية، كما يمكن تقدير علاوة الخطر باستخدام فروق أسعار الفائدة الحقيقية بين البلد المحلي والأجنبي.

3- نظرية الأرصدة: يمثل طرف الإيرادات في ميزان المدفوعات طلبا على العملة الوطنية بالعملات الأجنبية في حين يمثل جانب المدفوعات عرضا للعملة الوطنية طلبا للعملات الأجنبية، وترى

هذه النظرية أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة موازين المدفوعات من تغيير.

فإذا كان رصيد ميزان المدفوعات لدولة ما موجبا بمعنى زيادة قيمة الصادرات عن قيمة الواردات فهذا يدل على زيادة الطلب على العملة الوطنية بالعملات الأجنبية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، أما إذا كان ميزان المدفوعات ذو رصيد سالب ما يعني أن قيمة الواردات أكبر من قيمة الصادرات فهذا يدل على الزيادة من عرض العملة الوطنية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية، أما إذا كان رصيد ميزان المدفوعات في حالة توازن ما يعني حدوث توازن في عرض العملة المحلية والطلب عليها وهذا يؤدي إلى ثبات القيمة الخارجية للعملة المحلية، وقد أثبت بعض الاقتصاديين الألمان صحة هذه النظرية خلال الحرب العالمية الثانية من بينهم DIEHL فسعر المارك الألماني لم يتأثر على الرغم من زيادة كمية النقود وسرعة دورانها وارتفاع الأسعار، ويرجع السبب أن الميزان الحسابي كان متوازنا أي عدم وجود رصيد دائن أو مدين يؤثر على القيمة الخارجية للعملة.¹

4- نظرية كفاءة السوق: السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة. وهذا يفرض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية. وفي السوق الكفاء نجد أن:

- كل المعلومات الجديدة تجد تأثيرها الآني على أسعار الصرف الآنية والآجلة.
- تكاليف المعاملات ضعيفة.
- تغيرات أسعار الصرف عشوائية.
- وهذا يؤدي إلى النتائج الآتية:
- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب.
- التسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها كمؤشر من دون مضاربة على السعر الآني (نقدا) المستقبلي.

إلا أن هناك جدالا قائما اليوم بخصوص ما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفؤة نسبيا. وهذا ما أدى إلى القيام بعدة اختبارات لإثبات ذلك، أظهر بعضها [اختبارات (GIDDY) و (DUFREY)] على التوالي في 1975، 1976] كفاءة السوق، في حين البعض الآخر [دراسات (HUNT) 1986، ودراسات كيرني وماك

¹ محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمود العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، بيروت، 1979، ص 337.

دونالد 1989] يؤكد عدم كفاءة سوق الصرف نسبيا. في الوقت الذي يعتقد فيه الممارسون أن هناك عدم كفاءة نسبية في أسواق الصرف.¹

5- نموذج ماندل - فلمنج في تحديد أسعار الصرف: يستخدم هذا النموذج للتنبؤ بقيمة العملات في المستقبل ويعود هذا النموذج إلى سنة 1963 بفضل الأعمال التي قام بها "ماركوس فلمنج" 1962 و "روبرت ماندل" 1963. إذ يركز النموذج على تحليل فاعلية سياسات الاستقرار الاقتصادي في الاقتصاد المفتوح، إلا أنه يستعمل كنموذج و أحيانا كنظرية لتحديد سعر الصرف. يتعرض النموذج إلى تحليل أثر توازن ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف ويركز النموذج على الاقتصاد المفتوح الصغير نسبيا الذي لا يؤثر على اتجاه أسعار الفائدة في باقي دول العالم ومن ثم يفترض النموذج ثبات مستوى أسعار الفائدة، والذي يعتبر متغيرا خارجيا.

يميز النموذج بين توازن الحساب الجاري وتوازن حساب رأس المال في إطار ميزان المدفوعات، كما يفترض النموذج أن صافي الصادرات سوف يزداد في المدى القصير كاستجابة لانخفاض قيمة العملة المحلية، وأن تدفقات رأس المال تعتبر ذات حساسية للتغيرات في الفرق بين أسعار الفائدة المحلية والخارجية. ويعتبر النموذج أن مستوى توازن الناتج مع سعر الفائدة، الذي يترتب عليه في الاقتصاد المفتوح فائض أو عجز في ميزان المدفوعات، توازنا مؤقتا وظاهريا وهو شبه توازن. وحتى يتحقق التوازن الكامل لابد من الاستجابة لشروط توازن سوق السلع، و توازن سوق النقود بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات.

ففي حالة تبني نظام سعر الصرف الثابت تكون السلطات النقدية المحلية ملزمة بزيادة ما تحتفظ به من احتياطي صرف أجنبي لامتناع الزيادة في عرض العملات الأجنبية. ويمكن لهذه الزيادة في الاحتياط أن تؤدي إلى زيادة عرض النقود المحلية مما يؤدي إلى اضطراب عملية توازن سوق النقود ويحدث التوازن الكامل فقط عندما تدخل السلطات لمقابلة زيادة عرض النقود واستخدام آليات لزيادة الطلب على النقود وتعمل في ذات الوقت على تخفيض معدلات الفائدة إلى الحد الذي يؤدي إلى تدهور في الحساب الجاري وحساب رأس المال، هذا الخليط من التدهور المقصود (المخطط) بنسب معينة يمكن أن يؤدي إلى زيادة الفائض المحقق في ميزان المدفوعات، ويعيد التوازن لسوق السلع وسوق النقد عند مستوى أعلى من الناتج. وفي حالة تعويم أسعار الصرف يكون المستوى الناتج وسعر

² عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 122-123.

الفائدة الذي يؤدي إلى إعادة تحقيق فائض في ميزان المدفوعات، أثر على تحسين قيمة العملة المحلية التي يترتب عنها تدهور في الميزان التجاري الأمر الذي يؤدي إلى إعادة التوازن لميزان المدفوعات مما سبق يمكن الاستنتاج أن هناك علاقة إيجابية بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف والنشاط الاقتصادي في الدول الأجنبية، ومستوى أسعار الفائدة المحلية، كما أن هناك علاقة عكسية بين ميزان المدفوعات ومستوى النشاط الاقتصادي المحلي ومستوى أسعار الفائدة الأجنبية.¹

¹ عبد الجليل هجيرة، "أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان ، 2012/2011، ص ص 60-61.

المبحث الثاني: أنظمة الصرف

إن الحاجة إلى تنظيم العلاقات النقدية الدولية باعتبارها محركاً للمعاملات الدولية ومؤشراً هاماً على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، جعل من الضروري على كل دول العالم ضرورة تبني نظام قائم على تسيير وتنظيم الشؤون المتعلقة بالصرف، قادر على الرفع من مستوى الفعالية على المستوى الاقتصادي، كما أن تعدد النظريات المفسرة لسعر الصرف يكمن في تعدد الأنظمة النقدية الدولية، وقد اتخذت هذه النظريات مقاييس مختلفة حيث يتم على أساسها اختيار القاعدة النقدية، بالإضافة إلى ذلك هناك اختلاف في أثر المؤشرات الاقتصادية في تحديد قيمة العملة.

المطلب الأول: مفهوم نظام سعر الصرف وأشكاله

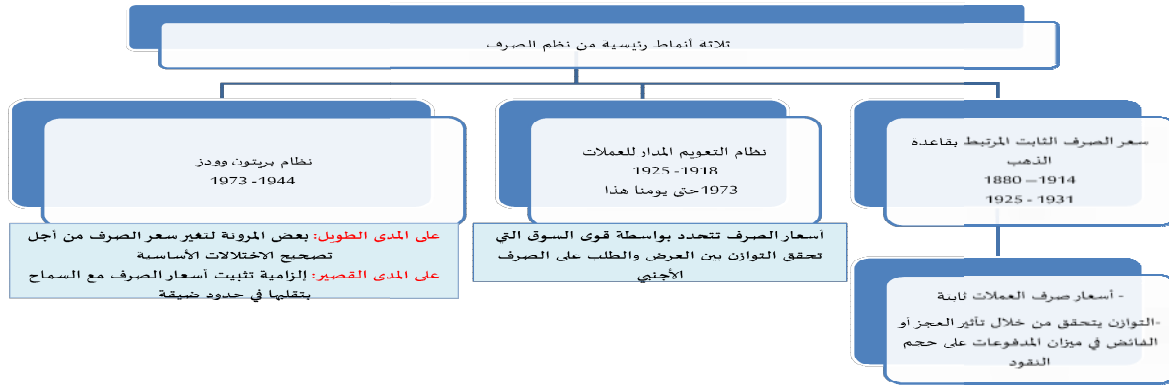
1- المقصود بنظام الصرف: يعرف نظام سعر الصرف بالقواعد المؤسسية التي توضح بدقة كيف يتحدد سعر صرف العملة مقابل العملات الأجنبية الأخرى¹، كما تسمح هذه القواعد بتحديد كيفية تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي من أجل التأثير على سلوك سعر الصرف؛ فنظام سعر الصرف هو الإطار القانوني أين يتشكل سعر الصرف في ظلّه وتتحقق عملياته، هذا القانون يعمل على نمذجة تذبذبات أسعار الصرف وإطار تصحيحها على قيمتها النظرية²؛ ويقصد أيضاً بنظام سعر الصرف الإطار الذي يحدد دور كل من السلطات والمتعاملين الآخرين في سوق الصرف الأجنبي.

2- أشكال نظام الصرف: شهد العالم منذ أكثر من مائة عام ثلاثة أنماط رئيسية من نظم الصرف، فشهد أولاً نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بقاعدة الذهب والذي ساد خلال الفترة من عام 1880 إلى عام 1914، كما ساد مرة أخرى بين عامي 1925 و 1931؛ وشهد ثانياً نظام التعويم المدار للعملات والذي ساد من عام 1918 إلى عام 1925 ومن عام 1973 حتى يومنا هذا؛ وشهد ثالثاً نظام بريتون وودز الذي استمر من عام 1944 إلى عام 1973.

¹ Larbi Dohni, Canol Hainaut, " Les taux de change ", édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004, p.19.

² Michel Jura, " Technique financière international ", 2ème édition, Dunod, Paris, 2003, p.117.

الشكل رقم 02: أنماط أنظمة الصرف.



المصدر: من إعداد الباحث

لكل من هذه النظم الثلاث خصائصها المميزة من حيث تأثيرها على أسعار الصرف وعلى آلية تحقيق التوازن.

■ **نظام الصرف الثابت في ظل قاعدة الذهب:** ساد هذا النظام في أواخر القرن التاسع عشر إلى أوائل القرن العشرين وقيام الحرب العالمية الأولى سنة 1914 ويقوم هذا النظام على وجود علاقة ثابتة بين كمية الذهب التي في حوزة السلطات النقدية وكمية المعروض النقدي في هذه الدول، حيث تربط الدولة قيمة عملتها الوطنية بوزن معين من الذهب، وقد عرف هذا النظام هو الآخر شكلين فرضتهما خصوصيات المراحل التاريخية المتعاقبة هما المسكوكات الذهبية والسبائك الذهبية¹؛ كان التوازن يتحقق من خلال تأثير العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات على حجم النقود، كون أن هذا النظام يقوم على تدخل السلطة النقدية في تحديد سعر الصرف والمحافظة عليه عن طريق مراقبة دخول وخروج العملات الأجنبية، حيث تكون العلاقة بين العملات محددة إداريا بطريقة نظرية وباتفاق بين السلطات النقدية لمختلف الدول، دون أن تعطي أهمية كبيرة لقوى العرض والطلب².

■ **نظام بريتون وودز:** يقف موقفا وسطا بين نظامي سعر الصرف الثابت والتعويم، إذ يسمح نظام بريتون وودز ببعض المرونة لتغير سعر الصرف من أجل تصحيح الاختلالات الأساسية في المدى الطويل وفي نفس الوقت يلزم الدول الأعضاء في النظام، بتثبيت أسعار صرف عملاتها مع السماح بتقلبها في حدود ضيقة في الزمن القصير.

¹ جعفري عمار، "إشكالية اختيار نظام الصرف الملازم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية دراسة حالة نظام الصرف في الجزائر للفترة 1990-2010"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2013، ص 41.

¹ حيدر نعيمة الفريجي، "أثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية"، ورقة بحثية قدمت في إطار الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية -الفرص والتحديات-، جامعة الأغواط، 18-20 أبريل 2005.

ويمكن تقسيم فترة سير نظام بروتن وودز إلى مرحلتين أولهما تبدأ من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى سنة 1958، الثانية من سنة 1958، إلى غاية زوال نظام بروتن وودز انطلاقاً من سنة 1971، لاسيما كون سنة 1958، تعتبر السنة التي بدأ يعمل فيها النظام بتطبيق كل مبادئه (قابلية التحويل في أوروبا)¹. بشكل عام، تميزت الفترة الأولى باستقرار نسبي للعلاقات النقدية الدولية (خاصة بعد إعادة بناء أوروبا) وبالارتفاع السريع للإنتاج والمبادلات الدولية، الأمر الذي انجر عنه الطلب المتزايد للسيولة الدولية، وبالتالي سجلت قلة في حجم الدولارات الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أين تمكن النظام من توفيرها.

أما الفترة الثانية من نظام بريتون وودز تميزت بتقرير 14 دولة أوروبية سنة 1958، جعل عملاتها قابلة للتحويل (بالنسبة لغير المقيمين أما المقيمين فتقرر سنة 1961) وذلك تطبيقاً للمادة VIII من القانون الأساسي لصندوق النقد الدولي، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع القدرة التنافسية لهذه الدول، وبالتالي فانطلاقاً من هذه السنة بدأ بروتن وودز العمل بكافة المبادئ التي جاءت بها الاتفاقيات التي صيغت سنة 1944، أي بالتطبيق المتزامن لمبدأ القابلية للتحويل وتثبيت أسعار الصرف².

أدى نظام استقرار الصرف دوراً هاماً في تحقيق الاستقرار النقدي اللازم لنمو التجارة الدولية على عكس ما شهدته فترة الثلاثينات من تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، أما السبب في تقويض أسس هذا النظام فيرجع بدون أدنى شك إلى العجز السريع والمتنامي لميزان المدفوعات الأمريكي وإلى تضخم الأسعار الذي تصاعد بمعدلات كبيرة، والتي أثرت على حركة التبادل التجاري الدولي. وقد قاد ذلك إلى التشكيك في قيمة الدولار مقابل الذهب وفي قدرة السلطات النقدية الأمريكية على الحفاظ على سعر 35 دولار للأوقية الواحدة، ولقد ترجم هذا التشكيك بظهور ضغوطات مضاربة على سعر الذهب مقابل الدولار في الأسواق الدولية؛ فقد عرفت هذه الفترة وجود سيولة مفرطة وفائض بالدولار نتيجة قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتمويل العجز المتزايد في ميزان المدفوعات بإصدار الدولار، الأمر الذي انجر عنه وفرة مفرطة في الدولارات الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية³. بالإضافة إلى ذلك، فسرعان ما أخذ حجم التحركات الدولية لرؤوس الأموال في الارتفاع خاصة في الستينات بحيث أصبحت الحكومات تعتبر أن مجرد التفكير في تعديل سعر الصرف (تخفيض) قد يؤدي إلى ظهور ضغوطات مضاربة على قيمة العملة المعنية، هكذا فلم يكن هناك تناسب لوسائل تعديل ميزان المدفوعات المتوفرة، كما كانت تظهر وبصفة تدريجية

¹ JP. Allégret, "Economie monétaire internationale", Edition Hachette, paris, 1997, p.100.

² Lenain. P, " le FMI ", édition Casbah, 1998, p26.

³ Teulon. F, « la nouvelle économie mondiale », édition, PUF, 1998, p.24.

صعوبات في تسيير نظام سعر الصرف الثابت في ظل تنامي التحركات الدولية لرؤوس الأموال، لذلك رأت الحكومة الأمريكية أن تتدخل، فأعلن الرئيس الأمريكي نيكسون في أوت 1971، منع تحويل الدولار إلى ذهب، ولقد مثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين انهيار لنظام "بريتون وودز".

■ أما في ظل نظام التعويم فإن أسعار الصرف تتحدد بواسطة قوى السوق التي تحقق التوازن بين العرض والطلب على الصرف الأجنبي

وسنعمل من خلال المطلب الموالي تحديد أنواع كل شكل من هذه الأنظمة حسب تصنيفها من قبل صندوق النقد الدولي.

المطلب الثاني: أنواع أنظمة سعر الصرف الحديثة حسب صندوق النقد الدولي لسنة 1998

أنظمة أسعار الصرف تنقسم إلى ثلاثة أنواع متمثلة في أنظمة الصرف الثابتة، أنظمة الصرف الوسيطة وأنظمة الصرف المعومة؛ ويندرج في كل نوع منها عدد من الترتيبات الخاصة بها والتي سوف نتطرق عليها من خلال هذا المطلب.

1- الترتيبات الثابتة لأسعار الصرف: وهي مرتبة من أعلى إلى أسفل حسب درجات ثبات أسعار الصرف.

■ اتحادات العملة: يتمثل جوهر هذا النظام في إنشاء عملة مشتركة في مجموعة دولية ترتبط بشكل كبير بعضها البعض ويتم السماح لأسعار الصرف بالتقلب بين التكتلات من الدول، ومثل تلك المجموعة من الدول يشار إليها بمنطقة العملة المثل، تتسم بأسعار صرف جامدة تماما بين أعضائها الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة؛ وباعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية، حيث يصبح البنك المركزي لكل دولة غير قادر على تغيير عرض النقود وأسعار الفائدة للتعامل مع معدلات الفائدة والتوظيف في الدولة، وبدلا من ذلك توجد سياسة موحدة تنطبق على كل المنطقة، كذلك لن يكون بمقدور كل دولة تغيير قيمة صرفها لتحقيق أهدافها الاقتصادية، وبذلك أصبحت الدولة العضو في الاتحاد مشابهة لأي ولاية من ولايات الدولة الواحدة.

تتميز اتحادات العملة بالخصائص التالية:

تتميز بما يلي:

- أسعار صرف جامدة تماما بين أعضائها الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة؛

- توجد سياسة نقدية موحدة تنطبق على كل المنطقة، ومنه يصبح البنك المركزي لكل دولة غير قادر على تغيير عرض النقود وأسعار الفائدة للتعامل مع معدلات الفائدة والتوظيف في الدولة؛
 - في نظام الاتحاد النقدي يتعامل الدول الأعضاء بعملة موحدة ؛
 - يمكن للعملة الموحدة أن تكون قائمة مقابل عملات الدول الأجنبية عن دول الاتحاد كما هو في حالة الاتحاد النقدي الأوروبي التي تستخدم اليورو؛
 - كما يمكن أن يكون للعملة الموحدة سعر صرف ثابت والذي يسمى بسعر التعادل مقابل عملة الربط خارج الاتحاد ويطلق في بعض الأحيان على عملة الاتحاد لفظ العملة التابعة Monnaie Satellite بينما أن عملة بلد الربط التي تستخدم لتثبيت سعر الصرف يطلق عليها العملة السيادية Monnaie Dominante، ويوجد في الوقت الحالي ثلاثة أمثلة للأنظمة من هذا النوع المتمثلة في الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا "UEMOA" ويضم كل من البنين، بوركينا فاسو، الساحل العاج، غينيا بيساو، مالي، النيجر، السنغال، وتوغو، والذي يربط عملته الفرنك CFA باليورو؛ أما المجموعة الاقتصادية والنقدية لإفريقيا الوسطى "CEMAC" والتي تضم كل من الكاميرون، كونغو، الغابون، غينيا الاستوائية، جمهورية إفريقيا الوسطى وتشاد؛ وأخيرا الاتحاد النقدي الكاريبي الشرقية "UMCO" وتمثل عملته في الدولار الكاريبي الذي يرتبط بالدولار الأمريكي .
- **الدولة أو الأوروبية "صندوق الإصدار":** تتمثل الدولة الرسمية (أو الأوروبية) بالنسبة لبلد غير أمريكا (أو منطقة الأورو) في تبني الدولار (الأورو) كوسيلة دفع في إقليمه، فهي تشير إلى الآلية التي من خلالها تحل العملة الأجنبية (الدولار أو الأورو) محل العملة المحلية، فتصبح العملة الرسمية في البلد كمستودع للقيمة، وحدة حساب، ووسيلة دفع وتبادل ويتوقف البلد عن إصدار عملته الخاصة. وبتطبيق هذا النظام يقوم البنك المركزي في خطوة أولى بسحب عملته المحلية من التداول بسعر صرف ثابت في الغالب، وتختفي العملة المحلية من التداول، مما يدفع بالبنك المركزي بتخليه عن مهامه الأساسية كمصدر للعملة ومقرض الملاذ الأخير، ويتخلى عن قيادة سياسة نقدية مستقلة. مثل هذا النظام النقدي استخدم في عدة دويلات، وأهم الدول من حيث الحجم التي تبنت ترتيب الدولة هي بنما (1904)، إكوادور (2000)، السلفادور (2001)؛ يمكن أن تترجم الدولة الرسمية كاستجابة للنقائص التي تشوب أنظمة الصرف الأخرى، فمن ناحية فإن تعويم العملة يصاحبه تزايد التذبذب والتطايير في سعر الصرف مما يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي، بينما أنظمة الربط الجامد مثل مجالس العملة لم تؤدي إلى تحصين الاقتصاد من هجمات المضاربة، وبالتالي تستجيب الدولة لتفادي هذه المعوقات على اعتبار أنها تعمل على استبعاد العملة المحلية من التداول وينتج عنها القضاء على كل المشاكل المتعلقة بالصرف.

■ **مجالس العملة:** يقوم هذا النظام النقدي على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية. ويعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماماً بالأصول الأجنبية، ويعتبر صندوق النقد الدولي، مجالس العملة أنها تمثل نظام ربط سعر الصرف الأكثر صلابة بعد الاتحادات النقدية والدولرة، حيث يلتزم مجلس العملة بتمويل التزاماته النقدية بسعر صرف ثابت والاحتفاظ باحتياطات صرف لديه بنسبة تعادل على الأقل 100% التزاماته. مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير؛ هذا النظام كان مدافعاً عنه إلى غاية أبريل سنة 2001، ما يقارب سنة قبل انهياره. أما أهم أسباب انهياره تمثلت في ثلاثة مصادر هامة: الصدمات الخارجية، دولرة الاقتصاد واختلال توازن الميزانية.

■ **أسعار الصرف الثابتة التقليدية:** تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية رسمياً على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر من خلال تحديد قيمة ثابتة للعملة المحلية مقابل إحدى العملات الارتكازية، ويمثل الدولار الأمريكي في أغلب الحالات أكبر العملات الارتكازية. تتميز عملة التثبيت بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار وأهميتها في حجم التبادل التجاري والمالي، وهو يسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm 1\%$ حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره $\pm 2\%$ ؛ وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/ شراء النقد الأجنبي في السوق) أو التدخل غير المباشر (الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي)، وتحظى السياسة النقدية في هذه الترتيبات ببعض الاستقلالية، رغم محدوديتها، مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة وترتيبات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف.

2-2- ترتيبات الأنظمة الوسيطة:

■ **الربط بسلة من عملات:** في هذا النوع من الربط، يمكن للبلد أن يختار تثبيت قيمة عملته ليس إلى عملة واحدة أخرى وإنما إلى القيمة المتوسطة لعدد من العملات الأخرى، وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، وتحدد أهمية هذه العملات الأخرى في السلة على أساس أهميتهما في تجارة البلد، وتصميم سلته بهذه الطريقة فيكون البلد يستخدم نفس المنطق كذلك المستخدم في حساب سعر الصرف الفعلي. كما قد يتم تشكيل السلة حسب مركبة حقوق السحب

الخاصة "SDR" لصندوق النقد الدولي¹، الأمر الذي يعمل على إزالة تقلبات في المدى القصير لسعر الصرف الفعلي. وأهم ما يتميز به هذا الأسلوب هو مراعاته للأثار المباشرة لتقلبات أسعار الصرف في البلد في مواجهة عملات شركائه التجاريين الثنائيين في التجارة هذا البلد والأثر غير المباشر لتحركات العملات في البلدان الأخرى على قدرته التنافسية في الأسواق، كما أنه يقلص إلى حد ما من تقلبات أسعار الصرف. وإلى جانب هذه المميزات توجد بعض العيوب التي تتمثل أهمها فيما يلي:

- يتحدد هذا الأسلوب بهيكل التجارة الخارجية لكل دولة نامية، فيجعل المستثمرين الأجانب يواجهون ظروف عدم التأكد حيث يجدون أنفسهم غير قادرين على توقع القيمة الخارجية لعملات الدول النامية مما يعيق تدفق رؤوس الأموال إليها.
- الجهد المطلوب لحساب قيمة العملة المحلية يومياً في مواجهة سلة العملات المقترحة حيث قد يكون من الملائم في هذه الحالة استخدام سلة العملات حقوق السحب الخاصة.
- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية: هذه الأنظمة مشابهة للأنظمة الثابتة التقليدية، ولكن هناك إمكانية أكبر للتقلب بإضافة بعض الهوامش لزيادة التقلب الاسمي (أو الحقيقي) حول السعر المركزي، بحيث تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من $\pm 2\%$. ويتيح هذا النظام قدراً محدوداً من الصلاحية في تنفيذ السياسة النقدية تبعاً لمدى اتساع نطاق التقلب، حيث تحتفظ البنوك المركزية في هذا النظام ببعض الهامش للتدخل في سوق الصرف إذا لزم ذلك لفترات ممتدة، وهو وأن كان في حدود هوامش ضيقة إلا إنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها حسب مجال ونطاق التقلب المحدد، وقد تعرض هذا النظام بشدة إلى أزمات متلاحقة وأصبح أقل جاذبية على مستوى الدولي منذ عام 2001.

- الأنظمة الثابتة الزاحفة: يتمثل هذا النظام في تبني أسعار صرف ثابتة ولكن مع توسيع الحدود التي يمكن أن تتقلب فيها أسعار الصرف وتسمح هذه الأنظمة للدول التي تعاني من عدم التوازن بالإعلان عن تغيرات صغيرة في أسعار صرفها كل فترة إلى أن يتحقق التوازن، وتستخدم في الدول مرتفعة التضخم حيث يتم تعديل النسبة الثابتة لسعر الصرف بانتظام على شكل تخفيض صغير استجابة لبعض المؤشرات مثل اختلاف مستوى التضخم المحلي عن التضخم في دول الشريك التجاري أو التضخم

¹ سيداعمر زهرة، "انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)"، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد درارية، أدرار، 2017/2018، ص ص 21-22.

المستهدف عن التضخم المتوقع عن دولة الشريك التجاري، ويفترض في النظام الثابت الزاحف أيضاً أن يحد من استخدام السياسة النقدية على نفس طريقة النظام الثابت.

■ **أنظمة المجال الزاحف:** يقع نظام المجال الزاحف في منطقة الوسط، ويهدف إلى بعض المرونة في السياسة النقدية وفي سعر الصرف وإلى تحقيق استقرار أكبر في أسعار الصرف وبالتالي يسمح للسياسات النقدية وسعر الصرف بأن تتم فيهما التسوية لحماية الاقتصاد من آثار الصدمات المرتبطة بالانفتاح المالي وبشكل عام للحماية من الآثار عدم الاستقرار المحدثه من تدفقات رؤوس الأموال المضاربة. سعر الصرف العملة في هذا النظام يحتفظ به داخل هوامش عائمة من ناحية ومن ناحية أخرى يصحح سعر الصرف المركزي دورياً بالنسبة إلى سعر صرف ثابت يعلن عنه مسبقاً أو استجابة لمؤشرات اقتصادية متفق عليها كالتضخم بطريقة تمكن السوق من تحديد مسار سعر الصرف. وفي هذه الحالة، تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، وتكون النطاقات إما متسقة حول سعر مركزي زاحف، أو تتسع تدريجياً بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى (في حالة الحد الأدنى قد لا يكون هناك سعر مركزي معلن سلفاً)، يكون مجال التعويم أكثر سعة ($\pm 15\%$ حول سعر مركزي) بحيث تتوفر المعلومات في الأسواق عن هامش التعويم المسموح به لسعر الصرف والذي قد يثني ويحد من هجمات المضاربة على العملة المحلية. كما أن السعر المركزي مجال التعويم يمكن أن يصحح بطريقة تقديرية وانسيابية من قبل البنك المركزي حسب تطور المحددات الأساسية لسعر الصرف الحقيقي.

■ **التعويم الموجه (التعويم المدار):** وهو الذي يسمح بتقلب سعر الصرف وفق العرض والطلب، لكن السلطة النقدية تتدخل لإدارة سعر الصرف عند الحاجة لتجنب التقلبات الشديدة ومنع التدهور المفرط للعملة المحلية، والتدخل في هذا النوع من الأنظمة لا تحكمه قواعد نحو مجال أو نسبة معينة ولا يحدده وقت أو آلية معينة.¹ بل من خلال مجموعة من المؤشرات كمركز ميزان المدفوعات، مستوى الاحتياطيات الدولية تطورات السوق الموازية، وهدف المحاربة الفعالة للتضخم، وبذلك يوفر هذا النظام ويضمن القدرة على امتصاص آثار الصدمات المضرة التي لا تكون في صالح الاقتصاد ويضمن استقلالية أكبر بالنسبة للسياسة النقدية لمتابعة الأهداف الحقيقية في الاقتصاد.

3-2- **نظام سعر الصرف العائم (سعر الصرف المرن - الحر):** في يطلق على هذا النظام نظام تعويم العملات؛ أي ترك سعر العملة يتحدد في السوق وفقاً لقوى العرض والطلب بشكل حر وكأي سلعة أخرى، وعليه لا تكون العملة محددة أو معرفة بعملة دولية أو بمعيار دولي كالذهب؛ كما أن البنك

¹ -ماهر كنج شكري، ومروان عطوان، "المالية الدولية: العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 215.

المركزي في ظل هذا النظام لا يتحمل عبء معالجة الخلل في ميزان المدفوعات، فهو غير مجبر على التدخل في سوق الصرف لتخفيض أو رفع قيمة العملة الوطنية إلا في حالات استثنائية للحد من التقلبات الحادة¹.

¹ شقيري نوري موسي وآخرون ، "التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 165.

المبحث الثالث: أنظمة أسعار الصرف وأزمات سعر الصرف

لقد ارتبط سعر الصرف في العديد من المرات بانهيار اقتصاديات العديد من الدول، حيث مرت بأزمات عادت إلى انتهاج سياسات خاطئة تخص صرف عملتها، ونذكر في هذا المقام الأزمة البرازيلية والأزمة المكسيكية؛ سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أزمة الصرف وعلاقتها بالأزمات المالية الأخرى ومختلف النماذج التي حاولت تفسير هذه الأزمات.

المطلب الأول: أزمة العملة أزمة مالية

حسب "فريدريك ميشكن" « Mishkin Frédéric » ، تتمثل الأزمة المالية في اختلال غير خطي في الأسواق المالية، بحيث تتفاقم فيها مشكلات الاختيار المعاكس الناتجة عن تقديم المؤسسات المالية قروض إلى عملاء ذوي جدارة ائتمانية منخفضة مما قد يؤدي إلى عدم قدرتهم على السداد، والمخاطر المعنوية التي تعبر عن الحالة التي يتوفر فيها مقترض ما احتمالية تحويل ديونه إلى عون اقتصادي آخر، وهذا ما يحفزه على الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر؛ مما يخفض من كفاءة الأسواق، التي تترجم بتدني قدرتها على أداء أدوارها كقناة للتمويل ، وهو ما ينتج عنها من انكماش حاد في النشاط الاقتصادي. حيث يمس الانهيار الناجم عن الأزمة المالية كافة مكونات النظام المالي، إذ تحدث تذبذبات عميقة تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية كحجم الإصدار، أسعار الأوراق المالية، إجمالي القروض والودائع المصرفية، سعر الصرف، أسعار الفائدة، وغيرها من المتغيرات، ومنه التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، وما ينجر عنه من آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وإعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.

1- أنواع الأزمات المالية: تتعدد وتختلف الأزمات المالية، حيث توجد أزمة العملة والتي تحدث نتيجة للهجمات المضاربة على العملة مما يؤدي إلى التخفيض الحاد في قيمة العملة، وهناك أنواع أخرى من الأزمات كأزمات القطاع المصرفي، أزمة الدين الخارجي، والأزمة البورصية.

■ **الأزمة المصرفية:** يعتبر البنك احد أهم ممول الاقتصاد، إذ يؤدي دورا كبيرا في التنمية الاقتصادية لتمويله لمختلف المشاريع التنموية، لكن يعد النشاط البنكي محفوف بالمخاطر بشتى أنواعها التي يسعى مدراء البنوك تجنبها، غير أنهم قد يقفون عاجزون في بعض الحالات عن تفاديها مما يعرضهم إلى أزمة بنكية. حيث تعمل البنوك على تجميع الأموال في شكل ودائع أو في شكل آخر، وتقوم بتشغيلها في حسابها الخاص في عمليات والتي قد ينتج عنها العديد من المخاطر. كإعادة الخصم،

وعمليات القرض، أو في العمليات المالية وتتميز هذه الأخيرة بدرجة تقلب العائد الفعلي للعملية الإقراضية عن العائد التعاقدية كنتيجة للأسباب الداخلية والمتمثلة في ضعف إدارة البنك أو لأسباب خارجية والنتيجة إما لعدم قدرة العميل على السداد أو تأخره في السداد، أو لأسباب سيادية كالظروف الاقتصادية¹؛ وينتج عن ذلك فشل المؤسسات البنكية في تغطية والوفاء بالتزاماتها، وقد ينتقل هذا الفشل على القطاع المصرفي برمته مما يستدعي تدخل السلطات النقدية للحيلولة دون ذلك من خلال التوسع في تقديم المساعدات لتلك المؤسسات، وهو ما يعبر عن بحدوث أزمة مصرفية.

■ **أزمة الدين الخارجي:** يقصد بالمدونية تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة. وعند انقطاع حركة التدفقات (flux) تحدث أزمة المدونية الخارجية. ويكون سبب هذا الانقطاع في أغلب الأحيان، راجعا إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية². وتسمح إعادة جدولة الديون بإعادة ترشيد آجال التسديد إذا كان سبب الأزمة آجال الدفع، أما إذا كانت الأسباب داخلية طويلة الأجل فإن الإصلاح الاقتصادي يكون أكثر فاعلية من إعادة الجدولة، وعلى العموم تطبق إعادة الجدولة مع برامج الإصلاح الاقتصادي والاجتماعي لحث النمو والانتعاش الاقتصادي (برامج إعادة الطلب وبرامج التصحيح الهيكلي)، حيث تم انتهاج برامج إعادة الطلب في حالة أن سبب مشاكل المدونية والمدفوعات الدولية هو سوء إدارة الطلب الكلي قصير الأجل؛ بينما يهدف التعديل الهيكلي إلى إزالة التشوهات الهيكلية التي تسبب التضخم وتوق النمو الاقتصادي متوسط وطويل الأجل³.

■ **الأزمة البورصية:** عند التطرق إلى الأزمة البورصية كان لزاما التمييز بين مصطلحين مفهومين هامين، يتعلق المفهوم الأول بانفجار الفقاعة المضاربة بالبورصة، أما الثاني فيشير إلى ديناميكية الأسعار المتبعة بمؤشر البورصة؛ ذ يمكن للأزمة البورصية (boursiere crise) أن تفرق بانفجار بورصي (boursier krach)، وللتمييز ما بين الاثنين لابد من أخذ بعين الاعتبار عامل الزمن، حيث تعرف الأزمة بالفترة التي يمكن أن تكون طويلة لانخفاض أسعار الأصول المالية، أما الانهيار فيعرف بالتدهور السريع والمفاجئ لأسعار الأصول في يوم أو في بضعة ساعات والتي تترك ذكريات في أذهان الجميع. فإذا حدث انهيار وأدى إلى أزمة بورصية فهذا يعني تدخل العديد من العوامل المتراكمة فيما بينها لعل أحد أهمها

¹ شاكرا القزويني، "محاضرات في الاقتصاد البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص 133.

² آمال قحايرية، "أسباب نشأة أزمة المدونية الخارجية للدول النامية"، مجلة شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف،

المجلد 2، العدد 3، بدون سنة نشر، ص 136.

³ المعهد العربي للتخطيط، "إدارة الديون الخارجية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جوان 2004، السنة الثالثة، ص 04.

هو سباق المستثمرين نحو السيولة، الذين لجؤوا إلى القروض لتمويل مشترياتهم من الأصول والتي يجب أن يسددوها¹.

■ أزمة العملة: تعرف أزمة العملة بأنها انخفاض معدل الصرف الاسمي للعملة بمقدار 25 % على الأقل خلال فترة قصيرة أو حدوث ارتفاع قدره 10 % لمعدل الانخفاض في العملة² وإجبار السلطات النقدية على الدفاع عن عملتها باستخدام حجم كبير من احتياطات صرفها أو برفع أسعار الفائدة بمعدلات كبيرة³؛ ومن العوامل الأكثر تأثيراً في نشوب أزمة سعر الصرف:

- ارتفاع قيمة سعر الصرف؛
- ارتفاع وتوسع في توزيع القروض؛
- ارتفاع حجم الإقراض للقطاع العام؛
- ارتفاع نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الاحتياطي الأجنبي؛
- ارتفاع معدل التضخم؛
- انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر؛
- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية؛
- عجز الموازنة، الميزان التجاري، تراجع الصادرات؛
- ارتفاع في التدفقات المالية القصيرة المدى من الخارج؛
- تحرير مالي مبكر في ظروف تنظيمية ورقابية غير ملائمة؛
- تراجع النشاط الاقتصادي.

¹ Arnould Daniel, "la bourse et les produits boursiers", éllipses, paris, 2004, p299.

² J. Frankel, A .Rose, " Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment ", board of governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper, n°534, 1996 , P14.

³ J .Aziz , Al , "Currency crises: in search of common elements", IMF working paper, n°67, 2000, P15.

الشكل رقم 03: أنواع الأزمات المالية



المصدر: من إعداد الباحث.

2- التحرير المالي والترابط بين أنواع الأزمات: تشير دراسة كل من (Kamensky و Reinhard -1998) ، إلى أن ما يزيد عن 25 % من أزمات القطاع المصرفي، تحدث في نفس زمن وقوع أزمة العملة نتيجة اشتراكهما في نفس أسباب وقوع الأزمة. حيث اعتبرا التحرير المالي المتسرع وغير وقائي مؤشراً لوقوع نحو 70 % من أزمات العملة وكذلك 68% من أزمات القطاع المصرفي .

ويقصد بالتحرير المالي مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً، وذلك بفتح الأسواق المالية والرأسمالية أمام الشركات الأجنبية في ميادين المصارف والتأمين والأوراق المالية وشركات الاستثمار وإدارة الصناديق وعدد كبير من الخدمات¹، فيما يتحدد مفهوم التحرير المالي بالمعنى الضيق بتحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعميق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

¹ عبد الغني حريري، "دور التحرير المالي في قضايا التعثر المصرفي"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 04.

الشكل رقم 04: التحرير المالي والأزمات المالية



المصدر: من إعداد الباحث.

■ إجراءات التحرير على مستوى المحلي: وهو يتضمن تحرير ثلاثة متغيرات أساسية وهي أسعار الفائدة، الإعتمادات والاحتياطيات الإلزامية والمنافسة المصرفية..

- تحرير أسعار الفائدة: يتضمن تحرير أسعار الفائدة بإزالة الرقابة والتثبيت، وتحديد سقف عليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وذلك بإعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة وتركها تتحدد في السوق المالية بالالتقاء بين عارضي الأموال والطلب عليها والاتجاه نحو تحديدها للإستثمار، عن طريق الملائمة بين الإستهلاك والإنفاق الإستثماري، وبالتالي زيادة النمو الإقتصادي ولا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين؛

- تحرير الإعتمادات والإحتياطيات الإلزامية: يتضمن الحد من الرقابة على التوجيه الائتمان نحو القطاعات محددة، والحد من الإعتمادات للقطاعات الأخرى والتخفيض أو حذف الإحتياطيات الإلزامية المغالى فيها على البنوك، والاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية خاصة عمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي . أي إستخدام الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية بدلا من الأدوات النوعية (المباشرة) التي تكون عادة معيقة لإستراتيجية التحرير، إذ يعد إستخدام الأدوات النقدية غير المباشرة جزءا مهما من مجموعة أوسع من الإصلاحات لم تشمل تحرير القطاع المالي فحسب، بل تتناول أيضا تحرير الإقتصاد بوجه عام

- تحرير المنافسة المصرفية: تتضمن بإلغاء وحذف القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية والبنوك الأجنبية، وكذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة بتوجيه تخصص البنوك ومؤسسات المالية بإلغاء السقوف الائتمانية المفروضة على البنوك التجارية وإعطاء هذه الأخيرة الحرية في تحديد هيكل أسعار الفائدة المفروضة على الودائع أو على القروض.

الفصل الثاني

سوق الصرف الأجنبي

تمهيد

على الصعيد العالمي، بدأت العمليات في سوق الصرف الأجنبي بطريقة رئيسية بعد انهيار نظام بريتون وودز في عام 1971، والذي شهد أيضًا بداية أنظمة أسعار الصرف العائمة في العديد من البلدان. على مر السنين، برز سوق الصرف الأجنبي كأكبر سوق في العالم. شهد عقد التسعينيات تحولًا ملموسًا في السياسات في العديد من الأسواق الناشئة نحو إعادة توجيه أسواقها المالية من حيث المنتجات والأدوات الجديدة، وتطوير البنية التحتية المؤسسية والسوقية، وإعادة تنظيم الهيكل التنظيمي بما يتفق مع الإطار التشغيلي المحرر انعكست المعالم المتغيرة في التوسع السريع في سوق الصرف الأجنبي من حيث المشاركين، وحجم المعاملات، وانخفاض تكاليف المعاملات وآليات أكثر كفاءة لتحويل المخاطر.

وسنحاول من خلال هذا الفصل التطرق غى هذا السوق من خلال المباحث الموالية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الصرف الأجنبي

المبحث الثاني : هيكل سوق الصرف الأجنبي

المبحث الثالث: آليات وأسس التعامل في سوق الصرف الحاضر والآجل

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الصرف الأجنبي

يثير التبادل الاقتصادي على الصعيد الدولي إشكالية العلاقة بين النقد الوطني والنقد الأجنبي، كون أنه لا توجد عملة مشتركة بين دول العالم للتعامل بها دولياً، إذ أن لكل دولة نظامها النقدي الخاص وعملتها الخاصة بها التي لا تتمتع بالقبول العام في الخارج؛ وهو ما يستوجب ضرورة تحديد العملة التي تتم من خلالها التسوية المالية للمبادلات الخارجية لأي دولة، ومنه العمل على تحديد كيفية قياس القيمة النقدية لهذه العملة ومقارنتها بعملتها المحلية، ومن ثم طريقة تبادلها وتسويتها مع باقي الدول؛ ويبرز هنا سوق الصرف الأجنبي الذي من شأنه معالجة إشكالية تحويل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى أو من عملة نقدية معينة إلى عملة أخرى، من خلال تداول هذه العملات سواء بتسليم حاضر أو آجل بين مجموعة من المتعاملين كالبنوك التجارية والمؤسسات المالية والسماصرة.

المطلب الأول: تعريف سوق الصرف الأجنبي وخصائصه

سوق الصرف الأجنبي، يُطلق عليه أيضاً "سوق الفوركس" أو "سوق العملات الأجنبية" أو "سوق العملات"، وهو سوق مالي عالمي يتم فيه تداول جميع عملات العالم، من خلال شبكة غير رسمية ومنتشرة جغرافياً تضم حوالي 2000 بنك وشركات وساطة تتعامل مع بعضها البعض ومع الشركات الكبيرة.¹

يعتبر سوق الصرف الأجنبي أو الفوركس (FOREX) المكان الذي يتم فيه بيع وشراء العملات الدولية المختلفة، أين يتم فيها تداول عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى بموجب نظام سعر الصرف العائم²، وهي سوق افتراضية إذ لا يوجد مكان جغرافي محدد لها، بل يتم التعامل في سوق الصرف بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية متطورة عبر الأقمار الصناعية تم إنشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية العملاقة،³ إذ تتم المتاجرة بالعملات الأجنبية عبر أجهزة الهاتف والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي (Dealing Rooms) في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية، أين تكون غرف التعامل في هذه البنوك مزودة بأجهزة المعلومات التي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية الطارئة على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملات الحرة لأجل مختلف على مدى 24 ساعة.

¹ <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>----- P13.

² Dicks James, "Forex Trading Secrets", Mc Graw- Hill companies, New York, USA, 2010, p2.

³ دريد كامل آل شبيب، "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص20.

كما يمكن تعريفه بأنه سوق نقدي لا يتوقف، حيث يتم المتاجرة في العملات العالمية في المعتاد من خلال سماسرة، ويتم شراء وبيع العملات الأجنبية بشكل دائم وفي آن واحد من خلال الأسواق المحلية والعالمية وتزداد استثمارات التجار أو تقل في قيمتها حسب تحركات العملة.¹

مما سبق يمكن تمييز سوق الصرف الأجنبي بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

1- **عدم وجود مكان جغرافي محدد لسوق الصرف:** إن مدلول المكان الذي يعتبر عنصر أساسي في قيام أي سوق ونجاحه تدعو للتوقف عندما يرتبط ذلك بسوق الصرف. ففي الواقع إنه لا مكان محدد لسوق الصرف ولا يحتل حيز جغرافي كما هو الحال في بقية الأسواق، وإنما تواجهه يكون في الاتصالات التي تحدث بين المتعاملين والفاعلين سواء كانوا بنوك، سماسرة، أفراد أو شركات. وهذه الاتصالات تحدث للاستعلام عن الأسعار، ومن أجل إعطاء الأوامر. وتتمثل وسائل الاتصال كما سبق وأن ذكرنا في كل من الهاتف، التلكس، الفاكس والشبكات المعلوماتية التي تربط المتعاملين في هذا السوق، ويتم من خلالها تبادل المعلومات والتعليمات. وتخلق التعليمات المرسله عبر هذه الوسائل العرض والطلب في سوق الصرف.²

2- **سوق الصرف الأجنبي سوق غير الرسمية:** يتم تنظيم سوق الصرف الأجنبي إلى حد كبير كسوق خارج البورصة أو سوق غير نظامية (OTC : Over The Counter)، مما يعني أنه لا توجد بورصة مركزية، بل تكون مجموعة البنوك التي تصدر نشرات للأسعار في مكان معين سوق الصرف الأجنبي في ذلك المكان، فمجموعة البنوك التي تصدر نشرات الأسعار في لندن هي التي تكون سوق لندن للعملات الأجنبية³، وهذا ما يجعل سوق العملات الأجنبية سوقا غير نظامية، إذ ليس هناك مركزا رئيسيا للسوق أو غرفة للمقاصة مقارنة بالأسواق النظامية مثلما هو الحال في أسواق الأسهم - على سبيل المثال- يكون هناك مؤسسة رسمية معتمدة من هيئة الأوراق المالية وخاضعة لرقابتها تتكون من أعضاء يستخدمون مرافقها لتداول الأسهم، بينما يتم تداول العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي "الفوركس FX" بين ومن خلال المصارف وغيرها من المؤسسات المالية الحكومية وغير الحكومية التي تسهل عملية بيع وشراء العملات الأجنبية، إلا أن البنوك المشاركة في سوق الصرف الأجنبي تخضع

¹ خليل أحمد الكايد، "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 86.

² زيات عادل، "إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط في البلدان الناشئة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1 - الجزائر، ص 24.

³ إسماعيل إبراهيم الطراد، "إدارة العملات الأجنبية"، دار وائل للطباعة والنشر، ط 2، عمان، 2005 ص 20.

للإشراف من قبل البنك المركزي للبلد المعني ويجب عليها الإبلاغ عن مركز الصرف الأجنبي الخاص بها على أساس دوري.

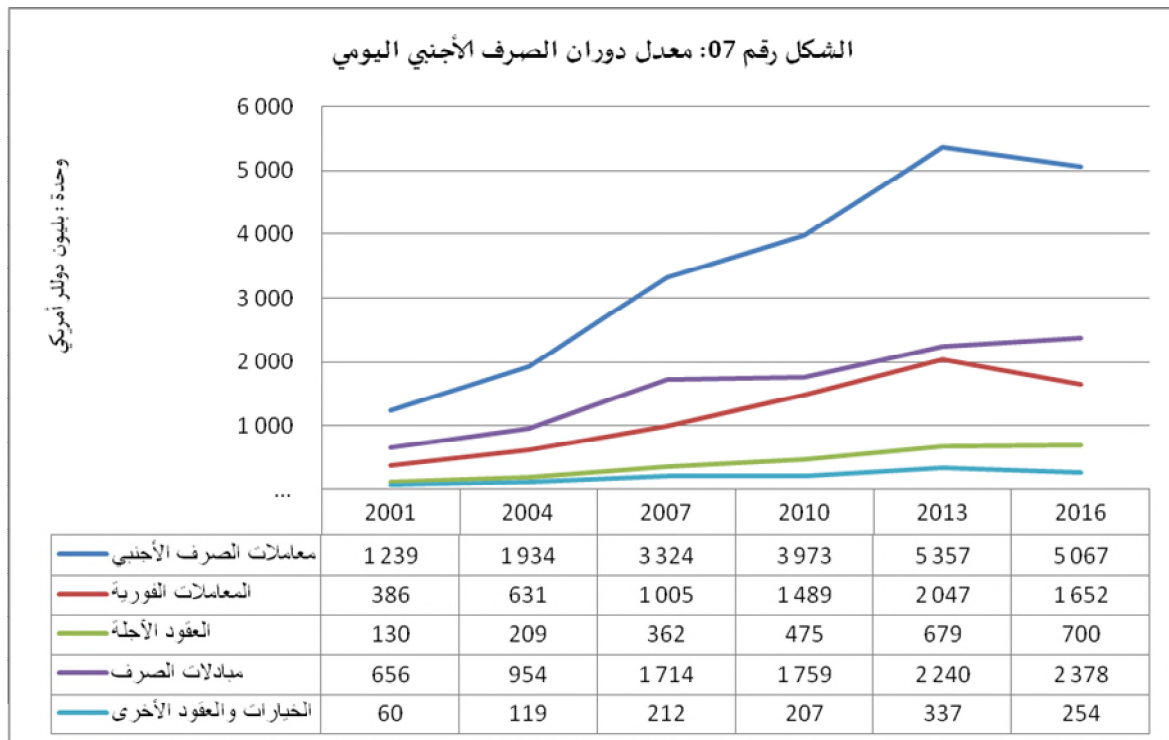
3- النقود هي الأصل محل التبادل: يعتبر الأصل محل التبادل في سوق الصرف ركناً أساسياً، له من الخصوصيات في هذا السوق ما يجعله مختلف جذرياً عن بقية المنتجات المتداولة في الأسواق الأخرى. فعلى سبيل المقارنة، نجد أن في سوق السيارات يتم شراء وبيع هذا المنتج مقابل النقود، فالسلعة المتمثلة في السيارات لها قيمة 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 وثنمها أو قيمتها. وعليه فإن القاعدة في تحديد السلعة والثنم في سوق الصرف هي سلوك المتعامل، فإذا أردت أن تشتري الدولار مثلاً 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 عملة¹.

4- يعمل السوق على مدار الساعة: المعلوم أن لكل سوق فترة معينة تعرض فيها السلع للتبادل، وله ساعة تتوقف فيها المتاجرة، الأمر مختلف تماماً في سوق الصرف، حيث أن هذا السوق يعمل بشكل دائم ومستمر ولا يتوقف أبداً، والمعاملات فيه تتم على مدار الساعة "24 ساعة على 24 ساعة" وخمسة أيام في الأسبوع، لذا يستطيع المتعاملون التداول في أي وقت - صباحاً أو ظهراً أو ليلاً - وليس عندما يملئ عليهم السوق ذلك، ولا داعي للعجلة من أجل تنفيذ الصفقات قبل الإغلاق اليومي للسوق، والسبب وراء استمرارية النشاط في سوق الصرف، هو التفاوت الزمني الموجود بين الدول المحتضنة لسوق الصرف، حيث يمكن تقسيم التداول في سوق الصرف الأجنبي إلى أربع جلسات تداول رئيسية (انظر الشكل رقم 01): جلسة سيدني، وجلسة طوكيو، وجلسة لندن، وجلسة نيويورك. يبدأ السوق بالعمل بافتتاح جلسة سيدني الاثنين الساعة 7:00 صباحاً بالتوقيت المحلي وينتهي مع جلسة نيويورك الجمعة الساعة 5:00 مساءً بالتوقيت المحلي، توجد فترة معينة تفتح فيها جليستان في نفس الوقت، وعادةً ما تكون هذه الأوقات هي الأكثر زخماً خلال اليوم.

¹ زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 24.

مثال توضيحي: من الأفضل تداول أزواج اليورو مقابل الدولار "EUR/USD" أو الباوند مقابل الدولار "GBP/USD" خلال تداول جلسة نيويورك مع جلسة لندن حيث يكون هذين السوقين نشيطين في آن واحد.

5- أكبر سوق مالي: بعدما كان هذا السوق منخفض القيمة إلى غاية عام 1973، أصبح يعد سوق الصرف الأجنبي (FX) أكبر سوق مالي في العالم عندما تم تعويم أسعار العملات، حيث بدأ ينشط وارتفع حجم التعامل اليومي من بليون دولار سنة 1973 إلى 1200 بليون دولار عام 1996، ثم إلى ترليون دولار 2008؛ ومن ثمة استمر التداول بهذا السوق يعرف أحجاما متزايدة إلى أن انخفض لأول مرة من 5.4 تريليون دولار يوميا في أبريل 2013 إلى 5.1 تريليون دولار يوميا في أبريل 2016 (انظر الشكل رقم 02). وعلى وجه الخصوص، انخفضت المعاملات الفورية لهذه السوق إلى 1.7 تريليون دولار في أبريل 2016 من 2000 مليار دولار في أبريل 2013. على عكس التعامل بالمشتقات على العملة، إذ استمرت المعاملات في معظم مشتقات العملات الأجنبية، وخاصة مقايضات العملات، في الزيادة.¹



المصدر: <https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>

¹ Michael Moore et d'autres, « **Contraction des marchés des changes : causes et implications** », Rapport trimestriel BRI, décembre 2016, P02.

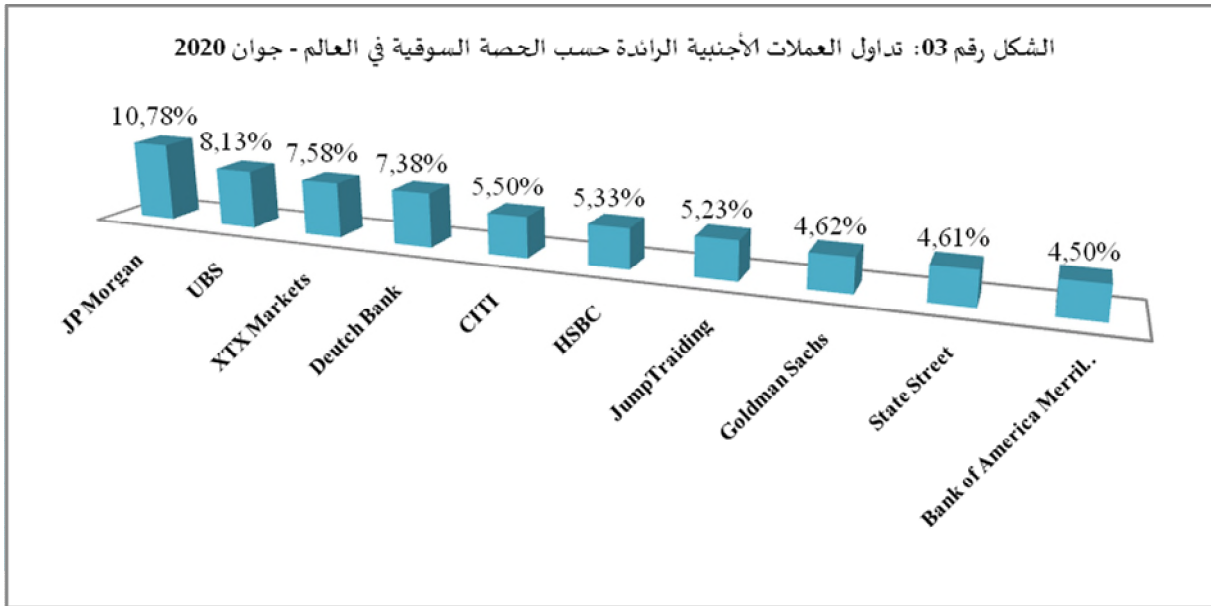
يمكن أن يُعزى الانخفاض في الأحجام العالمية لمعاملات الصرف الأجنبي إلى انخفاض الاحتياجات العالمية من الصرف نظرا للركود الذي مس الاقتصاد العالمي، حيث لم تعد التجارة العالمية وتدفقات رأس المال إلى معدلات النمو التي كانت عليها قبل الأزمة المالية 2008، إلا أن عوامل الاقتصاد الكلي الكلاسيكية ليست كافية لتفسير تطور أحجام العملات الأجنبية أو تكوينها من قبل الطرف المقابل، إذ أن أحجام التجارة الدولية لا تعكس سوى جزء بسيط من احتياجات التداول الأساسية، إذ أن هناك من المصادر التي تؤثر في كمية العملات التي تدخل في سوق الصرف، كالمضاربة والتحكيم، القروض والمنح، الفوائد والأرباح، مصاريف السياح والمسافرين وحتى نفقات البعثات الدبلوماسية؛ كما يمكن أن تتأثر بإدارة مخاطر المخزون عن طريق الإبلاغ عن الوسطاء، واستراتيجيات تداول عملائهم، والتقنيات المستخدمة لتنفيذ التداولات وإدارة المخاطر.

6- ضخامة حجم التعامل وارتفاع السيولة: حيث يؤثر العرض والطلب على الكميات المتعامل بها وتوفير السيولة اللازمة من خلال حجم العملات وسرعة دورانها؛ ويعتبر سوق العملات أضخم سوق مالي في العالم من حيث حجم المعاملات، فحسب المسوحات التي يقوم بها بنك التسويات الدولية بصفة دورية كل ثلاث سنوات مع أكثر من خمسين بنك مركزي، يتضح جليا التطور السريع لحجم السوق، حيث نما بأكثر من خمسة (05) أضعاف خلال العشرينية الأولى من القرن الواحد والعشرين، إذ انتقل حجم التداول اليومي من 1239 بليون دولار سنة 2001، إلى 5067 بليون دولار سنة 2016، ثم إلى قرابة 6600 بليون دولار سنة 2019؛ وبالمتوسط، يتم التداول بالعملات ما بين 4 و5 تريليون دولار يوميا، هذا يعني 200 مليار دولار أمريكي في الساعة و3 مليار دولار في الدقيقة و5 مليون دولار في الثانية الواحدة. ومن خلال مشاركة المستثمرين من كل دول العالم، فإنها فعلا السوق الوحيد الأكثر وصولا وتداولاً في العالم، إذ يبلغ متوسط حجم التداول اليومي حوالي عشرة أضعاف الحجم اليومي لجميع أسواق الأسهم العالمية وستين ضعف الناتج المحلي الإجمالي اليومي للولايات المتحدة الأمريكية، وهو يساوي أيضاً 40٪ من الاحتياطيات المجمع لجميع البنوك المركزية للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي¹.

7- عدم شفافية المعلومات وسيطرة عدد من البنوك على السوق: عند التبادل في الفوركس يمكن للمشاركين في السوق أن يكون لديهم معرفة جزئية فقط عن تداولات المشاركين الآخرين في السوق والسيولة المتاحة في مختلف قطاعاته؛ وبالتالي، على الرغم من حجمه وتطوره، فإن سوق العملات

¹ <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>

الأجنبية معتم إلى حد ما ولا مركزي بسبب هيكل السوق الخاص به، إذ أنه على عكس الأسواق المركزية القائمة على البورصة والتي يوجد فيها سعر واحد في أي وقت، يتميز سعر السوق. في الأسواق اللامركزية بشكل افتراضي ولا يوجد سعر مشترك مرئي، ويعد سوق الصرف الأجنبي أكبر سوق من هذا النوع، إضافة إلى هذا النقص في الشفافية، تم تقديم العديد من منصات التداول وزاد تركيز السوق بشكل كبير خلال العقد الماضي، مع وجود حفنة من كبار التجار يسيطرون الآن على حصة الأسد من معدل دوران سوق العملات الأجنبية¹، وهو ما تؤكد النسب المتاحة في الشكل رقم 03.



Source : [Finance & Insurance](https://www.statista.com/statistics/317737/global-foreign-exchange-services/), Financial Instruments & Investment, disponible sur la page web : <https://www.statista.com/statistics/317737/global-foreign-exchange-services/>, vu le 21/11/2021.

أما عن الإحصاءات التي قدمها بنك التسويات الدولية "BIS" في أبريل 2019، كانت الأسواق الرئيسية هي لندن بنسبة 43٪ من الحجم اليومي ونيويورك (17٪) وسنغافورة (7٪) وهونغ كونغ (8٪) وطوكيو (6٪). زيورخ وفرانكفورت وباريس وأمستردام لاعبون صغار؛ أما العملة الأكثر تداولاً فهي الدولار الأمريكي، والتي شاركت في 88٪ من المعاملات. تلاه اليورو (30٪) والين الياباني (16٪). كان زوج العملات USD / EUR إلى حد بعيد أكثر أزواج العملات تداولاً في عام 2019 واستحوذ على 23٪ من حجم التداول العالمي، يليه زوج USD / JPY بنسبة 18٪ و USD / GBP بنسبة 9٪. استحوذ التداول بالعملات المحلية في الأسواق الناشئة على حوالي 23٪ من نشاط الصرف الأجنبي في عام 2019².

¹ Lukas Menkhoff and others, "Information Flows in Foreign Exchange Markets: Dissecting Customer Currency Trades", BIS Working Papers No 405, Monetary and Economic Department, Basel, March 2013 (revised March 2016), P01.

² <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf> P14

8- لا يخضع السوق لأي رقابة: فالبنك المركزي في كل دولة يقوم بالتأثير على أحوال النقد والائتمان في الاقتصاد باستعمال مجموعة من الوسائل مثل: سياسة أسعار الفائدة، سياسة السوق المفتوحة، وغيرها لذلك فإن نشاط البنوك الأخرى (التجارية منها خاصة) يتوقف على نشاط هذا البنك وسياساته في هذا المجال لكن البنك المركزي لا يستطيع التأثير على سوق اليورو دولار بواسطة الوسائل المذكورة سابقا، وبذلك فإن سلطات الرقابة على القطاع الأجنبي في الدولة عاجزة عن التأثير على نشاط هذا السوق بشكل فعال وإمكانياتها محدودة في هذا المجال بمقدار ما لديها من العملات الأجنبية.¹

9- متاحة للجميع: سوق الصرف الأجنبي هو المصطلح العام للمؤسسات العالمية الموجودة لتبادل أو تداول عملات البلدان المختلفة. يتم تنظيمها بشكل واسع النطاق في مستويين: فئة البيع بالتجزئة وطبقة البيع بالجملة؛ بالنسبة لتجارة التجزئة بالعملات الأجنبية فهي المكان الذي يقوم فيه صغار الوكلاء بشراء وبيع العملات الأجنبية، وتمثل جزء صغير من سوق العملات الأجنبية إذ يمثل حجم المتاجرة فيها 5.5٪ من سوق النقد الأجنبي ككل أي ما يعادل 282 مليار دولار حجم التداول اليومي في عام 2016.

وقد تطور هذا القطاع مع ظهور منصات التداول الإلكترونية المخصصة والإنترنت والتي سمحت للأفراد بالوصول إلى أسواق العملات العالمية، فقبل ذلك اقتصر تداول العملات الأجنبية على المؤسسات المالية الكبيرة. غير أن التطور التكنولوجي كالإنترنت والبرمجيات التجارية وغيرها من العوامل ساعد على نمو تجارة التجزئة.

ويستطيع المتداولون تداول العملات فوراً مع صانعي السوق بواسطة الهامش. وهذا يعني الحاجة إلى إيداع نسبة صغيرة فقط من حجم المعاملة، على هذا الأساس سوق الصرف الأجنبي ليس فقط للصفقات الكبيرة. بل يمكن البدء فيها كم تداول برأس مال صغير مقارنة بتداول الأسهم، وهذا جزء صغير من ميزاتها التي تجذب العديد المتعاملين من كل دول العالم.

10- انخفاض تكاليف المعاملات: وهي المدفوعات التي يحصل عليها البنوك والوسطاء والسماسرة مقابل التدخل في سوق الصرف كوسيط، وعادة ما يأخذ المستثمرون والشركات تكاليف المعاملات على محمل الجد نظراً لانعكاس قيمتها في مدى ارتفاع أو انخفاض صافي عوائدهم. من بين ميزات سوق الصرف الأجنبي عدم وجود عمولات مقاصصة أو تحويل، بالإضافة إلى ضالة العمولات على التداول التي

¹ مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4 الجزء الأول، الجزائر 2008، ص 267.

لا تكون إلا في حالة التداول بأحجام كبيرة فقط؛ فمعظم الوسطاء الماليين يجنون أرباحهم من الفروقات السعرية التي تنشأ من اختلاف سعر العرض والطلب، ما يجعل سوق تداول العملات من أكثر الأدوات الاستثمارية فعالية من حيث التكلفة؛

11-وجود الرافعة المالية والشراء بالهامش: يعتبر الشراء بالهامش أحد العمليات التي تم ابتكارها من خلال الهندسة المالية، وبموجب هذه العملية يقوم المستثمر بشراء العملة "أو أي أصل مالي آخر" حيث يقوم بتسديد جزء من قيمة الصفقة نقداً، والباقي يتم اقتراضه من السمسار أو الوسيط مع ضمان الأصل محل الصفقة، وهنا يجب التمييز بين الهامش المبدئي، وهو الحد الأدنى الذي يتوجب على المستثمر دفعه من ماله الخاص لإتمام الصفقة، وغالبا ما يمثل 50% من القيمة الإجمالية. ونظرا لتعرض قيمة الأصل (الذي تحتفظ به بيوت السمسرة كضمان للقرض الذي قدمته للمستثمر) للتقلبات وبالتالي للانخفاض إلى أقل من مبلغ القرض؛ فقد جرت العادة بتحديد هامش آخر غير الهامش المبدئي، يسمى هامش الوقاية، بحيث إذا انخفضت القيمة السوقية لذلك الأصل بتاريخ ما، وما يترتب عليه من تدني الهامش الفعلي عن هذا الهامش؛ فإنه يلزم المقترض أن يدفع للسمسار، خلال مدة محددة، مبلغا إضافيا أو بيع جزء من الأوراق المرهونة، وذلك بهدف زيادة نسبة الهامش الفعلي ليصل إلى مستوى هامش الوقاية.¹

إن التداول بنظام الرافعة المالية والشراء بالهامش في تجارة العملات جاء كأفضل بديل للممارسات التقليدية التي كانت سائدة من قبل، حيث توفر القدرة للمستثمر على اقتراض المال من شركة الوساطة من أجل تداول العملات، ومن الواضح أن ذلك يعمل على توفير سيولة عالية بالسوق لزيادة حجم التداول، مع تقديم فرصة للمستثمر لاقتناء كميات أكبر من العملة، التي قد تحقق أرباحا مرتفعة في ظل إمكانياته المحدودة، أي تعمل على تزويده بمبلغ إضافي للتداول به قبل إبرامه للصفقة، وهو ما يسمح للمستثمرين بالدخول في صفقات كبيرة من خلال إيداع مبلغ صغير فقط؛ لذلك تعتبر هذه الأداة من أقوى الأدوات والأكثر جذبا لتداول العملات غير أنها تنطوي على مخاطر كبيرة؛ فقد تؤدي هذه العملية إلى نوع من عدم الاستقرار بحكم ارتفاع الطلب عن العرض وما ينجر عنه من تضخم في الأسعار وارتفاع في المؤشرات؛ كما قد يؤدي، فيما بعد، البيع المكثف لهذه العملات إلى انخفاضات حادة في الأسعار قد تصل إلى درجة انهيار.

¹ منير ابراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 138؛

المطلب الثاني: وظائف وعمليات سوق الصرف الأجنبي

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى مجموعة الوظائف التي يمكن أن يقدمها سوق الصرف الأجنبي بافضافة إلى مختلف العمليات التي يمارسها المتعاملون على مستوى هذا السوق.

1- وظائف سوق الصرف الأجنبي: يقدم سوق الصرف مجموعة من الوظائف، نجعلها في العناصر الموالية.

■ **تسوية المدفوعات الدولية:** وهي أهم وظيفة للسوق، إذ يتم من خلاله تسوية الحسابات الدولية المترتبة عن المبادلات التجارية إضافة إلى التحويلات الرأسمالية بمختلف أشكالها كالقروض والاستثمارات، كما يعمل على تسهيل تسوية المدفوعات الخارجية بطريقة المقاصة التي قد تكون ثنائية أو متعددة الأطراف، أو عن طريق الحقوق والديون¹؛ حيث يلعب دوراً مهماً في جمع المشتريين والبائعين لل عملات المختلفة ويسهل عمليات تبادل هذه العملات بسرعة وكفاءة عالية، وفي العمليات اليومية تتم معظم المبادلات عبر شراء وبيع ودائع مصرفية بالعملات المختلفة إضافة إلى التعامل بالنقود الورقية والمعدنية وأدوات استثمارية قصيرة الأجل².

■ **تحويل القوة الشرائية للعملة:** إن لكل دولة نظامها النقدي الخاص و عملتها النقدية الخاصة بها، وإن هذه العملة تؤدي وظائفها بالداخل ولكنها تعجز عن أداء ذلك في الخارج، وذلك لعدم تمتع العملات المختلفة بالقبول العام في الخارج؛ يأتي هنا دور سوق الصرف الأجنبي ليتمكن هذه العملات من أداء وظائفها في الخارج³. إذ يعمل سوق الصرف الأجنبي على تحويل الأموال أو القوة الشرائية من دولة إلى أخرى من خلال تبادل العملات الذي يعتبر ضرورياً لتحقيق المبادلات الاقتصادية بين الدول، فبافتراض أن مستورداً من البلد "A" قام باستيراد سلعة معينة من البلد "B"، في معظم الحالات لا يمكنه استخدام عملته لدفع قيمة ما استورده، وهو ما يضطره إلى استخدام عملة المصدر، الأمر الذي يتطلب تحويل عملة البلد "A" إلى عملة البلد "B"؛ تعني العملية السابقة أنه قام بتحويل القوة الشرائية لعملته الوطنية مع القوة الشرائية لعملة أخرى حتى يتمكن من سداد ثمن مشترياته. ويتم عادة هذا التحويل عن طريق التحويل التلغرافي، الذي هو عبارة عن شيك يرسل بالبرق بدلاً عن البريد، ومن

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، حلب، 2007، ص 281-282.

³ محمود عزت اللحام وآخرون، "المالية الدولية"، دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 240.

طريقه يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته إلى بنكه المرسل في مركز نقدي أجنبي بأن يدفع قدرا معيناً من العملة المحلية السائدة هناك إلى أي شخص أو حساب منشأة.¹

■ تقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الخارجية: يعمل سوق الصرف الأجنبي على تقديم ائتمان قصير الأجل للمستوردين وذلك لتسهيل تدفق السلع والخدمات من بلد إلى آخر وتعزيز التجارة الخارجية، ويتم ذلك عندما يقوم أحد البنوك بمنح ائتمان من خلال فتح اعتمادات بالعملات الأجنبية بقيم أكبر من حجم ودائع المستورد التي لديه؛ بالإضافة إلى ذلك، عند استخدام سندات الصرف الأجنبية في المدفوعات الدولية، فإنه يلزم الحصول على ائتمان لحوالي 3 أشهر حتى موعد استحقاقها؛ كما أنه، ومن أجل تحفيز الصادرات ظهرت تقنيات عديدة لتمويل فترة السماح التي يمنحها المصدر للمستورد لسداد مستحقته، وكل هذه الأساليب تستخدم سوق الصرف الأجنبي للحصول على الأموال اللازمة، فعلى سبيل المثال لا الحصر نذكر قرض المشتري، قرض المورد وتقنية خصم الديون الناشئة عن التصدير بالجملة.²

■ تحديد أسعار صرف العملات المختلفة: يسمح سوق الصرف الأجنبي، كما هو الحال في أي سوق آخر، بتحديد السعر التوازني للعملات المختلفة من خلال مقابلة العرض والطلب³، فسعر الصرف ما هو إلا سعر الصرف التوازني لبلد معين، وفي زمن محدد، والذي تحدده اعتبارات العرض والطلب.

إن توريد العملات الأجنبية يُستمد من شراء مقيمين أجانب لسلع وخدمات محلية، إضافة إلى شراء المستثمرين الأجانب للأصول المحلية، زد على ذلك السائحون الأجانب الذين يسافرون إلى البلد المحلي؛ يحتاج هؤلاء المقيمون الأجانب إلى العملة المحلية لدفع ثمن مشترياتهم المحلية، وبالتالي، يشتري المقيمون الأجانب العملة المحلية بالعملة الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي. وبالمثل، ينشأ الطلب على العملات الأجنبية من شراء السكان المحليين لسلع وخدمات أجنبية، أي. الواردات المحلية - والمستثمرون المحليون الذين يشترون الأصول الأجنبية والسائحون المحليون الذين يسافرون إلى الخارج؛ بمرور الوقت، ستتغير المتغيرات العديدة التي تؤثر على التجارة الخارجية والاستثمارات الدولية والسياحة الدولية، مما يجبر أسعار الصرف على التكيف مع مستويات التوازن الجديدة.

¹ محمد أحمد السريتي، "التجارة الخارجية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2009، ص 249.

² Dominick Salvatore, "Economie internationale", traduit par Fabienne Leloup et Achille Hannequart, 1ère édition, Boeck, Bruxelles, 2008, p514.

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

فوجود سوق دولي حقيقي لعملة معينة يؤدي إلى وجود قيمة توازنية للعملة كنتيجة لتفاعل قوى العرض والطلب والتي عندها تتوازن الكمية المعروضة مع الكمية المطلوبة، وحيث أن نظام النقد الدولي الحالي جعل قيمة العملة لا يمكن التعبير عنها بسعر أو معدل صرف واحد وإنما يتم ذلك بعدد من العملات وأسعار صرف متعددة، كل ذلك أدى إلى تحقيق هدف تحديد قيمة توازنية للعملة يتطلب انسجاماً بين الأسعار المختلفة لصرف العملة¹، لذلك، وبسبب هيمنة الدولار الأمريكي على سوق الصرف الأجنبي، فإن معظم العملات تسعر مقابل الدولار الأمريكي، وأسعار الصرف خارج الدولار يتم الحصول عليها عن طريق الأسعار المتقاطعة أو ما يعرف بسعر الصرف المشتق.

■ **توفير تقنيات للتغطية من مخاطر الصرف الأجنبي:** حيث يقوم سوق الصرف الأجنبي بمساعدة المستثمرين الماليين على تجنب مخاطر الصرف الأجنبي والقيام بعملية التغطية من خلال التقنيات والأدوات المتعددة والمبتكرة في إطار الهندسة المالية لإدارة خطر التقلبات الشديدة في أسعار العملات، كالاخيارات وعقود المبادلة، المستقبليات والعقود الآجلة؛ إذ يمكن تغطية الخسائر التي قد يتعرض لها المتعاملون في سوق الصرف جراء تغيرات سعر عملة ما والتي قد ينجر عنها تحمل الشخص الذي يتعين عليه تسوية مدفوعات بالعملة الأجنبية لمبالغ مالية أكبر، أو تسلم المصدرون أو الدائنون لاستحقاقات أقل؛ وعادة ما تتضمن هذه الأدوات أو التقنيات اتفاقاً على شراء وبيع كمية معينة من الصرف الأجنبي بسعر يتفق عليه مسبقاً على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق متفق عليه "على الأغلب يكون بعد 3 أشهر من تاريخ الاتفاق"².

ذلك أن أسعار الصرف الأجنبي عادة تتقلب عبر الزمن فإن أي شخص عليه القيام بدفع أي تسليم مبالغ مالية بعملة أجنبية في تاريخ الحق سيتعرض لمخاطرة أنه سوف يتعين عليه أن يدفع أكثر أو يتسلم أقل مما يتوقع بدلالة العملة المحلية وتختلف أسواق الصرف والمعاملات التي تتم فيها، ومن خلالها باختلاف الزمان والمكان والظروف والأحوال الاقتصادية التي تحيط بها، وفي هذا المجال يمكن التمييز جغرافياً بين السوق الدولية للصرف الأجنبي والسوق المحلية، وزمناً يمكن تقسيم العمليات التي تتم في أسواق الصرف إلى العمليات الحاضرة والعمليات الآجلة

مثال توضيحي: شركة يابانية مدينة بمبلغ 1000 دولار لمصدر أمريكي يستحق الدفع بعد 4 أشهر عند السعر الفوري $1 \text{ USD} = 1.3 \text{ JPY}$ ، في هذه الحالة يتوجب على الشركة اليابانية دفع ما يعادل 1300 ين

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 31.

² بسام حجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للنشر، 2006، ص 72.

للمصدر الأمريكي، ولكن في حال ارتفاع سعر الصرف الفوري بعد 4 شهور إلى $1\text{USD} = 1.4\text{JPY}$ ، عندها يتوجب على هذه الشركة دفع 1400 ين ياباني أي بفارق 100 ين قبل 4 شهور، وعن طريق عملية التغطية في سوق الصرف الآجل يمكن للشركة اليابانية اليوم شراء 1000 دولار ب 1300 ين لتسليمها بعد 4 شهور بغض النظر عن السعر الحاضر السائد في ذلك الوقت متجنباً أي مخاطر في الصرف حين مجيء موعد تسديد الالتزام.

2- عمليات سوق الصرف الأجنبي

■ **التحوط أو "Hedging":** يقصد بالتحوط عن طريق المشتقات، فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال اتخاذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات¹، أي مركز طويل وآخر قصير في أداة مالية معينة، حيث أن الربح (الخسارة) في المراكز المستقبلية يقابلها خسارة (ربح) في المراكز النقدية، وبالتالي يتم اتخاذ مركز مستقبلي يكون مقابل لمركز متخذ في السوق الحاضر أو الفوري والذي يشار إليه بالتحوط النقدي مقابل التحوط المتوقع؛ ويمثل التحوط أحد الأدوات المستخدمة في تقليل وتحييد المخاطر النظامية، وقد عرف بشكل عام بأنه الإجراءات المتخذة لتقليل أو إلغاء المراكز المعرضة للخطر فهو يسمح للمستثمرين بحماية استثماراتهم من تقلبات الأسعار والتي تعرف بمخاطرة السوق باستخدام مراكز مختلفة ومؤقتة².

وتعتبر معرفة اتجاه الأسعار أمر أساسي بالنسبة للمتحوط، إذ أن السعر المستقبلي في تاريخ التنفيذ قد يختلف عن السعر الحاضر، وعدم معرفة الفرق بينهما قد يؤدي إلى تكبد المستثمر خسائر، ويتعلق الأمر هنا بمخاطرة الأساس، التي تعرف بالفرق بين السعر النقدي والسعر المستقبلي³. هذا التعريف يكشف عن صورتين للتغطية، الصورة الأولى هي للمستثمر الذي يرغب في شراء عملة معينة، ولا يملك الموارد المالية اللازمة، وإن كانت ستتاح هذه الموارد في المستقبل، غير أنه يخشى أن يرتفع سعر تلك العملة إذا ما انتظر حتى تتوافر تلك الموارد، هذا المستثمر يمكنه إبرام عقد مشتقات يضمن له التعاقد على العملة من الآن بسعر متفق عليه، على أن يتم التنفيذ الفعلي عندما تتوافر له الأموال المطلوبة؛ أما الصورة الثانية فتتمثل في حالة مستثمر يمتلك عملة معينة ويخطط لبيعها في تاريخ لاحق، في الوقت الذي يخشى فيه انخفاض سعرها عندما يحين ذلك الوقت، هذا المستثمر يمكنه إبرام عقد على أحد المشتقات لبيع العملة مستقبلاً بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد؛ أما عن عقود المشتقات المستخدمة في التغطية فهي أساساً العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات وعقود المبادلة⁴.

¹ Imad shehab, "the banking & financial implications engineering in the arab region", union of arab banks, libanon, 1996, P12 ;

² Brian Coyle, "Hedging Currency Exposures", Global Professional Publishing, London, United Kingdom, 2000, p14.

³ حاكم الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية"، دار اليازوري، الأردن، ط1، 2011، ص92.

⁴ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص65.

يهتم المتحوطون بالتقليل من المخاطرة التي يواجهونها بالفعل، إذ تتبع البنوك ومختلف المؤسسات نظام شامل لقياس وإدارة المخاطر، والتي تتعلق جزء منها بإدارة المخاطر التي تتعرض لها نتيجة التقلبات في معدلات الصرف الأجنبي، ولتقليل هذه المخاطر حتى تكون ضمن المستويات المقبولة التي يقررها مجلس الإدارة، تستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر باستخدام المشتقات المالية لضمان بقاء مراكز الأسعار ضمن الحدود المقررة. وذلك من خلال نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن يرغب في تحملها (بائع العقد)، وذلك مقابل تكلفة تمثل تكلفة العقد ذاته.¹

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الجهة التي ترغب في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف تعتمد في اختيارها للأداة التي تعد مناسبة على العناصر الآتية:²

- جانب المخاطرة للمركز النقدي المراد تغطيته؛
- نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط تغطيتها؛
- تكلفة التحوط؛
- فعالية أدوات التحوط المختلفة.

■ **المضاربة "Speculation":** تشمل المجموعة الثانية من المشاركين في سوق الصرف الأجنبي المضاربين، وهم الأفراد الذين يعرضون أنفسهم عمدا لمخاطر الصرف، بناء على توقعاتهم بشأن التغيرات في السعر الفوري للعملة³، فالمضارب هو متعامل يتحمل طواعية مخاطر الصرف، على أمل أن التطور المستقبلي لسعر الصرف، واستنادا إلى معطيات معينة، سيسمح له بتحقيق مكاسب رأسمالية؛ حيث أنه إذا كان المستثمرون يبحثون عن عائد مرتفع بدون النظر إلى مخاطر التغير في أسعار الصرف، فإنهم يلجئون إلى المضاربة في سوق العملات الأجنبية.⁴

ويعد المبدأ الذي تقوم عليه المضاربة المنطلق المعاكس للمبدأ الذي يقوم عليه التحوط، فبينما يسعى المتحوطون إلى تفادي التعرض للتقلبات والتحركات في أسعار الصرف، نجد أن المضاربين

¹ جهيدة نسيلي، "الهندسة المالية والأسواق المالية" أطروحة دكتوراه في النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016/2015، ص 117.

² سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط 1، 2005، ص 95.

³ F.R.Casas, "Stabilité des marchés de change au comptant et à terme : une approche d'équilibre simultané". L'Actualité économique, Volume 59, N°(2), HEC Montréal, Juin 1983, P244.

⁴ إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

في سوق العملات الأجنبية يتجهون نحو التعرض الإزادي للخطر نظير أرباح كبيرة في حال التوقع الصحيح لما ستكون عليه أسعار الصرف في المستقبل¹.

في ظل المضاربة يترك مركز العملة مفتوحاً لمخاطر تحركات العملة، ولا يتخذ أي مركز آخر لتقليل أو تغطية مخاطر هذا المركز المفتوح، وتعد المشتقات المالية على العملة أكثر أدوات المضاربة فعالية، إذ أن جزء كبير من المعاملات المشتقة مبني على التوقعات، إذ ابتكرت هذه الأدوات، أي المشتقات، لتزويد قطاع الأعمال بأداة للحماية من عدم الاستقرار في الأسعار، وهو ما يشكل تقنية تحوط ضد أي تغير مستقبلي معاكس في أسعار الصرف؛ وما دام أن هناك أطراف تلجأ لهذه الأدوات من أجل التحوط ضد أي تغير غير مرغوب في الأسعار، كان لزاماً تواجد أطراف آخرين يعرضون أنفسهم لهذه المخاطرة وهم المضاربون؛ خاصة أنهم يشاركون في عقود المشتقات بمبالغ كبيرة من خلال دفع مبلغ وديعة الضمان فقط في البداية (الوديعة المطلوبة) عن طريق غرفة المقاصة في الأسواق المنظمة) أو عمولة الوسيط في الأسواق غير المنظمة، مما يسمح لهم بممارسة رافعة مالية كبيرة.

مثال توضيحي: يمكن للمضارب الذي يتوقع أن السعر الفوري خلال 90 يوماً أن يتجاوز السعر الآجل الحالي لعقود 90 يوماً أن يحقق ربحاً عن طريق شراء الصرف الآجل لأنه سيكون قادراً على بيعه بسعر فوري أعلى عندما يأتي العقد الآجل عند الاستحقاق، أو العكس.

وتجدر الإشارة إلى ضرورة تمييز المضارب بالفطنة واليقظة حتى لا يجد نفسه في وضعية سيئة، فاتخاذ القرار السليم في الوقت المناسب يعتبر من أهم خطوط دفاع المضارب، وغالباً ما يجب على المضارب اتخاذ بعض القرارات ضمن ما يعرف باستراتيجية إيقاف الخسارة؛ ففي حالة عدم تحقق توقعاته، عليه ألا يحاول تصحيح مسار السعر، لأن تلك المحاولات ستضاعف من وضعيته الأساسية وبالتالي تؤدي إلى مضاعفة خسائره، فالتصرف السليم في هذه الحالة هو التخلص من الوضعية بخسائر معينة معلومة.²

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

² زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 38.

غير أنه ولمرات عديدة ارتبطت المضاربة إلى حد كبير بنشوب الأزمات المالية، وانتهيار الأنظمة النقدية، وبشكل خاص عندما ظهرت المشتقات التي ساعدت على تضخم المضاربة المالية من أجل تحقيق الأرباح قصيرة الأجل ومن دون أي ارتباط بالاقتصاد العيني¹.

■ **المراجحة "Arbitrage":** إن المراجحة تعني الاستفادة من اختلاف أسعار إحدى العملات في أسواق منفصلة عن بعضها وفي وقت معين، وذلك عن طريق شراء العملة من أحد الأسواق بسعر معين وبيعها مباشرة في سوق أخرى بسعر أعلى بقصد تحقيق الأرباح²، في هذا النوع من المضاربة يتم تحقيق ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يكون هناك عدم توافق بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي³.

مثال توضيحي: بافتراض أنه بتاريخ 2021/06/26، على الساعة 13:55 بتوقيت غرينتش، كان سعر اليورو مقابل الدولار الأمريكي $1 \text{ EUR} = 1.1318 \text{ USD}$ في سوق لندن، بينما كان في نفس اللحظة $1 \text{ EUR} = 1.1838 \text{ USD}$ في سوق نيويورك، سيستغل المراجع فرصة عدم تكافؤ سعر اليورو في السوقين من أجل تحقيق أرباح تتمثل في الفرق بين السعرين، حيث سيشتري اليورو من سوق لندن ويعيد بيعها في سوق نيويورك ليحقق ربحاً قدره 0.052 دولار عن كل يورو، وقوم بذلك عبر منصات التداول باستخدام وسائل الاتصال الحديثة كالانترنت.

تؤدي عملية المراجحة في النهاية إلى تحقيق التوازن بين أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية في ظل الحرية التامة في تحويل العملات داخل الأسواق، حيث ستعمل على تقارب أو ربما تساوي أسعار الصرف في مختلف الأسواق، ذلك أن المراجحين سيزداد طلبهم على العملة في السوق التي يسودها السعر الأرخص للعملة ليتم إعادة بيعها في السوق الذي تكون فيه الأسعار بقيم أعلى وهو ما سينتج عنه ارتفاع عرض العملة في هذه الأسواق، وامثالاً لقانون العرض والطلب سترتفع الأسعار في السوق الذي زاد فيها الطلب على العملة (وهو السوق الذي كانت أسعاره منخفضة-سوق لندن في المثال السابق) بينما ستنخفض الأسعار في الأسواق التي زاد فيها عرض العملة (وهي الأسواق المقابلة

¹ زياد حافظ، "الأزمة المالية العالمية، البحث عن نموذج جديد"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، صادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، لبنان 2011، ص ص 18-19؛

² محمود عزت اللحام، مرجع سبق ذكره، ص 244.

³ جهيدة نسيلي، "محاضرات في المشتقات المالية"، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2016، ص 07.

للأسعار المرتفعة- سوق نيويورك في المثال السابق)، وبتكرار هذه العملية سوف تميل الأسعار إلى التوازن في كلا السوقين.

ويمكن التمييز بين نوعين من المراجعة:¹

- المراجعة الثنائية: تتم هذه العملية في سوقين مختلفين، وتؤدي إلى زيادة الطلب على العرض في السوق منخفض السعر، وزيادة العرض في السوق مرتفعة السعر، وهذا يؤدي في النهاية إلى إعادة التوازن في كلا السوقين؛

- 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 المراجيح، سواء في عملية المراجعة الثنائية أو المتعددة، أي مخاطر من أي نوع، معتبرا أنه يتعامل على أساس أسعار الصرف المعروفة والمعلنة، كما أنه لا يتخذ مركزا مفتوحا، حيث سيتم إغلاق المركز الناتج عن عملية الشراء في أحد السوقين في نفس الوقت الذي يتم عنده بيع العملة في السوق الثاني، ولا تقتصر المراجعة على سوق معين، ولكن يمكن الحصول على جميع المنتجات المتاحة في سوق الفوركس.

المطلب الثالث: المراكز المالية الدولية لأسواق الصرف الأجنبي

تتركز الأسواق المالية الدولية بمختلف منتجاتها في بلدان معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية، أهمها نيويورك، لندن، طوكيو،... الخ، أين يكون التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية ليعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه، وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحويلات مع الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية. ومن الافتراضات الأساسية للمركز المالي أن المعاملات المالية بجميع أنواعها (عقود، تحويلات، عمليات البورصة ...) قابلة للتداول بجميع العملات (عملة الدولة أو العملات الأساسية الأخرى)، من خلال المؤسسات المالية العاملة داخل السوق (محلية أو أجنبية) بالإضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي؛ وفي هذه المراكز تتم عقود العملات الأوروبية

¹Josette Peyrard, "Gestion Financière Internationale", 3ème édition, Vuibert, Paris, France, 1995, pp 55-56.

والدولار، وفيها يتم التفاوض حول مختلف عمليات الصرف، والمراكز المالية النشطة هي الأكثر تطوراً والأكثر سيولة.¹

يمكن أن تقسم أسواق العملات الأجنبية في العالم إلى أربعة مجموعات رئيسية على أساس جغرافي، وذلك كما يلي:

1- أسواق الشرق الأقصى (Far East Markets): تتميز هذه المجموعة بكونها أول من يفتح أبوابها للتعامل نظراً لموقعها الجغرافي الذي تشرق فيه الشمس بداية، ومن أهم هذه الأسواق: "طوكيو، هون كونج، سنغافورة".

■ سوق طوكيو: نظراً لزيادة دور اليابان في التجارة الخارجية بين دول العالم ازدادت أهمية هذا السوق وأخذ يلعب دوراً كبيراً في المنطقة، فتسارع معدلات تراكم رأس المال وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وتزايد الصادرات، أوجدت الظروف المناسبة لتطور هذا السوق، حيث بلغ متوسط التداول اليومي فيه 374 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 6.5% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية، وذلك حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية "BIS"؛

■ سوق هونج كونج: برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت هونج كونج قاعدة صناعية عالمية، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 275 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 1.4% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

■ سوق سنغافورة: برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت سنغافورة قاعدة صناعية ومالية تخدم منطقة جنوب شرق آسيا، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 383 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 7.5% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

2- أسواق الشرق الأوسط (Far East Markets): لقد ازدادت أهمية هذه الأسواق نتيجة لزيادة إيرادات بعض دول المنطقة من عائدات النفط، وهي تفتح أسواقها للتعامل بعد (5) ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأقصى، ومن أهم أسواق هذه المجموعة:

¹ ياحي عيسى، "أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، المجلد الخامس، العدد الخامس، 2005، ص 37-38.

- **سوق البحرين:** تعتبر البحرين مركزاً مالياً للعمليات المصرفية الخارجية "offshore center" تخدم منطقة البحرين والخليج العربي والسعودية، حيث بلغ متوسط التداول اليومي 9 مليار دولار أمريكي في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 1.0% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛
- **سوق دبي:** وله أهمية مالية خاصة للإمارات العربية المتحدة، ومنطقة الخليج العربي؛
- **سوق الرياض:** تبرز أهمية الرياض كونها عاصمة المملكة العربية السعودية التي تملك أكبر مخزون نفطي في العالم، ويعتبر اقتصادها أكبر اقتصاد في منطقة الخليج العربي، ولقد بلغ متوسط التداول اليومي في سوق الرياض 5 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013؛ مشكلاً ما نسبته 1.0% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.
- 3- **الأسواق الأوروبية (Europe Markets):** تعتبر السوق الأوروبية السوق الأم بالنسبة لعمليات الصرف، وقد بدأت تاريخياً كسوق للدولار الخارج من أمريكا، ومنطقة تجمع للودائع دولية النشاط في بنوك أوروبا، ومن أهم المراكز في السوق الأوروبية نجد كل من "لندن، فرانكفورت، زيورخ، باريس"، بالإضافة إلى مراكز أقل أهمية في كل من "أمستردام، بروكسل، كوبنهاجن، جنيف، لكسمبورج، مدريد، ميلانو، أسلو، روما، ستكهولم"¹. يبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثلاث ساعات بعد بدء العمل في أسواق الشرق الأوسط، ومن أهم أسواق هذه المجموعة ما يأتي في العناصر التالية.
- **سوق لندن:** ويعتبر أكبرها على الإطلاق، إذ يشكل مركزاً عالمياً مهماً لجميع أسواق المال في العالم، ولهذا السوق تاريخ طويل نظراً لكون بريطانيا دولة عظمى كانت تسيطر على معظم الدول وتنتشر مستعمراتها من أقصى الشرق إلى أقصى الغرب، كما تهتم الحكومة البريطانية بدعم هذا السوق نظراً للفائدة الاقتصادية التي تحققها من ذلك؛ ومن الجدير بالذكر أن حجم التداول في سوق لندن للعملات الأجنبية يشكل غالباً ثلث حجم التداول العالمي في أسواق العملات الأجنبية، مما يجعل من هذا السوق الأكثر تقلباً خلال النهار حيث أن معظم عمليات التداول تتم من خلال سوق لندن وذلك لما يتمتع به هذا السوق من كفاءة وسيولة، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 726,2 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 40.9% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛
- **سوق فرانكفورت:** وتبرز أهمية هذا السوق كون ألمانيا تشكل عاملاً مهماً في التجارة الدولية، ومن أكبر دول أوروبا التي تتعامل بالعملة الأوروبية الموحدة (اليورو)، ويقع فيها مركز البنك المركزي

¹ إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الأوروبي، بلغ متوسط التداول اليومي في سوق فرانكفورت 111 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 7.1% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية؛

■ **سوق زيوريخ:** تعتبر مركزاً مالياً مهماً نظراً لما تتمتع به سويسرا من استقرار سياسي واقتصادي، وكذلك تميز قوانينها بالسرية والكتمان في التعاملات البنكية، حيث بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 216 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 2.3% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية؛

■ **سوق باريس:** وهو من الأسواق الأوروبية المهمة نظراً لحجم الاقتصاد الفرنسي وحجم التبادل التجاري الفرنسي مع العالم، لعبت فرنسا قبل الحرب العالمية الأولى دوراً هاماً في السوق المالي الدولي، لأن الأحجام الكبيرة لتراكم رأس المال ومحدودية استعماله في المجالات الإنتاجية داخل فرنسا ساعد البنوك الفرنسية على تبوء مركز هام في تمويل عمليات التجارة الدولية وتقديم القروض للدول الأخرى. فبعد الحرب العالمية الأولى والثانية تدنت أهمية فرنسا كمصدر دولي حيث انخفضت الاستثمارات الفرنسية الخارجية بعشر مرات تقريباً بالمقارنة مع عام 1913، لكن خلال الستينات أخذ السوق المالي الفرنسي يكتسي أهمية مجدداً وهذا بسبب ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات تراكم رأس المال، بالإضافة إلى وضع ميزان المدفوعات. وبلغ متوسط التداول اليومي في سوق باريس 190 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013، مشكلاً ما نسبته 8.2% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

4- **أسواق أمريكا الشمالية "North America Markets":** بعد الحرب العالمية الثانية، تعاظمت موارد الولايات المتحدة الأمريكية، وتزايد الطلب على الدولار، مما ساهم في بروز أسواق صرف أمريكية تتمتع بحرية تعاملات في ظل أوضاع اقتصادية مواتية، على عكس ما كان عليه الأمر في أوروبا.

تفتح هذه الأسواق أبوابها للتعامل بعد (5) ساعات من أسواق أوروبا، ومن أهم أسواق هذه المجموعة:

■ **سوق نيويورك:** ويعتبر أهم مركز مالي في أمريكا الشمالية، فهو يعتبر المركز المالي الرئيسي في السوق المالي العالمي، وذلك بسبب الإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة الأمريكية، الأحجام الكبيرة لتراكم رؤوس الأموال، الدور الهام في العلاقات الاقتصادية الدولية، والوضع المميز للدولار في النظام النقدي الدولي؛ حيث ظهرت نيويورك كمركز مالي دولي بعد الحرب العالمية الثانية في عام 1959، ثم إصدار قرضين بالدولار (استرالي وبلجيكي) بمبلغ إجمالي 55 مليون دولار، وحتى منتصف

الستينات تم في نيويورك إصدار سندات أجنبية بمبلغ (7.5) مليار دولار اشترى معظمها من قبل البنوك الأجنبية (الأوروبية)، ثم ارتفعت الاستثمارات الطويلة الأجل في الأسهم والسندات الأوروبية تدريجياً وكان حوالي نصف هذه السندات محرر بالدولار والباقي بالعملات الأخرى.

■ . سوق شيكاغو: حيث تعتبر شيكاغو مركزاً مالياً صناعياً مهماً في الولايات المتحدة الأمريكية؛

■ . سوق لوس أنجلوس: تعتبر لوس أنجلوس مركزاً مالياً وتجاريًا في الولايات المتحدة الأمريكية. ومن الجدير بالذكر أن متوسط التداول اليومي في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية بلغ 263,1 مليار دولار أمريكي في أبريل 2013 ، مشكلاً ما نسبته 9.18% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية

■ . سوق توريننتو: تعتبر توريننتو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا، وقد بلغ متوسط التداول اليومي في هذا السوق 65 مليار دولار أمريكي وذلك في أبريل 2013 ، مشكلاً ما نسبته 1% من إجمالي حجم التداول اليومي في سوق العملات الأجنبية حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية.

من ناحية أخرى، يتم إنشاء أسواق الصرف المحلية في معظم البلدان لغرض استبدال العملة المحلية بالعملات الأجنبية، وقد يكون هناك العديد من أسواق الصرف داخل دولة واحدة كما هو الحال في معظم البلدان النامية، وقد تتحد في سوق واحد، وإذا تم ذلك، سيتم تشكيل البنك المركزي والبنوك والمؤسسات التجارية لسوق محلي شبه موحد يتم التعامل فيه بالعملات الأجنبية وفق أسعار صرف متقاربة إلى حد ما، أي في حدود هوامش ضيقة. وعند تعدد أسواق الصرف المحلية، يتم فصل السوق الرسمي الذي يمثله البنك المركزي عن المتعاملين الآخرين، وقد يتم إنشاء سوقين أو أكثر من أسواق الصرف الأجنبي (السوق الموازية أو السوق غير الرسمية) وتتعامل هذه الأسواق بأسعار صرف أعلى. من سعر الصرف الرسمي.¹

في الأخير نشير إلى 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 يبينه الجدول الموالي.

¹ ميكائيل نواك، "الأسواق السوداء في العملات الأجنبية"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1985، ص 25

الجدول رقم 01: التوزيع الجغرافي لدوران العملات الأجنبية خارج البورصة

البلد	2013		2016	
	قيمة التداول	%	قيمة التداول	%
أستراليا	182	2,7	121	1,9
كندا	65	1	86	1,3
الصين	44	0,7	73	1,1
الولايات المتحدة الأمريكية	1 263	18,9	1 272	19,5
فرنسا	190	2,8	181	2,8
ألمانيا	111	1,7	116	1,8
هونغ كونغ	275	4,1	437	6,7
سنغفورة	383	5,7	517	7,9
سويسرا	216	3,2	156	2,4
بريطانيا	2 726	40,8	2 406	36,9
اليابان	374	5,6	399	6,1
هولندا	112	1,7	85	1,3
المجموع	6 686	100	6 514	100

المراجع: بنك التسويات الدولية، متوفر على الصفحة الإلكترونية:

<https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>

المبحث الثاني : هيكل سوق الصرف الأجنبي

يتميز سوق الصرف الأجنبي بمجموعة من الآليات والتقنيات التي ساهمت في تسهيل المعاملات وتبسيطها، فصفة العالمية التي تغطي على هذا السوق استوجب إرساء مجموعة من الأسس، الأعراف والتقاليد والممارسات للتعامل فيه مع ضرورة تشابهها في مختلف المراكز المالية العالمية، والإلمام بها يعد عامل أساسي لفهم مختلف العمليات في سوق الصرف، ومنه الخوض فيها.

المطلب الأول: المتعاملون الرئيسيون في سوق الصرف الأجنبي

يتعامل في سوق الصرف الأجنبي العديد من الجهات الذين يطلق عليهم مستخدمو السوق، حيث يمكن تقسيمهم إلى أربعة مستويات كما يلي:¹

1- المستوى الأول- المستخدمين النهائيين: أو المستخدمين المباشرين للعملة الأجنبية إذ يقومون بإبرام صفقات في هذا السوق إما لغرض التحوط وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة السياح وشركات الأعمال من مصدريين ومستوردين والمستثمرين وغيرهم. فيلجأ 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.²

2- المستوى الثاني- صناع السوق "Market Makers": ويتضمنون البنوك والمصارف التجارية التي تعمل كأنها دور مقاصة بين عارضي الصرف الأجنبي وطالبيه. وهم الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها التي تقترب من 0.03% وهي أقل بكثير من فروق الأسعار في أي سوق مالي آخر باستثناء سوق أذون الخزنة، غير أن صناع السوق يستفيدون من الحجم الكبير في سوق الصرف الأجنبي، إذ تمثل الأرباح التي يجنيها المتداول من خلال المتاجرة بالعملات الأجنبية ما بين 10 و20% من الأرباح السنوية المحققة لدى بعض البنوك³، ومن أجل القيام بهذه الوظيفة على أحسن وجه، يكون صانع السوق مجبرا على اتخاذ وضعيات صرف بعملات متعددة في حدود ما تسمح به سياسة البنك وتوجهات البنك المركزي، كما أن صانع السوق يقوم بكل النشاطات الممكن ممارستها في السوق مثل عمليات التحكيم، التحوط والمضاربة.

¹ محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 241.

² زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ David Eiteman et autres, "Gestion et Finance Internationales", traduction Michel-Henry Bouchet et autres, 10ème édition, Pearson Education, Paris, France, 2004, p136.

وتشمل فئة صناع السوق المؤسسات التالية:

- شركات الاستثمار أو الصناديق الاستثمارية: تمثل الصناديق الاستثمارية كيانات تعود في معظمها إلى مؤسسات استثمارية أو شركات التقاعد أو شركات التأمين، وتتدخل في سوق الصرف الأجنبي بحسب ما تمليه مصالحها، ومن أشهر هذه الصناديق "كوانتم" وهو الصندوق الذي يملكه المستثمر المشهور "جورج سوروس" الذي اقترن اسمه بأزمة الأسواق المالية في آسيا عام 1997، وما زال يعتبر من أكبر المستثمرين القادرين على توجيه التأثير في مجرى سوق الصرف الأجنبي.¹
- البنوك العالمية: تمثل البنوك أهم وأكبر اللاعبين في أسواق الصرف الأجنبي العالمية حيث التعامل اليومي على مدار الساعة مع بعضهم البعض أو مع السماسرة أو المستثمرين العاديين عبر ممثلهم الدائمين في هذا المجال، ولا يخفى أيضا أن التأثير الأكبر في تحريك السوق وتحديد وجهته ينحصر في يد كبار البنوك العالمية، إذ أن صفقاتهم اليومية تبلغ مليارات الدولارات، ومن بين هذه البنوك العالمية نذكر: HSBC، Citibank، XTX Markets، UBS، JP Morgan، Bank of America Merrill Lynch، State Street، Goldman Sachs، Jump Trading، Deutch Bank ونظرا لإجمالي كميات التداول الضخمة التي تقوم بها هذه الشركات تستطيع أن تؤثر بشكل كبير في السوق من خلال تأثيرها في عمليات العرض والطلب على هذه العملات.
- صناديق التحوط "Hedge funds": وهي عبارة عن صندوق استثمار جماعي مغلق، يضم عدد محدود من المستثمرين الأثرياء الذين يبحثون عن معدلات عائد مرتفعة (500 مستثمر)، أغلبية هذه الصناديق مسجلة في الملاذات الضريبية Les paradis Fiscaux أي في دول لا تفرض عليها ضرائب ولا تخضعها للرقابة (Off-shore*)، في حين أن إدارة هذه الصناديق يتم من قبل مسيرين في دولة أخرى مما يجعلها تفتقد للشفافية لأنها ليست ملزمة بنشر معلومات مفصلة حول محافظها، كما لا تخضع للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية، احتلت هذه الصناديق الأسواق المالية وسوق الصرف الأجنبي، حيث تلعب دورا هاما في إنعاش السوق من خلال المبالغ التي تضخمها. غير أنها تتميز بالاستعمال المفرط للرافعة المالية وهو ما جعل المختصين يطلقون عليها مصطلح "HLI" (Highly Leveraged)

¹ السيد متولي عبد القادر، "الاقتصاد الدولي: النظرية والسياسات"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2011، ص 121

* وهي مدن أو مناطق أو بلدان صغيرة تقدم حوافز واسعة جدا لجذب الأعمال من دول أخرى من خلال السماح بالدخول والخروج الحر للأفراد والأموال عبر حدود الدولة ومن خلال تبني مواقف مرنة حول الضرائب والتشريعات القانونية المفيدة للمستثمرين في سوق أفسور، وقد ذكرت بيانات صندوق النقد الدولي أنه يوجد نحو 21 مركزا للأفسور في العالم منها دولة البحرين، جزر بهاما، جزر سليمان وهونغ كونغ، لوكسمبورغ، بنما، سنغافورة، قبرص، كوستاريكا، سيدني، إمارة دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة، تاوان حيث تم إنشاء مراكز حديثة نسبيا مثل مراكز المال عبر البحار (Centers Financial Overseas OFC)، جزر موريشوس، دبلن وفي أماكن أخرى.

Institutions) ويأخذ هذا الرفع المالي عدة أشكال¹: كالبيع على المكشوف، والتعامل في المشتقات بهامش تغطية بسيط، مع الاقتراض من البنوك وخاصة بنوك الاستثمار التي تعتبر الشريك الأهم لهذه الصناديق، وقد سمح سوق الصرف الأجنبي لهذه الصناديق بالمضاربة بعشرات المليارات من العملات الأجنبية في نفس الوقت؛ إضافة إلى استعمالها لاستراتيجيات الإدارة البديلة^{**} لمحافظتها ذات المخاطر العالية والعائد المرتفع، والدافع في تحمل هذه المخاطر هو تقاضي مسيرتها عمولة 2 % عن قيمة الأصول المدارة و 20 % من عائد المحفظة².

في عام 2019 ، أفاد بنك التسويات الدولية أن أكثر من 90٪ من جميع عمليات تداول العملات الأجنبية كانت إما بين البنوك (39٪) أو مع مؤسسات مالية أخرى بما في ذلك صناديق التحوط وصناديق الاستثمار المشتركة وبيوت الاستثمار وشركات الأوراق المالية (53٪)، تم 9٪ فقط من التداول بين البنوك والعملاء غير الماليين.

3- المستوى الثالث- السماسرة أو الوسطاء: تتعامل البنوك التجارية والاستثمارية المتوسطة والصغيرة الحجم مع البنوك صانعة السوق في شراء وبيع العملات الأجنبية إما لصالحها أو لصالح عملائها من خلال الاتصال بالعديد من البنوك صانعة السوق للإطلاع على الأسعار واختيار السعر الأحسن. حيث تنحصر مهمة هذه البنوك كعميل تجاري في الربط الدائم بين المشتري والبائع والتحرك من جهة كوسيط بين مختلف البنوك، ومن جهة ثانية بين البنوك والمستثمرين العاديين؛ وتتحصل هذه البنوك عادة على عمولة معينة إذا كانت المعاملة لصالح عميل معين وهو ما يسمى بـ "Brokerage"، أو توسيع هامش المتاجرة بإضافة عدد من النقاط لسعر البيع وطرح عدد من النقاط من سعر الشراء³،

نتيجة للدور الفاعل والمؤثر للسماسرة في سوق الصرف، فقد تشكلت منذ فترة ليست بالبعيدة بيوت السمسرة أقيمت نشاطها مع تطور تقنيات الاتصال وشيوع الإنترنت من خلال إنشاء منصات إلكترونية خاصة بالمعاملات في سوق الصرف، ويمكن رسم خريطة دقيقة حول تطور السمسرة في التسلسل الزمني التالي⁴:

■ 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 الاتصال الأكثر استخداما الهاتف؛

¹ André Cartapanis, Jérôme Teitette, " Les hedge Funds et la crise financière Internationale", Revue d'économie financière, No spécial, juin 2008, P5.

^{**} تقوم على فكرة أخذ وضعية بيع ووضعية شراء في نفس الوقت للأصول التي تعتقد أنها ابتعدت عن قيمتها الأساسية أو لوجود خلل في أسعارها كما تأخذ عدة أشكال: حسب اتجاه السوق، حسب الأحداث، المراجعة ...

² Andrew Crockett, "Evolution et régulation des Hedge funds", Banque de France, revue De la stabilité financière N° spécial hedge funds , 10 avril 2007, P 19 ;

³ شقيري نوري موسى وآخرون: "إدارة المخاطر"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 234.

⁴ زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 28.(بتصرف)

■ بعد سنة 1995: أثر تطور تكنولوجيات الاتصال على وظيفة السمسرة في سوق الصرف؛ في عام 1992، قدمت رويترز نظام الوساطة الإلكترونية الآلي "رويترز التعامل 2000-2" (Reuters Dealing 2000-2)، يسمح نظام رويترز للتجار بإدخال أسعارهم بشكل مباشر، تظهر الأسعار على الشاشة كافتباسات مباشرة مجهولة المصدر، يمكن للتجار في جميع أنحاء العالم تحديد السعر من المنصات الخاصة بهم، ثم تتحقق رويترز 2000 من التوافر المتبادل للائتمان بين الطرفين، وتكمل المعاملة عن طريق تأكيدها.

بعد تقديم رويترز 2000، تم تطوير أنظمة منافسة أخرى، مثل MINEX التي طورتها البنوك اليابانية، و Dow Jones Telerate، وخدمة السمسرة الإلكترونية (EBS)، التي طورتها Quotron ومجموعة من البنوك الأمريكية والأوروبية.

وأدى ظهور ما يعرف بالسمسرة الإلكترونية خصوصاً 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 للغاية:

- 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، تحصل هذه الأنظمة على أفضل أسعار الصرف لأزواج العملات المختلفة وتربط أوامر الشراء بأوامر البيع القادمة من قبل البنوك، حيث تربط هذه الأنظمة أكثر من 1000 بنك معاً.

اكتسبت منصات التداول الإلكترونية حصة في السوق بشكل سريع، إذ ارتفعت حصة السمسرة الإلكترونية من 2٪ في عام 1993 إلى ما يقرب من 20٪ في عام 2001، وفي مسح بنك التسويات الدولية الأخير، في عام 2019، كانت حصة السمسرة الإلكترونية في سوق الصرف الأجنبي الفوري 56٪ بالنسبة لبعض قطاعات السوق، مثل تلك التي تنطوي على العملات الرئيسية، ورد أن الوسطاء الإلكترونيين غطوا 90٪ من سوق ما بين البنوك، وانخفضت فروق الأسعار بين العرض والطلب للعملات الرئيسية إلى ما يقرب من اثنين إلى ثلاثة في المائة من السنت الأمريكي.

في الوقت الحاضر، أصبح سوق تداول العملات الأجنبية الإلكترونية تنافسي من الدرجة الأولى، مع ظهور العديد من منصات التداول القوية، المنصات الإلكترونية الرائدة هي Services Broking Electronic EBS و Thompson Reuters و Bloomberg، أما المنصات الأخرى فهي FX Connect و Currenex و T360، أما البنوك الكبرى مثل (باركليز، سيتي، يو بي إس) تستخدم منصاتها الخاصة.

1-4-المستوى الرابع – البنك المركزي: وهو أعلى المستويات وهو بنك الدولة وبنك البنوك والذي يعد الملجأ الأخير للإقراض أو لبيع وشراء العملات عندما لا تتطابق الإيرادات الكلية مع النفقات الكلية من الصرف الأجنبي، فهو من يحتفظ بحسابات الدولة لديه ويدير السياسة النقدية التي تهدف إلى التحكم في العرض النقدي والمحافظة على استقرار سعر صرف العملة المحلية من خلال قيامه ببيع وشراء العملات الأجنبية من وإلى البنوك، فهو إما يسحب من احتياطياته من العملة الأجنبية أو يضيف إليها، وذلك لتلبية حاجات البنوك من العملة الأجنبية.¹

تمتلك البنوك المركزية القدرة على التحكم في العرض والطلب على عملاتها الوطنية، لذلك فهي تلعب دوراً غاية في الأهمية في سوق العملات الأجنبية²، فالبنك المركزي يتعامل بحجم كبير من العملات الأجنبية بيعة وشراء، حيث يدير غطاء النقد وذلك باستثمار موجوداته من العملة الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج، كما ينوع محفظته من العملات الأجنبية المختلفة حتى لا يتأثر سعر صرف العملة المحلية. غير أن حجم وطريقة تدخل هذه البنوك يختلف 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؛ أما في الأنظمة الثابتة، نجد أن تدخل البنوك المركزية أمراً ثابتاً في سياستها ويتكرر كلما حاد سعر الصرف عن السعر الثابت، ويتطلب ذلك استخدام البنك المركزي أداة السوق المفتوح للتأثير على مسار العرض والطلب، ومن ثم على ميل سعر الصرف؛ وتعتمد هذه البنوك عند تنفيذ تدخلاتها من أجل زيادة فرص نجاحها في التأثير بميل سعر الصرف 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 حساساً لأي تغير في العرض والطلب مهما كان حجمه.³

المطلب الثاني: العملات المتداولة في سوق الصرف الأجنبي وطرق ترميزها

توجد المئات من العملات في سوق العملات الأجنبية، التي تمثل العملات الوطنية لمختلف الدول من جميع أنحاء العالم والتي تصل إلى 180 عملة معترف بها كعملة قانونية، وتنقسم العملات الأجنبية في السوق إلى عملات رئيسية، عملات ثانوية والعملات الغربية، إلا أن التداول يتركز بشكل أساسي في

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 235.

² Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld, "International Economics Theory and Policy", Addison Wesley, seventh edition, Boston, 2005, p311.

³ زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 27.

هذه السوق على العملات الرئيسية. و يعتبر الدولار الأمريكي العملة الرائدة أو العملة الدولية الأكثر استخداما 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 صرف إلى حجم الاقتصاد الأمريكي والواقع الذي خلفه نظام بريتون وودز من خلال اعتماده التام على الذهب¹، وكانت والدولار الأمريكي أين تم اعتبار هذه العملة جيدة مثل الذهب العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى هذا المعدن بمعدل 35 دولار لكل أوقية واحدة

1- العملات الرئيسية (العملات الريادية، القيادية، الارتكازية): تعتمد العملات الرئيسية بشكل كلي على أقوى اقتصاديات العالم مثل الولايات المتحدة، اليابان، سويسرا، منطقة اليورو، كندا، المملكة المتحدة ونيوزيلندا، فالعملات الرئيسية هي العملات الوطنية لهذه الدول غير أنها تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد الدولي، إذ يتعين عليها أن تقوم بالوظائف الرئيسية للنقود على الصعيد الدولي، مثل وظيفة النقود كمقياس للقيمة من حيث استخدام العملة الرئيسية بشكل أساسي في تسعير المنتجات الدولية، أما ارتباط قيمة العملات الوطنية الأخرى ارتباطاً لصيقاً بالعملة الرئيسية هو ما يعبر عنه بأنها مقياس للقيمة، زد على ذلك اتساع دائرة وحجم استخدامها لتسوية المعاملات الدولية وفي عمليات البنوك والصرف والأسواق دولياً، وهو ما يعكس تحقيقها لوظيفة التبادل على المستوى الدولي²؛ ومن خصائص العملات الرئيسية أنها تتميز بالاستقرار النقدي، وجود فائض في الأرصدة الذهبية لبلدها، مكانة البلد في التجارة الدولية، قابلية التحويل بينها وبين عملات الدول الأخرى بسهولة وبدون تكلفة بتوفر بلدها جهاز مصرفي كفؤ وذو خبرة في تسوية المعاملات الدولية³؛ ويوضح الجدول الموالي أهم العملات الرئيسية ونسبة حجم تداولها في سوق الصرف بالعملات الأجنبية.

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

² مجدي محمود شهاب، "الوحدة النقدية الأوروبية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 57.

³ عرفان تقي الحسني، "التمويل الدولي"، مجدلوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص3.

الجدول رقم 02: أهم العملات المتداولة سوق الصرف بالعملات الأجنبية (الوحدة نسبة مئوية)

السنوات	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
USD	9.89	0.88	6.85	9.84	0.87	6.87	3.88
EUR	9.37	4.37	0.37	0.39	4.33	4.31	2.32
JPY	5.23	8.20	2.17	0.19	0.23	6.21	8.16
GBP	0.13	5.16	9.14	9.12	8.11	8.12	79.12
AUD	3.4	0.6	6.6	6.7	6.8	9.6	7.6
CAD	5.4	2.4	3.4	3.5	6.4	1.5	CAD
CHF	0.6	0.6	8.6	3.6	2.5	8.4	9.4
باقي العملات	21.3	21.1	27.6	24.8	26.4	29.8	33

Source: Bank for International Settlements (BIS), "Triennial central bank survey, report on foreign exchange and derivatives market activity in 2016; 2019", available at: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm>.

■ **الدولار الأمريكي (USD - \$):** وهو عملة الولايات المتحدة الأمريكية التي تمتلك أقوى اقتصاد في العالم، فقد تبني الكونغرس الأمريكي الدولار كعملة خاصة للبلد عام 1785، وهو أقوى العملات نتاجا لما أسفر عنه نظام بريتون وودز من خلال اعتماده التام على الذهب والدولار الأمريكي وقابلية تحويل الدولار إلى ذهب بمعدل 35 دولار لكل أوقية واحدة، فكان بذلك عملة جيدة مثل الذهب¹؛ ويهيمن الدولار الأمريكي على سوق الصرف بالعملات الأجنبية حيث أنه يستحوذ على أكثر من 87% من حجم المعاملات في هذا السوق، بالرغم من انخفاض قيمة الحقيقية بعد رفع الولايات المتحدة الأمريكية الغطاء الذهبي عنه عام 1971 حتى وصلت اليوم أقل بـ 40 مرة، إذ استخدمت عام 1995 أكثر من 380 مليار دولار كسيولة في السوق، ثلثي هذا المبلغ يتداول خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وقد تضاعف هذا الرقم عام 2005 ليصبح 760 مليار دولار²، أما بسنة 2018

¹ David Hénau, "Les mouvements internationaux de capitaux – comprendre les crises financières", édition educagri, Dijon Cedex, 2009, p57.

² طارق مراد، "النقود تاريخها وتطورها وأسواقها المالية"، دارالراتب الجامعية، بيروت، 2008، ص66.

أصبح يمتلك حصة الأسد من حجم التداول بهذه العملة بين مختلف العملات الأخرى حيث يبلغ متوسط حجم التداول بالدولار الأمريكي ما يقارب 2.2 تريليون دولار يومياً¹.

■ **اليورو (EUR - €):** تعد عملة اليورو من أبرز وأشهر العملات العالمية خاصة في قارة أوروبا على الرغم من الحداثة النسبية لها حيث تم اعتمادها في 1999/01/01 من طرف 11 دولة وتحت تحكم البنك المركزي الأوروبي الذي مقره بفرانكفورت بألمانيا، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل اليونان ابتداءً من 1 يناير 2001، ودخل اليورو حيز التداول عامًا واحدًا بعد ذلك. وأصبح يعد العملة الرسمية المتداولة في 19 دولة من دول الاتحاد الأوروبي الثماني والعشرون كما أنها العملة الرسمية في ست (06) دول غير الأعضاء في الاتحاد الأوروبي (انظر الملحق الأول)؛ تعد عملة اليورو ثاني أكبر عملة من حيث الاحتياطي العالمي بنسبة 24.4 لسنة 2013 كما يمثل 20% من الناتج المحلي العالمي و7% من التجارة الدولية²، وتصنف عملة اليورو على أنها العملة الثانية من حيث التداول بين مختلف دول العالم بعد الدولار الأمريكي (أنظر الجدول رقم 02)، ويتم التداول بعملة اليورو بين معظم دول منطقة اليورو.

■ **الين الياباني (JPY - ¥):** يعد الين الياباني إحدى أكثر عملات العالم تداولاً، وهو العملة الرسمية لليابان التي تم اعتمادها بتاريخ 10 ماي 1871 بدلا من العملة اليابانية القديمة المعروفة بالريو الياباني، وله فضل كبير في قوة الاقتصاد الياباني، فهو ثالث أكثر العملات تداولاً بالعالم حيث يتمتع الين بحضور عالمي بعد الدولار الأمريكي واليورو، كما أنه رابع عملة احتياطي بعد الدولار و اليورو و الجنيه الاسترليني؛ للعملة علاقة وثيقة بأسواق الأسهم، إذ أنها من أكثر العملات التي تستخدم في التجارة التي تسعى إلى تحقيق الربح من خلال وجود فرق في سعري الفائدة السائدين في دولتي عملتين، ما يعني أن المستثمرين سيتدينون الأموال بالين الياباني نظراً للفوائد المتدنية المتعلقة بالاستثمار بالين في الخارج، وهو ما جعل المتعاملين في عالم المال يطلقون على هذه العملة اسم عملة التمويل.

■ **الجنيه الإسترليني (GBP - £):** تسمى هذه العملة أيضاً بالجنيه البريطاني العظيم، وهو العملة الرسمية المستخدمة في المملكة المتحدة، اعتمد الإسترليني كعملة قابلة للتداول في بريطانيا سنة 1158 من قبل الملك هنري الثامن، الافتخار بالصفة التاريخية لهذه العملة جعل بريطانيا لا

¹Will Hall-Smith, "The top 10 most traded currencies in the world", Tuesday 04 September 2018 17:30, available at an electronic page <https://www.ig.com/au/trading-strategies/the-top-ten-most-traded-currencies-in-the-world-180904>, see the 12/01/2021.

²International Monetary fund (IMF), "International Financial statistics Annual Reports", 2014, Available on the website : www.imf.org/ Viewed on 12/01/2021.

تعتمد اليورو كعملة رسمية للبلاد رغم وجودها ضمن الاتحاد الأوروبي، إضافة إلى دوره في الحفاظ على أسعار الفائدة المحلية، إذ أنه العملة الأكبر قيمة بين العملات الرئيسية وتعتبر التغيرات التي تطرأ على سعر صرفه مقابل العملات الأجنبية الأخرى المتداولة متوسطة إلى قليلة، ويقع في المرتبة الرابعة بعد الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني من حيث حجم تداوله في سوق الصرف الأجنبي¹.

■ **الدولار الكندي (CAD - \$):** إن العملة المستخدمة في دولة كندا هي الدولار الكندي ويطلق عليه اسم لوني (loonie)، تحتل كندا المرتبة العاشرة كأكبر اقتصاد في العالم، ومن أبرز ما تتميز به هذه العملة أنها العملة الرئيسية في العالم المختصة بالسلع الأساسية، حيث إنها تتأثر وتؤثر بشكل مباشر على أسواق السلع الأساسية بما في ذلك المعادن الثمينة والنفط الخام، أي أن قيمته لا ترتبط بالسلع الكندية فقط وإنما تزداد قيمة الدولار الكندي وتنخفض وفقاً لارتفاع وانخفاض أسعار الموارد الطبيعية التي تشكل جزءاً مهماً من الصادرات الكندية، ومن هذه الموارد النفط الخام، والأخشاب، والمعادن النفيسة، إضافة إلى التعدين.

■ **الدولار الأسترالي (AUD - \$):** هو العملة الرئيسية في استراليا وبعض الجزر المحيطة مثل أنتاركتيكا، جزيرة عيد الميلاد، جزر كوكس، مكدونالد، ناورو، وجزيرة توفالو، يمثل التداول الأسترالي حوالي 4% من التداولات اليومية للمتعاملين في أسواق الصرف بالعملات الأجنبية. في البداية، عند اعتماد الدولار الأسترالي كعملة عام 1910، كان الدولار الأسترالي مرتبطاً بالجنيه الإسترليني، وفي وقت لاحق أصبح مرتبطاً بالدولار الأمريكي، ومنذ عام 1983، تحول الدولار الأسترالي إلى سعر صرف عائم مقابل الدولار الأمريكي. تزايدت قوة الدولار الأسترالي بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة بفضل نمو طلب الاقتصاد الصيني على المواد الخام الأسترالية، حيث تعد استراليا أكبر مصدر للفحم والحديد الخام، وبالتالي فإن عملتها ترتبط بشكل كبير على أسعار هذه المواد وهذا ما جعله عرضة للانخفاض في فترات الركود، مثلما حدث عام 2015، حيث تراجعت قيمته إلى مستويات لم يشهدها منذ سبعينيات القرن الماضي، فانخفض بأكثر من 15 في المائة مقابل الدولار الأمريكي، ووصل تقريباً إلى التعادل مقابل الدولار النيوزلندي، كل ذلك كان بسبب

¹ طارق مراد، مرجع سبق ذكره، ص 74.

الركود في الاقتصاد العالمي وما انجر عنه من انخفاض أسعار النفط إلى أدنى مستوياته في عشر سنوات وتراجع أسعار خام الحديد والفحم¹.

■ **الفرنك السويسري (Fr–CHF):** يعد العملة القانونية في سويسرا، وهو الإصدار الوحيد من الفرنك الذي لا يزال يصدر في أوروبا، ويعتبر العملة الرئيسية الوحيدة لدولة أوروبية ليست عضواً في اتحاد النقد الأوروبي وليست عضواً كذلك في الدول الصناعية السبع الكبرى في العالم؛ تعد هذه العملة للكثير من المتداولين في سوق الصرف الأجنبي الملاذ الآمن بالنسبة لهم، حيث أن تقلب سعر صرفها في سوق العملات الأجنبية هو متوسط إلى ضعيف، لذلك فهي عملة مستقرة نسبياً، ويعود ذلك للدور الفعال الذي يلعبه البنك الوطني السويسري في الحفاظ على عملة الفرنك السويسري من خلال الدخول بشكل نشط ضمن سوق الصرف بالعملات الأجنبية من أجل ضمان أن يتم تداول الفرنك السويسري ضمن إطار محدود نسبياً تفادياً للتقلبات السعرية حفاظاً على أسعار الفائدة؛ كما أن درجة ارتباط الفرنك السويسري باليورو قوية جداً، بحيث يصل معامل الارتباط العكسي بين زوجي العملتين USD/EUR و CHF/USD إلى أكثر من 90%.

■ **الدولار النيوزلندي (NZD - \$):** يعرف باسم "الكوي" وهو العملة الرسمية لنيوزلندا، ويستخدم في جزر كوك ونيوي وتوكيلاو وجزر بيتكيرن، تم اعتماده عام 1967 عندما حل مكان الجنيه النيوزلندي، إذ تم استبدال كل جنيه بدولارين، وقد تم ربطه في البداية بالدولار الأمريكي، وبقي يسعر في ظل نظام الصرف الثابت إلى غاية مارس 1985 أين تم التعويم الحر للعملة؛ يتأثر الدولار النيوزلندي بأسعار منتجات الألبان لأن نيوزلندا هي أكبر مصدر في العالم لمسحوق الحليب كامل الدسم، بالإضافة إلى مداخل النشاط السياحي التي تعد هي الأخرى عنصر أساسي في الاقتصاد النيوزلندي².

1- **ترميز العملات:** تأخذ معظم الأسواق بعين الاعتبار لترميز وتحديد أسماء العملات المتداولة فيها المعيار الدولي "ISO 4217" المحدد من طرف المنظمة الدولية لتحديد المقاييس "ISO" والذي يعرف بقانون العملة، وهو قائمة رموز معمول بها في القطاع المصرفي وقطاع الأعمال في جميع أنحاء العالم لتحديد مختلف العملات (أنظر الملحق رقم 2)، ووفقاً له يتم إظهار عملة معينة في شكل ثلاثة

¹ نبذة سريعة عن الدولار الأسترالي، متوفرة على الصفحة الإلكترونية <https://www.equiti.com/ae-ar/newsroom/articles/australian-dollar>، تاريخ النشر 2018/04/12، تاريخ الإطلاع: 2021/03/02.

² أندرو إلبي، تعريف الدولار النيوزلندي وتاريخه، متوفرة على الصفحة الإلكترونية <https://bursagi.com>، تاريخ النشر 2020/06/19، تاريخ الإطلاع: 2021/03/02.

أحرف أبجدية، يعبر الحرفين الأولين عن الترميز الدولي للبلد صاحب العملة حيث يعتمد الرمز الأبجدي على معيار ISO آخر "ISO 3166" الذي يسرد رموز أسماء البلدان، والحرف الأخير يتمثل في أول حرف من اسم العملة، يحدد هذا المعيار رموزا معترفا بها دوليا لتمثيل العملات بشكل يتيح الوضوح ويقلل الأخطاء.¹

أمثلة توضيحية:

- يتم تمثيل الدولار الأمريكي بـ "USD"، حيث أن "US" قادمة من رمز دولة الولايات المتحدة الأمريكية وفق المعيار "ISO 3166" و "D" مقابل الدولار.
 - يتم تمثيل الفرنك السويسري بواسطة "CHF" حيث أن "CH" هو رمز سويسرا حسب المعيار "ISO 3166" و "F" هو أول حرف للفرنك.
 - وفقا لهذه القاعدة نجد مثلا أن عملة الجزائر يعبر عنها بـ "DZD" حيث أن "DZ" هي الترميز الدولي للجزائر وفق المعيار "ISO 3166" و "D" هو أول حرف في اسم العملة الدينار "Dinar"،
- هذه الرموز هي المستخدمة بين البنوك والأسواق المالية، لكنها لا تعتبر الطريقة الوحيدة في التعبير عن العملات المختلفة، وإنما هناك طريقة أخرى أقل استخداما، وتعتمد على إعطاء رموز وأشكال للعملات المختلفة مثل الدولار "\$"، اليورو "€"، الفرنك السويسري "FR"، الدينار الجزائري "دج" وغيرها، فإذا أخذنا الدينار الجزائري على سبيل المثال نجد أن رمز العملة يأخذ الحرفين الأولين من اسم العملة الدينار الجزائري "دج" أو "DA"؛ غير أن القاعدة الأولى أي التي جاء بها المعيار "ISO 4217" هي التي تعتمد عليها البنوك والأسواق المالية في تحديد رموز العملات المختلفة والإعلان عن أسعارها.

المطلب الثالث: أزواج العملات وطريقة تسعيرها

يتم شراء وبيع العملات المختلفة في سوق الصرف بالدولار الأمريكي أو مقابل عملات أخرى فيما بينها، وهو ما يعرف بأزواج العملات، فالتداول في سوق الصرف الأجنبي، يعني تبادل عملتين من دولتين مختلفتين، أي يتم التداول دائما في أزواج من العملات، سنتطرق ف هذا المطلب إلى فئات الأزواج التي يتداول بها في السوق وكيفية تسعيرها.

1- أزواج العملات المتداولة في سوق الصرف الأجنبي: كما سبق وأشرنا إلى أنه عند استبدال الدولار الأمريكي باليورو، هناك عملتان معنيتان، لذلك يظهر التبادل دائما قيمة إحدى العملات

¹ International Standards organisation, "ISO 4217 CURRENCY CODES", Available on the website: <https://www.iso.org/> Viewed on: 02/03/2021.

بالنسبة إلى الأخرى، فمثلاً يتيح لك سعر EUR / USD معرفة عدد الدولارات الأمريكية (USD) اللازمة لشراء يورو واحد (EUR).¹ ويمكننا تقسيم أزواج العملات الأجنبية إلى ثلاث فئات كما يلي:

■ **أزواج العملات الرئيسية:** وهي أزواج العملات الأكثر تداولاً في سوق الصرف الأجنبي، وهي وتسيطر على 85٪ من سيولة السوق، وقد يختلف بعض المتداولين حول القائمة الدقيقة لأزواج العملات الرئيسية بسبب التغير في السيولة في السنوات الأخيرة، وبشكل عام، أزواج العملات الرئيسية هي التي يكون فيها الدولار الأمريكي طرفاً في التبادل والطرف الثاني هو أحد العملات الرئيسية، وهي كالتالي: EUR / USD ؛ USD / JPY ؛ GBP / USD ؛ AUD / USD ؛ USD / CHF ؛ NZD / USD ؛ USD / CAD .

■ **أزواج العملات الثانوية (الأزواج الصغرى):** لا ترتبط هذه الأزواج بالدولار الأمريكي ولكنها تشمل العملات الثلاث الأكثر تداولاً إلى بعد الدولار الأمريكي وهي اليورو ، الجنيه الاسترليني والين، ففي الأزواج الثانوية يتم تداول العملات الرئيسية فيما بينهما ماعدا الدولار الأمريكي، وهي تمتلك سيولة سوقية أقل مقارنة بالأزواج الرئيسية، يوجد العديد من أزواج العملات الثانوية مثل: EUR / CHF ؛ EUR / GBP ؛ GBP / AUD ؛ EUR / JPY ؛ EUR / NZD ؛ EUR / AUD ؛ EUR / CAD ؛ CHF / JPY ؛ AUD / JPY ؛ NZD / JPY ؛ GBP / CHF ؛ CAD / JPY ؛ GBP / CAD .

■ **أزواج العملات النادرة:** هو مزيج من عملة رئيسية وعملة اقتصاد نام، فلها عملة رئيسية واحدة وواحدة ثانوية، وأزواج العملات الأجنبية النادرة لديها حجم أقل مقارنة بأزواج العملات الرئيسية والثانوية، ونتيجة لذلك، يمكن أن تكون الفروق أعلى عند تداولها، كما أنه يمكن أن تكون التقلبات في هذه الأزواج أعلى بكثير من الأزواج الرئيسية والثانوية، وأزواج العملات النادرة هي: EUR / TRY ؛ USD / HKD ؛ JPY / NOK ؛ NZD / SGD ؛ GBP / ZAR ؛ AUD / MXN .

2- **طرق التسعير في سوق الصرف الأجنبي (Quotations):** يتضمن تبادل عملتين أن تمثل أحدهما العملة المراد شراؤها، ويعتبر سعر تداول زوج العملات هو قيمة العملة المُسَعَّرة التي يمكنك شراؤها مقابل وحدة واحدة من العملة الأخرى، حيث أن العملة الموجودة على الجهة اليسرى تسمى بالعملة الأساسية وهي العملة التي يرغب في شرائها أو بيعها، بينما العملة الأخرى تسمى العملة الثانوية وهي تستخدم لإجراء الصفقة؛ هنا يمكن التمييز بين عرفين في عرض أسعار العملات على الشاشات

¹ رحمة خالد، "شرح تداول أزواج العملات"، متوفر على الصفحة <https://tijaratuna.com> ، تاريخ النشر 3 أبريل 2021، تاريخ الإطلاع: 2021/06/02.

الإلكترونية التي نجدها على مستوى أسواق الصرف، والتي يتم من خلالها تحديد أسعار مختلف أزواج العملات، يتمثل هاذين العرفين في طريقة التسعير المباشر وطريقة التسعير غير مباشر.

■ **التسعيرة غير المؤكدة - cotation à l'incertain:** عندما يتم تحديد أسعار الصرف من حيث عدد وحدات العملة المحلية لكل وحدة من العملات الأجنبية، يشار إلى الأسعار على أنها عرض أسعار مباشرة، وتسمى هذه التسعيرة بالأوروبية، وتعرف كذلك بنظام التقدير السعري " Price Quotation System"، إذ يتم تسعير معظم العملات من حيث وحدات العملة التي سيشتريها الدولار الأمريكي الواحد.

وبعبارة أخرى التسعيرة غير المؤكدة هي عدد وحدات العملة الوطنية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، فالعملة الوطنية هي المبلغ المتغير في طريقة التسعير المباشر، أما الأجنبية فمبلغها ثابت وتسمى عملة الأساس؛ ففي بعض البلدان تبين أسعار الصرف عدد الوحدات من العملة الوطنية المقابلة لوحدة (أو مئة وحدة أو ألف وحدة) من العملة الأجنبية¹.

مثال توضيحي: عندما يعلن بنك سويسري أن سعر زوج العملة اليورو/فرنك (EUR/CHF) هو 1.0421، فمعناه أنه يستبدل يورو واحد مقابل 1.0421 فرنك سويسري؛ كذلك عندما يعلن عن سعر زوج العملة جنيه/فرنك (GBP/CHF) هو 1.2226 فهذا يعني أنه يستوجب دفع 1.2226 فرنك سويسري للحصول على جنيه استرليني واحد. (العملة الأساسية في المثالين السابقين هي الفرنك السويسري والعملتين المسعرتين هما اليورو والجنيه الأسترليني)

■ **التسعيرة المؤكدة - cotation à certain:** هذا النوع الثاني من التسعيرات يعرف بطريقة التسعير الأمريكية، إذ يستثنى من طريقة عرض الأسعار السابقة العملات الأنجلوساكسونية مثل الجنيه الإسترليني (GBP)، البنت الأيرلندي (IEP)، الدولار الأسترالي (AUD)، الدولار النيوزيلندي (NZD)، واليورو (EUR)؛ أين يتم تسعير العملة من حيث عدد وحدات العملة الأجنبية لكل وحدة من العملة المحلية.

مثال توضيحي: اليورو والدولار الأمريكي (EUR / USD) هو زوج العملات الأكثر شيوعا وتداولاً في سوق الصرف الأجنبي، إذا كنت في سوق لندن وأردت أن تبحث عن سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فإنك ترغب بأن تعرف كم دولارا (العملة المُسعرة) يمكنك أن تشتري مقابل 1 يورو (العملة

¹ محمود عزت اللحام، مرجع سبق ذكره، ص 254.

الأساسية)؛ فإذا كان سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي 1.2356، فهذا يعني أنه يمكنك شراء 1.2356 دولار أمريكي مقابل كل 1 يورو.

ملاحظة: يستخدم المتعاملون في أوروبا وباقي دول العالم طريقة التسعيرة المباشرة ما عدا مراكز بريطانيا، إيرلندا، أستراليا، ونيوزلندا وبعض الدول المتأثرة بتقاليد بريطانيا فإنها تستخدم الطريقة غير المباشرة، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فتستخدم الطريقتين

المبحث الثالث: آليات وأسس التعامل في سوق الصرف الحاضر والآجل

يتطلب التعامل في سوق الصرف الأجنبي الإلمام بمجموعة من الأسس والآليات حتى يتسنى الفهم الجيد لقراءة معطيات السوق واتخاذ القرارات المناسبة، وفيما يلي أهم المصطلحات والأسس الشائعة في السوق.

المطلب الأول: الأسعار المعلن عنها في السوق

في حالة قيام أي متعامل مع السوق بالاطلاع على نشرة أسعار العملات عبر منصات التداول الإلكترونية، أو الاتصال ببنك معين للاستعلام حول سعر صرف عملة معينة، فإنه يظهر أمامه سعرين مختلفين، حيث يتم تسعير العملة بناء على معدل العرض والطلب في اتجاهين، من قبل الجهة التي ترغب بالبيع والجهة الراغبة بالشراء، وفيما يلي تفصيل لكل منهما:

1- سعر الشراء "Bid Rate": يعرف سعر الشراء بأنه ذلك السعر الذي يكون عنده صانع السوق (البنك) مستعداً لشراء العملة الرئيسية (الواقعة على اليسار) المعروضة عليهم من طرف المتداولين، وبيع العملة المقابلة (الواقعة على اليمين) لها، وبالتالي فإن هذا السعر يمثل القيمة التي يقبل عندها المتداولين بيع العملة الرئيسية وشراء العملة المقابلة¹.

2- سعر البيع "Ask Rate" أو "Offer Rate": وهو السعر المقابل لسعر الشراء، حيث يعبر سعر البيع عن السعر الذي يكون عنده صانع السوق (البنك) مستعداً لبيع العملة الرئيسية (الواقعة على اليسار) المطلوبة من طرف المتداولين، ويشتري العملة المقابلة لها، وبالتالي فإن هذا السعر يمثل القيمة التي يقبل عندها المتداولين شراء العملة الرئيسية وبيع العملة المقابلة.

مثال توضيحي: بالنظر إلى نشرة التداول المبينة في الملحق 03، والتي تظهر أسعار مختلف أزواج العملات بالسوق الإلكتروني Investing بتاريخ 2021/12/01، نجد أول سطر في النشرة كما يلي:

الوقت	التغيير %	تغيير	منخفض	عالي	ASK	Bid	الرمز	اسم
02:21:41	-0.00%	-0.0000	1.1315	1.1325	1.1319	1.1318	EUR/USD	يورو/دولار أمريكي

¹ Grace Cheng , “7 Winning Strategies for Trading Forex”, Harriman House Ltd, London, 2007, P33.

السعر المعلن عنه يعني أن واحد يورو يشتري بـ 1.1318 دولار أمريكي ويبيع بـ 1.1319 دولار أمريكي، أي أنه إذا رغب أحد المستثمرين ببيع اليورو مقابل شراء الدولار الأمريكي عند سعر 1.1318 دولار أمريكي، أما إذا رغب بشراء واحد يورو استوجب عليه دفع 1.1319 دولار أمريكي.

ملاحظة: يجب على المتعامل أن يحسن تحديد العملة الرئيسية (المُسَعَّرَة) والعملة المقابلة لها، وذلك حسب السوق المستهدف وطريقة التسعيرة المتبناة في ذلك السوق (مباشرة وغير مباشرة)

3- هامش السعر "Spread": يعرف هامش السعر بأنه الفرق بين سعري البيع و الشراء المعلن عنها في نشرات التداول في سوق الصرف الأجنبي، إذ يمثل هذا الهامش العائد الذي يتحصل عليه الوسيط من الصفقة، فكما سبق وأن ذكرنا أن وسطاء السوق أو البنوك لا تتقاضى عادة أي رسوم على معاملات الصرف الأجنبي، وإنما تكتفي بما تحصل عليه من فرق السعيرين على العملة والذي يختلف من وسيط لآخر ووفقاً لأزواج العملات المتداولة، إذ يتسع الهامش بين أسعار البيع والشراء بالنسبة لأزواج العملات التي لا تتمتع بسيولة مرتفعة في السوق، زيادة على ذلك يدل اتساع الهامش بين سعري الشراء والبيع على أن هناك توقعات بخصوص حدوث تقلبات كبيرة في السوق مما يرفع من درجة المخاطرة التي يجب تغطيتها من خلال توسيع هامش السعر حتى يتمكن الوسيط من تحقيق أرباح بعد اختزال مختلف النفقات وعلاوة المخاطرة.¹

4- الأسعار المتقاطعة "السعر المشتق" (Cross price): يعتبر سعر الصرف مشتقاً إذا لم تكن العملة الوطنية طرفاً في عملية الاستبدال، بمعنى إيجاد سعر عملة مقابل عملة أخرى - غير العملة المحلية - من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة، وغالباً ما يستخدم الدولار الأمريكي في سعر الصرف المشتق، لأنه يعد عملة الأساس في معاملات الصرف الأجنبي ويستخدم كعملة رئيسية للاحتياجات²؛ ولم يكن اللجوء لهذه الأسعار خياراً بل ضرورة فرضتها ممارسات المتعاملين في سوق الصرف، واستحالة مقابلة كل عروض وطلبات العملات المختلفة فيه، لهذا تم الاكتفاء بمقابلة عروض وطلبات كل عملات العالم مع عملة تتمتع بالقبول العام ألا وهي الدولار الأمريكي³.

ويتم تحديد الأسعار المتقاطعة وفق الطريقة الموالية.

¹ James Dicks, "Forex Made Easy 6 Ways to Trade the Dollar", Mc Graw- Hill companies , New York, 2004, p33.

² محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 258.

³ زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 22.

ليكن لدينا أزواج العملات التالية: USD/CAD و USD/DZD، وكانت أسعارها معطاة حسب الجدول الموالي:

أزواج العملات	Bid Rate	Ask Rate
معن USD/CAD	1.2813	1.2809
معن USD/DZD	139.13	139.15
مشتق CAD/DZD	108.58	108.63

يتم حساب سعري شراء وبيع الدولار الكندي مقابل الدينار الجزائري وفق الأسعار المتقاطعة كالتالي:

$$\text{Bid}_{CAD/DZD} = \frac{\text{Bid}_{USD/CAD}}{\text{Bid}_{USD/DZD}} \quad \text{Ask}_{CAD/DZD} = \frac{\text{Ask}_{USD/CAD}}{\text{Ask}_{USD/DZD}}$$

المطلب الثاني: النقطة "Pip"، العقد "الوت-Lot" وحساب نتيجة التداول

1- النقطة "Pip": هو اختصار للمصطلح (Percentage In Point)، ويعني هذا المصطلح نسبة المئوية للتغير ممثلة في نقطة، وهي وحدة قياس تستخدم من طرف المتداولين في سوق الصرف الأجنبي لحساب أصغر تغير يحدث في حركة أسعار زوج العملات، حيث قامت المنظمة الدولية لتحديد المقاييس "ISO" بتحديد معظم نقاط أسعار صرف العملات حتى الرقم العشري الرابع من اليسار لسعر صرف العملات " أي الرقم الرابع بعد الفاصلة في سعر العملة" مع وجود بعض الاستثناء في بعض أزواج العملات مثل الأزواج التي تحتوي على الين الياباني فالنقطة تحسب للرقم العشري الثاني من اليسار " رقمين بعد الفاصلة في سعر العملة"؛ وغالبا ما يتم استخدام النقطة عند الإشارة إلى خسائر أو مكاسب المركز المتخذ في السوق¹.

مثال توضيحي: بالرجوع إلى الملحق رقم 03، نجد:

الوقت	التغيير %	تغيير	منخفض	عالي	ASK	Bid	الرمز	أسم
02:21:47	+0.13%	+0.14	112.66	112.93	112.91	112.88	USD/JPY	دولار أمريكي/ين
02:21:46	0.00%	0.0000	1.3273	1.3285	1.3279	1.3275	GBP/USD	جنيه/دولار أمريكي

- بالنسبة لزوج USD/JPY، تحدد النقطة المتعلقة بسعر الين الياباني برقمين وراء الفاصلة، لذلك نقول أن هامش السعر بالنسبة للدولار الأمريكي مقابل الين الياباني هو $[91-88=03]$ أي ثلاثة (03) نقاط، والفرق بين أعلى سعرتداول وأدنى سعر خلال اليوم هو $[93-66=27]$ هو سبعة وعشرون (27) نقطة، كما نلاحظ أن سعر الدولار قد ارتفع بـ 0.14 مقارنة بالسعر السابق مباشرة، ارتفع بـ 14 نقطة.

- أما بالنسبة لزوج GBP/USD، تحدد النقطة المتعلقة بسعر الدولار الأمريكي بأربعة أرقام وراء الفاصلة، لذلك نقول أن هامش السعر بالنسبة للجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي هو $[3279-]$ $3275=04$ أي أربعة (04) نقاط، والفرق بين أعلى سعرتداول وأدنى سعر خلال اليوم هو $[3285-]$ $3273=12$ هو اثنا عشرة (12) نقطة.

ملاحظة: في سوق الصرف يستخدم مصطلح آخر للتعبير عن التغيرات في الأسعار وهو PIPETTES، ويعني جزء من النقطة - كل نقطة تعادل عشرة PIPETTES-، وهي الرقم الخامس بعد الفاصلة في أزواج العملات بصفة عامة والثالث بالنسبة لأزواج الين الياباني؛ وتستخدم في الغالب لتحديد أقل هامش سعريحققه صانع السوق أو الوسيط .

■ عقود التداول "Lot": إن التداول في سوق الصرف بالعملات الأجنبية لا يتم باستخدام كميات عشوائية، بل يكون باستخدام كميات معيارية "Standard" تسمى عقود التداول أو لوت (Lots)، وتمثل عقود التداول أو "لوت" كمية أو حجم الوحدات التي تقوم بمتاجرتها أثناء التداول على أزواج العملات أو المشتقات المالية على العملات؛ إذ توفر أغلب شركات الوساطة أربعة أنواع من العقود بأحجام مختلفة، نوجزها في الجدول الموالي.

الجدول رقم 03: أحجام عقود التداول المتاحة في أسواق الصرف

اسم العقد	عقد عادي (Standard Lot)	عقد صغير (Mini Lot)	عقد مصغر (Micro Lot)	عقد متناهي الصغر (Nano Lot)
حجم العقد	100.000 وحدة	10.000 وحدة	1.000 وحدة	100 وحدة
	من عملة الأساس	من عملة الأساس	من عملة الأساس	من عملة الأساس

المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من المعلومات الواردة في المرجع:

James Dicks، op.cit، p27

مثال توضيحي: حسب السعر الوارد في الأمثلة السابق عن زوج العملة EUR/USD عندما يتخذ مستثمر اتخاذ مركز في سوق الصرف من أجل شراء (بيع) عقد عادي من زوج EUR/USD، معناه سيقوم بشراء (بيع) 100.000 يورو وسيدفع 113190 دولار أمريكي (يقبض 113180 دولار أمريكي). يعتمد حساب قيمة النقطة في كل زوج من أزواج العملات على طريقة تسعيرة العملة (مؤكدة أو غير مؤكدة)، زوج العملات وحجم العقد المتاجر به، وذلك طبقاً للقاعدة التالية:

$$\text{قيمة النقطة} = (\text{الرقم العشري للنقطة} \div \text{سعر الصرف}) \times \text{حجم العقد} \times \text{سعر الصرف}$$

سنفترض أن المستثمر يتداول بعقد عادي "Lot Standard"، 100.000 وحدة من العملة الرئيسية.

أ- إذا كان الدولار الأمريكي هو العملة المقابلة (المتغيرة)، فإن قيمة النقطة دائماً 10 دولارات بغض النظر عن سعر الصرف

$$\text{قيمة النقطة} = (0.0001 \div \text{سعر الصرف}) \times 100.000 \times \text{سعر الصرف} = 10 \text{ دولار أمريكي}$$

ب- إذا كان الدولار الأمريكي هو العملة الرئيسية، فإننا نطبق القاعدة التالية

$$\text{قيمة النقطة} = (0.0001 \div \text{سعر الصرف}) \times \text{حجم العقد}$$

$$100.000 \times (0.0001 \div \text{سعر الصرف})$$

$$10 \div \text{سعر الصرف}$$

مثال توضيحي: زوج الدولار كندي USD/CAD سعر صرفه 1.32400، ونريد حساب قيمة النقطة للعقد العادي 100000

$$\text{قيمة النقطة} = (0.0001 \div \text{سعر الصرف}) \times \text{حجم العقد} \quad \text{قيمة النقطة} = (10 \div \text{سعر الصرف})$$

(الصرف)

أو

$$(1.32400 \div 10)$$

$$100.000 \times (1.32400 \div 0.0001)$$

$$\text{قيمة النقطة} = 7.55 \text{ دولار أمريكي}$$

ج- في حالة لم يكن الدولار طرفا في زوج العملات، يتم تحديد قيمة النقطة وفق مرحلتين، ومن أجل توضيح ذلك نحدد قيمة النقطة لزوج العملات EUR/JPY عند سعر الصرف 127.76 للعقد العادي 100.000:

- حساب قيمة النقطة باليورو

$$\text{قيمة النقطة} = (0.01 \div \text{سعر الصرف}) \times \text{حجم العقد}$$

$$100.000 \times (127.76 \div 0.01)$$

7.82 يورو

- حساب قيمة النقطة بالدولار

$$\text{قيمة النقطة بالدولار} = \text{قيمة النقطة باليورو} \div \text{مقلوب سعر الصرف EUR / USD}$$

$$7.82 \div 1.1318$$

8.85 دولار أمريكي

- نستخدم المقلوب لأن اليورو هو العملة الرئيسية في الزوجين EUR/JPY و EUR / USD.

ملاحظة: في الواقع أن قيمة النقطة يتم حسابها آليا في سوق الصرف بالعملات الأجنبية من خلال برامج خاصة بالسوق، خاصة أن قيمة النقطة تختلف في كل زوج عن الآخر.

■ حساب الربح والخسارة

لتحديد حجم الأرباح أو الخسائر الناجمة عن تداول عملة معينة وفق القاعدة التالية:

$$\text{نتيجة التداول} = \text{قيمة النقطة} \times \text{عدد النقاط الناتجة عن تغير سعر العملة منذ بداية التداول}$$

حيث أن كل نقطة زيادة في سعر البيع الذي ينوي عنده المستثمر بيع ما اشتراه من عقود تستلزم بالضرورة تحقيق ربح والعكس بالعكس.

مثال توضيحي: بافتراض أن المستثمر قام ببيع العقد العادي المتعلق بزواج USD/CAD عند سعر صرف

1.32510

النتيجة= قيمة النقطة X عدد النقاط

7.55 X (3240-3251)

83.05 دولار أمريكي عن كل عقد

المطلب الثالث: أنواع سوق الصرف الأجنبي

يمكن التمييز بين أنواع سوق الصرف الأجنبي وفق آجال تنفيذ العقود من جهة، وتبعاً لشرعية الأسواق المتعامل فيها من جهة أخرى، وذلك كما يلي:

1- السوق الفوري والسوق الآجل¹

■ **سوق الصرف الفوري (الآني):** وهي السوق العاجلة لبيع وشراء أزواج العملات الأجنبية، فإذا ما تم الاتفاق على صفقة نقد أجنبي بسعر صرف محدد، فإن الأطراف المعنية عليها تحديد مكان وتاريخ التسليم، فإذا لم يحدد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها آنية أو فورية ويجب أن تسلم على أبعد حد، بعد يومين قابلين للعمل، من تاريخ إنجاز العملية، ولا يستثنى من هذه القاعدة إلا العمليات بين الدولار الأمريكي والدولار الكندي، حيث يجب أن يحصل التسليم خلال 24 ساعة؛ وتتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفوري، ويراعى ألا يصادف تاريخ تسوية صفقة العملة يوم إجازة في أي من بلدي العملتين وإلا تأجلت التسوية إلى يوم العمل الموالي، فمثلاً إذا عقدت صفقة يوم الإثنين فإن التسوية تنفذ يوم الأربعاء، فإذا اتفق أن كان يوم الأربعاء إجازة في أي من بلدي العملتين أو في نيويورك فإن التسوية تنفذ يوم الخميس، وإذا عقدت الصفقة يوم الخميس فإنها تنفذ يوم الاثنين من الأسبوع التالي.

■ **سوق الصرف الآجل :** ويقصد بها سوق المشتقات على العملة بمختلف أشكاله (سوق المستقبلات، أسواق المبادلة وأسواق الخيارات)، أين يعقد اتفاق بين أحد البنوك وطرف آخر لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه بين الطرفين، وسعر الصرف الآجل بعملة ما هو إلا السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق (آجل) (لتاريخ إبرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة (لتجنب قلب أسعار صرف العملة المحددة في

¹ محمود عزت اللحام، مرجع سبق ذكره، ص ص 262-263.

الصفقة)، وسعر الصرف الآجل ببساطة هو سعر الصرف الفوري السائد وقت الإبرام مضافا إليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل .

حيث $F = S(1 + I_a - I_b)^{t/n}$: سعر الصرف الآجل؛ S سعر الصرف الفوري؛ I_a معدل العائد الخالي من المخاطر في بلد العملة المتغيرة؛ I_b معدل العائد الخالي من المخاطر في بلد العملة الرئيسية؛ t الزمن المتبقي لتنفيذ العقد بالأيام؛ n عدد أيام السنة.

2- السوق الرسمي والسوق الموازي: يطلق على أنظمة الصرف الموازي اسم أنظمة الصرف متعددة الأسعار regimes rate exchange multiple وهي توضع في مقابلة سوق الصرف موحدة السعر unified regimes rate وهي تلك الأنظمة التي يتم تبادل العملة الوطنية فيها على أساس سعر موحد للصرف - بالنسبة لجميع عمليات الصرف وبالنسبة لجميع المتعاملين الاقتصاديين-هو سعر الصرف الرسمي المحدد وفق نظام الصرف المعتمد من طرف السلطات النقدية. ويشير مصطلح سعر الصرف الموازي إلى سعر الصرف الحر المطبق على العمليات الرأسمالية في ظل نظام للصرف ثنائي السعر (سعر الصرف الرسمي الموازي) أو إلى سعر الصرف الحر المطبق في ظل نظام للصرف مع سوق موازي غير شرعي للصرف (سعر الصرف الموازي غير الشرعي). في حين يشير مصطلح سعر الصرف الرسمي إلى السعر التجاري المطبق على العمليات الجارية (أساسا العمليات التجارية) لميزان المدفوعات في ظل نظام للصرف ثنائي السعر أو إلى سعر الصرف الوحيد المطبق على كل من العمليات الجارية والرأسمالية الرسمية المحدد من طرف السلطات النقدية (عادة سعر صرف ثابت مقيم بأكثر من القيمة التي يحددها سوق حر للصرف). تشير علاوة الصرف الموازي premium exchange parallel إلى الفرق كنسبة مئوية بين سعر الصرف الموازي (الشرعي أو غير الشرعي) و سعر الصرف الرسمي¹.

¹ قماش نجيب، "إشكالية سوق الصرف الموازي في الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، 2020/2019، سطيف، ص 29.

خلاصة

سوق الصرف الأجنبي هو ذلك السوق الذي يتم فيه شراء وبيع مختلف العملات الأجنبية، يتميزه مجموعة من الخصائص أهمها أن ليس له مكان جغرافي، يعمل على مدار الساعة، النقود تمثل السلعة محل التبادل حيث يهيمن الدولار الأمريكي على عملياته، ضخامة حجم التعامل وارتفاع السيولة و انخفاض تكاليف المعاملات مع سيطرة مجموعة من المؤسسات المالية العملاقة.

تكمن أهمية سوق الصرف في وظائفه المتعددة مثل تسوية المدفوعات الدولية، تحويل القوة الشرائية للعملة، تقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الخارجية، تحديد أسعار صرف العملات المختلفة، وتوفير تقنيات للتغطية من مخاطر الصرف الأجنبي.

يتميز سوق الصرف الأجنبي بمجموعة من الآليات والتقنيات التي ساهمت في تسهيل المعاملات وتبسيطها، فصفة العالمية التي تغطي على هذا السوق استوجب إرساء مجموعة من الأسس، الأعراف والتقاليد والممارسات للتعامل فيه مع ضرورة تشابهها في مختلف المراكز المالية العالمية.

الفصل الثالث

إدارة مخاطر الصرف

تمهيد

إن انتماج أنظمة الصرف المرنة في العديد من الدول المتقدمة والناشئة والذي يتزايد بقوة، خاصة بعد توجه الدول النامية إلى تحرير اقتصادياتها وتجارتها الخارجية وأنظمة صرفها وأسعارها بشكل عام، وذلك بعد الضغوط التي مارسها عليها المنظمات الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي تماشياً مع برامج التعديل الهيكلي لهذه الدول، إلى تعويم أسعار صرف عملاتها وتحديدده بما يتفق مع المستويات السائدة في السوق، وهو ما نجم عنه من تغيرات واضطرابات متزايدة في أسعار العملات المختلفة، وبالتالي زيادة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في الأسواق الحقيقية، النقدية و المالية؛ فحينما يتم تعويم عملة بلد ما، تنتقل مخاطر سعر الصرف من القطاع العام (البنك المركزي) إلى القطاع الخاص، ومنه تأثر المؤسسات المالية وغير المالية من مستخدمي الصرف الأجنبي.

تفاديا لوقوع هؤلاء المتعاملين في خسائر جراء تغيرات الأسعار، دفع بهم اللجوء إلى استعمال تقنيات متعددة ومختلفة، سواء كانت داخلية أو خارجية، لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف؛ الأمر الذي يبرز أهمية إدارة مخاطر الصرف للحد من آثار التقلبات المتكررة لأسعار الصرف والتي قد تكون عنيفة بالنسبة للشركات باختلاف طبيعة نشاطهم (شركات أعمال أو مؤسسات مالية) إذ يمكن أن تحمل هذه التقلبات المؤسسات المعنية خسائر مالية باهظة قد تمتد آثارها لتمس القطاع المالي والنشاط الاقتصادي ككل ومنه حدوث أزمات مالية واقتصادية.

سنقوم من خلال هذا الفصل التطرق إلى مخاطر الصرف وسبل إدارتها انطلاقاً من المباحث

التالية:

المبحث الأول: مخاطر الصرف ومراحل إدارتها

المبحث الثاني: تقنيات إدارة مخاطر الصرف

المبحث الأول: مخاطر الصرف ومراحل إدارتها

اتجهت جل الدول المتقدمة نحو تطبيق نظام سعر الصرف العائم، وهو ما نجم عنه تقلبات متزايدة في أسعار الصرف، وبالتالي زيادة المخاطر التي يتعرض لها مختلف المتعاملون الاقتصاديون في الأسواق الحقيقية أو النقدية، أو المالية؛ وهو ما يستدعي اللجوء إلى استعمال التقنيات الجديدة لإدارة مخاطر الصرف. والفهم الجيد للمخاطر الناجمة عن التعامل في سوق الصرف الأجنبي والإحاطة بالخطوات الواجب اتباعها لتفادي التعرض لخسائر قد تنجم عن التعاملات الدولية.

المطلب الأول: مفهوم مخاطر الصرف وطرق قياسها

تنشأ المخاطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة¹، كما تمثل المخاطر بشكل عام احتمالات التعرض إلى الخسائر جراء عملية استثمارية نتيجة للتغيرات غير المؤكدة، ومع أن كل المؤسسات تواجه حالة عدم التأكد من نتائج نشاطها، إلا أن الأسواق المالية تواجه أنواعا خاصة من المخاطر بالنظر إلى طبيعة نشاطها. وهناك طرق عديدة لتقسيم المخاطر؛ إحدى هذه الطرق هي التفريق بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية، فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المؤسسة وتتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق، أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية².

1- مفهوم مخاطر الصرف: تتمثل مخاطر الصرف في تلك الخسائر 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 عملة³. ويمكن لتغيرات أسعار الصرف أن يكون 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 المحاسبية⁴.

إن مخاطر الصرف لا تنشأ مباشرة عند إتمام أو إبرام العملية التجارية أو المالية المقومة بالعملة الأجنبية الذي يعتبر حينها الخطر محققا، بل ينشأ قبل ذلك كما هو الحال عند التفاوض بشأن تصدير

¹ طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ورقة مناسبات رقم 5، المملكة العربية السعودية، 2003، ص ص 28_29.

² جهيدة نسيلي، "الهندسة المالية والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 84.

³ برايان كويل، "الحماية من مخاطر العملة"، دار الفاروق، مصر 2006، ص 07.

⁴ Paul grand Jean, "Change et Gestion du Risque de Change", Edition Chihab, alger, 1995 p32

أو استيراد سلعة معينة أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملة الأجنبية وهو ما يسمى بخطر سعر الصرف المحتمل أو المتوقع؛ بالنسبة لنشاط مرتبط بالتجارة الدولية مخاطر الصرف هي مخاطر مرهونة بعامل الزمن ابتداء من الإعلان عن المناقصة الدولية بهدف اختيار المتعامل الأمثل إلى غاية الاتفاق النهائي وإتمام التسوية، فخلال هذه المراحل إن أسعار الصرف غير مضمونة الاستقرار مما يترتب عنها مخاطر كلما طالت فترة العقد، حيث أن أسعار الصرف غدت اليوم متقلبة بشكل شديد وسريع وعرضة لمؤثرات خارجية كثيرة مما يزيد من حدة الخطر المرتبط بأسعار الصرف، خاصة بالنسبة للمؤسسات التابعة للدول حديثة العهد بالنظام الاقتصادي القائم على آليات السوق في جميع المجالات بما فيها أسعار صرف العملة الأمر الذي يحتم عليها ضرورة الاهتمام بعملية إدارة خطر سعر الصرف¹.

وتتميز مخاطر الصرف بمجموعة من الخصائص، ندرجها فيما يلي:²

■ **المصدر:** نقصد به العوامل المختلفة المؤدية للمخاطر، وتكون منبعاً له وسبباً في حدوثه، وعادة ما يتم ربط مخاطر الصرف بهذه العوامل للحكم على حدته، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى عوامل داخلية وخارجية؛ فبالنسبة للعوامل الداخلية فهي تتعلق بالأحداث أو المسببات المتواجدة داخل الشركة والتي تؤدي إلى بروز مخاطر الصرف، وتتميز هذه العوامل بأنها تحت سيطرة المؤسسة وضمن مجال تأثيرها، من بين العوامل الداخلية نذكر التعامل بالنقد الأجنبي، عدد العملات المتعامل بها، الآجال؛ أما العوامل الخارجية فهي تتعلق بكل المسببات التي تتواجد في المحيط الخارجي الذي تنشط فيه الشركات وهي عوامل خارج إرادتها ومجال تأثيرها، وأهم هذه العوامل مرونة حركة الصرف ومدى توفر تقنيات التحوط.

■ **استحالة إلغاء مخاطر الصرف:** لا تهدف أي من الجهود التي تبذلها الشركات للتعامل مع مخاطر الصرف إلى إلغاء المخاطر، بل إن التجارب أكدت استحالة تحقيق هذه الغاية، لأن هذا المخاطر يعتبر خارج سيطرة الشركة التي لم يكن لها أي دور في نشأته؛ لهذا نجد الشركات عادة تهدف من وراء إدارة مخاطر الصرف التقليل من آثاره والانتقال من حالة عدم التأكد إلى حالة اليقين النسبي، هذا الانتقال يتحقق باستخدام تقنيات التحوط المختلفة ويسمح للشركة أن تحدد أسس سليمة ومعلومة لحساباتها، وتتمكن بفضل ذلك من إعداد برامج وسياسات وتسطير استراتيجيات.

¹ عبد الحق بوعتروس، "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، بدون تاريخ، ص 03.

² طارق عبدالعال حماد، "إدارة المخاطر: أفراد - إدارات - بنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 16.

- **العنصر المستهدف:** يؤثر مخاطر الصرف على:
 - التدفقات المالية (الإيرادات والنفقات بالعملة الأجنبية)؛
 - قيمة المؤسسة؛
 - تنافسية المؤسسة؛
- **النتيجة:** تظهر نتائج مخاطر الصرف عند تحققه في شكل خسارة وهي ما تريد الشركة تفاديها والتقليل منها. ويمكن تعريف الخسارة بانها فقدان المؤسسة لشيء تحوزه أو قد تظهر في شكل مكسب أقل مما كان متوقعا وتظهر خسارة الصرف في ثلاثة مستويات هي:
 - تآكل هامش الربح؛
 - انخفاض قيمة الشركة؛
 - فقدان بعض الأسواق نتيجة ارتفاع أسعار السلع المعروضة من قبل المؤسسة بالعملة الأجنبية بسبب ارتفاع سعر الصرف.
- **التكرار:** يتمثل تقييم المخاطر في مقارنة المخاطر المحتملة بمعايير مخاطرة معينة من أجل تحديد أهميته¹، وبالتالي فإن تقييم المخاطر يهدف إلى تحديد المخاطر التي يجب التعامل معها وترتيبها بحسب الأولوية عند وضع المعالجة. أي انه يجب على الشركة قياس الحجم المحتمل للخسارة واحتمال حدوثها ثم ترتيب أولويات العمل من خلال ترتيب المخاطر حسب شدة وطأة الخسارة وتبدأ التعامل مع المخاطر التي تمثل أكبر تهديدا لها.
- 2- **طرق قياس مخاطر الصرف:** إن تحديد المخاطر التي قد يتعرض إليها المتعاملون لا يعني بالضرورة التعامل معها، بل يتوقف الأمر على حجم تلك المخاطر، وبالتالي مدى تأثيرها على أدائهم، بعبارة أخرى يصبح قياس حجم تلك المخاطر هو المرشد إلى ما ينبغي عمله. وتتمثل مقاييس المخاطر في المدى، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف التي تقيس المخاطر الكلية، والتغاير ومعامل بيتا اللذان يقيسان المخاطر النظامية².
- **المدى :** يعد المدى أبسط مقياس كمي للتشتت، وهو يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للتدفقات النقدية المتوقعة (العوائد المتوقعة)، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على

¹Vincent Lacolare et Christophe Burin. "Optimiser les risques de L'entreprise. "Afnor paris France 2010 p49

²شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 60_69.

المستوى النسبي للمخاطر. وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً إلى زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي الأمر الذي يعني ارتفاع مستوى المخاطر المصاحبة للمتغير المالي موضع الاهتمام.

■ **الانحراف المعياري** : يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للمخاطر الكلية المصاحبة للمتغير المالي، وهو يقيس درجة انحراف قيم المتغير موضوع الدراسة عن وسطها الحسابي، أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لهذه التدفقات، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى المخاطر.

ويمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن متوسطها الحسابي، وتوضح المعادلة التالية كيفية إيجاد الانحراف المعياري في حالة توفر بيانات تاريخية للعوائد:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^n (R_n - \bar{R})^2}{n}}$$

حيث أن: σ : الانحراف المعياري؛ R_n : العائد في الزمن n ؛ $\bar{R}$: المتوسط الحسابي للعوائد؛ n : عدد العوائد خلال الفترة الزمنية.

أما إذا كانت العوائد مستقبلية، أي متوقعة الحدوث، فيمكن حساب الانحراف المعياري وفق

العلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{x=1}^n P(R_n - \bar{R})^2}$$

حيث: P : احتمال تحقق العائد

■ **معامل الاختلاف (C.V)** : إن المقاييس السابقة (المدى والانحراف المعياري) هي مقاييس مطلقة للمخاطر، في حين أن معامل الاختلاف هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت. حيث يربط بين المخاطر (مقاسة بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والمخاطر. إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة المخاطر لكل وحدة من العائد، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى المخاطر، وبحسب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري (σ) على الوسط الحسابي للعائد (القيمة المتوقعة)، وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري } \sigma}{\text{القيمة المتوقعة}}$$

يفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس المخاطر في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، أي في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، كما أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم المخاطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطر بين مجموعة استثمار تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المتنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة.¹

■ **التوزيعات الاحتمالية :** وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى ، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة. وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات المخاطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها. وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى المخاطر.

■ **معامل بيتا:** وهو مقياس لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، (فمثلاً يمكن قياس درجة حساسية سعر الصرف للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك ...)، ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى المخاطر. ويحسب معامل β وفق العلاقة التالية:

$$\beta = \frac{cov(R_m - R_i)}{\sigma_m^2}$$

حيث أن: β : معامل بيتا؛ R_m : عائد محفظة السوق؛ R_i : عائد الأصل
 σ_m : الانحراف المعياري للسوق؛ cov : التباين؛

كما أن التباين

$$cov_{im} = \sigma_i \sigma_m r_{im} r_{im}$$

(هو معامل الارتباط بين الأصل والسوق).

المطلب الثاني: أنواع مخاطر الصرف

1- **خطر صرف الصفقة:** هو خطر الخسارة الذي يمكن أن يصيب الشركة والنتائج من ممارساتها التجارية والمالية مع الخارج بسبب التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف.² 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؛ حيث يبدأ هذا النوع من المخاطر بالتزام ما للحصول على دخل أو سداد مبلغ بالعملة الأجنبية في تاريخ مستقبلي، على أن يتم تحويل

¹ محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر، ط2، الإسكندرية، 1997، ص 243؛

² David Eiteman et Autres, op .cit.193

هذا المبلغ إلى عملة أخرى وهي على الأغلب العملة الوطنية، وينشأ الخطر من احتمال اختلاف سعر صرف هذه العملة بين تاريخ عقد الالتزام وتاريخ دفع أو استلام المستحقات، إذ يمكن أن ينجم عن ارتفاع سعر الصرف ارتفاع في قيمة المبالغ المستحق دفعها بالعملة المحلية (ارتفاع التكاليف) أو انخفاض في قيمة الدخل مقوما بالعملة المحلية (انخفاض الإيرادات)، وبالتالي في انكماش في قيمة الأرباح المحصلة من طرف الشركة المعنية.

مما سبق، يمكن أن يظهر لنا جليا أن خطر صرف الصفقة لا تحقق إلا إذا كان طرفي المعاملات غير مقيمين في نفس البلد، بحيث تحرر هذه المعاملة بعملة أجنبية ويتم تسوية مستحقاتها بعد فارق زمني من تاريخ الاتفاق عليها. وينشأ خطر صرف الصفقة من نوعين من النشاطات:

■ النشاطات التجارية: تصدير واستيراد؛

■ النشاطات المالية: إقراض واقتراض.

مثال توضيحي: بافتراض أن شركة تجارية بريطانية قامت بتصدير سلعة معينة إلى الخارج مقابل 120.000 دولار أمريكي على أن يتم التسديد بعد (06) أشهر (قرض مورد)، وترغب في تحويل مبلغ الصفقة إلى جنيه استرليني عند تحصيله، أي بعد ستة أشهر؛ مع العلم أن سعر الصرف كان GBP/USD=1.5؛ غير أنه عند تاريخ الاستحقاق أصبح سعر الصرف GBP/USD=1.6.

تاريخ العقد	تاريخ الاستحقاق	
120.000	120.000	قيمة الصفقة بالدولار الأمريكي
1.5 عند	1.6	سعر الصرف
$120.000/1.5 = 80.000$	$120.000/1.6 = 75.000$	قيمة الصفقة بالجنيه الاسترليني
70.000	70.000	سعر التكلفة بالجنيه الاسترليني
10.000	5.000	العائد من الصفقة بالجنيه الاسترليني

بالرغم من ثبات قيمة الصفقة مقيمة بالدولار الأمريكي عند 120.000 دولار، إلا أن هذه الشركة تبقى معرضة لخطر انخفاض قيمة العائد من الصفقة طيلة فترة السماح أي الستة أشهر، ويرجع ذلك إلى إمكانية تغير سعر الصرف عكس ما ترغب فيه الشركة، وهو ارتفاع قيمة الدولار مقابل الجنيه الاسترليني، وهذا ما حدث فعلا في مثالنا، إذ ارتفع معدل الصرف من 1.5 إلى 1.6 مما انعكس

سلبا على قيمة الصفقة مقيمة بالجنيه الاسترليني، حيث انخفضت من 80.000 جنيه إلى 75.000 جنيه.

وإذا كان سعر تكلفة السلعة التي قامت بتصديرها هو على سبيل المثال 70.000 جنيه، سوف نجد أن قيمة العائد من الصفقة قد انخفض من 10.000 جنيه إلى 5.000 جنيه.

2- خطر صرف التحويل والتجميع: يهدد خطر صرف التحويل الشركات التي يكون لديها فرع أو أكثر في الخارج بمسك حساباته بعملة الدولة المضيفة، وينشأ عند قيام الشركة الأم بتجميع ميزانيتها¹، حيث يتطلب الأمر تحويل الوضع المالي الخاص بالفروع الأجنبية التابعة للشركة إلى العملة المرجعية للشركة، وعلى الغالب يتم تحويل كافة قيم الأصول والخصوم لمجموع الفروع من عملة البلد الذي يقيم فيه الفرع إلى عملة بلد الشركة الأم، حيث تظهر نتائج هذا الخطر في نهاية كل سنة مالية وفق القناتين التاليتين²

■ إذا انخفضت قيمة عملة أحد الفروع الأجنبية للمجمع، ويتعين عليها في تقريرها أنه قد وقعت لها خسائر في استثماراتها بالعملة الأجنبية؛

■ إذا قامت تحويل الأرباح السنوية للفرع إلى الشركة، ستتأثر قيمتها بانخفاض معدل الصرف؛ إذ يختلف حجم أرباح الفرع الذي يعلن عنه المجمع في حساباته المالية وفقا لتغيرا سعر الصرف، حتى وإن كان معدل الأرباح مقيما بعملة الفرع مستقرا، تلك المكاسب أو الخسائر تعد مهمة في شركة مساهمة تدرك مدى الحاجة إلى وضع تقارير عن الأرباح المرتفعة لحملة أسهمها المطروحة في السوق المالي.

مثال توضيحي: فيما يلي بيانات تتعلق بشركة بريطانية لديها فرعين أجنيين، أحدهما في ألمانيا والآخر في الولايات المتحدة الأمريكية. ومن أجل إعداد الحسابات المجمعة للمجمع، فإن الشركة الم تقوم بتحويل الأرباح والاستثمارات من فروعها الأجنبية بسعر الصرف الجاري في نهاية السنة. نفترض أنه لم تكن هناك أي مدفوعات خاصة بحصص الأرباح من قبل أي من الفرعين الأجنيين للشركة في نهاية العام الثاني.

¹ Jean Louis Amelon, Jean Marie Carde bat, "les nouveaux défis de l'internationalisation ", 1^{ere} Edition. De Boeck. Bruxelles, 2010 , p125

² برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص 09.

فرع ألمانيا (يورو) فرع و.م.أ (دولار)

أرباح العام الأول	375.000	480.000
الميزانية العامة لنهاية السنة 1		
مجموع الأصول	2.457.000	3.840.000
مجموع القروض	491.400	960.000
صافي الأصول = توظيف الأموال في الأسهم	1.965.600	2.880.000
أرباح العام الثاني	350.000	480.000
سعر صرف نهاية سنة 01	GDP/EUR=1.5	GDP/USD=1.5
سعر صرف نهاية سنة 02	GDP/EUR=1.4	GDP/USD=1.6

تنشأ مخاطر التحويل بطريقتين:

الطريقة الأولى: صافي الاستثمار

فرع ألمانيا (التحويل إلى الإسترليني)			فرع و.م.أ (التحويل إلى الإسترليني)		
€	العام الأول £	العام الثاني £	\$	العام الأول £	العام الثاني £
	GDP/EUR=1.5	GDP/EUR=1.4		GDP/USD=1.5	GDP/USD=1.6
مجموع الأصول	2.457.000	896.000	1.024.000	3.840.000	2.560.000
مجموع القروض	491.400	179.200	204.800	960.000	640.000
صافي الأصول	1.965.600	716.800	819.200	2.880.000	1.920.000
(توظيف الأموال في الأسهم)	التغير في قيمة التوظيفات	+102.400	التغير في قيمة التوظيفات	-120.000	

من خلال هذا المثال يتضح أمامنا أن هذه الشركة قد تعرضت لمكاسب وخسائر على العملة الأجنبية، جراء تغير أسعار الصرف، حيث تركزت الأرباح على أصولها من اليورو بقيمة 102.000 جنيه، أي ارتفعت قيمة صافي أصول الفرع الألماني بقيمة بالإسترليني في السنة الثانية مقارنة بالسنة الأولى بالرغم من ثبات قيمتها باليورو وذلك بسبب انخفاض سعر صرفه؛ في حين تمثلت الخسائر في أصولها بالدولار بقيمة 120.000 جنيه، نتيجة ارتفاع سعر صرف الدولار وما انجر عنه من انخفاض في قيمة صافي الأصول بقيمة بالإسترليني بين السنتين.

الطريقة الثانية: الأرباح

فرع ألمانيا		فرع الو.م.أ		
أرباح العام الأول	€375.000	£250.000	\$480.000	£ 320.000
أرباح العام الثاني	€350.000	£ 250.000	\$480.000	£ 300.000
التغير في الأرباح £	€ (-250.000)	£ 0	\$ 0	£ 20.000 -

حقق فرع ألمانيا تطور سلبي في النتائج مقيمة بعملته المحلية حيث انخفضت من €375.000 في السنة الأولى إلى €350.000، غير أن هذه الأرباح بقيت قيمها مستقرة عند £ 250.00 بعد تحويله إلى الشركة الأم ببريطانيا بعملتها الجنيه الاسترليني، ويعود الفضل إلى ارتفاع سعر صرف اليورو في السنة الثانية ليحسن وضعية الأرباح بعد تحويلها إلى الاسترليني؛ بينما فرع الو.م.أ الذي بقيت أرباحه مستقرة عند 480.000 دولار، عرف تراجعاً في قيمة الأرباح المقيمة بالجنيه في السنة الثانية مقارنة بالأولى لانخفاض سعر الدولار الأمريكي.

3- خطر الصرف الاقتصادي: يعد هذا النوع أشمل وأوسع وأعقد أنواع مخاطر الصرف، فهو ينشأ نتيجة الوضع الاقتصادي للشركة من حيث هيكل السوق، تنظيم المنافسين وحساسية الأسعار؛ حيث لا يتعرض لهذا النوع فقط، المتعاملين بالصرف الأجنبي بشكل مباشر مثلما هو الحال في الأنواع السالفة الذكر، وإنما يتعلق الأمر بتأثير تطور سعر العملة على الوضعية التنافسية للشركة ورقم أعمالها وهوامش أرباحها، إذ أن الكثير من الشركات التي تنشط محلياً وجدت نفسها معرضة لهذا الخطر ولآثاره غير المباشرة خصوصاً فيما يتعلق بفقدانها لجزء هام من الأسواق المحلية بسبب منافسة المنتجات المستوردة في حالة تدخل ممولين خارجيين بعملة منخفضة القيمة ما يجعل أسعارهم الأخيرة أكثر تنافسية من هذه الشركات؛ أما إذا كانت الشركة تنشط على مستوى خارجي فارتفاع قيمة العملة الوطنية تجعل عمليات التصدير صعبة ويصبح هناك اتجاه نحو الاستيراد على حساب التصدير، وتعرضه هذه الشروط إلى منافسة قوية لاقتحام الأسواق الداخلية والخارجية، وهو ما دفعه إلى تخفيض هوامش من أجل رفع القدرة التنافسية لأسعار منتجاته.

مثال توضيحي: شركة إسبانية تتنافس مع شركة أمريكية وأخرى برازيلية على أسواق الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية.

الفصل الثالث: إدارة مخاطر الصرف

- تبلغ تكلفة إنتاج الوحدة من السلعة في الشركة الإسبانية 10 يورو، 11 دولار في الأمريكية، و22 ريال برازيلي بالنسبة للشركة الأمريكية؛
- بينما يبلغ سعر السلعة في السوق الأوروبية 15 يورو وفي الأسواق الأمريكية 16.5 يورو؛
- أما أسعار الصرف فهي: 1 يورو = 1.10 دولار، 1 يورو = 2.20 ريال برازيلي، 1 دولار = 2 ريال برازيلي؛
- نفترض أن أسعار الصرف تغيرت كما يلي: 1 يورو = 1.50 دولار، 1 يورو = 3 ريال برازيلي، 1 دولار = 2 ريال برازيلي. (ارتفاع اليورو وبقاء الدولار ثابت أمام الريال البرازيلي).

الأسواق الأوروبية (تقييم المبالغ باليورو)						الأسواق الأمريكية (تقييم المبالغ بالدولار)					
شركة إسبانية		شركة أمريكية		شركة برازيلية		شركة إسبانية		شركة أمريكية		شركة برازيلية	
11		11		11		16.5		16.5		16.5	
قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل	بعد
10	10	10	10	7.33	7.33	9.09	15	11	11	11	11
01		01		3.67		6.41		5.5		5.5	

نلاحظ من خلال هذا المثال الأثر السلبي لرفع قيمة العملة على أسعار المنتجات الوطنية محليا ودوليا.

4- أهمية إدارة مخاطر سعر الصرف: لعل من أبرز دواعي الاهتمام بتسيير أو إدارة مخاطر سعر الصرف نذكر ما يلي:¹

■ اندماج بلدان العالم الثالث في المنظومة الاقتصادية الدولية (ظاهرة التدويل أو العولمة الاقتصادية) في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة والعمل في بيئة اقتصادية دولية تعتمد على الآليات النقدية خاصة وتحتكم إلى قانون السوق في جميع المجالات، مما يتطلب الاهتمام بقضايا سعر الصرف وما يرتبط به من مخاطر.

■ بروز أنماط جديدة للتجارة الدولية والتدفقات الإستثمارية المتعلقة أساسا بظهور متعاملين جدد في الساحة الدولية كدول جنوب شرق آسيا والصين وما يرتبط بذلك من زيادة حدة التقلبات في أسواق الصرف لكثرة المعاملات.

¹ عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، 05.

■ إن التدفقات المالية والنقدية العديدة لمواجهة متطلبات التجارة والاستثمار في الدول الناشئة سوف تولد الحاجة الماسة إلى استراتيجية جديدة لإدارة خطر أسعار الصرف؛

■ تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر ليس فقط على الوضعية المالية للمؤسسة دولية النشاط بل قد يمتد تأثيرها ليشمل التنمية الاقتصادية في الدولة المعنية؛

■ انعكاس أثار تقلبات سعر الصرف على مختلف وظائف المؤسسة دولية النشاط (من تخطيط، تمويل، انتاج، تسويق، تمويل، خزينة...) وما ينجر عن ذلك من إنجاء إلى المضاربة؛

■ تحسن القدرة التنافسية (في مجال السعر خاصة) للمؤسسات مرتبط بمدى التحكم في خطر سعر الصرف وإدارته بفعالية وكفاءة، على اعتبار أن هذا الخطر يعتبر عاملا هاما ومحددا لأسعار التكلفة خاصة في مثل دول العالم الثالث التي تستند في مدخلات عملياتها الإنتاجية إلى مواد أولية ووسيلة مستوردة؛

■ ارتفاع تكلفة الإجراءات والترتيبات الإدارية أو المركزية للوقاء من مخاطر الصرف. وذلك بالاعتقاد الخاطئ بأن البنوك المركزية والحكومات تستطيع لو أرادت أن تسيطر على أسعار الصرف.

و هكذا غدت إدارة مخاطر العملات الأجنبية ذات أهمية كبيرة في الوقت الراهن خاصة بالنسبة لمؤسسات الدول النامية وتلك التي عرفت تحولات في نظامها الاقتصادي صوب النظام الحر، على الرغم من التعقيد المتزايد لهذه العملية في الوقت ذاته وهو ما يستدعي إدارة تقلبات سعر الصرف بعناية فائقة وبكل حذر وفعالية في نفس الوقت، وكل بذلك من خلال انتقاء الأدوات أو التقنيات المستخدمة في هذا الشأن وهي كثيرة، بما ينسجم ووضع البلدان النامية

المطلب الثالث: إدارة مخاطر الصرف

هناك فرق بين قياس المخاطر وإدارتها، فبينما يعالج قياس المخاطر حجم التعرض لها، ويرجع مفهوم إدارة المخاطر إلى العملية الإجمالية التي تتبعها المؤسسات المالية لتعريف إستراتيجية العمل، ولفهم طبيعة المخاطر التي تواجهها والسيطرة عليها. إذ يقصد بإدارة المخاطر عملية تحديد وتقويم المخاطر، واختيار وإدارة التقنيات، للتكيف مع المخاطر التي يمكن التعرض لها.¹ وقبل مناقشة عملية إدارة المخاطر وأساليب التعامل معها، سيتم استعراض تطور مفهوم إدارة المخاطر.

¹ <http://www.duke.edu/charvey/calsses/wpg/bfglosr.htm>, consulté le 13/04/2009 .

1. مفهوم إدارة المخاطر.

تتناول إدارة المخاطر العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر التي تصاحب هذا الاستثمار، وذلك بقصد توظيف هذه العلاقة بما يؤدي إلى تعظيم قيمة ذلك الاستثمار من وجهة نظر أصحابه. وبشكل عام، إن إدارة المخاطر لا تعني التخلص منه ؛ لأن التخلص من المخاطر يعني - في نفس الوقت - التخلص من العائد المتوقع، أما إدارة المخاطر فإنها تعني استخدام الأدوات المناسبة لتدنية الخسائر المحتملة، وهي تستهدف تعظيم القيمة السوقية للعوائد المتوقعة في ضوء درجة المخاطر التي يمكن تحملها، أو المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة¹. كما أنها ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يتعلق بالآتي²:

- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين؛
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بالمخاطر، كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية، وغيرها من أدوات الاستثمار؛
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها، وتقويم إدارة المؤسسة والعمليات التي تقوم بها يوما بيوم؛
- العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر؛
- تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على المخاطر؛
- المسؤولية الكلية عن شراء التأمين للإبقاء على المخاطر عند المستوى الذي تحدده الإدارة؛
- إعداد الدراسات قبل الخسائر وبعد حدوثها، وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة، مع محاولة تحديد أية مخاطر يتعين السيطرة عليها واستخدام الأدوات التي تؤدي إلى دفع حدوثها أو تكرار مثل هذه المخاطر؛
- حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدرتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أية خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحققها.

¹ T.A.Stewart, " Management risk in the 21st century ", Fortune, Vol 144, No.3, USA, 2000, P202 .

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 307-308.

ومن خلال هذا التعريف، يمكن استخلاص نقطتين أساسيتين تركز عليهما الدراسة الحالية، وهما:

- أن مصطلح "إدارة المخاطر" يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد؛

- أن النظام المتكامل لإدارة المخاطر يعتمد على ثلاث مراحل رئيسية، هي:

أولاً: تحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الأصول؛

ثانياً: قياس مستوى المخاطر والخسائر المحتملة من حدوثها؛

ثالثاً: استخدام الأساليب أو الأدوات المناسبة لتدنية مستوى المخاطر، وتدنية أو منع حدوث الخسائر المحتملة بسببها.

2. استراتيجيات إدارة المخاطر.

تتمثل إدارة المخاطر في التنظيم المتكامل بهدف مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف، وذلك عن طريق اكتشافها وتحليلها وقياسها وتحديد وسائل مجابهتها، مع اختيار أنسبها لتحقيق الهدف المطلوب.

رغم أن نشاطات الأعمال تتعرض دائماً للمخاطر، إلا أن الدراسة الرسمية لإدارة المخاطر قد بدأت في أواخر النصف الثاني من القرن العشرين. ففي 1959 أشارت دراسة "ماركويتز" Markowitz إلى أن اختيار المحفظة ما هي إلا معضلة تعظيم العائد المتوقع من هذه المحفظة وتخفيض مخاطرها، ويأتي العائد المتوقع الكبير فقط بالدخول في مزيد من المخاطر، وعلى ذلك فإن مشكلة المستثمر هو تحديد التوليفة المثلى من العائد والمخاطر، وقد أشار تحليل "ماركويتز" كذلك إلى العناصر العامة والخاصة للمخاطر وأنه يمكن تخفيض أثر المكون الخاص للمخاطر من خلال تنويع محفظة الأصول، بينما يتحمل المستثمر العنصر العام في المخاطر، ومع ذلك، فإن منهج ماركوتز يواجه مشكلات عملية في حالة احتواء المحفظة على أصول كثيرة.

وفي عام 1964 طور شارب "Sharp" نموذج "تسعير الأصول الرأسمالية" وتناول فيه المخاطر العامة والمخاطر المتبقية، وتعد الصور المطورة لهذا النموذج "نموذج العامل الوحيد" الذي يقيس درجة حساسية الأصول للتغيرات في السوق (معامل بيتا Beta). ووفقاً لهذا النموذج بينما يمكن تشتيت المخاطر المتبقية الخاصة بالأصل بتنويع المحفظة فإن معامل بيتا يقيس درجة حساسية

المحفظة لدورات العمل المقاسة بمؤشرات إجمالية. ويؤخذ على هذا النموذج اعتماده على مؤشر واحد لتفسير المخاطر الكامنة في الأصول.

أما نظرية مراجعة الأسعار التي تقدم بها روس "Ross" سنة 1976، فقد ذهبت إلى القول بأن عددا من العوامل تؤثر في العائد المتوقع للأصول، وأثر هذا النموذج هو أن المخاطر الإجمالية هي حصيلة جمع المخاطر المرتبطة بكل عامل من العوامل إضافة إلى المخاطر المتبقية. ولهذا، يمكن أن نحدد لكل أصل من الأصول عددا من علاوات المخاطر لتقابل معامل "بيتا" لكل عامل من عوامل المخاطر. ومع أن هذه النظرية قد وجدت قبولا على نطاق واسع، إلا أنه لا يتوفر إجماع على العوامل التي تؤثر في مخاطر كل أصل أو في الطريقة التي تقدر بها هذه المخاطر. وهناك ثلاث مناهج لتطبيق هذا النموذج، الأول هو نموذج "العوامل الأساسية" الذي يقدر علاوات المخاطر بافتراض أن معامل بيتا لكل عامل من العوامل معطى؛ والثاني هو نموذج "الاقتصاد الكلي" والذي يفترض أن علاوة المخاطر لكل عامل معطاة ويقدر معامل "بيتا" المقابل؛ أما النموذج الثالث فهو "النموذج الإحصائي" الذي يسعى إلى تحديد علاوات المخاطر ومعاملات بيتا في آن واحد.

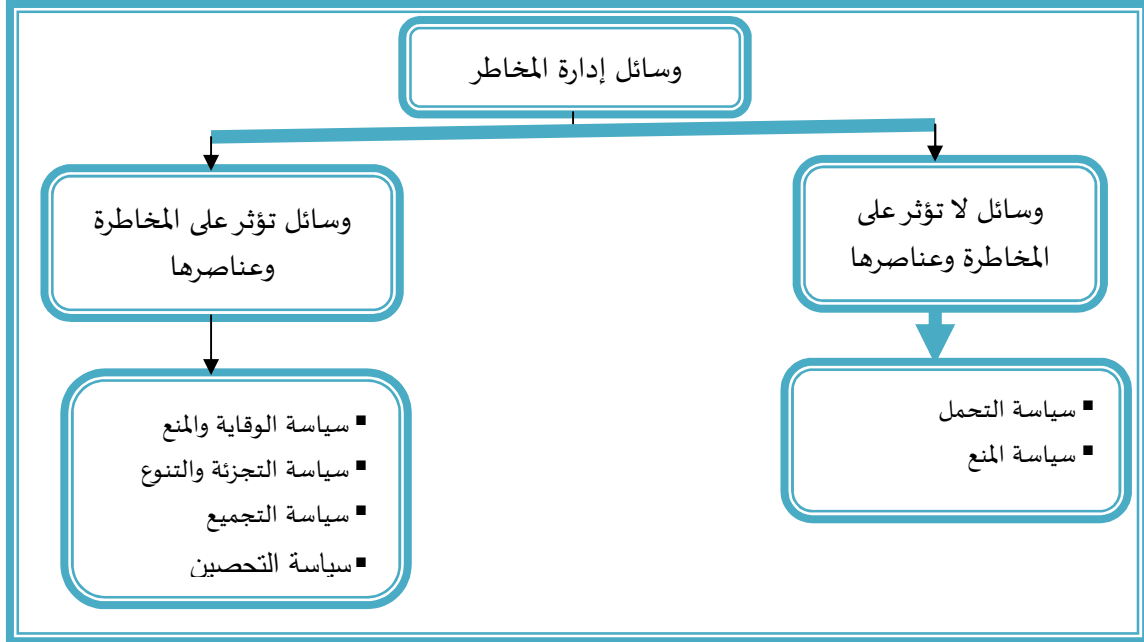
وتأخذ استراتيجيات إدارة المخاطر وأساليبها الحديثة ملامح النظريات المذكورة، كما تتبنى أدوات كثيرة لتحليل المخاطر مثل: مدخل القيمة المعرضة للخطر "VaR"، نماذج تسعير الخيارات، مؤشر أداء شارب، مؤشر أداء ترينور، مؤشر أداء جنسن، استراتيجيات التغطية، والعنصر المهم في إدارة المخاطر هو فهم المفاضلة بين العائد والمخاطر، وذلك من خلال التنوع الكفء للمخاطر الخاصة واختزال وتحويل المخاطر النظامية.

على العموم يمكن تحديد ثلاثة استراتيجيات رئيسية لإدارة المخاطر المالية، هي:

- إستراتيجية ترك الموقف مفتوح: ويقصد بذلك الاحتفاظ بمستوى المخاطر على ما هو عليه، ويمكن أن تعتمد المؤسسة على هذه الإستراتيجية حينما يكون مستوى المخاطر منخفض بشكل لا يبرر التكلفة المتوقعة لإدارته، وتندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسة قبول المخاطر؛
- إستراتيجية تحمل مخاطر محسوبة: ويقصد بذلك تحديد مستويات المخاطر التي يمكن تحملها بالمؤسسة – والتي لا ترغب المؤسسة في تحمل أكثر منها – ثم اتخاذ كافة التدابير المناسبة لتدنيه المخاطر بالمؤسسة حتى هذا المستوى المقبول. ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تخفيض المخاطر مثل: التنوع والتجزئة؛

- إستراتيجية تغطية كل المخاطر: ويقصد بذلك تحديد مصدر المخاطر بالنسبة للمؤسسة، أي تدنية المخاطر إلى الصفر، ويندرج تحت هذه الإستراتيجية سياسات تحويل المخاطر مثل: التغطية الكاملة أو التأمين ضد المخاطر والمنع التام للأنشطة التي ينشأ عنها المخاطر.

الشكل رقم 09: وسائل إدارة المخاطر.



المصدر: عادل محمد رزق، "الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي"، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص 87.

المبحث الثاني : تقنيات إدارة مخاطر الصرف

يواجه المتعاملون في أسواق الصرف الأجنبي مخاطر كبيرة من جراء تغير أسعار صرف العملات المختلفة، والتي تحدث فجأة وبحدة في كثير من الأحيان، أصبحت الحاجة ماسة إلى إيجاد أدوات لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، فكان اللجوء إلى مجموعة من التقنيات التي من شأنها الحد من الخسائر المحتملة جراء التعامل بالعملات الأجنبية، تتمثل هذه التقنيات في تقنيات التغطية الداخلية لمخاطر الصرف الأجنبي، تقنيات التغطية الخارجية لمخاطر الصرف الأجنبي التي يمكن تجميعها ضمن زمنين مختلفين فيصبح لدينا مجموعة تقنيات التغطية الفورية ومجموعة تقنيات التغطية الآجلة.

المطلب الأول : التقنيات الفورية لإدارة مخاطر سعر الصرف

تتمثل هذه التقنيات فيما يلي:

1- التأثير على الآجال: المقصود بالآجال المدة التي يمكن خلالها تحصيل المستحقات أو دفع الديون أو الالتزامات القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على المستوى الدولي، في هذا المجال نميز الإجراءات التالية:¹

■ **تسيير آجال العملية (leads and lags) :** إن هذا الإجراء يتمثل في تنويع آجال الدفع من أجل الاستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل آجال أو تواريخ تحصيل الحقوق (مصدر) أو دفع الالتزامات (مستورد) ما أمكن ذلك، تبعاً لتغيرات سعر الصرف. "LEADS" هي عبارة عن المدفوعات المسبقة بينما "LAGS" هي المدفوعات المؤجلة وهذه العملية ليست في الحقيقة تقنية لتغطية خطر الصرف، ولكن طريقة تحاول المؤسسة حسب توقعاتها الاستفادة من التقلبات في سعر الصرف، وقد تنشأ المواقف التالية:

- إذا توقع المصدر ارتفاعاً لعملة إصدار الفواتير، فسيحاول تأخير تحصيل مستحقاته من أجل الاستفادة من سعر مستقبلي أكثر فائدة، على العكس من ذلك، إذا توقع المصدر انخفاض قيمة عملة الفواتير، فسيحاول الإسراع في تحصيل مستحقاته من أجل الاستفادة من السعر الحالي الأكثر فائدة؛

¹ عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص 5-7.

- إذا واجه المستورد اتجاهها تصاعديا في سعر عملة عقد الشراء، فسوف يميل إلى توقع تسويته، على العكس من ذلك، إذا واجه المستورد ميلا إلى انخفاض قيمة عملة عقد الشراء، فسيحاول تأخير تسويتها حتى يتمكن من الاستفادة من سعر مستقبلي أكثر فائدة.

مثال توضيحي: تتوقع شركة بريطانية سداد 180.000 يورو من أحد المستوردين الفرنسيين خلال ثلاثة أشهر، ولكن تتوقع أن ينخفض سعر صرف اليورو أمام الجنيه بشكل حاد في تلك الفترة على أن يتعافى بعد ذلك، فالتوقعات تشير إلى أن سعر اليورو سيصبح 0.60 جنيه بعد ثلاثة أشهر ليعاود الارتفاع إلى 0.7 جنيه بعد شهر آخر، هنا يفضل تأخير استحقاق الصفقة إلى غاية الشهر الرابع حتى تحصل الشركة قيمة 126.000 جنيه بدلا من 108.000 جنيه.

ما يؤخذ عن هذه التقنية أن نتائجها تتوقف على مدى صحة التوقعات بشأن سعر صرف العملات المعنية من جهة و بمدى قدرة الشركة التفاوضية للحفاظ على متعاملها من جهة ثانية.

■ **منح الخصم بهدف الدفع المسبق:** فالمصدر يستطيع أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصما في مقابل قيام الزبون بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الإستحقاق، وذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن. هذا المبلغ المخصص يتناسب عادة و تكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، و النتيجة هي تفادي خطر الصرف بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة لدى المؤسسة المصدرة، و عدم ضرورة تحمل خطر الاقتراض من جهة ، و من جهة أخرى قد يلجأ المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل في السوق للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها.

■ **حسابات الإعتراض Comptes d'interception:** وهي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول الأجنبية مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ و بالتالي يقلص إلى حد كبير من خطر الصرف و احتمال وقوعه.

■ **نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي LOCK BOX:** هنا فإن الشيكات الواردة إلى المؤسسة والخاصة بتسوية دين أو بدفع قيمة صادرات معينة، يتم إرسالها إلى صندوق بريدي متواجد بالخارج و تتولى البنوك المحلية في تلك الدولة المتواجد فيها تلك الصناديق تحصيلها مباشرة ربعا للوقت بدلا من إتباع الطريقة التقليدية في عملية التحصيل و التي تستغرق وقت طويل و تزيد من

احتمالات وقوع خطر صرف ومن تم تحمل خسائر صرف نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.

2- الشروط الملحقه بالعقد التجاري: وهي تلك الشروط التي تسمح بتثبيت السعر بدلالة التغيرات التي تحدث في بعض المؤشرات أو الأحداث، ولا توجد قوالب جاهزة أو وصفات محددة للتطبيق عندما يتعلق الأمر 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 التالية:¹

- شرط تكييف الأسعار بدلالة تقلبات سعر الصرف في العقد التجاري: 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 ارتفع أو انخفض سعر الصرف عند التسوية عن السعر الذي كان مسجلا عند تحرير الفاتورة، يتم تعديل سعر البيع بحيث يصبح يعبر عن القيمة الأولية عند التعاقد؛
- شرط اقتسام المخاطرة: يتم وفقا لهذا الشرط اقتسام خسائر الصرف وقد تكون هذه القسمة عادلة أي بالمناصفة أو قد تكون بنسب مختلفة تحددها القوة التفاوضية للطرفين؛
- إدخال شرط الصرف في العقد: يتم فرض هذا الشرط في عقد البيع، لتثبيت سعر التعادل ما بين عمليتين أو تحديده ضمن عتبة معينة لا يجوز تعديلها، كما يمكن أن يأخذ شكلا آخر يتم من خلاله التمييز بين نوعين من العملات في العقد الواحد، العملة المرجعية من جهة وعملة أو عملات الدفع من جهة أخرى، وعند أجل الاستحقاق يختار أحد طرفي العقد العملة التي تستخدم للتسوية . غير أن هذه الطريقة تعتب قليلة الاستخدام بسبب التقلبات الحادة وعدم إتاحتها الاستفادة من التغيرات الملائمة في أسعار الصرف، كما أنها لا توفر الحماية المثالية بسبب اشتراط ألا يلعب الشرط دوره، إلا إذا تجاوز الانخفاض في سعر الصرف حدا معين متفق عليه في العقد.

3- التأثير على حجم الديون

- تقنية المقاصة : تتبع هذه التقنية الشركات التي تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة، وتتم المقاصة بين المستحقات والمطلوبات الخاصة بكل منهما اتجاه الأخرى والاحتفاظ في دفاترها بمركز مكشوف بالنقد الأجنبي، ويجري تسوية الصافي بسداده لهذا الطرف أو ذاك، و من نتائج المقاصة

¹ زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 147.

تخفيض حجم المبالغ المحولة، وما ينتج عنه من اقتصاد في العمولات المصرفية المرتبطة بها، بالإضافة إلى تفادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف. غير أن هذه التقنية قد يصادفها تشريعات بعض الدول التي لا تسمح بإجراء مثل هذه التحويلات، مما يؤثر على فعالية هذه التقنية¹. ويمكن أن نجد في تقنية المقاصة عدة أشكال منها:

- **المقاصة الذاتية وسوق التطبيق MARCHE D'APPLICATION:** ويتمثل في إجراء مقاصة بين ذمة ودين محجرين بنفس العملة ولهما نفس تاريخ الاستحقاق بحيث تقوم الشركة بتغطية متبادلة للمبلغ الأقل، وهنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة للرصيد المتبقي فقط؛ فهي طريقة تقضى بالسماح للشركة التي بحوزتها رصيد من العملة الصعبة باستعماله لسداد مدفوعات ديون أو التزامات ناتجة عن عمليات مالية أو تجارية بالعملية الصعبة كذلك وذلك من خلال وسيط مالي عادة بنك؛ ويمكن أن تتم أسواق تطبيقية مع ضرورة تحويل الأموال أو أسواق التطبيق بدون تحويل للأموال إذا كان الطرفين كلاهما مدين ودائن للطرف الآخر بمبلغ معين².

- **المقاصة المتعددة الأطراف:** وهذه التقنية تطبق بشكل خاص على الشركات ذات الفروع المتعددة والمتواجدة في دول أجنبية وتكون بينها روابط مالية أو تجارية، وبموجبها يتم تنظيم مقاصة بين ديون ومستحقات هذه الفروع ويسمح ذلك بتقليص عدد ومبالغ التحويلات فيما بينها ويقتصر الأمر على دفع فوارق الديون. وهنا يجب الاتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع وكذا العملة المستعملة وسعر الصرف المتفق تطبيقه، وأنسب أسلوب إلى تطبيق هذه الطريقة هو إعداد مصفوفة تسمى بمصفوفة الدفع Matrice de règlement، من طرف جهة مستقلة تابعة لهذا التجمع كأن يكون بنك أو مؤسسة مالية متخصصة.

و من نتائج هذه المقاصة المتعددة الأطراف تخفيض حجم المبالغ المحولة، و ما ينتج عنه من إقتصاد في العمولات المصرفية المرتبطة بها؛ بالإضافة إلى تفادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف و التي تكون في بعض الأحيان جد مكلفة. إلا أنه قد يصادف هذه التقنية تشريعات بعض الدول التي لا تسمح بإجراء مثل هذه التحويلات، مما يؤثر على فعالية هذه التقنية.

¹ قادري علاء الدين، "العملات الأجنبية وإدارة مخاطر سعر الصرف"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 9، العدد 9، ديسمبر 2014، ص 123.

² عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص 5-7.

■ **تقنية المطابقة:** المطابقة أسلوب تتبعه الوحدات الاقتصادية في تطابق تواريخ التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة إليها والخارجة منها في نفس الوقت تقريبا، بحيث تستخدم المبالغ المستلمة لعملية أجنبية معينة في تسديد المدفوعات المطلوبة بنفس العملية¹.

■ **مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة:**² في بعض التجمعات العالمية أو مراكز الأعمال يتم مركز إدارة خطر الصرف بيد مركز لإعادة الفوترة هذه التقنية تشبه إلى حد كبير عملية NETTINE ، لكن عملية إعادة الفوترة هدفها الأساسي ليس إجراء مقاصة للتدفقات ما بين أعضاء نفس التجمع، لكن هدفها هو إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى خارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع.

ففي حالة مركز المدفوعات إلى خارج التجمع فإن مركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة Société de factoring تقوم بتسيير خطر الصرف و خطر القروض في نفس الوقت.

فمركز إعادة الفوترة يعمل كوسيط مالي يكتفي بتنفيذ العمليات دون إدخال أي تعديلات على مختلف التدفقات المادية؛ هذا النوع من المراكز يكتسي أهمية كبيرة بالنظر إلى الإعفاءات الضريبية التي قد يستفيد منها نتيجة موقعه الجغرافي بالإضافة إلى أن مركز إدارة خطر الصرف تزيد من فعالية هذه العملية. وأخيرا فإن كون هذا المركز هو الطرف الوحيد الذي يتعامل مع البنوك تباينا عن التجمع فهذا يقوي من مركزه التفاوضي.

4- وسائل وتقنيات داخلية أخرى.

■ **التوافق المزدوج للعملات:** وهو يعد طريقة من طرق الحماية والت تعتمد على المبدأ الذي مفاده ما يلي:³

- تنتهي معظم العملات الكبرى لمجموعة أو كتلة معينة من العملات؛

- تعد أسعار الصرف بين العملات التي تنتهي لمجموعة أو كتلة واحدة أكثر استقرارا من أسعار الصرف بين العملات التي تنتهي لمجموعات أو كتل مختلفة.

تستطيع الشركات أن تستخدم كتل العملة لتحقيق الحماية الهيكلية القائمة على الصفقات بين اثنين أو أكثر من العملات التي تنتهي للمجموعة نفسها، ويشار إلى تلك الإستراتيجية في بعض الأحيان بالتوافق المزدوج للعملات الذي يتم بموجبه إجراء مطابقة بين الدخل المكون من عملة معينة ونفقات

¹قادري علاء الدين، مرجع سبق ذكره، ص 123.

²عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³برايمان كاي، مرجع سبق ذكره، ص 35-36.

عملة أخرى تنتهي للمجموعة نفسها، ويجب أن تكون مخاطرة العملة ضئيلة، نظرا لضرورة حدوث تغيير محدود لسعر الصرف بين العملتين.

■ الفوترة بالعملة الوطنية أو اختيار عملة أقل تطائرا: قد تلجأ بعض المؤسسات التي تكون لها هذه الإمكانية متاحة باختيار عملة الفوترة، إذ أن اختيار عملة أجنبية مناسبة لفوترة المبيعات والمشريات يساهم في تقليل حدة خطر الصرف من خلال تقليص المبلغ المعرض لهذا الخطر بفضل نظام المقاصة، كما أن اختيار عملة قوية ومستقرة، سيجنبها التقلبات الحادة التي تميز عدد لا بأس به من العملات في العالم، ويعطيها إمكانية استخدام الأدوات المالية الموجهة للتحوط من هذا الخطر¹.

المطلب الثاني: تقنيات التغطية الآجلة لمخاطر الصرف (التغطية باستخدام المشتقات على العملة)
توفر الأسواق الآجلة على العملة فرص جيدة للتعامل مع مخاطر الصرف، إذ يلجأ المتعاملون الاقتصاديون إلى أسواق المشتقات لاتخاذ مراكز معاكسة للمراكز المتخذة في الأسواق الفورية للتحوط من أي تغير غير مرغوب فيه يمكن أن يطرأ على سعر صرف العملة محل التداول؛ وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات التي يتيحها هذا السوق وهي عقود المشتقات على العملات والمتمثلة في العقود المستقبلية على العملات، الخيارات على العملات ومبادلات العملة؛ سوف نتطرق إليها بنوع من التفصيل من خلال هذا المطلب.

1- عمليات الصرف الآجلة على العملة: يمكن استخدام الصفقات الآجلة لتغطية مخاطر العملة، ولا سيما في حالات المبالغ الضخمة من العملة، وعادة ما تتضمن تلك التغطية الأمور التالية²:

- شراء أو بيع الصفقات الآجلة لتغطية صفقة العملة الآجلة؛
- عدم تصفية مركز الصفقة الآجلة عند إجراء الصفقة؛
- شراء أو بيع عملة فعلية في أسواق العملة الأجنبية الفورية.

ويقصد بعمليات الصرف الآجلة، الاتفاق على بيع أو شراء عملة أجنبية تسلم في المستقبل بناء على ثمن يتفق عليه في الحال. هذه العمليات لا تتضمن تسليم عملة أجنبية ولا سداد قيمتها بالعملة المحلية في الحال، وسعر الصرف الآجل هو سعر الصرف الفوري السائد وقت إبرام الصفقة مضافاً إليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العمليتين موضوع التبادل، بمعنى أن

¹ زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 147.

² برايان كويل، "الحماية من مخاطر العملة"، دار الفاروق، مصر 2006، ص 104.

الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل هو الفرق بين سعري الفائدة على العمليتين، ولذلك يمكن احتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الآجل استنادًا إلى ثلاثة عناصر¹:

- سعر الصرف الفوري السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة؛
- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما اقترض قيمة العملة المبيعة التي سيتم السداد بها عند استحقاق العقد الآجل؛
- سعر الفائدة الذي سيحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة لفترة العقد الآجل.

2- العقود المستقبلية على العملات: العقود المستقبلية على العملات ما هي في الحقيقة إلّا عمليات صرف آجلة تتميز بكونها قابلة للتداول²، حيث يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة، إذ يلتزم بائع العقد المستقبلي بتسليم كمية محددة من عملة معطاة لمشتري العقد، وهذا يوافق تماما العقد الآجل، إلّا أن العقد المستقبلي يختلف عن العقد الآجل في أن الخسائر والأرباح تدار يوميا من خلال التسوية اليومية بالنسبة للعقد المستقبلي، في حين أن الأرباح والخسائر بالنسبة للعقود الآجلة تتم تسويتها عند الاستحقاق³. ونظرا لهذا التوافق الكبير بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة فإن سعر الصرف الآجل في حالة العقود المستقبلية يتحدد بنفس طريقة تحديده بالنسبة للعقود الآجلة. ويمكن توضيح العملات التي تنفذ عليها أغلب العقود المستقبلية بالآتي:

الجدول رقم 04: العقود المستقبلية على العملات المتداولة في الأسواق المشتقة المنظمة

نوع عملة العقد	قيمة العقد	سعر النقطة الواحدة (Pip)	قيمة كل نقطة تغير في السعر
الجنيه الاسترليني	62 500 جنيه استرليني	0.0001 دولار	6.25 دولار
الدولار الأسترالي	100 000 دولار استرالي	0.0001 دولار	10 دولار
الدولار الكندي	100 000 دولار كندي	0.0001 دولار	10 دولار
الين الياباني	12 500 000 ين	0.000001 دولار	12.5 دولار
الفرنك السويسري	125 000 فرنك	0.0001 دولار	12.5 دولار
اليورو	125 000 يورو	0.0001 دولار	12.5 دولار

المرجع: برايان كويل، "الحماية من مخاطر العملة"، مرجع سبق ذكره، ص 103.

¹ مدحت صادق، "أدوات وتقنيات مصرفية"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001، ص 97.

² J.P. Gourlaouen, " les nouveaux instruments financiers ", librairie Vuibert, Paris, 1988, p135.

³ علي معي الدين القرة داغي، "الاختيارات"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الصادرة عن رابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، جدة، 1992، ص 191؛

تتم التغطية باستخدام العقود المستقبلية على العملات ضد مخاطر تغير سعر الصرف، حيث نميز الأنواع التالية¹:

- **تغطية مراكز التعامل:** وهي الحالة التي ترغب فيها المؤسسة في استيراد سلعة معينة وتخشي من ارتفاع سعر صرف عملة البلد المصنع لتلك السلعة في وقت الاستيراد، إذن من أجل تثبيت السعر عند الصرف الحالي، فإن المؤسسة تقوم بشراء عقود مستقبلية على عملة البلد المصنع للسلعة، وفي حالة ارتفاع أسعار الصرف في المستقبل فإن المؤسسة تكون قد حققت وفورات مالية نتيجة تغطية مركزها.
- **تغطية مخاطر تحويل الأرباح.**

هي المخاطر التي تواجه المؤسسات التي تملك فروع في دول أخرى نتيجة تغير سعر الصرف بين عملة المؤسسة الأم وعملة الدولة التي يوجد بها الفرع، وذلك في حالة قيام الفرع بتحويل أرباحه، وبالتالي قد تتعرض هذه الأرباح المحولة إلى انخفاض في قيمتها نتيجة انخفاض قيمة عملة المؤسسة الأم أمام عملة بلد الفرع. لذلك وجب تغطية هذه العملية بشراء عقود مستقبلية لعملة بلد المؤسسة الأم.

مثال توضيحي:

إذا كانت صفقة تقدر بمبلغ 50 مليون ين ياباني، وكان سعر الصرف الجاري 0.009462\$/ين، بينما سعر التسوية الراهن لعقد مستقبلي على الين الياباني لثلاثة أشهر (0.009382\$/ين) في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284\$/ين)، فإن أقام مدير الشركة أحد البديلين:

الأول هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا فهو يتحمل مخاطر انخفاض قيمة الين مقابل الدولار.

والبديل الثاني هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن

البديل الأول	البديل الثاني
الحصول على المستحقات بالمسار الطبيعي	الدخول في عقد مستقبلي
قيمة الصفقة بالدولار الآن:	قيمة الصفقة بالدولار الآن:
$\$ 470000 = 0.0094 \times 50.000.000$	$\$ 470000 = 0.0094 \times 50.000.000$

¹ www.Bussinesdictionary.com/definition_index_futures.html, consulté le 03/05/2013 ;

قيمة الصفقة بعد 3 اشهر من الان بالدولار: $0.0092 \times 50.000.000 = \460000
 بيع عقد مستقبلي بسعر تسوية 0.0093 \$/ين

الخسارة الناتجة عن انخفاض الين: قيمة العقد المستقبلي بعد 3 أشهر:

$$\$ 10000 = 460000 - 470000 \quad \$ 465000 = 0.0093 \times 50.000.000$$

الخسارة الناتجة عن انخفاض الين:

$$\$ 5000 = 465000 - 470000$$

تسعير العقود المستقبلية للعملات الأجنبية: يخضع تسعير هذه العقود لفروقات أسعار الفائدة القائمة بين عملة وأخرى المتمثل في سعر الفائدة الخالي من المخاطر السائد في الدولتين وفق المعادلة التالية:

$$F = S(1 + I_a - I_b)^{t/n}$$

هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر الصرف الآجل؛

I_a هو معدل العائد في البلد الأجنبي

I_b هو معدل العائد في البلد المحلي

مثال توضيحي: بافتراض أن سعر الأورو مقابل الدولار الأمريكي في السوق الفورية هو 1.0304 بتاريخ تأسيس العقد، وسعر العائد الخالي من المخاطر في اليوم أ هو 5.84% وفي أوروبا هو 3.59%، أحسب السعر المستقبلي للأورو لمدة 3 أشهر.

$$F = S(1 + I_a - I_b)^{t/n}$$

$$F = 1.0304(1 + 0.0359 - 0.0589)^{90/365}$$

$$F = 1.0245 \$$$

ولحساب الربح أو الخسارة في العقود المستقبلية للعملات الأجنبية، فإننا نحسب التغير في سعر صرف العملة ونقيسها بنقطة واحدة (Pips) وهي أقل قيمة للتغير (كل نقطة تساوي 0.0001)، ثم نضرب عدد النقاط في قيمة كل نقطة حسب العقد المستقبلي وفق الجدول السابق.

الربح (الخسارة) = عدد النقاط "الفرق بين سعر التسوية وسعر الصرف الفوري" x قيمة النقطة x عدد العقود

أو يمكن حساب الربح والخسارة من خلال الفرق بين تكلفة التسوية وتكلفة الشراء من السوق الفورية بنفس تاريخ التسوية.

الربح (الخسارة) = (سعر صرف التسوية - سعر الصرف الفوري) x قيمة العقد الواحد x عدد العقود

3- الخيارات على العملات: يعتبر أسلوب استخدام خيار العملات الأجنبية وسيلة أخرى للحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وهي تتمثل في عقود مبرمة على أحد العملات الأجنبية تضمن لحاملها الحق، وليس الالتزام، في شراء أو بيع عملة أجنبية معينة مقابل الدولار بأسعار صرف متفق عليها مسبقا عند التعاقد تسمى أسعار التنفيذ وذلك في تاريخ استحقاق محدد (خيار أوروبي) أو خلال فترة محددة (خيار أمريكي).¹

تستخدم معظم المؤسسات التي تمتد أنشطتها خارج الحدود الدولية خيارات شراء العملة إذا ما توقعت ارتفاع سعر الصرف، خصوصا إذا لم تكن متأكدة من حاجتها إلى العملة الأجنبية، وبالتالي فإن شراء حق خيار الشراء يتيح لها حق شراء العملة الأجنبية دون تجميد رأسمال كبير في ذلك وتحمل مخاطر تقلب أسعار الصرف.

ففي حالة ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية المعنية الجاري مقابل العملة المحلية في السوق، إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ أو سعر الصرف المحدد المتفق عليه في هذا العقد، فإن حامل هذا العقد سيرى أن ممارسة حقه في تنفيذ العقد سيحقق له ربحا، ويكون ربحه الإجمالي عبارة عن الفرق بين سعر الصرف الجاري السائد في السوق وسعر الصرف أو سعر التنفيذ المحدد في العقد، في حين تتحدد قيمة ربحه الصافي عن هذا العقد بطرح قيمة الهامش الذي دفعه حامل العقد لمحرره؛

¹ J. Peyard et G. Soularue, " **risque de change** ", librairie Vuibert, Paris, 1986, p 129 .

أما في حالة انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية المعنية الجاري مقابل العملة المحلية في السوق إلى مستوى أقل من سعر التنفيذ، فإن حامله سيرى أنّ ممارسة حقه في العقد لن يحقق له ربحاً، وسيمتنع عن ممارسة حقه، وتكون خسارته محدودة ومتمثلة في الهامش المدفوع أو المكافأة المدفوعة للطرف الآخر، أي محرر عقد خيار شراء العملة الأجنبية المعنية.

في حين إذا تم اقتناء عقد خيار بيع عملة ما، فيحقق هذا العقد ربحاً إذا كان سعر الصرف أو التنفيذ المحدد في العقد أكبر من سعر صرف العملة الأجنبية المعنية الجاري مقابل العملة المحلية. ويحقق عقد خيار بيع عملة أجنبية معينة خسارة محدودة هي قيمة الهامش المدفوع لمحرر العقد إذا كان سعر التنفيذ المحدد في العقد أصغر من سعر صرف العملة الأجنبية المعنية الجاري مقابل العملة المحلية السائد في السوق¹.

وقد يبدو للبعض أن عمليات التعامل الآجل تغني عن استعمال حقوق الخيار كأداة لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وخاصة أن العلاوة التي يدفعها المشتري للبائع كشرط لتمتعه بحق الخيار تشكل عبئاً مالياً على المشتري الذي كان في استطاعته تحمل التغطية اللازمة عن طريق الشراء الآجل دون ما حاجة لتحمل هذا العبء المالي مما يجعل شراء حق خيار الشراء أقل ربحاً من عملية الشراء الآجل. إن هذا الرأي صحيح بالفعل إذا ما ارتفعت الأسعار لأن التغطية ستكون واحدة في الحالتين مع فارق مهم وهو أن العلاوة التي دفعها المشتري في حالة شراء حق الخيار ستكون عبئاً مالياً إضافياً عليه دون مبرر، إلا أن الأمر يختلف إذا ما انخفض سعر العملة المشتراة، لأنه في حالة الشراء الآجل ستكون خسارة المشتري مؤكدة وغير محدودة، لأنه يكون قد التزم بالشراء بسعر قد يفوق كثيراً السعر السائد في السوق في تاريخ الاستحقاق، في حين أن خسارته في حالة شراء حق خيار الشراء ستكون محدودة بقيمة العلاوة المدفوعة للبائع وقت التعاقد والتي يمكن تعويضها إذا ما اشترى العملة بالسعر المنخفض في السوق الفوري².

وفي حالة ما إذا كان التدفق النقدي المتوقع ليس في علاقة خطية مع التغير في سعر الصرف، عندئذ تصبح التغطية باستخدام عقود الخيار أفضل من التغطية باستخدام العقود الآجلة أو العقود المستقبلية³.

¹ وجدي مخامرة، "عقود خيارات شراء وبيع العملات الأجنبية"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأردن، 1996، ص ص 40-41؛

² مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص ص 129-130.

³ منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، ج 3، مرجع سبق ذكره، ص 376؛

4- مبادلات العملات (القروض المتقاطعة بالعمله): تعد عمليات مبادلة العملة من الأدوات طويلة الأجل، ولاسيما تلك التي تتراوح الفترة الزمنية بها بين عامين وحتى عشرة أعوام، ونظرا لأنها وسيلة من وسائل التغطية فإنها أكثر ملاءمة للمخاطر طويلة الأجل.¹ وهنا يجب التمييز بين مبادلة العملة ومبادلة الصرف، حيث تتم مبادلات الصرف في سوق الصرف ما بين البنوك أين يتبادل أصل الدين فقط دون تبادل للفوائد، أما مبادلة العملة فتتم في السوق غير الرسمية، إذ يتبادل أصل الدين والفوائد معا. إضافة إلى أن التبادل النهائي (عند استحقاق العقد) في مبادلة الصرف يعتمد على سعر الصرف الأجل، أما في مبادلة العملة فيعتمد على سعر الصرف الجاري، وذلك بأخذ إما سعر الصرف الجاري للفترة أو سعر الصرف الجاري عند الاستحقاق.²

تستخدم مبادلة العملة لتغطية المخاطر التي قد تنشأ عن:

- قروض العملة الأجنبية، وما يترتب عنها من مخاطر عن الفائدة التي يتم دفعها على القرض وضرورة سداد أصل القرض بالنهاية، وهنا يمكن أن يتضمن عقد مبادلة العملة: مبادلة العملات ذات أسعار الفائدة الثابتة، مبادلة العملات ذات أسعار الفائدة المتغيرة، مبادلة عملة ذات سعر فائدة ثابت مع عملة ذات سعر فائدة متغير، أو مبادلة عملة ذات سعر فائدة متغير مع عملة ذات سعر فائدة ثابت ؛
 - استثمارات العملة الأجنبية؛
 - عندما تتوقع مؤسسة سداد مبلغ ضخيم من العملة أو استلام مبلغ مشابه خلال عامين أو أكثر.
 - وتتضمن مبادلات العملة السهلة ثلاثة مجموعات مختلفة من التدفقات النقدية، هي:
 - في بداية عقد المبادلة يقوم طرفي العقد بمبادلة حقيقية للنقد؛
 - الطرفان يقومان بدفع دفعات فائدة . على فترات . أحدهما للآخر خلال مدة عمر العقد؛
 - في نهاية عقد المبادلة يقوم الطرفان بمبادلة أخرى للمبالغ الأساسية.
- ويمكن أن تتم عمليات مبادلة العملة وفق أسلوبين، هما³:

■ **عمليات التبديل التامة:** وفق هذا الأسلوب تتم عملية التبديل بإغلاق الشراء والبيع مع نفس الجهة المتعامل معها، إذ يتم بعد المفاوضة على السعر والاتفاق عليه تحديد سعر التبادل اللزمين "السعر الآني والآجل" ومن ثم إجراء عملية التبديل كاملة مع نفس الجهة؛

¹ برايان كويل، "الحماية من مخاطر العملة"، دار الفاروق، مصر 2006، ص 115؛

² Patrice Fontaine, " gestion du risque de change ", Economica, Paris, 1996, p. 63

³ حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 418.

■ عمليات التبديل الموجهة: يتكون هذا الأسلوب من عمليتين منفصلتين تغلق كل منهما مع جهة مختلفة، فقد يقوم المتعامل بمفاوضة أحد الأطراف بشراء عملة معينة على أساس التسليم الآجل وبعدها بمدة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف آخر لبيع نفس العملة على أساس التسليم الآني، وليس بالضرورة أن يتساوى المبلغان تماما عند استعمال عمليات التبديل لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل آخر.

خلاصة

تتمثل مخاطر الصرف في تلك الخسائر 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 عملة. وتتنوع هذه المخاطر إلى مخاطر الصفقات، مخاطر التحويل والمخاطر الاقتصادية.

ولإدارة هذه المخاطر تتوفر مجموعة من التقنيات المقصودة هنا هي عبارة عن مجموع الإجراءات و التدابير التي تستعملها المؤسسة من أجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف عن طريق التقليل من حجم الديون المحررة بالعملات الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى. في هذا الشأن توجد هناك مجموعتين من التقنيات للوقاء من خطر الصرف، الأولى تعتبر تقنيات داخلية لأن المؤسسة تحاول التحكم في هذه المخاطر وإدارتها على مستواها و بإمكانياتها الداخلية أو الخاصة دون الحاجة إلى دخول الأسواق الخارجية أو الإستعانة بأطراف خارجية، وإذا لم تتمكن من تجاوز تلك المخاطر تلجأ إلى استعمال تقنيات المجموعة الثانية وهي تعتبر خارجية كونها تستدعي اللجوء إلى أسواق أو متعاملين من خارج المؤسسة ذاتها، كتعامل المؤسسة مع المؤسسات المصرفية من أجل شراء أو بيع العملات بالأجل، أو عند دخول المؤسسة إلى السوق من أجل التوقيع على عقود آجلة من أجل شراء أو بيع خيارات الصرف OPTIONS DE CHANGE ، كما يمكن ضمن هذا المنظور أن تلجأ المؤسسة كذلك إلى عمليات القروض المتقاطعة بالعملة أو ما يدعى بـ SWAPS، أو اللجوء إلى شركات التأمين...إلخ .

خاتمة عامة

الخاتمة العامة

بتوسع ظاهرة العولمة وانفتاح اقتصاديات الدول على العالم الخارجي، ظهرت ضرورة إيجاد وسيلة لتسهيل المعاملات بين والعمليات التجارية بين الدول، فظهر ما يعرف بسعر صرف العملات، وهو يعني معدل تحويل عملة مقابل عملة أخرى؛ ذلك أنه لم تتواجد عملة عالمية تلقى القبول العام لجميع الدول وتحقق مختلف وظائف النقود كوسيلة التبادل أو مخزن للقيمة أو وسيلة للقياس، فجاء سعر الصرف ليضمن قابلية تحويل القدرة الشرائية لمختلف العملات عبر الحدود وأداء الوظائف التي ابتكرت من أجلها مختلف أدوات الدفع. وحتى تضمن الدول استقرار اقتصادياتها أنظمتها النقدية مع تحسين أدائها، ظهرت ضرورة تبني أنظمة صرف تساعد على ذلك، فكانت تتأرجح الأنظمة المتبعة بين الثابتة والعائمة، ومن الدول ما سعت إلى التوفيق بين مزايا الترتيبين وفضلت تبني الأنظمة الوسيطة.

هذا وقد أدى التوجه نحو تبادل مختلف العملات انعكاسا لمختلف المبادلات التدفقات الاقتصادية بين الدول والتي تستدعي بدورها تدفقات نقدية في الاتجاه المقابل؛ أدى هذا كله إلى بروز مراكز مالية دولية للتبادل العملات شكلت ما يعرف بسوق الصرف الأجنبي. تحكم هذا السوق مجموعة من الآليات والأسس التي تسهل فهم المتعاملين فيه بالمعطيات الواردة على مستواه، وقد ساعد على نمو سوق الصرف الأجنبي التطور التكنولوجي الهائل وتوجه مختلف الدول خاصة المتقدمة نحو أنظمة الصرف الحرة والتحرير المالي الذي مس بالخصوص تدفقات رؤوس الأموال، تحرير أسعار الفائدة ورفع القيود على نشاط المؤسسات المالية.

غير أن هذا التطور قد أدى إلى نشوب العديد من الأزمات والانهيئات المالية التي مست القطاعين المالي والنقدي، حيث عانت كافة دول العالم منذ فترة السبعينيات من آثار التقلبات الحادة في سعر صرف عملات التقييم على المستوى الدولي وذلك إثر انهيار نظام بريتون وودز عام 1971 و تبني معظم الدول الكبرى نظام سعر الصرف العائم الذي تتميز أسعار الصرف في ظلّه بتقلباتها المستمرة و ما يترتب عن ذلك من آثار -سلبية طبعاً- بالغة الأهمية بالنسبة للمؤسسات دولية النشاط، سواء تعلق الأمر بالنشاط المالي أو التجاري، وهو ما استوجب ضرورة البحث عن تقنيات وآليات لتفادي التعرض لمخاطر الصرف، ومن هذه التقنيات ما هو آني، ومنها ما هو آجل.

الملاحق

الملحق رقم 01: جدول يبين تواريخ الانضمام والعملات السابقة للدول التي تبنت عملة اليورو

الدولة	العملة القديمة	سعر الصرف (ما يقابل يورو واحد من العملة القديمة)	السنة
بلجيكا	فرنك بلجيكي	40.3399	1999
لوكسمبورغ	فرنك لوكسمبورغي	40.3399	1999
ألمانيا	مارك ألماني	1.95583	1999
إسبانيا، أندورا	بيزيتا إسبانية	166.386	1999
فرنسا، موناكو، أندورا	فرنك فرنسي	6.55957	1999
أيرلندا	جنيه أيرلندي	0.787564	1999
إيطاليا، سان مارينو، الفاتيكان	ليرة إيطالية	1936.27	1999
هولندا	خولده هولندي	2.20371	1999
النمسا	شلن نمساوي	13.7603	1999
البرتغال	إسكودو برتغالي	200.482	1999
فنلندا	ماركا فنلندية	5.94573	1999
اليونان	دراخما يونانية	340.75	2001
سلوفينيا	تولار سلوفيني	239.64	2007
قبرص	جنيه قبرصي	0.585274	2008
مالطا	ليرة مالطية	0.4293	2008
سلوفاكيا	كرونة سلوفاكية	30.126	2009
إستونيا	كرون إستوني	15.6466	2011
لاتفيا	لاتس لاتفي	0.702804	2014
ليتوانيا	ليتاس ليتواني	3.4528	2015

الملحق رقم 2: قائمة رموز أيزو 4217 لل عملات الفعلية.

الرمز	الرقم	اسم العملة	الدول المستخدمة
AED	784	درهم إماراتي	الإمارات العربية المتحدة
AFN	971	أفغاني	أفغانستان
ALL	008	ليك ألباني	ألبانيا
AMD	051	درام أرميني	أرمينيا
ANG	532	غيلدر الأنتيل الهولندية	جزر الأنتيل الهولندية
AOA	973	كوانزا أنغولي	أنغولا
ARS	032	بيزو أرجنتيني	الأرجنتين
AUD	036	دولار أسترالي	أستراليا، أنتاركتيكا، جزيرة عيد الميلاد، جزر كوكس، جزيرة ماكدونالد، كيريباس، ناورو، جزيرة نورفولك، توفالو
AWG	533	فلورن أروبي	أروبا
AZN	944	مانات أذربيجاني	أذربيجان
BAM	977	مارك يوسفي	البوسنة والهرسك
BBD	052	دولار بربادوسي	بربادوس
BDT	050	تাকা بنغلاديشي	بنغلادش
BGN	975	ليف بلغاري	بلغاريا
BHD	048	دينار بحريني	البحرين
BIF	108	فرنك بروندي	بروندي
BMD	060	دولار برمودي	جزر برمودا
BND	096	دولار بروني	بروني
BOB	068	بوليفاريو بوليفي	بوليفيا
BOV	984	بوليفاريو بوليفي	بوليفيا
BRL	986	ريال برازيلي	البرازيل
BSD	044	دولار بامي	الهاما
BTN	064	نولتوم بوتاني	بوتان
BWP	072	بولا بتسواني	بتسوانا
BYN ^[1]	974	روبل بلاروسي	روسيا البيضاء
BZD	084	دولار بليزي	بليز
CAD	124	دولار كندي	كندا
CDF	976	فرنك كونغولي	جمهورية الكونغو الديمقراطية
CHE	947	يورو فير	سويسرا
CHF	756	فرنك سويسري	سويسرا، ليختنشتاين

الرمز	الرقم	اسم العملة	الدول المستخدمة
CHW	948	فرنك فير	سويسرا
CLF	990	بيزو تشيلي	تشيلي
CLP	152	بيزو تشيلي	تشيلي
CNY	156	يوان صيني	الصين
COP	170	بيزو كولومبي	كولمبيا
COU	970	ريال كولومبي	كولمبيا
CRC	188	كولون كوستاريكي	كوستاريكا
CUC	931	بيزو كوبي	كوبا
CVE	132	إيسكودو كابوفيري	كابوفيري
CZK	203	كرونة تشيكية	جمهورية التشيك
DJF	262	فرنك جيبوتي	جيبوتي
DKK	208	كرونة دنماركية	دانمارك، جزر فارو، غرينلاند
DOP	214	بيزو دومينيكي	جمهورية الدومينيكان
DZD	012	دينار جزائري	الجزائر
EGP	818	جنيه مصري	مصر
ERN	232	ناكفا إريتري	إريتريا
ETB	230	بير اثيوبي	إثيوبيا
EUR	978	يورو	17 دولة من الاتحاد الأوروبي، أندورا، كوسوفو، موناكو، الجبل الأسود، سان مارينو، الفاتيكان، جزر أولند
FJD	242	دولار فيجي	فيجي
FKP	238	جنيه فوكلاندي	جزر فوكلاند
GBP	826	جنيه إسترليني	المملكة المتحدة
GEL	981	لاري جورجي	جورجيا
GHS	936	سيدي غاني	غانا
GIP	292	جنيه جبل طارق	جبل طارق
GMD	270	دالاسي غامبي	غامبيا
GNF	324	فرنك غيني	غينيا
GTQ	320	كيتال غواتيمالي	غواتيمالا
GYD	328	دولار غياني	غيانا
HKD	344	دولار هونغ كونغ	هونغ كونغ
HNL	340	لميرة هندوراسية	هندوراس
HRK	191	كونا كرواتية	كرواتيا
HTG	332	جوردة هايتية	هايتي

الرمز	الرقم	اسم العملة	الدول المستخدمة
HUF	348	فورنت مجري	المجر
IDR	360	روبية أندونيسية	اندونيسيا
ILS	376	شيكل إسرائيلي	إسرائيل
INR	356	روبية هندية	بوتان، الهند
IQD	368	دينار عراقي	العراق
IRR	364	ريال إيراني	إيران
ISK	352	كرونة آيسلندية	آيسلندا
JMD	388	دولار جامايكي	جامايكا
JOD	400	دينار أردني	الأردن
JPY	392	ين ياباني	اليابان
KES	404	شلن كيني	كينيا
KGS	417	سوم قيرغزستاني	قيرغزستان
KHR	116	ريال كمبودي	كمبوديا
KMF	174	فرنك قمري	جزر القمر
KPW	408	وون كوري شمالي	كوريا الشمالية
KRW	410	وون كوري جنوبي	كوريا الجنوبية
KWD	414	دينار كويتي	الكويت
KYD	136	دولار كايماني	جزر كايمان
KZT	398	تينغ كازاخستاني	كازخستان
LAK	418	كيب لاوسي	لاوس
LBP	422	ليرة لبنانية	لبنان
LKR	144	روبية سريلانكية	سريلانكا
LRD	430	دولار ليبيري	ليبيريا
LSL	426	لوتي لسوتو	لسوتو
LTL	440	ليتاس لتواني	لتوانيا
LYD	434	دينار ليبي	ليبيا
MAD	504	درهم مغربي	المغرب،
MDL	498	ليو مولدوفي	مولدوفا
MGA	969	أرياري مدغشقر	مدغشقر
MKD	807	دينار مقدوني	جمهورية مقدونيا
MMK	104	كيات ميانماري	ميانمار
MNT	496	توغروغ منغولي	منغوليا

الرمز	الرقم	اسم العملة	الدول المستخدمة
MOP	446	ياتاكا مكاوية	منطقة مكاو الإدارية الخاصة
MRU	929	أوقية موريتانية	موريتانيا^[2]
MUR	480	روبية موريشية	موريشيوس
MVR	462	روفية مالديفية	جزر المالديف
MWK	454	كواشا ملاوية	ملاوي
MXN	484	بيزو مكسيكي	المكسيك
MYR	458	رينغيت ماليزي	ماليزيا
MZN	943	متكال موزمبيقي	موزمبيق
NAD	516	دولار نامبي	ناميبيا
NGN	566	نيرة نيجيرية	نيجيريا
NIO	558	كوردوبا نيكاراغوي	نيكاراغوا
NOK	578	كرونة نرويجية	النرويج
NPR	524	روبية نيبالية	نيبال
NZD	554	دولار نيوزيلندي	جزر كوك، نيوزيلندا، نيبوي، جزر بتكيرن، توكو
OMR	512	ريال عماني	سلطنة عمان
PAB	590	بالبوا بنبي	بنما
PEN	604	سول بيروفي	بيرو
PGK	598	كينيا بابوا غينيا	بابوا غينيا الجديدة
PHP	608	بيسو فلبيني	الفلبين
PKR	586	روبية باكستانية	باكستان
PLN	985	زلوتي بولندي	بولندا
PYG	600	غواراني باراغواني	باراغواي
QAR	634	ريال قطري	قطر
RON	946	ليوروماني	رومانيا
RSD	941	دينار صربي	صربيا
RUB	643	روبل روسي	روسيا، أبخازيا، أوسيتيا الجنوبية
RWF	646	فرنك رواندي	رواندا
SAR	682	ريال سعودي	المملكة العربية السعودية
SBD	090	دولار جزر سليمان	جزر سليمان
SCR	690	روبية سيشيلية	سيشل
SDG	938	جنيه سوداني	السودان
SEK	752	كرونة سويدية	السويد

الرمز	الرقم	اسم العملة	الدول المستخدمة
SGD	702	دولار سنغافوري	سنغافورة
SHP	654	جنيه سانت هيليني	سانت هيلينا
SLL	694	ليون سيراليوني	سيراليون
SOS	706	شلن صومالي	الصومال
SRD	968	دولار سورينامي	سورينام
SSP	728	جنيه جنوب سوداني	جنوب السودان
STD	678	دوبرا ساو تومي وبرينسيب	ساو توميه وبرينسيب
SYP	760	ليرة سورية	سوريا
SZL	748	ليلانغيني سوازيلاندي	سوازيلاند
THB	764	بات تايلاندي	تايلاند
TJS	972	ساماني طاجيكي	طاجيكستان
TMT	934	منات تركمانستاني	تركمنستان
TND	788	دينار تونسي	تونس
TOP	776	بانغا تونغي	تونغا
TRY	949	ليرة تركية	تركيا
TTD	780	دولار ترينيداد وتوباغو	ترينيداد وتوباغو
TWD	901	دولار تايواني	تايوان والجزر التي تحت سلطتها.
TZS	834	شيلينغ تانزاني	تانزانيا
UAH	980	هريفنيا أوكرانية	أوكرانيا
UGX	800	شيلينغ أوغندي	أوغندا
USD	840	دولار أمريكي	ساموا الأمريكية، إقليم المحيط الهندي البريطاني، إلوكادور، السلفادور، غوام، هايتي، جزر مارشال، ولايات ميكرونيسيا المتحدة، جزر ماريانا الشمالية، بالاو، بنما، تيمور الشرقية، جزر تركس وكايكوس، الولايات المتحدة، الجزر العذراء الأمريكية
UYU	858	يزو أوروغواني	الأوروغواي
UZS	860	سوم أوزبكستاني	أوزبكستان
VEF	937	بوليفار فنزويلي	فنزويلا
VND	704	دونغ فيتنامي	فيتنام
VUV	548	فاتو فانواتي	فانواتو
WST	882	تالا ساموي	ساموا
XAF	950	فرنك وسط أفريقي	الكاميرون، جمهورية أفريقيا الوسطى، جمهورية الكونغو، التشاد، غينيا الاستوائية، الغابون
YER	886	ريال يمني	اليمن
ZAR	710	راند جنوب أفريقي	جنوب أفريقيا
ZMW	967	كواشا زامبية	زامبيا

الرمز	الرقم	اسم العملة	الدول المستخدمة
ZWL	932	دولار زيمبابوي	زيمبابوي
XCD	951	دولار شرق الكاريبي	أنغويلا، أنتيغوا وبربودا، دومينيكا، غرينادا، مونتسرات، سانت كيتس ونيفيس، سانت لوسيا، سانت فنسنت والجرينادينز
XPF	953	فرنك سي اف بي	بوليزيا الفرنسية، كاليدونيا الجديدة، واليس وفوتونا
XOF	952	فرنك غرب أفريقي	البنين، بوركينا فاسو، الكوت ديفوار، غينيا بيساو، مالي، النيجر، السنغال، التوغو
XDR	960	حقوق السحب الخاصة	صندوق النقد الدولي
XFO	Nil	Gold franc (special settlement currency)	بنك التسويات الدولية
XFU	Nil	UIC franc (special settlement currency)	الإتحاد الدولي للسكك الحديدية
XAG	961	فضة (أونصة واحدة)	
XAU	959	ذهب (أونصة واحدة)	
XPB	964	بالاديوم (أونصة واحدة)	
XPT	962	بلاتينيوم (أونصة واحدة)	
XBA	955	European Composite Unit (EURCO) (Bonds market unit)	
XBB	956	European Monetary Unit (E.M.U.-6) (Bonds market unit)	
XBC	957	European Unit of Account 9 (E.U.A.-9) (Bonds market unit)	
XBD	958	European Unit of Account 17 (E.U.A.-17) (Bonds market unit)	

الملحق رقم 3: تقاطعات العملة الموحدة بتاريخ 2021/12/01

الوقت	% التغيير	تغيير	منخفض	عالي	ASK	Bid	الرمز	أسم
02:21:4 1	-0.00%	-0.0000	1.1315	1.1325	1.1319	1.1318	EUR/USD	يورو/دولار أمريكي
02:21:4 7	+0.13%	+0.14	112.66	112.93	112.91	112.88	USD/JPY	دولار أمريكي/ين
02:21:4 6	0.00%	0.0000	1.3273	1.3285	1.3279	1.3275	GBP/USD	جنيه/دولار أمريكي
02:21:4 5	+1.11%	+0.147 0	13.2617	13.4123	13.4295	13.3915	USD/TRY	دولار أمريكي/ليرة تركية
02:21:4 5	+0.13%	+0.001 2	0.9198	0.9218	0.9221	0.9211	USD/CHF	دولار أمريكي/فرنك
02:21:4 7	-0.05%	-0.0006	1.2808	1.2822	1.2813	1.2809	USD/CAD	دولار أمريكي/كندي
02:21:4 7	+0.13%	+0.16	127.54	127.82	127.80	127.76	EUR/JPY	يورو/ين
02:21:4 5	+0.06%	+0.000 4	0.7102	0.7111	0.7109	0.7108	AUD/USD	استرالي/دولار أمريكي
02:21:4 3	+0.07%	+0.000 5	0.6806	0.6813	0.6814	0.6810	NZD/USD	نيوزلندي/دولار أمريكي
02:21:4 5	+0.03%	+0.000 2	0.8521	0.8529	0.8526	0.8523	EUR/GBP	يورو/جنيه
02:21:4 7	+0.02%	+0.000 2	1.0411	1.0434	1.0421	1.0419	EUR/CHF	يورو/فرنك
02:21:4 7	+0.19%	+0.15	80.08	80.29	80.26	80.24	AUD/JPY	استرالي/ين
02:21:4 6	+0.12%	+0.18	149.57	149.99	149.92	149.86	GBP/JPY	جنيه/ين
02:21:4 7	+0.11%	+0.14	122.38	122.66	122.65	122.60	CHF/JPY	فرنك/ين
02:21:4	-0.06%	-0.0008	1.4493	1.4518	1.4503	1.4497	EUR/CAD	يورو/كندي

الوقت	% التغيير	تغيير	منخفض	عالي	ASK	Bid	الرمز	أسم
7								
02:21:4 6	+0.02%	+0.000 2	0.9100	0.9116	0.9109	0.9105	AUD/CAD	استرالي/كندي
02:21:4 7	+0.21%	+0.19	87.89	88.17	88.14	88.11	CAD/JPY	كندي/ين
02:21:4 7	+0.20%	+0.16	76.71	76.93	76.94	76.87	NZD/JPY	نيوزلندي/ين
02:21:4 5	+0.05%	+0.000 5	1.0428	1.0445	1.0439	1.0431	AUD/NZ D	استرالي/نيوزلندي
02:21:4 7	-0.01%	-0.0001	1.8667	1.8699	1.8682	1.8674	GBP/AUD	جنيه/استرالي
02:21:4 8	-0.01%	-0.0001	1.5914	1.5942	1.5927	1.5919	EUR/AUD	يورو/استرالي
02:21:4 7	+0.02%	+0.000 3	1.2213	1.2243	1.2226	1.2221	GBP/CHF	جنيه/فرنك
02:21:4 4	-0.02%	-0.0003	1.6613	1.6632	1.6621	1.6610	EUR/NZD	يورو/نيوزلندي
02:21:4 7	+0.08%	+0.000 5	0.6533	0.6554	0.6545	0.6544	AUD/CHF	استرالي/فرنك
02:21:4 6	-0.01%	-0.0003	1.9490	1.9510	1.9499	1.9482	GBP/NZD	جنيه/نيوزلندي
01:14:3 2	+0.02%	+0.017	75.016	75.021	75.038	75.004	USD/INR	دولار أمريكي/هندي
01/12	+0.00%	+0.000 0	6.3682	6.3682	6.3690	6.3673	USD/CNY	دولار أمريكي/يوان
02:21:3 2	-0.03%	-0.0004	1.3647	1.3662	1.3652	1.3647	USD/SGD	دولار أمريكي/سنغافوري
02:21:4 1	0.00%	+0.000 4	7.7923	7.7932	7.7936	7.7927	USD/HKD	دولار أمريكي/هونج كونج
02:21:4 5	+0.02%	+0.001 0	6.5669	6.5723	6.5709	6.5691	USD/DKK	دولار أمريكي/دنمركي

الوقت	% التغيير	تغيير	منخفض	عالي	ASK	Bid	الرمز	أسم
02:21:4 7	-0.05%	-0.0009	1.7005	1.7029	1.7014	1.7004	GBP/CAD	جنيه/كندي
02:21:4 3	+0.12%	+0.011 0	9.0725	9.0925	9.0998	9.0811	USD/SEK	دولار أمريكي/كرونة
01:00:0 1	+0.00%	+0.000 0	74.2515	74.2515	74.2515	74.2515	USD/RUB	دولار أمريكي/روبل
02:21:4 2	+0.02%	+0.003 9	21.1215	21.5166	21.5210	21.4900	USD/MX N	دولار أمريكي/مكسيكي
02:20:3 6	-0.02%	-0.0037	16.0129	16.0550	16.0309	16.0209	USD/ZAR	دولار أمريكي/راند
02:21:4 7	+0.10%	+0.000 8	0.7175	0.7196	0.7188	0.7185	CAD/CHF	كندي/فرنك
02:21:4 7	+0.02%	+0.000 2	0.8723	0.8731	0.8731	0.8723	NZD/CAD	نيوزلندي/كندي
02:21:4 7	+0.10%	+0.000 7	0.6264	0.6280	0.6274	0.6269	NZD/CHF	نيوزلندي/فرنك
02:21:4 8	-0.33%	-187.0	56,505. 0	59,055. 0	57,159. 0	57,156. 0	BTC/USD	بتكوين/دولار أمريكي
02:21:4 8	+0.39%	+198.4	49,928. 0	52,100. 0	50,497. 2	50,491. 4	BTC/EUR	بتكوين/يورو
02:21:2 2	-1.46%	-67.79	4,523.9 9	4,778.7 5	4,588.9 1	4,588.9 0	ETH/USD	إيثريوم/دولار أمريكي

Source : <https://sa.investing.com/currencies/streaming-forex-rates-majors>

قائمة المراجع

قائمة المراجع

■ المراجع باللغة العربية

- إسماعيل إبراهيم الطراد، "إدارة العملات الأجنبية"، دار وائل للطباعة والنشر، ط 2، عمان، 2005.
- آمال قحايرية، "أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية"، مجلة شمال إفريقيا، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، المجلد 2، العدد 3، بدون سنة نشر.
- بسام حجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، الطبعة الأولى، دار المهمل اللبناني للنشر، 2006.
- برايان كويل، "الحماية من مخاطر العملة"، دار الفاروق، مصر 2006.
- بلقاسم العباس، "سياسات أسعار الصرف"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23، الكويت، نوفمبر 2003.
- جعفري عمار، "إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية دراسة حالة نظام الصرف في الجزائر للفترة 1990-2010"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012.
- حاكم الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية"، دار اليازوري، الأردن، ط 1، 2011.
- حيدر نعيمة الفريجي، "أثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية"، ورقة بحثية قدمت في إطار الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية - الفرص والتحديات، جامعة الأغواط، 18-20 أبريل 2005.
- خليل أحمد الكايد، "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- دريد كامل آل شبيب، "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- سامي عفيفي حاتم، "دراسات في الاقتصاد الدولي"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط 5، 2000.
- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص 103.
- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي: "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

- عبد الغني حريري، "دور التحرير المالي في قضايا التعثر المصرفي"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005.
- سيداعمر زهرة، "انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)"، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد درارية، أدرار، 2017/2018.
- شقيري نوري موسي وآخرون، "التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- شقيري نوري موسى وآخرون: "إدارة المخاطر"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- شاكر القزويني، "محاضرات في الاقتصاد البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
- عبد الجليل هجيرة، "أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011/2012.
- عبد الحق بوعتروس، "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، بدون تاريخ.
- عرفان تقي الحسني، "التمويل الدولي"، مجدلوي للنشر، عمان، الأردن، 1999.
- علي محي الدين القرة داغي، "الاختيارات"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الصادرة عن رابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، جدة، 1992.
- قماش نجيب، "إشكالية سوق الصرف الموازي في الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2019/2020.
- طارق مراد، "النقود تاريخها وتطورها وأسواقها المالية"، دار الراتب الجامعية، بيروت، 2008.
- طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ورقة مناسبات رقم 5، المملكة العربية السعودية، 2003.
- طارق عبدالعال حماد، "إدارة المخاطر: أفراد - إدارات - بنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

- زياد حافظ، "الأزمة المالية العالمية، البحث عن نموذج جديد"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، صادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، لبنان 2011.
- زيات عادل، "إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط في البلدان الناشئة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1 - الجزائر.
- ماهر كنج شكري، ومروان عطوان، "المالية الدولية: العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- مدحت صادق، "أدوات وتقنيات مصرفية"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001
- مجدي محمود شهاب، "الوحدة النقدية الأوروبية: الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمود العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، بيروت، 1979.
- محمد أحمد السريبي، "التجارة الخارجية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2009.
- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر، ط2، الإسكندرية، 1997.
- محمود عزت اللحام وآخرون، "المالية الدولية"، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4 الجزء الأول، الجزائر، 2008.
- منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- موري سمية، "آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2009/2010.
- ميكائيل نواك، "الأسواق السوداء في العملات الأجنبية"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1985
- السيد متولي عبد القادر، "الاقتصاد الدولي: النظرية والسياسات"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2011.
- نسيلي جهيدة، "الهندسة المالية والأسواق المالية" أطروحة دكتوراه في النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015/2016.

- نسيلي جهيدة، "محاضرات في المشتقات المالية"، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2016.
- نوفل بعلول، "أثر نظام سعر الصرف على ميزان المدفوعات الجزائري -دراسة مقارنة مع مجموعة من الدول العربية"، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2017/2018.
- هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، حلب، 2007.
- وجدي مخامرة، "عقود خيارات شراء وبيع العملات الأجنبية"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأردن، 1996.
- يحي عيسى، "أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، المجلد الخامس، العدد الخامس، 2005. ص ص 37.
- المعهد العربي للتخطيط، "إدارة الديون الخارجية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جوان 2004، السنة الثالثة.

المراجع باللغة الأجنبية

- Arnould Daniel, "**la bourse et les produits boursiers**", éllipses, paris, 2004.
- André Cartapanis, Jérôme Teitette, " **Les hedge Funds et la crise financière Internationale**", Revue d'économie financière, No spécial, juin 2008.
- Andrew Crockett, "**Evolution et régulation des Hedge funds**", Banque de France, revue De la stabilité financière N° spécial hedge funds , 10 avril 2007.
- B .Eichenengreen, A Rose, "**Exchange rate mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks**", Economic policy 21, 1998.
- Brian Coyle, "**Hedging Currency Exposures**", Global Professional Publishing, London, United Kingdom, 2000.
- Bruce Russett and others, "**World Politics: The Menu for Choice**", Cengage Learning, 2009.
- David Eiteman et autres, "**Gestion et Finance Internationales**", traduction Michel-Henry Bouchet et autres, 10ème édition, Pearson Education, Paris, France, 2004.
- David Hénau , "**Les mouvements internationaux de capitaux – comprendre les crises financières**", édition educagri, Dijon Cedex, 2009.
- Dicks James, "**Forex Trading Secrets**", Mc Graw- Hill companies, New York, USA, 2010.
- Dominick Salvatore, "**Economie internationale**", traduit par Fabienne Leloup et Achille Hannequart , 1ère édition, Boeck, Bruxelles, 2008.
- Ephraim Clark and Dilip Kumar Ghosh, "**Arbitrage, Hedging, and Speculation: The Foreign Exchange Market**", Greenwood Publishing Group, USA, 2004.
- F.R.Casas, "**Stabilité des marchés de change au comptant et à terme : une approche d'équilibre simultané**". L'Actualité économique, Volume 59, N°(2), HEC Montréal, Juin 1983.
- Gérard Duchene, Samir Zouari, "**L'impact de la qualité des institutions sur les crises de change** ", Laboratoire Erudite, Créteil Cedex, France, 2005.

- Grace Cheng , **"7 Winning Strategies for Trading Forex"**, Harriman House Ltd, London, 2007.
- Imad shehab, **"the banking & financial implications engineering in the arab region"**, union of arab banks, libanon, 1996.
- James Dicks, **"Forex Made Easy 6 Ways to Trade the Dollar"**, Mc Graw- Hill companies , New York, 2004.
- Jean Louis Amelon, Jean Marie Carde bat, **"les nouveaux défis de l'internationalisation "**, 1^{ère} Edition. De Boeck. Bruxelles, 2010.
- JP. Allégret, **"Economie monétaire internationale "**, Edition Hachette, paris, 1997.
- J. Frankel, A .Rose, **" Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment "**, board of governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper, n°534, 1996.
- J .Aziz , Al , **"Currency crises: in search of common elements"**, IMF working paper, n°67, 2000.
- Josette Peyrard, **"Gestion Financière Internationale"**, 3ème édition, Vuibert, Paris, France, 1995.
- J.P. Gourlaouen, **" les nouveaux instruments financiers "**, librairie Vuibert, Paris, 1988
- J. Peyard et G. Soularue, **" risque de change "**,_librairie Vuibert, Paris, 1986.Patrice Fontaine, **" gestion du risque de change "**, Economica, Paris, 1996.
- Raphaëlle Bellano, Armand coline, **"finance international"**, paris, 1993.
- Larbi Dohni, Canol Hainaut, **" Les taux de change "**, édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004.
- Lenain. P, **" le FMI "**, édition Casbah, 1998.
- Lukas Menkhoff and others, **" Information Flows in Foreign Exchange Markets: Dissecting Customer Currency Trades"**, BIS Working Papers No 405, Monetary and Economic Department, Basel, March 2013 (revised March 2016).
- Michael Moore et d'autres, **" Contraction des marchés des changes: causes et implications "**, Rapport trimestriel BRI, décembre 2016.
- Michel Jura, **" Technique financière international "**, 2ème édition, Dunod, Paris, 2003.
- Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld , **"International Economics Theory and Policy"**, Addison Wesley, seventh edition, Boston, 2005
- Paul grand Jean, **"Change et Gestion du Risque de Change"**, Edition Chihab, alger,1995.
- Teulon. F, **" la nouvelle économie mondiale "**, édition, PUF, 1998.
- Virginie Coudert, **" Régimes taux change et crises: les taux change fixes sont-ils injustement suspectes? "**,Rapport du conseil d'analyse économique sur les crises financières, CEPN, France, 2004.
- Vincent Lacolare et Christophe Burin.**"Optimiser les risques de L'entreprise. "**Afnor paris France 2010

مواقع إلكترونية:

- <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>
- Will Hall-Smith, **"The top 10 most traded currencies in the world"**, Tuesday 04 September 2018 17:30, available at an electronic page <https://www.ig.com/au/trading-strategies/the-top-ten-most-traded-currencies-in-the-world-180904>, see the 12/01/2021.
- International Monetary fund (IMF) , **"International Financial statistics Annual Reports"**, 2014, Available on the website : www.imf.org/ Viewed on 12/01/2021.
- International Standards organisation, **"ISO 4217 CURRENCY CODES"**, Available on the website: <https://www.iso.org/> Viewed on: 02/03/2021.
- <http://www.duke.edu/charvey/calsses/wpg/bfglosr.htm>, consulté le 13/04/2009 .
- [www://Businessdictionary.com/definition_index_futures.html](http://www.Businessdictionary.com/definition_index_futures.html), consulté le 03/05/2013.

- نبذة سريعة عن الدولار الأسترالي، متوفر على الصفحة الإلكترونية <https://www.equiti.com/ae-ar/newsroom/articles/australian-dollar>، تاريخ النشر 2018 /04/12، تاريخ الإطلاع : 2021/03/02.
- أندرو إليا، تعريف الدولار النيوزلندي وتاريخه، متوفر على الصفحة الإلكترونية <https://bursagi.com>، تاريخ النشر 2020/06/19، تاريخ الإطلاع: 2021/03/02.
- رحمة خالد، "شرح تداول أزواج العملات"، متوفر على الصفحة <https://tijaratuna.com> ، تاريخ النشر 3 أفريل 2021، تاريخ الإطلاع: 2021/06/02.

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية

- إسماعيل إبراهيم الطراد، "إدارة العملات الأجنبية"، دار وائل للطباعة والنشر، ط 2، عمان، 2005.
- آمال قحايرية، "أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية"، مجلة شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 2، العدد3، بدون سنة نشر.
- بسام حجار، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للنشر، 2006.
- برايان كويل، "الحماية من مخاطر العملة"، دار الفاروق، مصر 2006.
- بلقاسم العباس، "سياسات أسعار الصرف"، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد23، الكويت، نوفمبر 2003.
- جعفري عمار، "إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية دراسة حالة نظام الصرف في الجزائر للفترة 1990-2010"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2013.
- حاكم الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية"، دار اليازوري، الأردن، ط1، 2011.
- حيدر نعيمة الفريجي، "أثر تقلب صرف اليورو في المخاطرة المصرفية"، ورقة بحثية قدمت في إطار الملتقى الدولي حول اليورو واقتصاديات الدول العربية -الفرص والتحديات-، جامعة الأغواط، 18-20 أبريل 2005.
- خليل أحمد الكايد، "الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي"، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- دريد كامل آل شبيب، "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- سامي عفيفي حاتم، "دراسات في الاقتصاد الدولي"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ط5، 2000.
- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص 103.
- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي: "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، نظرية وتطبيق"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- عبد الغني حريري، "دور التحرير المالي في قضايا التعثر المصرفي"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005.
- سيداعمر زهرة، "انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)"، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد دراية، أدرار، 2018/2017.
- شقيري نوري موسي وآخرون، "التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- شقيري نوري موسى وآخرون: "إدارة المخاطر"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- شاكركزويني، "محاضرات في الاقتصاد البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
- عبد الجليل هجيرة، "أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2011.
- عبد الحق بوعتروس، "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، بدون تاريخ.
- عرفان تقي الحسني، "التمويل الدولي"، مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999.
- علي محي الدين القرة داغي، "الاختيارات"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الصادرة عن رابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، جدة، 1992.
- قماش نجيب، "إشكالية سوق الصرف الموازي في الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2020/2019.
- طارق مراد، "النقود تاريخها وتطورها وأسواقها المالية"، دار الراتب الجامعية، بيروت، 2008.
- طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ورقة مناسبات رقم 5، المملكة العربية السعودية، 2003.
- طارق عبدالعال حماد، "إدارة المخاطر: أفراد - إدارات - بنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- زياد حافظ، "الأزمة المالية العالمية، البحث عن نموذج جديد"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، صادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، لبنان 2011.

- زيات عادل، "إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط في البلدان الناشئة"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1 - الجزائر.
- ماهر كنج شكري، ومروان عطوان، "المالية الدولية: العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- مدحت صادق، "أدوات وتقنيات مصرفية"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001
- مجدي محمود شهاب، "الوحدة النقدية الأوروبية: الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمود العقاد، "النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية"، بيروت، 1979.
- محمد أحمد السريبي، "التجارة الخارجية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2009.
- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر، ط2، الإسكندرية، 1997.
- محمود عزت اللحام وآخرون، "المالية الدولية"، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4 الجزء الأول، الجزائر، 2008.
- منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- موري سمية، "آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010/2009.
- ميكائيل نواك، "الأسواق السوداء في العملات الأجنبية"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1985
- السيد متولي عبد القادر، "الاقتصاد الدولي: النظرية والسياسات"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2011.
- نسيلي جهيدة، "الهندسة المالية والأسواق المالية" أطروحة دكتوراه في النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015/2016.
- نسيلي جهيدة، "محاضرات في المشتقات المالية"، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2016.

- نوفل بعلول، "أثر نظام سعر الصرف على ميزان المدفوعات الجزائري -دراسة مقارنة مع مجموعة من الدول العربية"، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2017/2018.
- هزاع مفلح، "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، حلب، 2007.
- وجدي مخامرة، "عقود خيارات شراء وبيع العملات الأجنبية"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأردن، 1996.
- يحي عيسى، "أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، المجلد الخامس، العدد الخامس، 2005. ص ص 37.
- المعهد العربي للتخطيط، "إدارة الديون الخارجية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 30، جوان 2004، السنة الثالثة.

المراجع باللغة الأجنبية

- Arnould Daniel, "**la bourse et les produits boursiers**", éllipses, paris, 2004.
- André Cartapanis, Jérôme Teitette, " **Les hedge Funds et la crise financière Internationale**", Revue d'économie financière, No spécial, juin 2008.
- Andrew Crockett, "**Evolution et régulation des Hedge funds**", Banque de France, revue De la stabilité financière N° spécial hedge funds , 10 avril 2007.
- B. Eichenengreen, A Rose, "**Exchange rate mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks**", Economic policy 21, 1998.
- Brian Coyle, "**Hedging Currency Exposures**", Global Professional Publishing, London, United Kingdom, 2000.
- Bruce Russett and others, "**World Politics: The Menu for Choice**", Cengage Learning, 2009.
- David Eiteman et autres, "**Gestion et Finance Internationales**", traduction Michel-Henry Bouchet et autres, 10ème édition, Pearson Education, Paris, France, 2004.
- David Hénaux , "**Les mouvements internationaux de capitaux – comprendre les crises financières**", édition educagri, Dijon Cedex, 2009.
- Dicks James, "**Forex Trading Secrets**", Mc Graw- Hill companies, New York, USA, 2010.
- Dominick Salvatore, "**Economie internationale**", traduit par Fabienne Leloup et Achille Hannequart , 1ère édition, Boeck, Bruxelles, 2008.
- Ephraim Clark and Dilip Kumar Ghosh, "**Arbitrage, Hedging, and Speculation: The Foreign Exchange Market**", Greenwood Publishing Group, USA, 2004.
- F.R.Casas, "**Stabilité des marchés de change au comptant et à terme : une approche d'équilibre simultané**". L'Actualité économique, Volume 59, N°(2), HEC Montréal, Juin 1983.
- Gérard Duchene, Samir Zouari, "**L'impact de la qualité des institutions sur les crises de change** ", Laboratoire Erudite, Créteil Cedex, France, 2005.
- Grace Cheng , "**7 Winning Strategies for Trading Forex**", Harriman House Ltd, London, 2007.
- Imad shehab, "**the banking & financial implications engineering in the arab region**", union of arab banks, libanon, 1996.
- James Dicks, "**Forex Made Easy 6 Ways to Trade the Dollar**", Mc Graw- Hill companies , New York, 2004.

- Jean Louis Amelon, Jean Marie Carde bat, **"les nouveaux défis de l'internationalisation "**, 1^{ère} Edition. De Boeck. Bruxelles, 2010.
- JP. Allégret, **"Economie monétaire internationale "**, Edition Hachette, paris, 1997.
- J. Frankel, A .Rose, **" Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment "**, board of governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper, n°534, 1996.
- J .Aziz , Al ,**"Currency crises: in search of common elements"**, IMF working paper, n°67, 2000.
- Josette Peyrard, **"Gestion Financière Internationale"**, 3ème édition, Vuibert, Paris, France, 1995.
- J.P. Gourlaouen, **" les nouveaux instruments financiers "**, librairie Vuibert, Paris, 1988
- J. Peyard et G. Soularue, **" risque de change "**,_librairie Vuibert, Paris, 1986.Patrice Fontaine, **" gestion du risque de change "**, Economica, Paris, 1996.
- Raphaëlle Bellano, Armand coline, **"finance international"**, paris, 1993.
- Larbi Dohni, Canol Hainaut, **" Les taux de change "**, édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004.
- Lenain. P, " le FMI ", édition Casbah, 1998.
- Lukas Menkhoff and others,**" Information Flows in Foreign Exchange Markets: Dissecting Customer Currency Trades"**, BIS Working Papers No 405, Monetary and Economic Department, Basel, March 2013 (revised March 2016).
- Michael Moore et d'autres, **« Contraction des marchés des changes: causes et implications »**, Rapport trimestriel BRI, décembre 2016.
- Michel Jura, **" Technique financière international "**, 2ème édition, Dunod, Paris, 2003.
- Paul R.Krugman, Maurice Obstfeld , **"International Economics Theory and Policy"**, Addison Wesley, seventh edition, Boston, 2005
- Paul grand Jean, **“Change et Gestion du Risque de Change"**, Edition Chihab, alger,1995.
- Teulon. F, « la nouvelle économie mondiale », édition, PUF, 1998.
- Virginie Coudert, **" Régimes taux change et crises: les taux change fixes sont-ils injustement suspectes? "**,Rapport du conseil d'analyse économique sur les crises financières, CEPN, France, 2004.
- Vincent Lacolare et Christophe Burin."Optimiser les risques de L'entreprise. "Afnor paris France 2010

مواقع إلكترونية:

- <https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln1.pdf>
- Will Hall-Smith, **"The top 10 most traded currencies in the world"**, Tuesday 04 September 2018 17:30, available at an electronic page <https://www.ig.com/au/trading-strategies/the-top-ten-most-traded-currencies-in-the-world-180904>, see the 12/01/2021.
- International Monetary fund (IMF) , **"International Financial statistics Annual Reports"**, 2014, Available on the website : www.imf.org/ Viewed on 12/01/2021.
- International Standards organisation, **"ISO 4217 CURRENCY CODES"**, Available on the website: <https://www.iso.org/> Viewed on: 02/03/2021.
- <http://www.duke.edu/charvey/calsses/wpg/bfglosr.htm>, consulté le 13/04/2009 .
- [www://Businessdictionary.com/definition_index_futures.html](http://www.Businessdictionary.com/definition_index_futures.html), consulté le 03/05/2013.
- نبذة سريعة عن الدولار الأسترالي، متوفر على الصفحة الإلكترونية - <https://www.equiti.com/ae-ar/newsroom/articles/australian-dollar>، تاريخ النشر 2018 /04/12، تاريخ الإطلاع : 2021/03/02.
- أندرو إليا، تعريف الدولار النيوزلندي وتاريخه، متوفر على الصفحة الإلكترونية - <https://bursagi.com>، تاريخ النشر 2020/06/19، تاريخ الإطلاع: 2021/03/02.

- رحمة خالد، "شرح تداول أزواج العملات"، متوفر على الصفحة <https://tjjaratuna.com> ، تاريخ النشر 3 أفريل 2021، تاريخ الإطلاع: 2021/06/02.